

**Nombre de la Compañía**  
CONCRETO S.A/CONCONC CB

**Primera cobertura**

Fecha de Valoración: Enero 28 de 2015

**Recomendación: COMPRA**

**Precio de la Acción y Valor del COLCAP**

Precio de la acción: COP 1.300

Valor COLCAP: 1.407,79 Valor IGBC: 10.696,65

Potencial de valorización en el corto plazo

Desarrollo potencial de infraestructura vial en Colombia

Precio objetivo en doce meses COP 1.490

Entorno macroeconómico: Crecimiento del sector de la construcción correspondiente a 12,7% del 3T2013 al 3T2014, impulsado por proyectos de Cuarta Generación

**Tabla de Valoración con los datos financieros más destacados**

| Resumen                | 2014      | 2015      | 2016      | 2017       | 2018       |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| UODI (COP mn)          | \$ 66,062 | \$ 77,250 | \$ 89,814 | \$ 103,610 | \$ 119,025 |
| WACC                   | 7.9%      | 8.1%      | 7.9%      | 7.6%       | 7.5%       |
| VP de los FCL (COP mn) | \$ 47,736 | \$ 33,510 | \$ 38,428 | \$ 44,437  | \$ 49,382  |
| ROE                    | 5.3%      | 6.0%      | 6.5%      | 6.9%       | 7.5%       |
| ROA                    | 3.4%      | 3.8%      | 4.1%      | 4.3%       | 4.7%       |

**Capitalización del Mercado, datos financieros y accionarios**

*Capitalización Bursátil: COP 1.179.625.136.300*

*Acciones en Circulación: 907.403.951*

*Volumen Promedio diario del último año: COP 611.330.000*

*Bursatilidad: Alta*

*Participación índice: 0,25%*

*Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia*

*Beta: 0,59 vs COLCAP*

*Rango último año: COP 1.295/1.560*

**Apreciación global de la Compañía**

*Localización: Medellín, Colombia*

*Industria: Construcción*

*Descripción: Empresa de construcción e inversión enfocada en el desarrollo de proyectos integrados. Ofrece servicios comenzando por el concepto y diseño, la implementación, gestión, estructuración, promoción y venta, hasta la operación y el mantenimiento de la propiedad.*

*Productos y servicios: Construcción e Inversiones*

*Sitio web de la Compañía: [www.conconcreto.com](http://www.conconcreto.com)*

**Analistas:**

Carolina Gil Ramírez

Juliana Gómez Sánchez

**Directora de la Investigación de Inversión:**

Sandra Constanza Gaitán Riaño

**Asesor de Investigación:**

Luis Fernando Mondragón Trujillo

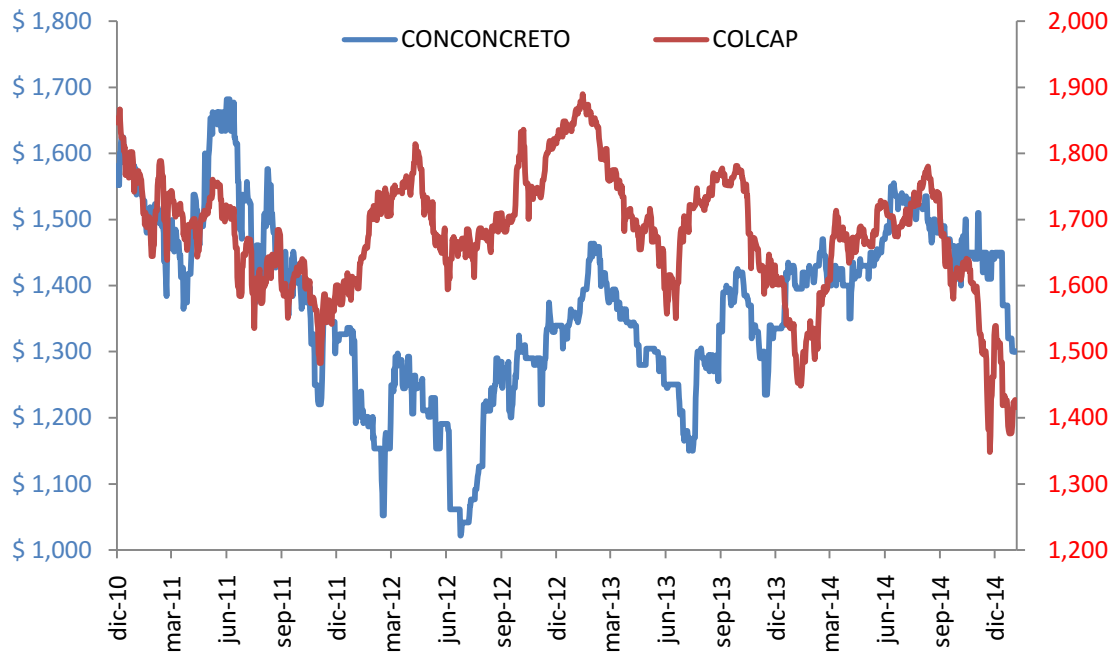
## DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

A mediados del año 2011 la acción de Concreto alcanzó su precio máximo de COP 1.682, luego de anunciar que su filial Consalfa compraría el 80% de las acciones de Intercoastal Marine, empresa dedicada a la construcción de obras marítimas en Panamá y el Caribe. La utilidad neta del año 2011 disminuyó 14,8%, impactando a la baja el desempeño de la acción y alcanzando un precio de COP 1.052. Empezando el segundo trimestre del 2012 la Constructora anunció intención de fusión con Inversiones Concreto, llevando a cotizar el precio de la acción a sus mínimos históricos de COP 1.042. Después de la emisión de acciones de la Holding a finales del año 2012, la empresa empezó a ser vista como un portafolio completo de inversiones dentro del sector, impactando el precio de la acción al alza hasta niveles de COP 1.464. En los últimos dos años la acción de la empresa se ha mantenido en tendencia alcista, y actualmente se encuentra en COP 1.300, precio que refleja la consolidación de la compañía en el sector.

Gráfico 1. Precio acción Concreto



Fuente: Bloomberg

**Gráfico 2. Comparativo**


Fuente: Bloomberg

## RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Se inicia cobertura de Constructora Concreto con recomendación de compra y precio objetivo de COP 1.490 para los próximos doce meses, lo que representa un potencial de valorización de 14%. El precio objetivo fue calculado mediante el modelo de valoración por Flujo de Caja Libre Descontado, así mismo se consideró la metodología de múltiplos con sus pares más cercanos. La posible valorización de la acción está sustentada principalmente en la sinergia que tiene la compañía en sus dos líneas de negocio (construcción e inversiones), además del entorno macroeconómico positivo en donde el sector de la construcción está aportando un 12% aproximadamente al total del PIB.<sup>1</sup>

## TESIS DE INVERSIÓN

Constructora Concreto opera en dos líneas de negocio: construcción e inversiones. En construcción es una compañía clave en el desarrollo de la infraestructura vial en Colombia, además de tener presencia internacional en Panamá, República Dominicana, Nicaragua, Venezuela, Ecuador y Perú. En inversiones tiene un potencial de crecimiento de su fondo inmobiliario el cual ha venido generando un margen bruto de 80% aproximadamente.

<sup>1</sup> Construcción, C. C. (17 de Diciembre de 2014). Camacol. Recuperado el 20 de Diciembre de 2014, de <http://camacol.co/informacion-economica/cifras-sectoriales/construccion-en-cifras>

Los tratados de libre comercio que ha firmado el gobierno han llevado a que el país se vea en la obligación de mejorar sus condiciones de infraestructura vial, de manera que las empresas nacionales puedan ser más competitivas, dado los altos costos que actualmente enfrentan muchas de ellas en la operación vehicular y en el tiempo de viaje. Conconcreto cuenta con una experiencia de 50 años en la construcción de puentes, túneles y carreteras, lo que representa para la compañía una ventaja en la participación de licitaciones para construir dichas vías de desarrollo.

Dentro de lo que se espera para la compañía esta una posible adjudicación de los proyectos de infraestructura vial en Colombia correspondientes a la Cuarta Generación de Concesiones. En la primera etapa, Conconcreto fue preseleccionada en cuatro de nueve concesiones sin obtener la adjudicación de alguna, sin embargo es importante resaltar el análisis que hace la empresa para la participación en estos proyectos y la expectativa de los inversionistas de posibles adjudicaciones, lo que podría reflejar una valorización en el precio de la acción.

La empresa ha venido aumentando sus ingresos y manteniendo un costo de capital estable lo que indica una buena gestión de la administración, esfuerzo que se ve reflejado en los flujos de caja libre para el accionista. Adicionalmente, Conconcreto cuenta con un Backlog de COP 2 billones que le asegura la operación del negocio para los próximos 2,5 años.

## VALORACIÓN

La valoración se realizó mediante la metodología del descuento del flujo de caja libre, el cual fue proyectado teniendo en cuenta el comportamiento histórico de las cifras contables y las expectativas que se tienen del negocio. El costo promedio ponderado de capital (WACC) fue la tasa utilizada para descontar dichos flujos, pues esta refleja como Conconcreto financia su operación.

La valoración por flujos de fondos descontados muestra que la acción se encuentra subvalorada, por lo que se recomienda la compra del activo con un potencial de valorización de 14%. Al hacer la comparación de los resultados obtenidos por la valoración por múltiplos, se evidencia que Conconcreto está en línea con sus pares más cercanos. La acción se está transando a un múltiplo de EV/EBITDA de 9,9x mientras que sus pares en América Latina se ubican en 9,7x. El múltiplo Precio Valor en Libros se encuentra igualmente similar a sus pares 1,2x para Conconcreto y 1,4x a nivel internacional. Por el lado del múltiplo Relación Precio Ganancia se puede ver una sobrevaloración de la acción de la empresa, pues el múltiplo se transa a 22,5x mientras que sus pares están a 12x, esto es también soportado por el múltiplo Rentabilidad del Dividendo, el cual muestra que los dividendos son inferiores a sus pares en relación al precio. Es importante resaltar que según la estrategia de la empresa estos indicadores mostraran mejores resultados cuando la línea de inversiones tenga una mayor participación del total del negocio, pues esta presenta márgenes de rentabilidad superiores.

Tabla 1. Cálculo del WACC

| WACC                          | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| TESOROS US 10 YRS             | 3.3%  | 3.3%  | 3.3%  | 3.3%  | 3.3%  |
| S&P                           | 5.6%  | 5.6%  | 5.6%  | 5.6%  | 5.6%  |
| Beta Sector                   | 0.86  | 0.86  | 0.86  | 0.86  | 0.86  |
| Deuda/Patrimonio              | 28.4% | 28.4% | 28.5% | 28.5% | 28.6% |
| Tasa Impositiva               | 34.0% | 35.0% | 36.0% | 37.0% | 38.0% |
| Beta Concreto                 | 1.02  | 1.02  | 1.01  | 1.01  | 1.01  |
| Prima Riesgo Pais             | 1.7%  | 1.7%  | 1.7%  | 1.7%  | 1.7%  |
| Ke USD                        | 7.3%  | 7.2%  | 7.2%  | 7.2%  | 7.2%  |
| Inflacion US                  | 1.7%  | 1.7%  | 2.2%  | 2.3%  | 2.3%  |
| Inflacion Colombia            | 3.1%  | 3.4%  | 3.6%  | 3.5%  | 3.3%  |
| Dev/Rev                       | 1.4%  | 1.7%  | 1.4%  | 1.2%  | 1.0%  |
| Ke COP                        | 8.7%  | 9.1%  | 8.7%  | 8.5%  | 8.3%  |
| Kd                            | 7.4%  | 7.4%  | 7.4%  | 7.4%  | 7.4%  |
| Kd despues de impuestos       | 4.9%  | 4.8%  | 4.8%  | 4.7%  | 4.6%  |
| Deuda/(Deuda+Patrimonio)      | 22.1% | 22.1% | 22.2% | 22.2% | 22.2% |
| Patrimonio/(Deuda+Patrimonio) | 77.9% | 77.9% | 77.8% | 77.8% | 77.8% |
| Wacc                          | 7.9%  | 8.1%  | 7.9%  | 7.6%  | 7.5%  |

Fuente: Elaboración del equipo

Tabla 2. Resumen de valoración (COP mn)

| Valor de la Compañía             |                 |
|----------------------------------|-----------------|
| Wacc promedio                    | 7.8%            |
| Valor Presente FCL               | \$ 213,493      |
| Valor Residual                   | \$ 1,568,270    |
| g                                | 4.0%            |
| Valor Presente Valor Residual    | \$ 1,092,994    |
| Valor Operaciones del Negocio    | \$ 1,306,487    |
| Inversiones Permanentes          | \$ 215,882      |
| Excesos de Liquidez              | \$ 32,712       |
| Valor Activos                    | \$ 1,555,080    |
| (-) Valor Presente Deuda         | \$ 206,203      |
| Valor Patrimonio                 | \$ 1,348,877    |
| # Acciones en Circulacion        | 907,403,951     |
| <b>Precio Objetivo</b>           | <b>\$ 1,487</b> |
| Valor Mercado                    | \$ 1,300        |
| <b>Potencial de Valorización</b> | <b>14%</b>      |

Fuente: Elaboración del equipo

Tabla 3. Múltiplos del sector

| REGION             | COMPAÑIA                    | BLOOMBERG         | PAIS            | PVL        | RPG         | EV/EBITDA   | DVD YLD %  |
|--------------------|-----------------------------|-------------------|-----------------|------------|-------------|-------------|------------|
| Global             | Salini Impregilo SPA        | IPGOF US          | Italia          | 1.4        |             | 5.5         |            |
|                    | Obrascon Huarte Lain SA     | OHL SM            | España          | 0.9        | 12.7        | 8.0         | 3.5        |
|                    | Vinci SA                    | DG FP             | Francia         | 1.9        |             | 8.3         | 3.7        |
| <b>Promedio</b>    |                             |                   |                 | <b>1.4</b> | <b>12.7</b> | <b>7.3</b>  | <b>3.6</b> |
| America Latina     | Grupo Odinsa SA             | ODINSA CB         | Colombia        | 1.8        | 16.7        | 7.3         | 5.1        |
|                    | Construcciones El Condor SA | ELCONDOR CB       | Colombia        | 1.4        | 12.5        | 7.7         | 2.1        |
|                    | Empresa ICA SAB             | ICA*MM            | Mexico          | 0.6        |             | 13.6        |            |
|                    | Salfacorp SA                | SALFACOR CI       | Chile           | 0.6        | 7.4         | 10.2        | 3.8        |
|                    | <b>Promedio</b>             |                   |                 |            | <b>1.1</b>  | <b>12.2</b> | <b>9.7</b> |
| <b>Concreto SA</b> |                             | <b>CONCONC CB</b> | <b>Colombia</b> | <b>1.2</b> | <b>22.5</b> | <b>9.9</b>  | <b>1.6</b> |

Fuente: Elaboración del equipo

Tabla 4. Precio teórico Concreto según múltiplos

|                | PVL      | RPG    | EV/EBITDA | DVD YLD % |
|----------------|----------|--------|-----------|-----------|
| Global         | \$ 1,548 | \$ 849 | \$ 896    | \$ 612    |
| America Latina | \$ 1,244 | \$ 814 | \$ 1,262  | \$ 601    |

Fuente: Elaboración del equipo

Tabla 5. Análisis de escenarios

|   |      | WACC |      |      |      |      |
|---|------|------|------|------|------|------|
|   |      | 6.8% | 7.3% | 7.8% | 8.3% | 8.8% |
| G | 3.5% | 1720 | 1499 | 1330 | 1196 | 1087 |
|   | 3.8% | 1863 | 1603 | 1409 | 1257 | 1136 |
|   | 4.0% | 1975 | 1683 | 1487 | 1303 | 1172 |
|   | 4.3% | 2178 | 1823 | 1570 | 1380 | 1232 |
|   | 4.5% | 2342 | 1933 | 1648 | 1438 | 1276 |

Fuente: Elaboración del equipo

Según el análisis de sensibilidad, ante cambios en el costo de capital y la tasa de crecimiento a perpetuidad, encontramos que la acción oscilaría entre COP 1.090 y COP 2.340. Esto es congruente con los precios en los que se ha transado la acción en el mercado.

## ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Al analizar el comportamiento de la economía para el primer trimestre del 2014, se observa que la construcción fue el sector líder con un crecimiento del 17,2%, este se atribuye principalmente a obras civiles, aportando un 24,8%. El sector de la construcción es además una fuente creadora de empleo, para mayo de 2014 el número de ocupados en el sector se situó en 1.294 millones, lo que representa el 6,1% en el empleo nacional. Por el lado de la vivienda específicamente el comportamiento es

también dinámico, la colocación de créditos hipotecarios de vivienda en el período Enero-Abril de 2014 presentó un crecimiento del 40,4% anual. Uno de los indicadores macroeconómicos más importantes que influye en la industria es la tasa de interés, para el mes de Junio de 2014, la tasa de interés para construcción se ubicó en promedio en 10,97%<sup>2</sup>.

Dentro de los entes de control de la industria se encuentran: La Superintendencia de Industria y Comercio, La Cámara Colombiana de la Construcción y la Agencia Nacional de Infraestructura. Esta última entidad es la encargada de regular el programa de infraestructura vial correspondiente a la Cuarta Generación de Concesiones.

Los beneficios que generarán las Concesiones de Cuarta Generación son<sup>3</sup>:

- Se transformaran 8.000 kms de vías, con más de 1.200 kms en doble calzada
- Inversión de más de COP 47 billones
- Las obras llevaran trabajo y desarrollo a 24 departamentos
- Generación de más de 180.000 empleos directos en etapa de construcción
- Efecto multiplicador de 1,5% aproximadamente en el PIB
- Crecimiento potencial del PIB de 4,6% a 5,3% en el largo plazo
- Reducción de la tasa de desempleo en el largo plazo en 1%
- Ahorros en tiempo de viaje de aproximadamente 30%
- Ahorros en costos de operación vehicular de aproximadamente 20%

Principales indicadores de performance de los participantes de la industria:

- PIB Construcción: El sector de la construcción aumento un 12,7% del tercer trimestre del 2013 al tercer trimestre del 2014
- Producción y despachos de Cemento Gris: En el 2014, la producción de Cemento Gris alcanzó las 12.396.655 toneladas. Esto corresponde a un incremento del 10,3%
- Desembolsos hipotecarios: Los desembolsos para constructores fueron en total COP 2,1 billones en el periodo Enero-Septiembre de 2014. Esto corresponde a una disminución del 5,3% frente al mismo periodo del 2013

## DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

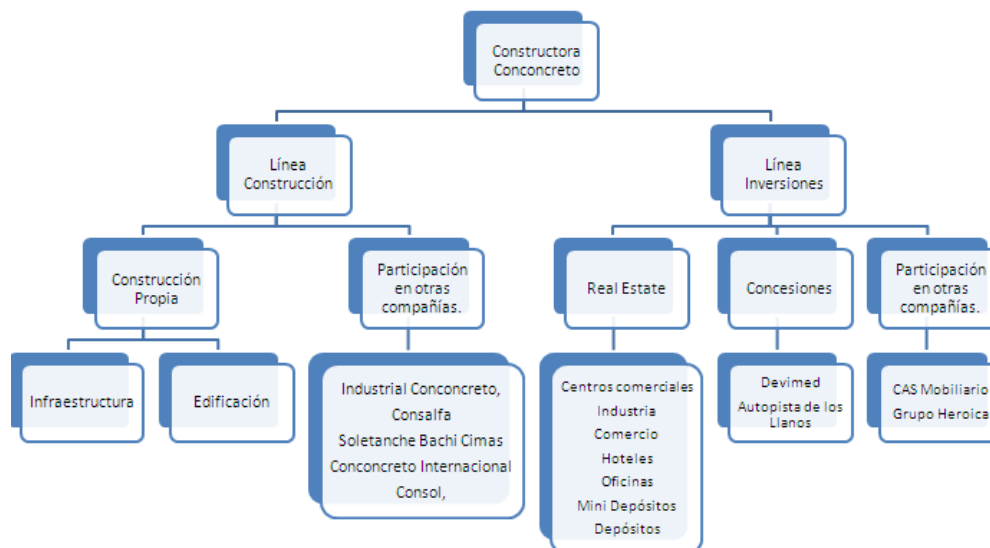
Conconcreto es una compañía de construcción que lidera importantes proyectos de edificación e infraestructura, entre los que se encuentran: la Hidroeléctrica Ituango, construcción de una presa de 225 metros de altura, para un embalse de 79 kilómetros de longitud sobre el río Cauca, con un volumen de 2.720 millones de metros cúbicos de agua; y la Ruta del Sol, carretera de más de 1.000 kilómetros de extensión, que conectará a Bogotá con otras grandes zonas urbanas del interior de Colombia y de la costa Caribe. Además complementa su operación con un Fondo Inmobiliario dividido

<sup>2</sup> Construcción, C. C. (3 de Julio de 2014). *Informe de actividad edificadora*. Recuperado el 2 de Agosto de 2014, de [http://camacol.co/sites/default/files/secciones\\_internas/IAE%20Mayo%202014.pdf](http://camacol.co/sites/default/files/secciones_internas/IAE%20Mayo%202014.pdf)

<sup>3</sup> Lleras, P. (17 de Diciembre de 2013). *Cuarta Generación de Concesiones 4G*. Recuperado el 25 de Julio de 2014, de <http://es.scribd.com/doc/192058846/Cuarta-Generacion-de-Concesiones-4G-Agencia-Nacional-de-Infraestructura-ANI>

en 5 líneas: soluciones corporativas, centros empresariales, bodegas, centros comerciales y concesiones<sup>4</sup>. Tiene presencia internacional en Panamá, República Dominicana, Nicaragua, Venezuela, Ecuador y Perú.

**Gráfico 3.** Líneas de Negocio Constructora Concreto



Fuente: Elaboración del equipo

Constructora Concreto tiene dos grandes líneas de negocio: (1) Construcción e (2) Inversiones. Mediante estas dos líneas, la compañía está en capacidad de hacer acompañamiento a los proyectos desde la definición de la estrategia hasta la operación del inmueble. La línea de construcción se compone de (1a) negocio de la construcción realizado directamente por la compañía y (1b) el ejecutado por las empresas relacionadas en las cuales Concreto tiene un porcentaje de participación.

La subdivisión de construcción ejecutada directamente por la compañía (1a) cuenta con un Backlog para el 2013 de COP 2 billones, compuesto en un 56% por los proyectos de infraestructura y en un 44% por los proyectos de edificación<sup>5</sup>. Dentro del desarrollo de infraestructura la empresa ha participado en grandes proyectos que incluyen generación de energía, con la construcción de la central Hidroeléctrica Ituango, vías para el crecimiento y puertos para el desarrollo del país. Por el lado de la edificación Concreto participó en proyectos destacados entre los que se encuentran Base Schlumberger en Cundinamarca, Bodegas Autodepot en Panamá y Planta Molienda Clinker en República Dominicana.

La subdivisión de construcción ejecutada por otras empresas (1b) se compone de la siguiente manera:

<sup>4</sup> Concreto. (2014). *Presentación Corporativa*. Recuperado el 25 de Julio de 2014, de <http://concreto.com/Media/Default/documents/presentacion-corporativa-2014.pdf>

<sup>5</sup> Concreto. (2014). *Presentación Corporativa*. Recuperado el 25 de Julio de 2014, de <http://concreto.com/Media/Default/documents/presentacion-corporativa-2014.pdf>

- Industrial Concreto: Empresa conformada por la integración de Agregados del Norte, Durapanel e Impac. Tiene como objeto social la producción de insumos de construcción. Participación del 100% de la compañía
- Concreto Internacional: Filial internacional del Grupo fundada en 1996 con el fin de desarrollar proyectos de edificación e infraestructura. Participación 100%
- Soletanche Bachy Cimas: Desarrolla cimentaciones, mejoramiento de suelos y fundaciones especiales. Participación 40,35%
- Consalfa: Unión entre Concreto y Salfacorp de Chile, realiza obras civiles y montajes industriales. Participación 50%
- Intercoastal Marine: Empresa que lidera el sector de la construcción marítima en Centroamérica. Participación 80% a través de Consalfa
- Grupo GEO: Participación del 70% a través de Consol, esta última compañía es una asociación con Soletanche-Freyssinet

La segunda línea, inversiones se compone de (2a) un fondo inmobiliario, (2b) Concesiones e (2c) Inversiones en compañías relacionadas. El portafolio inmobiliario está valorado en COP 1,01 billones con aproximadamente 310.500 metros cuadrados de área bruta arrendable y un índice de ocupación cercano al 90%<sup>6</sup>. Dentro del portafolio se encuentran centros comerciales, mini depósitos, oficinas, hoteles entre otros.

Dentro de las concesiones viales se encuentran:

- Devimed S.A. con una participación del 22%
- Concesiones CCFC S.A. con una participación del 24%
- Autopista de los Llanos con una participación del 8,5%

Dentro de las inversiones relacionadas se encuentran:

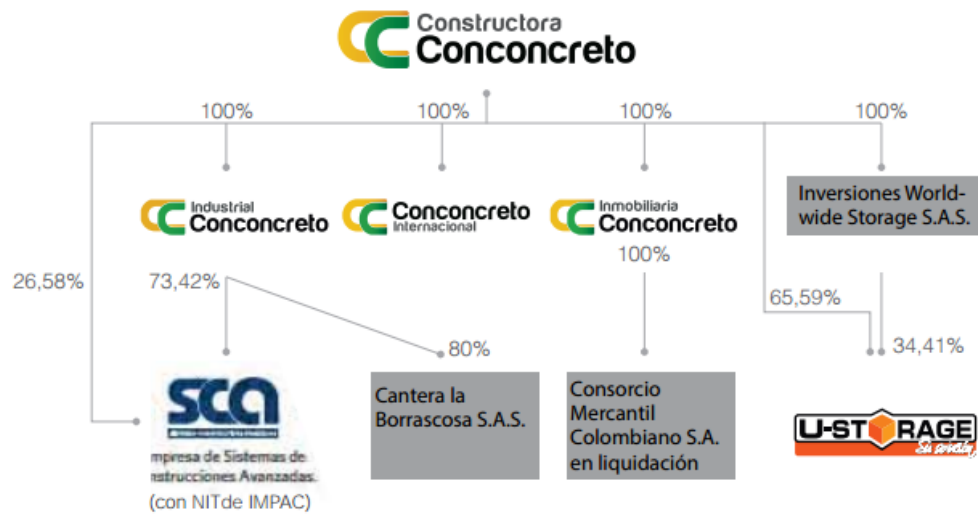
- CAS Mobiliario: participación del 50%
- Centro de Convenciones Cartagena de Indias: participación del 30%
- U-STORAGE: compañía dedicada a la operación de mini bodegas: participación 100%
- Inmobiliaria Concreto: Administra diferentes proyectos inmobiliarios de vivienda, tiene presencia en diferentes regiones del país: participación 100%

La sociedad Constructora Concreto S.A. compañía matriz, fue establecida el 26 de Diciembre de 1961 con domicilio principal en la ciudad de Medellín. “Su objeto social es el estudio, diseño, planeación contratación y ejecución de toda clase de edificaciones, obras civiles y bienes inmuebles. Además de la prestación de servicios técnicos y de consultoría en los diferentes campos de la ingeniería civil”<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> Concreto. (2013). Reporte Financiero Final. Recuperado el 30 de Julio de 2014, de <http://www.concreto.com/Media/Default/documents/InformedeGestionConcretoconEstadosFinancieros2013ok2.pdf>

<sup>7</sup> Colombia, B. d. (Diciembre de 2012). Prospecto Emisión y Colocación Acciones Ordinarias Concreto. Recuperado el 30 de Julio de 2014, de [http://www.bvc.com.co/recursos/emisores/Prospectos/Acciones/Prospecto\\_Concreto\\_2012.pdf](http://www.bvc.com.co/recursos/emisores/Prospectos/Acciones/Prospecto_Concreto_2012.pdf)

Gráfico 4: Grupo Empresarial Concreto



Fuente: Constructora Concreto

Descripción de cada subsidiaria<sup>8</sup>

**Industrial Concreto:** Empresa dedicada a la producción y comercialización de insumos para la construcción. Se compone de cinco líneas: Agregados, Prefabricados, Durapanel, Encofrados y Estructuras.

**Concreto Internacional:** Fundada en la República de Panamá para el desarrollo de proyectos internacionales, tiene experiencia de 19 años en la ejecución de obras de edificación e infraestructura. Se especializa en el desarrollo de generación de energía, industria, vivienda y edificación comercial e institucional.

**Inmobiliaria Concreto:** Empresa dedicada al desarrollo de proyectos inmobiliarios de vivienda en Bogotá, Bucaramanga, Medellín y Pereira y proyectos de comercio en Casanare, Florencia, Huila y Soledad.

**Inversiones World-wide Storage S.A.S:** Empresa dedicada a la inversión en bienes muebles e inmuebles. Por medio de esta empresa Concreto tiene participación del 60% de la sociedad colombiana U-Storage S.A., esta última especializada en la prestación de servicios de mudanzas y alquiler de mini bodegas.

<sup>8</sup> Concreto. (2014). Compañías Relacionadas. Recuperado el 30 de Julio de 2014, de <http://www.concreto.com/companiasrelacionadas>

Tabla 6: Análisis FODA

|   |   |
|---|---|
| <p><b><u>Fortalezas</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Liderazgo soportado en la alta experiencia y en la trayectoria de sus proyectos</li> <li>- Enfoque en la integración de servicios por tipo de cliente y no por tipo de obra</li> <li>- Tecnología avanzada en sistemas constructivos que le permiten optimizar los procesos<sup>9</sup></li> <li>- Alianzas estratégicas con entidades nacionales e internacionales que le permiten ganar competitividad</li> <li>- Cultura organizacional enfocada en los tiempos de ejecución de los proyectos permitiendo ser más eficientes y logrando así un importante impacto en los gastos generales<sup>10</sup></li> <li>- Acceso al mercado de capitales de Colombia (Bolsa de Valores de Colombia)</li> <li>- Backlog de COP 2 billones asegurando la operación del negocio para los próximos 2,5 años<sup>11</sup></li> </ul> | <p><b><u>Oportunidades</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Tratados de libre comercio en los cuales la compañía puede actuar como una entidad estratégica con experiencia y conocimiento en diferentes sectores de la economía</li> <li>- Proyectos de Cuarta Generación donde la empresa fue preseleccionada en cuatro de nueve concesiones de la primera etapa de adjudicaciones, y la posibilidad de participar en próximas etapas es alta</li> <li>- Continuar aumentando el portafolio de inversiones que actualmente está valorando en COP 1,01 billones, y de esta manera diversificar sus ingresos</li> <li>- Cambio en la ley APP (Asociaciones Público Privadas) donde ahora hay más claridad de los roles y funciones de las entidades que participan en el ciclo de los proyectos que proveen bienes y servicios públicos en los sectores de infraestructura productiva y social<sup>12</sup></li> </ul> |
| <p><b><u>Debilidades</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- La empresa tiene una estructura organizacional muy compleja que puede impedirle la integración, coordinación y comunicación para un mejor aprovechamiento de los recursos</li> <li>- En el ranking de las empresas proponentes en proyectos 4G, Conconcreto lo lidera en lo que se refiere a Activos y Patrimonio del año 2013 y es la segunda en Ventas después de Conalvías, sin embargo en Utilidades se queda atrás ocupando el quinto lugar, lo que puede mostrar falta de eficiencia de la compañía<sup>13</sup></li> </ul>   | <p><b><u>Amenazas</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Posibles retrasos en los proyectos de infraestructura en Colombia que generen un impacto negativo en el Backlog y en las tasas futuras de crecimiento de Conconcreto</li> <li>- Cuellos de botella en los trámites de las licencias ambientales que puedan retrasar la iniciación de proyectos, obras o actividades</li> <li>- Impacto del aumento de los costos de los insumos y servicios implicados en un proyecto</li> <li>- Impacto de las tasas de interés cuando se quiera acceder a fuentes de financiación</li> </ul>   |

Fuente: Elaboración del equipo

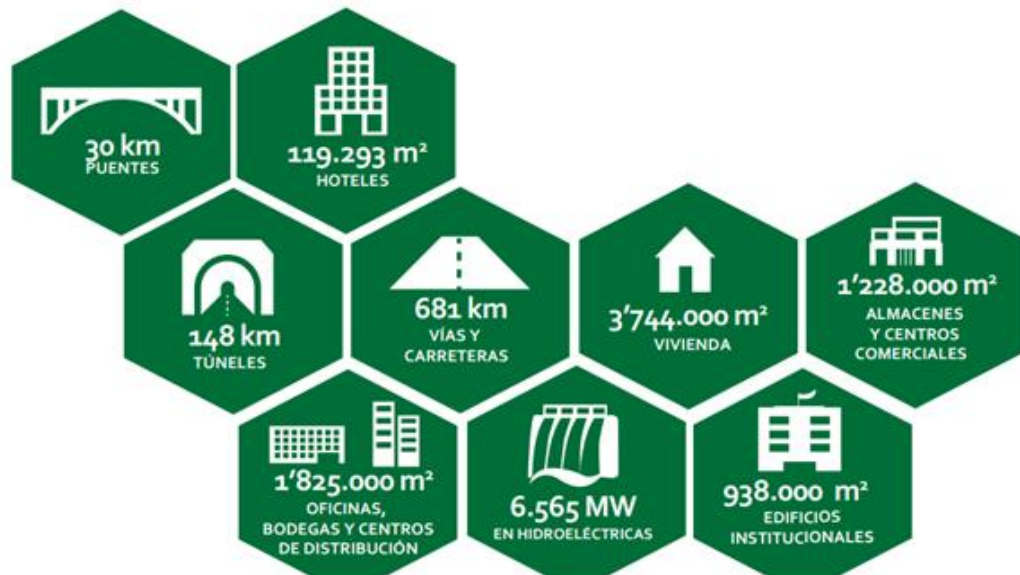
## Estrategia

La estrategia de la compañía radica en la participación que esta tiene en toda la cadena de valor, gracias a las sinergias e integración de procesos que le brindan sus dos líneas de negocio (construcción e inversiones), las cuales le permiten ganar competitividad y rentabilidad de largo plazo. La estrategia está enfocada en la posición de liderazgo de la compañía en proyectos de infraestructura y edificación; el beneficio que le aporta el fondo inmobiliario compuesto por centros comerciales, hoteles, bodegas, centros empresariales, depósitos, entre otros; y adicionalmente participar en importantes concesiones para la expansión del comercio internacional y crecimiento de la economía del país.

Concreto fortalece su estrategia corporativa a través de alianzas con reconocidas empresas a nivel nacional e internacional, las cuales sirven de gran apoyo en los proyectos en ejecución y en los que se licitarán en el corto y mediano plazo. “Uno de los paradigmas que rompe la empresa permanentemente es el cambio de la cultura organizacional orientada al menor costo, por una cultura orientada al menor plazo. Así, la consolidación de equipos en toda la organización focalizados en este objetivo, ha dado como resultado la obtención de eficiencias entre un 5% y un 20% en los plazos de ejecución, lo cual tiene un importante impacto en los gastos generales de los proyectos”<sup>9</sup>.

## Proyectos de la compañía

**Gráfico 5:** Experiencia Constructora Concreto



Fuente: Constructora Concreto

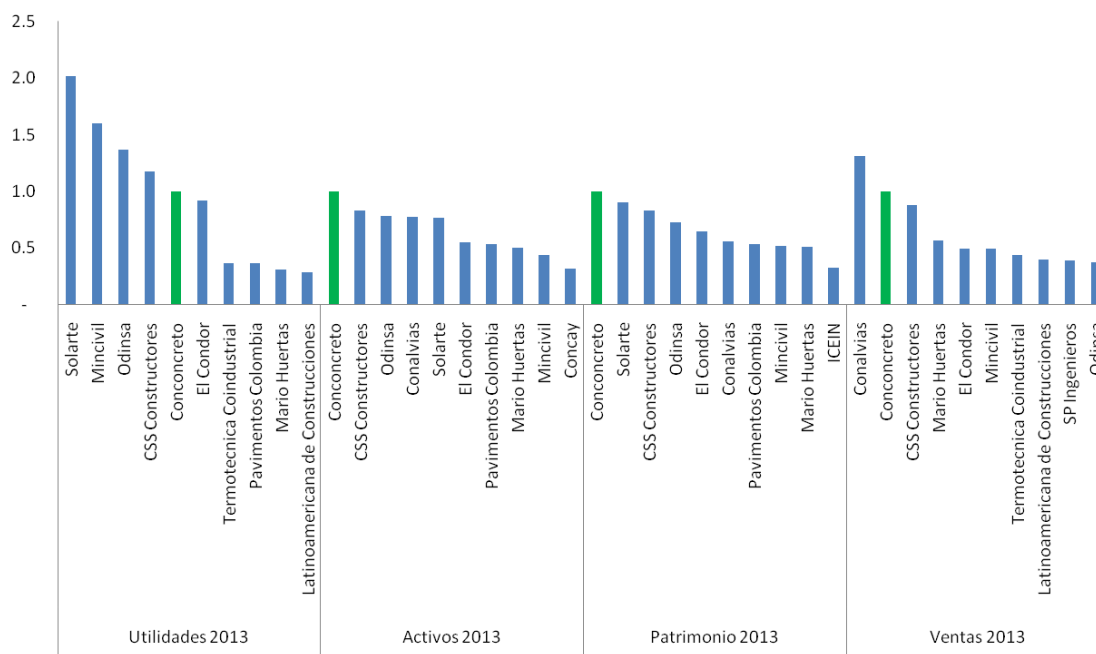
<sup>9</sup> Constructora Concreto. (2013). Informe de Gestión 2013. Medellín

Análisis de la competencia

El sector de la construcción al igual que muchos sectores de la economía enfrenta una competencia muy agresiva con la participación de firmas internacionales en proyectos de origen público y privado, que cuentan con una alta experiencia en tecnología para la construcción de proyectos de infraestructura, generación de energía y producción de hidrocarburos. Tienen gran capacidad financiera y cuentan con economías de escala y diversidad en la localización geográfica que les permite ser competitivas en la negociación con clientes y proveedores. Entre la competencia internacional se encuentran empresas como: Impregilo (Italia), OHL (España), Bridge & Iron Co. (Estados Unidos), Odebrecht y Camargo Correa (Brasil), ICA (México), entre otras.

En el ámbito nacional la competencia es igualmente agresiva, por ser un sector donde la participación de mercado de las compañías líderes no suele exceder el 10%. En Colombia hay más de 4.000 empresas en este sector, donde se identifican principalmente los siguientes competidores: Construcciones el Cóndor, Odinsa, Conalvías, Mincivil, CSS Constructores, Construcciones Civiles, Constructora Bolívar, Constructora Colpatria, entre otros.

**Gráfico 6: Competencia a nivel local**



Fuente: Primera Página y Elaboración del equipo

## DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Constructora Concreto cuenta con un grupo de trabajo talentoso comprometido con la formación continua de sus empleados. A través de la experiencia, la creatividad y el conocimiento han logrado ser líderes en la industria de la construcción. La empresa, guiada por un accionar honesto y transparente descrito en un Código de Mejores Prácticas Corporativas, tiene el compromiso de aportar al sector de la construcción del país y de asegurar que las actividades y la toma de decisiones diarias sean de total confianza para los accionistas y aliados estratégicos.

**Tabla 7:** Junta Directiva y Dirección Corporativa

| <u>Junta Directiva</u>              | <u>Dirección Corporativa</u>                      |
|-------------------------------------|---|
| José Mario Aristizábal (Presidente) | Juan Luis Aristizábal Vélez (Presidente)          |
| Nicanor Restrepo Santamaría         | Juan Guillermo Saldarriaga (Vice Infraestructura) |
| Nora Cecilia Aristizábal López      | Mauricio Ospina (Vice Negocios Industriales)      |
| Ricardo Sierra Moreno               | Jose Guillermo Vidal (Vice Técnica)               |
| Luis Fernando Restrepo Echavarría   | Ana Sofia Tobon (Vice Servicios Compartidos)      |
| Jaime Alberto Ángel Mejía           | Nicolas Jaramillo (Vice Proyectos e Inversión)    |
| Álvaro Jaramillo Buitrago           | Fernando Ortiz (Vice Inmobiliaria)                |
| Francisco Díaz Salazar              | Hebert Agudelo (Vice Financiera)                  |
| José Alejandro Gómez Mesa           | Jorge Hernan Jimenez (Secretaría General)         |
|                                     | Ana Maria Mesa (Gcia Innovación y Sostenibilidad) |
|                                     | Felipe Rocha (Relación con Inversionistas)        |

Fuente: Constructora Concreto y Elaboración del equipo

## ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

La acción de Concreto es transada en La Bolsa de Valores de Colombia desde el 20 de Diciembre de 2010. Su capitalización bursátil es de COP 1.179.625.136.300 (USD 502 millones) al 28 de Enero de 2015 con un total de 907.403.951 acciones en circulación. El volumen promedio diario transado en el 2014 fue de COP 611.330.00, con una libre flotación de 30%.

**Tabla 8:** Política de dividendos

| Clase de dividendo | Efectivo                | Acciones           |
|--------------------|-------------------------|--------------------|
| Valor a distribuir | 18,006,761,060          | 7,174,321,914      |
| Por acción         | \$20                    | \$7,96847571875316 |
| Fecha de pago      | 15-04-2013 / 15-07-2013 | 15-07-2013         |

Fuente: Constructora Concreto

Tabla 9: Accionistas Conconcreto

| DESCRIPCIÓN ACCIONISTA                              | % PARTICIPACIÓN | # ACCIONES     |
|---|-----------------|----------------|
| OTROS ACCIONISTAS                                   | 27.54%          | 249,902,157.00 |
| PATRIMONIO AUTONOMO HERMANITAS DE LOS POBRES        | 9.34%           | 84,766,211.00  |
| PATRIMONIO AUTONOMO T.A.J.Y                         | 5.85%           | 53,131,770.00  |
| EME MESA Y CIA S.C.A.                               | 4.93%           | 44,803,997.00  |
| INVERSIONES M.I.R.M. Y CIA S.C.A. CIVIL             | 4.92%           | 44,653,988.00  |
| ARISTIZABAL CUATRO Y CIA S.C.A.                     | 4.85%           | 44,033,248.00  |
| INVERSIONES C.C.J. RESTREPO Y CIA S.C.A. CIVIL      | 4.74%           | 43,061,487.00  |
| INVERSIONES C.C.P.L. Y CIA S.C.A. CIVIL             | 4.27%           | 38,785,837.00  |
| A.MESA Y CIA S.C.A.                                 | 3.52%           | 31,994,068.00  |
| FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCION MODERADO | 3.49%           | 31,749,255.00  |
| PATRIMONIO AUTONOMO INVERDI                         | 3.36%           | 30,530,584.00  |
| J.A. ARISTIZABAL & CIA S.C.A.                       | 3.22%           | 29,300,549.00  |
| F.J.A. INVERSIONES S.A.S.                           | 2.98%           | 27,065,672.00  |
| NTS RE MORA Y CIA S.C.A. CIVIL                      | 2.72%           | 24,755,324.00  |
| SEBARITA S.A.S.                                     | 2.62%           | 23,848,653.00  |
| ARDENNES S.A.S.                                     | 2.62%           | 23,834,965.00  |
| TINTOM S.A.S.                                       | 2.62%           | 23,824,561.00  |
| ARISTIZABAL LOPEZ JUAN JOSE                         | 2.33%           | 21,143,710.00  |
| ARISTIZABAL LOPEZ NORA CECILIA                      | 2.04%           | 18,592,501.00  |
| FDO. DE PENSION. OBLIGAT. COLFONDOS                 | 1.94%           | 17,625,414.00  |
| SUBTOTAL ACCIONES ORDINARIAS **                     |                 | 907,403,951.00 |
| TOTAL ACCIONES EN CIRCULACION **                    |                 | 907,403,951.00 |

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

## RIESGOS DE INVERSIÓN

*Riesgo de Mercado (nacional e internacional, precio):* La viabilidad de los proyectos de infraestructura y vivienda del país dependen de las condiciones de liquidez y de las tasas de interés definidas por la política monetaria del Banco de la República, por lo que en épocas de escasez de liquidez y tasas de interés altas el riesgo latente es la financiación de los proyectos.

Por otro lado el enfoque del Gobierno Colombiano en motivar el crecimiento de la infraestructura vial del país, generando así un aumento general del PIB del sector y por ende un crecimiento de la economía nacional, es otro riesgo que Conconcreto enfrenta por la alta exposición al crecimiento de la economía, lo que podría impactar el desempeño de la compañía y el precio de la acción.

El sector de la construcción es un negocio cíclico, pues las organizaciones que emprenden proyectos realizan inversiones cuando la economía está atravesando un clima favorable, por lo tanto en un contexto de desaceleración económica se puede ver afectado el desempeño de la compañía hasta no ver un panorama claro que justifique la inversión.

Conconcreto mitiga estos riesgos a través de la línea de inversión, negocio que suaviza los ciclos de la construcción y que otorga un ingreso constante a la compañía al preservar la propiedad y ponerla en arriendo.

*Riesgo de tipo de cambio:* Los ingresos y los pasivos de Conconcreto están denominados en pesos colombianos por lo que variaciones en la tasa de cambio no afectan el desempeño de la compañía. Adicionalmente, la compañía tiene cubiertos todos los créditos en moneda extranjera para no tener impactos ante fluctuaciones de la tasa de cambio.

*Riesgo de escasez de recursos naturales (Producto):* La entrega de los insumos y materiales por parte de los proveedores implica procesos de importación y aduanas en muchas ocasiones, por lo que la empresa podría incurrir en sobrecostos en caso de retrasos en la entrega de los pedidos. Conconcreto mitiga este tipo de riesgo al tener participación en compañías especializadas en la producción y comercialización de insumos para la construcción.

*Riesgo Operativo:* El desarrollo de los proyectos de construcción implica un alto riesgo para ciertos trabajos realizados en alturas o con maquinaria pesada, que pueden terminar en accidentes de trabajo causando lesiones permanentes o temporales, y en algunos casos la muerte. Para Conconcreto cualquier reclamación o indemnización a causa de estos accidentes de trabajo puede generar impactos en los resultados de la compañía. No obstante, la constructora cumple a cabalidad las normas de seguridad industrial para evitar este tipo de incidentes.

*Riesgo Financiero:* Los servicios de construcción normalmente tienen una prolongada duración, y el tiempo que transcurre entre la presentación de la propuesta y la finalización del proyecto puede representar un riesgo para la compañía por situaciones imprevisibles tales como: escasez de materia prima, cambios en los diseños técnicos y/o alteraciones del orden público, que se puedan presentar a lo largo del desarrollo del proyecto y que no fueron tenidas en cuenta desde un principio, y por ende impactar la rentabilidad esperada del mismo. Conconcreto cuenta con personal especializado y calificado para la presentación y planificación de propuestas que mitiguen al máximo este tipo de imprevistos.

*Riesgo Legal o de Regulación:* El proceso para el otorgamiento de licencias ambientales dirigido por la Autoridad Nacional de Licencias Ambientales (ANLA) puede generar riesgos de retraso en la iniciación de los proyectos y por ende en los resultados económicos de los mismos, al igual que el proceso de adquisición predial dirigido por el Instituto de Desarrollo Urbano (IDU) y la autorización por parte de autoridades territoriales para el uso del suelo.

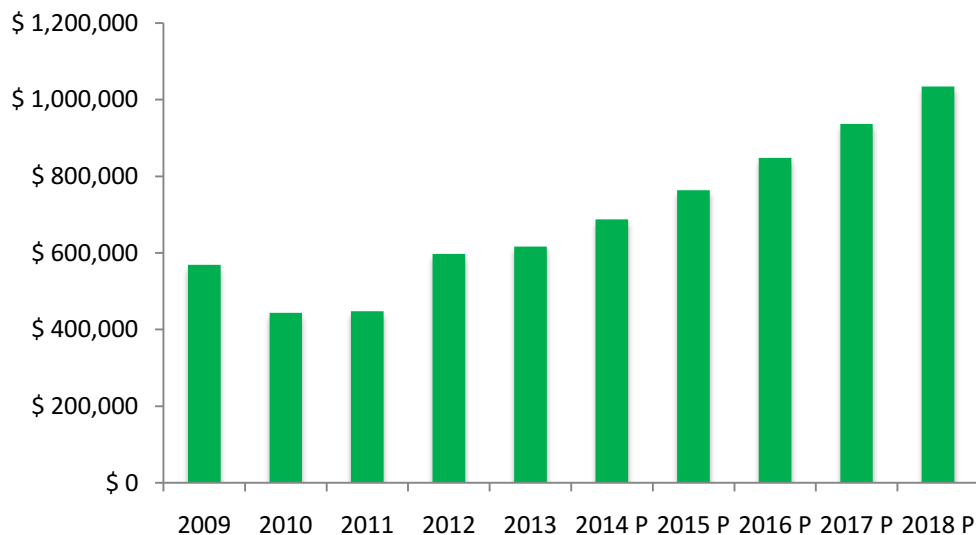
## EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

### *Supuestos de Operación*

**Ingresos Operacionales:** Las proyecciones de ventas se basan en el comportamiento histórico de los últimos 5 años de las dos líneas principales de negocio: construcción e

inversiones; para construcción se tiene en cuenta la proporción del PIB edificaciones y obras civiles sobre el PIB total del país. Para la línea de inversiones se tiene como supuesto la duplicación de los metros cuadrados arrendables en 5 años y un aumento en el precio el metro cuadrado correspondiente a la inflación más 200 puntos básicos para cada año.

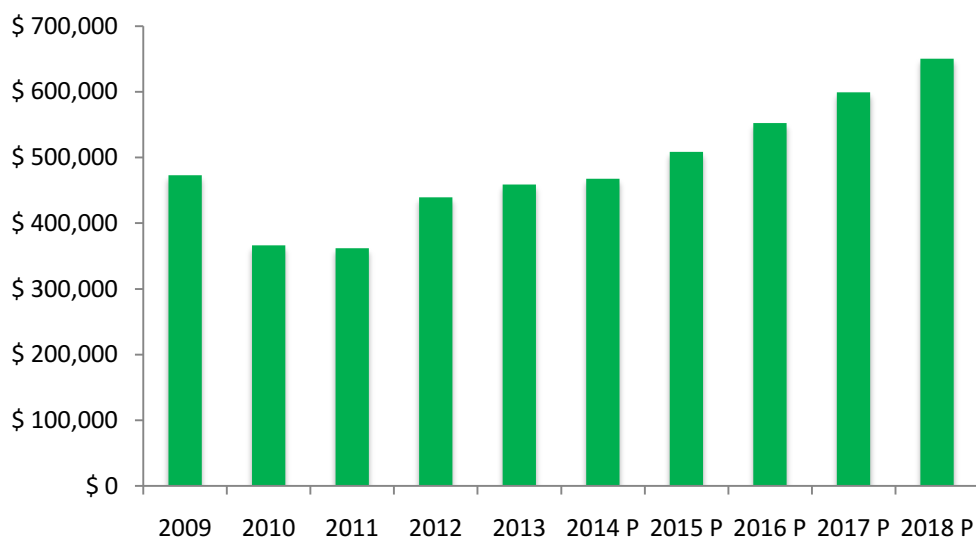
**Gráfico 7.** Evolución Ingresos Operacionales (COP mn)



Fuente: Elaboración del equipo

Costo de Ventas: Para hacer la proyección se tuvo en cuenta el promedio del margen bruto por cada línea de negocio de los últimos 5 años, este margen se mantuvo constante para los años de la proyección.

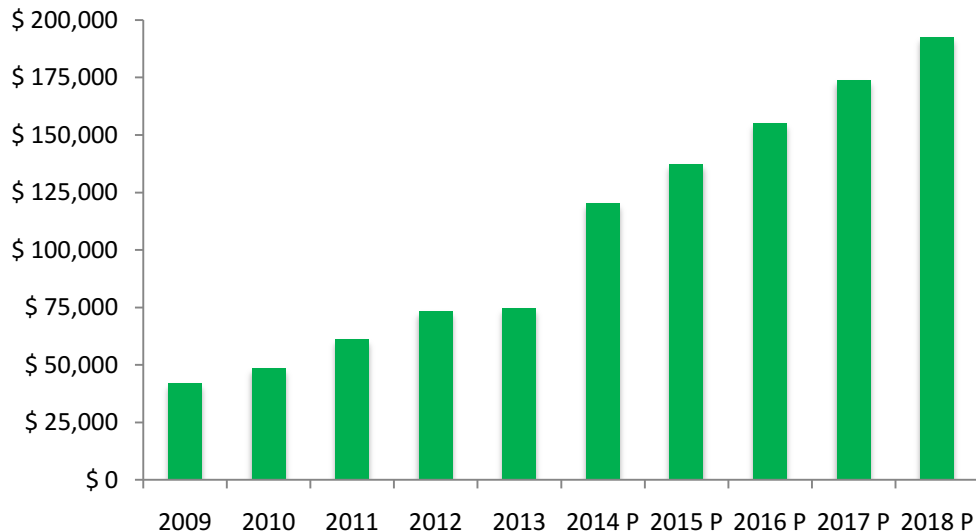
**Gráfico 8.** Evolución Costo de Ventas (COP mn)



Fuente: Elaboración del equipo

Gastos Operacionales: Se observa que no hay una tendencia definida para los gastos operacionales, por lo que se considera el margen operacional del año 2013 y se tiene en cuenta el supuesto de mejora en dicho margen en 100 puntos básicos para cada año proyectado.

**Gráfico 9.** Evolución Gastos Operacionales (COP mn)

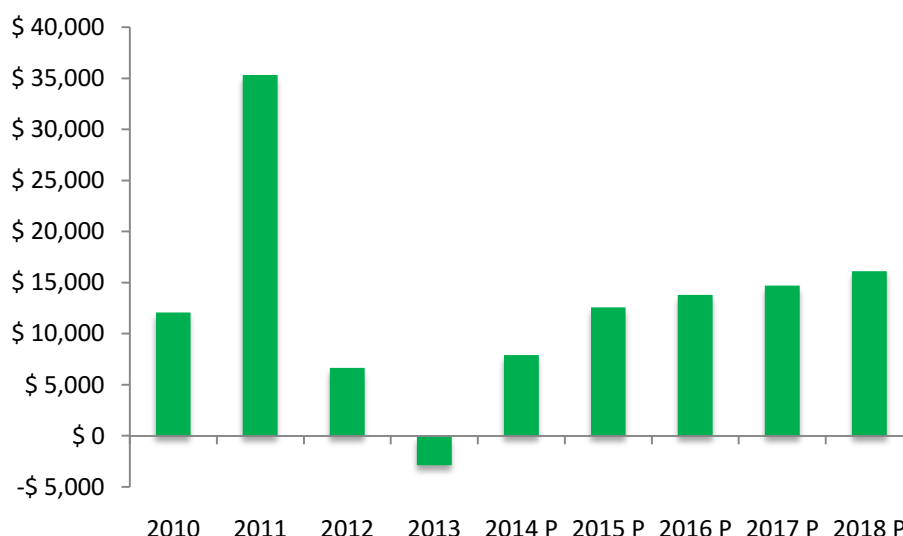


Fuente: Elaboración del equipo

### *Supuestos de Inversión*

Capex y Activos fijos: Para las inversiones que la compañía debe hacer en activos fijos se realizó una proyección de la propiedad planta y equipo (PPE) como un promedio del porcentaje de participación de la misma sobre los ingresos totales de los últimos 5 años, y de esta manera se identificó la variación de un año a otro que corresponde a la inversión de capital que la empresa debe hacer en cada año. Es importante resaltar que se toman los ingresos totales para la proyección, ya que el 33% de la PPE al 2013 corresponde al negocio inmobiliario (terrenos, bodegas, edificios) y el 67% corresponde a maquinaria y equipo, dato congruente con los ingresos históricos y proyectados por cada línea de negocio.

**Gráfico 10.** Evolución CAPEX (COP mn)

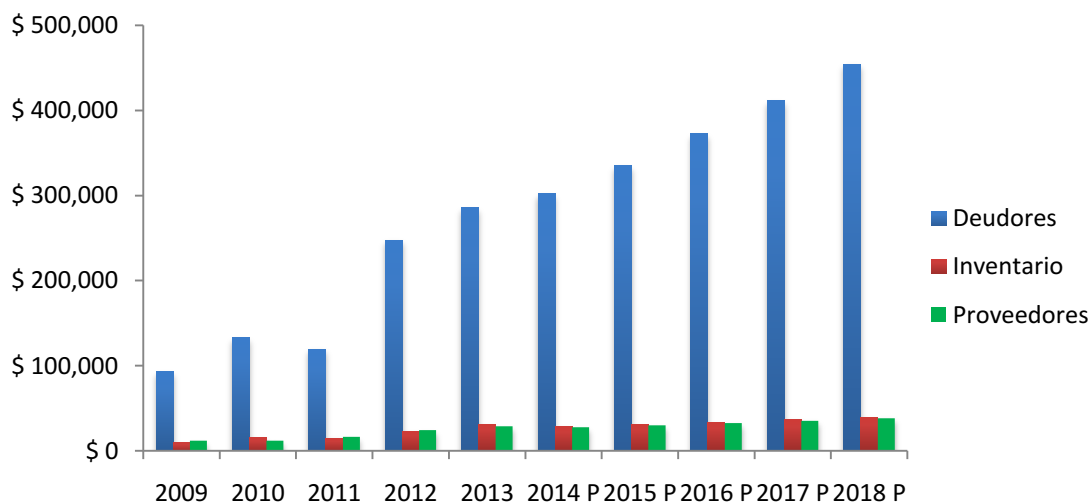


Fuente: Elaboración del equipo

*Capital de Trabajo*

Se tuvo en cuenta un promedio de la rotación de las cuentas por cobrar, inventario y cuentas por pagar de los años 2012 y 2013 para hacer la proyección del capital de trabajo. De esta forma dichas cuentas mantienen una tendencia alcista como se ha evidenciado en los últimos años.

**Gráfico 11.** Evolución KTNO (COP mn)



Fuente: Elaboración del equipo

### *Hipótesis financieras*

Se realizó un análisis de la estructura deuda/patrimonio de los últimos 5 años y se mantuvo dicha proporción para los años de proyección. Es una estructura sana para la operatividad de la empresa, considerando que se tiene un Backlog suficiente para operar los próximos 2,5 años.

### *Impuestos*

Se considera la Reforma Tributaria aprobada a finales del año 2014 y de esta forma se proyecta una tasa impositiva que aumenta un punto porcentual a partir del 2015 partiendo de una base de 34% para el año 2014.

## FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

Construcción, C. C. (17 de Diciembre de 2014). Camacol. Recuperado el 20 de Diciembre de 2014, de <http://camacol.co/informacion-economica/cifras-sectoriales/construccion-en-cifras>

Construcción, C. C. (3 de Julio de 2014). Informe de actividad edificadora. Recuperado el 2 de Agosto de 2014, de [http://camacol.co/sites/default/files/secciones\\_internas/IAE%20Mayo%202014.pdf](http://camacol.co/sites/default/files/secciones_internas/IAE%20Mayo%202014.pdf)

Concreto. (2013). Reporte Financiero Final. Recuperado el 30 de Julio de 2014, de <http://www.concreto.com/Media/Default/documents/InformedeGestionConcreto conEstadosFinancieros2013ok2.pdf>

Colombia, B. d. (Diciembre de 2012). Prospecto Emisión y Colocación Acciones Ordinarias Concreto. Recuperado el 30 de Julio de 2014, de [http://www.bvc.com.co/recursos/emisores/Prospectos/Acciones/Prospecto\\_Concreto\\_2012.pdf](http://www.bvc.com.co/recursos/emisores/Prospectos/Acciones/Prospecto_Concreto_2012.pdf)

Concreto. (2014). Compañías Relacionadas. Recuperado el 30 de Julio de 2014, de <http://www.concreto.com/companiasrelacionadas>

Lleras, P. (17 de Diciembre de 2013). Cuarta Generación de Concesiones 4G. Recuperado el 25 de Julio de 2014, de <http://es.scribd.com/doc/192058846/Cuarta-Generacion-de-Concesiones-4G-Agencia-Nacional-de-Infraestructura-ANI>

Concreto. (2014). Presentación Corporativa. Recuperado el 25 de Julio de 2014, de <http://concreto.com/Media/Default/documents/presentacion-corporativa-2014.pdf>

Andrade, L. F. (2014). Dos estructuras plurales presentaron ofertas para el proyecto Girardot - Puerto Salgar. Bogotá

Autoridad Nacional de Licencias Ambientales. (s.f.). Funciones de la ANLA. Recuperado el 20 de Octubre de 2014, de <http://www.anla.gov.co/contenido/contenido.aspx?catID=1298&conID=8033>

Banca de Inversión Bancolombia. (s.f.). Valoración Empresas. Recuperado el 24 de Agosto de 2014, de [http://www.bancainversionbancolombia.com/cs/Satellite?c=Page&cid=1266348411392&pagename=BancaInversion%20FBI\\_Interna](http://www.bancainversionbancolombia.com/cs/Satellite?c=Page&cid=1266348411392&pagename=BancaInversion%20FBI_Interna)

Constructora Concreto. (2013). Constructora Concreto Distribución de Utilidades. Medellín

Constructora Concreto. (2014). Constructora Concreto tendrá el volumen de contratos más alto de toda su historia. Medellín

Constructora Concreto. (2010). Informe de Gestión 2010. Medellín

Constructora Concreto. (2011). Informe de Gestión 2011. Medellín

- Constructora Concreto. (2012). Informe de Gestión 2012. Reporte Financiero. Medellín
- Constructora Concreto. (s.f.). Junta Directiva Constructora Concreto. Recuperado el 20 de Agosto de 2014, de <http://www.concreto.com/junta-directiva>
- Damodaran. (s.f.). Damodaran Online. The Data Page. Recuperado el 10 de Noviembre de 2014, de [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/data.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html)
- Departamento Nacional de Planeación. (2013). Asociaciones Público Privadas en Infraestructura en Colombia. Bogotá
- Dinero. (15 de Abril de 2014). Sin plan B. Revista Dinero
- Grupo Bancolombia. (s.f.). Informes Económicos. Recuperado el 12 de Septiembre de 2014, de <http://investigaciones.bancolombia.com/InvEconomicas/home/homeinfo.aspx>
- Instituto de Desarrollo Urbano. (20 de Mayo de 2010). Obras en ejecución. Recuperado el 17 de Octubre de 2014, de [http://www.idu.gov.co/web/guest/construcciones\\_vias](http://www.idu.gov.co/web/guest/construcciones_vias)
- Jiménez, F. A. (18 de Diciembre de 2014). Concreto y Grupo Argos sellan alianza. El Colombiano
- Luis Fernando Andrade, Agencia Nacional de Infraestructura. (2014). Dos estructuras plurales presentaron ofertas para el proyecto Girardot - Puerto Salgar. Bogotá
- Oliveros, G. F. (14 de Septiembre de 2014). Concreto construirá nuevo centro de capacitación de Avianca. La República
- Primera Página. (16 de Julio de 2014). Reporte - Los "duros" del 4G. Primera Página
- Rojas, O. A. (15 de Abril de 2016). Con ajuste a vías 4G esperan atraer a más oferentes. El Tiempo
- Rojas, O. A. (s.f.). Con ajustes a vías 4G
- Rojas, O. A. (2014 de Abril de 2014). Con ajustes a vías 4G esperan atraer a más oferentes. El Tiempo
- Rojas, O. A. (21 de Mayo de 2014). Despegan las vías de cuarta generación en Colombia. El Tiempo
- Tróchez, G. C. (8 de Mayo de 2014). CBI, Odinsa, Conalvías y Concreto encabezan obras civiles y edificaciones. La República



| BALANCE GENERAL                    | 2009           | 2010           | 2011           | 2012           | 2013           |
|------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>DISPONIBLE</b>                  | <b>9,419</b>   | <b>12,110</b>  | <b>2,793</b>   | <b>7,386</b>   | <b>13,761</b>  |
| <b>INVERSIONES TEMPORALES</b>      | <b>2,735</b>   | <b>35,445</b>  | <b>20,345</b>  | <b>250,273</b> | <b>18,950</b>  |
| <b>DEUDORES</b>                    | <b>93,184</b>  | <b>133,401</b> | <b>119,676</b> | <b>247,513</b> | <b>286,266</b> |
| Clientes                           | 55,556         | 70,881         | 28,993         | 68,448         | 115,290        |
| Cuentas corrientes comerciales     | -              | -              | -              | -              | 48,613         |
| Casa matriz                        | -              | -              | -              | -              | -              |
| Vinculados económicos              | 7,376          | 4,325          | 1              | -              | -              |
| Directores                         | -              | -              | -              | -              | -              |
| Socios y accionistas               | -              | -              | -              | -              | -              |
| Aportes por cobrar                 | -              | -              | -              | -              | -              |
| Anticipos y avances                | -              | -              | -              | -              | 22,978         |
| Deudas difícil cobro               | -              | -              | -              | -              | 928            |
| Otros deudores                     | 35,210         | 61,870         | 92,154         | 180,366        | 99,818         |
| Provisiones deudores               | (4,958)        | (3,674)        | (1,472)        | (1,300)        | (1,360)        |
| <b>INVENTARIO</b>                  | <b>9,835</b>   | <b>15,633</b>  | <b>15,002</b>  | <b>23,196</b>  | <b>31,557</b>  |
| Materias primas                    | -              | -              | -              | -              | -              |
| Productos en proceso               | -              | -              | -              | -              | -              |
| Productos terminados               | -              | -              | -              | -              | -              |
| Materiales repuestos y accesorios  | 3,517          | 4,064          | 4,427          | 4,808          | 10,411         |
| Inventarios en tránsito            | 108            | 1,063          | 1,194          | 31             | 70             |
| Otros inventarios                  | 6,541          | 10,933         | 9,871          | 18,931         | 21,285         |
| Provisiones inventarios            | (331)          | (426)          | (490)          | (574)          | (210)          |
| <b>DIFERIDOS</b>                   | <b>777</b>     | <b>938</b>     | <b>1,425</b>   | <b>797</b>     | <b>610</b>     |
| <b>INTAGIBLES 1600</b>             | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>64,882</b>  | <b>37,591</b>  |
| <b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>      | <b>115,951</b> | <b>197,528</b> | <b>159,242</b> | <b>594,047</b> | <b>388,737</b> |
| <b>INVERSIONES A LARGO PLAZO</b>   | <b>23,919</b>  | <b>2,794</b>   | <b>31,400</b>  | <b>199,958</b> | <b>215,882</b> |
| <b>DEUDORES A LARGO PLAZO</b>      | <b>20,022</b>  | <b>28,219</b>  | <b>30,568</b>  | <b>15,701</b>  | <b>3,411</b>   |
| Inventario largo plazo             | -              | -              | -              | 2,288          | 2,459          |
| <b>PROPIEDADES PLANTA Y EQUIPO</b> | <b>54,273</b>  | <b>66,366</b>  | <b>101,670</b> | <b>108,333</b> | <b>105,459</b> |
| Costo propiedades planta y equipo  | 116,108        | 124,439        | 144,565        | 156,398        | 158,020        |
| Depreciación acumulada             | (61,835)       | (58,072)       | (42,895)       | (48,065)       | (52,560)       |
| Depreciación diferida              | -              | -              | -              | -              | -              |

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

|   |                |                |                |                  |                  |
|---|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|
| <b>INTANGIBLES</b>                        | <b>112,971</b> | <b>94,519</b>  | <b>169,261</b> | <b>204,193</b>   | <b>556,531</b>   |
| <b>DIFERIDOS</b>                          | <b>2,018</b>   | <b>1,355</b>   | <b>1,048</b>   | <b>2,079</b>     | <b>1,494</b>     |
| <b>OTROS ACTIVOS</b>                      | -              | -              | -              | -                | <b>3,300</b>     |
| <b>TOTAL VALORIZACIONES</b>               | <b>32,254</b>  | <b>10,180</b>  | <b>23,005</b>  | <b>216,884</b>   | <b>268,836</b>   |
| Valorización de inversiones               | 20,764         | 3,118          | 16,231         | 189,167          | 241,835          |
| Valorización de propiedad planta y equipo | 11,489         | 7,062          | 6,774          | 27,717           | 27,001           |
| Valorización otros activos                | -              | -              | -              | -                | -                |
| <b>TOTAL ACTIVO LARGO PLAZO</b>           | <b>245,457</b> | <b>203,434</b> | <b>356,953</b> | <b>747,148</b>   | <b>1,157,371</b> |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>                       | <b>361,407</b> | <b>400,962</b> | <b>516,195</b> | <b>1,341,195</b> | <b>1,546,108</b> |
| <b>OBLIGACIONES FINANCIERAS</b>           | <b>26,235</b>  | <b>17,510</b>  | <b>34,201</b>  | <b>30,437</b>    | <b>25,540</b>    |
| Obligaciones moneda legal                 | 26,235         | 17,510         | 34,201         | 22,933           | 25,540           |
| Obligaciones moneda extranjera            | -              | -              | -              | 7,504            | -                |
| <b>PROVEEDORES</b>                        | <b>11,828</b>  | <b>12,054</b>  | <b>16,481</b>  | <b>24,263</b>    | <b>28,943</b>    |
| <b>CUENTAS POR PAGAR</b>                  | <b>12,568</b>  | <b>13,435</b>  | <b>17,364</b>  | <b>33,866</b>    | <b>35,033</b>    |
| A casa matriz                             | -              | -              | -              | -                | -                |
| A compañías vinculadas                    | 33             | 139            | 224            | 401              | 5                |
| A contratistas                            | 130            | 260            | 261            | 387              | 644              |
| Deudas con socios y accionistas           | -              | -              | -              | 488              | 5                |
| Dividendos y participaciones              | 4,001          | 3              | 3,595          | 97               | 111              |
| Iva retenido                              | 17             | 17             | -              | -                | -                |
| Impuesto de industria y comercio          | 48             | 108            | -              | -                | -                |
| Otras cuentas por pagar                   | 8,340          | 12,907         | 13,284         | 32,494           | 34,268           |
| <b>IMPUESTOS GRAVAMENES</b>               | <b>1,770</b>   | <b>1,347</b>   | <b>4,839</b>   | <b>2,313</b>     | <b>3,165</b>     |
| <b>OBLIGACIONES LABORALES</b>             | <b>4,093</b>   | <b>4,494</b>   | <b>5,097</b>   | <b>6,551</b>     | <b>8,229</b>     |
| <b>PASIVOS ESTIMADOS</b>                  | -              | <b>1,098</b>   | -              | <b>2,854</b>     | <b>1,115</b>     |
| <b>DIFERIDOS</b>                          | <b>4,311</b>   | <b>31,494</b>  | <b>23,480</b>  | <b>23,476</b>    | <b>42,474</b>    |
| <b>OTROS PASIVOS</b>                      | <b>16,624</b>  | <b>29,150</b>  | <b>13,458</b>  | <b>17,411</b>    | <b>31,134</b>    |
| <b>BONOS Y PAPELES COMERCIALES</b>        | -              | -              | -              | -                | -                |
| <b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>             | <b>77,427</b>  | <b>110,582</b> | <b>114,921</b> | <b>141,171</b>   | <b>175,633</b>   |
| <b>OBLIGACIONES FINANCIERAS</b>           | <b>49,790</b>  | <b>8,256</b>   | <b>135,406</b> | <b>181,327</b>   | <b>180,663</b>   |
| Obligaciones moneda legal                 | 49,790         | 8,256          | 127,161        | 181,327          | 180,663          |
| Obligaciones moneda extranjera            | -              | -              | 8,245          | -                | -                |
| <b>PROVEEDORES</b>                        | <b>225</b>     | -              | -              | -                | -                |

|  |                |                |                |                  |                  |
|--|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|
| CUENTAS POR PAGAR                        | 12,695         | 41,193         | 4,312          | 5,691            | 84,957           |
| OBLIGACIONES LABORALES                   | -              | -              | -              | -                | -                |
| PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES          | 302            | 336            | 338            | 341              | 213              |
| DIFERIDOS                                | -              | -              | -              | 409              | 409              |
| OTROS PASIVOS                            | 16,522         | -              | -              | 98,268           | 98,246           |
| BONOS Y PAPELES COMERCIALES              | -              | -              | -              | -                | -                |
| IMPUESTOS                                | -              | -              | -              | -                | -                |
| <b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>         | <b>79,533</b>  | <b>49,785</b>  | <b>140,055</b> | <b>286,036</b>   | <b>364,488</b>   |
| <b>TOTAL PASIVO</b>                      | <b>156,961</b> | <b>160,368</b> | <b>254,976</b> | <b>427,207</b>   | <b>540,121</b>   |
| CAPITAL SOCIAL                           | 44,277         | 36,650         | 36,650         | 92,735           | 93,463           |
| SUPERAVIT DE CAPITAL                     | 5,572          | 87,264         | 88,089         | 401,129          | 408,980          |
| Prima en colocación de acciones          | -              | 87,264         | 87,264         | 312,427          | 318,872          |
| Otras                                    | -              | -              | -              | -                | -                |
| Método de participación y otra           | 5,572          | -              | 825            | 88,702           | 90,108           |
| <b>RESERVAS</b>                          | <b>64,029</b>  | <b>75,374</b>  | <b>89,406</b>  | <b>142,672</b>   | <b>167,853</b>   |
| Obligatorias                             | 9,216          | 10,126         | 12,952         | 20,442           | 25,479           |
| Reservas estatutarias                    | -              | -              | -              | -                | -                |
| Reservas ocasionales                     | 54,813         | 65,248         | 76,453         | 122,229          | 142,374          |
| Otras reservas                           | 54,813         | 65,248         | 76,453         | 122,229          | 142,374          |
| <b>REVALORIZACION DEL PATRIMONIO</b>     | <b>5,938</b>   | <b>2,862</b>   | -              | <b>10,207</b>    | <b>6,246</b>     |
| <b>DIVIDENDOS DECRETADOS EN ACCIONES</b> | -              | -              | -              | -                | -                |
| <b>RESULTADOS DEL EJERCICIO</b>          | <b>52,376</b>  | <b>28,265</b>  | <b>24,068</b>  | <b>50,362</b>    | <b>60,610</b>    |
| <b>RESULTADOS EJERCICIOS ANTERIOR</b>    | -              | -              | -              | -                | -                |
| <b>SUPERAVIT POR VALORIZACIONES</b>      | <b>32,254</b>  | <b>10,180</b>  | <b>23,005</b>  | <b>216,884</b>   | <b>268,836</b>   |
| <b>TOTAL PATRIMONIO</b>                  | <b>204,446</b> | <b>240,595</b> | <b>261,219</b> | <b>913,989</b>   | <b>1,005,987</b> |
| <b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>         | <b>361,407</b> | <b>400,962</b> | <b>516,195</b> | <b>1,341,195</b> | <b>1,546,108</b> |

| BALANCE GENERAL                    | 2014 P         | 2015 P         | 2016 P         | 2017 P         | 2018 P         |
|------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>DISPONIBLE</b>                  | <b>11,657</b>  | <b>12,951</b>  | <b>14,369</b>  | <b>15,880</b>  | <b>17,538</b>  |
| <b>INVERSIONES TEMPORALES</b>      | <b>18,950</b>  | <b>18,950</b>  | <b>18,950</b>  | <b>18,950</b>  | <b>18,950</b>  |
| <b>DEUDORES</b>                    | <b>302,077</b> | <b>335,614</b> | <b>372,360</b> | <b>411,522</b> | <b>454,483</b> |
| Cientes                            | -              | -              | -              | -              | -              |
| Cuentas corrientes comerciales     | -              | -              | -              | -              | -              |
| Casa matriz                        | -              | -              | -              | -              | -              |
| Vinculados económicos              | -              | -              | -              | -              | -              |
| Directores                         | -              | -              | -              | -              | -              |
| Socios y accionistas               | -              | -              | -              | -              | -              |
| Aportes por cobrar                 | -              | -              | -              | -              | -              |
| Anticipos y avances                | -              | -              | -              | -              | -              |
| Deudas difícil cobro               | -              | -              | -              | -              | -              |
| Otros deudores                     | -              | -              | -              | -              | -              |
| Provisiones deudores               | -              | -              | -              | -              | -              |
| <b>INVENTARIO</b>                  | <b>28,427</b>  | <b>30,895</b>  | <b>33,580</b>  | <b>36,409</b>  | <b>39,543</b>  |
| Materias primas                    | -              | -              | -              | -              | -              |
| Productos en proceso               | -              | -              | -              | -              | -              |
| Productos terminados               | -              | -              | -              | -              | -              |
| Materiales repuestos y accesorios  | -              | -              | -              | -              | -              |
| Inventarios en tránsito            | -              | -              | -              | -              | -              |
| Otros inventarios                  | -              | -              | -              | -              | -              |
| Provisiones inventarios            | -              | -              | -              | -              | -              |
| <b>DIFERIDOS</b>                   | <b>1,236</b>   | <b>1,373</b>   | <b>1,523</b>   | <b>1,683</b>   | <b>1,859</b>   |
| <b>INTAGIBLES 1600</b>             | <b>58,303</b>  | <b>64,777</b>  | <b>71,869</b>  | <b>79,427</b>  | <b>87,719</b>  |
| <b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>      | <b>420,650</b> | <b>464,560</b> | <b>512,652</b> | <b>563,872</b> | <b>620,092</b> |
| <b>INVERSIONES A LARGO PLAZO</b>   | <b>263,872</b> | <b>311,863</b> | <b>359,854</b> | <b>407,844</b> | <b>455,835</b> |
| <b>DEUDORES A LARGO PLAZO</b>      | <b>2,749</b>   | <b>2,215</b>   | <b>1,785</b>   | <b>1,438</b>   | <b>1,159</b>   |
| Inventario largo plazo             | 2,642          | 2,839          | 3,050          | 3,277          | 3,522          |
| <b>PROPIEDADES PLANTA Y EQUIPO</b> | <b>113,373</b> | <b>125,960</b> | <b>139,751</b> | <b>154,449</b> | <b>170,573</b> |
| Costo propiedades planta y equipo  | -              | -              | -              | -              | -              |
| Depreciación acumulada             | -              | -              | -              | -              | -              |
| Depreciación diferida              | -              | -              | -              | -              | -              |

|   |                  |                  |                  |                  |                  |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>INTANGIBLES</b>                        | <b>586,938</b>   | <b>617,346</b>   | <b>647,753</b>   | <b>678,161</b>   | <b>708,568</b>   |
| <b>DIFERIDOS</b>                          | <b>1,549</b>     | <b>1,606</b>     | <b>1,665</b>     | <b>1,727</b>     | <b>1,790</b>     |
| <b>OTROS ACTIVOS</b>                      | <b>3,300</b>     | <b>3,300</b>     | <b>3,300</b>     | <b>3,300</b>     | <b>3,300</b>     |
| <b>TOTAL VALORIZACIONES</b>               | <b>268,836</b>   | <b>268,836</b>   | <b>268,836</b>   | <b>268,836</b>   | <b>268,836</b>   |
| Valorización de inversiones               | -                | -                | -                | -                | -                |
| Valorización de propiedad planta y equipo | -                | -                | -                | -                | -                |
| Valorización otros activos                | -                | -                | -                | -                | -                |
| <b>TOTAL ACTIVO LARGO PLAZO</b>           | <b>1,243,259</b> | <b>1,333,964</b> | <b>1,425,994</b> | <b>1,519,032</b> | <b>1,613,582</b> |
| <b>TOTAL ACTIVO</b>                       | <b>1,663,909</b> | <b>1,798,524</b> | <b>1,938,646</b> | <b>2,082,903</b> | <b>2,233,674</b> |
| <b>OBLIGACIONES FINANCIERAS</b>           | <b>73,788</b>    | <b>79,758</b>    | <b>85,971</b>    | <b>92,369</b>    | <b>99,055</b>    |
| Obligaciones moneda legal                 | -                | -                | -                | -                | -                |
| Obligaciones moneda extranjera            | -                | -                | -                | -                | -                |
| <b>PROVEEDORES</b>                        | <b>27,663</b>    | <b>30,065</b>    | <b>32,678</b>    | <b>35,431</b>    | <b>38,480</b>    |
| <b>CUENTAS POR PAGAR</b>                  | <b>24,757</b>    | <b>26,907</b>    | <b>29,245</b>    | <b>31,709</b>    | <b>34,438</b>    |
| A casa matriz                             | -                | -                | -                | -                | -                |
| A compañías vinculadas                    | -                | -                | -                | -                | -                |
| A contratistas                            | -                | -                | -                | -                | -                |
| Deudas con socios y accionistas           | -                | -                | -                | -                | -                |
| Dividendos y participaciones              | -                | -                | -                | -                | -                |
| Iva retenido                              | -                | -                | -                | -                | -                |
| Impuesto de industria y comercio          | -                | -                | -                | -                | -                |
| Otras cuentas por pagar                   | -                | -                | -                | -                | -                |
| <b>IMPUESTOS GRAVAMENES</b>               | <b>3,082</b>     | <b>3,350</b>     | <b>3,641</b>     | <b>3,948</b>     | <b>4,288</b>     |
| <b>OBLIGACIONES LABORALES</b>             | <b>6,347</b>     | <b>6,898</b>     | <b>7,498</b>     | <b>8,129</b>     | <b>8,829</b>     |
| <b>PASIVOS ESTIMADOS</b>                  | <b>1,116</b>     | <b>1,212</b>     | <b>1,318</b>     | <b>1,429</b>     | <b>1,552</b>     |
| <b>DIFERIDOS</b>                          | <b>28,624</b>    | <b>31,109</b>    | <b>33,813</b>    | <b>36,661</b>    | <b>39,816</b>    |
| <b>OTROS PASIVOS</b>                      | <b>24,268</b>    | <b>26,374</b>    | <b>28,667</b>    | <b>31,082</b>    | <b>33,757</b>    |
| <b>BONOS Y PAPELES COMERCIALES</b>        | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         |
| <b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>             | <b>189,645</b>   | <b>205,672</b>   | <b>222,830</b>   | <b>240,756</b>   | <b>260,214</b>   |
| <b>OBLIGACIONES FINANCIERAS</b>           | <b>223,869</b>   | <b>241,981</b>   | <b>260,834</b>   | <b>280,243</b>   | <b>300,528</b>   |
| Obligaciones moneda legal                 | -                | -                | -                | -                | -                |
| Obligaciones moneda extranjera            | -                | -                | -                | -                | -                |
| <b>PROVEEDORES</b>                        | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         |

|  |                  |                  |                  |                  |                  |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| CUENTAS POR PAGAR                        | 103,023          | 121,088          | 139,154          | 157,219          | 175,285          |
| OBLIGACIONES LABORALES                   | -                | -                | -                | -                | -                |
| PASIVOS ESTIMADOS Y PROVISIONES          | 200              | 188              | 176              | 165              | 155              |
| DIFERIDOS                                | 409              | 409              | 409              | 409              | 409              |
| OTROS PASIVOS                            | 98,246           | 98,246           | 98,246           | 98,246           | 98,246           |
| BONOS Y PAPELES COMERCIALES              | -                | -                | -                | -                | -                |
| IMPUESTOS                                | -                | -                | -                | -                | -                |
| <b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>         | <b>425,747</b>   | <b>461,912</b>   | <b>498,818</b>   | <b>536,282</b>   | <b>574,622</b>   |
| <b>TOTAL PASIVO</b>                      | <b>615,392</b>   | <b>667,584</b>   | <b>721,648</b>   | <b>777,038</b>   | <b>834,836</b>   |
| CAPITAL SOCIAL                           | 93,463           | 93,463           | 93,463           | 93,463           | 93,463           |
| SUPERAVIT DE CAPITAL                     | 408,980          | 408,980          | 408,980          | 408,980          | 408,980          |
| Prima en colocación de acciones          | -                | -                | -                | -                | -                |
| Otras                                    | -                | -                | -                | -                | -                |
| Método de participación y otra           | -                | -                | -                | -                | -                |
| <b>RESERVAS</b>                          | <b>195,645</b>   | <b>227,504</b>   | <b>264,907</b>   | <b>307,905</b>   | <b>357,705</b>   |
| Obligatorias                             | 31,540           | 37,125           | 43,879           | 51,757           | 60,784           |
| Reservas estatutarias                    | -                | -                | -                | -                | -                |
| Reservas ocasionales                     | 164,105          | 190,379          | 221,029          | 256,148          | 296,921          |
| Otras reservas                           | -                | -                | -                | -                | -                |
| <b>REVALORIZACION DEL PATRIMONIO</b>     | <b>6,246</b>     | <b>6,246</b>     | <b>6,246</b>     | <b>6,246</b>     | <b>6,246</b>     |
| <b>DIVIDENDOS DECRETADOS EN ACCIONES</b> | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         |
| <b>RESULTADOS DEL EJERCICIO</b>          | <b>55,859</b>    | <b>67,534</b>    | <b>78,783</b>    | <b>90,271</b>    | <b>104,805</b>   |
| <b>RESULTADOS EJERCICIOS ANTERIOR</b>    | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         |
| <b>SUPERAVIT POR VALORIZACIONES</b>      | <b>288,325</b>   | <b>327,213</b>   | <b>364,618</b>   | <b>399,001</b>   | <b>427,640</b>   |
| <b>TOTAL PATRIMONIO</b>                  | <b>1,048,517</b> | <b>1,130,940</b> | <b>1,216,998</b> | <b>1,305,865</b> | <b>1,398,838</b> |
| <b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>         | <b>1,663,909</b> | <b>1,798,524</b> | <b>1,938,646</b> | <b>2,082,903</b> | <b>2,233,674</b> |

| ESTADO DE RESULTADOS                                | 2009           | 2010           | 2011           | 2012           | 2013           |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ingresos por Construcción                           | 538,028        | 422,500        | 419,401        | 491,969        | 465,825        |
| Ingresos por Participación en otras Compañías       | 956            | 38             | 622            | 17,529         | 12,473         |
| Ingresos Fondo Inmobiliario                         | 29,334         | 21,061         | 25,252         | 79,927         | 128,878        |
| Ingresos Concesiones y Otros                        | 301            | 426            | 2,456          | 7,953          | 9,418          |
| <b>TOTAL INGRESOS OPERACIONALES</b>                 | <b>568,619</b> | <b>444,025</b> | <b>447,730</b> | <b>597,379</b> | <b>616,595</b> |
| Costos por Construcción                             | 468,159        | 363,095        | 359,673        | 413,659        | 417,639        |
| Costos por Participación en otras Compañías         | -              | -              | -              | -              | -              |
| Costos Fondo Inmobiliario                           | 4,514          | 2,859          | 2,099          | 25,606         | 40,973         |
| Costos Concesiones y Otros                          | -              | -              | -              | -              | -              |
| <b>TOTAL COSTO DE VENTAS</b>                        | <b>472,674</b> | <b>365,954</b> | <b>361,772</b> | <b>439,265</b> | <b>458,612</b> |
| Utilidad Bruta por Construcción                     | 69,868         | 59,405         | 59,728         | 78,310         | 48,186         |
| Utilidad Bruta por Participación en otras Compañías | 956            | 38             | 622            | 17,529         | 12,473         |
| Utilidad Bruta Fondo Inmobiliario                   | 24,819         | 18,202         | 23,153         | 54,321         | 87,906         |
| Utilidad Bruta Concesiones y Otros                  | 301            | 426            | 2,456          | 7,953          | 9,418          |
| <b>UTILIDAD BRUTA</b>                               | <b>95,945</b>  | <b>78,071</b>  | <b>85,958</b>  | <b>158,114</b> | <b>157,983</b> |
| Gastos actividades conexas patrimonios autónomos    | -              | -              | -              | -              | 29             |
| Gastos por método de participación                  | -              | -              | -              | 747            | 827            |
| Gastos de personal                                  | 21,150         | 22,468         | 27,315         | 38,076         | 42,301         |
| Diversos  | 2,833          | 4,031          | 7,886          | 5,838          | 2,863          |
| Depreciación  | 2,016          | 2,120          | 5,806          | 6,045          | 6,801          |
| Mantenimiento, reparaciones y adecuaciones          | 2,535          | 3,464          | 3,889          | 3,881          | 4,762          |
| Arrendamientos                                      | 1,486          | 2,209          | 3,495          | 3,646          | 2,813          |
| Servicios   | 3,083          | 4,099          | 3,271          | 4,111          | 3,882          |
| Honorarios  | 2,296          | 2,154          | 1,928          | 4,006          | 3,602          |
| Provisiones   | 1,457          | 998            | 1,835          | 260            | 714            |

|  |               |               |               |               |               |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Impuestos                              | 748           | 1,369         | 1,371         | 1,832         | 1,585         |
| Seguros                                | 969           | 1,033         | 1,260         | 1,233         | 1,230         |
| De viaje                               | 1,259         | 1,231         | 1,251         | 1,529         | 1,549         |
| Amortizaciones                         | 1,536         | 2,274         | 1,232         | 1,089         | 368           |
| Legales                                | 310           | 843           | 399           | 727           | 745           |
| Contribuciones y afiliaciones          | 173           | 192           | 123           | 111           | 324           |
| <b>TOTAL GASTOS OPERACIONALES</b>      | <b>41,851</b> | <b>48,485</b> | <b>61,060</b> | <b>73,131</b> | <b>74,396</b> |
| <b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>            | <b>54,093</b> | <b>29,586</b> | <b>24,899</b> | <b>84,983</b> | <b>83,587</b> |
| <b>TOTAL INGRESOS NO OPERACIONALES</b> | <b>25,771</b> | <b>12,635</b> | <b>17,192</b> | <b>17,364</b> | <b>18,882</b> |
| <b>TOTAL GASTOS NO OPERACIONALES</b>   | <b>21,487</b> | <b>10,156</b> | <b>6,167</b>  | <b>36,821</b> | <b>21,725</b> |
| <b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>     | <b>58,376</b> | <b>32,065</b> | <b>35,924</b> | <b>65,526</b> | <b>80,744</b> |
| Provisión impuesto de renta            | 6,000         | 3,800         | 11,856        | 15,164        | 20,134        |
| <b>UTILIDAD NETA</b>                   | <b>52,376</b> | <b>28,265</b> | <b>24,068</b> | <b>50,362</b> | <b>60,610</b> |
| <b>UTILIDAD NETA POR ACCIÓN</b>        | <b>184.50</b> | <b>79.40</b>  | <b>67.60</b>  | <b>101.70</b> | <b>67.10</b>  |



| ESTADO DE RESULTADOS                                | 2014 P         | 2015 P         | 2016 P         | 2017 P         | 2018 P           |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| Ingresos por Construcción                           | 502,519        | 540,701        | 582,075        | 625,330        | 673,508          |
| Ingresos por Participación en otras Compañías       | 12,860         | 13,301         | 13,784         | 14,263         | 14,738           |
| Ingresos Fondo Inmobiliario                         | 162,541        | 199,928        | 241,353        | 286,401        | 335,185          |
| Ingresos Concesiones y Otros                        | 9,710          | 10,043         | 10,408         | 10,770         | 11,129           |
| <b>TOTAL INGRESOS OPERACIONALES</b>                 | <b>687,630</b> | <b>763,974</b> | <b>847,620</b> | <b>936,765</b> | <b>1,034,560</b> |
| Costos por Construcción                             | 434,629        | 467,653        | 503,437        | 540,848        | 582,517          |
| Costos por Participación en otras Compañías         | -              | -              | -              | -              | -                |
| Costos Fondo Inmobiliario                           | 32,867         | 40,427         | 48,804         | 57,913         | 67,777           |
| Costos Concesiones y Otros                          | -              | -              | -              | -              | -                |
| <b>TOTAL COSTO DE VENTAS</b>                        | <b>467,497</b> | <b>508,080</b> | <b>552,241</b> | <b>598,761</b> | <b>650,295</b>   |
| Utilidad Bruta por Construcción                     | 67,890         | 73,048         | 78,638         | 84,481         | 90,990           |
| Utilidad Bruta por Participación en otras Compañías | 12,860         | 13,301         | 13,784         | 14,263         | 14,738           |
| Utilidad Bruta Fondo Inmobiliario                   | 129,674        | 159,501        | 192,549        | 228,489        | 267,408          |
| Utilidad Bruta Concesiones y Otros                  | 9,710          | 10,043         | 10,408         | 10,770         | 11,129           |
| <b>UTILIDAD BRUTA</b>                               | <b>220,134</b> | <b>255,893</b> | <b>295,379</b> | <b>338,003</b> | <b>384,265</b>   |
| Gastos actividades conexas patrimonios autónomos    | 47             | 54             | 61             | 69             | 76               |
| Gastos por método de participación                  | 1,335          | 1,524          | 1,724          | 1,930          | 2,138            |
| Gastos de personal                                  | 68,254         | 77,924         | 88,157         | 98,674         | 109,334          |
| Diversos  | 4,620          | 5,274          | 5,967          | 6,678          | 7,400            |
| Depreciación  | 10,974         | 12,528         | 14,174         | 15,865         | 17,578           |
| Mantenimiento, reparaciones y adecuaciones          | 7,684          | 8,773          | 9,925          | 11,109         | 12,309           |
| Arrendamientos                                      | 4,539          | 5,182          | 5,862          | 6,561          | 7,270            |
| Servicios   | 6,264          | 7,152          | 8,091          | 9,056          | 10,035           |
| Honorarios  | 5,812          | 6,636          | 7,507          | 8,403          | 9,311            |
| Provisiones   | 1,152          | 1,315          | 1,488          | 1,666          | 1,845            |
| Impuestos   | 2,558          | 2,920          | 3,303          | 3,698          | 4,097            |
| Seguros   | 1,985          | 2,266          | 2,563          | 2,869          | 3,179            |
| De viaje  | 2,499          | 2,853          | 3,228          | 3,613          | 4,003            |
| Amortizaciones                                      | 594            | 678            | 767            | 858            | 951              |
| Legales   | 1,203          | 1,373          | 1,553          | 1,739          | 1,926            |
| Contribuciones y afiliaciones                       | 522            | 596            | 675            | 755            | 837              |
| <b>TOTAL GASTOS OPERACIONALES</b>                   | <b>120,041</b> | <b>137,048</b> | <b>155,045</b> | <b>173,543</b> | <b>192,289</b>   |



|  |                |                |                |                |                |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>            | <b>100,093</b> | <b>118,846</b> | <b>140,334</b> | <b>164,461</b> | <b>191,976</b> |
| <b>TOTAL INGRESOS NO OPERACIONALES</b> | <b>19,468</b>  | <b>20,136</b>  | <b>20,866</b>  | <b>21,593</b>  | <b>22,312</b>  |
| <b>TOTAL GASTOS NO OPERACIONALES</b>   | <b>34,927</b>  | <b>35,083</b>  | <b>38,101</b>  | <b>42,766</b>  | <b>45,247</b>  |
| <b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS</b>     | <b>84,634</b>  | <b>103,899</b> | <b>123,099</b> | <b>143,287</b> | <b>169,040</b> |
| Provisión impuesto de renta            | 28,776         | 36,365         | 44,316         | 53,016         | 64,235         |
| <b>UTILIDAD NETA</b>                   | <b>55,859</b>  | <b>67,534</b>  | <b>78,783</b>  | <b>90,271</b>  | <b>104,805</b> |
| <b>UTILIDAD NETA POR ACCIÓN</b>        | <b>61.56</b>   | <b>74.43</b>   | <b>86.82</b>   | <b>99.48</b>   | <b>115.50</b>  |

| SUPUESTOS           | 2009         | 2010            | 2011          | 2012             | 2013            |
|---------------------|--------------|-----------------|---------------|------------------|-----------------|
| PPE                 | 54,273       | 66,366          | 101,670       | 108,333          | 105,459         |
| <b>Depreciación</b> | <b>2,016</b> | <b>2,120</b>    | <b>5,806</b>  | <b>6,045</b>     | <b>6,801</b>    |
| % Depreciación      | 3.72%        | 3.19%           | 5.71%         | 5.58%            | 6.45%           |
| <b>KTNO</b>         |              | <b>(45,789)</b> | <b>18,783</b> | <b>(128,248)</b> | <b>(42,434)</b> |
| CxC                 |              | (40,217)        | 13,725        | (127,837)        | (38,753)        |
| Inventario          |              | (5,798)         | 631           | (8,193)          | (8,361)         |
| CxP                 |              | 227             | 4,427         | 7,782            | 4,680           |
| <b>CAPEX</b>        |              | <b>12,093</b>   | <b>35,304</b> | <b>6,663</b>     | <b>(2,874)</b>  |
| FLUJO CAJA LIBRE    | 2009         | 2010            | 2011          | 2012             | 2013            |
| Utilidad Operativa  |              | 29,586          | 24,899        | 84,983           | 83,587          |
| (-) Impuestos       |              | 10,059          | 8,466         | 28,894           | 28,420          |
| UODI                |              | 19,526          | 16,433        | 56,089           | 55,168          |
| (+) Depreciación    |              | 2,120           | 5,806         | 6,045            | 6,801           |
| (+) Amortización    |              |                 |               |                  |                 |
| Flujo de caja bruto |              | 21,647          | 22,239        | 62,134           | 61,969          |
| (+) KTNO            |              | (45,789)        | 18,783        | (128,248)        | (42,434)        |
| EGO                 |              | (24,142)        | 41,022        | (66,114)         | 19,534          |
| (-) CAPEX           |              | 12,093          | 35,304        | 6,663            | (2,874)         |
| FCL                 |              | (36,235)        | 5,718         | (72,777)         | 22,408          |

| SUPUESTOS           | 2014 P          | 2015 P          | 2016 P          | 2017 P          | 2018 P          |                 |
|---------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| PPE                 | 113,373         | 125,960         | 139,751         | 154,449         | 170,573         |                 |
| <b>Depreciación</b> | <b>7,311</b>    | <b>8,123</b>    | <b>9,013</b>    | <b>9,960</b>    | <b>11,000</b>   |                 |
| % Depreciación      | 6.45%           | 6.45%           | 6.45%           | 6.45%           | 6.45%           |                 |
| <b>KTNO</b>         | <b>(13,961)</b> | <b>(33,604)</b> | <b>(36,818)</b> | <b>(39,237)</b> | <b>(43,046)</b> |                 |
| CxC                 | (15,810)        | (33,538)        | (36,746)        | (39,161)        | (42,961)        |                 |
| Inventario          | 3,130           | (2,468)         | (2,685)         | (2,829)         | (3,134)         |                 |
| CxP                 | (1,280)         | 2,401           | 2,613           | 2,753           | 3,049           |                 |
| <b>CAPEX</b>        | <b>7,913</b>    | <b>12,587</b>   | <b>13,791</b>   | <b>14,698</b>   | <b>16,124</b>   |                 |
| FLUJO CAJA LIBRE    | 2014 P          | 2015 P          | 2016 P          | 2017 P          | 2018 P          | FCL Normalizado |
| Utilidad Operativa  | 100,093         | 118,846         | 140,334         | 164,461         | 191,976         |                 |
| (-) Impuestos       | 34,032          | 41,596          | 50,520          | 60,851          | 72,951          |                 |
| UODI                | 66,062          | 77,250          | 89,814          | 103,610         | 119,025         |                 |
| (+) Depreciación    | 7,311           | 8,123           | 9,013           | 9,960           | 11,000          |                 |
| (+) Amortización    |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| Flujo de caja bruto | 73,373          | 85,373          | 98,826          | 113,571         | 130,025         |                 |
| (+) KTNO            | (13,961)        | (33,604)        | (36,818)        | (39,237)        | (43,046)        |                 |
| EGO                 | 59,412          | 51,769          | 62,009          | 74,333          | 86,979          |                 |
| (-) CAPEX           | 7,913           | 12,587          | 13,791          | 14,698          | 16,124          |                 |
| FCL                 | 51,499          | 39,182          | 48,217          | 59,636          | 70,855          | 59,569          |

**Valor de la compañía**

|                                  |              |
|----------------------------------|--------------|
| Wacc promedio                    | 7.80%        |
| Valor Presente FCL               | 213,493      |
| Valor Residual                   | 1,568,270    |
| g                                | 4.00%        |
| Valor Presente Valor Residual    | 1,092,994    |
| Valor Operaciones del Negocio    | 1,306,487    |
| Inversiones Permanentes          | 215,882      |
| Excesos de Liquidez              | 32,712       |
| Valor Activos                    | 1,555,080    |
| (-) Valor Presente Deuda         | 206,203      |
| Valor Patrimonio                 | 1,348,877    |
| # Acciones en Circulación        | 907,403,951  |
| <b>Precio Objetivo</b>           | <b>1,487</b> |
| Valor Mercado                    | 1,300        |
| <b>Potencial de Valorización</b> | <b>14%</b>   |

## DISCLAIMER

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT son análisis financieros de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Administración, bajo la supervisión de profesores del Área de Finanzas, Economía, y Contabilidad de la Escuela.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), y la Universidad de los Andes de Colombia, el Instituto Colombiano de Estudios Superiores Incolta de Colombia (ICESI), la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala, junto con la Universidad de Tulane, 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 proporcionando 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 que listan en la Bolsa de Valores son distribuidos a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También son distribuidos sólo 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 son presentados a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

Para más información sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite la página web:

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

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

Sandra C. Gaitán Riaño  
sgaitanr@eafit.edu.co  
Directora de Investigación  
Reportes Burkenroad  
Departamento de Finanzas  
Universidad EAFIT  
Medellín – Colombia – Suramérica  
Tel (57) (4) 2619500 Ext. 9585