Vigilada Mineducación

REPORTE BURKENROAD UNIVERSIDAD EAFIT - BVC

Burkenroad Report Universidad EAFIT- BVC

ANDREA MISAS VÉLEZ

RODRIGO ANTONIO AGUDELO ZAPATA

Tesis de grado

Asesor

Oscar Eduardo Medina Arango

UNIVERSIDAD EAFIT

ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA - MAF

MEDELLÍN

2022

REPORTE FINANCIERO
BURKENROAD

UNIVERSIDAD EAFIT

Bolsa de Valores de Colombia
BVC

Primera cobertura
Fecha de valoración: 31 de diciembre de 2020
Recomendación: Vender

Precio de la Acción: $11.880 y valor del COLCAP: 1.437,89 puntos

Se recomienda vender, en virtud de la tendencia bajista del precio de la acción de la BVC, que se presume a partir de la valoración de la empresa mediante el flujo de caja libre descontado. Para valorarla, se consideran los datos históricos de la compañía, sus perspectivas de desempeño y la situación actual de crisis sanitaria, la cual (a pesar de insinuar algunas señales imprecisas de reactivación económica paulatina en el mediano plazo) le añade mayor incertidumbre para decantarse por invertir o mantener la inversión en el *stock* bajo análisis. El precio esperado por alcanzar en el mes doce es $9.870.

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

Indicador	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBITDA	$50.597.045	$58.791.211	$62.676.953	$66.398.684	$68.652.805	$72.162.272
NOPLAT	$28.781.681	$29.115.942	$30.345.616	$32.153.165	$32.936.744	$34.494.156
WACC	9,54%	14,02%	15,49%	12,74%	12,72%	12,70%
FCL	-$62.360.077	$10.964.600	$31.222.640	$32.975.703	$33.434.768	$34.851.549
ROIC	8,29%	7,17%	7,15%	7,60%	7,80%	8,17%
Margen EBITDA	26,66%	29,55%	29,25%	29,58%	29,37%	29,69%
Margen EBIT	23,92%	24,23%	24,81%	25,05%	24,70%	24,85%
ROA	0,10%	0,03%	0,02%	0,05%	0,04%	0,04%
ROE	9,74%	5,47%	5,86%	6,18%	6,19%	6,25%
EPS	$1.099,74	$571,01	$637,75	$687,34	$707,25	$740,90
P/E	10,80	17,29	10,06	9,64	9,66	9,51
CFPS	-$1.030,52	$181,19	$515,96	$544,93	$552,52	$575,93
EVA	-$4.341.628	-$27.818.005	-$34.571.181	$471.226	$491.793	$474.078

Nota. Valores en miles de pesos colombianos.

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: $718.900 Millones de pesos colombianos
Número de acciones en circulación: 60.513.469
Volumen promedio diario del último año: 362.166.927
Bursatilidad: media
Cotiza en: la Bolsa de Valores de Colombia (BVC)
Beta: 0,69
Rango en el último año: $8.100-$12.300

Apreciación global de la compañía

Localización: Colombia
Industria: servicios financieros
Descripción: la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) fue constituida en el 2001 como una entidad de carácter privado que se encarga de la operación del mercado de divisas, renta variable, renta fija y derivados a nivel nacional. Para esto, la bvc ofrece servicios en toda la cadena de valor a través de alianzas estratégicas con otras compañías, tales como Deceval, Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC), Precia, Set-Icap FX y Derivex.
Productos y servicios: la BVC ofrece servicios de emisores, negociación, posnegociación e información.
Sitio web de la compañía: https://www.bvc.com.co/nueva/

Analistas:
Andrea Misas Vélez
Rodrigo Antonio Agudelo Zapata

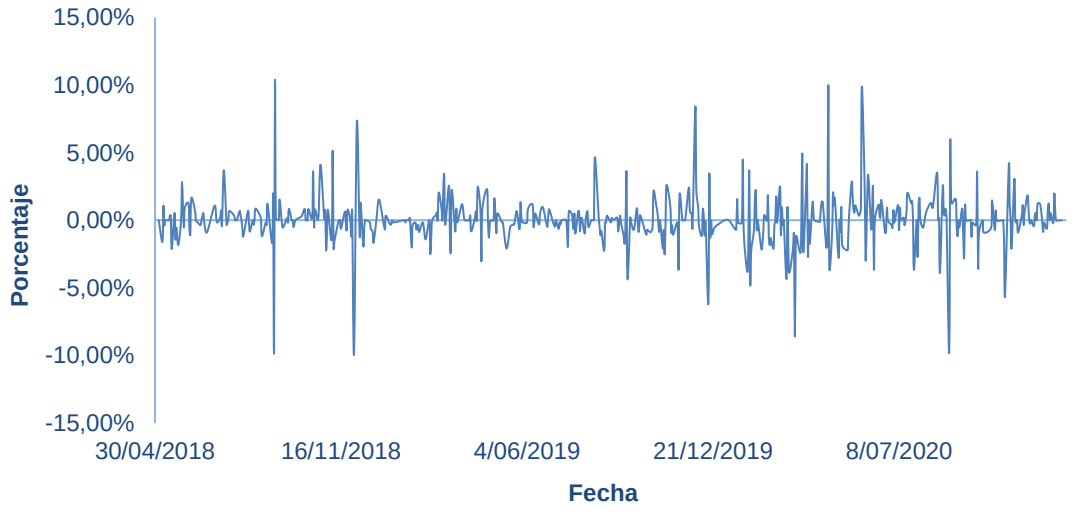
Directora de la investigación de inversión:
Judith Cecilia Vergara Garavito
Asesor de investigación:
Óscar Eduardo Medina Arango

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

El precio de la acción de la BVC durante el período comprendido entre septiembre de 2017 y diciembre de 2020 se presenta en la Figura 1, donde se evidencia que el primer trimestre del 2020 tuvo un comportamiento a la baja, llegando a un mínimo histórico de COP $7.980 a finales de marzo, explicado por la incertidumbre de la pandemia que afectó los mercados en todo el mundo. Posteriormente, en el segundo trimestre del 2020, presentó una recuperación logrando un máximo de COP $10.854 en ese período. Las mayores variaciones ocurrieron en el tercer trimestre, cuando se presentó una tendencia alcista que se mantuvo hasta agosto, seguida de un comportamiento a la baja en el período comprendido entre septiembre y noviembre, para cerrar en diciembre en COP $9.612 (Grupo aval, 2022).

Figura 1

Rentabilidad de la acción de la BVC



Nota. Elaboración de los autores, a partir de la información del análisis técnico de la BVC (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2008a; Grupo aval, 2022).

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

La recomendación que se emite con respecto a la acción consiste en vender, teniendo en cuenta la proyección bajista en su precio, establecido por medio 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.

una valoración de la empresa a través del método del flujo de caja libre descontado, el cual, después de extraerle el servicio de la deuda y anexarle caja no operativa y activos financieros, deriva en la estimación del valor del patrimonio, el cual, a su vez, al dividirse entre el número de acciones, permite visualizar que el precio disminuye aproximadamente un 27% con respecto al valor actual transado.

TESIS DE INVERSIÓN

En un escenario que proyecta en el corto/mediano plazo una reactivación económica, la BVC presenta un comportamiento idóneo en sus ingresos por actividades ordinarias, con un CAGR del 12% (descontando la venta de Sophos, compañía consultora de sistemas tecnológicos para el sector financiero, subsidiaria de la BVC) y un poder de negociación con proveedores bastante alentador, lo que sitúa a la empresa en una situación operacional muy prometedora. Sin embargo, a pesar de tener un escenario favorable en el corto plazo, las recientes inversiones (caso Deceval y CRCC) generaron un déficit en caja que compromete la capacidad de responder a terceros y a accionistas de la BVC. Por ello, se proyecta no realizar inversiones en *CAPEX* significativas, dado que ahora cuenta con activos intangibles suficientes para sustentar tanto la operación como su esperado crecimiento.

Ahora bien, se espera mantener su estructura de capital en valores similares, donde los pasivos financieros están determinados por la inversión en activos fijos e intangibles, lo que hace que varíe en una proporción mínima para los años de proyección, mostrando así una mayor financiación con el patrimonio, tal como sucede actualmente.

En consecuencia, este panorama le permite a la BVC generar valor a través de una rentabilidad sobre el capital invertido superior a su costo (ROIC > WACC) a partir del 2023, y una valoración a través del flujo de caja libre positiva que le da la capacidad de hacerle frente al servicio de deuda y quedar con un patrimonio remanente, el cual demuestra, finalmente, un valor de la acción inferior al

|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.

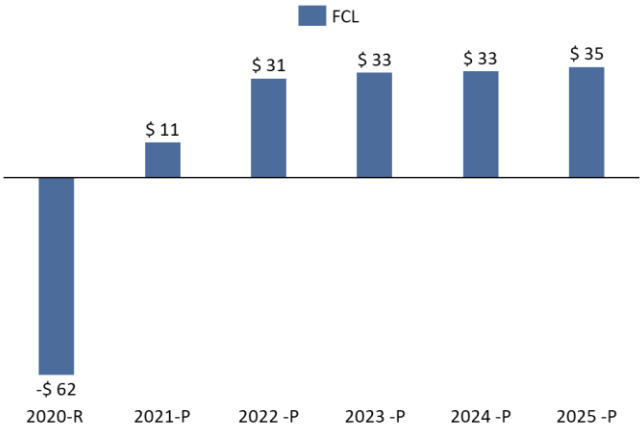
transado actualmente, lo que lleva a recomendar vender o vender en corto, tal como se ha expuesto anteriormente.

VALORACIÓN

Para valorar la BVC, se utiliza el método de flujo de caja libre descontado, proyectando sus rubros operacionales de corto y largo plazo, el costo promedio ponderado de capital (WACC) variable, utilizando un análisis detallado del costo de la deuda a través de las diferentes obligaciones financieras de corto y largo plazo, y un costo patrimonial, usando la metodología CAPM. También se considera un valor de continuidad bajo una metodología conservadora, que permita analizar la capacidad con que cuenta la compañía para el servicio de deuda y para el pago de dividendos a los accionistas. Con base en esto, del valor bruto de la empresa se sustrae el del servicio de la deuda proyectado y se añade la caja no operativa, inversiones y, en general, los activos no operativos, con el fin de estimar una valoración residual del patrimonio y, en consecuencia, tasar el valor de la acción, que derive en el sustento necesario para emitir una recomendación de compra o venta del activo financiero en estudio. En la figura 2 se presenta el flujo de caja libre para el período 2020-2025.

Figura 2

Flujo de caja libre



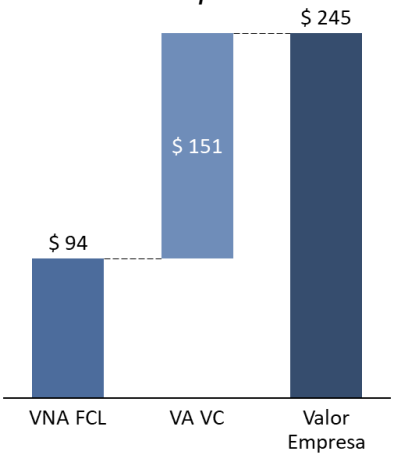
Nota. Cifras en miles de millones de pesos colombianos. R significa *real* y P significa *proyectado*. Elaboración de los autores, con base en el *Informe de Gestión 2020* de la BVC (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2020e).

|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 consonancia con lo expuesto, el flujo de caja libre (Figura 2) se descuenta con una tasa que considera una estructura deuda/patrimonio variable, que, en conjunto con un valor de continuidad, desemboca en la estimación del valor de la empresa (Figura 3).

Figura 3

Valor de la empresa

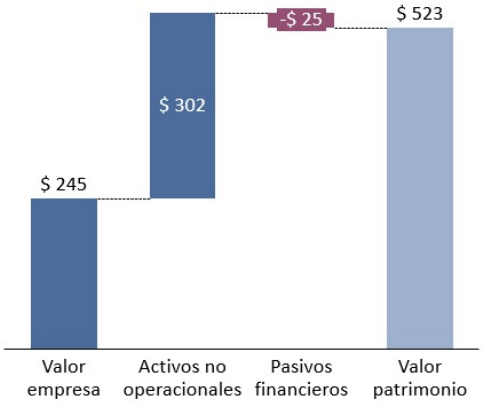


Nota. Cifras en miles de millones de pesos colombianos. Elaboración de los autores, con base en el *Informe de Gestión 2020* de la BVC (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2020e).

Ahora bien, para analizar el valor del patrimonio se utiliza la información contenida en la Figura 4.

Figura 4

Valor del patrimonio



Nota. Cifras en miles de millones de pesos colombianos. Elaboración de los autores, con base en información de la BVC (2020e).

|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.

Lo anterior deriva en el hecho de que al analizar el valor de la acción se evidencia una notable tendencia a la baja, por lo que se recomienda vender.

No obstante, para no restringir los resultados a un escenario conservador puntual con la metodología del flujo de caja descontado, es menester analizar cómo se puede modificar el valor de la empresa en función de un análisis de sensibilidad de variables relevantes para la valoración y otra forma de valoración, para lo cual primero, se hace un análisis de variaciones en la tasa de crecimiento para el valor de continuidad, y luego en el WACC, considerando que este fluctúa en los años proyectados (**Tabla 1**).

Tabla 1

Análisis de sensibilidad del valor de la empresa ante cambios en la tasa de descuento y de crecimiento

WACC/g	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%
10,63%	$268.890.138	$275.444.253	$282.537.961	$290.240.756	$298.634.606
12,13%	$253.780.730	$259.908.048	$266.539.821	$273.741.018	$281.588.269
13,63%	$239.765.741	$245.499.182	$251.704.650	$258.442.939	$265.785.752
15,13%	$226.751.259	$232.120.819	$237.932.448	$244.243.082	$251.119.873
16,63%	$214.652.583	$219.685.627	$225.133.034	$231.048.173	$237.493.987

Nota. Cifras en miles de pesos colombianos. Elaboración de los autores, con base en información de la BVC (2020e).

Desde una perspectiva complementaria, se puede analizar cómo se altera el WACC ante variaciones en la estructura de capital (%D) y en el beta desapalancado (βu), el cual afecta el costo patrimonial (Ke) y, en los casos en los cuales esta tasa de descuento es mayor, deriva en un menor valor de la empresa (Tabla 2).

|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 2

Análisis de sensibilidad del WACC ante cambios en la estructura de capital y el beta

βu/%D	2,17%	3,17%	13,17%	23,17%	33,17%
0,77	13,30%	13,23%	12,52%	11,81%	11,10%
0,87	13,61%	13,54%	12,82%	12,10%	11,38%
0,97	13,93%	13,86%	13,12%	12,39%	11,66%
1,07	14,24%	14,17%	13,43%	12,69%	11,94%

Nota. Elaboración de los autores, con base en el *informe de Gestión 2020* de la BVC (2020e).

Adicionalmente, a través de una valoración por múltiplos (Tabla 3) se puede analizar que para un valor de aproximadamente cinco veces el EBITDA, las metodologías se aproximan a un valor similar para la empresa, estando dentro del rango de valoración para empresas del sector entre 3 y 7 veces el EBITDA (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2020e).

Tabla 3

Análisis de la valoración de la empresa a través de múltiplos EBITDA

EBITDA / Múltiplo	3 x	5 x	7 x	9 x	11 x
$ 10,597,045	$ 30,145,675	$ 51,417,348	$ 72,533,855	$ 93,727,945	$ 114,922,035
$ 30,597,045	$ 87,040,166	$ 148,458,265	$ 209,428,346	$ 270,622,436	$ 331,816,526
$ 50,597,045	$ 143,934,658	$ 245,499,182	$ 346,322,838	$ 447,516,928	$ 548,711,018
$ 70,597,045	$ 200,829,150	$ 342,540,100	$ 483,217,330	$ 624,411,420	$ 765,605,510
$ 90,597,045	$ 257,723,642	$ 439,581,017	$ 620,111,822	$ 801,305,912	$ 982,500,002

Nota. Cifras en miles de pesos colombianos. Elaboración de los autores, con base en la (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2020e).

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

La BVC participa de manera transversal en los diferentes eslabones de la cadena de valor del mercado de capitales, prestando una amplia gama de servicios a emisores de activos financieros, a inversionistas y a terceros concomitantes al negocio (Gobierno y particulares solicitantes de información, entre otros). Ergo,

|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 BVC opera desde una posición en la cual está en condiciones de capturar valor tanto en la emisión como en la negociación y en la posnegociación de valores (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2020a).

Entre los determinantes del precio de los servicios ofertados por la BVC se destacan, en primera instancia, los niveles de negociación, que se expresan y materializan en los vectores de la interacción oferta/demanda y, en segunda instancia, la calificación crediticia de los títulos, que incide directamente en los niveles de precio a los que se pueden transar dichos productos financieros (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2020a).

El renglón de la economía en el cual se desenvuelve la empresa se sitúa en fase de madurez, signada por una estabilidad en los ingresos, con crecimientos esperados para la BVC similares al promedio de la industria. Esta fase también se caracteriza por la proliferación de la competencia y de productos sucedáneos, lo que erosiona los márgenes de los servicios comercializados por la compañía y, además, la expone continuamente a riesgos de retroceder en su mercado frente a operaciones como la de trii y similares (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2020a).

Adicionalmente, para completar el análisis de la industria se tienen en cuenta las cinco fuerzas de Porter (Hernández Pérez, 2019), abordadas en la Figura 5.

|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 5

Análisis de las cinco fuerzas de Porter

La amenaza de nuevos competidores entrantes

- Integración con las bolsas de valores de Perú y Chile para ampliar la cobertura y mitigar la amenaza de nuevos competidores.
- Inversiones estratégicas de la BVC en filiales: Deceval (100 %), Cámara de Riesgo Central de Contraparte (55 %) y Precia (100 %); e inversiones permanentes en: SET-ICAP FX (50 %) y Derivex (40 %).
- La BVC está suscribiendo alianzas con empresas tecnológicas integrándolas en su cadena de valor y conjurando parcialmente el riesgo de que estás compañías se conviertan en competencia para su core de negocio.

El poder de negociación de los proveedores

- Sostenibilidad corporativa en relacionamiento con terceros.
- Estrategia clara sobre la consolidación de un holding que permiten incrementar su poder de negociación sobre sus proveedores procurándose así mejores condiciones de precio y de servicio.
- Capacidad de diversificar el portafolio de proveedores lo que redunda en una mitigación de riesgo de dependencia de un grupo reducido de terceros.
- Habida consideración de que la BVC se está enfocando en ofrecer servicios basados en tecnología para sus clientes, debe evitar desarrollar dependencias asimétricas con los proveedores de tecnología como la reciente aplicación trii.

La rivalidad entre competidores existentes

- Los principales competidores de la BVC son las diferentes bolsas de valores existentes en América Latina, tales como las de Brasil, México y Argentina, que pertenecen además al Mercados Integrado Latinoamericano (MILA).
- La BVC consolida la integración vertical como una ventaja competitiva y como estrategia de fortalecimiento del mercado de capitales colombiano.

El poder de negociación de los clientes

- El poder de negociación de los emisores de valores en Colombia no es influyente, dado que esta entidad es la única autorizada para canalizar la comercialización de estos títulos en el mercado. En cambio, el poder de negociación de los diferentes tipos de inversores es mucho más significativo por la facilidad que tienen de acceder a servicios sustitutos en el mercado.

La amenaza de productos/servicios sustitutivos

- En Colombia, la BVC se comporta como un monopolio dado que es la única entidad que cuenta con una plataforma integral de productos en el mercado de capitales.
- Frente a productos sustitutos el sistema financiero es un entorno muy rico en instrumentos, ofertas disruptivas, que brindan la facilidad de unir a oferentes y demandantes de capital desde productos simples hasta soluciones altamente estructuradas y sofisticadas, lo que amplía el espectro de posibles productos sustitutos.

|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.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

1. Historia, localización e infraestructura

La BVC propiamente dicha nace en el 2001, fruto de la fusión de las bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente (fundadas en 1929, 1961 y 1983 respectivamente), y comienza a operar bajo la razón social Servicios Integrados Bursátiles S.A., y en el 2007, logra listarse en el mercado de capitales. A lo largo de la década posterior comienzan a operar diferentes compañías relevantes en la prestación de los servicios que ofrece la BVC, tales como Deceval, en 1992; Set-Icap (compañía de divisas y derivados OTC) y la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) en el 2007, y Precia, en el 2013, que entre el 2017 y el 2020 se convierten en sus principales filiales e inversiones permanentes (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2020d).

En el 2015, la BVC hace una inversión estratégica para adquirir la empresa Sophos, la cual conserva hasta el 2020, cuando vende su participación para invertir en estrategias de tecnología requeridas para afrontar los retos de operación remota intrínsecos a la pandemia del COVID-19 (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2020c, 2020d)

A partir del 2017, la BVC se integra definitivamente con Deceval, y comienzan a funcionar como una única compañía, que desde entonces ha trabajado de forma permanente en su desarrollo y consolidación en el mercado de capitales colombiano. La BVC está domiciliada en Bogotá D.C. y cuenta con oficinas en Medellín y Cali (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2020c, 2020d).

2. Información del *management* (ejecutivos clave)

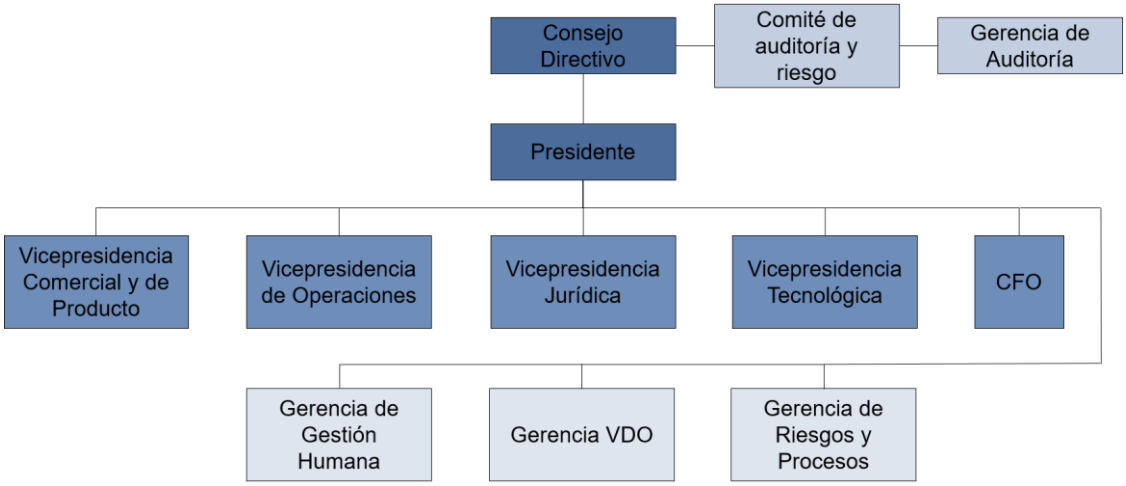
Al hablar sobre la estructura del gobierno de la BVC, se comienza con su Consejo Directivo, conformado por trece miembros (siete independientes y seis no independientes) nombrados por elección de la Asamblea General de Accionistas. Es fundamental mencionar que los miembros del Consejo Directivo no hacen parte de la alta gerencia de la BVC, que es una estructura constituida por un presidente, cinco vicepresidencias —enfocadas en aportarle al

|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.

cumplimiento de las metas organizacionales— y cuatro gerencias encargadas de apoyar las áreas que tienen bajo su dirección. La labor principal del presidente es mediar entre las decisiones del Consejo Directivo y las estrategias de operación que se desarrollan a través de cada una de las vicepresidencias (Comercial y de Producto, Operaciones, Jurídica, Tecnología y CFO) y las gerencias (Auditoría, Gestión Humana, VDO y Riesgos y Procesos), con el fin de alinear esfuerzos para cumplir con los propósitos de la compañía (Bolsa de Valores de Colombia, 2020e). La interacción entre estas estructuras de gobierno de la BVC se evidencia en la Figura 6, con claras indicaciones de la intervención y la posición que cada una de estas maneja en el corporativo.

Figura 6

Gobierno de la BVC



Nota. Adaptación de los autores, con base en la información del gobierno corporativo de la BVC (2020e, sec. Gobierno corporativo).

3. Análisis FODA: fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas

El análisis FODA se presenta en la Figura 7, y contiene información basada en los informes de gestión de la BVC (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2008b, 2017, 2018, 2019, 2020e).

|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 7

Análisis FODA

Fortalezas	Oportunidades
- La BVC es líder del sector de mercado de valores y un referente para las entidades financieras en servicios de transacciones de negociación de instrumentos financieros. - Implementar otras herramientas para generar reportes que garanticen confiabilidad a los inversionistas. - Alinearse con los ODS para promover mejores prácticas como evidencia de compromiso con las políticas mundiales de conservación y protección de los recursos. - Apertura a nuevos mercados y productos derivados de negociaciones recientes. - Diseñar mecanismos para incorporar las pymes al mercado de capitales. - Integrarse con otras bolsas e invertir en otras compañías buscando tener más presencia en América Latina ofreciendo un portafolio más amplio. - Fortalecer la plataforma tecnológica para ofrecer a sus clientes alternativas más ágiles y seguras.	- Cobertura a las empresas que no cotizan en un mercado público con productos que les permitan financiarse. - Innovar en estrategias para llegar al mercado de valores de acuerdo con los cambios derivados por la pandemia. - Implementar modelos que le permitan ser más competitiva en el mercado internacional. - Diseñar estrategias permanentes en búsqueda de ampliar la oferta y generar soluciones estratégicas mediante la innovación.
Debilidades	**Amenazas**
- Mejorar los informes de sostenibilidad para aumentar la confianza de los inversionistas y proponer nuevas formas de inversión. - Las operaciones de renta fija y renta variable han sufrido variaciones tendientes a la disminución, lo que hace que estos productos pierdan confianza en el mercado bursátil. - No hay suficiente divulgación a los diferentes sectores económicos acerca de los informes y del rol de la BVC en el mercado de valores.	- Incertidumbre en el comportamiento de la economía y del mercado de valores en la etapa post-COVID. - Cambio en las políticas de gobierno en materia fiscal. - Fuga de recursos por parte de los inversionistas en busca de mercados más estables. - Los escándalos de corrupción, que hacen que los inversionistas pierdan confianza en el país. - Disminución en la calificación crediticia otorgada por las calificadoras de riesgo internacionales.

Nota. Elaboración de los autores, a partir de los informes de gestión de la BVC (Bolsa de Valores de Colombia, 2020a; 2020d).

|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.

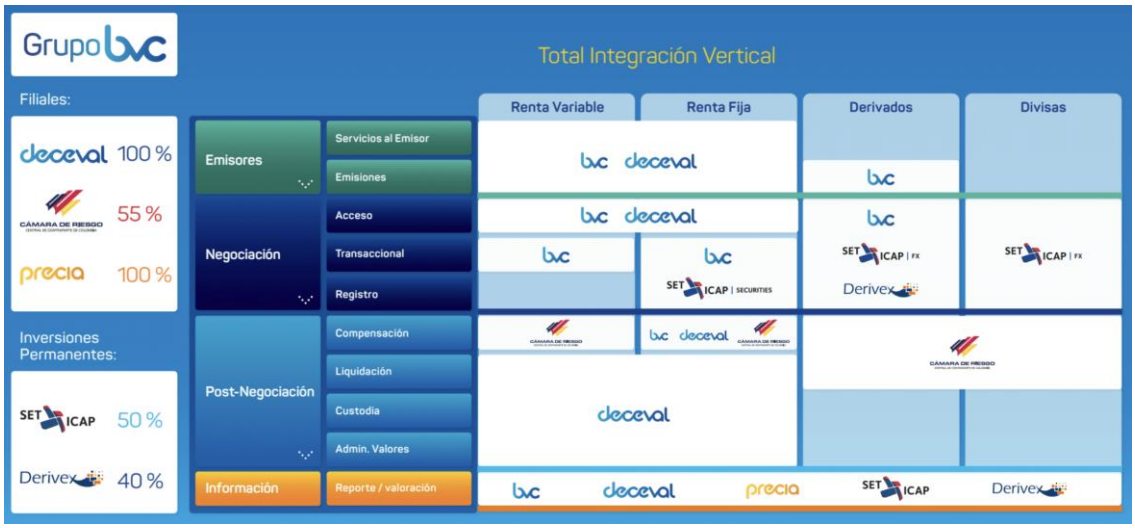
4. Productos y servicios

La BVC ofrece cuatro tipos de servicios: (I) servicios de emisores, en el que se incluyen tanto los servicios ofrecidos al emisor como los servicios de emisiones propiamente; (II) servicios de negociación, en los que se agrupan los servicios de acceso, transaccionales y de registro; (III) servicios posnegociación, que incluyen administración de riesgos, liquidación, custodia y administración de valores; y (IV) servicios de información, tanto de mercado como de proveeduría de precios (Bolsa de Valores de Colombia, 2008b).

Estos servicios se ofertan mediante alianzas estratégicas con empresas del sector financiero, a través de filiales e inversiones permanentes, cuya interacción para la prestación de cada uno de los servicios que se ofertan se muestra en la Figura 8. Es menester considerar que la BVC engloba servicios de todo el mercado de capitales, que abarcan renta fija, renta variable, derivados y divisas (Bolsa de Valores de Colombia, 2008b, 2020e).

Figura 8

Integración de la BVC y sus filiales para la oferta de servicios



Nota. Tomado de la Bolsa de Valores de Colombia (2020e).

|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.

5. Estrategia

De acuerdo con el documento *Visión estratégica 2025* publicado por la BVC en el 2021, la iniciativa de la estrategia consiste en liderar la transformación del mercado de capitales para facilitarles a personas y empresas el cumplimiento de sus objetivos y metas, siempre en el marco del aporte para el desarrollo y crecimiento del país (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2021b).

Para esto, la BVC gestiona su visión estratégica por medio de seis pilares: (I) sostenibilidad corporativa, referente al compromiso de la organización con el país a aportar en el crecimiento sostenible e inclusivo; (II) integración internacional, específicamente enfocada en las bolsas de Chile y Perú, para ampliar la presencia en América Latina; (III) integración vertical, en pro de mayor eficiencia operativa del negocio; (IV) tecnología e innovación, herramienta fundamental para destacar en la oferta de servicios a los cliente y en el mercado de capitales; (V) mercado de capitales 100% digital, estrategia en la que se ha hecho una inversión importante en los dos últimos años para ampliar el mercado con el ingreso de nuevos agentes; y (VI) profundización del negocio *core*, cubriendo toda la visión de las empresas e inversionistas (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2021b).

6. Análisis de los competidores (y tabla comparativa de los indicadores más relevantes)

La BVC hace parte de la Federación Iberoamericana de Bolsas (FIAB), cuyos objetivos son: promover entre sus integrantes la mutua cooperación; colaborar con los diversos organismos, tanto de alcance nacional como internacional, de la esfera de los mercados de bursátiles, que ostentan facultades normativas, legales o de naturaleza similar; fomentar la integración de los mercados financieros miembros de la Federación; y estimular la adopción de procesos y reglas de operación que garanticen la suficiencia, cabalidad y legalidad de las ejecutorias. Los miembros de la FIAB se convierten en los competidores más próximos en cuanto a los productos y servicios que ofrece la BVC, tales como la Bolsa de Comercia de Rosario, las Bolsas y Mercados Argentinos, la Bolsa

|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.

Mexicana de Valores, la Bolsa Electrónica de Chile (BEC) y la Bolsa de Valores de Caracas, por mencionar algunas (Federación Iberoamericana de Bolsas, 2022).

En la Figura 9 y la Figura 10 se presentan tablas comparativas tanto de la capitalización bursátil como de la cantidad de sociedades listadas por país, que son indicadores que permiten conocer el estado de la BVC frente a sus competidores.

Figura 9

Capitalización bursátil de los miembros de la FIAB. Comparativo 2019- 2020

A fin de cada período, Millones de Moneda Doméstica

End-of-period figures, domestic currency millions

		2019			2020			Variación % 2020-2019
		Sociedades / *Companies*			Sociedades / *Companies*			
Pais *Country*	Moneda *Currency*	Total	Domésticas *Domestic*	Extranjeras *Foreign*	Total	Domésticas *Domestic*	Extranjeras *Foreign*	*% Change 2020-2019*
Argentina	ARS	**2.158.336,24**	2.147.285,18	11.051,06	**2.637.120,52**	2.634.262,22	2.858,30	**22,18%**
Bolivia	BOB	**71.743,15**	71.743,15	0,00	**100.654,79**	100.654,79	0,00	**40,30%**
Brasil	BRL	**4.776.250,05**	4.773.194,00	3.056,05	**5.198.727,03**	5.133.616,00	65.111,03	**8,85%**
Chile	CLP	**155.577.739,00**	153.241.132,00	2.336.607,00	**133.370.089,00**	131.122.362,00	2.247.727,00	**-14,27%**
Colombia	COP	**436.786.192,83**	434.046.759,71	2.739.433,12	**365.657.876,99**	363.810.597,79	1.847.279,20	**-16,28%**
Costa Rica	CRC	**1.268.434,89**	1.268.434,89	0,00	**1.160.541,11**	1.160.541,11	0,00	**-8,51%**
Ecuador	USD	**8.681,78**	8.681,78	0,00	**10.022,91**	10.022,91	0,00	**15,45%**
El Salvador	USD	**n.d.**	4.813,61	n.d.	**6.910,41**	4.813,70	2.096,71	**n.d.**
España	EUR	**1.105.664,25**	711.178,97	394.485,28	**904.626,37**	621.764,05	282.862,32	**-18,18%**
México	MXP	**12.855.209,42**	7.830.631,52	5.024.577,90	**12.439.957,71**	7.947.577,00	4.492.380,71	**-3,23%**
Panamá	USD	**16.866,00**	16.841,00	25,00	**13.963,00**	13.938,00	25,00	**-17,21%**
Paraguay	PYG	**10.679.666,00**	10.679.666,00	0,00	**9.479.232,00**	9.479.232,00	0,00	**-11,24%**
Perú	PEN	**537.308,22**	327.870,92	209.437,30	**599.007,49**	315.273,51	283.733,98	**11,48%**
Venezuela	VEF	**70.068.814,89**	70.068.814,89	0,00	**1.270.229.028,33**	1.270.229.028,33	0,00	**+200,00%**

Nota. Tomado de (Federación Iberoamericana de Bolsas - FIAB, 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.

Figura 10

Cantidad de sociedades listadas en los miembros de la FIAB. Comparativo 2019-2020

Bolsa *Exchange*	2019 Total	2019 Domésticas *Domestic*	2019 Extranjeras *Foreign*	2020 Total	2020 Domésticas *Domestic*	2020 Extranjeras *Foreign*
BYMA	93	92	1	93	92	1
Boliviana	53	53	0	54	54	0
B3	328	324	4	349	345	4
Santiago	281	203	78	294	194	100
Colombia	68	66	2	66	65	1
Costa Rica	10	10	0	10	10	0
Guayaquil	56	56	0	55	55	0
Quito	61	61	0	60	60	0
El Salvador	100	71	29	105	74	31
BME	2896	2870	26	2738	2711	27
Mexicana	144	139	5	145	140	5
Panamá	33	32	1	36	35	1
Asunción	41	41	0	44	43	1
Lima	210	196	14	211	197	14
Caracas	31	31	0	31	31	0

Nota. Tomado de (Federación Iberoamericana de Bolsas - FIAB, 2021).

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Desde el 2017, la BVC (2017) ha venido trabajando en los objetivos planteados en el proyecto Mega 2025. Para esto, ha llevado a cabo alianzas estratégicas que favorecen el crecimiento del mercado bursátil y la relación costo/beneficio para los usuarios, tales como la integración con Deceval y la creación de Precia, lo que, a su vez, representó un incremento considerable de los ingresos y favoreció la diversificación de las líneas del negocio y la proyección de la compañía hacia modernizar la estructura tecnológica. Empero, la economía colombiana, enmarcada por escándalos de corrupción y nuevas políticas tributarias, trajo consigo gran desinterés de inversión en el país, que acarreó la reducción en la calificación crediticia del país hecha por entes internacionales. Aun con este panorama se presentaron varios aspectos para destacar en ese año: (I) el mercado de renta variable se consolidó como el activo más rentable entre 2016 y 2017, con valoración de índice COLCAP del 12%; (II) buenos resultados de renta fija asociados a la disminución de las tasas de interés; (III)

|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 los derivados se evidenció una reducción de contratos entre el 1% y el 20% respecto al año anterior (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2017).

Posteriormente, en el 2018, la BVC se centró en hacer una transformación de la industria, basada en el cliente como razón de ser de la compañía. En consecuencia, la empresa abordó tal proceso teniendo como pilar el mantener los altos estándares de gobierno, la seguridad y la gestión de riesgos, además de considerar adoptar una estrategia de tecnología. Con base en esto, a principios del 2018 la BVC recibió de las firmas calificadoras Fitch Ratings y S&P-BRC la máxima calificación de riesgo de contraparte AAA, que produjo cifras alentadoras para el Grupo BVC, obteniendo unos ingresos de COP $233.339 millones, una utilidad de COP $44.655 millones y un EBITDA de COP $68.440 millones. No obstante, se identificó cierta reducción de las utilidades de Precia debido a planes de ajuste internos (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2018).

El 2019 fue un año con resultados importantes en todas las líneas de negocio, en el que, además, culminó el proceso de integración con Deceval. Estos logros se obtuvieron gracias a la integración de sus filiales y al trabajo paulatino del Grupo BVC para convertirse en el principal administrador de una plataforma y una infraestructura al servicio del mercado de capitales. Entre las estrategias asociadas se resaltan: (I) la conformación de un equipo interdisciplinario para analizar la viabilidad de integración con las bolsas de Perú y Chile; (II) la adquisición mayoritaria de las acciones de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC); (III) la puesta en marcha el proyecto a2censo, que se trata de una plataforma 100% digital de *crowdfunding* financiero para realizar operaciones con los inversionistas dando soluciones de manera digital (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2019).

Hacia finales del 2019 y, especialmente, en el 2020, la pandemia por el COVID-19 marcó el contexto mundial, poniendo como reto para las compañías la inclusión de diversas tecnologías de ejecución remota en la operación del negocio. En este orden de ideas, la BVC llevó a cabo la digitalización de los servicios a través de la plataforma a2censo, la cual logró ingresar a las pymes al mercado de capitales, con emisiones de deuda durante su primer año 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.

funcionamiento. Con todo esto, el desempeño de la BVC en el 2020 presentó varios resultados satisfactorios: (I) el mercado de renta fija mostró una tendencia favorable, principalmente por la emisión de instrumentos de deuda destinados a infraestructura pública y recuperación económica de largo plazo para las alcaldías de Bogotá y Barranquilla; (II) el mercado de renta variable al inicio de la pandemia mostró una salida importante de inversionistas extranjeros, pero en el último trimestre del año se recuperó gracias a la intervención de personas naturales en la dinámica interna. Así, el fin del 2020 y la dinámica de la industria con la modalidad remota le acarrean a la compañía nuevos retos en los sistemas informáticos y en la digitalización de los productos, además de las metas asociadas a temas de sostenibilidad (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2020e).

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

1. Principales accionistas

La BVC cerró el 2020 con 898 accionistas, en su mayoría inversionistas extranjeros, que cuentan con una participación del 46%, seguidos por los bancos, cuya participación accionaria es del 32%. En la Tabla 4 se listan los veinticinco accionistas con mayor participación, quienes en conjunto logran hacerse con el 79,87% de la compañía.

|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 4

Top 25 de accionistas de la BVC

No.	Accionistas	Porcentaje de acciones
1	UTILICO EMERGING MARKETS TRUST PLC	7,52%
2	BBVA COLOMBIA S.A.	7,33%
3	BANCO DAVIVIENDA S.A.	6,32%
4	B3 S.A. - BRASIL BOLSA BALCAO	6,11%
5	INVERSIONES ODISEA	5,77%
6	ITAU CORPBANCA COLOMBIA SA	5,74%
7	FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PORVENIR MODERADO	4,42%
8	UNIVERSIDAD DE MEDELLIN	4,14%
9	CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A.	4,04%
10	BANCO CAJA SOCIAL	3,97%
11	BANCOLOMBIA - BOGOTA	3,25%
12	MILLVILLE OPPORTUNITIES MASTER FUND LP	2,98%
13	INVERSIONES CFNS S.A.S.	2,67%
14	FONDO BURSATIL ISHARES COLCAP	2,44%
15	VALORES BANCOLOMBIA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA S A	1,80%
16	FRONTAURA GLOBAL FRONTIER FUND	1,80%
17	SBS SEGUROS COLOMBIA S.A.	1,78%
18	FIDUCIARIA BANCOLOMBIA S.A.	1,18%
19	BANCA DE INVERSION BANCOLOMBIA S.A CORP FINANCIERA	1,10%
20	LONDOÑO Y RESTREPO S.A.	1,04%
21	BANCO COLPATRIA MULTIBANCA COLPATRIA S.A.	0,93%
22	BMO INVESTMENTS II (IRELAND) PLC	0,92%
23	TERRA GLOBAL OPPORTUNITY FUND, L.P.	0,90%
24	BBVA VALORES COLOMBIA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA	0,87%
25	BANCO DE BOGOTA S.A.	0,86%

Nota. Histórico de accionistas de la BVC (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2020a, sec. Histórico de los accionistas bvc).

2. Liquidez accionaria

El comportamiento de la capitalización bursátil de la acción de la BVC entre el 2019 y el 2020 tuvo un comportamiento estable, excepto en el primer trimestre de 2020, donde cotizó en COP $8.840, siendo el valor más bajo en esta ventana de tiempo, y que es una variación producto del comportamiento de los mercados derivada de la pandemia. De otro lado, el volumen promedio diario 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.

negociación estuvo bastante inestable, al presentar en el 2019 un mínimo de 235 en el cuarto trimestre y un máximo de 485 en el tercer trimestre, y en el 2020, entre el segundo y cuarto trimestre, volúmenes de negociación con tendencia a la baja, pero de mayor tolerancia. Se puede concluir que las acciones de la BVC son fácilmente transables en el mercado de renta variable definiéndolas como instrumentos de patrimonio que otorgan liquidez bursátil (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2020e).

3. Política de dividendos

Para el 2020, la asamblea general de accionistas de la BVC aprobó la distribución de dividendos de acuerdo con lo presentado en la Tabla 5.

Tabla 5

Distribución de dividendos para el 2020

Total utilidades por distribuir	$25.293*
Dividendo ordinario	$25.293*
Total por distribuir en efectivo	$25.293*
Porcentaje de dividendos sobre el resultado integral total	50%
Número de acciones	60.513.469
Dividendo por acción (COP $)	$418

Nota. Cifras en miles de pesos colombianos. Adaptación de los autores, con base en información de la BVC (2021a).

Cabe mencionar que la empresa ha tenido como política el pago de dos dividendos anuales, los cuales se pagan en efectivo, a excepción del 2020, donde solo se pagó un dividendo.

RIESGOS DE INVERSIÓN

- *Riesgo de mercado (nacional e internacional y precio).* Este riesgo es quizás el de mayor complejidad para cubrir, dado que es un riesgo no diversificable que incorpora casi todas las estrategias planteadas en la Mega 2025. Al respecto, entre los propósitos de la BVC se mencionan: articular toda la

|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.

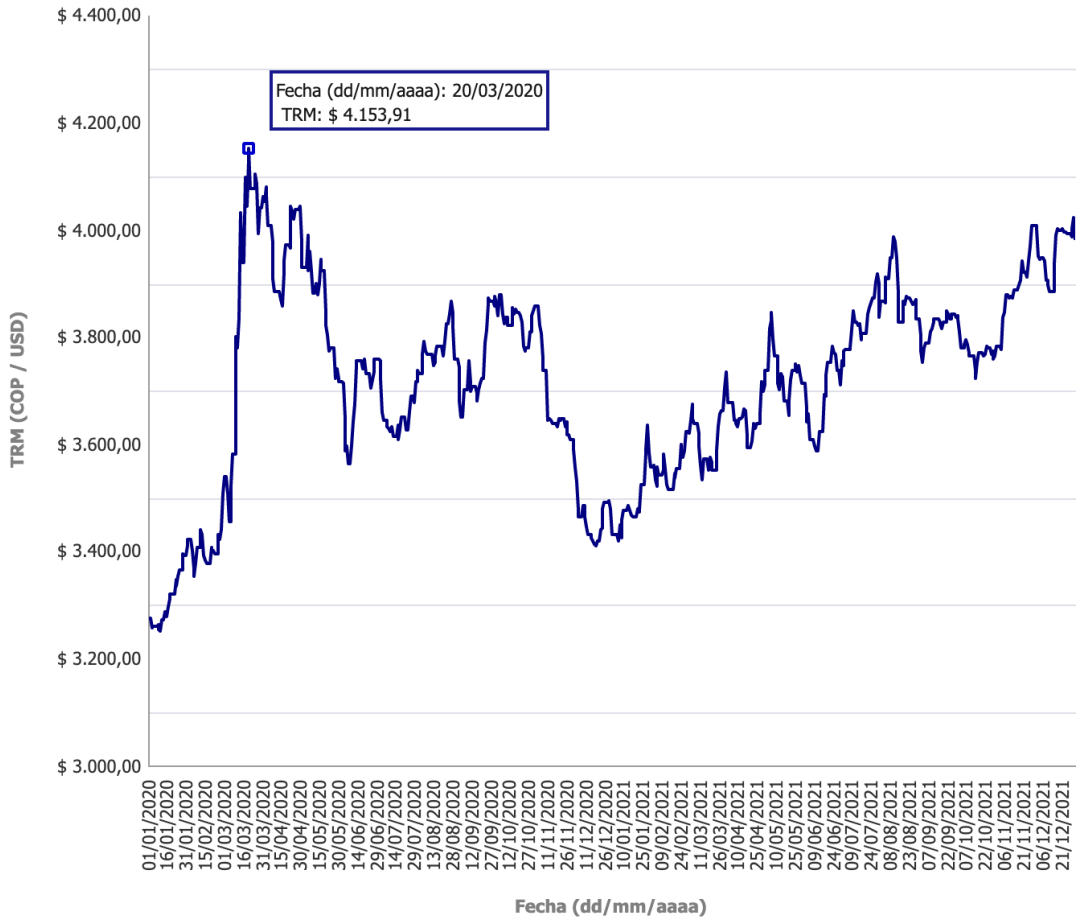
cadena de valor en el favorecimiento del mercado de capitales colombiano, buscar alternativas de eficiencia operacional para sus clientes y demás participantes del mercado, implementar de manera rápida tecnología digital, para facilitar el acceso a sus clientes, afiliados y demás interesados, a todos los productos y servicios, ayudándoles a reducir costos. A nivel internacional, la BVC está enfocada en la integración vertical, con miras a ampliar su portafolio de productos y servicios; además, a lograr fortalecerse mediante la integración con las bolsas de Perú y Chile (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2020e).

- *Riesgo de tipo de cambio.* Para el 2020, la TRM presentó cambios muy marcados, producto de la incertidumbre generada por el COVID-19. La caída del precio del petróleo y de las bolsas internacionales por temor a una recesión económica impactaron de manera negativa el peso colombiano, que produjo una devaluación frente al dólar. Esto, asociado a los altos índices de desempleo, ha golpeado a varias economías emergentes que aún no se terminan de recuperar, y la colombiana no es la excepción. En la Figura 11 se muestra el gráfico del comportamiento volátil de la TRM del peso colombiano respecto al dólar durante el período 2020-2021 (Banco de la República de Colombia, 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.

Figura 11

Comportamiento de la TRM (COP/USD) 2020-2021



Nota. Tomado del (Banco de la República de Colombia, 2021).

- *Riesgo operativo.* La BVC fundamenta la gestión de riesgos operativos sobre las directrices y principios de la norma ISO 31000. Esto quiere decir que las entidades que hacen parte del grupo se deben alinear a la visión de riesgos, y tener en cuenta todas las variables que les entregan valor a los clientes, de forma tal que propicien mecanismos que subsanen los riesgos a los que se vea expuesta la organización en sus actividades, y aquellos asociados a cambios eventuales (tanto internos como externos) que influyan sobre el negocio (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2020b).
- *Riesgo financiero.* La BVC durante el período 2020-2021 centró sus esfuerzos en identificar, medir y cuantificar la posibilidad de materialización del riesgo reputacional derivado de la exposición a la que estuvo la Bolsa debido a

|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 situación por la que estaban atravesando sus afiliados. Para ello implementó modelos que permitieron vigilar de forma permanente este riesgo, tales como el análisis sobre la exposición de sus afiliados a los mercados de derivados, renta fija y renta variable, en relación con el comportamiento del mercado de capitales. Esta estrategia se implementó para mitigar el riesgo asociado a los emisores, e incluso para anticiparse a tomar las acciones pertinentes en caso de materializarse. Ejemplo de dichas acciones son el cambio en el modelo de riesgos de renta fija, eliminando el criterio de marcación de precio para lograr menor volatilidad para estos títulos, fortalecer el fondeo del corto y el largo plazo, y aumentar el porcentaje de títulos elegibles con respecto al 2019, entre otras ventajas para sus clientes (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2020b).

- *Riesgo de procesos internos.* Los procesos internos de la BVC están enfocados a mejorar el acceso de las personas a los productos y servicios que ofrece el mercado de capitales. Para ello no solo debe contar con los recursos financieros para adquirir la tecnología, sino también con personal altamente calificado para ejecutar dicho proyecto. La BVC dentro de sus políticas tiene claro que hacia el interior de la compañía las personas deben vivir una experiencia que les aporte en su desarrollo personal y profesional. Una vez fortalecida en este aspecto, la BVC focalizará sus esfuerzos apuntándole a la actualización de las estrategias operativas de contingencia (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2020b).
- *Riesgo sindical.* Actualmente la BVC tiene establecidos varios planes que les garantizan a sus trabajadores un ambiente de trabajo sano, digno, con la protección de sus derechos y fundamentado en la normatividad colombiana vigente. Para ello, tiene definido un equipo legal, encargado de efectuar auditorías y reuniones de manera periódica, que permitan verificar las condiciones de los trabajadores. Igualmente, las condiciones que la BVC les ofrece a sus empleados son de conocimiento, y propenden por la protección de sus derechos. En este orden de ideas, el riesgo sindical está inspeccionado por las partes, sin atropellar el derecho de asociación que tienen los trabajadores (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2020e, sec. Nuestros colaboradores).

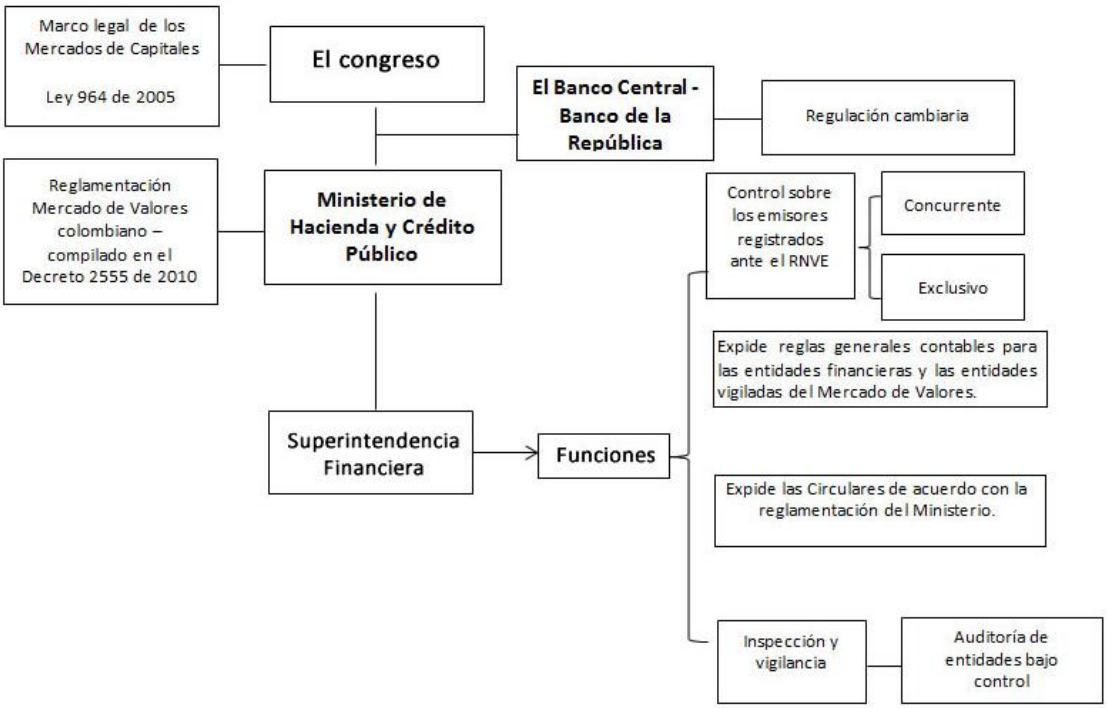
|Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse 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.

- *Riesgo legal o de regulación.* De acuerdo con la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (Asociación Nacional de Empresarios - ANDI, 2013): "La Constitución colombiana establece los derechos de igualdad, libertad de asociación al igual que el derecho a la protección de la empresa, al promover la inversión local y extranjera a través del mercado de valores" (párr. 1). No obstante, la BVC, como empresa que pertenece al mercado de valores, está regida y supervisada por dos entes: la Superintendencia Financiera de Colombia, como ente público, y el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV), como ente privado.

En la Figura 12 se presentan el marco legal y las entidades supervisoras asociadas al mercado de valores colombiano (Asociación Nacional de Empresarios - ANDI, 2013).

Figura 12

Entidades regulatorias y supervisoras del mercado de valores de Colombia



Nota. Tomado de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI, 2013).

|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

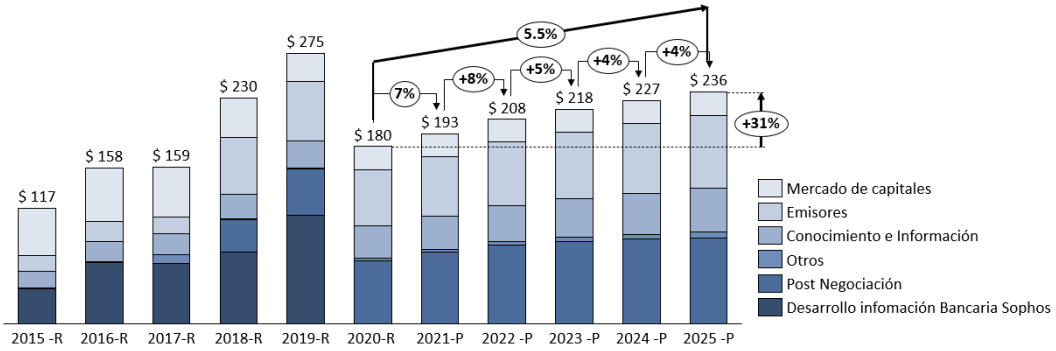
1. Supuestos de operación

- *Ingresos operacionales:* las proyecciones de los ingresos operacionales (Figura 13) están basadas en los datos históricos de cada línea de ingresos de la BVC del último sexenio. Para el 2020 se aprecia una caída, debido a la venta de Sophos y a la crisis sanitaria mundial (COVID 19), la cual inhibió el crecimiento de las demás líneas de negocio. A partir del 2021 se proyecta una recuperación paulatina de los ingresos consolidados de la compañía, explicada por factores tales como expectativas de reactivación económica y la integración de las bolsas del mercado latinoamericano.

A continuación, en la figura 13 se presenta un análisis de ingresos por segmento operativo, con base en el *Informe de Gestión 2020* de la BVC (2020e).

Figura 13

Análisis de ingresos por segmentos operativos



Nota. Cifras en miles de millones de pesos colombianos. R significa *real* y P significa *proyectado*. Elaboración de los autores, con base en el *Informe de Gestión 2020* de la BVC (2020e).

El segmento de mercado de capitales proyecta una recuperación a partir del 2023, signada por la consolidación del eje de Bogotá-Lima-Santiago de Chile y por la transformación de la crisis sanitaria actual en una endemia que permitirá la reactivación económica a nivel global.

|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.

A su vez, la línea de emisores proyecta una recuperación en su componente de inscripción y sostenimiento de títulos, producto del acceso a financiamiento empresarial por vía mercado de capitales, lo que favorece también el desempeño de los depósitos de emisores y de los pagarés, que crecen en virtud del incremento en el volumen de transacciones y emisiones de deuda de corto plazo.

También se evidencia un comportamiento creciente en el segmento de conocimiento e información, ya que la tecnología se erige como un diferenciador estratégico declarado explícitamente en la visión de la compañía.

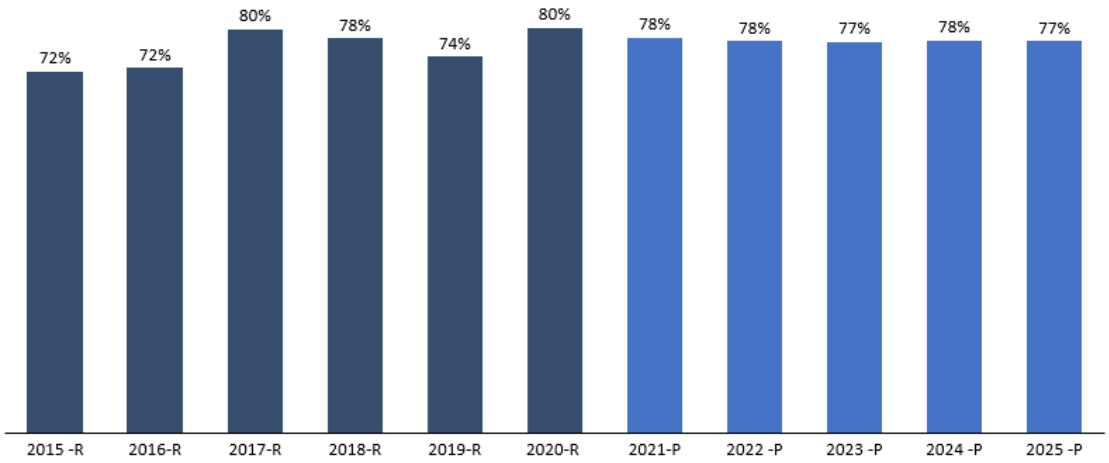
Finalmente, con respecto a la línea de posnegociación y a otros, el ejercicio de proyección de ingresos se basó en el comportamiento histórico de la CRCC (entidad fusionada con la BVC), estimando crecimientos a un ritmo más moderado y alcanzando una estabilidad en las operaciones bajo un perfil de comportamiento sigmoidal.

- *Costos y gastos operacionales:* en este caso, como se muestra en la Figura 14, la mayoría de las cuentas que hacen parte del costo/gasto operacional exhiben un comportamiento proporcional en relación con la tendencia de los ingresos de actividades ordinarias. A futuro, se presume que se conservará y acentuará dicha proporcionalidad no solo por la relativa consistencia que se ha evidenciado en el pasado, sino también, y principalmente, por tratarse de una empresa madura en un sector de la industria que, del mismo modo, se considera en etapa de madurez, y que se caracteriza por presentar ratios de desempeño que convergen hacia una estabilización generalizada. Por estos dos motivos, y tal como se observa más arriba en la Figura 14, las proyecciones reflejan una participación similar respecto al análisis vertical de los años anteriores (2015-2020).

|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 14

Participación costos y gastos operativos con respecto a las ventas



Nota. R significa *real* y P significa *proyectado*. Elaboración de los autores, con base en el *Informe de Gestión 2020* de la BVC (2020e).

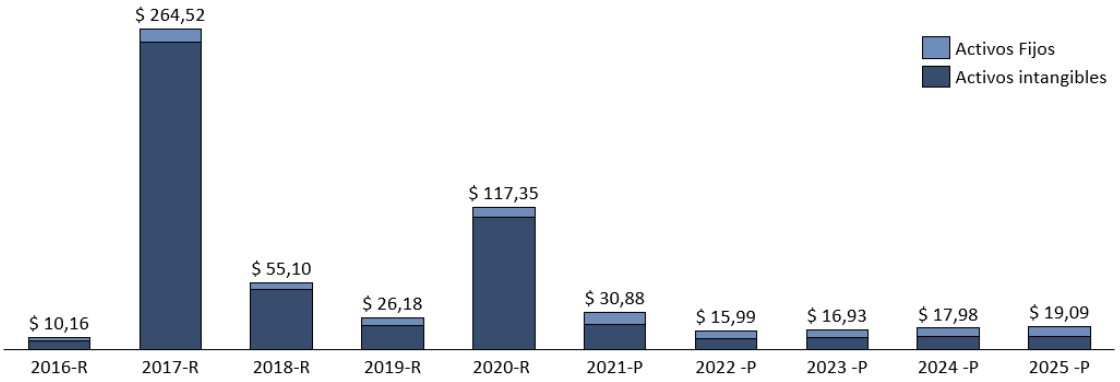
2. Supuestos de inversión

- *CAPEX y activos fijos:* la inversión que realiza la BVC en activos de largo plazo (como se muestra en la Figura 15) está liderada significativamente por el monto destinado a activos intangibles, el cual para 2017 (debido a la integración con Deceval) y para 2020 (marcado por la fusión entre CRCC y CCDC) fue significativo. En virtud de lo anterior, para períodos posteriores se proyecta una inversión tanto en activos fijos como en intangibles, por un valor similar al estimado en la depreciación y amortización, ya que para los próximos años no se consideran inversiones significativas que afecten de manera notable el flujo de caja libre de la empresa; es decir, los crecimientos de los ingresos están en línea con un *CAPEX* de mantenimiento de la operación, y no de grandes crecimientos.

|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 15

Inversión en activos fijos e intangibles



Nota. Cifras en miles de millones de pesos colombianos. R significa *real* y P significa *proyectado*. Elaboración de los autores, con base en el *Informe de Gestión 2020* de la BVC (2020e).

3. Capital de trabajo

Desde el capital que necesita la empresa para operar, al analizar los activos operativos, la caja operacional se proyecta con un crecimiento mínimo basado en la inflación. En lo atinente a la cartera, se prevé una recuperación discreta entre el 2015 y el 2019. Ahora bien, desde los pasivos operativos, para el 2021 se espera tener un plazo promedio de pago de 41 días con los proveedores (basado en el promedio de los días de proveedores del período 2015-2019), seguido de una mejora en los años subsiguientes, atribuible al poder de negociación que se tiene con los proveedores, lo que para el 2022 se traduce en 42 días, y en el período 2023-2025, en 43 días. También en los pasivos operativos se tienen en cuenta los beneficios a empleados, que continúan con una participación en ventas promedio de los datos históricos, al igual que los ingresos recibidos por anticipado. Finalmente, los impuestos por pagar se proyectan con base en la participación promedio histórica que han tenido con respecto a las ventas.

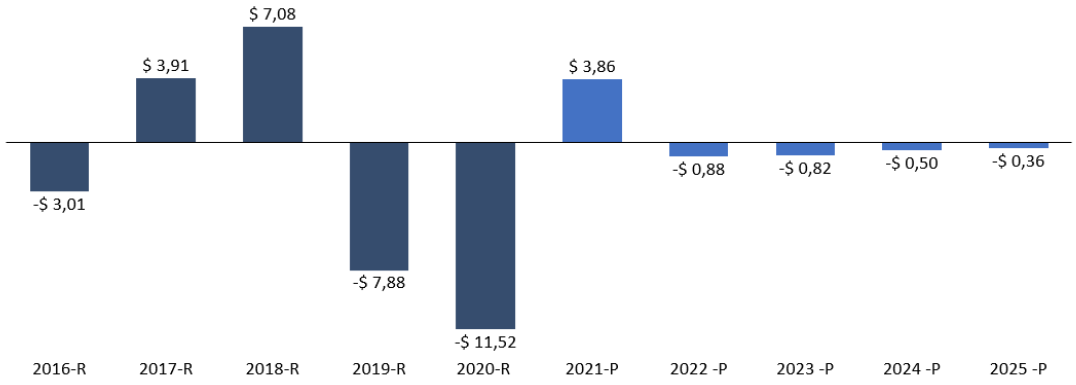
Cabe anotar que, tal como se aprecia en la Figura 16, no se presenta una clara tendencia en el comportamiento de la inversión en KTNO. Por ejemplo, en el 2020 la recuperación de cartera fue más rápida, y el pago de impuestos fue

|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.

menor, lo que llevó a la BVC a tener una desinversión en capital de trabajo significativa. Este escenario se modifica totalmente para el 2021, donde sí es necesario invertir en capital de trabajo, porque a finales de año se empiezan a marcar una leve reactivación económica y un comportamiento más similar al de la tendencia histórica de sus cuentas operativas, lo que finalmente conduce a que de nuevo a partir del 2023 se presenten períodos de desinversión en capital de trabajo, debido al poder de negociación con proveedores que se estaba logrando en 2020, y a su manejo eficiente de los recursos operativos.

Figura 16

Inversión del KTNO



Nota. Cifras en miles de millones de pesos colombianos. R significa *real* y P significa *proyectado*. Elaboración de los autores, con base en el *Informe de Gestión 2020* de la BVC (2020e).

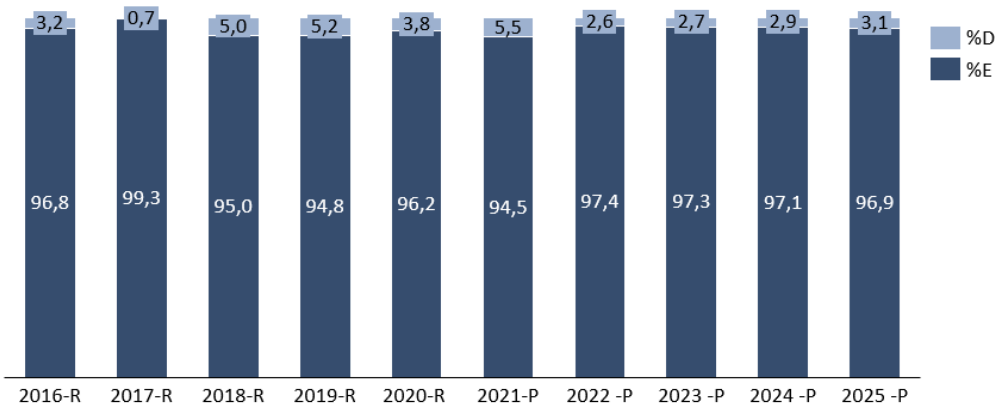
4. Hipótesis financieras

- *Estructura financiera. Razón D/E.* La BVC logró para septiembre de 2021 cancelar el 89% de sus obligaciones financieras, debido al dinero obtenido principalmente a través de la venta de Sophos, y proyecta financiar la inversión en *CAPEX* a través de deuda. Considerando lo anterior, la estructura financiera presentaría una tendencia similar a los datos históricos, basada en sus valores en libros o contables (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

Análisis de la estructura financiera



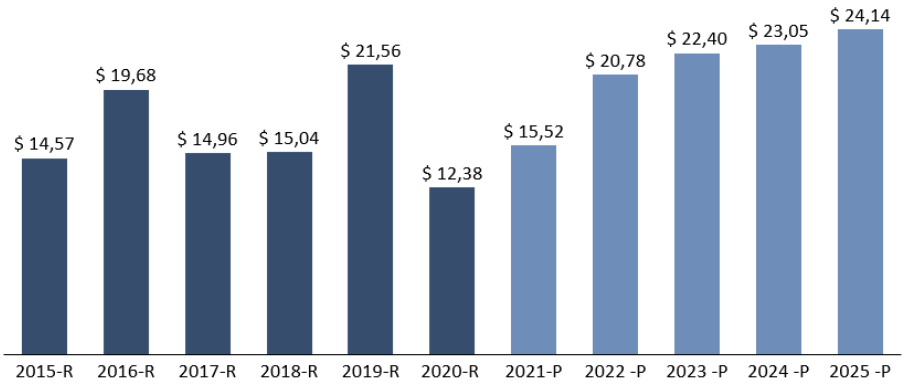
Nota. R significa *real* y P significa *proyectado*. Elaboración de los autores, con base en el *Informe de Gestión 2020* de la BVC (2020e).

5. Impuestos

Parten de dos vertientes fundamentales: en primera instancia, de la proyección macroeconómica de tasa impositiva y, en segunda instancia, de unas utilidades proyectadas.

Figura 18

Análisis de impuestos



Nota. R significa *real* y P significa *proyectado*. Elaboración de los autores, con base en el *Informe de Gestión 2020* de la BVC (2020e).

|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 CONFIABLES

Asociación Nacional de Empresarios - ANDI. (2013). *2.3. Mercado de valores*. Guía de Inversión. http://proyectos.andi.com.co/es/GAI/GuiInv/SisFin/MerVal/Paginas/RegVal.aspx

Banco de la República de Colombia. (2021). *Tasa Representativa del Mercado (TRM peso por dólar)*. https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/trm

Bolsa de Valores de Colombia - BVC. (2008a). *Análisis técnico*. https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/Analisis_Tecnico?action=dummy

Bolsa de Valores de Colombia - BVC. (2008b). *Perfil bvc*. https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/AcercaBVC/Perfil?action=dummy

Bolsa de Valores de Colombia - BVC. (2017). *Informe de gestión 2017*. https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Accionistas/Información+Financiera/Informes+de+Gestión?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-33b2bb9b_1624d5d9943_38eec0a84ca9&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b

Bolsa de Valores de Colombia - BVC. (2018). *Informe de Gestión 2018*. https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Accionistas/Información+Financiera/Informes+de+Gestión?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=6cb4eb3c_169c4fae946_-3112c0a84ca9&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f

|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.

9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b

Bolsa de Valores de Colombia - BVC. (2019). *Informe de gestión 2019*. https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Accionistas/Información+Financiera/Informes+de+Gestión?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=2205e4e0_17229519453_c8c0a84ca9&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b

Bolsa de Valores de Colombia - BVC. (2020a). *Dividendos*. https://bvc.co/dividendos

Bolsa de Valores de Colombia - BVC. (2020b). *Gestión de riesgos y procesos*. https://bvc.co/gestion-riesgo-y-proceso

Bolsa de Valores de Colombia - BVC. (2020c). *Grupo bvc*. Bvc. https://bvc.co/grupo-bvc

Bolsa de Valores de Colombia - BVC. (2020d). *Historia de la bvc*. https://media.graphcms.com/CjCmSgicTPKWk2IuC3Az

Bolsa de Valores de Colombia - BVC. (2020e). *Informe de gestión 2020*. https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Accionistas/Información+Financiera/Informes+de+Gestión?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-1bbf4383_1786c00a10e_3077c0a84ca9&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b

Bolsa de Valores de Colombia - BVC. (2021a). *Información relevante Bolsa de Valores de Colombia S.A.* https://bvc.co/dividendos

|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.

Bolsa de Valores de Colombia - BVC. (2021b). *Visión estratégica 2025*. https://drive.google.com/file/d/16lODhPhTdttIRWdGzsS8lCrkhiDhrujX/view

Federación Iberoamericana de Bolsas - FIAB. (2021). *Anuario estadístico 2021*. https://www.fiabnet.org/publicaciones.php#reporte_anual

Federación Iberoamericana de Bolsas - FIAB. (2022). *Bienvenido a la FIAB*. https://fiabnet.org/index.php

Grupo aval. (2022). *Portal financiero*. https://www.grupoaval.com/wps/portal/grupo-aval/aval/portal-financiero/renta-variable/acciones-bolsa-colombia/datos-historicos/!ut/p/a1/04_Sj9CPykssy0xPLMnMz0vMAfGjzOItDM2MPIzdDbwNPJ1NDBydDdzc_YO9vCy9zYAKIvEoMDCgSL-HmSEh_eH6UXiVgFyATwHYCrwKgk2gCswMLD0NjP0NvPzdLY0MHL1dPCxDQk39vZ1MoQoMcABHA_2C3NAIg0zPTAA4eQYy/dl5/d5/L2dBISEvZ0FBIS9nQSEh/pw/Z7_8162H3G0K8RBE0AS52COFE0U64/act/id=0/p=javax.servlet.include.path_info=QCPpageQCPPortletHistoricoAccionesBVCView.xhtml/507683443327/=/#Z7_8162H3G0K8RBE0AS52COFE0U64

Hernández Pérez, J. Á. (2019). Modelo de competitividad de las cinco fuerzas de Porter. *Udgvirtual*, *2*, 13. https://core.ac.uk/download/pdf/287137091.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.

BALANCE HISTÓRICO. Millones de COP

CONCEPTO / CONCEPT	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2020
ACTIVOS / ASSETS						
Activo corriente / Current assets						
Efectivo y Equivalentes al Efectivo / Cash and Cash Equivalents	24.015.445	33.368.243	29.766.839	31.194.969	34.545.179	146.988.206
Efectivo con destinación específica / Cash with specific destination						171.301.874
Activos financieros inversiones / Financial assets investments	24.216.862	22.750.135	18.827.230	23.608.001	24.692.915	43.518.044
Cuentas por cobrar con partes relacionadas / Related parties account receivables	1.792.904	2.122.858	3.302.827	274.182	325.335	26.538
Deudores Comerciales y otras Cuentas por Cobrar / Trade Debtors and Other Accounts Receivable	14.759.013	20.696.134	29.414.887	40.134.353	48.868.415	19.652.446
Otros Activos corrientes no financieros / Other Current non Financial Assets						5.465.013
Activos por Impuestos Corrientes / Current Tax Assets	9.911.584	11.706.479	1.716.314	4.778.264	973.032	263.274
Operaciones de contraparte / Counterparty Operations						65.655.527.491
Total Activo Corriente / Total Current Assets	**74.695.808**	**90.643.849**	**83.028.097**	**99.989.769**	**109.404.876**	**66.042.742.886**
Activo no Corriente / Non-Current Assets						
Activos Financieros no corrientes / Other Financial Assets			17.110.345	2.115.941	2.625.868	2.455.487
Otros Activos no Financieros / Other Non-Financial Assets	2.496.760	3.082.196	3.798.647	6.098.052	8.954.638	14.664.467
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos / Investments in associates and join ventures	30.133.411	38.210.794	36.510.920	43.144.810	45.354.603	7.795.245
Cuentas por Cobrar con partes relacionadas						814.293
Plusvalía / Capital Gain	17.159.175	21.613.197	174.047.304	110.485.088	110.485.088	119.651.716
Propiedades de inversión			1.385.431			
Propiedades y Equipo / Property and Equipment	24.008.716	23.207.421	54.545.417	54.251.171	57.664.001	45.369.036
Activos intangibles distintos del Goodwill / Other Intangible Assets	14.551.443	19.912.011	266.271.322	279.133.529	290.029.338	372.851.425
Activos por Impuestos Diferidos / Deferred tax assets	3.298.641	623.470	42.313	800.712	555.184	
Total Activo no Corriente / Total Non-Current Assets	**91.648.146**	**106.649.089**	**553.711.699**	**496.029.303**	**515.668.720**	**563.601.669**
TOTAL ACTIVOS / TOTAL ASSETS	**166.343.954**	**197.292.938**	**636.739.796**	**596.019.072**	**625.073.596**	**66.606.344.555**

|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.

BALANCE HISTÓRICO. Millones de COP

PASIVOS / LIABILITIES						
Pasivo Corriente / Current liabilities						
Obligaciones Financieras / Financial liabilities			523.844	7.151.631	11.228.688	8.468.869
Derivados				279.468		
Beneficios a Empleados / Employee Benefits	5.002.690	7.890.825	9.498.527	12.242.030	14.259.994	5.651.958
Depósitos / Deposits						171.299.389
Acreedores Comerciales y Otras Cuentas por Pagar / Trade Creditors and Other Accounts Payable	9.237.169	12.732.625	18.306.053	17.017.027	22.467.980	15.883.249
Pasivos Financieros Corrientes- Derivados/ Current financial Liabilities - Derivatives	76.391	3.293.711				
Pasivos por Impuestos Corrientes / Current Tax Liabilities	207.793	317.173	6.339.299	1.080.199	987.009	5.517.200
Impuesto de Renta y Complementarios y CREE	12.710.154	17.305.328				
Ingresos Recibidos por Anticipado / Deferred Income	88.779	43.817	139.796	97.002	1.985.849	93.378
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas / Accounts payable to related parties	5.266	**5.317**	22.274	40.154	25.048	24.944
Pasivos estimados y provisiones						90.000
Otros pasivos no financieros / Other non-financial Liabilities				7.524.474	11.125.853	5.676.566
Operaciones de contraparte / Counterparty Operations						65.655.527.491
Total Pasivo Corriente / Total Current Liabilities	**27.328.242**	**41.588.796**	**34.829.793**	**45.431.985**	**62.080.421**	**65.868.233.044**
Pasivo no corriente / Non-Current Liabilities						
Beneficios a Empleados / Employee Benefits	855.287	927.074	855.262			
Obligaciones Financieras / Financial Liabiliities	872.324	686.235	2.703.635	16.240.554	14.426.421	13.362.196
Pasivos estimados y provisiones / Estimated Liabiliities & provisions	4.984.676	11.324.005	8.485.310	8.734.269	3.230.470	252.852
Pasivo por impuestos diferidos / Deferred Taxes liabilities	8.312.289	6.898.876	92.648.140	36.765.554	36.219.268	38.450.862
Otros pasivos / Other Liabilities				1.348.294	1.354.997	2.954.499
Total Pasivo no Corriente / Total Non-current Liabilities	**15.024.576**	**19.836.190**	**104.692.347**	**63.088.671**	**55.231.156**	**55.020.409**
TOTAL PASIVOS / TOTAL LIABILITIES	**42.352.818**	**61.424.986**	**139.522.140**	**108.520.656**	**117.311.577**	**65.923.253.453**
Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Matriz / Equity Attributable to the Parent Company Owners						
Capital Suscrito y Pagado / Subscribed and Paid-in Capital	18.672.822	18.672.822	30.256.854	30.256.734	30.256.734	30.256.734
Superávit de Capital_Prima en colocación de acciones / Capital Surplus	21.095.896	21.095.896	298.397.252	298.397.252	298.397.252	298.397.252
Reservas / Reserves	35.457.098	41.991.656	48.919.726	124.737.733	134.316.249	156.584.206
Utilidad neta del ejercicio / Results for the Period	20.924.189	24.109.725	103.342.724	39.241.317	51.448.005	151.974.041
Utilidades retenidad / Retained profits	5.562.713	261.447	221.789	- 1.448.562	- 7.985.364	(2.007.447)
Otras participaciones en el patrimonio y ORI / Other participation on equity & ORI	9.870.469	12.592.892	2.445.178	- 14.779.592	- 13.131.377	(13.019.931)
Resultado de adopción de NCIF / Result for the adoption of NCIF					886.489	926.615
Total Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Matriz / Total Equity Attributable to Parent Company Owners	**111.583.187**	**118.724.438**	**483.583.523**	**476.404.882**	**494.187.988**	**623.111.470**
Participación no Controlada / Non-Controlling Interest	12.407.949	17.143.514	13.634.133	11.093.534	13.574.031	59.979.632
TOTAL PATRIMONIO / TOTAL SHAREHOLDERS' EQUITY	**123.991.136**	**135.867.952**	**497.217.656**	**487.498.416**	**507.762.019**	**683.091.102**
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO / TOTAL LIABILITIES AND EQUITY	**166.343.954**	**197.292.938**	**636.739.796**	**596.019.072**	**625.073.596**	**66.606.344.555**

|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.

BALANCE PROYECTADO. Millones de COP

CONCEPTO / CONCEPT	2021	2022	2023	2024	2025
ACTIVOS / ASSETS					
Activo corriente / Current assets					
Efectivo y Equivalentes al Efectivo / Cash and Cash Equivalents	$ 36.624.846	$ 39.443.213	$ 41.319.307	$ 43.026.388	$ 44.737.775
Efectivo con destinación específica / Cash with specific destination	$ 362.203.475	$ 421.297.931	$ 494.448.225	$ 584.997.593	$ 697.084.470
Activos financieros inversiones / Financial assets investments	$ 85.727.771	$ 90.545.672	$ 93.533.679	$ 96.433.223	$ 99.422.653
Cuentas por cobrar con partes relacionadas / Related parties account receivables	$ 32.657.791	$ 35.172.048	$ 36.845.849	$ 38.368.743	$ 39.895.424
Deudores Comerciales y otras Cuentas por Cobrar / Trade Debtors and Other Accounts Receivable					
Otros Activos corrientes no financieros / Other Current non Financial Assets	$ 11.263.909				
Activos por Impuestos Corrientes / Current Tax Assets	$ 1.718.217	$ 1.850.499	$ 1.938.563	$ 2.018.686	$ 2.099.009
Operaciones de contraparte / Counterparty Operations	$ 110.266.580.793	$ 157.560.894.978	$ 83.050.659.355	$ 101.936.708.786	$ 125.117.520.786
Total Activo Corriente / Total Current Assets	**$ 110.796.776.802**	**$ 158.149.204.341**	**$ 83.718.744.978**	**$ 102.701.553.420**	**$ 126.000.760.116**
Activo no Corriente / Non-Current Assets					
Activos Financieros no corrientes / Other Financial Assets	$ 2.970.462	$ 3.593.440	$ 4.347.072	$ 5.258.759	$ 6.361.648
Otros Activos no Financieros / Other Non-Financial Assets	$ 18.714.829	$ 26.767.156	$ 38.284.115	$ 54.756.411	$ 78.316.153
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos / Investments in associates and join ventures	$ 7.328.918	$ 7.740.803	$ 7.996.250	$ 8.244.133	$ 8.499.702
Cuentas por Cobrar con partes relacionadas					
Plusvalía / Capital Gain	$ 119.651.716	$ 119.651.716	$ 119.651.716	$ 119.651.716	$ 119.651.716
Propiedades de inversión					
Propiedades y Equipo / Property and Equipment		$ 432.508.321	$ 432.508.321	$ 432.508.321	$ 432.508.321
Activos intangibles distintos del Goodwill / Other Intangible Assets	$ 432.508.321				
Activos por Impuestos Diferidos / Deferred tax assets					
Total Activo no Corriente / Total Non-Current Assets	**$ 581.174.247**	**$ 590.261.437**	**$ 602.787.473**	**$ 620.419.341**	**$ 645.337.540**
TOTAL ACTIVOS / TOTAL ASSETS	**$ 111.377.951.049**	**$ 158.739.465.778**	**$ 84.321.532.451**	**$ 103.321.972.760**	**$ 126.646.097.656**

|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.

BALANCE PROYECTADO. Millones de COP

PASIVOS / LIABILITIES					
Pasivo Corriente / Current liabilities					
Obligaciones Financieras / Financial liabilities	$ 30.882.054	$ 15.991.390	$ 16.932.276	$ 17.980.892	$ 19.094.340
Derivados					
Beneficios a Empleados / Employee Benefits	$ 9.937.635	$ 10.702.714	$ 11.212.045	$ 11.675.455	$ 12.140.018
Depósitos / Deposits	$ 362.198.221	$ 421.291.819	$ 494.441.052	$ 584.989.107	$ 697.074.357
Acreedores Comerciales y Otras Cuentas por Pagar / Trade Creditors and Other Accounts Payable	$ 17.216.039	$ 18.798.904	$ 20.095.633	$ 21.026.432	$ 21.817.702
Pasivos Financieros Corrientes- Derivados/ Current financial Liabilities - Derivatives	$ 0	$ 0	$ 0	$ 0	$ 0
Pasivos por Impuestos Corrientes / Current Tax Liabilities	$ 6.136.757	$ 6.609.214	$ 6.923.739	$ 7.209.908	$ 7.496.788
Impuesto de Renta y Complementarios y CREE					
Ingresos Recibidos por Anticipado / Deferred Income	$ 110.123	$ 118.601	$ 124.245	$ 129.380	$ 134.528
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas / Accounts payable to related parties					
Pasivos estimados y provisiones	$ 76.667	$ 63.333	$ 50.000	$ 36.667	$ 23.333
Otros pasivos no financieros / Other non-financial Liabilities	$ 9.242.320	$ 9.953.868	$ 10.427.562	$ 10.858.549	$ 11.290.607
Operaciones de contraparte / Counterparty Operations	$ 110.266.580.793	$ 157.560.894.978	$ 83.050.659.355	$ 101.936.708.786	$ 125.117.520.786
Total Pasivo Corriente / Total Current Liabilities	**$ 110.702.380.608**	**$ 158.044.424.821**	**$ 83.610.865.908**	**$ 102.590.615.175**	**$ 125.886.592.461**
Pasivo no corriente / Non-Current Liabilities					
Beneficios a Empleados / Employee Benefits					
Obligaciones Financieras / Financial Liabiliities	$ 0	$ 0	$ 0	$ 0	$ 0
Pasivos estimados y provisiones / Estimated Liabiliities & provisions	$ 1.064.319	$ 3.022.628	$ 2.288.449	$ 2.480.955	$ 3.662.454
Pasivo por impuestos diferidos / Deferred Taxes liabilities	$ 38.851.613	$ 33.773.338	$ 35.380.576	$ 36.842.908	$ 38.308.876
Otros pasivos / Other Liabilities	$ 3.905.641	$ 131.308	$ 137.557	$ 143.243	$ 148.942
Total Pasivo no Corriente / Total Non-current Liabilities	**$ 43.821.573**	**$ 36.927.274**	**$ 37.806.582**	**$ 39.467.105**	**$ 42.120.273**
TOTAL PASIVOS / TOTAL LIABILITIES	**$ 110.746.202.182**	**$ 158.081.352.095**	**$ 83.648.672.490**	**$ 102.630.082.280**	**$ 125.928.712.734**
Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Matriz / Equity Attributable to the Parent Company Owners					
Capital Suscrito y Pagado / Subscribed and Paid-in Capital	$ 30.256.734	$ 30.256.734	$ 30.256.734	$ 30.256.734	$ 30.256.734
Superávit de Capital_Prima en colocación de acciones / Capital Surplus	$ 298.397.252	$ 298.397.252	$ 298.397.252	$ 298.397.252	$ 298.397.252
Reservas / Reserves	$ 236.113.590	$ 269.333.828	$ 285.733.834	$ 302.545.555	$ 321.282.202
Utilidad neta del ejercicio / Results for the Period	$ 34.553.958	$ 38.592.718	$ 41.593.224	$ 42.798.160	$ 44.834.594
Utilidades retenidad / Retained profits	$ 123.748	-$ 17.335.466	-$ 31.794.174	-$ 50.653.139	-$ 82.889.951
Otras participaciones en el patrimonio y ORI / Other participation on equity & ORI	-$ 12.909.431	-$ 12.799.868	-$ 12.691.236	-$ 12.583.525	-$ 12.476.729
Resultado de adopción de NCIF / Result for the adoption of NCIF	$ 900.452	$ 941.210	$ 983.813	$ 1.028.344	$ 1.074.891
Total Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Matriz / Total Equity Attributable to Parent Company Owners	**$ 587.436.303**	**$ 607.386.407**	**$ 612.479.447**	**$ 611.789.381**	**$ 600.478.993**
Participación no Controlada / Non-Controlling Interest	$ 44.312.564	$ 50.727.276	$ 60.380.514	$ 80.101.099	$ 116.905.930
TOTAL PATRIMONIO / TOTAL SHAREHOLDERS' EQUITY	**$ 631.748.867**	**$ 658.113.683**	**$ 672.859.962**	**$ 691.890.480**	**$ 717.384.922**
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO / TOTAL LIABILITIES AND EQUITY	**$ 111.377.951.049**	**$ 158.739.465.778**	**$ 84.321.532.451**	**$ 103.321.972.760**	**$ 126.646.097.656**

|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.

ESTADO DE INGRESOS HISTÓRICO. Millones de COP

CONCEPTO / CONCEPT	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos / Revenues	122.377.970	163.076.389	163.361.996	235.896.799	280.531.479	189.809.771
Ingresos ordinarios / Ordinary revenues	117.275.221	158.156.020	159.012.950	229.523.346	274.641.250	180.142.055
Ingresos actividades de inversión / Revenue invesment activities	1.660.472	2.510.840	2.017.213	2.716.189	3.104.217	5.625.858
Otros Ingresos / Other Revenues	3.442.277	2.409.529	2.331.833	3.657.264	2.786.012	4.041.858
Costos / Costs		(37.150.022)	(40.091.838)	(47.759.550)	(74.621.484)	
Gastos / Expenses	(83.972.765)	(77.094.638)	(86.994.393)	(131.410.861)	(129.917.388)	(144.409.759)
Gastos ordinarios / Ordinary expenses	(83.314.272)	(76.712.384)	(86.636.905)	(58.713.626)	(55.018.020)	
Gastos en actividades no ordinarias /	(658.493)	(382.254)	(357.488)	(150.896)	(178.374)	(641.186)
Otros gastos de actividades ordinarias						(74.959.167)
Diferencia en Cambio / Exchange Rate Differences						
Gstos por Depreciación y amortización				(14.489.132)	(15.069.019)	(14.644.028)
Gastos por beneficios a empleados				(58.057.207)	(59.651.975)	(54.165.378)
Utilidad por Activiades de Operación	38.405.205	48.831.729	36.275.765	56.726.388	75.992.607	45.400.012
Utilidad / Pérdida Método de Participación Asociadas Income / Loss From Equity Method - Associates	6.139.307	7.717.252	7.811.338	8.512.015	8.538.057	7.245.795
Pérdida método de participación asociado y/o negocios conjuntos	(543.064)	(269.338)	(357.376)	(325.496)	(75.411)	
Ingresos por ventas de inversiones de patrimonio - Subsidiarias						
Ingreso por valoraciónn de inversiones a valor razonable						31.779.595
Ingreso por valoración de inversiones en la CRCC						
Otros Ingresos procedentes de subsidios, entidades controladas y asociadas		-	84.027.542	180.127		
Utilidad o pérdida por valoración fondo de capital					265.081	
Costos Financieros	(1.641.366)	(3.595.268)	(2.863.632)	(5.403.389)	(5.199.589)	(5.496.153)
Utilidad o pérdida antes de impuestos / Profit before taxes	42.360.082	52.684.375	124.893.637	59.689.645	79.520.745	78.929.249
Impuesto de Renta / Income taxes	(14.573.389)	(19.683.159)	(14.963.585)	(15.035.034)	(21.562.012)	(12.380.090)
Utilidad o pérdida neta del ejercicio / Net profit for the period	27.786.693	33.001.216	109.930.052	44.654.611	57.958.733	66.549.159

|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.

ESTADO DE INGRESOS PROYECTADO. Millones de COP

CONCEPTO / CONCEPT	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos / Revenues	198.970.633	214.288.978	224.486.767	233.765.141	243.066.587
Ingresos ordinarios / Ordinary revenues	192.963.184	207.819.028	217.708.918	226.707.154	235.727.765
Ingresos actividades de inversión / Revenue invesment activities	2.541.602	2.737.275	2.867.539	2.986.058	3.104.873
Otros Ingresos / Other Revenues	3.465.847	3.732.676	3.910.310	4.071.929	4.233.950
Costos / Costs					
Gastos / Expenses	(150.766.166)	(161.133.465)	(168.242.510)	(176.035.241)	(182.659.833)
Gastos ordinarios / Ordinary expenses					
Gastos en actividades no ordinarias /					
Otros gastos de actividades ordinarias					
Diferencia en Cambio / Exchange Rate Differences					
Gstos por Depreciación y amortización					
Gastos por beneficios a empleados					
Utilidad por Activiades de Operación	48.204.467	53.155.513	56.244.257	57.729.900	60.406.755
Utilidad / Pérdida Método de Participación Asociadas Income / Loss From Equity Method - Associates	7.363.177	8.399.146	8.910.579	9.434.851	10.019.151
Pérdida método de participación asociado y/o negocios conjuntos					
Ingresos por ventas de inversiones de patrimonio - Subsidiarias					
Ingreso por valoraciónn de inversiones a valor razonable					
Ingreso por valoración de inversiones en la CRCC					
Otros Ingresos procedentes de subsidios, entidades controladas y asociadas					
Utilidad o pérdida por valoración fondo de capital					
Costos Financieros	(5.489.444)	(2.181.247)	(1.165.260)	(1.321.428)	(1.449.607)
Utilidad o pérdida antes de impuestos / Profit before taxes	50.078.200	59.373.412	63.989.576	65.843.323	68.976.299
Impuesto de Renta / Income taxes	(15.524.242)	(20.780.694)	(22.396.351)	(23.045.163)	(24.141.705)
Utilidad o pérdida neta del ejercicio / Net profit for the period	34.553.958	38.592.718	41.593.224	42.798.160	44.834.594

|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.

FLUJO DE CAJA HISTÓRICO. Millones de COP

FCO	2016	2017	2018	2019	2020
Utilidad operacional	$ 44.005.625	$ 31.926.719	$ 50.390.680	$ 70.125.437	$ 35.902.694
(-) Impuestos Operativos	-$ 18.243.790	-$ 4.346.222	-$ 14.288.629	-$ 20.605.359	-$ 7.121.013
(=) UODI= NOPAT	**$ 25.761.835**	**$ 27.580.497**	**$ 36.102.051**	**$ 49.520.078**	**$ 28.781.681**
(+) Depreciación y amortización	$ 8.728.059	$ 10.019.040	$ 14.489.132	$ 15.069.019	$ 14.694.351
(=) FCB	**$ 34.489.894**	**$ 37.599.537**	**$ 50.591.183**	**$ 64.589.097**	**$ 43.476.032**
Δ KTNO	$ 3.013.178	-$ 3.906.504	-$ 7.077.183	$ 7.884.605	$ 11.516.090
EGO	**$ 37.503.072**	**$ 33.693.033**	**$ 43.514.000**	**$ 72.473.702**	**$ 54.992.122**
FCI					
Inversiones Activos Fijos	-$ 2.234.004	-$ 11.015.980	-$ 4.971.177	-$ 6.305.714	-$ 7.903.579
Inversiones intangibles	-$ 7.923.086	-$ 253.507.173	-$ 50.125.407	-$ 19.871.853	-$ 109.448.620
FCI	-$ 10.157.090	-$ 264.523.153	-$ 55.096.584	-$ 26.177.567	-$ 117.352.199
FCL	**$ 27.345.982**	**-$ 230.830.120**	**-$ 11.582.584**	**$ 46.296.135**	**-$ 62.360.077**

|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.

FLUJO DE CAJA PROYECTADO. Millones de COP

FCO	2021	2022	2023	2024	2025
Utilidad operacional	$ 42.197.018	$ 46.685.563	$ 49.466.408	$ 50.671.913	$ 53.067.932
(-) Impuestos Operativos	-$ 13.081.076	-$ 16.339.947	-$ 17.313.243	-$ 17.735.170	-$ 18.573.776
(=) UODI= NOPAT	**$ 29.115.942**	**$ 30.345.616**	**$ 32.153.165**	**$ 32.936.744**	**$ 34.494.156**
(+) Depreciación y amortización	$ 16.594.193	$ 15.991.390	$ 16.932.276	$ 17.980.892	$ 19.094.340
(=) FCB	**$ 45.710.136**	**$ 46.337.006**	**$ 49.085.441**	**$ 50.917.635**	**$ 53.588.496**
Δ KTNO	-$ 3.863.482	$ 877.024	$ 822.537	$ 498.024	$ 357.393
EGO	**$ 41.846.654**	**$ 47.214.031**	**$ 49.907.978**	**$ 51.415.660**	**$ 53.945.889**
FCI					
Inversiones Activos Fijos	-$ 9.553.386	-$ 6.393.490	-$ 6.769.664	-$ 7.188.909	-$ 7.634.075
Inversiones intangibles	-$ 21.328.667	-$ 9.597.900	-$ 10.162.612	-$ 10.791.982	-$ 11.460.265
FCI	-$ 30.882.054	-$ 15.991.390	-$ 16.932.276	-$ 17.980.892	-$ 19.094.340
FCL	**$ 10.964.600**	**$ 31.222.640**	**$ 32.975.703**	**$ 33.434.768**	**$ 34.851.549**

|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.

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Millones de COP

FCL		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Utilidad operacional		$ 35.902.694	$ 42.197.018	$ 46.685.563	$ 49.466.408	$ 50.671.913	$ 53.067.932	$ 54.987.925
(-) Impuestos Operativos		-$ 7.121.013	-$ 13.081.076	-$ 16.339.947	-$ 17.313.243	-$ 17.735.170	-$ 18.573.776	-$ 19.245.774
(=) UODI= NOPAT		**$ 28.781.681**	**$ 29.115.942**	**$ 30.345.616**	**$ 32.153.165**	**$ 32.936.744**	**$ 34.494.156**	**$ 35.742.151**
(+) Depreciación y amortización		$ 14.694.351	$ 16.594.193	$ 15.991.390	$ 16.932.276	$ 17.980.892	$ 19.094.340	$ 20.276.738
(=) FCB		**$ 43.476.032**	**$ 45.710.136**	**$ 46.337.006**	**$ 49.085.441**	**$ 50.917.635**	**$ 53.588.496**	**$ 56.018.890**
Δ KTNO		$ 11.516.090	-$ 3.863.482	$ 877.024	$ 822.537	$ 498.024	$ 357.393	$ 378.089
EGO		**$ 54.992.122**	**$ 41.846.654**	**$ 47.214.031**	**$ 49.907.978**	**$ 51.415.660**	**$ 53.945.889**	**$ 56.396.979**
FCI								
Inversiones Activos Fijos		-$ 7.903.579	-$ 9.553.386	-$ 6.393.490	-$ 6.769.664	-$ 7.188.909	-$ 7.634.075	-$ 8.106.808
Inversiones intangibles		-$ 109.448.620	-$ 21.328.667	-$ 9.597.900	-$ 10.162.612	-$ 10.791.982	-$ 11.460.265	-$ 12.169.931
FCI		-$ 117.352.199	-$ 30.882.054	-$ 15.991.390	-$ 16.932.276	-$ 17.980.892	-$ 19.094.340	-$ 20.276.738
FCL		**-$ 62.360.077**	**$ 10.964.600**	**$ 31.222.640**	**$ 32.975.703**	**$ 33.434.768**	**$ 34.851.549**	**$ 36.120.241**
@WACC		9,54%	14,02%	15,48%	12,74%	12,71%	12,68%	12,65%
Factor de descuento			1,14	1,32	1,48	1,67	1,89	
VA			$ 9.616.340	$ 23.711.766	$ 22.214.051	$ 19.982.630	$ 18.485.092	
VNA @WACC	**$ 94.009.879**							
Valor de continuidad								
G	0%							
FCL (t+1)	$ 36.120.241							
VC	$ 285.615.939							
VP VC	$ 151.489.303							
Valor empresa	**$ 245.499.182**							
(+) Activos no operacionales /Financieros	**$ 302.050.790**							
(-) Pasivos financieros	**-$ 24.785.564**							
Valor Patrimonio	$ 522.764.408							
Valor acción	$ 8.639							
Variación valor actual	-27,28%							
WACC Promedio	13,52%							

|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 les presentan a la comunidad académica y a la financiera interesada en un encuentro semestral.

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

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

http://www.latinburkenroad.com/

Judith Cecilia Vergara Garavito

jvergar8@eafit.edu.co

Reportes Burkenroad Colombia

Departamento de Finanzas

Universidad EAFIT

Medellín, Colombia, Suramérica

Teléfono (57) (4) 2619500, extensión 9585

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.