LATINOAMÉRICA - COLOMBIA

Burkenroad Report

Maestría en Administración Financiera

En convenio con:
AB Freeman Business School
Tulane University

BURKENROAD

REPORTE FINANCIERO BURKENROAD Latinoamérica - Colombia

GRUPO ARGOS S. A.
Bolsa de Valores de Colombia (BVC) / GRUPOARGOS

Cobertura continua.
Fecha de valoración: 30 de abril de 2021.
Recomendación: comprar.

Cotización de la acción y del COLCAP

Precio de la acción al 30 de abril de 2021: COP 10.590.
Valor del índice COLCAP: COP 1.250,65
Según lo proyectado, al cierre del 2021 la acción presenta un potencial de valorización del 72,01 %.
Precio esperado a alcanzar en el mes 12: COP 18.216.

Tabla 1. Grupo Argos. Datos financieros más destacados

Compañía	Indicador	2020	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p
Cementos Argos 58,1 %	EBITDA	1.609.739	1.885.421	2.016.966	2.155.680	2.285.561	2.435.971
	ROIC	4,50 %	4,62 %	5,37 %	5,98 %	6,54 %	7,18 %
	WACC	6,30 %	8,17 %	8,49 %	8,58 %	8,76 %	8,81 %
	FCL	824.427	682.303	760.251	784.151	898.738	1.012.604
	Mg. EBITDA	17,88 %	19,13 %	19,36 %	19,60 %	19,66 %	19,84 %
	ROE	1,6 %	3,8 %	5,1 %	6,2 %	7,4 %	8,9 %
	ROA	0,8 %	1,8 %	2,4 %	2,9 %	3,5 %	4,4 %
	P/E	56,29	25,14	18,60	14,91	12,21	9,76
Celsia 52,9 %	EBITDA	1.248.939	1.180.092	1.269.574	1.363.255	1.464.816	1.567.589
	ROIC	6,90 %	5,80 %	6,48 %	7,08 %	7,63 %	8,05 %
	WACC	4,83 %	6,36 %	6,64 %	6,69 %	6,79 %	6,79 %
	FCL	781.391	428.741	445.563	488.818	542.139	578.571
	Mg. EBITDA	35,3 %	30,8 %	31,9 %	32,9 %	33,9 %	34,9 %
	ROE	5,9 %	6,8 %	4,9 %	7,4 %	9,0 %	7,2 %
	ROA	2,9 %	3,3 %	2,4 %	3,6 %	4,4 %	3,5 %
	P/E	19,43	16,60	23,05	14,89	11,75	14,60
Odinsa 99,9 %	EBITDA	397.925	418.475	478.646	529.656	591.605	655.266
	ROIC	5,13 %	5,46 %	6,44 %	7,05 %	7,47 %	7,78 %
	WACC	5,58 %	7,21 %	7,47 %	7,48 %	7,57 %	7,55 %
	FCL	217.606	308.353	192.446	180.980	180.366	134.359
	Mg. EBITDA	54 %	55 %	56 %	57 %	58 %	58 %
	ROE	0,4 %	2,1 %	3,6 %	4,6 %	5,3 %	5,9 %
	ROA	0,1 %	0,7 %	1,2 %	1,5 %	1,7 %	1,9 %

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: 9.078.035,83.
Número de acciones en circulación: 857.227.180.
Volumen promedio diario del último año: 398.803.
Bursatilidad: alta.
Participación en el índice COLCAP: 3,85 %.
Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia (BVC).
Beta: Cementos Argos: 0,74 – Celsia: 0,59 – Odinsa: 0,87 – Grupo Argos separado: 0,85.
Rango en el último año (abril 2020 – abril 2021): COP 9.220 – COP 10.590.

Apreciación global de la compañía
Localización: carrera 43 A # 1 A sur-143, Torre Sur, Edificio Santillana – Medellín, Colombia.
Industria: cemento, energía, inmobiliario, concesiones viales y aeroportuarias.
Descripción: grupo empresarial colombiano con inversiones estrategias en infraestructura a través de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y empresas privadas.
Productos y servicios: administración de portafolio privado.
Sitio web de la compañía: www.grupoargos.com

Analistas
Norberto de Jesús Moreno García
David Gonzalo Peláez Murillo

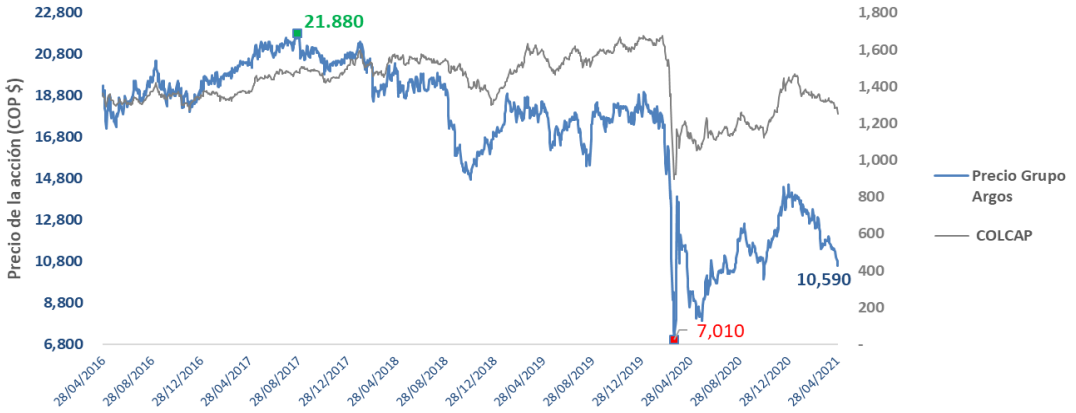
Directora de la investigación de inversión
Judith Cecilia Vergara Garavito

Asesor de investigación
Luis Fernando Mondragón Trujillo

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Entre el 30 de abril de 2016 y la misma fecha de 2021, el precio de la acción del *holding* Grupo Argos presentó una volatilidad anual del 35,83 % con un precio máximo de COP 21.880 alcanzado el 28 de agosto de 2017 y un precio mínimo de COP 7.010 el 19 de marzo de 2020, como consecuencia de la pandemia de la COVID-19 que, según el análisis del Banco Mundial (2020), generó una desaceleración económica acumulada del –4,3 % a nivel mundial y del –6,9 % en América Latina y el Caribe, área geográfica donde el *holding* desarrolla su operación. Con la reanudación de la actividad económica comenzó la recuperación del precio de la acción, que al 29 de diciembre de 2020 alcanzó COP 14.500; sin embargo, los nuevos picos de la pandemia durante 2021, que continúan restringiendo la actividad económica, han impedido la recuperación del precio de la acción a valores pre-pandemia [Figura 1].

Figura 1. Grupo Argos / COLCAP. Precio de la acción (2016-abril 2021)



Fuente: elaboración de los autores a partir de Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s. f.) y Bloomberg Markets (s. f.).

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

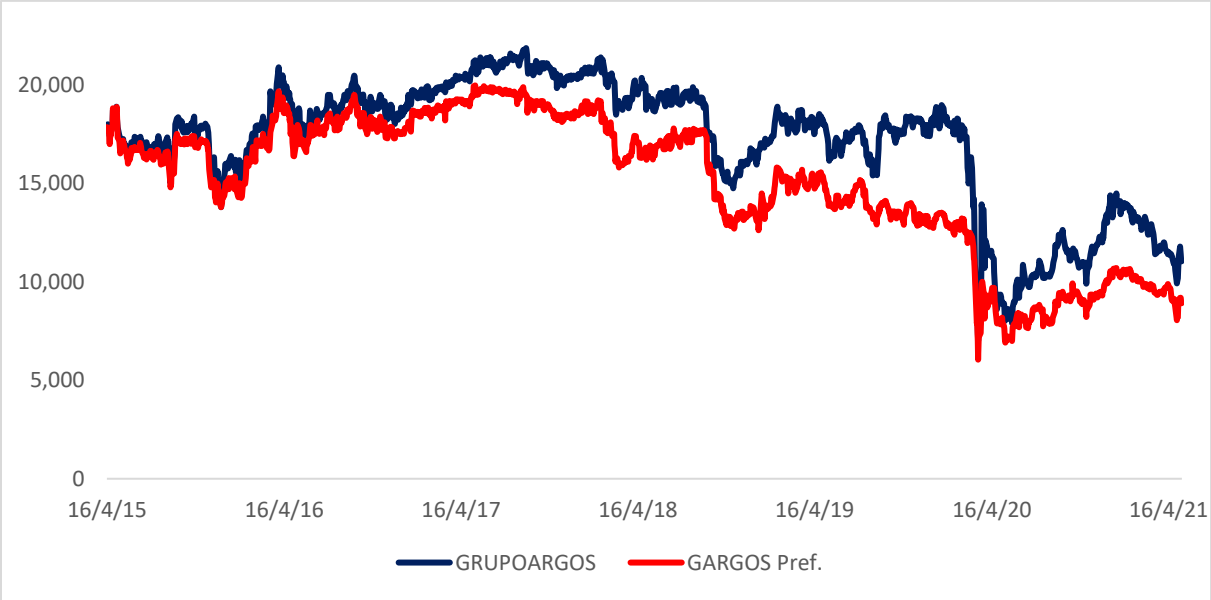
Una vez realizado el análisis a las tres compañías que conforman las inversiones estratégicas del *holding* Grupo Argos, la recomendación es comprar, ya que el precio objetivo de la acción ordinaria es de COP 18.216 en el escenario base, con un

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

potencial de valorización del 72,01 % respecto al precio de mercado al 30 de abril de 2021, hecho que no refleja la solidez del grupo, y la participación en los sectores estratégicos para la recuperación económica de los mercados en los que participa.

De igual forma, el precio de la acción preferencial en los últimos dos años se ha negociado con un descuento promedio del 20 % respecto a la acción ordinaria, por lo que el precio objetivo para esta en el escenario base es de COP 14.573

Figura 2. Evolución Acción Ordinaria y Acción Preferencial GRUPO ARGOS (abril 2015 - abril 2021)



Fuente: elaboración de los autores a partir de Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s. f.) y Bloomberg Markets (s. f.).

TESIS DE INVERSIÓN

Grupo Argos se ha consolidado como un *holding* especializado en la gestión de activos de infraestructura, con un portafolio articulado y enfocado en cemento, energía, concesiones y negocio inmobiliario. La valoración realizada presenta un potencial de valorización de entre el 62,32 y el 83,00 %, con el 72,01 % en el escenario base.

Los resultados del *holding* en el primer trimestre de 2021 fueron positivos, incluso por encima del primer trimestre de 2019 (excluyendo eventos no recurrentes), con crecimientos del Ebitda y de la utilidad neta del 4 y el 9 %, respectivamente.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Comparados con el primer trimestre de 2020, estos fueron del 19 y el 36 % para el Ebitda y la utilidad neta, respectivamente, apalancados por los ingresos aportados de las inversiones estratégicas en Cementos Argos y Celsia, que han compensado los bajos resultados de Odinsa, afectada fundamentalmente por las restricciones en las operaciones aeroportuarias y las concesiones viales originadas por la COVID-19.

Cabe resaltar en Odinsa que las concesiones viales, en su mayoría, se encuentran bajo la figura de *ingreso mínimo*, que garantizan que la compañía no tiene vencimientos de deuda en 2021 ni en 2023, y que está evaluando re-perfilar el vencimiento de 2022 por siete años más, lo cual le aporta flexibilidad financiera. Adicionalmente, cuenta con un beneficio que firmó con la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI) a través de un memorándum de entendimiento en el cual se acuerda la compensación del 100 % de los ingresos regulados y no regulados dejados de percibir entre marzo y septiembre de 2020, cuando el aeropuerto El Dorado estuvo cerrado por las medidas adoptadas por el Gobierno para contener el avance de la pandemia, así como el 100 % de los sobrecostos que esta coyuntura haya dado lugar. Esta compensación (de aproximadamente COP 300.000 millones) se dará a través de la extensión del plazo de la concesión, que actualmente finaliza en enero de 2027. (Grupo Bancolombia, 2021)

Los sectores de la infraestructura y la construcción juegan un importante papel en la generación de empleo y como agentes dinamizadores de la economía. En este sentido, el McKinsey Global Institute (2017) señala que por cada centavo de dólar invertido en infraestructura el PIB aumenta 20 centavos y que el sector de la construcción emplea el 7 % de la población en edad laborable en el mundo. Esta es una de las principales razones por las cuales los Gobiernos de algunos países como Estados Unidos han anunciado paquetes de inversión destinados a los sectores de la infraestructura y la construcción con el propósito de recuperar el crecimiento económico afectado por la pandemia.

En este sentido, el Gobierno del presidente Joe Biden ha anunciado un plan de infraestructura por USD 2,25 billones, inversión que será ejecutada en un período de ocho años a partir de su aprobación (Infobae, 2021). Para el caso de Colombia, el *Informe Nacional de Competitividad 2020-2021* (Consejo Privado de Competitividad,

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

2021) señala que las necesidades de infraestructura en el país requieren una inversión de aproximadamente de COP 382 billones, sector en el que el *holding* concentra sus operaciones.

VALORACIÓN

El ejercicio de valoración desarrollado a continuación fue realizado en su totalidad con información proveniente de fuentes públicas presentada por las compañías analizadas a través de sus fuentes oficiales. La metodología usada para definir un rango de valor de la acción del *holding* es la de la sumatoria de partes de las compañías en las que tiene inversiones estratégicas (Cementos Argos, Celsia y Odinsa) a través de la metodología de flujo de caja libre descontado, que se llevó a cabo para un período de cinco años (2021-2025). Posteriormente se sumó el valor del *equity* de las inversiones de portafolio valoradas a precios de mercado para Grupo Sura y Grupo Nutresa. En el caso de Pactia se cuantificó al valor de la unidad al 31 de diciembre de 2020, y para el negocio de Desarrollo Urbano se tomó el valor en libros o contable. Para determinar el valor del *equity* de cada una de las compañías consideradas como estratégicas y el precio de sus acciones y obtener mayor confiabilidad en el modelo, se hicieron tres tipos de valoraciones a cada compañía.

1) Metodología de flujo de caja libre descontado (FCLD) al *rolling* WACC

La valoración de las inversiones estratégicas partió de la proyección de los principales estados financieros publicados por las compañías al cierre de 2020, a fin de determinar los flujos de caja libre (FCL) que, al descontarlos del costo ponderado del capital correspondiente *(rolling* WACC con estructura deuda/*equity* –D/E– a precios de mercado*),* permitió obtener el valor de la operación.

Para hallar el valor del *equity*, a este valor se les sumaron la caja y los activos no operativos netos y se restó la deuda. Adicionalmente, para efectos comparativos se hizo el cálculo del *equity* utilizando el valor del *rolling* WACC con la estructura D/E

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

promedio del sector de cada compañía, teniendo como fuentes a Damodaran (s. f.) y la estructura D/E contable.

El WACC se obtuvo a partir del cálculo del costo de capital (*Ke*) utilizando el modelo CAPM (*capital asset pricing model*) y el costo de la deuda (*Kd*).

Las Tablas 2, 3 y 4 muestran los resultados del cálculo del *rolling* WACC para las tres compañías y su valoración por FCLD.

Tabla 2. Cementos Argos. Valoración por FCLD

VARIABLES CALCULO WACC	Valores para t-1	2021	2022	2023	2024	2025
Tasa libre de riesgo. *rf*		0.92%	1.83%	2.12%	2.20%	2.29%	2.36%
Prima de riesgo mercado. *(rm-rf)*		4.72%	5.46%	5.35%	5.30%	5.33%	5.23%
Beta desapalancado. *Bu*		0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84
Prima de riesgo País		1.84%	2.45%	2.52%	2.52%	2.52%	2.52%
inflación Colombia		1.60%	2.40%	3.00%	3.50%	3.70%	3.10%
inflación USA		1.30%	2.30%	2.20%	2.20%	2.00%	2.00%
Devaluación		0.30%	0.10%	0.78%	1.27%	1.67%	1.08%
Ku USD		6.71%	8.85%	9.12%	9.16%	9.28%	9.26%
Ku COP		7.64%	9.80%	10.07%	10.10%	10.22%	10.21%
Kd		5.35%	5.35%	5.57%	5.71%	5.70%	6.18%
Tasa de Impuestos		32.0%	31.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Ke		9.51%	13.34%	13.53%	13.19%	13.11%	12.56%
Rolling Wacc		**6.30%**	**8.17%**	**8.49%**	**8.58%**	**8.76%**	**8.81%**

1. Valoración por FCL @ WACC	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	
FCL		682,303	760,251	784,151	898,738	1,012,604	1,032,687	
WACC		6.30%	8.17%	8.49%	8.58%	8.76%	8.81%	g
Valor Empresa	**13,547,718**	**13,718,712**	**14,078,850**	**14,489,510**	**14,834,384**	**15,121,448**		**1.98%**
Efectivo y Activos No operativos, neto	2,220,639	2,139,664	2,197,065	2,132,123	2,106,790	2,231,377		
Deuda	7,414,200	7,356,530	7,375,821	7,264,143	7,072,129	6,879,800		
Valor Equity	**8,354,157**	**8,501,846**	**8,900,094**	**9,357,490**	**9,869,045**	**10,473,025**		

Precios de mercado	
Valor Equity	**8,354,157**
Acciones Ordinarias	1,151,672,310
Acciones preferenciales	209,197,850
Total Acciones en circulación	**1,360,870,160**
Precio de la acción teórico	$ 6,139

Fuente: elaboración de los autores.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Tabla 3. Celsia. Valoración por FCLD

Cálculo del WACC con estructura D/E a precios de Merca	Valores T-1	2021	2022	2023	2024	2025
Tasa libre de riesgo (spot)	0.92%	1.83%	2.12%	2.20%	2.29%	2.36%
Prima de riesgo mercado (rm-rf)	4.72%	5.46%	5.35%	5.30%	5.33%	5.23%
Beta desapalancado	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55
Prima de riesgo país	1.84%	2.45%	2.52%	2.52%	2.52%	2.52%
Inflación Colombia	1.60%	2.40%	3.00%	3.50%	3.70%	3.10%
Inflación USA	1.30%	2.30%	2.20%	2.20%	2.00%	2.00%
Devaluación	0.30%	0.10%	0.78%	1.27%	1.67%	1.08%
Ku USD (Costo de Capital desapalancado)	5.33%	7.26%	7.56%	7.61%	7.72%	7.73%
Ku COP	**6.25%**	**8.19%**	**8.49%**	**8.54%**	**8.65%**	**8.67%**
Kd	5.96%	5.96%	5.97%	6.01%	6.04%	6.05%
Tasa Marginal de Impuesto a las Ganancias	32.0%	31.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Ke	6.39%	9.27%	9.72%	9.76%	9.93%	9.98%
Rolling Wacc	**5.42%**	**7.14%**	**7.45%**	**7.50%**	**7.59%**	**7.58%**

Modelo FCLD Precios Mdo	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	
FCL		$ 428,741	$ 445,563	$ 488,818	$ 542,139	$ 578,571	$ 589,588	g
WACC		5.42%	7.14%	7.45%	7.50%	7.59%	7.58%	1.90%
Valor Empresa	**$ 9,432,264**	**$ 9,514,563**	**$ 9,748,190**	**$ 9,985,803**	**$ 10,192,749**	**$ 10,387,678**		
+ Activos No operativos, Netos	1,062,125	1,109,984	1,008,601	1,054,930	1,239,548	1,300,955		
- **Deuda**	**$ 3,909,329**	**$ 3,933,191**	**$ 3,986,130**	**$ 4,060,121**	**$ 4,182,893**	**$ 4,343,095**		
Valor Equity	**$ 6,585,060**	**$ 6,691,355**	**$ 6,770,662**	**$ 6,980,612**	**$ 7,249,404**	**$ 7,345,538**		

Precios de mercado	
Valor Equity	$ 6,585,060
Numero Acciones circulación	$ 1,069,972,554
Precio de la acción estimado	$ 6,154

Fuente: elaboración de los autores.

Tabla 4. Odinsa. Valoración por FCLD

Cálculo del WACC con estructura D/E a precios de Mercado	Valores T-1	2021	2022	2023	2024	2025
Tasa libre de riesgo (spot)	0.92%	1.83%	2.12%	2.20%	2.29%	2.36%
Prima de riesgo mercado (rm-rf)	4.72%	5.46%	5.35%	5.30%	5.33%	5.23%
Beta desapalancado	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81	0.81
Prima de riesgo país	1.84%	2.45%	2.52%	2.52%	2.52%	2.52%
inflación Colombia	1.60%	2.40%	3.00%	3.50%	3.70%	3.10%
inflación USA	1.30%	2.30%	2.20%	2.20%	2.00%	2.00%
Devaluación **0.87%**	0.30%	0.10%	0.78%	1.27%	1.67%	1.08%
Ku USD (Costo de Capital desapalancado) Ku= rf+ Bu *(Rf-rm)+rie	6.59%	8.71%	8.99%	9.02%	9.14%	9.12%
Ku COP	**7.51%**	**9.65%**	**9.93%**	**9.96%**	**10.08%**	**10.07%**
Kd	5.22%	6.12%	6.12%	6.12%	6.12%	6.12%
Tasa Marginal de Impuesto a las Ganancias	32.0%	31.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Ke=Ku+(Ku-Kd)*(1-T)*(D/E)	11.72%	17.48%	18.69%	18.93%	19.62%	19.57%
Rolling Wacc	**5.76%**	**7.37%**	**7.65%**	**7.66%**	**7.74%**	**7.73%**

Modelo FCL a Precios de Mdo	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1	
FCL	$ 217,606	$ 308,353	$ 192,446	$ 180,980	$ 194,622	$ 198,080	$ 204,204	
WACC		5.76%	7.37%	7.65%	7.66%	7.74%	7.73%	g
Valor Empresa	**$ 4,002,009**	**$ 3,924,059**	**$ 4,020,852**	**$ 4,147,315**	**$ 4,270,583**	**$ 4,403,088**		3.09%
+ Activos No operativos, Netos	2,306,752	2,435,117	2,456,888	2,476,057	2,509,421	2,522,301		
- Deuda	2,921,860	2,991,985	3,081,744	3,189,605	3,307,621	3,410,157		
Valor Equity	**$ 3,386,901**	**$ 3,367,192**	**$ 3,395,996**	**$ 3,433,767**	**$ 3,472,383**	**$ 3,515,232**		

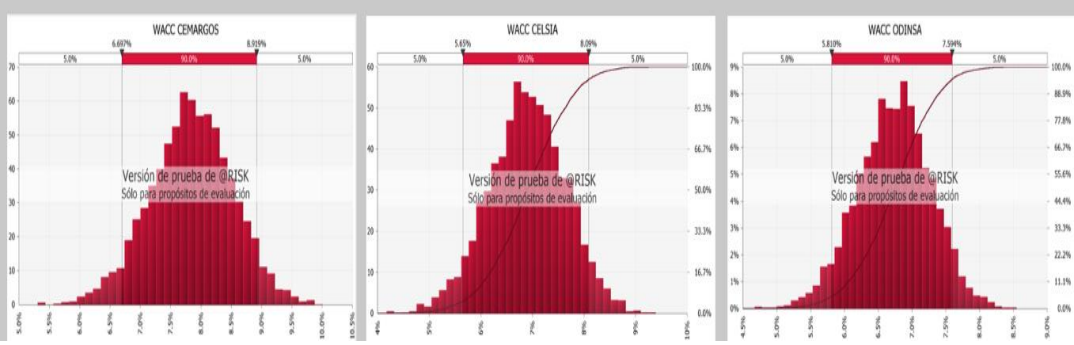
Precios de mercado	
Valor Equity	$ 3,386,901
Numero Acciones circulación	196,046,822
Precio de la acción estimado	$ 17,276

Fuente: elaboración de los autores.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Adicionalmente, mediante el programa @Risk se realizaron simulaciones para el WACC de cada una de las compañías, que mostraron que con una probabilidad del 90 %, para Cementos Argos el WACC estará entre el 6,7 y el 8.9 %; para Celsia, entre el 5,6 y el 8,1 %; y para Odinsa, entre el 5,8 y el 7,6 % [Figura 3].

Figura 3. Simulación de WACC por compañía



Fuente: elaboración de los autores a partir de @Risk.

2) Metodología del valor presente ajustado (APV)

Con esta metodología se descuenta el FCL de cada compañía del costo del capital desapalancado (*Ku*) para determinar su valor sin deuda, y posteriormente se le suma el valor presente del beneficio tributario que se obtendría por efecto de la deuda. Seguidamente, para hallar el valor del *equity*, a este valor se le suman la caja y los activos no operativos netos y se le resta la deuda.

Las Tablas 5, 6 y 7 muestran la valoración por AVP.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Tabla 5. Cementos Argos. Valoración por APV

2. Valoración por APV @ Ku	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1
FCL		682,303	760,251	784,151	898,738	1,012,604	1,032,687
Ku		7.64%	9.80%	10.07%	10.10%	10.22%	10.21%
Valor Empresa sin deuda	11,105,182.56	11,270,832	11,614,577	11,999,911	12,313,431	12,559,673	
Deuda T-1		7,414,200	7,356,530	7,375,821	7,264,143	7,072,129	6,879,800
Escudo Fiscal (D*T*Ku)		181,159	223,381	222,804	220,152	216,903	210,635
VP del escudo Fiscal BTD @ Ku	2,442,535.80	2,447,880.13	2,464,272.89	2,489,599.40	2,520,952.30	2,561,775.53	
Valor de la empresa en marcha	**13,547,718**	**13,718,712**	**14,078,850**	**14,489,510**	**14,834,384**	**15,121,448**	
Efectivo y Activos No operativos, neto	2,220,639						
Deuda	7,414,200						
Valor Equity	**8,354,157**						

Precios de mercado	
Valor Equity	**8,354,157**
Acciones Ordinarias	1,151,672,310
Acciones preferenciales	209,197,850
Total Acciones en circulación	**1,360,870,160**
Precio de la acción teórico	$ 6,139

Fuente: elaboración de los autores.

Tabla 6: Celsia. Valoración por APV

Modelo APV Precios Mdo	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1
FCL		428,741	445,563	488,818	542,139	578,571	589,588
Ku		6.25%	8.19%	8.49%	8.54%	8.65%	8.67%
VP Empresa sin deuda	**7,904,399**	**7,969,402**	**8,176,348**	**8,382,023**	**8,556,013**	**8,717,895**	
Deuda T-1		3,909,329	3,933,191	3,986,130	4,060,121	4,182,893	4,343,095
Escudo Fiscal (D*T*Ku)		78,142	99,831	101,574	104,064	108,598	112,927
VP del escudo Fiscal BTD @ Ku	1,527,865	1,545,161	1,571,842	1,603,779	1,636,736	1,669,783	
Valor Empresa APV	**9,432,264**	**9,514,563**	**9,748,190**	**9,985,803**	**10,192,749**	**10,387,678**	
+ Activos No operativos	1,062,125	1,109,984	1,008,601	1,054,930	1,239,548	1,300,955	
- Deuda	3,909,329	3,933,191	3,986,130	4,060,121	4,182,893	4,343,095	
Valor Equity	**6,585,060**	**6,691,355**	**6,770,662**	**6,980,612**	**7,249,404**	**7,345,538**	

Precios de mercado	
Valor Equity	6,585,060
Numero Acciones circulación	$ 1,069,972,554
Precio de la acción estimado	**$ 6,154**

Fuente: elaboración de los autores.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Tabla 7. Odinsa. Valoración por APV

Modelo APV Precios Mdo	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T+1
FCL		$ 308,353	$ 192,446	$ 180,980	$ 194,622	$ 198,080	$ 204,204
Ku		7.51%	9.65%	9.93%	9.96%	10.08%	10.07%
VP Empresa sin deuda	2,718,123	2,613,964	2,673,829	2,758,341	2,838,555	2,926,717	
Deuda T-1		2,921,860	2,991,985	3,081,744	3,189,605	3,307,621	3,410,157
Escudo Fiscal (D*T*Ku)		70,240	89,528	91,798	95,342	100,062	103,010
VP del escudo Fiscal BTD @ Ku	1,283,885	1,310,095	1,347,023	1,388,975	1,432,028	1,476,371	
Valor Empresa APV	**4,002,009**	**3,924,059**	**4,020,852**	**4,147,315**	**4,270,583**	**4,403,088**	
+ Activos No operativos, Netos	2,306,752	2,435,117	2,456,888	2,476,057	2,509,421	2,522,301	
- Deuda	2,921,860	2,991,985	3,081,744	3,189,605	3,307,621	3,410,157	
Valor Equity	**3,386,901**	**3,367,192**	**3,395,996**	**3,433,767**	**3,472,383**	**3,515,232**	

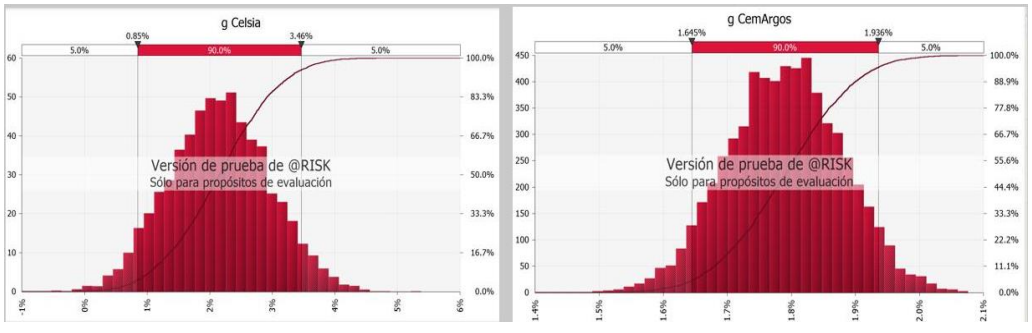
Precios de mercado	
Valor Equity	3,386,901
Numero Acciones circulación	196,046,822
Precio de la acción estimado	$ 17,276

Fuente: elaboración de los autores.

En las valoraciones por FCLD, un parámetro relevante es el gradiente de crecimiento (*g*), que determina la tasa a la que se incrementarán los flujos de caja a perpetuidad. Incorporando el ROIC y la tasa de reinversión de cada compañía se obtuvo un *g* de 1,76 % para Cementos Argos, 1,90 % para Celsia y 3,09 % para Odinsa (*v*. la sección de Apéndices).

Al modelar esta variable a través de @Risk se obtuvo para Celsia un *g* de entre el 0,85 y el 3,46 %, con una media de 2,15 %, con una probabilidad del 90 %; y para Cementos Argos, de entre el 1,64 y el 1,94 %, con una media de 1,79 % [Figura 4].

Figura 4. Celsia y Cementos Argos. Simulación de crecimiento (*g*)



Fuente: elaboración de los autores a partir de @Risk.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

3) Metodología a través de múltiplos comparables

Con este método se estimó el valor de las compañías a partir de las ratios de empresas comparables en sector, tamaño y riesgo. Los múltiplos usados fueron los siguientes: EV/Ebitda, *dividend yield*, P/E (*price to earnings*) y *price to book*.

Según la valoración por múltiplos de empresas comparables, el precio promedio de la acción de Cementos Argos es de COP 6.510, valor que indica que la compañía presenta un potencial de valorización del 27 % respecto al precio a 30 de abril de 2021 [Tabla 8].

Tabla 8. Cementos Argos. Valoración por múltiplos

Empresa	País	Dividend Yield	EV/EBITDA	P/E	Price to book
Loma Negra	Argentina	2.46	9.07	9.91	0.20
US Concrete INC	EEUU	1.79	8.75	43.14	2.95
Cemex Latam	México	3.50	15.31	30.04	1.34
Holcim Argentina	Argentina	2.41	5.54	16.11	1.99
Cementos BioBio	Chile	1.46	7.07	14.88	0.84
Grupo Cementos de Chihuahua	México	1.37	7.56	17.03	2.09
Lafarge África PLC	Nigeria	2.21	4.48	10.97	0.94
Unión Andina de Cementos S.A.A	Perú	1.88	7.63	22.17	0.55
Corporación Moctezuma SAB de CV	México	6.91	7.36	12.72	1.52
Mínimo		**1.37**	**4.48**	**9.91**	**0.20**
Promedio		**2.67**	**8.09**	**19.66**	**1.38**
Máximo		**6.91**	**15.31**	**43.14**	**2.95**

Multiplos Comparables	Promedio
EV/EBITDA	5,748
Price to Book	8,834
PER	2,035
Dividend Yield	9,424
Valor promedio de la acción por múltipos	**6,510**

Fuente: elaboración de los autores a partir de CapitalCube (s. f.). (Valores en COP).

Asimismo, el precio promedio de la acción de Celsia es de COP 6.263, valor que indica que la compañía presenta un potencial de valorización del 45,3 % respecto al precio a 30 de abril de 2021 [Tabla 9].

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Tabla 9. Celsia. Valoración por múltiplos

Empresa	País	Dividend Yield	EV/EBITDA	PER	Price to book
GEB	Colombia	5.35	9.67	9.19	1.69
Evergy Inc	EEUU	4.88	10.95	23.11	1.66
Uniper SE	Alemania	3.80	6.38	27.57	1.03
Adani Power Ltd	India	3.88	9.62	15.39	1.66
Hawaiian Electric Industries, Inc.	EEUU	4.64	7.93	23.24	1.70
AKSA Energy	Turquia	NA	5.12	13.69	1.65
Interconexion Eléctrica S.A. (**ISA**)	Colombia	4.20	7.54	6.66	1.51
Mínimo		**3.80**	**5.12**	**6.66**	**1.03**
Promedio		**4.46**	**8.17**	**16.98**	**1.56**
Máximo		**5.35**	**10.95**	**27.57**	**1.70**

Valor de la acción por Múltiplo	Mínimo	Promedio	Máximo
EV/EBITDA	3,315	6,879	10,121
Price to book	5,526	8,354	9,121
PER	2,109	5,377	8,732
Dividend Yield	5,211	4,441	3,701

Fuente: elaboración de los autores a partir de CapitalCube (s. f.). (Valores en COP).

Según esta valoración, el precio promedio que presentan empresas comparables frente a Odinsa es de COP 13.006 [Tabla 10].

Tabla 10. Odinsa. Valoración por múltiplos

Empresa	País	Dividend Yield	EV/EBITDA	P/E	Price to book
Odinsa	Colombia	2.65	8.42	9.35	NA
Constructora Conconcreto SA	Colombia	1.20	12.20	22.05	0.38
Construcciones El Condor S.A.	Colombia	4.27	15.06	19.38	0.87
Vale SA	Brasil	7.44	6.62	22.39	1.17
HOCHTIEF AG	Alemania	7.40	4.68	5.52	0.81
Obrascon Huarte Lain SA	España	NA	4.48	6.82	0.26
EcoRodovias	Brasil	2.10	10.27	3.40	1.27
Atlantia SpA	Italia		12.57	5.10	0.66
Besalco	Chile	1.79	6.88	24.71	0.89
Vinci SA	Francia	1.38	12.09	35.51	1.06
Mínimo		**1.20**	**4.48**	**3.40**	**0.26**
Promedio		**3.65**	**9.13**	**15.78**	**0.87**
Máximo		**7.44**	**15.06**	**35.51**	**1.34**

Valor de la acción por Múltiplo	Mínimo	Promedio	Máximo
EV/EBITDA	5,956	15,390	27,430
Price to book	3,188	10,679	16,429
PER	3,337	15,485	34,856
Dividend Yield	31,880	10,469	5,142

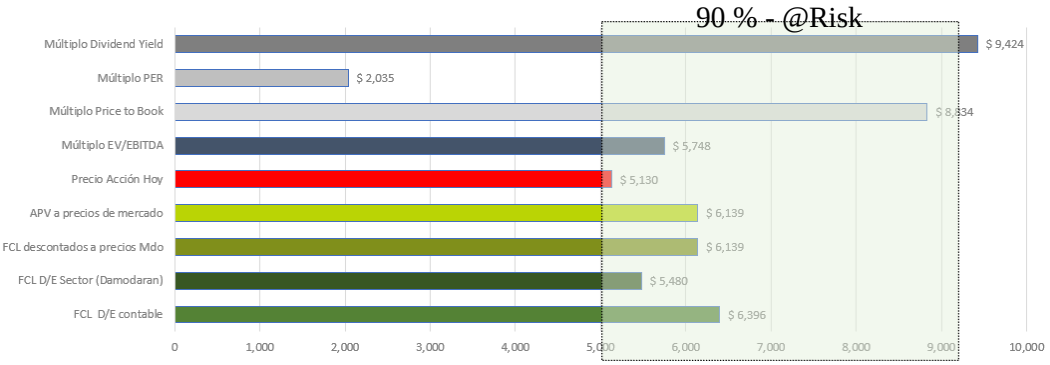
Fuente: elaboración de los autores a partir de CapitalCube. (Valores en COP).

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

PRECIO POR ACCIÓN Y ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Para las tres compañías evaluadas se realizó un gráfico del rango del precio de la acción, obtenido de los resultados de las diferentes valoraciones y contrastado con las simulaciones a través de @RISK, y posteriormente, para determinar el potencial de valorización, se comparó con el precio de la acción a 30 de abril de 2021 [Figuras 5, 6 y 7].

Figura 5. Cementos Argos. Rango del precio por acción y potencial de valorización



Valor Acción Cementos Argos

WACC \ G	Pesimista	Base	Optimista
Optimista	5,926	6,258	6,624
Base	5,811	6,139	6,500
Pesimista	5,698	6,022	6,379

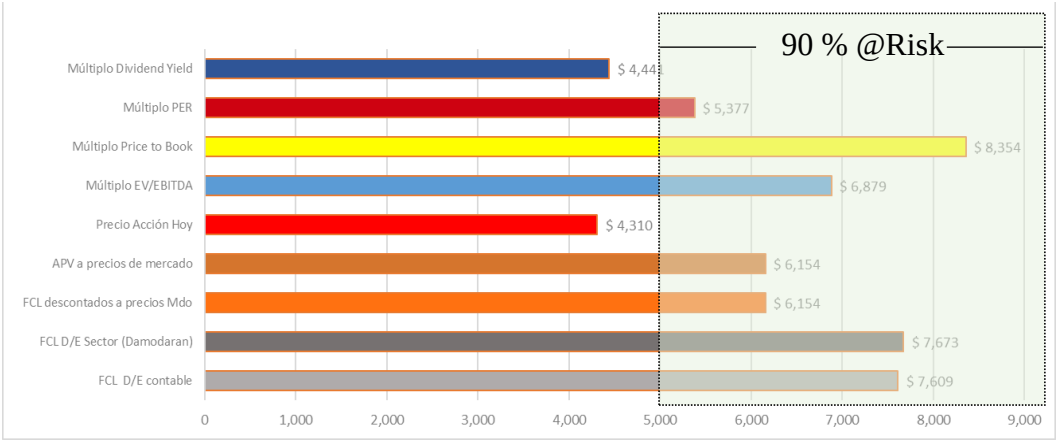
Potencial valorización

WACC \ G	Pesimista	Base	Optimista
Optimista	15.52%	21.99%	29.12%
Base	13.27%	19.67%	26.71%
Pesimista	11.07%	17.39%	24.35%

Fuente: elaboración de los autores. (Valores en COP).

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Figura 6. Celsia. Rango del precio de la acción y potencial de valorización

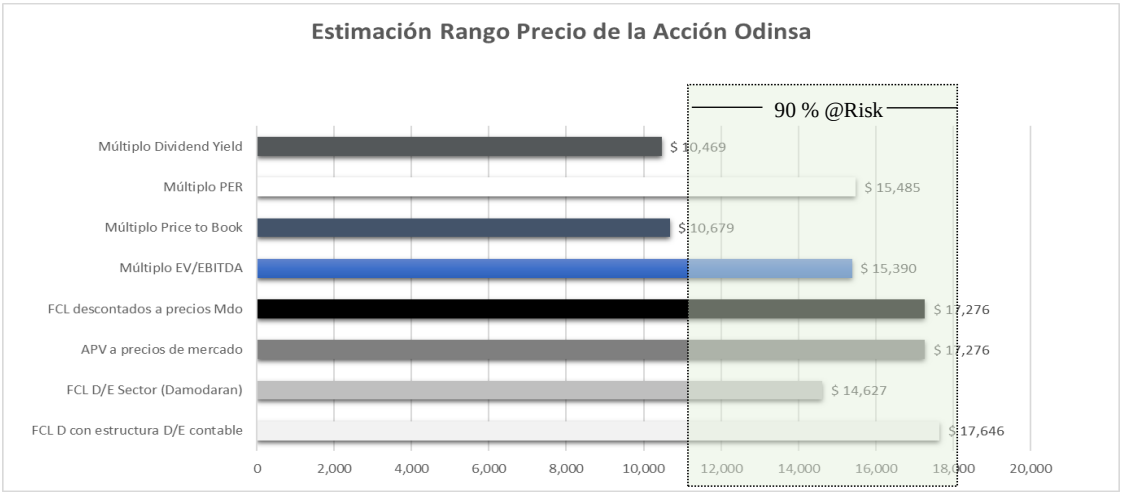


Valor Acción Celsia		G		
		Pesimista	Base	Optimista
WACC	Optimista	5,868	6,246	6,669
	Base	5,780	6,154	6,574
	Pesimista	5,694	6,065	6,480

Potencial valorización		G		
		Pesimista	Base	Optimista
WACC	Optimista	36.14%	44.92%	54.74%
	Base	34.11%	42.79%	52.52%
	Pesimista	32.11%	40.71%	50.34%

Fuente: elaboración de los autores. (Valores en COP).

Figura 7. Odinsa. Rango del precio de la acción y sensibilidad del *equity*



Valor Equity Odinsa		G		
		2.47%	3.09%	3.71%
WACC	4.61%	3,185,554	3,430,953	3,724,077
	5.76%	3,144,174	3,386,901	3,676,834
	6.91%	3,103,685	3,343,798	3,630,608

Fuente: elaboración de los autores. (Valores en COP millones).

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Nota. Odinsa no se encuentra listada actualmente en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC); sin embargo, lo estuvo hasta el 2018 cuando Grupo Argos readquirió los 196 millones de acciones por medio de una oferta pública de adquisición (OPA). A fin de llevar a cabo la comparación, este paquete accionario fue utilizado para el cálculo.

Análisis de sensibilidad consolidado de Grupo Argos a través de la suma de partes

La Tabla 11 muestra un análisis de sensibilidad consolidado de la suma de los *equities* de las compañías según la participación que el *holding* tiene en cada una de ellas. Se observa el cambio del valor del *equity* total de Grupo Argos cuando se presentan variaciones de la tasa de descuento (*rolling* WACC) y de la tasa de crecimiento de los flujos futuros (*g*), de donde se logra establecer un rango de valores para el *equity* en tres escenarios: pesimista, base y optimista [Tabla 11].

Tabla 11. Grupo Argos. Valor del *equity* en inversiones estratégicas

Valor Equity Grupo Argos en Inversiones Estratégicas			
	Pesimista	**Base**	**Optimista**
Optimista	11,188,945	11,910,679	12,732,252
Base	11,006,715	11,720,468	12,532,965
Pesimista	10,828,523	11,534,471	12,338,089

Fuente: elaboración de los autores. (Valores en COP millones).

Una vez obtenido el valor del *equity* de las inversiones estratégicas y su sensibilización, se suman los valores del *equity* de las inversiones de portafolio y de los rubros de caja y equivalentes a diciembre 2020 del *holding* separado, y se restan de igual forma, del *holding* separado, la deuda, el valor presente de sus gastos de administración y ventas y el valor presente de los impuestos [Tabla 12].

Tabla 12. Grupo Argos. Valor del *equity* neto

Valor Equity Neto Grupo Argos			
	Pesimista	**Base**	**Optimista**
Optimista	15,306,446	16,028,179	16,849,753
Base	15,124,215	15,837,968	16,650,465
Pesimista	14,946,023	15,651,971	16,455,589

Fuente: elaboración de los autores. (Valores en COP millones).

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Por último, cada uno de estos valores del *equity* neto se divide por el número de acciones en circulación y se determinan los rangos del precio de la acción del *holding* y el potencial de valorización respecto a su precio actual [Tabla 13].

Tabla 13. Grupo Argos. Valor del precio de la acción y potencial de valorización

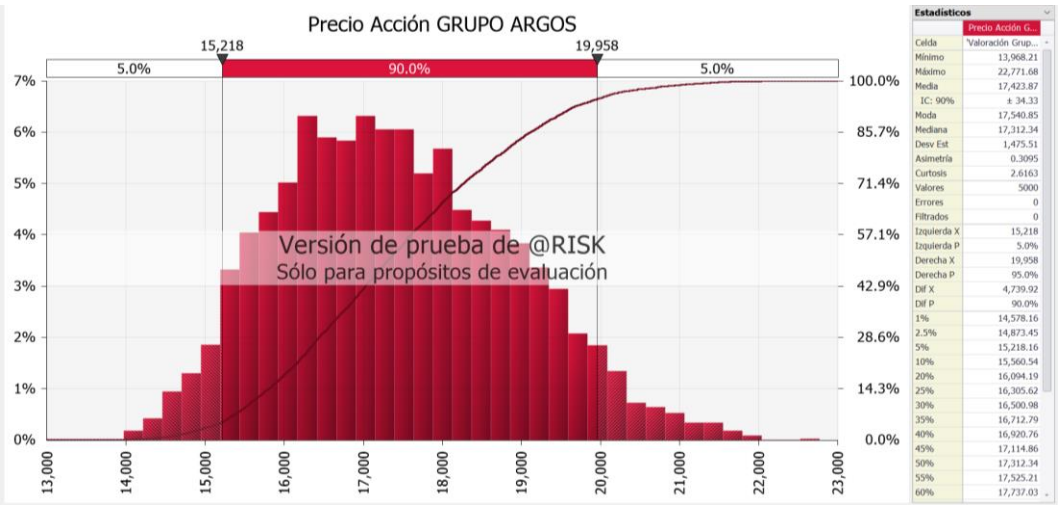
Precio Acción Grupo Argos			
	Pesimista	Base	Optimista
Optimista	17,605	18,435	19,380
Base	17,395	18,216	19,150
Pesimista	17,190	18,002	18,926

Potencial de valorización			
	Pesimista	Base	Optimista
Optimista	66.24%	74.08%	83.00%
Base	64.26%	72.01%	80.84%
Pesimista	62.32%	69.99%	78.72%

Fuente: elaboración de los autores. (Valores en COP millones).

Para concluir, se realizó la simulación del precio de la acción mediante simulaciones a través del programa @Risk. Para tal efecto se definieron las siguientes variables de entrada: proyecciones PIB, inflación de Colombia y de Estados Unidos, cuentas por pagar (CxP), cuentas por cobrar (CxC) e inventarios, tasa de crecimiento a perpetuidad (*g*) y WACC para cada una de las compañías. Este ejercicio arrojó un rango de precios para la acción de Grupo Argos, con una probabilidad del 90 %, de entre COP 15.218 y 19.958, con una media de COP 17.423 (*v*. la sección de Apéndices) [Figura 8].

Figura 8. Grupo Argos. Simulación del rango del precio de la acción



Fuente: elaboración de los autores a partir de @Risk.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Grupo Argos es un *holding* de infraestructura líder en el negocio de cementos en Colombia, con el 43,5 % de la capacidad total, una estructura de inversión en concesiones viales y aeroportuarias y un portafolio diferenciado tanto en energías convencionales como renovables. A partir de las estrategias de mercado de cada una de sus filiales se realiza una descripción de los sectores económicos donde el grupo tiene presencia: cemento, energía, infraestructura e inmobiliario.

1) Energía

El mercado de energía en Colombia lo componen participantes que se pueden clasificar en tres categorías: usuarios regulados, usuarios no regulados y agentes.

Usuarios regulados

Personas naturales o jurídicas (usuarios comerciales y residenciales clasificados por estratos socioeconómicos) cuyas compras de energía están sujetas a las tarifas definidas por la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG).

Usuarios no regulados

Personas naturales o jurídicas que realizan una demanda de energía superior a dos megavatios y pueden negociar libremente los costos de las actividades relacionadas con la generación y la comercialización de energía.

Agentes

Los agentes se encargan de llevar la energía a los usuarios y participan en cuatro negocios independientes: generación, transmisión, distribución y comercialización. Las empresas que prestan estos servicios se enfrentan a distintas condiciones de mercado. Desde el ámbito del marco regulatorio, la Comisión de Regulación de Energía y Gas, CREG (s. f.) brinda un tratamiento de libre competencia a aquellas que

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

participan en la generación y la comercialización y de monopolio a las que incursionan en el negocio de la transmisión y la distribución.

En relación con la generación de energía, el mercado lo lideran Empresas Públicas de Medellín (EPM), Isagén, Celsia y Grupo Energía de Bogotá. El mercado energético colombiano tiene una capacidad instalada de 17.203 Mw proveniente principalmente de las siguientes fuentes:

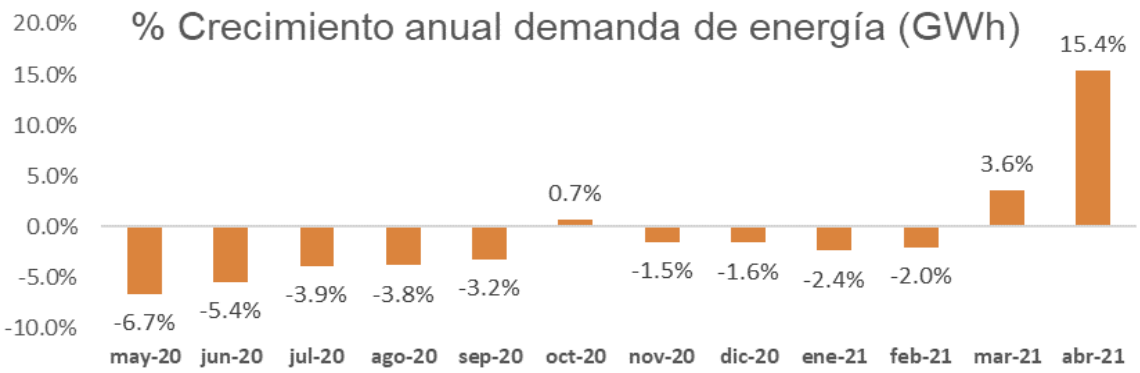
- Hídricas: 9.975 Mw (83 % del total)
  - EPM: 30,2 %
  - Isagén: 27,7 %
  - Grupo Energía de Bogotá: 15,8 %
  - Celsia: 10,5 %
- Térmicas: 1.870 Mw (15,6 % del total)
  - Celsia: 41,3 %
  - EPM: 22 %
  - Isagén: 14,3 %
  - Grupo Energía de Bogotá: 11,1 %
- Cogeneradoras: 149 Mw (1,2 % del total)
  - Celsia: 81,2 %
  - EPM: 18,8 % (Colombia, Comisión de Regulación de Energía y Gas, CREG (s. f.)

Las fuentes alternativas de energía en Colombia (eólica y la solar) generan 28,22 Mw, el 0,2 y el 0,1 %, respectivamente, del total. (Asociación Colombiana de Generadores de Energía Eléctrica, Alcogen, s. f.)

En 2020, no obstante la pandemia, la demanda de energía en el país disminuyó solo el 1,6 %, cifra que ratifica que este es uno de los sectores con mayor rapidez en su recuperación. La Figura 9 muestra que a partir de marzo de 2021 logró crecimientos anuales positivos.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

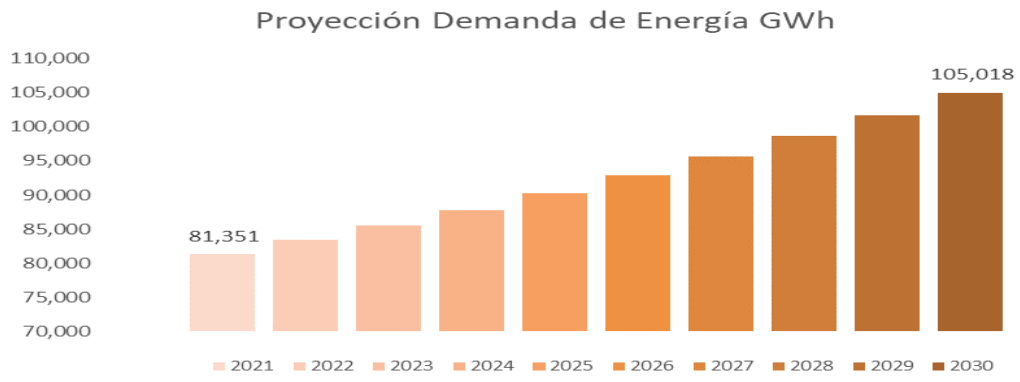
Figura 9. Colombia. Crecimiento anual de la demanda de energía (Gw/h)



Fuente: elaboración de los autores a partir de XM (s. f.-a).

En abril del mismo año se obtuvo crecimiento tanto en la demanda regulada (8,69 %) como en la no regulada (36,38 %). Adicionalmente, se espera un incremento promedio anual del 3 %, año a año, hasta 2030 [Figura 10].

Figura 10. Proyección de demanda de energía hasta 2030 (Gw/h)



Fuente: elaboración de los autores a partir de XM (s. f.-b).

2) Cementos y construcción

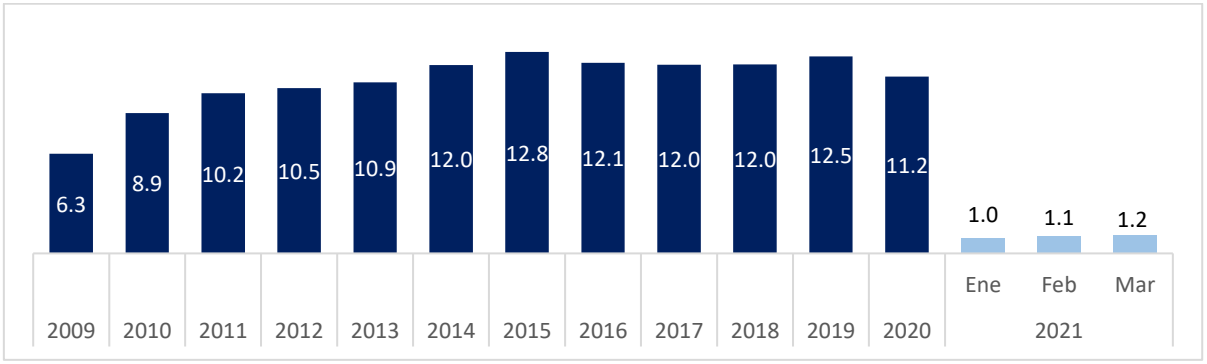
Mercado

Las ventas de cemento en Colombia registraron su máximo histórico en 2015 cuando alcanzaron los 12,8 millones de toneladas, con crecimientos promedio anuales del 8 % entre 2010 y 2015; con todo, en 2016 la demanda cayó a –6 % y se estabilizó alrededor de 12,1 millones de toneladas para los años siguientes.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

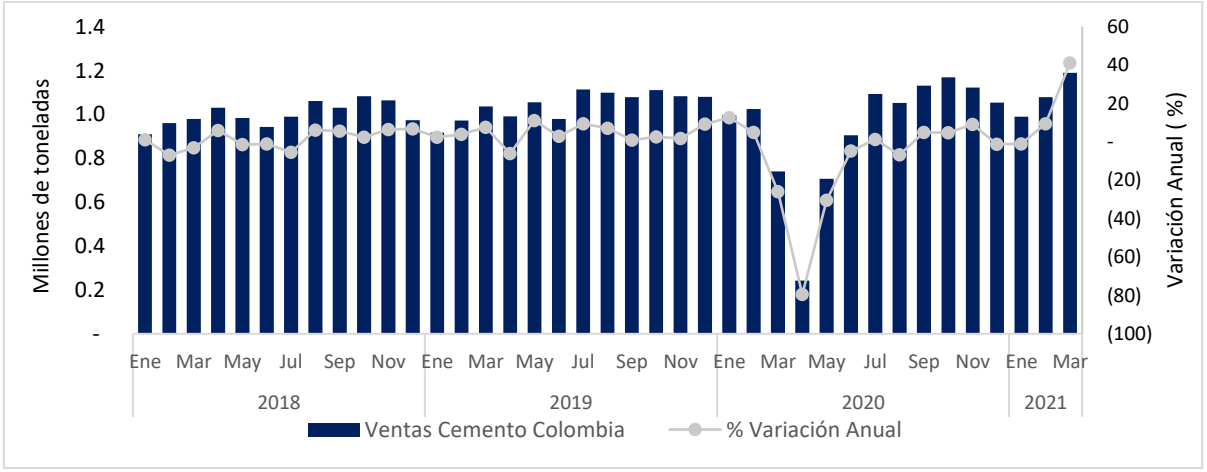
En 2019, los despachos de cemento en Colombia alcanzaron los 12,5 millones de toneladas luego de crecer el 4 % respecto a 2018, y aunque se proyectaban crecimientos estables hasta 2024, con la emergencia sanitaria a nivel mundial las ventas decrecieron a –25,9 % anual en marzo de 2020 y a –79,5 % en abril del mismo año, cuando los despachos registrados fueron de 242.000 toneladas. Sin embargo, los de infraestructura y construcción fueron dos de los sectores con una reanudación más rápida de las actividades; es así como al cierre de 2020, las ventas de cemento fueron de 11,2 millones de toneladas: una disminución del 10 % con respecto a 2019, aunque en marzo de 2021 se registró el máximo histórico, con 1.189.014 toneladas de cemento despachadas [Figuras 11 y 12].

Figura 11. Colombia. Evolución de las ventas de cemento



Fuente: elaboración de los autores a partir de Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE (2021).

Figura 12. Colombia. Evolución de las ventas mensuales de cemento y variación anual



Fuente: elaboración de los autores a partir de Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE (2021).

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

La estrategia de diversificación de monedas y geografías y los avances en eficiencia operacional alcanzados en el negocio cementero durante el período 2012-2019 ratificaron sus ventajas y beneficios en 2020, dado que los confinamientos decretados por los Gobiernos fueron diferentes en las regiones donde opera la compañía. Mientras en Estados Unidos se registró un despacho permanente de cemento y concreto, en la mayor parte de Centroamérica, el Caribe y Colombia, las economías se paralizaron durante cuatro meses debido a las restricciones mencionadas.

Competidores

Históricamente, la demanda de cemento en el país ha sido suplida por tres empresas: Cementos Argos, Cemex y Holcim; sin embargo, aunque actualmente en el mercado han ingresado diez empresas más, que en conjunto suman una capacidad instalada de 20 millones de toneladas, Cementos Argos continúa liderando el segmento con una capacidad instalada de 8,7 millones de toneladas anuales [Tabla 14]. (Neira Marciales, 2019)

Tabla 14. Colombia. Distribución de la capacidad instalada de cemento por compañía

Compañía	Capacidad instalada (toneladas /año)	%
Cementos Argos	8.700.000	43,5 %
Cemex	4.000.000	20,0 %
Holcim	2.100.000	10,5 %
Alion	1.500.000	7,5 %
Ultracem	1.200.000	6,0 %
Oriente	700.000	3,5 %
Fortecem	500.000	2,5 %
Cementos Tequendama	480.000	2,4 %
Cementos San Marcos	400.000	2,0 %
Cemento Vallenato	130.000	0,7 %
Cementos Nacionales	200.000	1,0 %
Patriota	60.000	0,3 %
Tairona	25.000	0,1 %
Total[1]	**19,995,000**	**100 %**

Fuente: elaboración de los autores a partir de Neira Marciales (2019) y las páginas web de las compañías.

[1] Capacidad instalada de cemento en Colombia para 2019.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Infraestructura (construcción de obras civiles)

Este sector acopia un conjunto de obras que se consideran necesarias y que contribuyen al desarrollo y crecimiento del país y a mejorar los servicios y el bienestar de sus ciudadanos. Las obras de infraestructura se clasifican según la actividad o servicio para las cuales son construidas.

- Infraestructura de transporte**:** terrestre (vial, ferroviaria), marítima (portuaria, canales) y aérea.
- Infraestructura de edificación: urbana e industrial.
- Infraestructura de energía**:** redes eléctricas, energía renovable, hidrocarburos.
- Infraestructura hidráulica.
- Infraestructura de telecomunicaciones.

En 2020, el sector representó el 6,5 % del PIB del país, y la producción total tuvo una disminución del 8,5 % anual apalancada por la disminución del 19 % de las obras civiles de transporte terrestre (carreteras, vías férreas, pistas de aterrizaje y túneles) y del 25,6 % en puertos, canales, presas y otras obras de infraestructura hidráulica. Para contrarrestar este efecto se destacaron los crecimientos de la construcción de minas y plantas industriales (25 %) y de obras deportivas al aire libre y otras de ingeniería civil (43 %). Por último, la construcción de tuberías de gas, cables locales y obras de conexión aumentó su producción en el 3,9 %. (Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE, s. f.-a)

La Figura 13 muestra las proyecciones de variación anual por trimestre del sector, donde se proyecta una mejoría en el segundo trimestre de 2021 y se espera que esta sea la variación histórica más alta desde que se tiene registro (cercana al 40 %), para luego alcanzar niveles similares a los de la media reciente.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Figura 13. Colombia. Proyección del PIB en la construcción de obras civiles (2021)

Fuente: Cámara Colombiana de la Construcción, Camacol (2020).

Inmobiliario

El comportamiento del sector inmobiliario en Colombia presenta condiciones favorables en 2021, ya que es uno de los sectores económicos más estables del país, circunstancia que ha hecho que el Gobierno nacional ofrezca incentivos para que los ciudadanos inviertan en su vivienda propia a través de diferentes tipos de subsidios. Cabe resaltar que el programa Frech NO VIS, una cobertura que consiste en otorgar un valor mensual para el pago de los intereses corrientes del préstamo cuando se compra vivienda nueva, ha demostrado su efectividad como herramienta contra-cíclica en años anteriores.

Por otro lado, el panorama se muestra como una oportunidad única, dado que los precios no han mostrado incrementos desde la emergencia sanitaria y se espera que durante 2021 se mantengan estables. En medio de la crisis generada por la pandemia, el Gobierno nacional eligió la edificación de vivienda como un "apalancador" para la reactivación, gracias a los múltiples encadenamientos que el sector edificador tiene con diferentes actividades productivas y como dinamizador de la economía; es así como se ha comprometido a otorgar entre 2020 y 2022 cien mil coberturas para la adquisición de vivienda nueva del segmento medio: una inversión de COP 3,92 billones, y se proyecta un aumento en las ventas anuales. A corte de abril 2021, las ventas de vivienda nueva registraron un crecimiento anual respecto a 2019 del 60 % en los segmentos de vivienda de interés social (VIS) y del 22,21 % en

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

vivienda no VIS, cifras que corroboran las buenas perspectivas que existen para este sector en Colombia.

En Estados Unidos, el sector inmobiliario también presenta una buena dinámica, incentivada por las tasas de interés y la demanda de propiedades de personas que han decidido mudarse para teletrabajar en la complicada coyuntura de la pandemia. En total, 5,64 millones de viviendas fueron revendidas en 2020: un incremento del 5,6 % respecto a 2019. Ante la disminución de la necesidad de vivir en apartamentos pequeños para estar cerca de sus trabajos en el centro de las ciudades, ellas optan por comprar casas más grandes y alejadas de la multitud, favoreciendo el sector positivamente.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia, localización e infraestructura

Grupo Argos fue fundado en Medellín como Compañía de Cemento Argos el 27 de febrero de 1934 con 99 accionistas. Ya para 1938 había duplicado su capacidad de producción de cemento a 100 toneladas, y a partir de ese momento comenzó un crecimiento acelerado a través de fusiones y adquisiciones en diferentes regiones del país.

En 1977 inició la construcción de la planta Cartagena, y en 1998 emprendió su proceso de internacionalización cerrando diferentes alianzas estratégicas en Centro América (Panamá, República Dominicana y Haití). En 2005, el Grupo, a través de Cementos Argos, adquirió activos cementeros en Texas.

En 2007 decidió ampliar sus inversiones estratégicas a un nuevo sector adquiriendo inicialmente el 16 % de Colinversiones (hoy Celsia) y una participación accionaria en EPSA, con el objetivo de ingresar en los mercados de generación, transmisión, distribución y comercialización de energía. En 2009, Cementos Argos expandió su presencia en Estados Unidos con la compra de activos en los estados de

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Alabama, Georgia, Carolina del Sur y Florida, y en 2011 adquirió plantas concreteras allí.

En 2012, la compañía definió como su norte estratégico convertirse en un *holding* de infraestructura en el continente americano, y en 2012 tanto Grupo Argos como Cementos Argos ingresaron por primera vez al índice Global de Sostenibilidad Dow Jones. En 2014 tuvieron lugar dos pasos importantes a nivel internacional: Celsia adquirió activos en Panamá y Costa Rica; y Cementos Argos hizo lo mismo con Vulcan Materials en Florida y estableció su operación en Guyana Francesa.

En 2015, con el propósito de diversificar sus productos y materializar su estrategia, Grupo Argos adquirió el control de Odinsa, compañía de concesiones viales y aeroportuarias, y fundó a Pactia para el desarrollo y operación de proyectos inmobiliarios rentables y sostenibles. En 2016, Grupo Argos tomó el control de Opain, empresa concesionaria del aeropuerto El Dorado de Bogotá, y Cementos Argos compró la planta Martinsburg en West Virginia, alcanzado cuatro plantas de producción de cemento en Estados Unidos.

A diciembre de 2020, Grupo Argos poseía un portafolio articulado y enfocado en cemento, energía, concesiones y el negocio inmobiliario, con un Ebitda consolidado de COP 3,4 billones de pesos. Asimismo, mostraba una presencia balanceada en varias regiones del continente americano, diferentes tipos de monedas y sectores económicos, con presencia en 18 países y más de 14.000 empleados, llegando así a ser uno de los jugadores más importantes en infraestructura de la región.

Cementos Argos

Cementos Argos es una compañía multinacional en crecimiento que consolida su presencia en dieciséis países y territorios con economías emergentes y desarrolladas. A la fecha de este reporte (abril de 2021) es la cementera y concretera número uno en Colombia y una de las más relevantes del sector en el sureste de Estados Unidos, el Caribe y Centroamérica. La compañía cuenta con 13 plantas de cemento (siete en Colombia, cuatro en Estados Unidos y dos en Centro América y el Caribe), 265 plantas de concreto (46 en Colombia, 210 en Estados Unidos y nueve Centro América y el Caribe), nueve moliendas de clínker, 28 puertos y terminales de recepción y empaque,

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

más de 2.200 camiones mezcladores, 1.600 vagones de tren y cuatro barcos. La capacidad instalada total es de 23 millones de toneladas de cemento y 16,5 millones de metros cúbicos de concreto al año, y cuenta actualmente con 7.289 colaboradores.

Celsia

Celsia es una empresa cuyo objetivo es prestar servicios públicos de generación, transmisión y distribución de energía eléctrica a partir de fuentes renovables (hídrica eólica y solar) con respaldo térmico. Cuenta con cerca de 1,2 millones de clientes (hogares y empresas), tiene presencia en tres países (Colombia, Panamá y Costa Rica), tiene una capacidad instalada de 1.854 Mw a través de 22 centrales hidroeléctricas, tres térmicas, dos granjas solares y una central eólica que generan alrededor de 4.548 Gw/h anuales, y cuenta actualmente con 2.100 colaboradores.

Odinsa

Odinsa es la compañía de concesiones del *holding* focalizada en la estructuración, promoción, gestión y desarrollo de proyectos de infraestructura viales y aeroportuarios. Actualmente tiene presencia en cuatro países (Colombia, Ecuador, Republica Dominicana y Aruba), opera siete concesiones viales y dos aeroportuarias (aeropuerto internacional El Dorado en Bogotá y aeropuerto internacional Mariscal Sucre en Quito) y cuenta actualmente con 5.159 colaboradores, el 36 % directos y el 64 % indirectos.

INVERSIONES DE PORTAFOLIO

Además de sus inversiones estratégicas, Grupo Argos tiene un portafolio de COP 6,7 billones, compuesto por participaciones en Pactia (37,2 %), Desarrollo Urbano (100 %), Grupo Sura (27,7 %) y Grupo Nutresa (9,8 %). (Grupo Argos, 2020-b)

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Pactia

Pactia es la empresa del *holding* dedicada al desarrollo y operación de proyectos inmobiliarios en los sectores de comercio, logística y almacenamiento, oficinas, hoteles y auto-almacenamiento. Al cierre de 2020 tenía presencia en tres países (Colombia, Panamá y Estados Unidos), contaba con un portafolio de más de 63 activos con cerca de 850.000 metros cuadrados disponibles para arriendo, entre ellos ocho centros comerciales, siete hoteles, seis edificios de oficinas, cinco copropiedades y cuatro parques logísticos.

Desarrollo Urbano

Desarrollo Urbano es la compañía del *holding* encargada de diseñar, licenciar, estructurar y ejecutar los proyectos de desarrollo urbano y turístico. Administra activos por COP 2,3 billones, principalmente en los departamentos de Atlántico y Bolívar.

Grupo Nutresa

Grupo Nutresa es una de las compañías líderes en alimentos procesados en Colombia y América Latina. Dentro de sus operaciones se destacan las líneas de negocio de cárnicos, galletas, chocolates, cafés, helados y pastas. El Grupo cuenta actualmente con cerca de 46.000 colaboradores, tiene presencia directa en 14 países y posee 47 plantas de producción.

Grupo Sura

Grupo Sura es una compañía gestora de inversiones enfocada en servicios financieros y también hacen parte de su portafolio empresas del sector de alimentos y otros sectores básicos de la economía como la construcción, la infraestructura y la energía. El Grupo fue fundado en 1944 con la creación de Suramericana de Seguros; hoy día tiene presencia en 11 países de América Latina, cotiza en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y está inscrito en el programa ADR en Estados Unidos en el nivel 1.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

INFORMACIÓN DEL *MANAGEMENT* (EJECUTIVOS CLAVES)

Comité de presidentes

A partir del conocimiento profundo de cada uno de los negocios estratégicos, en este comité se discuten las decisiones que cobijan todo el grupo empresarial. Los presidentes de los negocios responden integralmente por los resultados de cada una de las compañías bajo la dirección de sus respectivas juntas directivas. El comité de presidentes está conformado por las siguientes personas:

- Jorge Mario Velásquez, presidente del Grupo Argos.
- Juan Esteban Calle, presidente de Cementos Argos.
- Ricardo Sierra, presidente de Celsia.
- Mauricio Ossa, presidente de Odinsa.
- María Clara Aristizábal, gerente de negocio de Desarrollo Urbano. (Grupo Argos, 2020a)

Junta directiva

La junta directiva es la encargada de tomar las decisiones necesarias para el cumplimiento de los objetivos estratégicos del Grupo y sus diferentes grupos de interés. Está conformada por siete miembros, cuatro de ellos independientes y tres mujeres.

- Rosario Córdoba, presidente de la junta (miembro independiente).
- Gonzalo Pérez, presidente del Grupo Sura S. A.
- Carlos Ignacio Gallego, presidente del Grupo Nutresa S. A.
- Claudia Betancourt, gerente general de Amalfi S. A.
- Ana Cristina Arango (miembro independiente).
- Jorge Uribe, consultor (miembro independiente).
- Armando Montenegro, BTG Pactual S. A. (miembro independiente). (Grupo Argos, 2020a)

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

ANÁLISIS FODA. FORTALEZAS, OPORTUNIDADES, DEBILIDADES Y AMENAZAS

Tabla 15. Grupo Argos. Matriz FODA

Fortalezas	Oportunidades
. Diversificación geográfica, tipos de industrias, sectores económicos y tipos de monedas.	. Es necesario implementar cambios normativos que permitan mayor profundidad, liquidez y eficiencia en el mercado público de valores colombiano.
. Trayectoria que ha permitido construir una identidad sólida y una amplia red de relaciones que permiten a las compañías participar de inversiones relevantes, así como atraer capital a bajo costo, nuevos socios estratégicos y el mejor talento humano.	. Continuar avanzando en la implementación de las prácticas de gobierno corporativo aplicables en los contextos de mercado en los que Grupo Argos participa.
. Gobierno corporativo con estándares internacionales en calidad de trabajo, ética conducta y transparencia.	. Aumentar capacidad instalada a partir de los proyectos que está trabajando en los negocios de energía y construcción.
. La rentabilidad de largo plazo, donde la rentabilidad total del accionista (ROE) alcanzó el 17 % anual durante los últimos 20 años.	. Plan de gobierno de Joe Biden en EE. UU. en el sector de infraestructura, donde en los próximos ocho años se espera una inversión de USD 2,25 billones.
. Reconocimiento a nivel mundial como miembro del Dow Jones Sustainability Index.	
Debilidades	**Amenazas**
. Como grupo empresarial, se cuenta con negocios que operan en diferentes contextos, sectores y ubicaciones geográficas, lo que exige contar con un modelo de liderazgo transversal que facilite la toma de decisiones, la movilidad del talento y la consecución del propósito y poder impregnar la cultura organizacional.	. Desarrollo de nuevas tecnologías y ecosistemas digitales que tengan un impacto en los modelos de negocio en los sectores en los que Grupo Argos participa: *blockchain* en la comercialización de energía, impresoras 3D en la construcción de viviendas, realidad aumentada en procesos de manufactura e inteligencia artificial en el relacionamiento con clientes, entre otros
. Mecanismos de control cada vez más automatizados, que permitan anticiparse en tiempo real a los riesgos que se presentan en los entornos y geografías en los que opera el Grupo.	. Enfermedades de salud y afectaciones de orden público que generen cierres viales, aeroportuarios y/o suspensión de actividades en el sector de la construcción.
	. Incertidumbre tributaria y fiscal en Colombia y nuevas tendencias de construcción, como el *steel framing*, podrían impactar en los insumos ofrecidos por el Grupo.
	. La creciente tendencia en inversiones ESG (*environmental*, *social and governance*) que generan mayores esfuerzos en el cumplimiento de compromisos ambientales, sociales y anticorrupción.

Fuente: elaboración de los autores.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

PRODUCTOS Y SERVICIOS

Los productos y servicios del Grupo provienen principalmente de la gestión de sus inversiones estratégicas centradas en la operación de los diferentes sectores.

Cementos Argos
Concreto, cemento para diferentes propósitos y agregados: mezclas, cal y arena, entre otros.

Celsia
Generación y distribución energía eléctrica a partir de fuentes convencionales y renovables, movilidad eléctrica, internet de fibra óptica, distrito térmico, iluminación eficiente y electrodomésticos con respaldo de marcas aliadas, entre otros.

Odinsa
Productos y servicios de infraestructura vial como construcción de vías, operación de peajes y administración de aeropuertos, estructuración de proyectos y mantenimiento y ampliaciones de infraestructuras existentes, entre otros.

Con las inversiones en portafolio que presenta en los otros grupos empresariales, el Grupo también tiene un portafolio de productos y servicios asociados al sector de alimentos con Grupo Nutresa y servicios asociados a los fondos de pensiones y seguros ofrecidos por Grupo Sura.

ESTRATEGIA

El proceso estratégico que ha desarrollado Grupo Argos dese 2012 hasta la fecha de este reporte (abril de 2021) ha sido el de un crecimiento concentrado en activos esenciales dentro de la matriz de infraestructura de la región, permitiéndole contar con

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

participación en los sectores de energía, concesiones viales y aeroportuarias, materiales de construcción y propiedad raíz en 18 países.

Su estrategia seguirá dirigida hacia dos focos: el crecimiento selectivo y rentable y el fortalecimiento del retorno sobre la inversión de las compañías con visión de largo plazo. La rotación del capital y la diversificación geográfica han sido una premisa en su estrategia. Grupo Argos tiene presencia en sectores que jugarán un papel fundamental en la recuperación económica y social de la región, donde la inversión pública y privada en infraestructura será el pilar de los programas de estímulo y reactivación de las economías y el empleo.

Las premisas de la estrategia del Grupo Argos son las siguientes:

a) Crecimiento rentable y reasignación de capital para maximizar el retorno sobre la inversión.
b) Eficiencia operacional en la matriz y en las operaciones para fortalecer el flujo de caja y la generación de valor.
c) Activos regulados y estables con oportunidades para atraer capital institucional y rentabilizar el crecimiento futuro.
d) Visión de sostenibilidad que enmarca el actuar del *holding* en tres pilares: i) inversión consciente; ii) práctica de vanguardia y iii) operación responsable. (Grupo Argos, 2020a)

DESARROLLOS RECIENTES

Cementos Argos

A raíz de la pandemia, la compañía puso en marcha RESET, un plan para mitigar los impactos asociados a la emergencia sanitaria que abarca las dimensiones humana, operacional, financiera y social, destacando resultados importantes como la conservación del 100 % de los empleos y la reducción consolidada de la deuda. La compañía obtuvo ahorros por USD 115 millones y una sólida posición de caja de COP 621.000 millones.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Cemento Verde es un producto innovador que marca la ruta en su compromiso de continuar liderando la industria en materia de sostenibilidad y adaptación al cambio climático.

Por último, se resalta la puesta en marcha de un sistema modular en concreto para la construcción de vivienda, con el que se mejorará la calidad de la oferta actual de vivienda social y se espera impactar positivamente la productividad del sector.

Celsia

En 2020, la compañía puso en marcha la configuración de dos plataformas consideradas como componentes relevantes en la estrategia del negocio, en la medida en que permitirán aumentar la escala de las inversiones en energías renovables no convencionales y de transmisión y distribución con un uso óptimo del capital invertido.

La primera es Cubico Sustainable Investments, un inversionista global especializado en proyectos de energía renovable. Con este aliado, al cierre de 2020 se operaban 38 Mw en proyectos de energía solar, que se incrementarán hasta 650 Mw durante los próximos tres años.

La segunda es Caoba, una plataforma con activos de alta tensión que incluye la operación en la costa Caribe y algunos activos en Tolima y Valle del Cauca, y que en 2020 representó COP 150.000 millones en ingresos.

Adicionalmente, en ese mismo año se puso en operación 30 Mw de energía solar con las plantas Celsia Solar Espinal, en Tolima, y El Carmelo, en Valle del Cauca, además de techos solares en hogares y empresas. Asimismo, avanzó en el desarrollo de dos parques eólicos en La Guajira, con una capacidad de 330 Mw, e inauguró la pequeña central hidroeléctrica San Andrés de Cuerquia, con una capacidad de generación de 19,9 Mw.

Odinsa

Los cierres ordenados por los Gobiernos de las diferentes geografías afectaron los tráficos aeroportuarios y de carreteras; por ende, los esfuerzos de la compañía y el plan de choque implementado en cada concesión estuvieron orientados a mantener

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

la operación con todas las medidas de bioseguridad y cumplir con los contratos de concesión. Se ejecutó un plan de eficiencias que permitió lograr ahorros por COP 37.000 millones en los gastos: una disminución del 17 %. Los principales objetivos de la compañía son los siguientes:

- Avanzar en la construcción de Pacífico 2, obra esencial para la conexión del centro de Colombia con el Pacífico, con un desarrollo del 97 % del proyecto.
- Continuar la estructuración de la Vía Perimetral de la Sabana y la Malla Vial de Meta.

ANÁLISIS DE LOS COMPETIDORES

La Tabla 16 muestra los principales competidores en cada uno de los sectores que Grupo Argos tiene presencia, discriminados por los ingresos operacionales para los negocios de cementos y concesiones y por la capacidad instalada en el negocio de generación de energía.

Tabla 16. Grupo Argos. Principales competidores por compañía

Cementos Argos		**Celsia**		**Odinsa**	
Compañía	Capacidad instalada (millones toneladas)	Compañía	Capacidad instalada (Mw)	Compañía	Ingresos (COP millones)
Cemex Latam	4	EPM	3.683	Amarilo S. A. S.	1.131
Holcim	2,1	Isagén	3.032	SACYR Construcción	1.110
Alion	1,5	AES Chivor	1.000	Constructora Colpatria	923
Ultracem	1,2			Mincivil	839

Fuente: elaboración de los autores a partir de CapitalCube (s. f.); Asociación Colombiana de Generadores de Energía Eléctrica, Acolgen (s. f.); y Colombia, Superintendencia de Sociedades (s. f.).

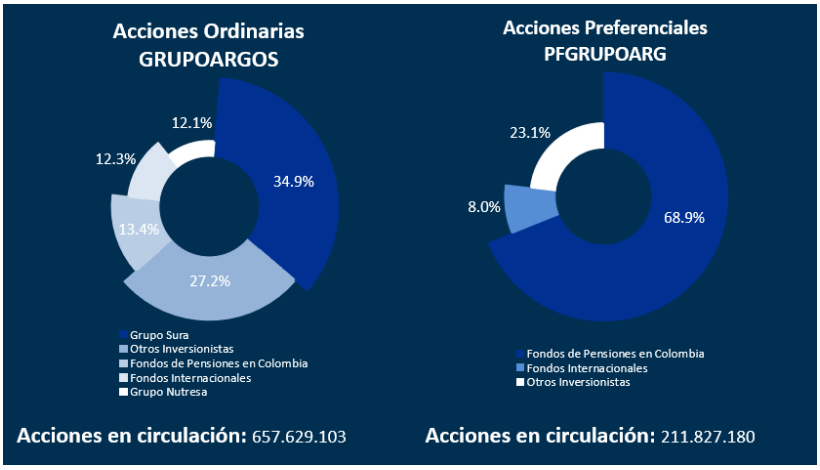
Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

Principales accionistas

La clasificación accionaria de Grupo Argos se hizo según el tipo de acción: ordinaria (GRUPOARGOS) a la izquierda y preferencial **(**PFGRUPOARG.) a la derecha de la Figura 14.

Figura 14. Grupo Argos. Clasificación de los accionistas



Fuente: elaboración de los autores a partir de Colombia, Superintendencia Financiera (s. f.).

Liquidez accionaria

Grupo Argos se encuentra inscrito en la Bolsa de Valores de Colombia desde el 21 de agosto de 1981; anteriormente denominado Inversiones Argos y Compañía de Cementos Argos, el Grupo presenta una capitalización bursátil de COP 9,07 billones y un índice de bursatilidad accionario (IBA) de 7,8540 de 10, lo que indica una alta bursatilidad según el reporte de la Superintendencia Financiera (s. f.) a 30 de abril de 2021.

Libre flotación

El porcentaje de acciones del Grupo Argos de libre flotación es del 39,52 %. Las acciones restantes se dividen entre Grupo Sura, Grupo Nutresa y fondos nacionales e internacionales.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Política de dividendos

En la asamblea general, Grupo Argos decreta anualmente el pago de dividendos tanto para las acciones ordinarias como para las preferenciales, las fechas y el método de pago (efectivo o acciones entre otros). Para definir el monto de este pago se parte de la utilidad neta obtenida en el año inmediatamente anterior, a la cual se les restan las reservas correspondientes al año en curso. El dividendo por acción promedio desde 2015 es de COP 350, con un crecimiento anual del 7 %. Solo en 2021 el crecimiento fue del 1,6 % respecto a 2020.

RIESGOS DE INVERSIÓN

La Tabla 17 muestra los principales riesgos identificados para el *holding* y su plan de mitigación correspondiente.

Tabla 17. Grupo Argos. Matriz de riesgos

Tipo de riesgo	Descripción del riesgo	Plan de mitigación
1. Riesgo de mercado Entorno macroeconómico y político en los países donde Grupo Argos tiene presencia.	Posible afectación en el valor del portafolio debido a la incertidumbre, credibilidad y estabilidad económica, política y legal; deterioro de la calificación crediticia soberana que genere incrementos en las primas de riesgo	1.1 Ejercicios constantes de cuantificación de riesgos. 1.2 Seguimiento al desempeño económico e institucional, finanzas públicas y calificadoras en los países donde se tiene presencia. 1.3 Relacionamiento con agremiaciones, instituciones y autoridades, que permitan tener información oportuna y participar de los futuros cambios en las regulaciones.
2. Riesgo operativo Cumplimiento de los objetivos de negocio	Menor rentabilidad y márgenes por dinámicas de las compañías, entorno, incluyendo fenómenos sociales y ambientales que impidan el cumplimiento de los objetivos de la operación y generando retrasos a los proyectos. Posible impacto en los flujos de caja operativos generados por las compañías, afectando el valor del portafolio.	2.1 Definición de lineamientos de operación responsable. 2.2 Diversificación sectorial, geográfica y tipos de mercado. 2.3 Seguimiento constante a la estrategia a través de indicadores en las diferentes instancias de las compañías en cada uno de los proyectos estratégicos.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

3. Riesgo financiero	Posible deterioro de la flexibilidad financiera originado por falta de una adecuada composición de endeudamiento y asignación del capital disponible, en procesos de fusiones y adquisiciones, afectando el desempeño del portafolio	3.1 Planeación estratégica y financiera estricta y focalizada en cada negocio. 3.2 Seguimiento periódico a los principales indicadores de liquidez, rentabilidad, solvencia, de endeudamiento que permitan tomar decisiones asertivas y oportunas. 3.3 Debida diligencia en los procesos de fusiones y adquisiciones.
4.Riesgo reputacional	Posible deterioro del precio de la acción o del valor de las inversiones generados por temas mediáticos, que afecten negativamente la solidez reputacional y la confianza ante los diferentes grupos de interés del Grupo Argos. Multas, Sanciones o acciones legales en contra de las compañías.	4.1 Políticas de buen Gobierno Corporativo, Códigos de ética, capacitación sobre la prevención del lavado de activos y actos de financiación del terrorismo a los diferentes grupos de interés 4.2 Fortalecimiento de la Cultura Organizacional en todas las geografías. 4.3 Tener un debido control de auditorías, control interno, y planes de manejo de incidentes y mesas de crisis.
5. Procesos internos Gestión del talento humano	Fallas en los procesos de selección del talento para los cargos de sucesión y/o permanencia del talento experto, que permitan hacer frente a los retos organizacionales, y evitar la pérdida de conocimiento clave. Alta rotación del personal, que implique costos de capacitación y curvas de aprendizaje.	5.1 Identificación de competencias necesarias en la organización y capacitación y formación constante en las mismas. 5.2 Esquemas de compensación competitivos, tanto salarial como emocional y de calidad de vida. 5.3 Gestión del desempeño permanente.
6. Riesgo ambiental Cambio climático	Cambios en la normatividad, especificaciones de operación, afectación a instalaciones o activos, a causa del cambio climático deteriorando el valor de las inversiones o activos de las compañías, adicionalmente podría aumentar los costos de capital y dificultar el acceso a las fuentes de financiación.	6.1 Establecer un plan de trabajo a mediano y largo plazo que permita mitigar estos efectos, a través de una estrategia de cambio climático en las empresas del Grupo Argos. 6.2 Monitoreo y seguimiento a las vulnerabilidades identificadas. 6.3 Incentivo de planes de desarrollo e innovación que apalanque procesos, procedimientos, productos y servicios amigables con el medio ambiente.

Fuente: elaboración de los autores a partir de información pública del Grupo.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

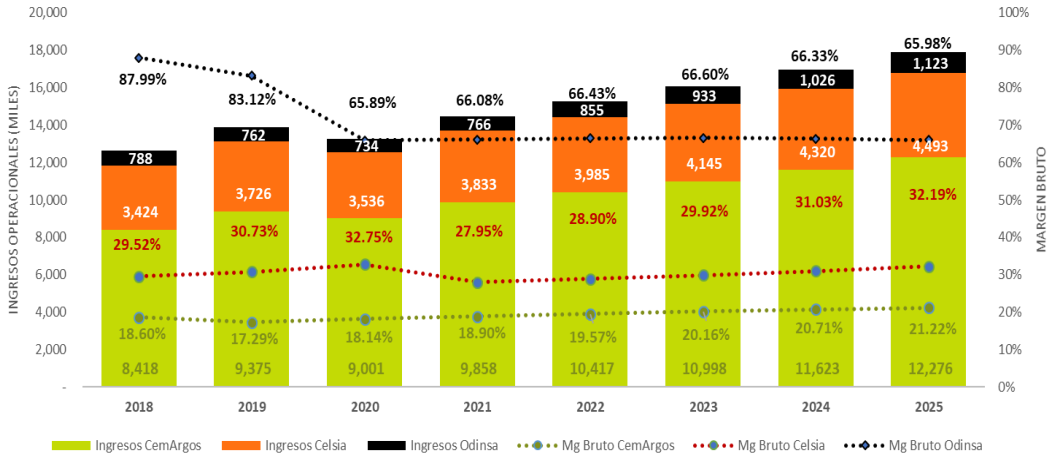
A continuación, se presentan las cifras más relevantes para cada una de las empresas que conforman el portafolio estratégico del *holding* Grupo Argos.

Supuestos de operación: ingresos y margen bruto

Para la proyección de los ingresos de las tres compañías se partió de la participación histórica de los ingresos de cada una sobre el PIB en cada país donde tiene presencia. Con esta información, y según las expectativas de crecimiento de las regiones y los sectores, los planes y estrategias de las empresas, se proyectaron los ingresos entre 2021 y 2025 en cada una de las geografías.

Para la proyección del costo de la mercancía vendida se partió de la relación actual de este rubro sobre los ingresos operacionales de cada compañía teniendo en cuenta las eficiencias que se han obtenido y se esperan alcanzar con los diferentes planes de eficiencia operacional efectuados en cada negocio. Se presumen mejoras en los márgenes brutos para Cementos Argos y Celsia y mantenerlos en Odinsa, para alcanzar en 2025 el 21.22%, el 32,19% y el 65,98 %, respectivamente [Figura 15].

Figura 15. Grupo Argos. Evolución de los ingresos frente al margen bruto



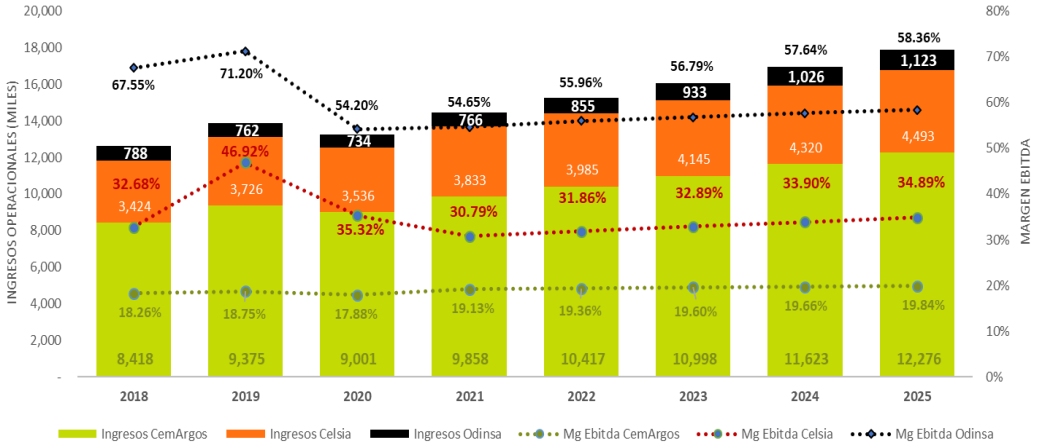
Fuente: elaboración de los autores. (Valores en COP millones).

Adicionalmente, para determinar el Ebitda generado por cada compañía se proyectaron los gastos de administración y ventas y los otros ingresos operacionales

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

netos, manteniendo su relación sobre los ingresos operacionales generados y los niveles de depreciación y amortización en conformidad con los planes de reposición de Capex de cada empresa. Para 2025 se proyecta que el margen Ebitda de Odinsa y Celsia lleguen nuevamente a niveles pre-pandemia (58 y 35 %, respectivamente), y para Cementos Argos llegar a un margen Ebitda de cerca del 20 %, como resultado de RESET, el Plan de Trabajo de Eficiencia Operacional [Figura 16].

Figura 16. Grupo Argos. Evolución de los ingresos frente al margen Ebitda



Fuente: elaboración de los autores. (Valores en COP millones).

Evolución del capex frente al capex/ingresos

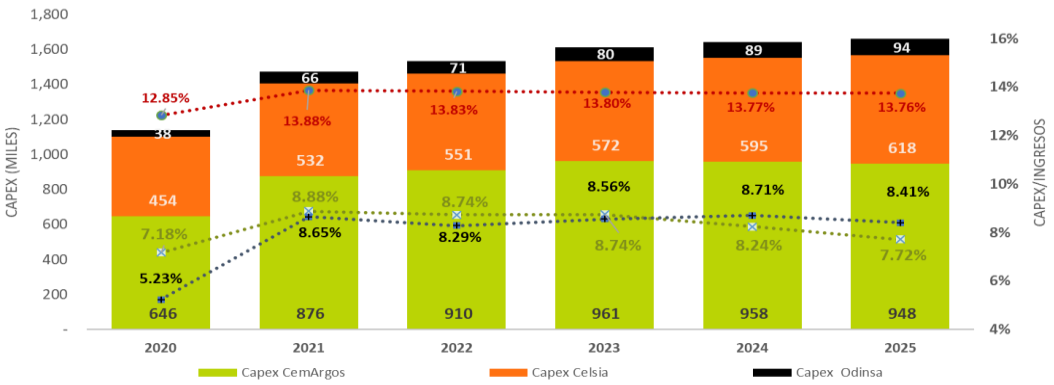
Para el capex se proyectó una relación con los ingresos en conformidad con la etapa de cada negocio y su nivel de reactivación. Para Cementos Argos se espera un incremento en los primeros tres años de proyección, para luego estabilizarse en los siguientes dos años, llegando a niveles del 7,7 % del capex sobre el nivel de ingresos.

Para Celsia se espera una dinámica relativamente estable, llegando cerca del 14 % del capex sobre los ingresos, evidenciando la etapa de crecimiento que este negocio opera proporcionalmente a su potencial.

Para Odinsa se espera un crecimiento significativo respecto a 2020 en razón del efecto base, debido a la contracción que ha tenido este negocio durante la pandemia, pero que se está reactivando en sus diferentes operaciones en 2021 [Figura 17].

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Figura 17. Grupo Argos. Evolución del capex frente al capex/ingresos



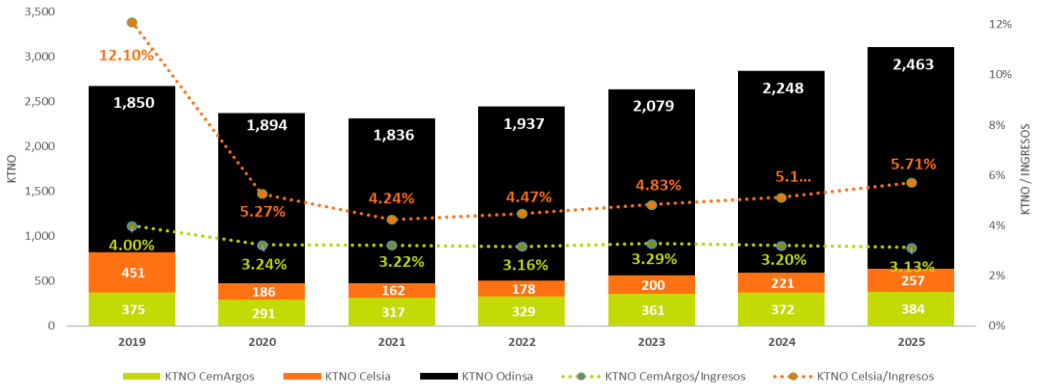
Fuente: elaboración de los autores. (Valores en COP millones).

Capital de trabajo neto operativo (KTNO)

Para el cálculo del KTNO de cada compañía se estimaron las rotaciones por días de los inventarios, las cuentas por pagar (CxP) a proveedores y las cuentas por cobrar (CxC), considerando que, en el horizonte de proyección, año a año tiendan a los niveles que traían antes de la pandemia. De esta manera, para Cementos Argos, que es la empresa más madura, la relación del KTNO/ingresos estará estable, incluso con una leve disminución para los dos últimos años de proyección.

Para Celsia se estima un leve incremento, hasta llegar al 5,71 % en 2025. En el caso de Odinsa, por la naturaleza de la industria, los requerimientos de capital de trabajo son significativos (cerca de COP 2 billones), ya que sus CxC son a largo plazo, y se proyecta un crecimiento del 12,3 % en el último año de proyección [Figura 18].

Figura 18. Grupo Argos. Evolución del KTNO frente al KTNO/ingresos



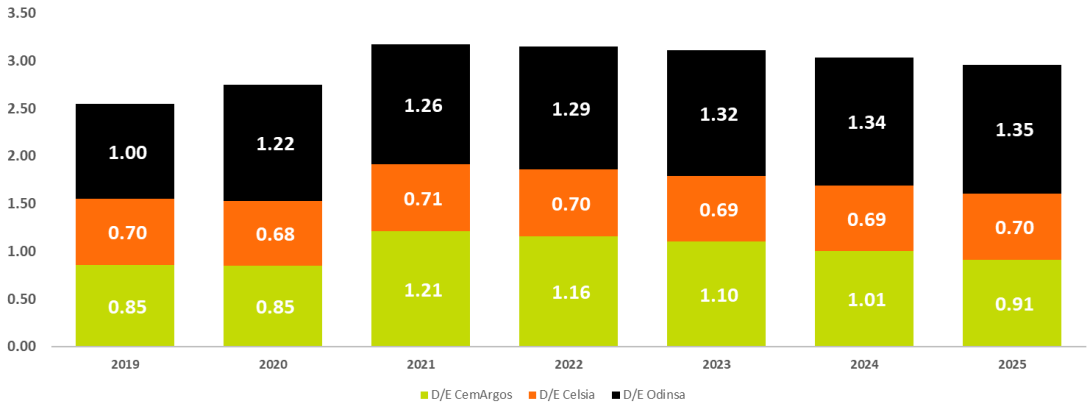
Fuente: elaboración de los autores. (Valores en COP millones).

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Estructura financiera. Razón D/E

La Figura19 muestra la evolución de la estructura de capital de cada compañía a precios de mercado a partir de la proyección entre 2021 y 2025, donde Celsia tiene una estructura D/E muy ajustada a la del promedio del mercado, por lo que no tendrá variaciones significativas. Por su parte, Odinsa presenta una estructura D/E menos apalancada en comparación al promedio del mercado, mientras que Cementos Argos presenta mayor nivel de deuda que el promedio del sector.

Figura 19. Grupo Argos. Evolución de la razón D/E de las inversiones estratégicas



Fuente: elaboración de los autores.

DIAL BEN GRAHAM

Tabla 18. Criterios para el análisis Ben Graham

#	CRITERIO BEN GRAHAM
1	Mayor a 2x del *yield* de los bonos del tesoro de EE. UU. a 10 años.
2	Menor o igual a la mitad del valor P/E más alto de los últimos cinco años.
3	Mayor o igual a la mitad del valor del *yield* de los bonos del tesoro de EE. UU. a 10 años.
4	Menor o igual a 1,5x el valor en libros de la acción.
5	Menor al valor en libros del *equity*.
6	Mayor o igual a 2
7	Mayor o igual al 7 % en los últimos cinco años.
8	Estabilidad en el crecimiento de las ganancias.

Fuente: elaboración de los autores.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

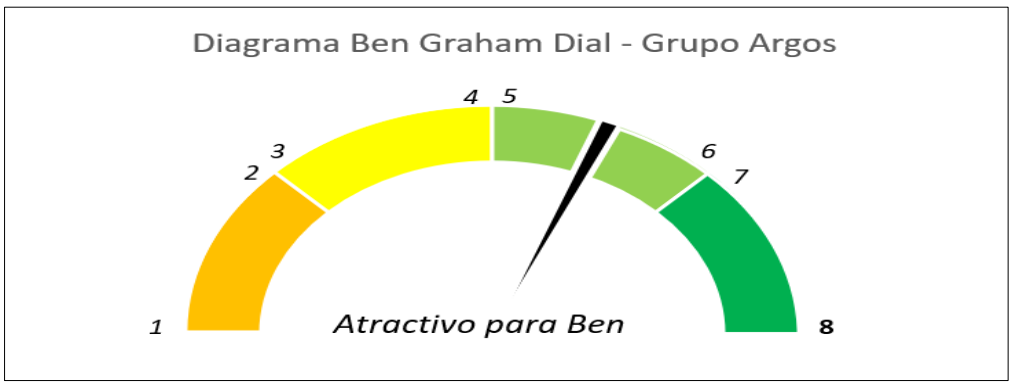
Tabla 19. Grupo Argos. Análisis Ben Graham

#	INDICADOR	FÓRMULA	AÑO BASE 2020	CRITERIO	VALIDACIÓN		OBSERVACIONES
1	E/P	Utilidad por acción / precio	12 %	2 %	6.4	Cumple	La utilidad por acción es 6,4 veces mayor al rendimiento del bono del tesoro de EE. UU. a 10 años.
2	P/E	Precio / utilidad por acción	8.6	7,5	1.1	No cumple	El criterio no cumple, ya que el P/E actual de 8,6 no es inferior a la mitad del P/E más alto de los últimos cinco años que se obtuvo en 2017, con un valor de 15.
3	*Dividend yield*	Dividendo / precio	4 %	1 %	3.9	Cumple	Se cumple considerando que el *dividend yield* es 3,9 veces mayor al criterio.
4	Precio	Precio por acción - Pat / # de acciones	10.590	45.252	4.3	Cumple	Se cumple considerando que el valor actual de la acción es inferior en 4,3 veces al valor en libros por acción.
5	Deuda total	Deuda total	16,9 billones	26,2 billones	36 %	Cumple	El valor de la deuda es 36 % inferior al valor del *equity*, por lo que se cumple el criterio
6	Razón corriente	Activo corriente / pasivo corriente	1.1	2,0		No cumple	No cumple, ya que la razón corriente es inferior a 2.
7	Crecimiento de Ingresos	Crecimiento de ingresos	5 %	7 %	71 %	No cumple	No cumple, ya que el crecimiento promedio de los últimos cinco años ha sido del 5 %, siendo solo del 71 % del valor del criterio.
8	Crecimiento de ganancias	Crecimiento de ganancias	9 %			Cumple	La compañía ha presentado utilidades netas positivas con un crecimiento promedio del 9 % en los últimos cinco años.

Fuente: elaboración de los autores.

En conclusión, de los ocho criterios propuestos por Ben Graham, Grupo Argos cumple cinco de ellos; por tanto, se puede decir que comprar la acción sería atractivo para este autor, lo que confirman la recomendación de *comprar* hecha en la valoración [Figura 20].

Figura 20. Grupo Argos. Dial del análisis Ben Graham



Fuente: elaboración de los autores.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

FUENTES DE INFORMACIÓN

ámbito (s. f.). *Riesgo País Colombia*. Recuperado de https://www.ambito.com/contenidos/riego-pais-colombia.html

Asociación Colombiana de Generadores de Energía Eléctrica, Alcogen (s. f.). *Capacidad instalada en Colombia*. Recuperado de https://www.acolgen.org.co/capacidad-instalada/

Banco Mundial (8 de junio de 2020). *La COVID-19 (coronavirus) hunde a la economía mundial en la peor recesión desde la Segunda Guerra Mundial*. Recuperado de https://www.bancomundial.org/es/news/press-release/2020/06/08/covid-19-to-plunge-global-economy-into-worst-recession-since-world-war-ii

Barcena, A. (25 de marzo de 2020). Cuál es el impacto económico del Coronavirus. *Revista Semana*. Obtenido de https://www.semana.com/economia/articulo/cual-es-el-impacto-economico-del-coronavirus/659103

Bloomberg Markets (s. f.). Sitio web https://www.bloomberg.com/markets

Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s. f.-a). Sitio web https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc

Bolsa de Valores de Colombia, BVC (s. f.-b). *Registro Nacional de Valores y Emisores*. Recuperado de https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/simev/registro-nacional-de-valores-y-emisores-rnve/informacion-emisores/ofertas-publicas/informacion-mercado-de-valores/indice-de-bursatilidad-accionario-80420

Cámara Colombiana de la Construcción, Camacol (2020). *Tendencias de la Construcción*. Edición n.º 19. Recuperado de https://camacol.co/sites/default/files/Tendencias%20de%20la%20Construcci%C3%B3n%2019.pdf

CapitalCube (s. f.). *Robo Portfolio*. Recuperado de https://online.capitalcube.com/

Colombia, Comisión de Regulación de Energía y Gas, CREG (s. f.). *Estructura del Sector*. Recuperado de https://www.creg.gov.co/sectores/energia-electrica/estructura-del-sector

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE (s. f.-a). *Indicador de Inversión en Obras Civiles (IIOC)*. Recuperado de https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/construccion/indicador-de-inversion-en-obras-civiles

Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE (s. f.-b). *Indicador de Producción de Obras Civiles (IPOC)*. Recuperado de https://www.dane.gov.co/index.php/actualidad-dane/5358-el-dane-presento-el-indicador-de-produccion-de-obras-civiles-ipoc

Colombia, Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE (2021). *Boletín Técnico. Estadísticas de Cemento Gris (ECG)*. Recuperado de https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/cemento_gris/Bol_cemen_gris_feb21.pdf

Colombia, Ministerio de Transporte (2020). *Sector de infraestructura aportó 10,7 % en el crecimiento del PIB 2019*. Recuperado de https://www.mintransporte.gov.co/publicaciones/8127/sector-de-infraestructura-aporto-107-en--el-crecimiento-del-pib-2019/

Colombia, Superintendencia de Sociedades (s. f.). Sitio web https://www.supersociedades.gov.co/SitePages/Inicio.aspx

Colombia, Superintendencia Financiera (s. f.). *Índice de bursatilidad accionario*. Recuperado de https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/simev/registro-nacional-de-valores-y-emisores-rnve-80102

Consejo Privado de Competitividad (2021). *Informe Nacional de Competitividad 2020-2021*. Recuperado de https://compite.com.co/informe/informe-nacional-de-competitividad-2020-2021/

Damodaran, A. (s. f.). *Capital Structure Emerging Markets*. Recuperado de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

Grupo Argos (2020a) *Reporte Integrado*. Recuperado de https://www.grupoargos.com/es-co/sostenibilidad/reporte-integrado

Grupo Argos (2020b). *Presentación Corporativa Grupo Argos S. A*. Recuperado de https://www.grupoargos.com/Portals/0/documentos/inversionistas/presentaciones_corporativas/GA_junio_Presentacion_Corporativa_2020.pdf

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Grupo Bancolombia (2021). *Grupo Argos: OPAIN logra acuerdo con la ANI para extender plazo de la concesión* [Presentación Power Point]. Desayuno con Bancolombia, p. 8. Disponible por descarga en https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas

Grupo Bancolombia (s. f.). *Investigaciones Económicas*. Sitio web https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas

Infobae (31 de marzo de 2021). Joe Biden presentó su plan de infraestructura: buscará invertir USD 2 billones y "creará millones de empleos". *Infobae*. Recuperado de https://www.infobae.com/america/eeuu/2021/03/31/joe-biden-presento-su-plan-de-infraestructura-buscara-invertir-usd-2-billones-y-creara-millones-de-empleos/

McKinsey Global Institute, MGI (2017). *Reinventing construction: A route to higher productivity*. Recuperado de https://www.mckinsey.com/~/media/McKinsey/Business%20Functions/Operations/Our%20Insights/Reinventing%20construction%20through%20a%20productivity%20revolution/MGI-Reinventing-Construction-Executive-summary.pdf

Neira Marciales, L. (5 de noviembre de 2019). En la última década han ingresado seis nuevas cementeras al mercado local. *La República*. Recuperado de https://www.larepublica.co/empresas/en-la-ultima-decada-han-ingresado-seis-nuevas-cementeras-al-mercado-local-2928246

Quintero Vega, A. (29 de septiembre de 2016). El mercado del cemento facturó $ 11,2 billones durante el año pasado. *La República*. Recuperado de https://www.larepublica.co/empresas/el-mercado-del-cemento-facturo-112-billones-durante-el-ano-pasado-2426141

XM (s. f.-a). Históricos de demanda de energía eléctrica. Recuperado de https://www.xm.com.co/Paginas/Consumo/historico-de-demanda.aspx

XM (s. f.-b). Pronósticos de demanda de energía eléctrica. Recuperado de https://www.xm.com.co/Paginas/Consumo/historico-de-demanda.aspx

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

APÉNDICES

Cementos Argos. Estado de la situación financiera (ESF) histórico y proyectado. (COP millones)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ACTIVO								
Activo Corriente								
Efectivo y Equivalente de efectivo	$ 640,837	$ 353,211	$ 612,014	$ 665,916	$ 847,682	$ 898,887	$ 982,847	$ 1,212,792
Instrumentos financieros derivados	$ 1,528	$ 355	$ 66	$ 66	$ 66	$ 66	$ 66	$ 66
Otros activos financieros corrientes	$ 3,210	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	$ 989,716	$ 1,028,622	$ 921,175	$ 1,013,159	$ 1,070,586	$ 1,130,314	$ 1,194,620	$ 1,261,689
Saldos a favor de impuestos	$ 310,534	$ 300,338	$ 179,226	$ 179,226	$ 179,226	$ 179,226	$ 179,226	$ 179,226
Inventarios	$ 851,417	$ 899,542	$ 814,997	$ 901,516	$ 950,662	$ 1,001,637	$ 1,056,443	$ 1,088,710
Otros activos no financieros	$ 75,332	$ 76,282	$ 64,883	$ 64,883	$ 64,883	$ 64,883	$ 64,883	$ 64,883
Activos mantenidos para la venta	$ 15,787	$ 31,944	$ 70,240	$ 70,240	$ 70,240	$ 70,240	$ 70,240	$ 70,240
Total activo corriente	**$ 2,888,361**	**$ 2,690,294**	**$ 2,662,601**	**$ 2,895,006**	**$ 3,183,345**	**$ 3,345,253**	**$ 3,548,324**	**$ 3,877,606**
Activo no corriente								
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	$ 166,742	$ 147,825	$ 140,338	$ 133,230	$ 126,482	$ 120,076	$ 113,995	$ 108,221
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	$ 89,626	$ 47,415	$ 26,955	$ 26,955	$ 26,955	$ 26,955	$ 26,955	$ 26,955
Instrumentos financieros derivados	$ 618	$ 3,675	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -
Otros activos financieros no corrientes	$ 934,323	$ 982,630	$ 736,412	$ 736,412	$ 736,412	$ 736,412	$ 736,412	$ 736,412
Otros activos intangibles, neto	$ 954,841	$ 833,014	$ 750,224	$ 628,690	$ 525,428	$ 436,700	$ 360,642	$ 291,779
Activos por derecho de uso de arrendamiento, neto	$ -	$ 964,860	$ 701,804	$ 566,927	$ 442,562	$ 326,415	$ 217,123	$ 111,763
Propiedad, planta y equipos, Neto	*$ 11,438,092*	$ 11,135,945	$ 11,214,205	$ 11,312,227	$ 11,439,510	$ 11,612,302	$ 11,772,318	$ 11,914,591
Propiedades de inversión	$ 191,903	$ 205,370	$ 169,154	$ 169,154	$ 169,154	$ 169,154	$ 169,154	$ 169,154
Crédito mercantil, neto	$ 1,828,481	$ 1,718,298	$ 1,818,708	$ 1,818,708	$ 1,818,708	$ 1,818,708	$ 1,818,708	$ 1,818,708
Activos biológicos	$ 21,257	$ 20,638	$ 20,404	$ 20,404	$ 20,404	$ 20,404	$ 20,404	$ 20,404
Activo por impuesto diferido	$ 355,775	$ 271,093	$ 333,719	$ 333,719	$ 333,719	$ 333,719	$ 333,719	$ 333,719
Gastos pagados por anticipado y otros activos	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -
Total activo no corriente	**$ 15,981,658**	**$ 16,330,763**	**$ 15,911,923**	**$ 15,746,427**	**$ 15,639,335**	**$ 15,600,845**	**$ 15,569,429**	**$ 15,531,707**
TOTAL ACTIVOS	**$ 18,870,019**	**$ 19,021,057**	**$ 18,574,524**	**$ 18,641,432**	**$ 18,822,679**	**$ 18,946,098**	**$ 19,117,753**	**$ 19,409,312**

Nota. Todas las figuras de esta sección son elaboración de los autores.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
PASIVO								
Pasivo corriente								
Pasivos por arrendamiento	$ -	$ 148,753	$ 125,598	$ 128,612	$ 132,471	$ 137,107	$ 142,180	$ 146,588
Pasivos comerciales y cuentas por pagar	$ 1,176,817	$ 1,220,127	$ 1,017,385	$ 1,161,954	$ 1,246,423	$ 1,313,258	$ 1,408,591	$ 1,484,604
Impuestos, gravámenes y tasas	$ 268,207	$ 191,974	$ 191,685	$ 191,685	$ 191,685	$ 191,685	$ 191,685	$ 191,685
Pasivo por beneficios a empleados	$ 160,802	$ 155,269	$ 113,859	$ 116,592	$ 120,089	$ 124,292	$ 128,891	$ 132,887
Provisiones	$ 81,863	$ 83,886	$ 153,625	$ 153,625	$ 153,625	$ 153,625	$ 153,625	$ 153,625
Otros pasivos financieros	$ -	$ 16,030	$ 3,811	$ 3,902	$ 4,020	$ 4,160	$ 4,314	$ 4,448
Instrumentos financieros derivados	$ 277	$ 16,310	$ 21,611	$ 22,130	$ 22,794	$ 23,591	$ 24,464	$ 25,223
Ingresos recibidos por anticipado y otros pasivos	$ 129,706	$ 130,035	$ 86,841	$ 88,925	$ 91,593	$ 94,799	$ 98,306	$ 101,354
Pasivos asociados a activos no corrientes mantenidos par	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -
Total pasivo corriente	**$ 1,817,672**	**$ 1,962,384**	**$ 1,714,415**	**$ 1,867,425**	**$ 1,962,699**	**$ 2,042,518**	**$ 2,152,057**	**$ 2,240,413**
Pasivo no corriente								
Obligaciones financieras, totales	$ 3,846,650	$ 3,405,403	$ 3,276,618	$ 3,269,258	$ 3,269,258	$ 3,269,258	$ 3,269,258	$ 3,269,258
Pasivos por arrendamiento		$ 805,354	$ 602,539	$ 617,000	$ 635,510	$ 657,753	$ 682,090	$ 703,234
Pasivos comerciales y cuentas por pagar	$ 1,832	$ 1,159	$ 33	$ 33	$ 33	$ 33	$ 33	$ 33
Pasivo por beneficios a empleados	$ 298,401	$ 289,800	$ 300,623	$ 307,838	$ 317,073	$ 328,171	$ 340,313	$ 350,863
Instrumentos financieros derivados	$ 22,973	$ 48,719	$ 95,940	$ 95,940	$ 95,940	$ 95,940	$ 95,940	$ 95,940
Provisiones	$ 211,710	$ 167,365	$ 181,716	$ 181,716	$ 181,716	$ 181,716	$ 181,716	$ 181,716
Bonos en circulación, totales	$ 3,379,202	$ 3,312,570	$ 3,509,621	$ 3,444,240	$ 3,444,240	$ 3,309,381	$ 3,092,004	$ 2,877,637
Otros pasivos	$ 27,614	$ 1,634	$ 1,443	$ 1,443	$ 1,443	$ 1,443	$ 1,443	$ 1,443
Pasivo neto por impuesto diferido	$ 268,287	$ 174,222	$ 179,619	$ 179,619	$ 179,619	$ 179,619	$ 179,619	$ 179,619
Total pasivo no corriente	**$ 8,056,669**	**$ 8,206,226**	**$ 8,148,152**	**$ 8,097,087**	**$ 8,124,832**	**$ 8,023,313**	**$ 7,842,415**	**$ 7,659,743**
TOTAL PASIVO	**$ 9,874,341**	**$ 10,168,610**	**$ 9,862,567**	**$ 9,964,512**	**$ 10,087,531**	**$ 10,065,831**	**$ 9,994,472**	**$ 9,900,156**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Cementos Argos. Estado de resultados integral (ERI). (COP millones)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
OPERACIONES CONTINUADAS								
Ingresos Operacionales	$ 8,417,604	$ 9,375,076	$ 9,000,548	$ 9,857,759	$ 10,416,508	$ 10,997,647	$ 11,623,325	$ 12,275,894
Costos de la mercancía vendida	$ 6,271,065	$ 6,974,703	$ 6,584,974	$ 7,212,126	$ 7,605,293	$ 8,013,097	$ 8,451,543	$ 8,907,625
Depreciaciones y amortizaciones	$ 581,223	$ 779,705	$ 783,001	$ 783,001	$ 773,210	$ 767,007	$ 765,023	$ 763,457
Utilidad Bruta	**$ 1,565,316**	**$ 1,620,668**	**$ 1,632,573**	**$ 1,862,632**	**$ 2,038,005**	**$ 2,217,543**	**$ 2,406,759**	**$ 2,604,812**
Margen Bruto	**18.60%**	**17.29%**	**18.14%**	**18.90%**	**19.57%**	**20.16%**	**20.71%**	**21.22%**
Gastos de administración y ventas	$ 759,429	$ 838,003	$ 749,118	$ 863,657	$ 903,557	$ 944,276	$ 1,008,193	$ 1,061,223
Otras depreciaciones y amortizaciones	$ 126,417	$ 136,674	$ 130,577	$ 130,577	$ 128,944	$ 127,910	$ 127,579	$ 127,318
Otros ingresos (gastos) operacionales, netos	$ 149,981	$ 195,067	$ (56,717)	$ 103,445	$ 109,308	$ 115,406	$ 121,972	$ 128,820
Deterioro del valor de crédito mercantil y activos	$ 4,340	$ 2,326	$ 1,120	$ 1,120	$ 1,120	$ 1,120	$ 1,120	$ 1,120
Utilidad Operativa	**$ 825,111**	**$ 838,732**	**$ 695,041**	**$ 970,723**	**$ 1,113,692**	**$ 1,259,644**	**$ 1,391,839**	**$ 1,543,971**
Margen Operativo	**9.80%**	**8.95%**	**7.72%**	**9.85%**	**10.69%**	**11.45%**	**11.97%**	**12.58%**
EBITDA	**$ 1,537,091**	**$ 1,757,437**	**$ 1,609,739**	**$ 1,885,421**	**$ 2,016,966**	**$ 2,155,680**	**$ 2,285,561**	**$ 2,435,866**
Margen Ebitda	**18.26%**	**18.75%**	**17.88%**	**19.13%**	**19.36%**	**19.60%**	**19.66%**	**19.84%**
Ingresos financieros	$ 48,171	$ 41,120	$ 42,318	$ 46,348	$ 48,975	$ 51,708	$ 54,650	$ 57,718
Gastos financieros	$ 462,809	$ 532,708	$ 498,563	$ 525,010	$ 512,331	$ 503,102	$ 462,531	$ 375,587
Ganancia (perdida) por diferencia en cambio, neta	$ 16,193	$ 8,812	$ (11,351)	$ (11,351)	$ (11,351)	$ (11,351)	$ (11,351)	$ (11,351)
Participación neta en el resultado de asociadas y nego	$ (12,203)	$ (13,133)	$ (5,630)	$ (5,630)	$ (5,630)	$ (5,630)	$ (5,630)	$ (5,630)
Utilidad antes de impuesto sobre la renta	**$ 414,463**	**$ 342,823**	**$ 221,815**	**$ 475,080**	**$ 633,355**	**$ 791,268**	**$ 966,976**	**$ 1,209,121**
Impuesto sobre la renta	$ 123,029	$ 146,315	$ 81,001	$ 147,275	$ 190,007	$ 237,380	$ 290,093	$ 362,736
Utilidad del ejercicio de operaciones continuadas	**$ 291,434**	**$ 196,508**	**$ 140,814**	**$ 327,805**	**$ 443,349**	**$ 553,888**	**$ 676,883**	**$ 846,385**
Operaciones discontinuadas neta, después de impuestos			$ -	$ -	$ -	$ -	$ -	$ -
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	**$ 291,434**	**$ 196,508**	**$ 140,814**	**$ 327,805**	**$ 443,349**	**$ 553,888**	**$ 676,883**	**$ 846,385**
Margen Neto	**3.46%**	**2.10%**	**1.56%**	**3.33%**	**4.26%**	**5.04%**	**5.82%**	**6.89%**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Cementos Argos. Flujo de caja libre operacional. (COP millones)

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	EBITDA	**1,757,437**	**1,609,739**	**1,885,421**	**2,016,966**	**2,155,680**	**2,285,561**	**2,435,866**
-	Depreciaciones y Amortizaciones	916,379	913,578	913,578	902,154	894,916	892,602	890,775
=	**Utilidad Operativa**	**841,058**	**696,161**	**971,843**	**1,114,812**	**1,260,764**	**1,392,959**	**1,545,091**
	Tasa impuestos	33%	32%	31%	30%	30%	30%	30%
-	Impuestos	277,549	222,772	301,271	334,444	378,229	417,888	463,527
=	**NOPLAT**	**563,509**	**473,389**	**670,571**	**780,368**	**882,535**	**975,071**	**1,081,563**
+	Depreciaciones y Amortizaciones	916,379	913,578	913,578	902,154	894,916	892,602	890,775
=	**Flujo de caja Bruto**	**1,479,888**	**1,386,967**	**1,584,149**	**1,682,522**	**1,777,451**	**1,867,673**	**1,972,338**
-	**Δ KTNO**		-83,452	**26,103**	**12,080**	**31,824**	**10,599**	**11,872**
	KTNO	374,740	291,288	**317,391**	**329,470**	**361,294**	**371,893**	**383,765**
-	**Capex**		645,992	875,744	910,192	961,476	958,336	947,862
=	**FCL Operacional**		**824,427**	**682,303**	**760,251**	**784,151**	**898,738**	**1,012,604**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Cementos Argos. Indicadores. (COP millones)

A. LIQUIDEZ	FORMULA	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Razón corriente	Activo corriente / Pasivo Corriente	1.59	1.37	1.55	1.55	1.62	1.64	1.65	1.73
Prueba acida	(Total Ac Cte - Inventarios)/ Total Pa Cte	1.12	0.91	1.08	1.07	1.14	1.15	1.16	1.24
KTNO	Cartera + Inventarios - proveedores	272,343	229,831	341,142	360,137	365,469	390,886	395,404	401,502
Δ KTNO	KTNO (Periodo n) - KTNO (Periodo n-1)	-361,164	-42,512	111,311	18,995	5,332	25,418	4,518	6,098
Productividad del KTNO	Ventas / KTNO	31	41	26	27	29	28	29	31

B. ENDEUDAMIENTO	FORMULA	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Índice de Endeudamiento	Total Pasivo / Total Activo	52.3%	53.5%	53.1%	53.5%	53.6%	53.1%	52.3%	51.0%
Índice de Propiedad o Solvencia	Total Patrimonio/ Total Activo	47.7%	46.5%	46.9%	46.5%	46.4%	46.9%	47.7%	49.0%
Apalancamiento Financiero	Total Activos/ Total Patrimonio	2.10	2.15	2.13	2.15	2.15	2.13	2.10	2.04
Pasivos Financieros a Deuda Tota	Obli. Fras CP + LP / Total Pasivo								
Cubrimiento de Intereses	Utilidad operativa / Gastos financieros	17.13	20.40	16.42	20.94	22.74	24.36	25.47	26.75
Ebitda / Gasto Financiero	Ebitda/ Intereses	3.32	3.30	3.23	3.59	3.94	4.28	4.94	6.49
Deuda financiera / Ebitda	Deuda financiera/ Ebitda	4.70	4.30	4.61	3.90	3.66	3.37	3.09	2.82

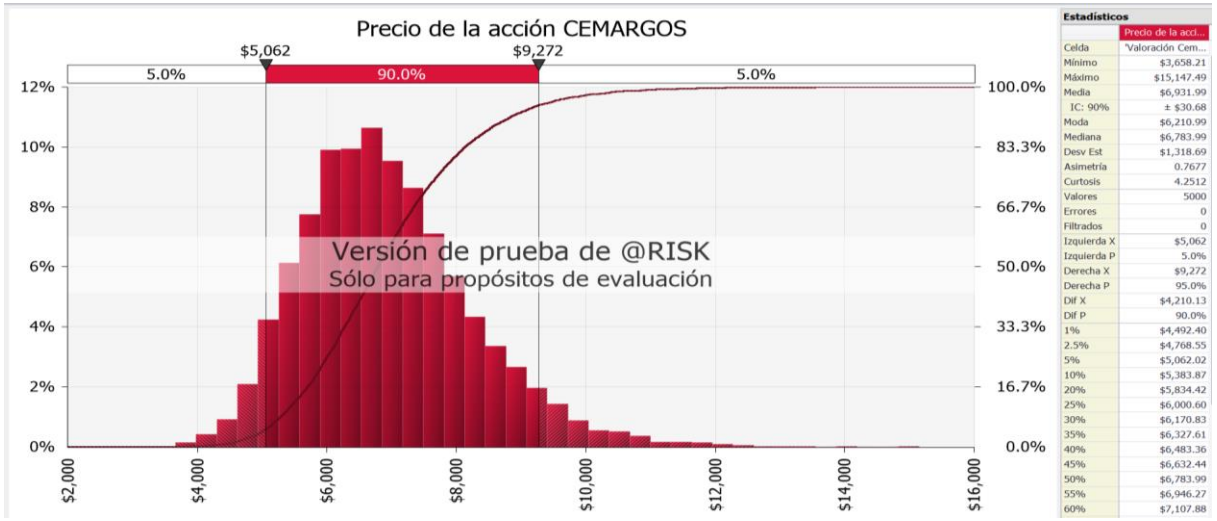
C. RENTABILIDAD	FORMULA	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Margen Bruto	Utilidad Bruta / Ingresos	18.6%	17.3%	18.1%	18.9%	19.6%	20.2%	20.7%	21.2%
Margen Operacional	Utilidad operacional / Ingresos	9.8%	8.9%	7.7%	9.8%	10.7%	11.5%	12.0%	12.6%
Margen Neto	Utilidad Neta / Ingresos	3.5%	2.1%	1.6%	3.3%	4.3%	5.0%	5.8%	6.9%
EBITDA	UAII + Depreciación + amortización + provisiones	1,537,091	1,757,437	1,609,739	1,885,421	2,016,966	2,155,680	2,285,561	2,435,866
Margen EBITDA	EBITDA/Ventas	18.3%	18.7%	17.9%	19.1%	19.4%	19.6%	19.7%	19.8%
ROE	Utilidad Neta / Total Patrimonio	3.24%	2.22%	1.6%	3.8%	5.1%	6.2%	7.4%	8.9%
ROA	Utilidad Neta / Total Activo	1.5%	1.0%	0.8%	1.8%	2.4%	2.9%	3.5%	4.4%

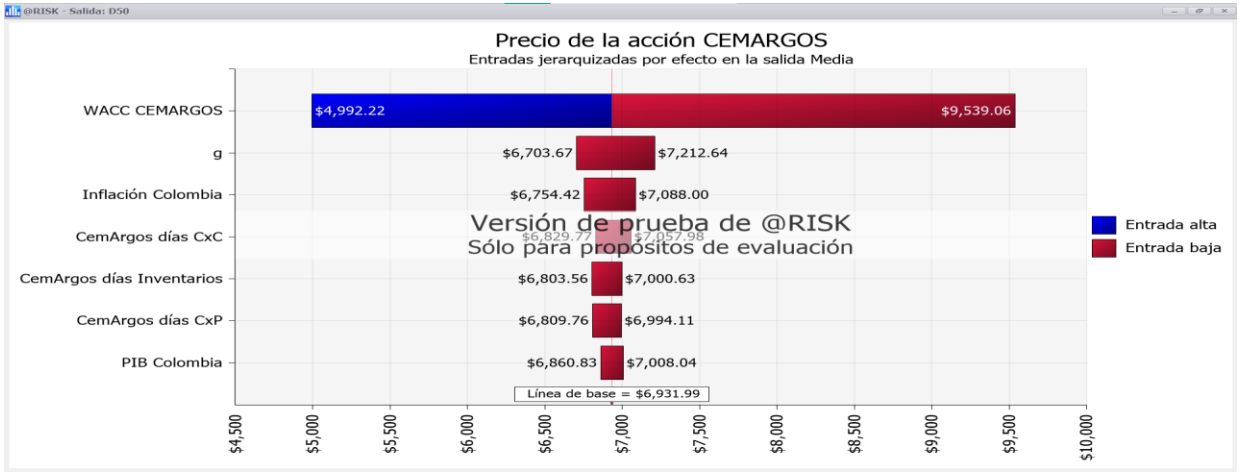
D.INDICES OPERACIÓN	FORMULA	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Rotación de cartera en veces	Ing. Operacional/ Cuentas por cobrar	9	9	10	9.73	9.73	9.73	9.73	9.73
Días cartera	360 / Rotación cartera (veces)	42	39	37	37	37	37	37	37
Rotación de inventario en veces	CMV / Inventario	7	8	8	8.00	8.00	8.00	8.00	8.18
Días inventarios	360 / Rotación inventarios (veces)	49	46	45	45	45	45	45	44
Proveedores en veces	CMV / Cuentas por pagar	5	5.72	6.47	6.21	6.10	6.10	6.00	6.00
Días proveedores	360 / Rotación de proveedores (veces)	68	63	56	58	59	59	60	60

E. Valoración									
Net Investment -IN	$CIO_1 - CIO_0$				42,171	201,884	149,588	160,293	298,905
ROIC	$NOPLAT_1 / CIO_0$				4.62%	5.36%	5.98%	6.54%	7.18%
b	IN / NOPLAT				6.29%	25.87%	16.95%	16.44%	27.64%
g	ROIC x b								**1.98%**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Cementos Argos. Simulación del precio de la acción y variables más determinantes en @risk





Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Celsia. Estado de la situación financiera (ESF) histórico y proyectado. (COP millones)

	NOTAS	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ACTIVO												
Activo corriente												
Efectivo y equivalente al efectivo	14	431,914	365,257	172,438	444,622	384,672	399,547	417,734	301,517	322,498	481,340	513,499
Deudores comerciales y otras cuentas por co	13	613,124	557,570	557,208	532,412	1,132,972	888,860	809,144	841,312	852,019	876,096	898,565
Inventarios	16	156,275	137,908	174,717	255,700	180,211	167,136	170,388	174,361	178,440	182,959	187,100
Activos por impuestos diferidos	30	195,617	227,273	199,480	127,466	32,614	26,268	26,268	26,268	26,268	26,268	26,268
Total activo corriente		1,396,930	1,288,008	1,103,843	1,360,200	1,730,469	1,481,811	1,423,535	1,343,458	1,379,225	1,566,663	1,625,431
Activo no corriente												
Propiedad, planta y equipo, neto		7,213,798	7,035,610	7,183,979	7,792,839	7,854,190	8,353,654	8,376,489	8,398,342	8,422,099	8,451,902	8,490,423
Activos intangibles, neto	9	365,676	381,580	353,651	357,499	370,388	353,692	472,397	595,640	723,924	858,123	998,399
Inversiones en asociadas y negocios conjunt	11	274,491	38,438	105,408	10,922	177,764	152,658	174,171	176,572	186,004	192,655	200,977
Otras inversiones financieras	12,15	-	-	-	88,824	83,100	98,140	99,710	102,103	105,166	108,847	112,875
Otros activos no financieros	15,17	122,543	91,282	129,374	89,390	225,244	411,780	418,368	428,409	441,262	456,706	473,604
Crédito mercantil	10	935,063	908,844	954,029	952,737	931,542	958,924	958,924	958,924	958,924	958,924	958,924
Total activo no corriente		8,911,571	8,455,754	8,726,441	9,292,211	9,642,228	10,328,848	10,500,060	10,659,991	10,837,379	11,027,157	11,235,201
Total activo		10,308,501	9,743,762	9,830,284	10,652,411	11,372,697	11,810,659	11,923,595	12,003,449	12,216,603	12,593,820	12,860,632

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

PASIVO	NOTAS	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Pasivo corriente												
Pasivos comerciales y otras cuentas por paga	22	699,783	340,952	510,016	720,057	715,440	799,273	740,743	758,015	747,536	752,006	739,448
Provisiones	21	193,298	200,574	209,731	234,359	232,420	217,789	236,068	245,453	255,295	266,106	276,721
Pasivos por impuestos	30	58,788	44,981	48,208	53,991	147,011	70,448	76,361	79,397	82,580	86,077	89,511
Otros pasivos	23	15,189	24,133	33,094	49,015	57,853	32,974	33,502	34,306	35,335	36,572	37,925
Pasivos asociados a activos mantenidos para	17	-	-	-	-	-	455,564	455,564	455,564	455,564	455,564	455,564
Total pasivo corriente		**967,058**	**610,640**	**801,049**	**1,057,422**	**1,152,724**	**1,576,048**	**1,542,238**	**1,572,735**	**1,576,310**	**1,596,325**	**1,599,169**
Pasivo no corriente												
Pasivos financieros	19	4,286,575	4,046,156	3,919,182	3,625,804	3,957,081	3,909,329	3,933,191	3,986,130	4,060,121	4,182,893	4,343,095
Pasivo por derecho de uso de activos	8	-	-	-	-	61,867	58,430	59,365	60,790	62,613	64,805	67,203
Pasivos por impuestos diferidos	12	538,443	520,978	494,132	384,453	324,264	325,585	325,585	325,585	325,585	325,585	325,585
Beneficios a empleados	19	139,164	171,464	179027	180,376	202,164	200,612	204,841	210,806	218,216	226,983	236,558
Total pasivo no corriente		**4,964,182**	**4,738,598**	**4,592,341**	**4,190,633**	**4,545,376**	**4,493,956**	**4,522,982**	**4,583,311**	**4,666,535**	**4,800,265**	**4,972,440**
Total pasivo		**5,931,240**	**5,349,238**	**5,393,390**	**5,248,055**	**5,698,100**	**6,070,004**	**6,065,220**	**6,156,045**	**6,242,845**	**6,396,590**	**6,571,609**
PATRIMONIO												
Capital suscrito y pagado	18	180	185	185	267	267	267	267	267	267	267	267
Primas en colocación de acciones	18	298,146	365,442	365,442	1,822,196	1,822,196	1,822,196	1,822,196	1,822,196	1,822,196	1,822,196	1,822,196
Reservas	18	2,468,087	2,451,746	2,465,196	2,467,051	2,498,010	2,306,188	2,438,092	2,699,567	2,669,270	2,774,886	2,975,946
Pérdida / ganancias acumuladas		20,585	(5,720)	(5,720)	(29,810)	(29,810)	*323,020*	*161,510*	-	-	-	-
Ganancia (pérdida) neta del año	18	43,704	109,646	149,147	227,834	473,447	249,320	396,646	285,710	442,361	560,217	450,951
Otro resultado integral	18	328,886	199,135	196,838	316,132	326,728	390,318	390,318	390,318	390,318	390,318	390,318
Otras participaciones patrimoniales		-	-	-	(405,668)	(542,983)	(542,983)	(542,983)	(542,983)	(542,983)	(542,983)	(542,983)
Patrimonio atribuible a los accionistas de la controladora		**3,159,588**	**3,120,434**	**3,171,088**	**4,398,002**	**4,547,855**	**4,548,326**	**4,666,045**	**4,655,075**	**4,781,429**	**5,004,901**	**5,096,695**
Participaciones no controladoras		1,217,673	1,274,090	1,265,806	1,006,354	1,126,742	1,192,329	1,192,329	1,192,329	1,192,329	1,192,329	1,192,329
Total patrimonio		**4,377,261**	**4,394,524**	**4,436,894**	**5,404,356**	**5,674,597**	**5,740,655**	**5,858,374**	**5,847,404**	**5,973,758**	**6,197,230**	**6,289,024**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Celsia. Estado de resultado integral (ERI). (COP millones)

	NOTAS	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos operacionales												
Ingresos de actividades ordinarias	24	$ 3,691,698	$ 3,794,910	$ 3,094,036	$ 3,424,430	$ 3,725,762	$ 3,536,007	$ 3,832,788	$ 3,985,163	$ 4,144,958	$ 4,320,473	$ 4,492,825
Costos de ventas	25	$ 3,107,177	$ 2,910,281	$ 2,099,640	$ 2,413,591	$ 2,580,674	$ 2,377,976	$ 2,424,251	$ 2,480,777	$ 2,538,800	$ 2,603,099	$ 2,662,013
Depreciaciones y amortizaciones		$ 291,307	$ 328,853	$ 333,953	$ 325,603	$ 366,022	$ 325,320	$ 337,428	$ 352,612	$ 365,789	$ 376,560	$ 384,534
Utilidad Bruta		**$ 584,521**	**$ 884,629**	**$ 994,396**	**$ 1,010,839**	**$ 1,145,088**	**$ 1,158,031**	**$ 1,071,109**	**$ 1,151,774**	**$ 1,240,369**	**$ 1,340,815**	**$ 1,446,278**
Margen Bruto		**15.8%**	**23.3%**	**32.1%**	**29.5%**	**30.7%**	**32.7%**	**27.9%**	**28.9%**	**29.9%**	**31.0%**	**32.2%**
Otros ingresos	26	$ 34,111	-$ 13,656	-$ 1,431	-$ 16,220	$ 524,325	$ 22,149	$ 24,008	$ 24,962	$ 25,963	$ 27,063	$ 28,142
Gastos de administración	27	$ 233,321	$ 216,662	$ 219,063	$ 201,388	$ 248,682	$ 247,261	$ 252,453	$ 259,775	$ 268,867	$ 279,621	$ 291,366
Otras depreciaciones y amortizaciones		$ 21,398	$ 11,872	$ 14,330	$ 21,602	$ 47,659	$ 55,554	$ 57,622	$ 60,215	$ 62,465	$ 64,304	$ 65,666
Método de participación patrimonial,	28	$ -	$ -	-$ 1,713	$ 108	-$ 19,293	-$ 4,650	-$ 4,650	-$ 4,650	-$ 4,650	-$ 4,650	-$ 4,650
Utilidad Operacional		**$ 363,913**	**$ 642,439**	**$ 757,859**	**$ 771,737**	**$ 1,353,779**	**$ 872,715**	**$ 789,692**	**$ 861,397**	**$ 939,651**	**$ 1,028,602**	**$ 1,122,039**
Margen Operacional		**9.9%**	**16.9%**	**24.5%**	**22.5%**	**36.3%**	**24.7%**	**20.6%**	**21.6%**	**22.7%**	**23.8%**	**25.0%**
EBITDA		**$ 676,618**	**$ 983,164**	**$ 1,104,429**	**$ 1,119,050**	**$ 1,748,167**	**$ 1,248,939**	**$ 1,180,092**	**$ 1,269,574**	**$ 1,363,255**	**$ 1,464,816**	**$ 1,567,589**
Margen Ebitda		**18.3%**	**25.9%**	**35.7%**	**32.7%**	**46.9%**	**35.3%**	**30.8%**	**31.9%**	**32.9%**	**33.9%**	**34.9%**
Ingresos financieros	29	$ 14,427	$ 26,049	$ 15,422	$ 11,914	$ 21,200	$ 28,846	$ 31,267	$ 32,510	$ 33,814	$ 35,246	$ 36,652
Gastos financieros	29	$ 256,636	$ 357,418	$ 326,819	$ 294,754	$ 411,890	$ 354,771	$ 242,554	$ 482,194	$ 337,964	$ 259,981	$ 510,919
Diferencia de cambio, neto	29	-$ 68,222	$ 6,323	$ 82	$ 13,294	$ 909	-$ 3,556	-$ 3,556	-$ 3,556	-$ 3,556	-$ 3,556	-$ 3,556
Utilidad antes de impuestos		**$ 53,482**	**$ 317,393**	**$ 446,544**	**$ 502,191**	**$ 963,998**	**$ 543,234**	**$ 574,849**	**$ 408,158**	**$ 631,945**	**$ 800,311**	**$ 644,216**
Impuestos a las ganancias corriente	30	$ 315,970	$ 146,359	$ 195,578	$ 151,492	$ 360,677	$ 204,355	$ 178,203	$ 122,447	$ 189,583	$ 240,093	$ 193,265
Utilidad Neta		**-$ 262,488**	**$ 171,034**	**$ 250,966**	**$ 350,699**	**$ 603,321**	**$ 338,879**	**$ 396,646**	**$ 285,710**	**$ 442,361**	**$ 560,217**	**$ 450,951**
Margen Neto		**-7.1%**	**4.5%**	**8.1%**	**10.2%**	**16.2%**	**9.6%**	**10.3%**	**7.2%**	**10.7%**	**13.0%**	**10.0%**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Celsia. Flujo de caja libre operacional. (COP millones)

	Flujo de Caja Libre Proyectado	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	EBITDA	$ 676,618	$ 983,164	$ 1,104,429	$ 1,119,050	$ 1,748,167	$ 1,248,939	$ 1,180,092	$ 1,269,574	$ 1,363,255	$ 1,464,816	$ 1,567,589
-	Depreciaciones y Amortizacior	$ 312,705	$ 340,725	$ 348,283	$ 347,205	$ 413,681	$ 380,874	$ 395,050	$ 412,827	$ 428,254	$ 440,864	$ 450,199
=	**Utilidad Operativa / EBIT**	**$ 363,913**	**$ 642,439**	**$ 756,146**	**$ 771,845**	**$ 1,334,486**	**$ 868,065**	**$ 785,042**	**$ 856,747**	**$ 935,001**	**$ 1,023,952**	**$ 1,117,389**
-	Impuestos	$ 120,091	$ 212,005	$ 249,528	**$ 254,709**	**$ 440,380**	**$ 277,781**	**$ 243,363**	**$ 257,024**	**$ 280,500**	**$ 307,186**	**$ 335,217**
=	UODI / NOPLAT / NOPAT	$ 243,822	$ 430,434	$ 506,618	$ 517,136	$ 894,106	$ 590,284	$ 541,679	$ 599,723	$ 654,501	$ 716,767	$ 782,172
+	Depreciaciones y Amortizacior	$ 312,705	$ 340,725	$ 348,283	$ 347,205	$ 413,681	$ 380,874	$ 395,050	$ 412,827	$ 428,254	$ 440,864	$ 450,199
=	**Flujo de caja Bruto**	**$ 556,527**	**$ 771,159**	**$ 854,901**	**$ 864,341**	**$ 1,307,787**	**$ 971,158**	**$ 936,729**	**$ 1,012,550**	**$ 1,082,754**	**$ 1,157,630**	**$ 1,232,372**
-	**D KTNO**			**-$ 135,844**	**-$ 159,637**	**$ 436,668**	**-$ 264,457**	**-$ 23,846**	**$ 15,833**	**$ 22,081**	**$ 20,628**	**$ 35,734**
	KTNO		309,545	**$ 173,701**	**$ 14,064**	**$ 450,732**	**$ 186,275**	**$ 162,429**	**$ 178,262**	**$ 200,343**	**$ 220,971**	**$ 256,706**
-	**D Capex**			496,437	$ 979,016	$ 401,437	$ 454,224	$ 531,834	$ 551,154	$ 571,855	$ 594,863	$ 618,067
=	**FCL Operacional**		**$ 771,159**	**$ 494,308**	**$ 44,962**	**$ 469,682**	**$ 781,391**	**$ 428,741**	**$ 445,563**	**$ 488,818**	**$ 542,139**	**$ 578,571**

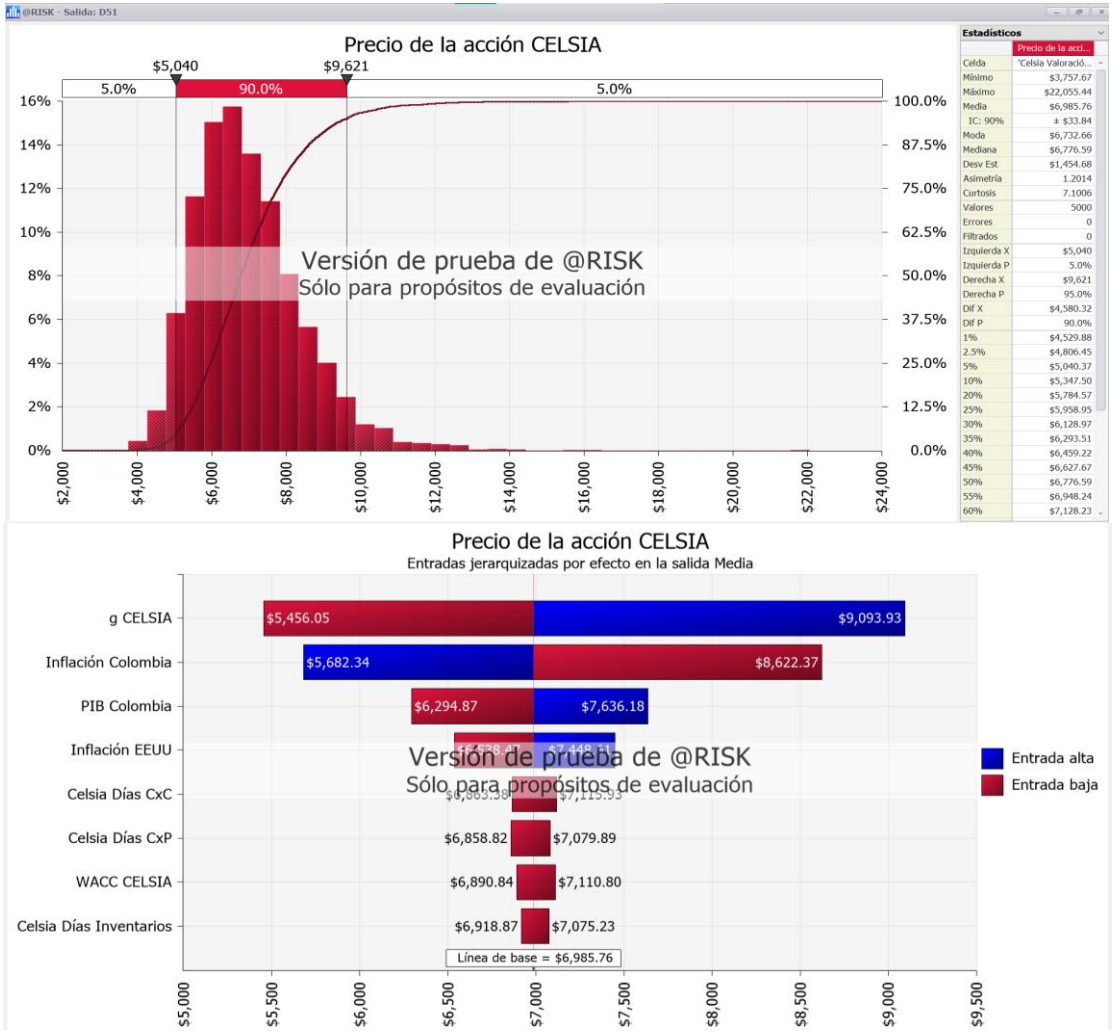
Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Celsia. Indicadores

A. LIQUIDEZ	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Razón corriente	1.29	1.50	0.94	0.92	0.85	0.87	0.98	1.02
Prueba acida	1.04	1.34	0.83	0.81	0.74	0.76	0.87	0.90
B. ENDEUDAMIENTO	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
Índice de Endeudamiento	49.3%	50.1%	51.4%	50.9%	51.3%	51.1%	50.8%	51.1%
Índice de Propiedad o Solvencia	50.7%	49.9%	48.6%	49.1%	48.7%	48.9%	49.2%	48.9%
Apalancamiento Financiero	1.97	2.00	2.06	2.04	2.05	2.05	2.03	2.04
Pasivos Financieros a Deuda Total	69.1%	69.4%	64.4%	64.8%	64.8%	65.0%	65.4%	66.1%
Cubrimiento de Intereses	2.62	3.29	2.46	3.26	1.79	2.78	3.96	2.20
Ebitda / Gasto Financiero	3.80	4.24	3.52	4.87	2.63	4.03	5.63	3.07
Deuda Financiera / Ebitda	3.24	2.26	3.13	3.33	3.14	2.98	2.86	2.77
C. RENTABILIDAD	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
Margen Bruto	29.5%	30.7%	32.7%	27.9%	28.9%	29.9%	31.0%	32.2%
Margen Operacional	22.5%	36.3%	24.7%	20.6%	21.6%	22.7%	23.8%	25.0%
Margen Neto	10.2%	16.2%	9.6%	10.3%	7.2%	10.7%	13.0%	10.0%
ROE	6.5%	10.6%	5.9%	6.8%	4.9%	7.4%	9.0%	7.2%
ROA	3.3%	5.3%	2.9%	3.3%	2.4%	3.6%	4.4%	3.5%
D. INDICES DE ACTIVIDAD U OPERACIÓN	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
Rotación de cartera en veces	6.4	3.3	4.0	4.7	4.7	4.9	4.9	5.0
Días cartera CxC	56	109	90	*76*	*76*	*74*	*73*	*72*
Rotación de inventario en veces	9.4	14.3	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2
Días inventarios	38	25	25	*25*	*25*	*25*	*25*	*25*
Proveedores en veces	3.4	3.6	3.0	3.3	3.3	3.4	3.5	3.6
Días proveedores CxP	107	100	121	*110*	*110*	*106*	*104*	*100*
E. Valoración	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
NOPLAT	$ 517,136	$ 894,106	$ 590,284	$ 541,679	$ 599,723	$ 654,501	$ 716,767	$ 782,172
Net Investment -IN	927,788	- 668,499	789,350	- 85,639	- 17,571	158,335	314,294	184,920
ROIC	6.2%	9.7%	6.9%	5.80%	6.48%	7.08%	7.63%	8.05%
b	179.4%	-74.8%	133.7%	-15.8%	-2.9%	24.2%	43.8%	23.6%
g				-0.9%	-0.2%	1.7%	3.3%	**1.90%**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Celsia. Simulación del precio de la acción y variables más determinantes en @risk



Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Odinsa. Estado de la situación financiera (ESF) histórico y proyectado. (COP millones)

ACTIVO	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Activo Corriente								
Efectivo y Equivalente de efectivo	$ 928,484	$ 1,087,201	$ 1,132,720	$ 1,242,313	$ 1,235,475	$ 1,218,024	$ 1,193,128	$ 1,119,864
Inventarios	$ 130	$ 80	$ 86	$ 89	$ 99	$ 124	$ 152	$ 185
Otros activos no financieros	$ 17,206	$ 25,369	$ 29,823	$ 30,300	$ 31,209	$ 32,301	$ 33,497	$ 34,535
Activos por impuestos corrientes	$ 61,066	$ 14,546	$ 16,735	$ 16,735	$ 16,735	$ 16,735	$ 16,735	$ 16,735
Total activo corriente	**$ 1,006,887**	**$ 1,127,196**	**$ 1,179,364**	**$ 1,289,438**	**$ 1,283,519**	**$ 1,267,185**	**$ 1,243,513**	**$ 1,171,319**
Activo no corriente								
Cuentas comerciales y otras cuentas por cobrar,	$ 2,800,691	$ 2,710,275	$ 2,825,117	$ 2,807,614	$ 3,041,280	$ 3,303,251	$ 3,649,496	$ 4,054,765
Intangibles, neto	$ 167,428	$ 1,504,239	$ 1,519,029	$ 1,499,260	$ 1,483,124	$ 1,470,851	$ 1,445,343	$ 1,394,392
Activos por derecho de uso, neto	$ -	$ 11,907	$ 10,408	$ 11,379	$ 12,474	$ 13,661	$ 14,968	$ 16,393
Propiedades, planta y equipo, neto	$ 26,666	$ 22,899	$ 20,509	$ 20,810	$ 21,199	$ 21,590	$ 22,023	$ 22,471
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	$ 1,572,214	$ 1,148,205	$ 1,159,612	$ 1,178,166	$ 1,206,442	$ 1,242,636	$ 1,286,128	$ 1,307,992
Otros activos financieros	$ 6,084	$ 12,487	$ 13,646	$ 13,864	$ 14,197	$ 14,623	$ 15,135	$ 15,695
Otros activos no financieros	$ 25,530	$ 237	$ 774	$ 774	$ 774	$ 774	$ 774	$ 774
Total activo no corriente	**$ 4,598,613**	**$ 5,410,249**	**$ 5,549,097**	**$ 5,531,868**	**$ 5,779,490**	**$ 6,067,386**	**$ 6,433,866**	**$ 6,812,483**
TOTAL ACTIVOS	**$ 5,605,499**	**$ 6,537,445**	**$ 6,728,460**	**$ 6,821,306**	**$ 7,063,009**	**$ 7,334,571**	**$ 7,677,379**	**$ 7,983,802**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

PASIVO	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Pasivo corriente								
Pasivos comerciales y cuentas por pagar	$ 332,194	$ 465,349	$ 435,632	$ 454,093	$ 526,395	$ 594,615	$ 693,962	$ 755,374
Pasivo por beneficios a empleados	$ 12,911	$ 14,937	$ 8,041	$ 8,210	$ 8,450	$ 8,747	$ 9,098	$ 9,482
Provisiones	$ 4,268	$ 4,828	$ 67,616	$ 70,515	$ 78,770	$ 85,891	$ 94,523	$ 103,404
Pasivos por impuestos corrientes	$ 116,537	$ 331,113	$ 382,792	$ 399,199	$ 445,936	$ 486,247	$ 535,117	$ 585,394
Total pasivo corriente	**$ 465,910**	**$ 816,227**	**$ 894,081**	**$ 932,017**	**$ 1,059,550**	**$ 1,175,499**	**$ 1,332,701**	**$ 1,453,654**
Pasivo no corriente								
Obligaciones financieras	$ 2,622,151	$ 2,631,978	$ 2,921,860	$ 2,991,985	$ 3,081,744	$ 3,189,605	$ 3,307,621	$ 3,410,157
Provisiones	$ 86,967	$ 58,707	$ 45,550	$ 47,503	$ 53,064	$ 57,861	$ 63,676	$ 69,659
Otros Pasivos no Financieros	$ 306,362	$ 392,172	$ 463,393	$ 470,807	$ 482,106	$ 496,570	$ 513,949	$ 532,966
Total pasivo no corriente	**$ 3,015,480**	**$ 3,082,857**	**$ 3,430,803**	**$ 3,510,294**	**$ 3,616,915**	**$ 3,744,036**	**$ 3,885,247**	**$ 4,012,782**
TOTAL PASIVO	**$ 3,481,390**	**$ 3,899,084**	**$ 4,324,884**	**$ 4,442,312**	**$ 4,676,465**	**$ 4,919,535**	**$ 5,217,947**	**$ 5,466,435**
Patrimonio								
Capital suscrito y pagado	$ 19,605	$ 19,605	$ 19,605	$ 19,605	$ 19,605	$ 19,605	$ 19,605	$ 19,605
Prima en colocación de acciones	$ 354,529	$ 354,529	$ 354,529	$ 354,529	$ 354,529	$ 354,529	$ 354,529	$ 354,529
Pérdidas acumuladas	$ (249,025)	$ (248,501)	$ (284,301)	$ (284,301)	$ (284,301)	$ (284,301)	$ (284,301)	$ (284,301)
Reservas	**$ 1,117,640**	**$ 1,202,557**	**$ 1,270,033**	**$ 1,148,563**	**$ 1,120,231**	**$ 1,123,843**	**$ 1,148,200**	**$ 1,188,256**
Utilidad del ejercicio	$ 135,441	$ 141,800	$ (46,470)	$ 50,417	$ 86,299	$ 111,179	$ 131,218	$ 149,098
Otros componentes del patrimonio	$ (7,145)	$ (7,145)	$ (4,231)	$ (4,231)	$ (4,231)	$ (4,231)	$ (4,231)	$ (4,231)
Otro resultado integral	$ 225,391	$ 178,731	$ 214,580	$ 214,580	$ 214,580	$ 214,580	$ 214,580	$ 214,580
Total patrimonio atribuible a participaciones	**$ 1,596,435**	**$ 1,641,576**	**$ 1,523,744**	**$ 1,499,162**	**$ 1,506,711**	**$ 1,535,203**	**$ 1,579,599**	**$ 1,637,534**
Participaciones no controladoras	$ 527,674	$ 996,785	$ 879,833	$ 879,833	$ 879,833	$ 879,833	$ 879,833	$ 879,833
TOTAL PATRIMONIO	**$ 2,124,109**	**$ 2,638,361**	**$ 2,403,576**	**$ 2,378,994**	**$ 2,386,544**	**$ 2,415,035**	**$ 2,459,432**	**$ 2,517,367**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Odinsa. Estado de resultado integral (ERI). (COP millones)

Estado Consolidado de Resultados	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos operacionales								
Ingresos de actividades ordinarias	$ 788,025	$ 762,086	$ 734,242	765,713	855,360	932,683	1,026,421	1,122,858
Costos de actividades ordinarias	$ 93,785	$ 127,090	$ 225,037	$ 233,534	$ 259,592	$ 281,660	$ 308,428	$ 335,722
Depreciaciones y amortizaciones	$ 822	$ 1,529	$ 25,439	$ 26,195	$ 27,556	$ 29,871	$ 37,152	$ 46,235
Utilidad Bruta	**$ 693,419**	**$ 633,468**	**$ 483,766**	**$ 505,984**	**$ 568,212**	**$ 621,152**	**$ 680,841**	**$ 740,901**
Margen Bruto	**88%**	**83%**	**65.9%**	**66.1%**	**66.4%**	**66.6%**	**66.3%**	**66.0%**
Gastos de administración	$ 161,247	$ 128,972	$ 115,435	$ 117,859	$ 121,277	$ 125,522	$ 130,543	$ 136,026
Otras depreciaciones y amortizaciones	$ 47,579	$ 71,266	$ 64,210	$ 66,118	$ 69,553	$ 75,397	$ 93,775	$ 116,700
Otros Ingresos y gastos, Operacionales netos	-$ 672	$ 36,611	$ 4,155	$ 4,155	$ 4,155	$ 4,155	$ 4,155	$ 4,155
Utilidad Operacional	**$ 483,921**	**$ 469,840**	**$ 308,276**	**$ 326,163**	**$ 381,536**	**$ 424,388**	**$ 460,678**	**$ 492,332**
Margen Operacional	**61.4%**	**61.7%**	**42.0%**	**42.6%**	**44.6%**	**45.5%**	**44.9%**	**43.8%**
EBITDA	**$ 532,322**	**$ 542,636**	**$ 397,925**	**$ 418,475**	**$ 478,646**	**$ 529,656**	**$ 591,605**	**$ 655,266**
Margen Ebitda	**68%**	**71%**	**54%**	**55%**	**56%**	**57%**	**58%**	**58%**
Ingresos financieros	$ 15,553	$ 66,522	$ 26,809	$ 27,958	$ 31,231	$ 34,054	$ 37,477	$ 40,998
Gastos financieros	$ 234,827	$ 245,387	$ 250,470	$ 281,052	$ 289,483	$ 299,615	$ 310,701	$ 320,333
Utilidad antes de impuestos	**$ 264,647**	**$ 290,976**	**$ 84,615**	**$ 73,069**	**$ 123,284**	**$ 158,827**	**$ 187,454**	**$ 212,997**
Impuestos sobre las ganancias	$ 77,106	$ 98,540	$ 75,685	$ 22,651	$ 36,985	$ 47,648	$ 56,236	$ 63,899
Utilidad de Operaciones Continuas	**$ 187,541**	**$ 192,436**	**$ 8,930**	**$ 50,417**	**$ 86,299**	**$ 111,179**	**$ 131,218**	**$ 149,098**
Utilidad Neta	**$ 187,541**	**$ 192,436**	**$ 8,930**	**$ 50,417**	**$ 86,299**	**$ 111,179**	**$ 131,218**	**$ 149,098**
Margen Neto	**23.8%**	**25.3%**	**1.2%**	**6.6%**	**10.1%**	**11.9%**	**12.8%**	**13.3%**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Odinsa Flujo de caja libre operacional. (COP millones)

	Flujo de Caja Libre Proyectado	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	EBITDA	**$ 397,925**	**$ 418,475**	**$ 478,646**	**$ 529,656**	**$ 591,605**	**$ 655,266**
-	Depreciaciones y Amortizaciones	$ 89,649	$ 92,312	$ 97,109	$ 105,268	$ 130,927	$ 162,934
=	**Utilidad Operativa / EBIT**	**$ 308,276**	**$ 326,163**	**$ 381,536**	**$ 424,388**	**$ 460,678**	**$ 492,332**
-	Impuestos	$ 98,648	$ 101,110	$ 114,461	$ 127,316	$ 138,204	$ 147,699
=	**UODI / NOPLAT / NOPAT**	**$ 209,628**	**$ 225,052**	**$ 267,076**	**$ 297,072**	**$ 322,475**	**$ 344,632**
+	Depreciaciones y Amortizaciones	$ 89,649	$ 92,312	$ 97,109	$ 105,268	$ 130,927	$ 162,934
=	**Flujo de caja Bruto**	**$ 299,277**	**$ 317,365**	**$ 364,185**	**$ 402,340**	**$ 453,402**	**$ 507,566**
-	**D KTNO**	**$ 43,255**	**-$ 57,219**	**$ 100,820**	**$ 141,547**	**$ 169,353**	**$ 215,029**
-	**D Capex**	***38,416***	***66,231***	***70,918***	***79,814***	***89,427***	***94,458***
=	**FCL Operacional**	**$ 217,606**	**$ 308,353**	**$ 192,446**	**$ 180,980**	**$ 194,622**	**$ 198,080**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

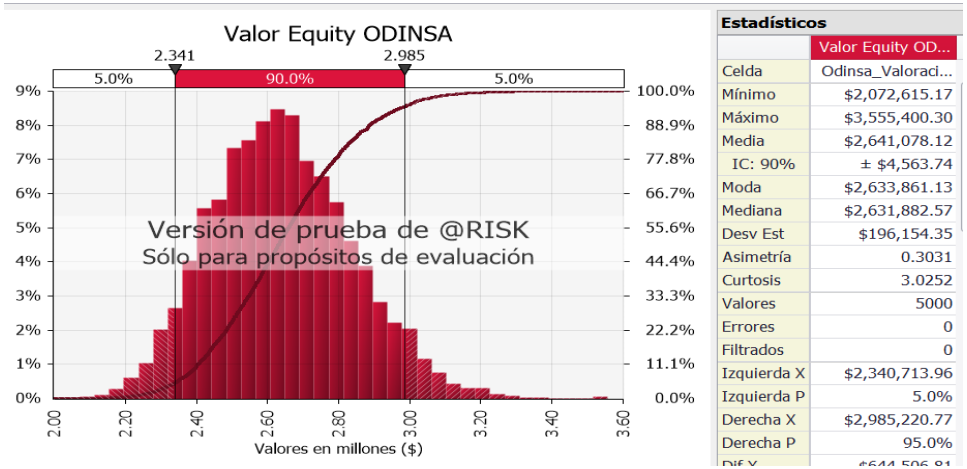
Odinsa. Indicadores

A. LIQUIDEZ	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Razón corriente	2.16	1.38	1.32	1.38	1.21	1.08	0.93	0.81
Prueba acida	2.16	1.38	1.32	1.38	1.21	1.08	0.93	0.81
B. ENDEUDAMIENTO	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
Índice de Endeudamiento	62.1%	59.6%	64.3%	65.1%	66.2%	67.1%	68.0%	68.5%
Índice de Propiedad o Solvencia	37.9%	40.4%	35.7%	34.9%	33.8%	32.9%	32.0%	31.5%
Apalancamiento Financiero	2.64	2.48	2.80	2.87	2.96	3.04	3.12	3.17
Pasivos Financieros a Deuda Total	75.3%	67.5%	67.6%	67.4%	65.9%	64.8%	63.4%	62.4%
Deuda financiera / Ebitda	4.93	4.85	7.34	7.15	6.44	6.02	5.59	5.20
C. RENTABILIDAD	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
Margen Bruto	88.0%	83.1%	65.9%	66.1%	66.4%	66.6%	66.3%	66.0%
Margen Operacional	61.4%	61.7%	42.0%	42.6%	44.6%	45.5%	44.9%	43.8%
Margen Neto	23.8%	25.3%	1.2%	6.6%	10.1%	11.9%	12.8%	13.3%
ROE	8.8%	7.3%	0.4%	2.1%	3.6%	4.6%	5.3%	5.9%
ROA	3.3%	2.9%	0.1%	0.7%	1.2%	1.5%	1.7%	1.9%
D. INDICES DE ACTIVIDAD U OPERA	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
Rotación de cartera en veces	0.28	0.28	0.26	0.27	0.28	0.28	0.28	0.28
Días cartera	1,279	1,280	1,385	*1,320*	*1,280*	*1,275*	*1,280*	*1,300*
Rotación de inventario en veces	721	1,596	2,611	2,611	2,611	2,280	2,024	1,819
Días inventarios	0.50	0.23	0.14	*0.14*	*0.14*	*0.16*	*0.18*	*0.20*
Proveedores en veces	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
Días proveedores	1,275	1,318	697	*700*	*730*	*760*	*810*	*810*

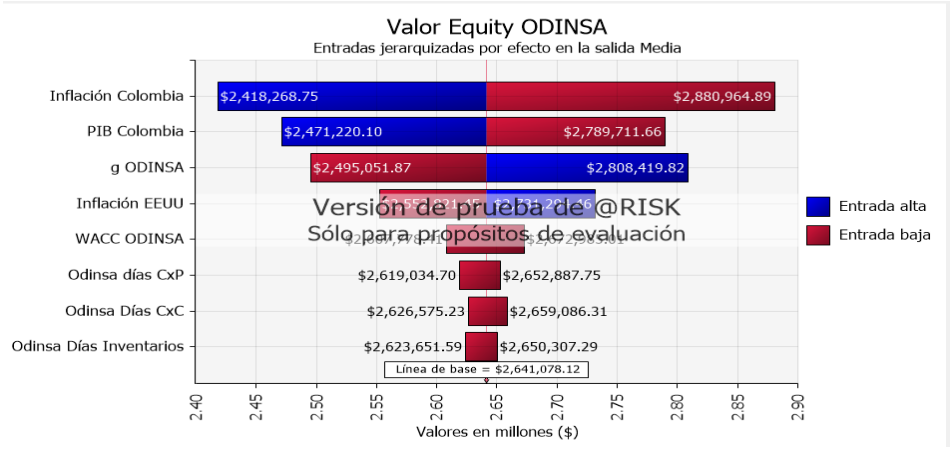
E. Valoración	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
NOPLAT	$ 324,227	$ 314,793	$ 209,628	$ 225,052	$ 267,076	$ 297,072	$ 322,475	$ 344,632
Net Investment -IN	159,565	958,814	37,541	26,292	67,791	98,641	117,213	137,009
ROIC	10.93%	10.07%	5.13%	5.46%	6.44%	7.05%	7.47%	7.78%
b	49%	305%	18%	12%	25%	33%	36%	40%
g				0.64%	1.63%	2.34%	2.72%	**3.09%**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Odinsa. Simulación del valor del *equity* y variables más determinantes en @risk



Estadísticos	
	Valor Equity OD...
Celda	Odinsa_Valoraci...
Mínimo	$2,072,615.17
Máximo	$3,555,400.30
Media	$2,641,078.12
IC: 90%	± $4,563.74
Moda	$2,633,861.13
Mediana	$2,631,882.57
Desv Est	$196,154.35
Asimetría	0.3031
Curtosis	3.0252
Valores	5000
Errores	0
Filtrados	0
Izquierda X	$2,340,713.96
Izquierda P	5.0%
Derecha X	$2,985,220.77
Derecha P	95.0%



Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Grupo Argos. Valoración de las inversiones del portafolio

1. GRUPO SURA

Grupo Sura	
Acciones en circulación	469,037,260
Precio acción	19,780
Capitalización de mercado MM	**9,277,557**
% Participación	27.66%
Equity Grupo Argos	2,565,894

2. Grupo nutresa

Grupo Nutresa	
Acciones en circulación	460,123,458
Precio acción	22,700
Capitalización de mercado MM	**10,444,802**
% Participación	9.83%
Equity Grupo Argos	1,027,034

3. PACTIA

% Participación	37.18%
Equity Grupo Argos	879,792

4. GRUPO ARGOS Desarrollo Urbano

% Participación	100.00%
Equity Grupo Argos	2,280,815

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

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

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

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) 261 9500, extensión 9585

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 Economía y Finanzas 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 o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.