
LATINOAMÉRICA - COLOMBIA

Burkenroad Report

UNIVERSIDAD
EAFIT[®]

Maestría en Administración Financiera

En convenio con:
AB Freeman Business School
Tulane University

Construcciones El Cóndor S. A.

Bolsa de Valores de Colombia/ELCONDOR

Primera cobertura o cobertura continua

Fecha de valoración: julio de 2020

Recomendación: **Comprar**

Precio de la acción: COP 1.315,00 – COLCAP: COP 1.662,42

El precio de la acción se encuentra subvalorado. Según la valoración llevada a cabo en el presente análisis, el mercado no está reconociendo el potencial de este activo.

Entorno macroeconómico favorable para el sector de obras civiles de infraestructura como dinamizador de la economía.

El precio esperado por alcanzar en el mes 12 es de COP 2.355,37.

Tabla 1. Construcciones El Cóndor S. A. Valoración con los datos financieros más destacados

Indicador	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p	2028p	2029p	2030p
EBITDA	116,496	128,519	141,617	155,877	171,398	185,342	200,378	216,587	234,059	252,890	273,183
NOPLAT	58,135	65,887	74,498	82,870	92,018	99,950	108,527	117,799	127,818	138,644	150,340
WACC	8.01 %	8.01 %	8.01 %	8.01 %	8.01 %	8.01 %	8.01 %	8.01 %	8.01 %	8.01 %	8.01 %
FCL	341,612	16,954	22,302	27,193	32,629	37,246	41,684	46,542	51,858	57,670	64,021
ROIC	3.71 %	5.13 %	5.59 %	5.98 %	6.38 %	6.66 %	6.94 %	7.23 %	7.51 %	7.80 %	8.09 %
Margen EBITDA	14.60 %	15.12 %	15.64 %	16.16 %	16.68 %	16.93 %	17.18 %	17.43 %	17.68 %	17.93 %	18.18 %
ROA	1.43 %	1.68 %	1.60 %	1.54 %	1.51 %	1.44 %	1.39 %	1.37 %	1.37 %	1.40 %	1.44 %
ROE	3.00 %	3.49 %	3.43 %	3.38 %	3.39 %	3.30 %	3.27 %	3.29 %	3.36 %	3.47 %	3.63 %
EPS	58.22	69.66	70.23	71.03	73.18	73.22	74.38	76.75	80.42	85.50	92.08
Margen EBIT	10.72 %	11.24 %	11.75 %	12.27 %	12.79 %	13.04 %	13.29 %	13.54 %	13.79 %	14.04 %	14.29 %
EBITDA/ Intereses	1.46	1.59	1.54	1.51	1.49	1.47	1.46	1.46	1.46	1.48	1.50
EBIT/ Intereses	1.07	1.18	1.15	1.14	1.15	1.13	1.13	1.13	1.14	1.16	1.18
NFD	3.14	2.98	2.85	2.75	2.66	2.62	2.59	2.57	2.55	2.53	2.51
Deuda/ EBITDA	5.30	4.81	4.97	5.07	5.11	5.20	5.24	5.24	5.22	5.17	5.11

*EBITDA, NOPLAT y FCL en COP millones.

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: COP 755.291.053.300,00.

Número de acciones en circulación: 574.365.820.

Volumen promedio diario del último año: COP 87.930.184,92.

Bursatilidad: media (IBA – Superintendencia Financiera de Colombia).

Participación en el índice: no.

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia,

Beta: 0,63.

Rango en el último año: COP 1.050 – COP 1.315.

Apreciación global de la compañía

Localización: Medellín – Colombia

Industria: construcción – sector de la infraestructura

Descripción: Construcciones El Cóndor S. A., compañía colombiana del sector de la infraestructura vial constituida en Medellín en 1979, que desarrolla sus operaciones en dos líneas de negocio: construcción e inversión.

Productos y servicios: construcción de obras civiles de infraestructura y línea de inversión en concesiones.

Sitio web de la compañía: <https://www.elcondor.com/>

Analistas:

Luz Estella Zapata Giraldo

Daniel Ignacio Villa Duque

Directora de la investigación de inversión:

Judith Cecilia Vergara Garavito

Asesor de Investigación:

Diego Restrepo

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

La acción de Construcciones El Cóndor (en adelante la Compañía) se ha mantenido relativamente estable, a inicios del 2015 estaba por encima de los COP 1.600, durante ese mismo año mostró una caída y a partir de allí se ha mantenido entre los COP 1.000 y COP 1.300 [Figura 1].

Figura 1. La Compañía. Precio de la acción (rojo) frente al precio del Índice Colcap (verde) (enero de 2015-diciembre de 2019)



Fuente: elaboración de los autores.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Se recomienda **COMPRAR** la acción de Construcciones El Cóndor S. A. (en adelante la Compañía), ya que, según este análisis, el precio está por debajo de su valor justo, estimado en COP 2.355,37. Actualmente existen razones de peso para esperar que la Compañía continúe creciendo, dada su reciente alianza con ISA (Interconexión Eléctrica S. A., E. S. P., ISA, 2020) y las expectativas de crecimiento del subsector de las obras civiles.

TESIS DE INVERSIÓN

La infraestructura en Colombia, que ha venido creciendo durante los últimos años, se proyecta como un sector que seguirá dicha tendencia a raíz de la implementación del *Plan Maestro de Transporte Intermodal (PMTI) 2015-2035* (Fundación para la

Educación Superior y el Desarrollo, Fedesarrollo, 2015), con el cual se pretende desarrollar la infraestructura logística del país. Para ello se ejecutarán proyectos de quinta generación que implicarían una inversión cercana a los USD 5.300 millones (Valora Analitik, 2020).

Se espera que la Compañía, como empresa destacada en la lista de clasificación de organizaciones del sector de la construcción de obras civiles, sea protagonista en la ejecución de estos nuevos proyectos, teniendo en cuenta su reciente alianza con ISA (Interconexión Eléctrica S. A. E. S. P., ISA, 2020). Esta colaboración generará sinergias significativas, puesto que ISA posee gran músculo financiero y experiencia en concesiones y la Compañía cuenta, además de esta última, con una importante trayectoria en el área de construcción de obras civiles.

Como fue mencionado, el precio actual de mercado de la acción de la Compañía no parece estar alineado con su justo valor, pues sus cifras reflejan una organización sólida y con gran potencial. Según el análisis realizado, el precio objetivo de la acción está por encima de los COP 2.300, un valor muy alejado del de final de 2019, cuando cerró en COP 1.315. Los principales indicadores proyectados de la Compañía reflejan un crecimiento y una solidez considerables en el largo plazo.

Por otra parte, al evaluar las amenazas que podría enfrentar, se deben considerar los retos de liquidez, pues la baja en la calificación de riesgo puede afectar no solo el acceso a fuentes de financiación, sino el precio justo de la acción en el mercado, ya golpeado por la baja bursatilidad de la acción.

VALORACIÓN

La Compañía cuenta con dos líneas de negocio: construcción e inversiones. La determinación del precio objetivo del negocio de construcción se realizó con la metodología del flujo de caja libre descontado (FCLD), teniendo como base los estados financieros consolidados históricos; y para el caso de las inversiones, su precio fue determinado por la metodología de múltiplos comparables. La Tabla 2 muestra los elementos que componen el cálculo del flujo de caja libre y la Tabla 3 describe la valoración de las inversiones, basada en el múltiplo “Price to Book Value”

Tabla 2. La Compañía. Estructura cálculo flujo de caja libre

Cálculo Flujo de Caja Libre
INGRESOS OPERACIONALES
EBIT
(-) IMPUESTO
(=) NOPAT
(+/-) PARTIDAS NO EFECTIVAS (Depreciación y Amortiz)
(=) FLUJO DE CAJA BRUTO
(-) AUMENTO KTNO
(-) CAPEX
(=) FLUJO DE CAJA LIBRE
Variación de la Deuda Financiera
Pagos de Intereses
Flujo de Caja de la Deuda FCD
Beneficio Tributario de la Deuda
Flujo de Caja del Accionista FCA (Equity Cash Flow)
Caja inicial
FCA
Pago dividendos
Ingresos financieros después de impuestos
Aumento-disminución del efectivo
Emisión de acciones
CAJA FINAL

Fuente: elaboración de los autores.

Tabla 3. La Compañía. Múltiplos comparables valoración de las inversiones

Company	Price to Book Value	Market	Average	Weight
GREAT LAKES DREDGE & DOCK CO	1.88	US Market		
AECON GROUP INC	1.06	US Market		
STERLING CONSTRUCTION CO	1.65	US Market		
ARCOSA INC	1.26	US Market		
MASTEC INC	1.9	US Market		
KBR INC	2.17	US Market		
PRIMORIS SERVICES CORP	1.46	US Market	1.63	10%
IMPULSORA DEL DESARROLLO Y GRAÑA Y MONTERO SA	3.57	LatAm & Caribbean		
	1.09	LatAm & Caribbean	2.33	20%
RAUBEX GROUP LTD	0.96	Emerging		
HAIBO HEAVY ENGINEERING SCA	2.66	Emerging		
JILIN EXPRESSWAY CO LTD	0.93	Emerging		
CHINA MERCHANTS EXPRESSWAY	0.89	Emerging		
LONGJIAN RAD & BRIDGE CO-A	1.6	Emerging		
SICHUAN RODA & BRIDGE CO LTD	1	Emerging		
SHANGHAI PUDONG ROAD & BRIDGE	1.03	Emerging		
XINJIAN BEIXIN ROAD	2.14	Emerging		
CHENGDU EXPRESSWAY CO LTD	0.89	Emerging	1.34	60%

PORR AG	0.53	Developed		
SHENZHEN INVESTMENT HOLDINGS	1.55	Developed		
ASTM SPA	0.88	Developed		
YOCOGAWA BRIDGE HOLDINGS	0.88	Developed		
NIPPON ROAD CO	0.78	Developed		
BES ENGINEERING CORP	0.64	Developed		
NIPPO CORP	0.93	Developed		
SEIKITOKYU KOGYO CO	0.95	Developed		
IS DONGSEO CO	1.28	Developed		
HEK TERNA HOLDING REAL ESTATE	1.22	Developed	0.96	10%
			1.53	Weighted average

Fuente: elaboración de los autores con datos de Bloomberg.

Los ingresos fueron proyectados según el crecimiento histórico del subsector, y basado en este se estableció la variable del crecimiento futuro para la valoración. Se utilizó un rango relevante de 10 años, y el WACC se calculó según la información de la siguiente tabla [Tabla 4].

Tabla 4. La Compañía. Componentes del WACC

Componentes del WACC		Descripción
RF	2.19%	Promedio diario TNX agosto 2017 a julio 2020 Se tomó este rango de fechas para asegurar información suficiente y tener una cifra que no recogiera solamente los efectos de la pandemia.
PMR	5.37%	Promedio histórico ERP TTM Damodaran desde agosto 2017 a julio 2020 Se tomó este rango de fechas para asegurar información suficiente y tener una cifra que no recogiera solamente los efectos de la pandemia.
Yield BBB en EEUU	3.79%	Promedio US Corporate BBB desde agosto de 2017 a julio 2020 Se tomó este rango de fechas para asegurar información suficiente y tener una cifra que no recogiera solamente los efectos de la pandemia.
RP (Embi+ Colombia)	2.047%	Promedio Embi+ Colombia desde agosto 2017 a julio 2020 Se tomó este rango de fechas para asegurar información suficiente y tener una cifra que no recogiera solamente los efectos de la pandemia.
Market Cap el Cóndor	617,443,256,500	Tomado de la BVC
D	736,786,920,000	Tomada de Bloomberg
D/E	119%	Cálculo propio
%E	45.59%	Cálculo propio
%D	54.41%	Cálculo propio
Kd en COP	6.63%	Calculado en base al Kd de una BBB en USA incluyendo el RP y convirtiendo a COP

Be del Cóndor	1.28	Para este cálculo se determinó una Bu estimada usando datos de CAPM BerkDeMarzo desde abril de 2018 a febrero 2020 y la Bd de una BBB en USA
Ke en USD	11.09%	Cálculos propios a partir del RF, PMR, RP y Be de El Cóndor
Ke en COP	12.18%	Cálculos propios a partir del Ke en USD
TAX RATE	32.00%	Tasa impositiva para el 2020
WACC EN COP	8.01%	Cálculo propio
Inflación anual Colombia	3.00%	Inflación objetivo establecida por el Banco de la República
Inflación objetivo Estados Unidos	2.00%	Inflación objetivo de largo plazo establecida por la FED
Devaluación	0.98%	Cálculo propio

Fuente: elaboración de los autores.

Cabe anotar que para algunas de las cifras usadas en el cálculo de la Tabla 4 se tomó un rango de datos entre agosto de 2017 y julio de 2020 para capturar suficiente información histórica y que, además, estuviera ligeramente afectada por las variaciones generadas por la pandemia de la COVID-19, pues, aunque es algo coyuntural y se espera que desaparezcan en el largo plazo, sus efectos se seguirán sintiendo en el mediano plazo.

ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

La Tabla 5 muestra un análisis de sensibilidad del precio a variaciones porcentuales asignadas a la tasa de crecimiento (G) y el WACC.

Tabla 5. La Compañía. Análisis de sensibilidad del precio según variaciones asignadas a la tasa de crecimiento (G) y el WACC

Tasa de crecimiento (G)	WACC				
	7.01 %	7.51 %	8.01 %	8.51 %	9.01 %
4,00 %	3,089	2,654	2,329	2,078	1,877
4,50 %	3,223	2,709	2,342	2,067	1,854
5,00 %	3,420	2,782	2,355	2,051	1,823
5,50 %	3,743	2,887	2,372	2,027	1,781
6,00 %	4,377	3,057	2,392	1,991	1,723

Fuente: elaboración de los autores.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Según cifras expuestas en el Plan Nacional de Desarrollo 2018-2022, el sector de la infraestructura en Colombia requiere inversiones por COP 342 billones para el período 2016-2035 (Colombia, Departamento Nacional de Planeación, DNP, 2019), de los cuales COP 216,8 billones corresponden a la infraestructura en el transporte. El sector de la construcción en Colombia se compone básicamente de dos subsectores: la edificación y la construcción de obras civiles de infraestructura (Colombia, Aeronáutica Civil, 2019); este último, medido en su participación en el PIB nacional desde 2005, ha tenido un crecimiento cercano al 70 %; así, la infraestructura en Colombia se proyecta como un sector de gran crecimiento en las próximas dos décadas.

Las fuentes de creación de valor de la infraestructura y sus consecuencias son múltiples e influyen sobre varios actores. La inversión actúa como un actor contracíclico y reactiva la economía en épocas de recesión, ya que involucra una larga cadena de entes económicos y es un generador masivo de empleo. Por otro lado, la infraestructura de transporte une las poblaciones, estimula el comercio, baja los costos de transporte y disminuye los tiempos de desplazamiento, logrando así que los bienes y servicios se muevan en toda la geografía y aumenten la calidad de vida. Finalmente, en el ámbito financiero, la infraestructura permite aumentar la riqueza de los financiadores y ejecutores de los proyectos, más aún en momentos en los cuales el gasto público no es suficiente y se requiere inversión privada.

De acuerdo a la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), en el contexto de la pandemia, la economía mundial presentará en 2020 una caída del producto bruto mayor a la observada en varias décadas. Se prevé una contracción del PIB mundial en torno al 2 %, con mayor concentración en las economías desarrolladas que en las emergentes. La caída de la actividad económica mundial, en particular en los Estados Unidos, la República Popular China y Europa, tiene un impacto negativo en América Latina y el Caribe a través del comercio, en sus dimensiones de volumen y precio, en particular de las materias primas (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, CEPAL, 2020). A nivel local, la situación no es ajena respecto al comportamiento mundial, pues Fedesarrollo pronostica un crecimiento negativo para Colombia en un rango de entre -5,0 y -7,9 % (escenarios central y pesimista, respectivamente) (Fundación

para la Educación Superior y el Desarrollo, Fedesarrollo, 2020) [Tabla 6]. Según las *Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros*, publicada por el Banco de la República, se espera una inflación para 2020 de entre el 3,2 y el 3,4 %, una tasa de cambio de entre COP 3.843 y 3.875, un DTF del 3 % y una tasa de desempleo del 19,3 % (Colombia, Banco de la República, s. f.-b).

Tabla 6. Colombia, Proyección del crecimiento económico y del PIB [%] (2020)

Rama de Actividad	Escenario central	Escenario pesimista
Gasto de consumo final	-3,2	-5,0
Gasto de consumo final individual de los hogares	-5,1	-7,7
Gasto de consumo final del gobierno general	5,3	7,3
Formación bruta de capital	-16,8	-22,2
Exportaciones	-7,1	-10,7
Importaciones	-11,3	-12,7
Producto Interno Bruto	-5,0	-7,9

Fuente: Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo, Fedesarrollo (2020).

Considerando que la Compañía se encuentra dentro del subsector de la ingeniería y las obras civiles, perteneciente al sector de la construcción, y que dicho sector puede jalonar la economía o, por el contrario, verse perjudicado por la desaceleración económica, la Compañía podría igualmente sufrir consecuencias, ya que el crecimiento económico representa una de las principales variables que motivan el tráfico de sus proyectos. El Estado, el principal cliente del subsector de las obras civiles, se ve afectado por la situación actual (COVID-19) como efecto de la reducción de los ingresos y el aumento del gasto total (Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo, Fedesarrollo, 2020); sin embargo, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público confirmó recientemente que se piensa ejecutar el programa multimodal de infraestructura 5G que implicaría una inversión de USD 5.300 millones, es decir cerca de COP 19,8 billones, equivalentes al 1,67 % del PIB (Miranda Hamburger, 2020).

Con relación a la tasa de cambio, la Compañía posee deuda en dólares, por lo que la depreciación del COP impacta sus resultados tanto en el valor de la deuda como en el estado de resultados vía gasto por diferencia en cambio.

REGULACION DE LA INDUSTRIA

El sector de la infraestructura no hace parte de los mercados regulados; sin embargo, al ser un gran generador de activos públicos se desempeña bajo normativas y control del Departamento Nacional de Planeación a través, principalmente, de la ANI y el Instituto Nacional de Vías, INVÍAS.

INDICADORES DE DESEMPEÑO

Según el *Informe de desempeño del sector de la infraestructura de transporte 2017*, de la Superintendencia de Sociedades, los indicadores para los participantes del sector de la construcción de obras de ingeniería civil que le reportan a ella presentan los siguientes resultados:

- La rentabilidad del patrimonio (ROE) cerró 2018 en 3,9 %: un ascenso de 0,9 puntos porcentuales frente a 2017.
- La rentabilidad del activo (ROA) cerró 2018 en 1,7 %: un incremento de 0,4 puntos porcentuales frente a 2017.
- El margen neto ha sido 3,8 % en promedio en los últimos tres años, y cerró 2018 en 3,6 %.
- Las pérdidas reportadas se ubicaron en COP 1.388 millardos en 2018: un incremento de COP 454.000 millones frente a 2017. Sin embargo, se disminuyó en 18 el número de empresas que las declararon, pues pasó de 141 en 2017 a 123 en 2018 (Colombia, Superintendencia de Sociedades, Supersociedades, 2018).

DETERMINANTES DEL PRECIO

Tal y como sucede en la industria o el comercio, los precios (la inversión) de los proyectos de infraestructura tienen múltiples componentes y ciertas particularidades al no ser bienes y servicios producidos para la venta o la comercialización. Puesto

que las concesiones bajo el esquema de las asociaciones público-privadas (APP) se han vuelto el gran mecanismo de desarrollo de la infraestructura logística y de transporte en el país, y que son fundamentalmente inversiones de tipo financiero que dependen de los rendimientos esperados a lo largo de la vida de un proyecto, el costo de capital de los financiadores, fundamental en la negociación, se determina teniendo en cuenta los riesgos, la inversión en CAPEX y OPEX, la duración del proyecto y los flujos de caja y los activos generados por este. Así, el “precio” de cada proyecto de infraestructura varía según las condiciones propias que tenga.

FASE DE LA INDUSTRIA

Por años, el país ha tenido un déficit de inversión y mantenimiento vial acumulado; adicionalmente, heredó del siglo XX una red vial primaria diseñada para una economía cerrada, orientada a la conectividad entre puntos fijos y no a la eficiencia de desplazamiento entre las capitales y de estas hacia puertos y fronteras (Colombia, Agencia Nacional de Infraestructura, ANI, 2015).

Es claro que Colombia ha venido mejorando en el desarrollo de la infraestructura, pues la creación de la Agencia Nacional de Infraestructura –con contratos modernos de concesión–, la Ley APP¹ y la Ley de Infraestructura² han logrado atraer la inversión privada. A su vez, el sector público ha aumentado sus aportes para nuevos proyectos nacionales; por ejemplo, la suma de las contribuciones públicas y privadas en el transporte se triplicó en una década, al pasar de 0,89 al 2,96 % del PIB entre 2004 y 2014 (Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo, Fedesarrollo, 2015).

Este sector se encuentra en una fase de desarrollo, pues con el *Plan Maestro de Transporte Intermodal (PMTI) 2015-2035* se pretende la mejora de los niveles de servicio vial para competir internacionalmente, balancear los modos férreos y

¹ Ley 1508 del 10 de enero de 2012.

Disponible en <http://wsp.presidencia.gov.co/Normativa/Leyes/Documents/Ley150810012012.pdf>

² Ley 1682 del 22 de noviembre de 2013.

Disponible en https://www.oas.org/juridico/PDFs/mesicic5_col_andje_anex8.pdf

fluviales con criterios económicos y articular las regiones aisladas a los mercados (Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo, Fedesarrollo, 2015).

ANÁLISIS DE PORTER

Nuevos competidores

El sector está abierto a la entrada de nuevos competidores de cualquier parte del mundo, y cada proyecto puede atraer múltiples oferentes según sus características propias.

Poder de negociación de los proveedores

El constructor o el concesionario tienen las capacidades adecuadas para negociar con sus proveedores, pues generalmente este tipo de obras son extensivas en demanda de materia prima con suficiente disponibilidad; de ahí que el comprador se encuentra en una buena posición de negociación con sus proveedores.

Poder de negociación de los clientes

El cliente principal es el Estado, por lo cual su poder de negociación es muy alto y determinante en el sector. Es muy importante realizar una distribución correcta en la administración de riesgos, ya que aquellos que se materialicen por cuenta de las decisiones estatales (los riesgos regulatorios) pueden tener efectos muy relevantes en la viabilidad de los proyectos.

Productos sustitutos

No hay productos naturalmente sustitutos de las obras de infraestructura.

Rivalidad entre competidores

Es un mercado competido, aunque permite alianzas para sacar adelante proyectos de manera conjunta entre diversos competidores. De hecho, debido a su gran envergadura, hay proyectos en los cuales las capacidades locales no son suficientes, y los competidores internacionales entran a competir para llenar esos espacios.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA³

Historia, localización e infraestructura

Construcciones El Cóndor S. A., compañía líder en el sector de la infraestructura vial de Colombia, se constituyó en 1979 en Medellín.

Cronología

- 1984: primera obra a nivel nacional: Neiva-San Vicente del Caguán (departamento de Caquetá).
- 1992: creación del Grupo Odinsa S. A., con la participación de importantes empresas de ingeniería y construcción colombianas, entre las que se encontraba la Compañía. Su objetivo es sumar capacidades técnicas, operativas y financieras que les permitan competir tanto a nivel local como externo en el nuevo entorno de la apertura de la economía colombiana y la consecuente entrada de grandes competidores al mercado nacional.
- 1994: participación en la primera concesión de infraestructura: la concesión Autopistas de los Llanos.
- 2004: a raíz de la fuerte desaceleración del sector adelanta la escisión del portafolio de inversiones acumulado por el emisor para crear el Grupo Cóndor Inversiones S. A., a fin de separar los riesgos de construcción e inversión.
- 2005: inicia la operación minera a cielo abierto en la mina La Francia a través de la constitución de un consorcio con SP Ingenieros.
- 2008: adelanta la fusión por absorción del Grupo Cóndor Inversiones S. A. Teniendo en cuenta los requisitos de participación en los megaproyectos y la sinergia existente entre los activos del portafolio de inversiones y el músculo constructor, se decidió fusionar nuevamente el negocio de construcción con el de inversiones, operación que proyectó la Compañía a la competencia de primer nivel en los mercados nacional e internacional.

³ La información de esta sección (Descripción de la Compañía) es tomada de Construcciones El Cóndor S. A. (s. f.-a; s. f.-b; s. f.-c y s. f.-d).

- 2012: adelanta su primera oferta pública inicial de acciones ordinarias, a fin de fortalecer su estructura financiera de cara al programa de infraestructura de 4G. La emisión marcó un hito para el emisor, al ser la primera experiencia en la consecución de recursos a través del mercado de capitales y le permitió acceder a esta importante fuente de financiación.
- 2014: adjudicación del proyecto 4G Conexión vial Pacífico 2.
- 2015: adquiere una participación en la Concesión Pacífico Tres S. A. S., encargada de ejecutar el proyecto 4G Conexión Pacífico 3. Se le adjudican cuatro APP de iniciativa privada en las cuales participa como accionista a través de las sociedades que se crean para ejecutar cada uno de los contratos.
- 2017: continúa ejecutando su plan de crecimiento y el patrimonio autónomo del proyecto Ruta al Mar. Realiza la primera emisión de bonos internacionales para financiar un proyecto de APP de iniciativa privada con riesgo de tráfico.

La Compañía desarrolla sus operaciones en dos líneas de negocio: construcción e inversión. La primera incluye vías, túneles, presas, viaductos, obras en concreto, minería, explotación a cielo abierto, movimiento de tierra y roca, y sistemas de transporte masivo; la segunda incluye concesiones viales, de servicios públicos y aeroportuarias, proyectos de generación energética e inversiones en empresas afines al sector de la infraestructura y a las concesiones mineras.

Administración

La estructura de gobierno la conforman la Asamblea General de Accionistas, la Junta Directiva y el Grupo Directivo, conformado este último por la Presidencia, la Vicepresidencia Ejecutiva, la Secretaría General y cuatro gerencias: Financiera, Operaciones, Desarrollo de la Organización y Proyectos.

Asamblea General de Accionistas

Compuesta por los accionistas titulares con derecho a voto, se congrega anualmente para examinar la situación de la Compañía y tomar decisiones de su competencia. También puede reunirse extraordinariamente cuando necesidades urgentes o imprevistas así lo exijan.

Junta Directiva

Según lo dispuesto en sus Estatutos Sociales y en el Código de Buen Gobierno, está conformada por siete miembros, de los cuales cinco son independientes, uno es patrimonial y otro ostenta la doble calidad de patrimonial y ejecutivo [Figura 2].

Figura 2. La Compañía. Miembros de la Junta Directiva (2020)

NOMBRE	MIEBRO
Alejandro Correa Restrepo	Patrimonial
José Jairo Correa Gómez	Patrimonial
Jairo Gónzales Gómez	Independiente
Beatriz Eugenia Morales Vélez	Independiente
Álvaro Fernando Robayo Mosquera	Independiente
Luis Alfredo Turizo Ortiz	Independiente
Manfred Gartz Moises	Independiente

Fuente: elaboración de los autores a partir de Construcciones El Cóndor S. A. (s. f.-d).

Sus miembros son designados por el sistema de cociente electoral para períodos de dos años, sin perjuicio de que puedan ser removidos libremente o reelegidos indefinidamente.

La Junta Directiva cuenta, además, con tres comités de apoyo: Auditoría y Gestión de Riesgos, Gobierno Corporativo y Estrategia, y de Desarrollo de la Organización, Talento Humano y Remuneración.

Grupo Directivo

La Figura 3 muestra los miembros actuales (2020) del Grupo Directivo de la Compañía.

Figura 3. La Compañía. Miembros del Grupo Directivo (2020)

Nombre	Cargo	Edad	Años de experiencia
Luz María Correa Vargas	Presidente	55	33
Ana María Jaillier Correa	Vicepresidente Ejecutiva	51	31
Isabel Cristina Vásquez Acosta	Secretaría General	49	26
Adriana Gallego Oke	Gerente de Operaciones	47	26
Alberto Arango López	Gerente de Proyectos	52	31
Alejandro Correa Restrepo	Gerente Financiero	38	18
Liliana Guzmán Palacio	Gerente de Desarrollo de la Organización	46	26

Fuente: elaboración de los autores a partir de Construcciones El Cóndor S. A. (s. f.-d).

Análisis FODA: fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas

Fortalezas

- Ha creado un ambiente de control que le ha permitido mantener la confianza de inversionistas, clientes, colaboradores y los demás grupos de interés.
- Es líder en infraestructura vial; ocupa el segundo puesto en la lista de clasificación de las empresas más grandes del sector de la infraestructura por ingresos.
- Cuenta con el sello IR de la Bolsa de Valores de Colombia, reconocimiento que se da a los emisores por la adopción de buenas prácticas en materia de revelación de información y relación con los inversionistas.
- Sus desarrollos tecnológicos le permiten dar viabilidad a ideas que agregan valor: concreto lanzado con fibra de polipropileno, pavimento de concreto con fibra sintética reciclada, concreto con ceniza de termoeléctrica, planta de asfalto-caucho en La Guajira y base estabilizada con emulsión; todos ellos contribuyen a la reducción de los costos y a una mayor optimización de los procesos.
- Por más de 13 años ha sido reconocida por la firma Great Place to Work® en los primeros puestos como una de las mejores empresas para trabajar en Colombia.
- Cuenta con la experiencia y conocimiento en estructuración técnica y financiera de proyectos para responder a la exigencia de los promotores y financiadores nacionales e internacionales.
- El Grupo Banco Mundial a través de la International Finance Corporation reconoció su alto nivel de revelación de información.
- La gestión adecuada de riesgo y la demostrada capacidad de ejecución de proyectos de gran envergadura de manera rentable.

Oportunidades

- La alianza con ISA para crear una plataforma de concesiones viales y participar en el mercado de Colombia y Perú.
- La confianza en que el Ministerio de Transporte y la ANI continúen reforzando los frentes regulatorios y de gestión contractual para la conclusión exitosa de los proyectos de 4G y el inicio de los de 5G.
- El interés de las firmas internacionales en el mercado local.
- El de la construcción es uno de los sectores que más jalona la economía; ante la coyuntura actual de la pandemia de la COVID-19 y la desaceleración esperada, la inversión del Estado en infraestructura puede verse incentivada para su reactivación.

Debilidades

- La reducción de la calificación de riesgo a A- con perspectiva negativa (FitchRatings, 2020).
- Liquidez débil: los elevados requerimientos de capital de trabajo, financiados con deuda de corto plazo, mantienen presionada la capacidad de la Compañía para generar un flujo de efectivo libre positivo y presionan su ritmo de desapalancamiento.
- El modelo de negocios de la Compañía se considera riesgoso, dado su enfoque en la actividad de la construcción, que tiende a ser más volátil y menos predecible en comparación con su par local, Odinsa, que tiene inversiones importantes en concesiones maduras con dividendos estables.

Amenazas

- La falta de seguridad jurídica frente a los procesos ambientales, sociales y prediales.
- La complejidad en los procesos de consulta previa.
- La dificultad para encontrar fuentes de materiales pétreos idóneos.
- La desaceleración de la economía colombiana consecuencia de la pandemia de la COVID-19 y el efecto que pueda tener sobre el presupuesto que el Estado destina a la inversión en infraestructura.

- La dependencia del Gobierno para la definición de las políticas de licitaciones y cambios en las normativas que rigen los peajes y las leyes ambientales.
- Las demoras asociadas a las gestiones prediales, ambientales y sociales, que generan desviaciones puntuales frente a lo planeado.

Productos y servicios

La Compañía se dedica al desarrollo de obras de infraestructura pública y privada a través de dos líneas de negocio: construcción e inversión.

La primera incluye la construcción de vías, túneles, viaductos, puentes, presas, oleoductos, obras en concreto, minería, explotación a cielo abierto, movimiento de tierra y roca, y sistemas de transporte masivo, entre otros. La segunda maneja un portafolio enfocado en proyectos de concesiones viales, aeroportuarios y de empresas afines al sector; con todo, cuenta con amplia experiencia en la administración de inversiones en concesiones de servicios públicos y mineras.

Estrategia

Su estrategia se enfoca en el crecimiento rentable de sus dos líneas de negocio, la incursión en nuevos mercados y la generación de nuevas alianzas, enmarcada en ocho lineamientos:

- 1) Diversificación y crecimiento para lograr el *backlog* requerido en el cumplimiento de la MEGA a través de nuevos clientes, geografías y aliados estratégicos.
- 2) Fortalecimiento del negocio de inversiones corporativas para garantizar una rentabilidad esperada por los accionistas con un óptimo equilibrio en el portafolio.
- 3) Atención al negocio de la construcción con cumplimiento, capacidad de ejecución y solidez financiera para garantizar el *backlog* requerido y la rentabilidad esperada.
- 4) Imagen de empleador referente, que cuenta con un talento humano de calidad que apalanca la estrategia organizacional y potencia el crecimiento.
- 5) Participación activa en el gremio y liderazgo en el sector para generar condiciones favorables de entorno en el cumplimiento de la estrategia.
- 6) Relacionamiento estratégico con grupos de interés prioritarios para entender y responder al entorno del negocio de manera más eficiente y proactiva.

- 7) Incorporación de la innovación en el negocio actual y los retos estratégicos del futuro para mantenerse a la vanguardia e incorporar nuevas tendencias y aumentar eficiencias en el presente.
- 8) Generación de valor social y ambiental para lograr mayor aceptación y fluidez de la ejecución de los proyectos y generar desarrollo local.

Desarrollos recientes

En su línea de construcción, la Compañía logró en 2019 los siguientes desarrollos, en su mayoría relacionados con los materiales pétreos y maquinaria:

- Concreto lanzado con fibra de polipropileno.
- Pavimento de concreto con fibra sintética reciclada.
- Concreto con ceniza de termoeléctrica.
- Planta de asfalto-caucho en La Guajira.
- Base estabilizada con emulsión.
- Extrusora.

En el ámbito financiero se encuentran los siguientes desarrollos:

- Subcuenta autónoma de soporte en la estructuración de las APP IP (asociación público-privada con iniciativa privada).
- Primera emisión internacional de bonos de infraestructura vial.
- Emisión de papeles comerciales y bonos en el mercado secundario.
- Cesión de participación de la concesión Ruta al Mar a socio financiero.

Análisis de los competidores

La Compañía se encuentra en un sector competido, con jugadores tanto nacionales como internacionales, en razón del desarrollo que ha tenido este sector en los últimos años y el que se espera con el *Plan Maestro de Transporte Intermodal*. En la actualidad, el mercado lo lidera Sacyr Construcción Colombia, seguido por Construcciones el Cóndor [Figura 4].

Figura 4. Colombia. Las cinco principales empresas del sector de las obras civiles (2019)

EMPRESA	INGRESOS	GANANCIA	TOTAL ACTIVOS	TOTAL
	OPERACIONALES 2019	(PERDIDA) 2019	2019	PATRIMONIO 2019
SACYR CONSTRUCCION COLOMBIA SAS	1.110.653.415	\$ 29.803.146	\$ 901.489.364	\$ 63.749.742
CONSTRUCCIONES EL CONDOR S.A	880.811.460	\$ 73.103.484	\$ 2.244.072.369	\$ 1.082.245.717
MINICIVIL.S.A.	839.338.412	\$ 80.752.114	\$ 1.484.972.327	\$ 704.038.043
CONSTRUCTORA CONCRETO S.A.	800.092.728	\$ 64.409.861	\$ 2.732.602.501	\$ 1.529.768.777
ESTUDIOS Y PROYECTOS DEL SOL S.A.S.	771.454.477	\$ 308.236.091	\$ 1.844.132.086	\$ 1.447.390.461

Fuente: elaboración de los autores a partir de Superintendencia de Sociedades, Supersociedades (2020).

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES⁴

La Compañía cuenta con una política de selección, desempeño y sucesión cuyo objetivo es establecer los lineamientos para el nombramiento y evaluación de los miembros de la Junta Directiva, de manera que se garantice su idoneidad para ejercer el cargo.

Los aspectos de desempeño evaluados son los siguientes:

- Roles y responsabilidades: conocimiento de su papel, del sector y los negocios.
- Participación: aportes que propicien la conducción del negocio.
- Aporte estratégico: contribución a la estrategia, el desarrollo y el fortalecimiento de la Compañía.

La Compañía también cuenta con un Comité de Talento Humano y Remuneraciones y un Comité de Gobierno Corporativo y Estrategia para la evaluación del desempeño del grupo directivo, la estrategia y el desarrollo corporativo.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

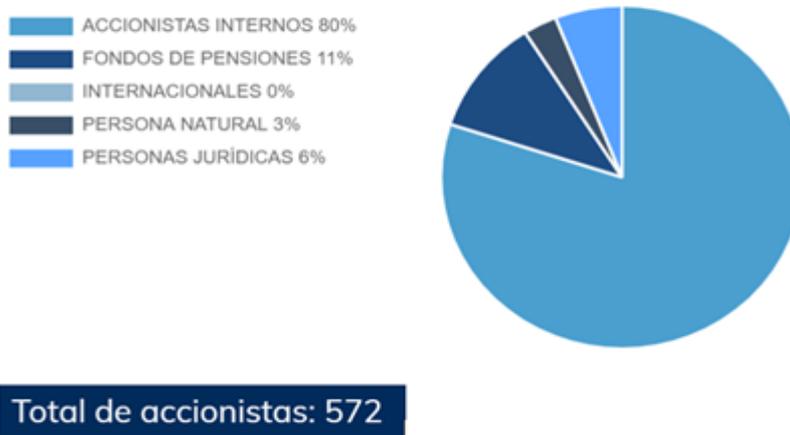
Principales accionistas

La Compañía pertenece en el 80 % a accionistas internos; el restante 20 %, de libre flotación, corresponde principalmente a fondos de pensiones y a personas jurídicas.

⁴ La información de esta sección (Desempeño de la Administración y antecedentes) es tomada de Construcciones El Cóndor S. A. (s. f.-a).

El total de acciones en circulación es de 574.365.820 [Figura 5].

Figura 5. La Compañía. Composición accionaria (31 de diciembre de 2019)



Fuente: Construcciones El Cóndor S. A. (s. f.-a).

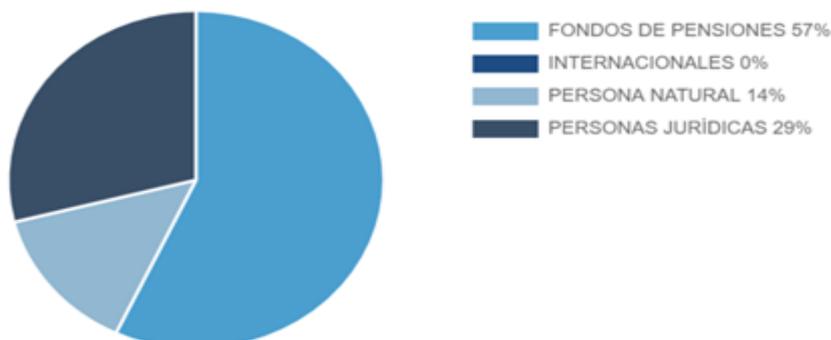
Liquidez accionaria

Al 31 de diciembre de 2019, su índice de bursatilidad accionaria (IBA) fue de 6,13773. Y al 31 de mayo de 2020, su bursatilidad media fue de 5,26854.

Libre flotación

La Figura 6 muestra los sectores propietarios del 20 % de las acciones de la Compañía, que son de libre flotación.

Figura 6. La Compañía. Propietarios del 20 % de las acciones de libre flotación (cierre de 2019)



Fuente: Construcciones El Cóndor S. A. (s. f.-a).

Política de dividendos

La Compañía decretó repartir un dividendo efectivo de COP 27,24 por acción pagaderos en tres cuotas iguales de COP 9,08 en las siguientes fechas: 20 de abril, 21 de julio y 23 de noviembre de 2020.

RIESGOS DE INVERSIÓN

Riesgo de mercado

Es el riesgo de que el valor razonable o los flujos futuros de efectivo de un instrumento financiero fluctúen debido a los cambios en los precios del mercado. Estos precios involucran tres tipos de riesgo: de tasa de interés, de tasa de cambio y otros riesgos de precios.

Riesgo de tasa de interés

Es el riesgo de que el valor razonable o los flujos futuros de efectivo de un instrumento financiero fluctúen debido a los cambios en las tasas de interés del mercado. La exposición de la Compañía al riesgo de tasa de interés del mercado se relaciona principalmente con las obligaciones financieras de corto y largo plazo a tasas de interés variables.

La Compañía está expuesta a variaciones en la tasa de interés y/o inflación, principalmente por la relevancia que tiene la financiación del capital de trabajo, dado los altos montos del valor de las obras que se ejecutan en este sector. Las expectativas de inflación, así como las condiciones de liquidez, pueden afectar las tasas de intervención. En el evento de presentarse incrementos en las tasas de interés, los gastos financieros de la Compañía y sus inversiones en las asociadas, los negocios conjuntos y los subsidiarios podrían incrementarse, afectando su situación de liquidez y rentabilidad.

Riesgo de tipo de cambio

Es el riesgo de que el valor razonable o los flujos futuros de efectivo de un instrumento financiero fluctúen debido a los cambios en las tasas de cambio. La exposición de la Compañía este tipo de riesgo se relaciona con las cuentas por

pagar comerciales y otras cuentas por pagar en moneda extranjera y, por otro lado, con las inversiones que tiene en el extranjero.

El principal riesgo para la Compañía radica en que la maquinaria y equipo para la construcción es adquirida en su mayoría a proveedores del exterior y, por tanto, sus precios son predominantemente denominados en dólares. En consecuencia, una devaluación material del peso frente al dólar puede incrementar notablemente la erogación de fondos que debe hacer el emisor para inversiones tanto de mantenimiento como de crecimiento, impactando negativamente la rentabilidad de sus proyectos y disminuyendo el flujo de caja libre disponible para decretar dividendos. No obstante lo anterior, el efecto de la devaluación sería de corto plazo, toda vez que el mercado de la construcción traslada este mayor costo a sus precios de oferta, compensando de esta forma el efecto negativo que pueda tener un aumento de la tasa de cambio.

Otros riesgos de precio

La Compañía no está expuesta a otros riesgos de precios debido a que no tiene otros instrumentos financieros como materias primas cotizadas o inversiones en acciones que coticen en bolsa, entre otros.

Riesgo de crédito

Es el riesgo de que una contraparte no cumpla sus obligaciones asumidas en un instrumento financiero o un contrato comercial y que esto origine una pérdida financiera. La Compañía se encuentra expuesta este tipo de riesgo por sus actividades operativas –en particular por los deudores comerciales– y sus actividades financieras, incluidos los depósitos en bancos e instituciones financieras y otros instrumentos financieros.

Frente al efectivo y sus equivalentes, la Compañía se encuentra en instituciones financieras con calificación AAA. El Comité de Auditoría y Gestión de Riesgos verifica que la gestión de tesorería esté acorde con sus políticas.

Frente a las cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas similares, la Compañía realiza una evaluación financiera de la contraparte y el riesgo de crédito, y el resultado se lleva al proceso de negociación con ella. Asimismo, efectúa una conciliación de sus operaciones, y ante la materialización de estos riesgos toma las

acciones jurídicas según el tipo de cliente o tercero y hace uso de las pólizas según la exposición del activo, servicio o gestión.

Adicionalmente, lleva a cabo un procedimiento de cobro de su cartera mediante el cual decide pasar a proceso de cobro jurídico las cuentas con más de 150 días de vencimiento. Cada año se revisa la cartera, sus vencimientos, y a criterio de la Gerencia Financiera, en conjunto con la Dirección de la Obra, con todos los elementos jurídicos y seguimientos establecidos, se hacen las provisiones contables y tributarias necesarias.

Riesgo de liquidez

Es el riesgo de que la Compañía no logre pagar sus obligaciones financieras al acercarse su fecha de vencimiento. El objetivo de manejar la liquidez es asegurar, tanto como sea posible, que siempre tendrá suficiente liquidez para cumplir con sus obligaciones en situaciones normales o de coyuntura sin incurrir en pérdidas inaceptables o arriesgar su reputación.

La Compañía cuenta con indicadores internos que le permiten hacer seguimiento y control al ciclo de cartera, el consumo de caja ejecutado y acumulado, el margen EBITDA, los ingresos operacionales, los cupos de crédito disponibles y las necesidades de *equity* adicional (Construcciones El Cóndor S. A., s. f.-a).

La Compañía gestiona su estructura de capital y realiza los ajustes pertinentes en función de los cambios en las condiciones económicas. A fin de mantener y ajustar su estructura de capital, puede emitir nuevas acciones en el mercado de valores u otros mecanismos financieros de deuda.

Riesgo de escasez de recursos naturales (producto)

Este riesgo hace referencia los impactos negativos originados por la no disponibilidad suficiente de recursos naturales o de materia prima necesarios para llevar a cabo su objeto social.

Para la Compañía, la extracción y el uso de materiales pétreos son de vital importancia para la ejecución de los proyectos, pues son la materia prima principal de concretos, capas granulares y mezclas asfálticas. El buen uso de este recurso impacta no solo en los costos y los tiempos de obra, sino también en el medioambiente. La gestión del riesgo de escasez de estos recursos incluye

métodos adecuados de explotación, eficiencias en la producción, reutilización de materiales existentes y optimización de diseños (Construcciones El Cóndor S. A., s. f.-a).

Riesgo operativo

Es la posibilidad de ocurrencia de pérdidas financieras originadas por fallas o insuficiencias de procesos, personas, sistemas internos, tecnología o en la presencia de eventos externos imprevistos.

La Compañía mitiga este riesgo mediante las siguientes medidas:

- A través del Comité de Cumplimiento.
- Aceptando la participación del director de control interno y gestión de riesgos en procesos operativos de gestión de riesgos y cumplimientos y estableciendo los lineamientos para realizar la auditoría a estos procesos.
- Precisando los roles y responsabilidades del Comité de Riesgos y estableciendo los correspondientes al Comité de Cumplimiento.
- Precisando la responsabilidad de los líderes de los procesos frente a la gestión de riesgos (Construcciones El Cóndor S. A., s. f.-a).

Riesgo legal o de regulación

Proviene de la legislación que afecta a los contratos mercantiles o financieros realizados (Centro Europeo de Postgrado, s. f.). Existe, entonces, exposición a pérdidas por el incumplimiento de las leyes o normativas bajo las cuales se rigen los contratos, así como por los cambios regulatorios de las autoridades competentes.

Al ser el Estado el principal cliente de la Compañía, la relación es regulada fundamentalmente por la Ley 80 de 1993,⁵ la reglamentación que rige las concesiones, así como por la Ley 1508 de 2012,⁶ bajo la cual se rigen las alianzas público-privadas (APP), además de otras leyes en materia ambiental y de transporte. La Compañía gestiona estos riesgos a través de cláusulas que

⁵ Disponible en http://www.secretariassenado.gov.co/senado/basedoc/ley_0080_1993.html

⁶ Disponible en <http://wsp.presidencia.gov.co/Normativa/Leyes/Documents/Ley150810012012.pdf>

determinen compensaciones y/o causales de terminación anticipada de contratos, entre otras estipulaciones. También lo hace usando su Comité de Auditoría para asegurar que tenga lineamientos estrictos de cumplimiento del marco legal y de desarrollo ético de sus operaciones.

Riesgo ambiental

Es el resultado de una función que relaciona la probabilidad de ocurrencia de un determinado escenario de accidente y sus consecuencias negativas sobre el entorno natural, humano y socioeconómico.

La Compañía mitiga este riesgo mediante la adopción de las normas ISO 140001, una herramienta de gestión que le permite identificar y controlar el impacto de sus actividades, productos o servicios en el medioambiente, mejora el comportamiento del entorno continuamente y permite implementar un enfoque sistémico para establecer metas y objetivos medioambientales, la consecución de estos y demostrar que se han logrado.

Riesgo social

Según el Banco Mundial, este riesgo hace parte de un enfoque alternativo para evaluar y desarrollar instrumentos de protección social que prevengan la ocurrencia de situaciones negativas o que mitiguen sus efectos (Otto Thomasz, Castelao Caruana, Massot y Eriz, 2014).

Para la Compañía, este riesgo y los instrumentos de protección social están enmarcados en el impacto en las comunidades de los proyectos en los cuales está involucrada. Dicho riesgo se gestiona desde el inicio mismo de la estructuración de los proyectos, pues hace parte de las exigencias gubernamentales para su viabilidad; la gestión busca mitigar los impactos negativos sobre las comunidades en las zonas de influencia directa, a la vez que les brinda oportunidades económicas, educativas, culturales y recreativas. Una herramienta para impactar positivamente el entorno social es la Fundación El Cóndor, que, a través de un instrumento llamado Mapa Social, identifica los impactos generados por las obras y toma decisiones de inversión basadas en el contexto (Construcciones El Cóndor S. A., s. f.-a).

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Supuestos de operación

Ventas estimadas

Se estima un crecimiento en los ingresos operacionales de 6,54 % anual, calculado a partir de la mediana del crecimiento del subsector durante los últimos cinco años. Se prevé que continúe el crecimiento con las inversiones que se realizarán en los proyectos 5G basados en el *Plan Maestro de Transporte Intermodal a 2035*. De la misma manera, se espera que el Gobierno incentive este subsector para dinamizar la economía nacional [Figura 7].

Figura 7. La Compañía. Ingresos operacionales (2015-2030p)

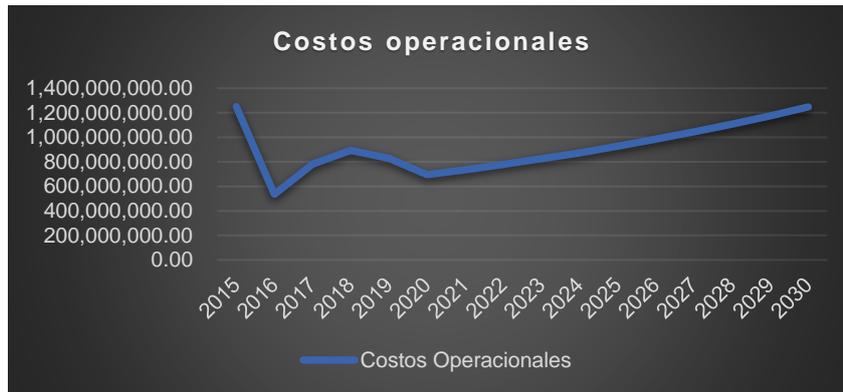


Fuente: elaboración de los autores.

Costo de la mercancía vendida

Calculado a partir de la mediana del margen bruto de los últimos cinco años hasta alcanzar el 16,5 % a 2030, en línea con el margen de sus comparables en Colombia [Figura 8].

Figura 8. La Compañía. Costos operacionales (2015-2030p)



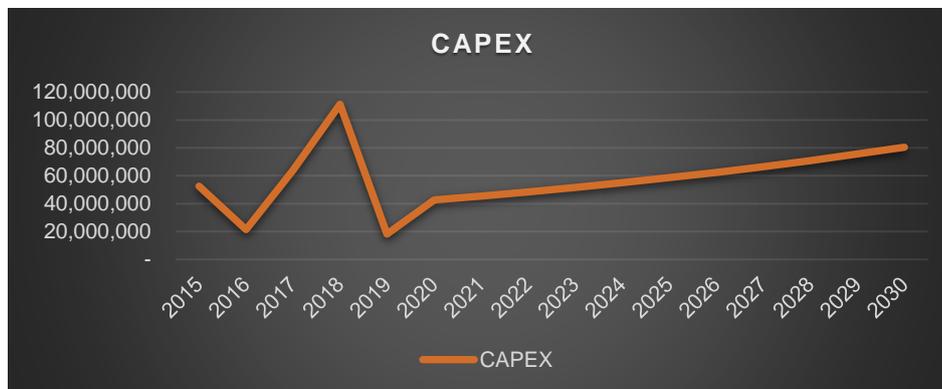
Fuente: elaboración de los autores.

Supuestos de inversión

CAPEX y activos fijos

Proyectados a partir del promedio histórico de los últimos cinco años según su participación sobre los ingresos [Figura 9].

Figura 9. La Compañía. CAPEX (2015-2030p)



Fuente: elaboración de los autores.

Capital de trabajo

Estimado según las rotaciones promedio históricas de la Compañía (inventarios, C x C y C x P) [Figura 10].

Figura 10. La Compañía. Variación del KTNO (2015-2030p)



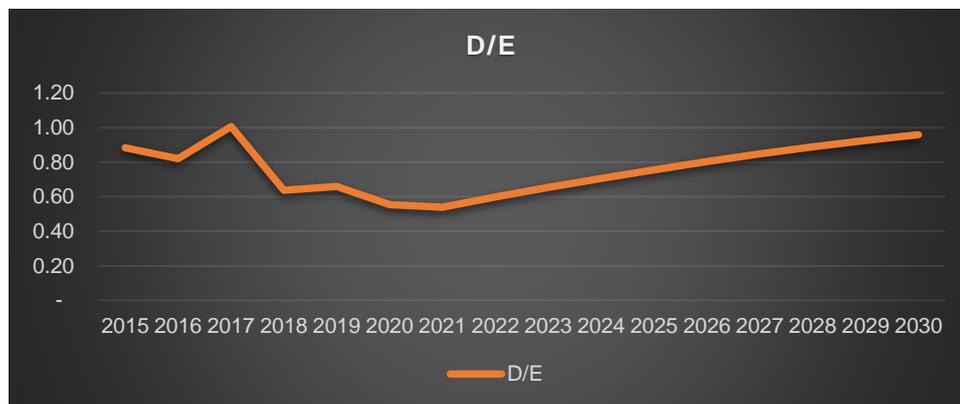
Fuente: elaboración de los autores.

Hipótesis financieras

Estructura financiera. Razón D/E

La Compañía incrementará su deuda financiera a partir de 2022, en función del incremento promedio de la deuda entre 2015 y 2019 [Figura 11].

Figura 11. La Compañía. Razón D/E



Fuente: elaboración de los autores.

Impuestos

Impuesto sobre la renta

Según la última reforma tributaria y lo consignado en el artículo 240 del Estatuto Tributario Nacional,⁷ las tarifas de impuestos para los próximos años serán de 32 %

⁷ Estatuto Tributario Nacional. Artículo 240. Disponible en <https://estatuto.co/?e=988>

para 2021, 31 % para 2022 y 30 % en adelante.

BEN GRAHAM DIAL

Construcciones El Cóndor opera en un sector económico con ciertas particularidades (ejecución de proyectos), en el cuál es difícil observar estabilidad en los ingresos y costos, de hecho, todas sus cifras muestran picos y caídas considerables año a año por la estacionalidad y etapa de los proyectos. Por lo tanto, el análisis de Ben Graham Dial puede no reflejar la realidad del negocio y arrojar resultados sesgados, por este motivo no se realizó este análisis.

REFERENCIAS

- Berkdemarzo (s. f.). *Beta Analysis* [en línea]. Disponible en <http://capm.berkdemarzo.com/?s=%5EIRX+y&s=SPY+n>
- Bloomberg (s. f.). *Construcciones El Cóndor S. A.* [en línea]. Disponible en <https://www.bloomberg.com/quote/ELCONDOR:CB>
- Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s. f.). *Listado de Emisores* [en línea]. Disponible en <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Listado+de+Emisores>
- Centro Europeo de Postgrado, CEUPE (s. f.). *¿Qué es el riesgo legal?* [blog]. Disponible en <https://www.ceupe.com/blog/que-es-el-riesgo-legal.html>
- Colombia, Aeronáutica Civil (2019). *Información estadística de transporte aéreo* [en línea]. Disponible en <https://community.secop.gov.co/Public/Archive/RetrieveFile/Index?DocumentId=35080561>
- Colombia, Agencia Nacional de Infraestructura, ANI (2015). *Plan maestro de transporte intermodal, PMTI* [en línea]. Disponible en <https://www.ani.gov.co/planes/plan-maestro-de-transporte-intermodal-22006>

- Colombia, Banco de la República (s. f.-a). *Política monetaria: la estrategia de inflación objetivo en Colombia* [en línea]. Disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/politica-monetaria>
- Colombia, Banco de la República (s. f.-b). *Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros (desde 06-2004 hasta 04-2020)* [en línea]. Disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/proyecciones-macroeconomicas-analistas-locales-y-extranjeros>
- Colombia, Departamento Nacional de Planeación, DNP (2019). *Bases del Plan Nacional de Desarrollo 2018-2022* [en línea]. Disponible en <https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/Prensa/BasesPND2018-2022n.pdf>
- Colombia, Superintendencia de Sociedades, Supersociedades (2018). *Informe de desempeño del sector de la infraestructura de transporte 2017* [en línea, 31 de diciembre]. Disponible en https://www.supersociedades.gov.co/delegatura_aec/estudios_financieros/Documentos/Informe_infraestructura_2017vs2016.pdf
- Colombia, Superintendencia de Sociedades, Supersociedades (2020). *Supersociedades presenta el informe de las 1.000 empresas más grandes del país* [en línea, 30 de julio]. Disponible en <https://www.supersociedades.gov.co/Noticias/Paginas/2020/Informe-1-000-Empresas-Mas-Grandes.aspx>
- Colombia, Superintendencia Financiera, Superfinanciera (2020). *AO Construcciones El Cóndor S. A.* [en línea, 6 de noviembre]. Disponible en https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/info/MercadoAccionario/Precios/Diarios/d_cof20pao008.htm
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe, CEPAL (2020). *El desafío social en tiempos del COVID-19* [en línea, mayo]. Disponible en <https://www.cepal.org/es/publicaciones/45527-desafio-social-tiempos-covid-19>
- Construcciones El Cóndor S. A. (2020). *Información financiera* [en línea]. Disponible en <https://www.elcondor.com/es/inversionistas/informacion-financiera>
- Construcciones El Cóndor S. A. (s. f.-a). *Nuestra Compañía* [en línea]. Disponible en <https://www.elcondor.com/es/compania/nuestra-compa#historia>

- Construcciones El Cóndor S. A. (s. f.-b). *Inversionistas* [en línea]. Disponible en <https://www.elcondor.com/es/content/inversionistas>
- Construcciones El Cóndor S. A. (s. f.-c). *Estados Financieros Consolidados 2019* [en línea]. Disponible en <https://www.elcondor.com/es/inversionistas/informacion-financiera>
- Construcciones El Cóndor S. A. (s. f.-d). *Informe de Gestión y Sostenibilidad 2019* [en línea]. Disponible en https://www.elcondor.com/sites/default/files/20200224_INFORME%20GESTION2019%20EL%20CONDOR_WEB.pdf
- Damodaran, A. (s. f.). *Damodaran Online*. Disponible en <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Dinero (2020). Estas son las obras que planea el Gobierno para reactivar la economía [en línea, 30 de marzo]. *Revista Dinero*. Disponible en <https://www.dinero.com/pais/articulo/cuales-son-las-obras-5g-que-planea-el-gobierno-para-reactivar-la-economia/282905>
- Estados Unidos de América, The Federal Reserve (s. f.). *Board of Governors of the Federal Reserve System* [en línea]. Disponible en https://www.federalreserve.gov/faqs/economy_14400.htm
- FitchRatings (2020). *Fitch afirma calificación 'A-(col)' de Construcciones El Cóndor; perspectiva negativa* [en línea, 28 de enero]. Disponible en <https://www.fitchratings.com/research/es/corporate-finance/fitch-afirma-calificacion-a-col-de-construcciones-el-condor-perspectiva-negativa-28-01-2020>
- Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo, Fedesarrollo (2015). *Plan Maestro de Transporte Intermodal (PMTI) 2015-2035* [en línea, noviembre]. Disponible en https://www.repository.fedesarrollo.org.co/bitstream/handle/11445/2462/PMTI_30_NOV_2015_INF_FINAL.pdf?sequence=4&isAllowed=y
- Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo, Fedesarrollo (2020). *Encuesta de Opinión Financiera (EOF) – junio 2020* [en línea, junio]. Disponible en <https://www.fedesarrollo.org.co/content/encuesta-de-opinion-financiera-eof-junio-2020-0>

- Interconexión Eléctrica S. A. E. S. P., ISA (2020). *Sala de Prensa. Grupo ISA y Construcciones El Cóndor crean Interconexiones Viales, para participar en el sector de infraestructura de carreteras en Colombia y Perú* [en línea, 27 de julio]. Disponible en <http://www.isa.co/es/sala-de-prensa/comunicados/grupo-isa-y-construcciones-el-c%C3%B3ndor-crean-interconexiones-viales-para-participar-en-el-sector-de-infraestructura-de-carreteras-en-colombia-y-per%C3%BA-1.aspx>
- Miranda Hamburger, F. (2020). Brújula. Quinta generación [en línea, 24 de junio]. *Revista Portafolio*. Disponible en <https://www.portafolio.co/opinion/francisco-miranda-hamburger/quinta-generacion-brujula-542078>
- Otto Thomasz, E., Castelao Caruana, M. E., Massot, J. M. y Eriz, M. (2014). Riesgo social: medición de la vulnerabilidad en grupos focalizados. *Cuadernos del CIMBAGE*, 16, 27-51. Disponible en <https://www.redalyc.org/pdf/462/46230868003.pdf>
- Portafolio (2020). FMI prevé un hundimiento de la economía colombiana en 2020 [en línea, 26 de junio]. *Revista Portafolio*. Disponible en <https://www.portafolio.co/internacional/noticias-coronavirus-fmi-preve-hundimiento-economia-colombiana-en-2020-542138>
- Santa María, M. (2020). Desempeño reciente del sector de la construcción y perspectivas 2020 [en línea, 15 de abril]. *La República*. Disponible en <https://www.larepublica.co/analisis/anif-2941063/desempeno-del-sector-construccion-y-perspectivas-2020-2991939>
- Valora Analitik (2020). *Colombia lanzará plan de obras 5G por US\$ 5.300 millones* [en línea, 18 de junio]. Disponible en <https://www.valoraanalitik.com/2020/06/18/colombia-lanzar-plan-de-obras-5g-por-us-5-300-millones/>
- Yahoo Finance (s. f.). *Treasury Yield 10 Years* [en línea]. Disponible en <https://finance.yahoo.com/quote/%5ETNX?p=%5ETNX&.tsrc=fin-srch&guccounter=1>
- YCHARTS (s. f.). *US Corporate BBB Effective Yield* [en línea]. Disponible en https://ycharts.com/indicators/us_corporate_bbb_effective_yield

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ACTIVOS						
Efectivo y equivalentes de efectivo	40,521,921	148,439,532	250,437,314	428,220,483	35,939,247	43,094,638
Inversiones corrientes	240,948,276	177,100,093	168,747,043	7,126	11,791,043	43,938,769
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	261,884,132	589,788,662	519,815,928	908,480,283	1,002,794,058	741,450,361
Cuentas por cobrar partes relacionadas	11,576,907	81,797,594	92,331,254	10,140,013	198,573,067	255,087,707
Activos por impuestos corrientes	16,189,548	36,368,447	31,812,433	46,368,044	5,892,539	5,726,767
Inventarios	30,919,565	193,615,694	187,994,794	125,294,791	122,702,729	104,307,222
Intangibles	-	156,000	316,000	-	-	-
Gastos pagados por anticipado y cargos diferidos	7,722,943	5,564,704	4,944,539	8,535,330	5,581,356	4,692,925
Activos no corrientes mantenidos para la venta	2,843,443	3,124,992	2,481,613	1,682,349	879,172	2,530,363
ACTIVOS CORRIENTES	612,606,737	1,235,955,718	1,258,880,918	1,528,728,419	1,384,153,211	1,200,828,752
Inversiones en instrumentos financieros	3,396,588	5,173,293	2,100,491	815,628	947,224	947,224
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	46,917,531	110,126,356	93,519,376	83,669,186	123,866,022	142,532,902
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	733,994	247,414	17,974,091	72,642,170	89,246,904	5,958,629
Cuentas por cobrar partes relacionadas	203,384,869	203,889,298	213,174,894	292,990,171	501,958,026	575,104,918
Gastos pagados por anticipado	6,523,341	841,782	2,257,067	2,335,299	628,196	31,848
activos Intangibles distintos a la plusvalía	5,229,877	67,798,148	131,051,456	354,125,435	20,415,936	4,862,892
Activos por impuestos diferidos	30,175,574	40,869,895	43,735,529	36,308,196	26,841,945	14,801,477
Propiedades, planta y equipo	259,080,589	292,635,877	291,502,295	330,426,728	410,285,782	410,616,395
Propiedades de inversión	1,396,393	828,966	988,737	4,490,374	6,408,048	5,735,876
ACTIVOS NO CORRIENTES	556,838,756	722,411,028	796,303,935	1,177,803,186	1,180,598,083	1,160,592,161
TOTAL ACTIVOS	1,169,445,493	1,958,366,746	2,055,184,853	2,706,531,605	2,564,751,294	2,361,420,913

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PASIVOS						
Obligaciones financieras	152,156,338	272,465,878	520,656,176	500,973,341	470,143,602	259,612,867
Compañías de financiamiento comercial	13,808,365	18,989,276	19,835,004	32,675,481	65,121,669	42,378,237
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	67,205,040	122,098,759	326,376,170	384,663,321	373,901,476	232,925,717
Cuentas por pagar partes relacionadas	-	76,611	-	451,001	3,861,082	387,454
Impuestos corrientes	773,112	7,194,163	3,537,191	47,310,289	11,129,883	5,376,076
Obligaciones laborales	3,149,110	4,943,767	5,825,566	9,791,612	12,547,098	13,819,891
Otros pasivos	32,219,194	166,070,772	-	-	-	-
Otras cuentas por pagar	-	-	88,703,782	118,432,997	126,912,580	93,398,351
Anticipos y avances recibidos	12,235,598	18,717,317	17,564,409	65,118,090	76,439,440	46,968,088
Ingresos recibidos por anticipado	-	9,653,972	3,466,858	25,491,033	71,802,521	43,315,534
Ingresos recibidos para terceros	-	-	-	-	-	386,928
PASIVOS CORRIENTES	281,546,757	620,210,515	985,965,156	1,184,907,165	1,211,859,351	738,569,143
Obligaciones financieras	41,748,490	304,266,076	28,000,000	302,085,748	35,515,637	284,366,667
Compañías de financiamiento comercial	78,427,007	109,090,682	106,740,141	140,313,004	122,923,330	131,379,220
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	-	-	93,079	11,118,806	4,893,617	1,522,759
Cuentas por pagar partes relacionadas	5,425,297	6,112,525	-	-	-	12,441,878
Otras cuentas por pagar	-	-	1,088,798	2,285,341	1,176,349	3,253,678
Otros pasivos	-	665,215	-	-	-	-
Anticipos y avances recibidos	32,526,464	26,391,382	17,455,587	2,740,683	12,497,693	20,500,750
Pasivo por impuestos diferidos	65,871,703	93,841,259	92,691,511	93,243,984	88,624,346	80,609,592
PASIVOS NO CORRIENTES	223,998,961	540,367,139	246,069,116	551,787,567	265,630,973	534,074,544
TOTAL PASIVOS	505,545,718	1,160,577,655	1,232,034,272	1,736,694,732	1,477,490,324	1,272,643,687

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PATRIMONIO						
Patrimonio Inicial						
Capital suscrito y pagado	15,701,606	15,701,606	15,701,606	15,701,606	15,701,606	15,701,606
Prima en colocación de acciones	159,711,695	159,711,695	159,711,695	159,711,695	159,711,695	159,711,695
Reservas	-	-	-	-	632,794,173	718,587,481
Resultados del ejercicio	55,005,586	148,621,375	185,924,266	184,908,738	115,155,365	73,103,484
Menos pagos de dividendos						
Emisión acciones						
Otro resultado Integral	- 13,027,866	-	-	-	98,929,177	80,623,149
Utilidades retenidas	446,508,754	424,435,589	412,749,802	561,152,073	21,291,412	34,518,301
PATRIMONIO ATRIBUIBLE A LOS CONTROLADORES	-	748,470,265	774,087,369	921,474,112	1,043,583,428	1,082,245,717
PARTICIPACIONES NO CONTROLADORAS	-	49,318,826	49,063,212	48,362,761	43,677,542	6,531,508
TOTAL PATRIMONIO	663,899,775	797,789,091	823,150,581	969,836,873	1,087,260,970	1,088,777,225
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	1,169,445,493	1,958,366,746	2,055,184,853	2,706,531,605	2,564,751,294	2,361,420,912

Estado de Situación Financiera Proyectado

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ACTIVOS											
Efectivo y equivalentes de efectivo	252,435,941.95	234,447,159.09	299,766,329.20	361,961,485.15	421,401,043.07	477,541,868.87	530,058,311.69	579,214,114.24	625,296,847.38	668,619,898.61	709,524,618.73
Inversiones corrientes	43,938,769.00	43,938,769.00	43,938,769.00	43,938,769.00	43,938,769.00	43,938,769.00	43,938,769.00	43,938,769.00	43,938,769.00	43,938,769.00	43,938,769.00
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	709,641,629.82	756,044,093.74	805,480,749.23	858,149,997.81	914,263,214.17	974,045,594.49	1,037,737,060.23	1,105,593,220.95	1,177,886,400.20	1,254,906,728.33	1,336,963,306.94
Cuentas por cobrar partes relacionadas	30,000,000.00	30,000,000.00	30,000,000.00	30,000,000.00	30,000,000.00	30,000,000.00	30,000,000.00	30,000,000.00	30,000,000.00	30,000,000.00	30,000,000.00
Activos por impuestos corrientes	5,726,767.00	5,726,767.00	5,726,767.00	5,726,767.00	5,726,767.00	5,726,767.00	5,726,767.00	5,726,767.00	5,726,767.00	5,726,767.00	5,726,767.00
Inventarios	110,183,923.40	116,689,793.91	123,575,373.98	130,862,504.02	138,574,257.14	147,201,210.24	156,363,874.47	166,095,422.62	176,431,075.24	187,408,226.53	199,066,578.06
Intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gastos pagados por anticipado y cargos diferidos	4,692,925.00	4,692,925.00	4,692,925.00	4,692,925.00	4,692,925.00	4,692,925.00	4,692,925.00	4,692,925.00	4,692,925.00	4,692,925.00	4,692,925.00
Activos no corrientes mantenidos para la venta	2,530,363.00	2,530,363.00	2,530,363.00	2,530,363.00	2,530,363.00	2,530,363.00	2,530,363.00	2,530,363.00	2,530,363.00	2,530,363.00	2,530,363.00
ACTIVOS CORRIENTES	1,159,150,319	1,194,069,871	1,315,711,276	1,437,862,811	1,561,127,338	1,685,677,498	1,811,048,070	1,937,791,582	2,066,503,147	2,197,823,677	2,332,443,328
Inversiones en instrumentos financieros	947,224.00	947,224.00	947,224.00	947,224.00	947,224.00	947,224.00	947,224.00	947,224.00	947,224.00	947,224.00	947,224.00
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	142,532,902.00	142,532,902.00	142,532,902.00	142,532,902.00	142,532,902.00	142,532,902.00	142,532,902.00	142,532,902.00	142,532,902.00	142,532,902.00	142,532,902.00
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	5,958,629.00	5,958,629.00	5,958,629.00	5,958,629.00	5,958,629.00	5,958,629.00	5,958,629.00	5,958,629.00	5,958,629.00	5,958,629.00	5,958,629.00
Cuentas por cobrar partes relacionadas	575,104,918.00	575,104,918.00	575,104,918.00	575,104,918.00	575,104,918.00	575,104,918.00	575,104,918.00	575,104,918.00	575,104,918.00	575,104,918.00	575,104,918.00
Gastos pagados por anticipado	31,848.00	31,848.00	31,848.00	31,848.00	31,848.00	31,848.00	31,848.00	31,848.00	31,848.00	31,848.00	31,848.00
activos Intangibles distintos a la plusvalía	4,862,892.00	4,862,892.00	4,862,892.00	4,862,892.00	4,862,892.00	4,862,892.00	4,862,892.00	4,862,892.00	4,862,892.00	4,862,892.00	4,862,892.00
Activos por impuestos diferidos	14,801,477.00	14,801,477.00	14,801,477.00	14,801,477.00	14,801,477.00	14,801,477.00	14,801,477.00	14,801,477.00	14,801,477.00	14,801,477.00	14,801,477.00
Propiedades, planta y equipo	422,329,834.33	434,809,198.91	448,104,571.52	462,269,309.77	477,360,260.24	493,437,986.65	510,567,012.89	528,816,081.96	548,258,431.88	568,972,089.60	591,040,184.15
Propiedades de inversión	5,735,876.00	5,735,876.00	5,735,876.00	5,735,876.00	5,735,876.00	5,735,876.00	5,735,876.00	5,735,876.00	5,735,876.00	5,735,876.00	5,735,876.00
ACTIVOS NO CORRIENTES	1,172,305,600	1,184,784,965	1,198,080,338	1,212,245,076	1,227,336,026	1,243,413,753	1,260,542,779	1,278,791,848	1,298,234,198	1,318,947,856	1,341,015,950
TOTAL ACTIVOS	2,331,455,919	2,378,854,836	2,513,791,614	2,650,107,887	2,788,463,365	2,929,091,250	3,071,590,849	3,216,583,430	3,364,737,345	3,516,771,533	3,673,459,278

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
PASIVOS											
Obligaciones financieras	259,612,867.00	259,612,867.00	259,612,867.00	259,612,867.00	259,612,867.00	259,612,867.00	259,612,867.00	259,612,867.00	259,612,867.00	259,612,867.00	259,612,867.00
Compañías de financiamiento comercial	42,378,237.00	42,378,237.00	42,378,237.00	42,378,237.00	42,378,237.00	42,378,237.00	42,378,237.00	42,378,237.00	42,378,237.00	42,378,237.00	42,378,237.00
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	277,096,558.46	293,551,113.28	310,972,775.57	329,417,666.73	348,945,112.49	370,728,062.36	393,867,751.64	418,448,474.24	444,559,746.80	472,296,631.34	501,760,077.67
Cuentas por pagar partes relacionadas	387,454.00	387,454.00	387,454.00	387,454.00	387,454.00	387,454.00	387,454.00	387,454.00	387,454.00	387,454.00	387,454.00
Impuestos corrientes	5,376,076.00	5,376,076.00	5,376,076.00	5,376,076.00	5,376,076.00	5,376,076.00	5,376,076.00	5,376,076.00	5,376,076.00	5,376,076.00	5,376,076.00
Obligaciones laborales	13,819,891.00	13,819,891.00	13,819,891.00	13,819,891.00	13,819,891.00	13,819,891.00	13,819,891.00	13,819,891.00	13,819,891.00	13,819,891.00	13,819,891.00
Otros pasivos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otras cuentas por pagar	93,398,351.00	93,398,351.00	93,398,351.00	93,398,351.00	93,398,351.00	93,398,351.00	93,398,351.00	93,398,351.00	93,398,351.00	93,398,351.00	93,398,351.00
Anticipos y avances recibidos	46,968,088.00	46,968,088.00	46,968,088.00	46,968,088.00	46,968,088.00	46,968,088.00	46,968,088.00	46,968,088.00	46,968,088.00	46,968,088.00	46,968,088.00
Ingresos recibidos por anticipado	43,315,534.00	43,315,534.00	43,315,534.00	43,315,534.00	43,315,534.00	43,315,534.00	43,315,534.00	43,315,534.00	43,315,534.00	43,315,534.00	43,315,534.00
Ingresos recibidos para terceros	386,928.00	386,928.00	386,928.00	386,928.00	386,928.00	386,928.00	386,928.00	386,928.00	386,928.00	386,928.00	386,928.00
PASIVOS CORRIENTES	782,739,984	799,194,539	816,616,202	835,061,093	854,588,538	876,371,488	899,511,178	924,091,900	950,203,173	977,940,057	1,007,403,504
Obligaciones financieras	184,366,667.00	184,366,667.00	270,686,025.20	357,005,383.40	443,324,741.60	529,644,099.80	615,963,458.00	702,282,816.20	788,602,174.40	874,921,532.60	961,240,890.80
Compañías de financiamiento comercial	131,379,220.00	131,379,220.00	131,379,220.00	131,379,220.00	131,379,220.00	131,379,220.00	131,379,220.00	131,379,220.00	131,379,220.00	131,379,220.00	131,379,220.00
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	1,522,759.00	1,522,759.00	1,522,759.00	1,522,759.00	1,522,759.00	1,522,759.00	1,522,759.00	1,522,759.00	1,522,759.00	1,522,759.00	1,522,759.00
Cuentas por pagar partes relacionadas	12,441,878.00	12,441,878.00	12,441,878.00	12,441,878.00	12,441,878.00	12,441,878.00	12,441,878.00	12,441,878.00	12,441,878.00	12,441,878.00	12,441,878.00
Otras cuentas por pagar	3,253,678.00	3,253,678.00	3,253,678.00	3,253,678.00	3,253,678.00	3,253,678.00	3,253,678.00	3,253,678.00	3,253,678.00	3,253,678.00	3,253,678.00
Otros pasivos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Anticipos y avances recibidos	20,500,750.00	20,500,750.00	20,500,750.00	20,500,750.00	20,500,750.00	20,500,750.00	20,500,750.00	20,500,750.00	20,500,750.00	20,500,750.00	20,500,750.00
Pasivo por impuestos diferidos	80,609,592.00	80,609,592.00	80,609,592.00	80,609,592.00	80,609,592.00	80,609,592.00	80,609,592.00	80,609,592.00	80,609,592.00	80,609,592.00	80,609,592.00
PASIVOS NO CORRIENTES	434,074,544	434,074,544	520,393,902	606,713,260	693,032,619	779,351,977	865,671,335	951,990,693	1,038,310,051	1,124,629,410	1,210,948,768
TOTAL PASIVOS	1,216,814,528	1,233,269,083	1,337,010,104	1,441,774,353	1,547,621,157	1,655,723,465	1,765,182,513	1,876,082,593	1,988,513,224	2,102,569,467	2,218,352,271

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
PATRIMONIO											
Patrimonio Inicial	1,088,777,225	1,114,641,390	1,145,585,751	1,176,781,509	1,208,333,533	1,240,842,207	1,273,367,784	1,306,408,336	1,340,500,835	1,376,224,119	1,414,202,065
Resultados del ejercicio	33,442,400.79	40,011,101.57	40,336,157.52	40,796,809.51	42,033,759.86	42,055,616.31	42,721,478.35	44,081,648.78	46,190,255.31	49,105,535.69	52,890,143.76
Menos pagos de dividendos	(7,578,235.75)	(9,066,740.22)	(9,140,399.73)	(9,244,786.05)	(9,525,085.95)	(9,530,038.74)	(9,680,926.82)	(9,989,149.07)	(10,466,971.15)	(11,127,590.05)	(11,985,203.48)
TOTAL PATRIMONIO	1,114,641,390	1,145,585,751	1,176,781,509	1,208,333,533	1,240,842,207	1,273,367,784	1,306,408,336	1,340,500,835	1,376,224,119	1,414,202,065	1,455,107,005
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	2,331,455,918	2,378,854,835	2,513,791,613	2,650,107,886	2,788,463,364	2,929,091,249	3,071,590,848	3,216,583,429	3,364,737,344	3,516,771,532	3,673,459,277

	2015	2016	2017	2018	2019
INGRESOS DE ACTIVIDADES ORDINARIAS					
Venta de bienes	10,887,012.00	12,281,743.00	11,859,014.00	11,410,725.00	4,103,950.00
Prestación de servicios	1,366,927,434.00	611,258,543.00	886,345,077.00	1,056,069,779.00	882,184,784.00
Ingresos por dividendos	16,517,835.00	328,633.00	488,667.00		
Total ingresos de actividades ordinarias	1,394,332,281.00	623,868,919.00	898,692,758.00	1,067,480,504.00	886,288,734.00
Costos operacionales	(1,250,237,907.00)	(535,192,070.00)	(782,524,606.00)	(894,382,178.00)	(827,895,643.00)
Utilidad bruta	144,094,374.00	88,676,849.00	116,168,152.00	173,098,326.00	58,393,092.00
Gastos de administración	(46,269,480.00)	(31,848,782.00)	(36,748,014.00)	(43,522,798.00)	(38,520,246.00)
Otros ingresos	10,401,870.00	11,264,507.00	32,239,489.00	9,770,525.00	6,760,945.00
Otros gastos	(2,611,533.00)	(8,484,153.00)	(18,871,950.00)	(8,418,297.00)	(5,663,559.00)
Otras ganancias o pérdidas	78,651,441.00	143,275,515.00	159,695,741.00	(1,671,005.00)	40,605,697.00
Utilidad operacional	184,266,672.00	202,883,936.00	252,483,418.00	129,256,751.00	61,575,929.00
Ingresos financieros	66,014,500.00	85,253,421.00	100,932,473.00	35,395,564.00	43,377,214.00
Gastos financieros	(94,194,406.00)	(130,515,273.00)	(120,031,942.00)	(64,994,156.00)	(79,689,426.00)
Participación neta en resultados de subsidiarias, asociadas y negocios conjuntos				50,755,571.00	57,887,976.00
Ganancia (pérdida método de participación)	3,021,328.00	36,846,526.00	2,381,129.00		
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	159,108,094.00	194,468,611.00	235,765,078.00	150,413,730.00	83,151,693.00
Impuesto sobre la renta	(1,948,086.00)	(6,280,152.00)	(52,271,494.00)	(37,836,817.00)	(47,194,242.00)
Provisión para impuesto sobre la renta para la equidad CREE	(8,463,799.00)	(1,829,035.00)			
Utilidad del ejercicio	148,696,209.00	186,359,424.00	183,493,584.00	112,576,913.00	35,957,451.00

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
INGRESOS DE ACTIVIDADES ORDINARIAS											
Total ingresos de actividades ordinarias	797,659,861	849,817,712	905,386,092	964,588,010	1,027,661,058	1,094,858,363	1,166,449,605	1,242,722,097	1,323,981,940	1,410,555,249	1,502,789,465
Costos operacionales	(694,551,572)	(735,561,753)	(778,965,458)	(824,900,359)	(873,511,899)	(927,892,463)	(985,649,916)	(1,046,993,367)	(1,112,144,830)	(1,181,340,021)	(1,254,829,203)
Utilidad bruta	103,108,288	114,255,959	126,420,635	139,687,652	154,149,159	166,965,900	180,799,689	195,728,730	211,837,110	229,215,228	247,960,262
Gastos de administración	(32,616,726)	(34,749,488)	(37,021,708)	(39,442,505)	(42,021,595)	(44,769,328)	(47,696,731)	(50,815,553)	(54,138,310)	(57,678,337)	(61,449,842)
Otros ingresos	7,300,888	7,778,283	8,286,894	8,828,762	9,406,062	10,021,111	10,676,378	11,374,491	12,118,253	12,910,648	13,754,857
Otros gastos	(6,290,455)	(6,701,779)	(7,139,998)	(7,606,873)	(8,104,275)	(8,634,203)	(9,198,781)	(9,800,276)	(10,441,102)	(11,123,831)	(11,851,203)
Otras ganancias o pérdidas	44,994,366	47,936,484	51,070,983	54,410,443	57,968,265	61,758,728	65,797,044	70,099,420	74,683,122	79,566,546	84,769,290
Depreciaciones y Amortiz Partidas no Efectivas	(31,004,149)	(33,031,466)	(35,191,347)	(37,492,459)	(39,944,038)	(42,555,923)	(45,338,594)	(48,303,221)	(51,461,700)	(54,826,708)	(58,411,749)
Utilidad operacional	85,492,213	95,487,994	106,425,459	118,385,019	131,453,577	142,786,287	155,039,005	168,283,591	182,597,373	198,063,545	214,771,614
Ingresos financieros	43,377,214	43,377,214	43,377,214	43,377,214	43,377,214	43,377,214	43,377,214	43,377,214	43,377,214	43,377,214	43,377,214
Gastos financieros	(79,689,426)	(80,878,104)	(92,179,590)	(103,481,077)	(114,782,563)	(126,084,049)	(137,385,535)	(148,687,021)	(159,988,507)	(171,289,994)	(182,591,480)
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	49,180,001	57,987,104	57,623,082	58,281,156	60,048,228	60,079,452	61,030,683	62,973,784	65,986,079	70,150,765	75,557,348
Impuesto sobre la renta	(15,737,600)	(17,976,002)	(17,286,925)	(17,484,347)	(18,014,469)	(18,023,836)	(18,309,205)	(18,892,135)	(19,795,824)	(21,045,230)	(22,667,204)
Provisión para impuesto sobre la renta para la equidad CREE											
Utilidad del ejercicio	33,442,401	40,011,102	40,336,158	40,796,810	42,033,760	42,055,616	42,721,478	44,081,649	46,190,255	49,105,536	52,890,144

FCL	2015	2016	2017	2018	2019
INGRESOS OPERACIONALES	1,394,332,281	623,868,919	898,692,758	1,067,480,504	886,288,734
(=) EBIT	184,266,672	202,883,936	252,483,418	129,256,751	61,575,929
(-) IMPUESTO	60,808,002	68,980,538	85,844,362	42,654,728	20,320,057
NOPAT	123,458,670	133,903,398	166,639,056	86,602,023	41,255,872
(+/-) PARTIDAS NO EFECTIVAS (Depreciación y Amortiz)	22,629,009	32,493,848	32,957,808	46,690,734	40,431,144
(=) FLUJO DE CAJA BRUTO	146,087,679	166,397,246	199,596,864	133,292,757	81,687,016
(-) AUMENTO KTNO	365,824,699	186,794,768	55,819,146	211,389,551	16,124,202
(-) CAPEX	52,459,454	21,343,671	63,965,815	111,234,995	18,216,104
(=) FLUJO DE CAJA LIBRE	272,196,474	331,848,343	79,811,903	189,331,789	47,346,710

FCL	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
INGRESOS OPERACIONALES	797,659,861	849,817,712	905,386,092	964,588,010	1,027,661,058	1,094,858,363	1,166,449,605	1,242,722,097	1,323,981,940	1,410,555,249	1,502,789,465
(=) EBIT	85,492,213	95,487,994	106,425,459	118,385,019	131,453,577	142,786,287	155,039,005	168,283,591	182,597,373	198,063,545	214,771,614
(-) IMPUESTO	27,357,508	29,601,278	31,927,638	35,515,506	39,436,073	42,835,886	46,511,701	50,485,077	54,779,212	59,419,063	64,431,484
NOPAT	58,134,705	65,886,716	74,497,821	82,869,513	92,017,504	99,950,401	108,527,303	117,798,514	127,818,161	138,644,481	150,340,130
(+/-) PARTIDAS NO EFECTIVAS (Depreciación y Amortiz)	31,004,149	33,031,466	35,191,347	37,492,459	39,944,038	42,555,923	45,338,594	48,303,221	51,461,700	54,826,708	58,411,749
(=) FLUJO DE CAJA BRUTO	89,138,854	98,918,182	109,689,168	120,361,973	131,961,542	142,506,323	153,865,897	166,101,735	179,279,861	193,471,190	208,751,879
(-) AUMENTO KTNO	(295,190,578)	36,453,780	38,900,573	41,511,487	44,297,524	46,626,384	49,714,441	53,006,986	56,517,559	60,260,595	64,251,484
(-) CAPEX	42,717,588	45,510,831	48,486,720	51,657,198	55,034,989	58,633,649	62,467,621	66,552,290	70,904,050	75,540,366	80,479,844
(=) FLUJO DE CAJA LIBRE	341,611,844	16,953,572	22,301,875	27,193,288	32,629,030	37,246,291	41,683,836	46,542,459	51,858,252	57,670,229	64,020,551

Valoración inversiones por múltiplos comparables					
Inversión	Valor	# de acciones	Múltiplo P/BV	Valor inversión	
Concesión Aburrá Norte Hatovial	19,294,573	1,582,886	1.53	29,552,303.04	
Concesión la Pintada S.A.S.	24,329,118	8,490,799	1.53	37,263,403.95	
Concesión Pacífico Tres S.A.S.	31,389,139	4,800	1.53	48,076,801.07	
Concesión Ruta al Mar S.A.S.	6,573,871	350,000	1.53	10,068,791.26	
Constructora Túnel del Oriente	12,535,778	2,629,361,939	1.53	19,200,275.14	
Concesión Transmilenio del Sur	402,977	25,000	1.53	617,214.92	
Concesión Vial de los Llanos	19,596,213	550,000	1.53	30,014,306.35	
Concesión Vías del Nus	26,834,194	25,326,000	1.53	41,100,273.79	
Agregados Argos S.A.S	1,577,038	1,512,000,000	1.53	2,415,451.48	
Total	142,532,901	4,177,691,424	1.53	218,308,821.00	

Valoración flujo de caja libre descontado	
Valor de continuidad	2,004,282,790
VP valor de continuidad	927,712,992
WACC	8.01%
VP de FCL periodo relevante	\$245,579,057.08
Partidas no operacionales	\$447,734,147.95
Valor de las inversiones	\$218,308,821.00
EV	1,839,335,018
Deuda financiera	486,489,150.22
Equity	1,352,845,867
Número de acciones	574,365,820
Valor de la acción	\$2,355.37

ADVERTENCIA

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT, de Medellín, Colombia, son análisis financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Economía y Finanzas, bajo la supervisión de profesores de las áreas de Finanzas, Economía y Contabilidad de las Escuelas de Economía y Finanzas y de Administración de la mencionada universidad.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), la Universidad de los Andes, de Bogotá, Colombia, la Universidad ICESI, de Cali, Colombia, la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), de Guayaquil, Ecuador, y la Universidad Francisco Marroquín, de Guatemala, junto con la A. B. Freeman School of Business de Tulane University, de New Orleans, Louisiana, Estados Unidos, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento mediante el suministro de información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia se distribuyen a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También se distribuyen solo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas se les presentan a la comunidad académica y a la financiera interesada en un encuentro semestral.

Para información adicional sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite una de las dos páginas web siguientes:

<http://www.eafit.edu.co/Burkenroad>

<http://www.latinburkenroad.com/>

Judith Cecilia Vergara Garavito

jvergar8@eafit.edu.co

Reportes Burkenroad Colombia

Departamento de Finanzas

Universidad EAFIT

Medellín, Colombia, Suramérica

Teléfono (57) (4) 2619500, extensión 9585

