

Presentación del Reporte: Junio 7 de 2011

Organizacion de Ingenieria Internacional S.A Odinsa S.A

BVC Bolsa de Valores de Colombia S.A /ODINSA

Primera cobertura

Fecha de Valoración: Mayo de 2011

Recomendación: Comprar

Precio de la acción y valor del IGBC

Valor del Índice : 13841.28

Precio de la Acción :\$8.660

- Precio esperado a 31 de diciembre de 2011: \$9.751
- · Oportunidades de valorización soportadas por nuevos proyectos y adiciones en su línea de construcción, administración y mantenimiento.
- Crecimiento en sectores afines a la empresa jalonados por carencias de infraestructura en el país y obras de reconstrucción como consecuencia de la crisis invernal.

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

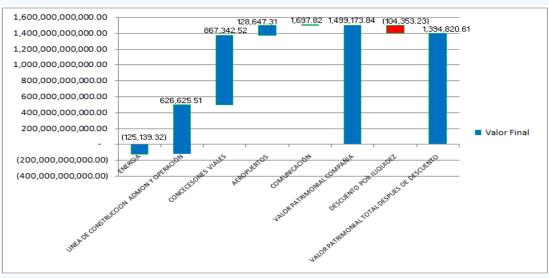


Figura 1. Detalles del resultado de la valoración suma de partes ODINSA S.A.

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización Bursátil: \$1.354.918.160.020 COP (06/05/2011)

Acciones en Circulación: 147.694.507

Volumen Promedio diario DEL ÚLTIMO AÑO: \$325.364.099,23

Alta (según BVC), Baja (para los cálculos considerados en la valoración) Bursatilidad:

Participación índice: IGBC 0.193%, (05/05/2011), Cotiza en: BVC Bolsa de Valores de Colombia S.A

Beta: 0,79 (Apalancado)

Rango último año: MAX \$9.000 COP, MIN \$7.010 COP

Apreciación global de la Compañía

Localización: Sede principal (Diag 97 17-60 Piso 6 Bogotá DC Colombia).

Industria: Sectores como Ingeniería (Construcción, Obras viales, Aeropuertos), Energía y telecomunicaciones.

Descripción: Empresa especializada en gestión e inversión en proyectos relacionados con la infraestructura en Colombia y en el exterior.

Productos y servicios:

Servicios de Construcción.

Servicios de Operación y Mantenimiento.

Servicios de Administración de Proyectos

Portafolio de inversión en Proyectos.

Sitio web de la Compañía: www.odinsa.com

Analistas:

Daniel Montoya Vélez Juan David Muriel Monagas Mario Sergio Gómez Rueda

Directora de la Investigación de Inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de Investigación:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Colaboradores:

Alejandro Correa Restrepo

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Figura de: 5-años Desempeño de la Acción

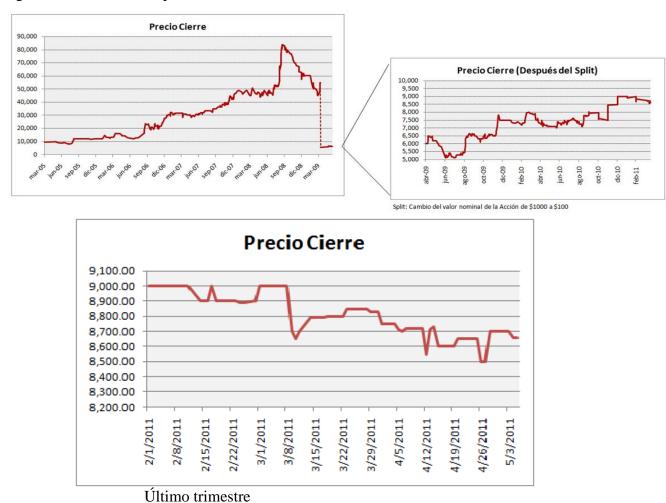


Figura 2. Desempeño de la acción de ODINSA S.A., (ODINSA S.A., 2010) (BVC, 2011)

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

El estudio realizado para la valoración de la acción da como resultado un precio objetivo de \$9.751 pesos para un plazo de 12 meses, lo que equivale a un potencial de valorización del 12.6%. En base a la apreciación esperada se puede emitir una recomendación de Compra. Las perspectivas de crecimiento del sector y el impacto positivo en los ingresos que experimentará la empresa en los próximos años como consecuencia de nuevos contratos (Transversal de las Américas) y las adiciones a contratos ya existentes (Aeropuerto El Dorado, Hatovial) minimizan el riesgo. Sin embargo, se debe tener en cuenta la iliquidez de la acción y los riesgos derivados de la etapa de construcción de algunos de los proyectos más importantes.

ODINSA S.A

Fecha de valoración: Mayo de 2011



TESIS DE INVERSIÓN

La experiencia acreditada por Odinsa, en tiempo, tamaño y sectores relacionados con la infraestructura la sitúan en un puesto privilegiado para hacerle frente a las exigencias de crecimiento de Colombia y América Lantina. En Colombia las deficiencias de la infraestructura agravadas por la fuerte ola invernal, demandaran empresas como Odinsa con amplia experiencia y conocimiento del entorno local.

La demanda creciente de grandes obras de ingeniería requerirá de la entrada de nuevas modalidades de financiación del sector privado, a través de grandes inversionistas institucionales. Odinsa tiene gran experiencia en modalidades de financiación como Project Finance en el mediano plazo y de emisión de bonos y de acciones en el largo plazo. Se debe destacar que junto con Conconcreto son las únicas empresas cotizantes en la bolsa de valores de Colombia en el sector infraestructura.

La empresa ha cambiado su estatus de liquidez en los últimos años, según la función de liquidez establecida por la Bolsa de valores de Colombia, en este momento tiene una liquidez alta. Sin embargo, las variaciones experimentadas y el bajo volumen en comparación a otras acciones (\$325MM COP en promedio por rueda, con 16 ruedas sin negociación en las últimas 246 ruedas) hacen que la acción pierda interés para inversionistas que exigen mejores niveles de liquidez. Otras amenazas destacables que surgen para la acción son las dificultades de cierre financiero en proyectos energéticos y aeroportuarios. De la misma forma el riesgo de la puesta en marcha de proyectos como Termocolon.

La complejidad de la estructura organizacional, de la estructura societaria y del control de la empresa representa un reto importante en cuanto a la estrategia que se fijara Odinsa para hacerle frente a las grandes oportunidades que se le presentaran en los próximos años.

VALORACIÓN

La valoración se hizo segmentada a través de la suma de partes, sumando así el valor de cada línea de negocios y valorando cada una de estas de manera individual. Para la valoración del negocio de Construcción operación y mantenimiento se usó el método de Flujo de caja descontado. Por las limitaciones de información financiera y contable para el negocio de concesiones (Viales, Aeroportuarias, de energía), se hizo la valoración por múltiplos comparables. Por su menor impacto para el negocio, la línea de telecomunicaciones se consideró el valor en libros (0.1% del total de la compañía).

Para la comparación se usó el método de dividendos descontados además del valor de mercado y valor patrimonial realizando un proceso de simulación para los diferentes modelos realizados usando el software Crystal Ball. (Crystal Ball., 2011)

El modelo de valoración principal por suma de partes tiene componentes de valoración por flujo de caja descontado y por múltiplos. La valoración por flujo de caja descontado del negocio de construcción, operación y mantenimiento cuenta con supuestos basados en la industria para la construcción del flujo, en el margen operacional, impuestos y capex. En la valoración por múltiplos de los negocios de Energía, Aeropuertos y telecomunicaciones se encuentran las limitaciones al encontrar negocios comparables, además de factores del mercado y liquidez. Para la valoración por Dividendos descontados se pueden tener



limitaciones como la repartición de dividendos acorde a la utilidad neta, además de las limitaciones derivadas por el uso de la tasa de descuento la cual es el costo del Equity.

		ESTÁTICO			SIMULADO		
VALORACIÓN	RESULTA	TADO VALORACIÓN MIN		PROMEDIO	MAX		
SUMA DE PARTES	\$	9,444.00	\$	6,900.00	\$ 9,579.00	\$ 13,814	.00
DESCUENTO DE DIV	\$	9,637.00	\$	7,328.00	\$ 9,674.00	\$ 12,417	.00
			VALO	R ÚLTIMO AÑO			
VALORACIÓN	VA	LOR ACTUAL		MIN	PROMEDIO	MAX	
VALOR EN BOLSA	\$	8,660.00	\$	7,010.00	\$ 7,976.00	\$ 9,000	.00

Tabla 1. Resultado de la valoración por suma de partes.

La **Tabla 1** muestra los resultados de la valoración por suma de partes y por descuento de dividendos como resultado del modelo de valoración (estático) y los resultados del análisis de sensibilidad teniendo en cuenta la simulación donde se alteraron las variables más sensibles (margen operacional, crecimiento en los dividendos). Ambos ejercicios son influenciados por las mismas variables por lo cual los rangos tanto en la valoración por suma de partes como dividendos son similares. Cabe destacar que las distribuciones de los resultados de ambas valoraciones son parecidas en cuanto a desviación, media, sesgo y curtosis por lo cual se puede concluir que para ambos ejercicios se consideraron los valores de los drivers del negocio de manera correcta.

Método	Suma de Partes (hoy)	Dividendos descontados(hoy)
Valor por Acción	\$9.444 COP	\$9.637COP
Valorización	9.1%	11.3%

Tabla 2. Comparativo del resultado de la valoración por suma de partes y la valoración por Dividendos

La valoración por suma de partes da como resultado \$9444 COP, \$-193 COP equivalente al 2% menos que por dividendos descontados.

Escenarios	Escenario 1 (hoy)	Escenario 2 (hoy)
Valor por Acción	\$9.062 COP	\$9.444 COP
Valorización	4.65%	9.1%

Tabla 3. Resultados de los escenarios de valoración.

Nuevos contratos como la transversal de las Américas, las adiciones de Hatovial y El Dorado se esperan que representen un incremento del 76% en los ingresos operaciones por un periodo de 4 años para el negocio de construcción, operación y mantenimiento, estos son considerados en el principal escenario (escenario 2). El Escenario 1 no contempla los incrementos en los ingresos en la línea de construcción, operación y mantenimiento derivados de los nuevos proyectos y adiciones mencionados.

Se debe aclarar que el ejercicio de valoración realizado no tuvo en cuenta el impacto de acontecimientos recientes, como la intervención de Termocolon y el contrato que les fue otorgado para operar 38 peajes a nivel nacional.



DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

1. Historia

El grupo ODINSA se constituyó en 1992 como consecuencia de sumar esfuerzos corporativos de compañías del sector ingeniería y construcción afiliadas a la Asociación Colombiana de Ingenieros Constructores (ACIC) que habían quedado expuestas a la competencia global tras la apertura económica.

Los accionistas fundadores fueron las firmas de ingeniería y construcción más importantes del país, que buscando sinergias por la diversidad de oficios, experiencias y conocimientos, fundaron una compañía con diversidad operativa. El Grupo ODINSA participa permanentemente en la gestión de proyectos de infraestructura nacional e internacional, prestando servicios de planeación, estructuración, financiación, diseño, construcción, administración y operación de proyectos en distintas áreas de ingeniería y tecnología, manejando diversos portafolios de inversión.

El grupo ODINSA está constituida por *ODINSA Holding Inc*; Integra todo el conocimiento de Grupo ODINSA en la creación y desarrollo de concesiones a nivel internacional, *ODINSA Proyectos e Inversiones S.A*; Empresa dedicada a la inversión en toda clase de proyectos, así como en el desarrollo de proyectos inmobiliarios y *ODINSA Servicios Ltda.*; Empresa dedicada a la señalización y demarcación vial. (ODINSA S.A., 2010)

2. Análisis DOFA: Fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas.

Fortalezas

- Conocimiento y experiencia proyectos de construcción civil a nivel macro.
- ODINSA suma las diferentes sinergias de las empresas fundadoras, reflejada en la calidad técnica y humana de su personal.
- Diversificación y estabilidad del tráfico por categoría entre las diferentes concesiones viales.
- El grupo ODINSA ha diversificado el portafolio de productos y servicios incursionado en nuevos proyectos en sectores de energía, servicios públicos, telecomunicaciones, inmobiliarios y aeropuertos.
- Limitación explícita de la capacidad de distribución de dividendos durante la etapa de construcción.
- En la gran mayoría de las concesiones viales no existen vías alternas de primer nivel que pueda competir directamente en la movilización de usuarios entre ciudades.
- Compromiso en la gestión ambiental. (ODINSA S.A., 2010) (Duff, 2008)
- Los esfuerzos de crecimiento de ODINSA y la fortaleza de su esquema de negocio en el largo plazo está asociado a la capacidad de administración para encontrar un balance en el ciclo de vida de los diferentes proyectos. (FitchRatings, 2010)



Oportunidades

- Aumento del tráfico vehicular que transita por las diferentes concesiones, esto causado por el aumento el dinamismo comercial de las diferentes ciudades del país.
- Disminución de la dependencia de mecanismos de compensación del gobierno, ante un crecimiento adicional en el volumen de tráfico en carreteras.
- Capacidad de desarrollo de nuevos proyectos de infraestructura.
- Altos márgenes de diversificación del portafolio de inversiones, de esta manera se logran mitigar de manera importante los riesgos a los que está expuesta la compañía.
- La infraestructura vial es uno de los pilares de crecimiento y desarrollo sostenible del país. Pese a su importancia económica y social, presenta altos niveles de atrasos. (BPR Benchmark, 2010)

Debilidades

- Desempeño operativo históricamente influenciada por decisiones políticas, en cuanto a reestructuración de peajes y otros rubros.
- Riesgos asociados a la etapa de construcción, mitigados mediante la contratación de ejecución de obras civiles a precio global fijo.
- Procesos administrativos complejos en información para la asignación de activos necesarios en las construcciones civiles que realiza el consorcio. (Auditoria, 2008)
- El sector de la construcción en general presenta deficiencias operativas en áreas técnicas y administrativas como en tecnológica de operación. (Cardona, 2004)

Amenazas

- ODINSA opera en un sector competitivo expuesto a los ciclos económicos y volatilidades políticas que requiere flexibilidad financiera para atender las necesidades de financiación de nuevos proyectos y sostener los resultados a través del ciclo. (FitchRatings, 2010)
- Cambios de políticas económicas
- Eventuales demoras en el pago de las compensaciones del INCO.
- Aumento de los costos para la terminación de las obras faltantes del proyecto y la mitigación del riesgo geológico.
- Retrasos en la consecución de los predios.
- Desaceleración económica del país.
- Inestabilidad jurídica relacionada con incumplimiento de normas ambientales.
- El esquema de negocio de ODINSA demanda una robusta posición de liquidez y capacidad de generación de flujos de caja de los proyectos existentes, de manera que le permitan a la empresa atender los aportes de capital, los gastos preoperativos y apalancar los proyectos en las etapas iniciales. (FitchRatings, 2010)

3. Servicios y Productos.



Figura 3. Líneas de negocio de ODINSA. Fuente: Construcción Propia.

ODINSA S.A

Fecha de valoración: Mayo de 2011



Servicios de Construcción

- Esta línea de negocios se enfoca en la ejecución de obras civiles y de ingeniería para proyectos.
- Los proyectos pueden ser tanto propios o proyectos contratados con el estado.
- Se debe destacar que ODINSA no tiene maquinaria (salvo proyectos de características atípicas, como es el caso de la maquinaria que tiene para ejecutar el contrato de Transmilenio).
- Normalmente ODINSA hace licitaciones privadas (invitando principalmente a sus socios principales) y subcontrata todas las construcciones. Esto le permite trasladar el riesgo a sus subcontratistas a través de contratos espejo del que tiene con su cliente. (ODINSA S.A., 2010)

Servicio de Operación y Mantenimiento

- ODINSA presta el servicio de mantenimiento, explotación y operación de infraestructura, bienes o construcciones destinados al servicio o uso público, en los cuales participa junto con otras empresas como concesionario.
- ODINSA crea una empresa que es contratada por la concesión para hacer las labores de operación y administración.
- ODINSA factura a la concesión mensualmente por la prestación respectiva de estos servicios de administración y manteamiento. (ODINSA S.A., 2010)

Servicio de Administración de Proyectos

- ODINSA presta servicios administración integral de proyectos a las concesiones.
- Dentro de la administración de incluyen actividades como; Contabilidad, Gerencia, Recursos Humanos entre Otros.
- Los servicios son prestados y se factura por éstos mensualmente.
- En la actualidad ODINSA no tiene proyectos en esta línea de negocios, pero cuenta con la infraestructura, personal y *know-how* para prestarlo según los requerimientos de los proyectos futuros.

Portafolio de Inversión y Proyectos

- Grupo ODINSA ofrece dentro de sus servicios la realización de todas las actividades propias de un megaproyecto iniciando desde la prefactibilidad técnica, legal y financiera, la consultoría o ingeniería, la estructuración financiera, la compra de los suministros, la construcción, llegando hasta la operación y mantenimiento de los mismos.
- ODINSA participa permanentemente en la gestión de proyectos de infraestructura nacional e internacional, prestando servicios de planeación, estructuración, financiación, diseño, construcción, administración, operación y mantenimiento de proyectos en distintas áreas de ingeniería y tecnología: Infraestructura Vial, Proyectos inmobiliarios urbanos, Servicios públicos domiciliarios y Telecomunicaciones. (ODINSA PORTAFOLIO, 2010)



4. Estrategias.

La estrategia de crecimiento de ODINSA y la sostenibilidad de su esquema de negocio en el largo plazo está asociada a la capacidad de la administración para encontrar un balance en el ciclo de vida de los diferentes proyectos y lograr un crecimiento sostenido.

El incremento en los flujos operativos y de caja de los diferentes proyectos en operación derivan de un robustecimiento en liquidez y por la ampliación en la capacidad de absorción de deuda destinada a atender los aportes de capital y la financiación de las etapas iniciales de los proyectos, sin comprometer su perfil crediticio. (Duff, 2008)

La empresa continúa ampliando sus operaciones en Colombia y en otros países de América Latina. Así, en el año 2009, los ingresos consolidados del Grupo ODINSA presentaron un crecimiento del 33,9% respecto al año anterior. La empresa ha venido realizando esfuerzos tendientes a continuar fortaleciendo sus proyectos y diversificando su operación fuera de Colombia. ODINSA busca continuar participando en proyectos en países con tamaños y características similares a Colombia, pero dadas las expectativas de crecimiento de proyectos de infraestructura en Colombia, se espera que continúe mostrando alguna concentración en Colombia. (FitchRatings, 2010)

5. Desarrollos Recientes.

En Colombia, durante el año 2009, se adelantó la negociación de las ampliaciones de las concesiones viales de Santa Marta – Paraguachón, Autopistas de los Llanos y Autopistas del Café. En 2009, se firmó la ampliación de las obras de Santa Marta – Paraguachón por cerca de \$38 mil millones y en 2010 se firmó la ampliación del alcance inicial de Autopistas del Café por \$67 mil millones, la ampliación de Autopistas de los Llanos aun esté en proceso de negociación. Igualmente, en el presente año la empresa recibió la adjudicación del contrato de concesión de Vías de las Américas hasta por \$1,1 billones de pesos.

En cuanto al Aeropuerto El Dorado, en Febrero de 2010, se firmó el "Otro Si" donde se definió la demolición de la terminal de pasajeros actual y la construcción de una nueva. Se estima que Opain contrataría un crédito de largo plazo por un monto estimado de US\$390 mientras se define el monto total y forma de pago del proyecto, como respaldo los accionistas van a realizar aportes de capital por cerca de \$600 mil millones en el periodo 2010 – 2014. (FitchRatings, 2010)

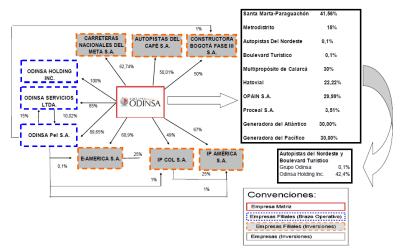


Figura 4. Operación del Grupo ODINSA. Fuente: (Duff, 2008)



6. Análisis de los competidores.

Considerando que ODINSA es un conglomerado de empresas del sector de la construcción posee una operación económica en diversa por lo que determinar cuáles son los principales competidores se debe tener en cuenta compañías con inversiones en diferentes sectores de las construcción.

Los principales competidores de ODINSA son; MM IDEAL (Impulsora del desarrollo y el empleo en América Latina) S.A de C.V., Empresas ICA (Empresas Ingenieros Civiles Asociados) S.A.B de C.V., Companhia de Concessones Rodoviarias (CCR), Triunfo Participacoes e Investimentos S.A., Obrascon Huarte Lain Brasil S.A., EcoRodovias Infraestructura e Logistica S.A., Brisa Auto-Estradas de Portugal S.A., Atlantia S.p.A., Ferrovial S.A., Abertis Infreestructuras S.A., Obrascon Huarte Lain S.A., Vinci S.A. y Acciona S.A

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

1. Gestión de Incentivos: Incentivos y remuneración de la Alta Gerencia.

Dentro del código de buen gobierno de la compañía, se establecen los lineamientos de gestión de incentivos, de acuerdo con la evaluación de desempeño hecha a los empleados. Los lineamientos, buscan satisfacer expectativas y aumentar el grado de motivación de los empleados. También se menciona la remuneración por escalas conforme el desempeño de los empleados, buscando el sentido de pertenencia y el compromiso con la compañía. Para la presidencia, representantes legales y sus suplentes; se cuenta con un comité de remuneración que emite recomendaciones a la junta directiva sobre la determinación de la remuneración según los resultados en la gestión el nivel de responsabilidad.

Es común que los empleados reciban bonificaciones en acciones de la compañía para fomentar el sentido de pertenecía. Se tiene estipulado que la junta directiva puede autorizar bonificaciones para los empleados en acciones liberadas. Se podrán establecer restricciones a la libre enajenación en las acciones.

2. Gestión de Entrenamiento: Trayectoria de la Alta Gerencia en cuanto a Formación y Experiencia.

Nombre	Cargo			
VÍCTOR MANUEL CRUZ VEGA	Presidente			
REGINA ESTHER SÁNCHEZ	Directora Jurídica y Secretaria			
CAMARGO	General			
HILDEBRANDO ROJAS CALDERÓN	Director de Ingeniería y Desarrollo			
GUILLERMO OTERO PRECIADO	Director de Construcciones e			
GUILLERWO OTEKO FRECIADO	Infraestructura			
OLGA VILLEGAS	Directora de Proyectos Institucionales			
OLGA VILLEGAS	y Operación Vial			
JORGE MALDONADO ÁVILA	Director de Proyectos Inmobiliarios			
ERNESTO CARRASCO	Vicepresidente Financiero y			
ERNESTO CARRASCO	Administrativo			

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



3. Posibles planes de sucesión (Gestión de profundidad)

Grupo Odinsa no cuenta con planes de sucesión establecidos o documentados, sin embargo, se contemplan planes de suplencia ante la posible ausencia de sus principales directivos.

Suplencia.

Se tienen suplentes designados para el presidente ante faltas absolutas, temporales o accidentales. De la misma forma se cuenta con suplente para reemplazar al presidente de la junta ante faltas ocasionales o accidentales. Los miembros principales de la junta directiva tienen un suplente personal para casos de faltas ocasionales o accidentales.

4. Independencia en la Administración

ODINSA por medio de su código de buen gobierno, establece las directrices para asegurar la independencia de la administración. La compañía cumple con las normas y leyes establecidas en cuando a independencia de la administración. En su código de buen gobierno se recalcan los términos previstos en la ley, donde la persona que ocupe el título de representante legal de la entidad no podrá ser presidente de la junta directiva. También se recalcan obligaciones como emisor de valores, donde al menos el 25% de los miembros de la junta directiva deben ser independientes.

5. Análisis del Gobierno Corporativo

ODINSA cuenta con las herramientas para garantizar la gestión y la trasparencia entre los accionistas, la junta directiva, la administración, sus empleados. De la misma forma se tiene las herramientas para garantizar la transparencia entre la empresa con grupos de interés externos como el gobierno, clientes finales y acreedores. Las herramientas se centran en el código de buen gobierno y el código de Ética y conducta que trae dentro de su contenido. El código de buen gobierno busca apoyar; a través de la compilación de principios, normas, políticas; el objetivo de la empresa de lograr la valorización de sus inversiones con una gestión correcta y eficiente. (ODINSA BUEN GOBIERNO, 2010) (ODINSA ETICA, 2010).

6. Desempeño Financiero histórico.

El resultado para el año 2010 ha sido el mejor resultado en la historia de ODINSA en términos de utilidad operacional y neta. Este resultado es el fruto de un bueno año con alta facturación, una buena gestión en concesiones y un incremento operativo de las filiales de ODINSA.

A continuación se presentan los principales indicadores financieros que dan cuenta del comportamiento económico del Grupo ODINSA.



Liquidez

Índice de Liquidez	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Razón Corriente	3,01	7,42	3,62	1,31	1,19	1,52
Capital de Trabajo	24.334	64.654	73.822	28.010	21.116	46.403

Tabla 4. Resumen de los Indicadores de Liquidez Grupo ODINSA (millones Capital de Trabajo)

- Capital de Trabajo (miles)

En el año 2010 el Grupo ODINSA disponía de \$46.403 en Capital de Trabajo, un aumento del 119,7% (+ \$25.287.394) respecto al capital de trabajo necesario para el año 2009. El comportamiento de este inductor de liquidez es positivo, puesto que los pasivos de corto plazo son menores a los activos de corto plazo.

- Razón Corriente

En el año 2010 el grupo ODINSA gozaba de \$1,52 pesos de activos corrientes por cada peso de pasivo a corto plazo, en el año 2009 este inductor se ubicaba en \$1,19 pesos, es decir, presentó un aumento del 27,89% de 2009 a 2010.

Endeudamiento

Índice de Endeudamiento	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Razón de Endeudamiento	31,98%	24,91%	17,92%	39,03%	38,01%	34,10%
Apalancamiento	7,09%	4,28%	10,30%	25,79%	26,46%	18,69%
Pasivo Total / Ventas	288,14%	157,98%	71,93%	135,35%	102,07%	102,14%
Razón de Pasivo a Capital	39,91%	28,89%	11,54%	38,23%	34,86%	33,06%

Tabla 5. Resumen de los Indicadores de Endeudamiento

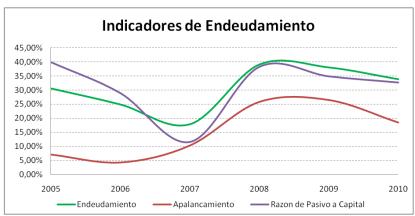


Figura 5. Comportamiento de los indicadores de Endeudamiento

El desempeño de los indicadores de endeudamiento para el Grupo ODINSA, son el reflejo de las directrices de la compañía para controlar los montos de inversión sin incrementar el pasivo. Se destaca la reducción en las obligaciones de corto plazo con terceros (reducción en el apalancamiento) y en las obligaciones a un plazo mayor de un año.



Rentabilidad

Rentabilidad	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Rentabilidad sobre Ventas	86,9%	122,5%	52,3%	36,4%	43,0%	48,2%
Rentabilidad sobre Activos	9,6%	19,3%	13,0%	10,5%	16,0%	16,1%
Rentabilidad sobre Patrimonio	14,1%	25,7%	15,8%	17,2%	25,8%	24,4%
Rentabilidad Bruta	36,2%	23,1%	25,4%	30,6%	17,0%	22,6%
Rentabilidad Operativa	30,3%	18,7%	18,3%	26,0%	10,5%	15,0%
Rentabilidad Neta	43,1%	51,8%	34,4%	25,7%	30,0%	32,8%

Tabla 6. Resumen de los Indicadores de Rentabilidad.

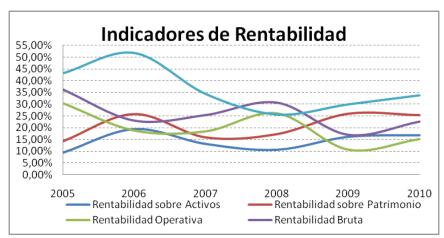


Figura 6. Comportamiento de los Indicadores de Rentabilidad

En general el desempeño de la rentabilidad del Grupo ODINSA fue muy positivo, al punto de concretar un incremento de la rentabilidad neta del 32,8%, una cifra que refleja el incremento positivo desde el año 2007. Por otra parte, ODINSA posee expectativas de inversiones internacionales destacándose licitaciones países como Chile, Panamá y Perú (aeropuertos regionales y construcción inmobiliaria) esto hechos demuestran el grado confianza que posee ODINSA en la generación de valor y el buen reflejo en el comportamiento de la rentabilidad.

Comportamiento Histórico Activo

El incremento de los activos de la compañía en 2010 revela un incremento del 6,6% en comparación al año 2009. Este resultado es producido principalmente en el incremento de las inversiones en activos no corrientes, destacándose principalmente inversiones en ODINSA Holding, Autopistas del Café y Vías de las Américas.



Figura 7. Comportamiento del Activo



Comportamiento Histórico del Pasivo

En cuanto al comportamiento del pasivo se destaca la disminución en un 4,4% respecto al año anterior, pasando de \$257.529 millones a \$246.203 millones. La reducción del pasivo del año 2010 respecto a 2009, esta fundamentada en el pago de las obligaciones financieras por un valor de 20.912 millones, pero se destaca la subscrición de contratos para la adquisición de las nuevas oficinas.

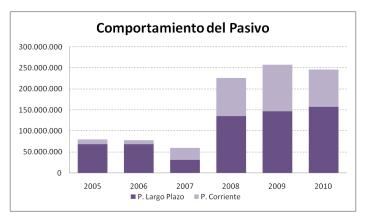


Figura 8. Comportamiento del Pasivo

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

En el sector de Ingeniería y Obras civiles se observa que las primeras 228 empresas que conforman el sector concentran el 80% de las ventas. La cantidad de firmas registradas dentro de la base de datos de BPR para este sector son 1217, por lo cual, 228 es tan solo el 18,73% de las empresas. Además, las primeras 5 empresas tienen el 14,87% de las ventas del año, las primeras 10 empresas tienen 23,07% de las ventas de año y las primeras 20 empresas tienen el 33,79% de las ventas del año, por lo anterior, se puede concluir que el sector es bastante concentrado (ver Figura 9, Tabla 7). Este sector ocupa el puesto 34 dentro de una muestra de 82 sectores considerados por BPR Benchmark. (BPR Benchmark, 2010)

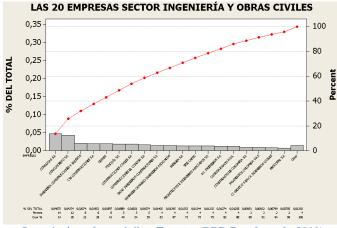


Figura 9. Participación sector Ingeniería y obras civiles. Fuente: (BPR Benchmark, 2010)



Los principales accionistas de la compañía ODINSA (Construcciones el Condor y Mincivil) ocupan los puestos 8 y 6 respectivamente en el top 20 de las empresas con mejores ingresos en este sector, es decir, que del listado de las compañías que más ingresos tuvieron durante el 2009 en el sector de Ingeniería y Obras civiles tres están directamente relacionados con el desempeño de la empresa ODINSA. (Ver Tabla 7)

NO	EMPRESAS	VENTAS	% DEL TOTAL
1	CONALVIAS S.A	621.907	4,67%
2	CONCONCRETO S.A	568.619	4,27%
3	INGENIERIA CONSTRUCCIONES Y EQUIPOS	275.899	2,07%
4	CUSS CONSTRUCCIONES S.A	259.751	1,95%
5	ODINSA	252.298	1,90%
6	MINCIVIL S.A	251.352	1,89%
7	CONSTRUCCIONES CIVILES S.A	243.530	1,83%
8	CONSTRUCCIONES EL CONDOR S.A	222.721	1,67%
9	SAINC INGENIEROS CONSTRUCTORES S.A	186.907	1,40%
10	SCHRADER CAMARGO INGENIEROS ASOCIADOS	185.580	1,39%
11	SADEVEN S.A	179.944	1,35%
12	SPIE CAPAG	178.809	1,34%
13	ARQUITECTOS E INGENIEROS ASOCIADOS S.A	177.661	1,34%
14	H.I. INGENIEROS S.A	169.444	1,27%
15	CONINSA RAMON H.S.A.	167.078	1,26%
16	CONSTRUVIAS DE COLOMBIA S.A	126.551	0,95%
17	PAVIMENTOS COLOMBIA S.A.S	123.958	0,93%
18	CI GRODCO S EN CA INGENIEROS CIVILES	106.295	0,80%
19	PROCOPAL S.A	100.580	0,76%
20	HMV INGENIEROS LIMITADAC	96.954	0,73%

Tabla 7. Participación accionaria de ODINSA. Fuente: (BPR Benchmark, 2010)

Es de anotar que los competidores de ODINSA dentro de este sector no tienen las mismas convicciones ya que ODINSA busca especializarse en la prestación de servicios de manejo de proyectos mientras que las otras firmas buscan la ejecución de los proyectos asignados.

La demanda en este sector no es estable pues esta se encuentra altamente relacionada con el PIB. Al analizar los resultados de los años anteriores se encuentra que el comportamiento de la demanda es cíclico con periodos de crecimiento (picos) cada dos años. Este factor indica una mayor rivalidad dentro de los competidores del sector.

El cliente principal de los proyectos ejecutados en el sector de Ingeniería y Obras civiles es el Gobierno nacional quien a través del plan de desarrollo nacional establece unas prioridades de inversión, sin embargo, en los últimos años se ha visto como el sector privado ha ido mejorando la inversión, especialmente en los subsectores de minería y telecomunicaciones. El hecho de que el Gobierno sea el mayor participante en la demanda de servicios de este sector le permite gozar de un gran poder de negociación, sin embargo, debido a la problemática social que vive Colombia desde hace más de 50 años, el gobierno nacional se ha visto en la tarea de promover la ejecución de obras de infraestructura a través de subsidios especiales que buscan incentivar la inversión, dichos subsidios son una ayuda a los ejecutantes de las obras (diferentes tipos de concesiones).

Las bajas tasas de interés y el aumento en la confianza en el país (Colombia) han permitido a los participantes del sector de Ingeniería y Obras civiles obtener financiación mucho más barata permitiendo mejorar las opciones de participación en la industria. Estos resultados son un aliciente para nuevos inversores que busquen participar en este mercado, sin embargo, dichos participantes deben ser grandes y reconocidos, pues una característica esencial de este sector es la confianza y credibilidad que genere la empresa para poder ganar y ejecutar un proyecto.



Para una empresa que quisiera entrar a participar de este mercado tal y como lo hace ODINSA (cuyo interés principal es de la Administración de proyectos) no tendría altos costes de salida ya que la inversión en activos fijos específicos sería muy poco, mientras que si una empresa busca participar de manera activa en este sector (licitando y construyendo) los costos de salida serían bastante alto lo que podría generar una barrera de entrada. Se puede concluir entonces que ODINSA puede gozar de la poca inversión en activos fijos gracias a sus socios estratégicos.

RIESGOS DE INVERSIÓN

Riesgos de ingresos

Ingresos Brutos/Off-Take

Descripción

Riesgo surge si surgen dificultades para cumplimiento de los hitos o entregas del proyecto en cantidad y calidad; así mismo se dificulta el cumplimiento de los pagos, afectando la continuidad de las obras por no cumplir con los gastos de la operación o con los servicios a la deuda esperados o poniendo en riesgo la rentabilidad del proyecto.

Mitigación

Seriedad, experiencia y conocimiento en proyecciones de volumen o precio. Estudios de tendencias de precios, volumen, proyecciones del mercado, proyecciones macroeconómicas, análisis comparativos. Estudios de comportamiento histórico de los ingresos. Evaluación detallada de subcontratistas. Habilidad de transferir multas.

Riesgo de Demanda

Descripción

El riesgo surge cuando la fuente de ingresos del proyecto se concentra en los usuarios finales, los cuales son pagadores múltiples y la demanda del servicio es menor a la esperada poniendo en riesgo el cumplimiento de las condiciones de entrega, administración y/u operación del proyecto además de poner en riesgo la rentabilidad del proyecto.

Mitigación

Proyecciones de demanda, estudios de correlación de la demanda con indicadores macro. Cláusulas de contratación con ingresos mínimos asegurados.

Riesgo de Cartera

Descripción

El riesgo surge cuando hay incumplimiento, elución o evasión del pago por parte del pagador haciendo que los ingresos sean menores a los esperados y poniendo en riesgo la rentabilidad del proyecto.

Mitigación

Estudios de calidad de cartera. Estudios de crédito de contraparte de clientes finales. Estudios de ingresos de usuarios finales.

Riesgo de Plazo y Obsolescencia

Descripción

El riesgo surge cuando el vencimiento de la deuda supera la vida económica del proyecto. Cambios en la demanda o en la competencia pueden exigir inversiones adicionales en el proyecto para actuaciones para mantener demanda e ingresos.

BURKENROAD REPORTS LATINAMERICA

ODINSA S.A

Fecha de valoración: Mayo de 2011



Los riesgos se podrían materializar si el plazo o la obsolescencia afectan la demanda, o la porción de ingresos destinada al servicio a la deuda se debe aplicar inversiones adicionales, se podrían afectar los ingresos y así el servicio a la deuda.

Mitigación

Obtener deuda que este dentro de los plazos de la vida económica del proyecto. Presupuestar actualizaciones e inversiones adicionales en el proyecto.

Riesgo de Terminación (Antes del Vencimiento) Descripción

El riesgo surge cuando por múltiples razones se incumple un contrato y éste se da por terminado poniendo en peligro los ingresos del proyecto, el cumplimiento con el servicio a la deuda.

Mitigación

Estudios de eventos de terminación contractual. Planes de choque, continuidad y contingencia. Experiencia en el manejo de contratos similares. Buenos estudios de protecciones para el acreedor en el país donde se realice en proyecto. Periodos de gracia acordes con el proyecto. Buenas perspectivas de renovación. Cláusulas relacionadas con impuestos.

Riesgos ligados a la construcción

Riesgos en los costos (construcción)

Descripción

El riesgo surge cuando los costos de la ejecución del proyecto superan a los presupuestados y puede afectar la capacidad del proyecto de cumplir con el servicio a la deuda. El estado puede exigir garantías parciales para cubrir sobrecostos.

Mitigación

Estudios de comportamiento del precio de los insumos, materias primas y mano de obra. Transferir riesgo a un subcontratista. Aprobación detallada de proveedores y subcontratistas. Buenas garantías para cubrir sobrecostos.

Riesgo en la cantidad

Descripción

El riesgo surge cuando los costos totales por materiales, mano de obra, quipos y demás son mayores a los previstos y se pone en entredicho la entrega y así mismo el servicio a la deuda.

Mitigación

Experiencia en estructuración financiera en proyectos de este tipo. Experiencia en estimación de imprevistos dentro del presupuesto. Estudios de comportamiento del precio de los insumos, materias primas y mano de obra. Transferir riesgo a un subcontratista. Aprobación detallada de proveedores y subcontratistas.

Riesgos en los precios

Descripción

El riesgo surge cuando los precios por unidad de materiales, mano de obra, equipos y demás, son mayores a los previstos o su precio vario lo suficiente durante la ejecución del proyecto, como para representar un riesgo en la entrega o en el cumplimiento con el servicios a la deuda.

Mitigación

Experiencia en estructuración financiera en proyectos de este tipo. Experiencia en estimación de imprevistos dentro del presupuesto. Estudios de comportamiento del precio de los insumos, materias primas y mano de obra. Transferir riesgo a un subcontratista. Aprobación detallada de proveedores y subcontratistas. En el caso de que las materias primas tengan un alto componente de commodities, recurrir al mercado de futuros o forwards.

ODINSA S.A

Fecha de valoración: Mayo de 2011



Riesgos en los plazos

Descripción

El riesgo surge cuando el tiempo de ejecución del proyecto es diferente al previsto para lo cual se aumentan los costos de los requerimientos al servicio del proyecto, poniendo en entredicho la entrega del proyecto. Pueden existir acuerdos contractuales o de culminación del proyecto donde se obliga al contratista a pagar sobrecostos si no se entrega el proyecto en el hito o fecha especificada.

Mitigación

Cláusulas contractuales detalladas. Buena planeación y estructuración del proyecto. Transferencia a subcontratistas con contratos espejo al que se tiene con el Estado. Pólizas de seguro de cumplimiento acordes a los requerimientos del proyecto.

Riesgos en la Operación Riesgo de Operación

Descripción

El riesgo surge cuando no se cumplen las expectativas de desempeño del proyecto en su etapa de operación y se compromete el cumplimiento de las exigencias contractuales o hay una reducción en los flujos de caja proyectados.

Mitigación

Cláusulas contractuales detalladas. Subcontratar o asociarse en la operación con empresas con experiencia operado proyectos de esa actividad. Pólizas de cumplimiento

Riesgos en los Costos (Operación)

Descripción

El riesgo surge cuando la volatilidad en los costos operacionales que tienen un alto componente variable, es mayor a la esperada y así reduciendo los flujos de caja proyectados.

Mitigación

Transferir riesgo a un subcontratista. Experiencia en la proyección de costos en ese tipo de proyectos. Pólizas de seguro. Cláusulas contractuales laxas en ciertos episodios críticos.

Riesgo de oferta

Descripción

El riesgo surge cuando el proyecto depende de la disponibilidad de cierto recurso para su operación y éste puede no estar disponible para la operación. Los proyectos pueden depender de la disponibilidad de ciertos commodities o pueden enfrentar problemas de abastecimiento que si bien pueden ser temporales, pueden afectar los flujos de caja proyectados.

Mitigación

Experiencia en la proyección de demanda en la actividad económica del proyecto. Contratos con ingresos mínimos asegurados. Pólizas de seguro o fianzas. Contratos Forwards o futuros.

Riesgo de Tecnología

Descripción

El riesgo surge cuando la tecnología escogida para el proyecto exige mayores recursos para el mantenimiento, reparación y operación de los proyectos, afectando los flujos de caja proyectados. El riesgo es proporcional a lo nueva que sea esta tecnología.

Mitigación

Tecnología establecida pero con ventajas frente al mercado o la competencia. Estudios de nuevas tecnologías en el sector. Selección de proyectos con baja o nula evidencia de cambio de tecnología. Considerar actualizaciones en el presupuesto. Estudio de tecnologías substitutas.

BURKENROAD REPORTS LATINAMERICA

ODINSA S.A

Fecha de valoración: Mayo de 2011



Riesgo de cola

Descripción

El riesgo surge cuando se aproxima la fecha de terminación del proyecto y los ingresos pueden disminuir por menor capacidad de endeudamiento, ya que se aumenta la percepción de riesgo de incumplimiento. De la misma forma los ingresos pueden disminuir por la entrega o transferencia de los activos. La disminución en los ingresos puede afectar los flujos de caja, si no existen los periodos de cola (periodo entre el vencimiento de la deuda y la terminación del proyecto) adecuados.

Mitigación

Contraer deuda dentro de la vida útil comprobada del proyecto. Periodos de gracia.

Riesgos Financieros

Riesgo cambiario

Descripción

El riesgo surge cuando los ingresos o egresos de los flujos del proyecto son afectados por el comportamiento de la tasa de cambio del país frente a otra moneda. Este riesgo cobra más importancia cuando se debe recurrir a financiación externa en otra moneda y los ingresos son en moneda local.

Mitigación

Coberturas, contratos de futuros, forwards o swaps. Establecer cláusulas contractuales para asignar al gobierno el riesgo de tasa de cambio y/o riego de devaluación.

Riesgo de tasa de interés

Descripción

El riesgo surge cuando los ingresos o egresos de los flujos del proyecto son afectados por la fluctuación de la tasas de interés. El riesgo toma mayor relevancia cuando la variación de tasas de financiación hace que sean mucho mayores a las presupuestadas.

Mitigación

Coberturas, prestamos con tasa indexadas a la actividad. Pactar tasa de interés con topes. Establecer acuerdo de cambio tasa de interés (Swaps).

Riesgo de incumplimiento o default

Descripción

El riesgo surge ante la posibilidad de que la contraparte, por problemas diversos en la ejecución del proyecto, no cumpla con sus obligaciones para servir a la deuda.

Mitigación

Garantías acordes al nivel del proyecto. Ingresos atados al servicio de la deuda. Fuentes de liquidez acordes a las necesidades y los imprevistos. Buenas calificaciones de deuda. Buen historial de disputas en ese tipo de proyectos.

Riesgos Macro

Riesgos regulatorios

Descripción

Los riesgos regulatorios surgen cuando cambios en la normatividad legal afectan los flujos del proyecto. También cualquier interferencia del gobierno en la ejecución del proyecto en cuanto a impuestos, regalías, expropiaciones, o cambios unilaterales en el contrato pueden generar riesgos regulatorios. Para cubrir estos riesgos el gobierno establece el tratamiento a los cambios regulatorios en la ley 80 del 93. En el caso de que los ingresos afectados se deriven de pactos contractuales tarifarios, los mecanismos de ajuste son establecidos en los contratos.

BURKENROAD REPORTS LATINAMERICA

ODINSA S.A

Fecha de valoración: Mayo de 2011



Mitigación

Transferencia del riesgo al Estado que lo contrata. Incluir dentro de la contratación patrocinio o financiación de agencias multilaterales.

Riesgo Político y de País

Descripción

El riesgo surge cuando diferentes circunstancias jurídicas, macroeconómicas, de orden público o de estabilidad política, en el país donde se desarrolla el proyecto afecten la ejecución u operación del proyecto. En proyectos con el estado normalmente se determinan contractualmente, cuál de las partes asume el riesgo; en proyectos de participación privada es riesgo es asumido por el contratista y sus inversionistas.

Mitigación

Entrar en proyecto previa calificación de riesgos y grado e inversión del país. Hacer estudio del sistema legal para acreedores. Estudiar el historial de respeto a contratos e imparcialidad. Hacer proyecciones de estabilidad económica de largo plazo. Estudio de favorabilidad del régimen tributario. Contraer cláusulas contractuales adicionales o cláusulas de estabilización. Adquirir pólizas de seguro o fianzas. Contraer créditos con banca multilateral donde el gobierno evite entrar litigios con esta. Contraer créditos con banca local donde el gobierno evite perjudicarla. Entrar en el proyecto con socios locales con conocimiento e historial de los riesgos políticos.

Riesgos de la Industria

Descripción

El riesgo surge cuando eventos en sectores conexos a la infraestructura, alteran la posición competitiva, de oferta y de demanda del proyecto, afectado las proyecciones hechas para su ejecución y operación. Este riesgo puede tener conexiones con riesgos macroeconómicos y financieros.

Mitigación

Barreras de entrada. Proyecto en sector o actividad con buenas perspectivas. Proyecto en sectores establecidos y maduros. Entrar en el proyecto con socios con conocimiento e historial en la actividad objetivo.

Riesgos (riesgo)

Descripción

Riesgos - riesgos, son riesgos de fuerza mayor surgen cuando los eventos en los que se materializa en riesgo, están por fuera del control de las partes responsables en un proceso contractual en la ejecución u operación de un proyecto. Algunos de estos riesgos pueden ser transferidos o asegurados, en caso de que no sea posible pueden conducir a la interrupción del proyecto, en cuyo caso se pueden solicitar la suspensión de las obligaciones estipuladas en el contrato.

Mitigación

Planes de contingencia. Planes de continuidad.

Otros Riesgos

Riesgo de adquisición de predios

Descripción

El riego surge de la dificultad de disponer de los predios necesarios para la ejecución del proyecto. La responsabilidad está a cargo de alguna entidad estatal quien está en facultad de adquirir o expropiar el predio respectivo. Sin embargo dependiendo de la contratación se puede estipular las responsabilidades del contratista en cuando a la consecución predios.

Mitigación



Transferencia del riesgo a la entidad gubernamental con mejor poder de negociación y capacidad de expropiación.

Riesgo ambiental

Descripción

El riesgo ambiental surge del posible incumplimiento de las obligaciones del contratista en cuando a licencias ambientales, en la ejecución u operación de los proyectos. Cualquier dificultad en la consecución o renovación de las licencias puede generar retrasos, multas o sanciones que pueden afectar los flujos del proyecto.

Mitigación

Impacto ambiental identificable. Planes de contingencia y continuidad. (Departamento Nacional de Planeación y Ministerio de Hacienda, 2001) (CONPES 3133, 2001) (Global Infrastructure & Project Finance, 2010)

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

Los principales accionistas de la compañía ODINSA son empresas del mismo sector que tienen dentro sus estrategias tener un porcentaje de esta empresa ya que aprovechan el buen manejo de esta compañía de la administración de proyectos para luego trabajar en la ejecución de los proyectos asignados. Cabe anotar que el objetivo de ODINSA es administrar los proyectos y solo ejecutarlos en caso de ser estrictamente necesario.

La figura a través de la cual se establecen y se conforman las sociedades para la ejecución de proyectos es la Promesa de sociedad futura por medio de la cual se crea la concesión que ejecutará los proyectos. Construcciones El Condor y Mincivil poseen el 26,24% de las acciones de la compañía ODINSA, cabe recordar que las empresas mencionadas pertenecen al Top 10 de las empresas del sector de ingeniería y Obras civiles.

En general, se puede observar que las acciones de la empresa ODINSA son poseídas en un 55,41% por empresas afines al sector de obras civiles, un 23,06% por compañías de inversión y se puede decir que cerca del 17,19% de las acciones circulan libremente.

El número de acciones inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia de la compañía ODINSA son 138.551.889, las cuales fueron emitidas en principio en el año 2005 y solo se han vuelto a emitir acciones para el pago de dividendos y bonificaciones a los empleados de la empresa. Por lo general, las fuentes de financiación usadas por la compañía son la emisión de bonos, esta práctica es usual desde al año 2002.

Características de la Acción			cerrar 🐨
Nemotécnico:	odinsa	Liquidez:	Alta
Estado:	Activo	Valor nominal:	100.0
Condición mercado:	Libre	Precio base:	7950.0
En circulación:	138.551.889	Precio mínimo:	7670.0
Código Supervalores:	COF11PAAO007	Precio máximo:	8290.0
ISIN:	COF11PA00014	Dividendos:	2009: Ordinario en efectivo \$152 por accion pagadero en 2 cuotas iguales el 3 de abril y el 8 de julio de 2009. Extraordinario en acciones de \$150 por accion pagadero el 17 de abril de 2009
QTOBIN:	0	RPG:	0

Figura 10. Capitalización Bursátil ODINSA. Fuente: BVC, 30 Octubre del 2010



Figura 11. Diagrama de participación Accionaria ODINSA

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

1. Introducción al Proceso de Valoración

El proceso de valorización empleado para determinar el valor del Grupo ODINSA se realizó por medio de Flujo de Caja Descontado para todo lo concerniente a línea de construcción y operación, además se empleo la valoración por medio de Múltiplos para las otras líneas operativas restantes. Adicional a esto, se realizó la valoración por dividendos con el objetivo validar las valoraciones por Flujo de Caja y Múltiplos.

Las razones fundamentales para emplear varios métodos de valoración con la meta de obtener un valor confiable del Grupo ODINSA, son:

- a. No se cuenta con información detallada de los ingresos en cuanto al tráfico promedio diario de las concesiones, tiempo de concesión (ingresos esperados), series de ingresos históricas mayores a los últimos 3 años, etc.
- b. Sobre los Costos, no se cuenta con información sobre los mantenimientos periódicos y/o inversiones. Se puede apreciar que en los contratos existen algunas inversiones posteriores que no pueden ser valoradas. Sobre los mantenimientos periódicos, no se cuenta con información acerca de los diseños de pavimentos que permitan saber cuándo se van a requerir mayores inversiones.
- c. No se cuenta con información de impuestos puesto que las concesiones tienen beneficios tributarios que distorsionan los valores finales pagados, se hace imposible encontrar una tasa de impuestos clara para aplicar a los flujos futuros. La reforma tributaria del 2010 modifico estos beneficios, entonces no es posible proyectar manteniendo el mismo nivel de impuestos.
- d. Inversiones (Capex): algunas concesiones se encuentran en etapa de construcción y no se cuenta con información pública de la inversión restante por ejecutar. Los contratos de concesión determinan un ingreso máximo y unas obligaciones del concesionario, las cuales deberá cubrir con dicho ingresos independiente de cuanto valga la inversión.

El argumento más fuerte para valorar parte de la compañía por múltiplos se explica de la siguiente manera; ODINSA es una empresa que es rentable y estable con el nivel de contratación que tiene en el momento. A medida que se terminen los contratos actuales, se remplazaran con nuevos contratos que cubrirán el vacio en EBITDA que dejen los anteriores. Esto permite concluir que la valoración por Múltiplos de las concesiones es un acercamiento conservador al verdadero valor de ODINSA. (Correa, 2011)

2. Supuestos de Operación

Periodo de proyección:

Partiendo de la estabilidad de contratación de la empresa para la construcción y adjudicación de concesiones, Odinsa busca suplir el vencimiento de los contratos con contratos nuevos; sus contratos de concesión tienen una duración promedio de 22 años, además, la contratación de infraestructura (en concesiones) en Colombia ha estado variando su modalidad de contratación buscando proteger a los inversionistas, por lo tanto, el periodo explicito para la valoración de la compañía se realiza con una duración 20 años con el ánimo de que este periodo represente un retorno de la inversión.

Ventas estimadas:

En estos momentos estamos en una coyuntura bastante optimista para el futuro de los negocios de ODINSA pues Colombia ha sido ratificado como de grado de Inversión y el gobierno tiene dentro de ese plan de desarrollo nacional una confianza en que uno de los caminos para la prosperidad son la construcción de nuevas carreteras y mantenimiento de las existentes con el ánimo de comunicar de una mejor manera el país, disminuyendo los costos de transporte y volviéndolo más competitivo.

Para la proyección de las ventas no fue posible usar los datos históricos por que los mismos son apenas 5 lo que imposibilita crear una serie de tiempo estadísticamente significativa. Por lo anterior, solo podríamos generar una suavización exponencial, sin embargo, el resultado de este ejercicio no es adecuado pues muestra un comportamiento muy diferente a los crecimientos del sector.



Figura 12. Proyección de Ingresos por suavización exponencial.

Dados los resultados anteriores se realizo el ejercicio de ver el crecimiento de los ingresos de ODINSA Construcciones año a año para determinar la tasa de crecimiento, encontramos que el resultado de los años anteriores muestran como la compañía ha logrado obtener una alta participación en el mercado alcanzando unos ingresos superiores para el año 2009 por 252 mil millones de pesos.

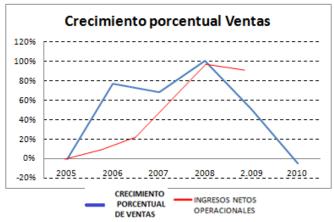


Figura 13. Crecimiento Porcentual de Ventas

Los ingresos de los últimos años de ODINSA Construcción se comportan de manera asintótica y no se caracterizan por los grandes crecimientos como en los años anteriores (2005, 2006 y 2007). El nivel de endeudamiento alcanzo un punto alto para soportar el gran crecimiento del año 2009, sin embargo, vemos como la compañía retomo sus niveles promedio para el año 2010. Por lo anterior, podemos suponer que la organización crecerá al ritmo de la economía para esta unidad de negocio buscando sostener los niveles de endeudamiento promedio con el ánimo de no perder liquidez que le permita participar de otros proyectos ni de aumentar su riesgo operativo.

De todas maneras un crecimiento como el del sector de infraestructura es bastante alentador debido a que el Gobierno Colombiano busca participar durante los próximos años en la construcción y manutención de las vías para posicionar a Colombia como un país competitivo apostándole a la reducción de los costos de los fletes. La inversión del estado Colombiano para el próximo cuatrienio será de 17.7 Billones de pesos para la Infraestructura en transporte.

Inversión en Locomotoras del Crecimiento	
Plan Nacional de Desarrollo 2011-2014	
Plan de Desarrollo 2011-2014	
In versión Estatal	COP Millones
Lo comotoras del Crecimiento	34,782,888
Nuevos Sectores Basados en Innovación	212,254
Agricultura y Desarrollo Rural	4,689,209
Infrae structura en Transporte	17,713,271
Desarrollo Minero y Expansión Energética	2,545,976
Viviend a y Ciud ades Am igables	9,619,177
Respuesta a la Ola Invernal	17,930,616
Innovación	3,707,493
Formalización e Infraestructura para la Compertitividad	4,275,718
Protección Social	135,519,102
Consolidación de la Paz	76,542,685
So portes a Prosperidad Democrática	21,543,972

Figura 14. Consolidado de inversión Plan de Desarrollo 2011-2014. Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

Dado que el sector de infraestructura es un negocio cíclico se realizó el ejercicio de proyección de las ventas del negocio de construcción con base a los incrementos del porcentaje de crecimiento de las inversiones como porcentaje del PIB como lo muestra la grafica (Figura 13) con el fin de recrear los ciclos de este sector, para esto se promedian dos años (un ciclo) y se hacen promedios móviles hasta que el crecimiento se vuelve asintótico representando una madurez de la inversión en infraestructura en el pais.

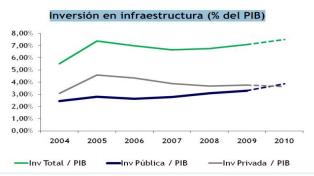


Figura 15. Inversión en Infraestructura (% del PIB). Fuente: Planeación Nacional - Colombia)

Costo de la mercancía vendida y Gastos de administración y de comercialización

En el sector de infraestructura por lo general los costos y gastos operativos representan entre un 80% y un 85% de los ingresos operacionales. ODINSA no es la excepción, pues haciendo un análisis horizontal del comportamiento de la empresa vemos que el promedio de los últimos 5 años de los costos y gastos operacionales son del 82.2% de los ingresos operacionales, además, vemos como durante los últimos dos años este indicador permanece casi invariable con un 84.9%. (Correa, 2011)

De este porcentaje el rubro que mayor pesa es el de los costos operacionales con 76.21% de los ingresos. Dadas las condiciones operacionales de la compañía y con el ánimo de mantenerla dentro del rango del mercado se proyectaran los costos como el promedio de los costos operacionales de los últimos 5 años y de esta manera mantendremos el valor de Costos y gastos operacionales como el 85 % de los ingresos operacionales

	2006	2007	2008	2,009	2,010
INGRESOS NETOS OPERACIONALES	49,408,712	83,244,647	167,191,052	252,298,375	241,044,310
COSTO DE VENTAS	37,997,207	62,095,976	115,908,999	209,172,378	186,428,030
GASTOS OPERACIONALES	2,163,086	5,880,729	7,738,000	16,424,521	18,231,340
Costos + Gastos	40,160,293	67,976,705	123,646,999	225,596,899	204,659,370
% Costos y Gastos / Ingresos	81.3%	81.7%	74.0%	89.4%	84.9%
% Costos / Ingresos	76.9%	74.6%	69.3%	82.9%	77.3%

Figura 16. Comportamiento Histórico de Ingresos, Costos de Ventas y Gastos Operacionales

3. Supuestos de Inversión

Las consideraciones de proyección y supuestos de valoración entorno el CAPEX y al comportamiento de los activos fijos se analizó bajo la relación que tenían estos conceptos con el nivel de ingresos del Grupo ODINSA fueron:

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Capex	\$ 110.155	\$ 289.005	\$ 1.887.592	\$ 1.453.343	\$ 1.223.538	\$ 1.632.144
% Capex / Ingresos	0,40%	0,58%	2,27%	0,87%	0,48%	0,68%

Tabla 8. Comportamiento Histórico del CAPEX. (Cifras en miles).

Como se puede aparecía en la siguiente grafica se puede considerar el año 2007 como un año atípico entorno al manejo de inversión respectos los otros años.

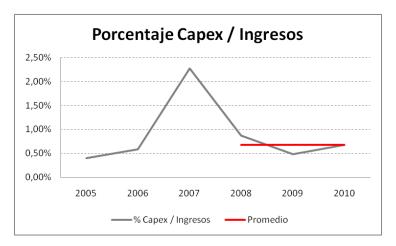


Figura 17. Porcentaje de CAPEX / Ingresos.

Para el supuesto de proyección de este ítem se considero como el promedio de los dos últimos datos históricos de CAPEX / Ingresos, es decir 2008 y 2009. Es preciso mencionar que para el año 2010 no se contaba con información detallada del cambio en la inversiones respecto a la información suministrada por los estados EFAF, por lo cual se consideró el CAPEX / Ingresos del 2010 como el promedio de los años 2008 y 2009.

Por tanto, para el periodo explicito se asume que el CAPEX / ingresos es igual 0,68%. La información histórica del CAPEX fue extraída del Estado de flujos de efectivo.

4. Capital de Trabajo

El indicador fundamental para determinar la proyección del capital de trabajo está basado en la asociación del porcentaje de los costos respecto al nivel de ingresos año a año, para considerar luego el nivel de Capital de Trabajo (KW) y luego poder obtener el cambio año a año.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Total Costos	17.754.804	37.997.207	62.095.976	115.908.999	209.172.378	186.428.030
% Costos/Ingresos	63,77%	76,90%	74,59%	69,33%	82,91%	77,34%
Costos mensuales	1.479.567	3.166.434	5.174.665	9.659.083	17.431.032	15.535.669
Meses de KW	1	1	1	1	1	1
Kw	1.479.567	3.166.434	5.174.665	9.659.083	17.431.032	15.535.669
Cambio en KW		-1.686.867	-2.008.231	-4.484.419	-7.771.948	1.895.362

Tabla 9. Comportamiento Histórico del Capital de Trabajo. (Cifras en miles).

Finalmente las industrias del sector de construcción manejan un monto de capital de trabajo que es el resultado de la variación de dicho Capital año a año dividido por los doce meses donde el común de la industria es solo requerir un mes de Capital de trabajo por las rotaciones del ciclo de caja. (Correa, 2011).

5. Costos Vs. Ingresos

De los datos históricos en los años 2005 al 2010 respecto a la relación porcentual Costos sobre Ingresos podemos concluir que el grado de oscilación es diverso por lo que asumir un promedio general de estos datos como el valor objetivo para proyectar los costos mensuales y así obtener el Cambio de KW puede ser extremadamente conservador.

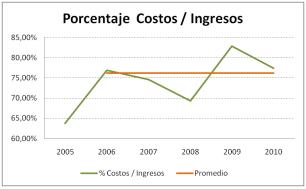


Figura 18. Porcentaje de Costos / Ingresos

Considerando el año 2005 como un año atípico en la relación Costos sobre Ingresos, podemos obtener el valor de proyección Costos/Ingresos para el periodo explicito como el promedio de los datos históricos de este ítem comprendido en los años 2006 a 2010, es decir, el valor Costo/Ingresos proyectado para el periodo explicito es 76,21%.

6. Hipótesis financieras (Estructura financiera y WACC).

Durante los últimos tres años la estructura de capital de la unidad de negocio de construcción de ODINSA no ha mostrado variaciones importantes y por el contrario muestra una estabilidad con el paso de los años. Con un análisis horizontal de la situación de la deuda de la compañía se detecta que solo hay un año atípico en donde la compañía no emitió papeles comerciales ni bonos, en el año 2007, es por esto que si se retira el valor correspondiente a dicho año en mención el promedio de la estructura de capital es del 19.9%, tal y como quedó en el pasado año.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
DEAUDA	48,927,323	43,220,708	2,892,211	135,388,549	155,480,065	143,677,300
DEUDA / PATRIMONIO	19.5%	13.8%	0.9%	23.4%	23.0%	19.9%

Figura 19. Comportamiento Histórico D/E Ratio

El análisis de la cantidad de deuda de la compañía con lleva a la revisión de la tasa de endeudamiento en el mercado, esta se obtiene a partir de los montos pagados por intereses, finalmente esta tasa es del 4.66% EA.

Para hallar el costo de capital se realizó el ejercicio con base al modelo CAPM y los inputs del modelo se consultaron en las páginas Web de Damodaran, estudios económicos de Bancolombia y la FED.

PARA EL NEGOCIO	DE CONSTRUCCIÓN							
VARIABLES	ENGINEERING							
Beta Apalancado	0.79							
D/P de la industria	0.29							
Tasa impuestos	33%							
Beta Desapalancado	0.66							
Promedio	0.66							
Variable	Valor							
Beta promedio	0.66							
E[R(USA)]	6.74%							
Inflacion USA 2011	1.20%							
E[Rreal] USA	5.48%							
Riesgo Pais	4.91%							
E[Rreal] Col	10.7%							
Inflacion Colombia	2.9%							



Tabla 10. Calculo del Beta y Tasa de Capital.

La estructura de capital de la compañía implica que el WACC de esta unidad de negocio sea más alto debido a que el costo de capital de la empresa es mucho más alto que el valor de la deuda en el mercado.

OTROS	VALOR	UNIDAD
Ke		14.16% EA - REAL
Kd		4.66% EA - REAL
Capital		80%
Deuda		20%
WACC		11.962% EA
		1% MV

Tabla 9. Resumen cálculo del WACC

7. Impuestos

El monto pagado por el Grupo ODINSA por conceptos de Impuestos de Renta ha sido cambiante a través de los últimos 5 años. La razón fundamental para que estos montos de impuestos de renta hayan tenido fluctuaciones en el tiempo, es por causa de los beneficios tributarios emitidos por el Gobierno Nacional en cuanto al cumplimiento de los planes de construcción en los tiempos pactados, por compromisos de movilización mínima que adquirió el Gobierno Nacional con las concesiones así como beneficios tributarios por perturbaciones del orden civil que pudiesen afectar el flujo de caja de los diferentes contratos en las que participa como accionista el Grupo ODINSA.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Impuesto de renta Full	1.870.839	1.477.841	5.752.573	19.000.890	3.700.508	10.230.580
Impuesto / U Operacional	22,13%	15,98%	37,68%	43,64%	13,86%	28,12%

Tabla 11. Comportamiento Histórico del Impuesto de Renta

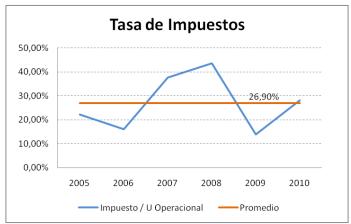


Figura 20. Tasa de impuestos de Renta para los años 2005 a 2010.

Considerando que la disminución o incremento en el monto a pagar por concepto de impuestos de renta puede ser afectado por variables exógenas al desarrollo corporativo del Grupo ODINSA, por ejemplo, los desordenes en vía pública o perturbaciones de seguridad civil, para la valoración se tuvo en cuenta la tasa presuntiva de impuestos del 33% considerando un escenario conservador en donde no se entreguen beneficios tributarios por



baja movilización en carreteras nacionales, por incumplimiento unilaterales del ente contratante, entre otras posibilidades.

8. Descuentos por Iliquidez

Dada la posible iliquidez de la acción se hizo el cálculo de un descuento por iliquidez tomando como base el volumen transado en el último mes (11/03/11 -11/04/11). La metodología utilizada fue la Bid Ask Spread. (Damodaran, 2005)

Formula:

$$Spread = 0.145 - 0.002 \ln(annual revenues) - 0.015(DERN) - 0.016 \left(\frac{Cash}{Firm \, Value}\right) - 0.11 \left(\frac{Monthly \, trading \, volume}{Firm \, Value}\right)$$
(Damodaran, 2005)

Obteniendo los siguientes resultados:

ITEM	VALUE
Annual Revenues DERN	412,772,079,000.00
(1 if earnings are positive; 0 if earnings are negative)	
Cash	11,252,776,000.00
Monthly trading volume	7,941,987,250.00
Firm Value	1,477,591,882,730.71
SPREAD	6.96%

Tabla 12. Resultados calculo de descuento de iliquidez

VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS Y DIVIDENDOS DESCONTADOS

La metodología para la valoración por múltiplos puede ser explicada por los siguientes pasos:

- a. Determinar el EBITDA de cada uno de los proyectos del Grupo ODINSA. Esta información se extrae del informe de gestión y se complementa con los estados financieros.
- b. Indagar sobre el Disponible en Caja y la Deuda Financiera de cada uno de los proyectos (Esta información se extrae de los estados financieros).
- c. Buscar el EBITDA del Grupo ODINSA (Negocios de Construcción y Operación): Es importante excluir los valores de los proyectos que hagan parte del EBITDA total del Grupo ODINSA.
- d. Investigar el valor del Disponible en Caja y la Deuda Financiera de ODINSA: es importante mencionar que estos valores solo son del negocio de construcción y operación.
- e. Consolidar la información anterior de tal forma que se agrupen los datos por Servicios de construcción y operación, Concesiones Viales, Energía, Aeropuertos etc. También

ODINSA S.A

Fecha de valoración: Mayo de 2011



se incluye la participación del Grupo ODINSA en cada uno de los proyectos. Es importante indicar que la información del Grupo ODINSA para la línea de Servicios de Construcción y Operación se extrae de la valoración por Flujo de Caja Descontado.

- f. Investigar en una base de datos financieros los múltiplos respecto al EBITDA de cada unos las líneas de negocios del Grupo ODINSA en empresas comparables a nivel internacional.
- g. Aplicar la metodología clásica de valoración por múltiplos. El total es el valor de la empresa sin caja ni deuda. (Fernandez, 2001)
- h. Después se suma el disponible en caja y se resta la deuda. Este resultado es el valor de la compañía sin ningún descuento.
- i. Debido a que el valor de la acción del Grupo ODINSA es tan ilíquida, es necesario realizar un descuento por iliquidez, para luego obtener el valor de cada acción.

Para este ejercicio financiero también se empleo la metodología de valoración por Dividendos Descontados con el objetivo de tener un valor de referencia que permitiera indicar algún cálculo o supuesto erróneo, a su vez es un ejercicio valido en aras de encontrar un valor de todo el holding. A continuación se describen los pasos para valorar por Dividendos:

- a. Buscar la serie histórica de los dividendos del Grupo ODINSA y las utilidades de cada uno de los años de estos dividendos.
- b. Proyectar el crecimiento de las utilidades y el crecimiento de los dividendos como participación de esas utilidades. La proyección se hace hasta el año 2030 y este último dato es valor a perpetuidad.
- c. Calcular el Ke de los accionistas de ODINSA utilizando el modelo clásico del CAPM.
- d. Descontar la proyección de datos con el Ke en el periodo explicito (año 2030).
- e. Encontrar el valor a perpetuidad considerando la tasa de crecimiento a perpetuidad (g) y el Ke
- f. Sumar el valor explicito y el de perpetuidad. Aplicar el descuento de iliquidez similar a la valoración por múltiplos.

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

Auditoria. (24 de Septiembre de 2008). *Auditoria. Informe Ejecutivo Segundo Trimestre de 2008*. Recuperado el 24 de Noviembre de 2010, de www.odinsa.com/imagenes/inv_5dwDTR.doc

Ball, C. (2011). Oracle Crystal Ball: Oracle Crystal Ball is the leading spreadsheet-based application suite for predictive modeling, forecasting, simulation, and optimization.

BPR Benchmark. (2010). Sector Ingenieria y Obra Civiles. Reportes Sectoriales BPR Bechmark Credit and market analysis tools a product of ISI Emerging Markets. Recuperado el 15 de Octubre de 2010, de la base de datos BPR Benchmark

Cardona, T. (2004). Diagnóstico del sector de la construcción y la ingeniería civil para el periodo 1996-2003. Bogota: Universidad de los Andes.

CONPES 3133. (2001). Modificaciones a la política de manejo de riesgo contractual del estado para procesos de participación privada en infraestructura establecida en el documento conpes 3107. Bogota: Departamento nacional de planeación.

BURKENROAD REPORTS LATINAMERICA

ODINSA S.A

Fecha de valoración: Mayo de 2011



Correa, A. (24 de Febrero de 2011). CRECIMIENTO ODINSA. Entrevista sobre la evolucion corporativa Grupo Odinsa con Alejandro Correa funcionario de Construcciones El Condor empresa accionista del Grupo ODINSA. (J. D. Daniel Montoya, Entrevistador) Medellin, Colombia.

Damodaran, A. (2005). *Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount*. Stern School of Business.

Departamento Nacional de Planeación y Ministerio de Hacienda. (2001). *Política de Manejo de Riesgo Contractual del Estado para Procesos de Participación Privada en Infraestructura*. Bogota.

Duff. (2008). *Prospecto de información bonos ordinarios Grupo ODINSA*. Recuperado el 24 de Octubre de 2010, de http://www.bvc.com.co.

Fernandez, P. (2001). *Valoracion de Empresas. Como medir y gestionar la creacion de valor.* Barcelona, España: Ediciones Gestion 2000.

FitchRatings. (20 de Octubre de 2010). *Grupo Odinsa S.A. Calificacion Segunda emision de bonos ordinarios*. Recuperado el 13 de Noviembre de 2010, de http://www.fitchratings.com.co/content/modules/verArchivo.aspx?Id=687&pos=1

Global Infrastructure & Project Finance. (11 de Septiembre de 2010). *Informe de Metodología Maestra Global, Metodología de Calificación para infraestructura y Financiamiento de Proyectos.* (F. R. Subsidiaries, Ed.) Obtenido de www.fitchratings.com ODINSA BUEN GOBIERNO. (2010). *Codigo de Buen Gobierno Grupo Odinsa*. Recuperado el 20 de Octubre de 2010, de www.odinsa.com

ODINSA ETICA. (2010). *Codifo de Etica y Conducta Grupo Odinsa*. Recuperado el 20 de Octubre de 2010, de www.odinsa.com

ODINSA PORTAFOLIO. (2010). *Odinsa Gestion de Proyectos*. Recuperado el 24 de Noviembre de 2010, de http://www.odinsa.com/categoria.php?cid=61

ODINSA S.A. (2010). *Gobierno Corporativo, Proyección y Compromisos*. Recuperado el 20 de Octubre de 2010, de http://www.ODINSA.com/categoria.php?cid=77

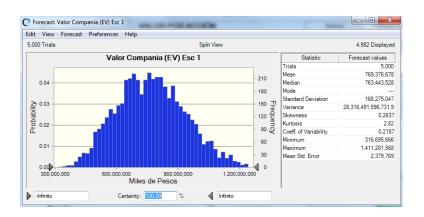


ANÁLISIS DE ESCENARIOS Y SENSIBILIDAD (Realizado en Crystal Ball) (Ball, 2011)

Con el fin de determinar el valor de la acción a través de análisis de escenarios se procede con el uso de la herramienta Crystal Ball sensibilizando las variables más importantes que tiene más peso dentro del valor del holding, esta de la línea de negocios es la de Construcción y administración. Las variables seleccionadas para dicho análisis son:

• Costo de la deuda. ----- Variable Externa.

Los supuestos de las variables de entrada se asignaron de acuerdo al compartimiento de las mismas durante los años pasados, por lo tanto, los resultados obtenidos a través de este modelo no son extraños a la administración.



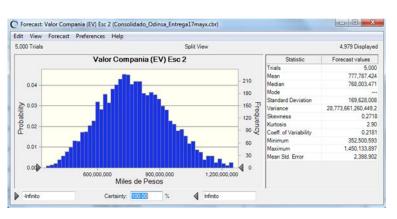


Figura 21. Distribución de Probabilidades del Valor de la Compañía en el Escenario 1 (Figura Izd.) y en el Escenario 2 (Figura Der.)

Se obtiene el valor de compañía para la unidad de negocio de Construcción y Administración como resultado de la simulación tras 5000 trials, las funciones de ambos resultados se comportan como distribución normal donde el valor esperado es la media.



Una vez más, los resultados de Valor de la compañía Esc. 1 y Esc. 2 difieren en cuanto a la inclusión de las nuevas adiciones de los contratos otorgados a esta unidad de negocio.

Con este resultado se vuelve y se calcula el valor de todo el holding (solo usando las variables del Esc. 2) para finalmente obtener un valor por acción.



Figura 22. Distribución de Probabilidades del Valor por Acción basado en el escenario 2.

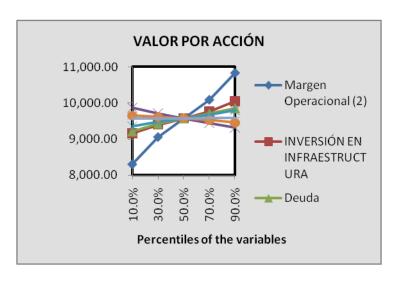
El valor esperado tras el resultado de la simulación es de \$ 9.579 por cada acción, una vez más, el resultado obtenido de esta simulación se asemeja a una distribución normal. Una vez obtenido este resultado se procede al análisis sensibilización de las variables de entrada para comprender las bases del valor obtenido.

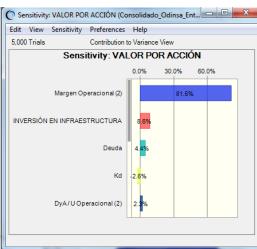




Figura 23. Resultado del análisis de Sensibilidad

Este ejercicio nos permite cuantificar el impacto en el valor de la acción con el movimiento las variables de entrada. Es acá donde se hace importante que las Variables que tienen más peso sean variables de manejo interno, es decir, controladas por la administración, como lo es el Margen operacional.





江

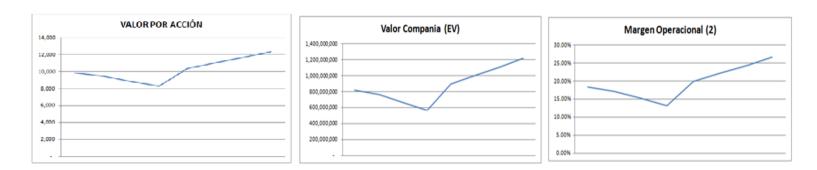


VALOR POR ACCIÓN Input Variable Upside Downside Upside Base Case Downside Range Margen Operacional (2) 10,831.92 2,528.89 14.06% 22.61% 18.36% 8,303.03 INVERSIÓN EN INFRAESTRUCTURA 9,157.10 10,048.16 891.05 9% 11% 10% Deuda 9,854.79 645.72 20% 32% 27% 9,209.07 Kd 9,312.23 554.52 4.60% 9.40% 7.00% 9,866.75 DyA / U Operacional (2) 11.0% 9,354.25 9,797.61 443.35 7.8% 14.2% Meses de KW (2) 9,650.59 9,456.38 194.22 1.01 1.67 1.26 % Capex / Ingresos (2) 28.40 -0.68% 9,562.21 9,590.61 -0.71% -0.64%

Las graficas superiores nos permiten identificar cuáles de las variables de entrada tienen mayor impacto dentro del resultado de la simulación del precio de la acción, es evidente que el Margen operacional es la variable con mayor peso y es aquella que se aconseja ser monitoreada constantemente pues la misma influye en un 81% en el valor de la acción.

Haciendo un análisis de sensibilidad solo para esta variable se puede apreciar que el valor de la acción tiene un rango amplio de \$2.528 donde el promedio del valor de la acción es de \$9.472, valor muy similar al obtenido tras el ejercicio de simulación realizado con Crystal Ball.

				ANALISIS DE	SENSIBILIDAD						
			Margen Operacional (2)	18.42%	17.22%	15.22%	13.22%	20.02%	22.22%	24.22%	26.62%
		Valor Compania (EV)	756,317,323	756,317,323	702,465,097	612,711,389	522,957,681	828,120,289	926,849,368	1,016,603,077	1,124,307,527
	VALOR POR ACCIÓN	9,444	9,444	9,444	9,105	8,539	7,974	9,896	10,518	11,084	11,762
- [PROMEDIO VALOR DE LA ACCIÓN	9 472									



El movimiento en el margen operacional tiene los mismos impactos en el valor de la unidad de negocio de Construcción y Administración y en el precio de cada acción del Holding.

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



BALANCE HISTÓRICO. Millones de Pesos.

ACTIVOS	NOTAS		2005		2006		2007		2008		2009		2010
ACTIVO CORRIENTE													
Disponible	2	\$	301,53	\$	279,50	\$	406,95	\$	26.783,61	\$	1.260,86	\$	9.359,30
Inversiones	3	\$	2.140,27	\$	32.910,09	\$	44.366,01	\$	22.576,90	\$	27.877,19	\$	4.626,19
Efectivo y equivalente de efectivo		\$	2.441,80	\$	33.189,59	\$	44.772,96	\$	49.360,52	\$	29.138,04	\$	13.985,49
Deudores	4	\$	34.000,38	\$	41.537,88	\$	57.279,83	\$	69.808,04	\$	103.109,44	\$	121.329,19
Inventarios		\$	-	\$	-	\$	-	\$	-	\$	-	\$	-
Diferidos	6	\$	-	\$	-	\$	-	\$	-	\$	-	\$	-
Total Activo Corriente		\$	36.442,18	\$	74.727,48	\$	102.052,79	\$	119.168,56	\$	132.247,48	\$	135.314,68
ACTIVO NO CORRIENTE													
Inversiones	3	\$	181.246,12	\$	199.826,04	\$	167.507,24	\$	387.347,46	\$	450.512,76	\$	502.812,11
Deudores	4	\$	12.117,69	\$	12.500,53	\$	18.192,70	\$	33.718,88	\$	46.503,81	\$	48.741,78
Propiedades, planta y Equipo - Neto	5	\$	1.836,15	\$	2.332,14	\$	3.849,56	\$	4.710,44	\$	5.201,86	\$	14.010,31
Intangibles	3	\$	-	\$	3.092,62	\$	13.370,18	\$	4.315,63	\$	6.530,74	\$	122,05
Diferidos	6	\$	79,40	\$	250,51	\$	611,28	\$	636,94	\$	375,18	\$	785,85
Otros Activos		\$	11,60	\$	11,60	\$	11,60	\$	13,64	\$	13,64	\$	11,61
Valorizaciones	14	\$	19.145,92	\$	20.599,99	\$	28.490,81	\$	29.804,99	\$	36.068,55	\$	20.209,64
Total Activo No Corriente		\$	214.436,88	\$	238.613,44	\$	232.033,37	\$	460.547,98	\$	545.206,52	\$	586.693,35
TOTAL ACTIVO		\$	250.879,06	\$	313.340,91	\$	334.086,17	\$	579.716,54	\$	677.454,00	\$	722.008,03
PASIVOS	NOTAS		2005		2006		2007		2008		2009		2010
PASIVO CORRIENTE													
Obligaciones Financieras	7	\$	3.901,02	\$	2.762,01	\$	2.388,74	\$	56.085,97	\$	76.382,43	\$	56.349,93
Proveedores		\$	198,55	\$	108,26	\$	162,28	\$	163,98	\$	485,02	\$	569,18
Cuentas por pagar	8	\$	3.361,70	\$	1.735,69	\$	3.285,74	\$	7.116,95	\$	6.525,61	\$	8.762,42
Impuestos, gravamenes y tasas	9	\$	106,76	\$	489,16	\$	5.094,26	\$	15.169,00	\$	915,34	\$	3.938,22
Obligaciones Laborales	10	\$	398,64	\$	463,45	\$	580,05	\$	686,12	\$	867,06	\$	935,57
Pasivos estimados y provisiones	11	\$	575,42	\$	575,42	\$	461,58	\$	451,13	\$	-	\$	
Diferidos		\$	2.604,49	\$	387,45	\$	1.514,64	\$	222,22	\$	1.379,02	\$	296,04
Otros pasivos	11	\$	961,20	\$	1.251,26	\$	14.743,26	\$	11.263,02	\$	24.576,98	\$	18.059,87
Total Pasivo Corriente		\$	12.107,77	\$	10.072,71	\$	28.230,21	\$	91.158,38	\$	111.131,47	\$	88.911,27
PASIVO NO CORRIENTE													
Obligaciones Financieras	7	\$	5.026,30	\$	2.758,70	\$	503,47	\$	302,58	\$	97,63	\$	8.327,37
Proveedores		\$	-	\$	-	\$	-	\$	-	\$	-	\$	
Cuentas por Pagar	9	\$	18.144,28	\$	23.020,77	\$	26.637,52	\$	55.823,93	\$	57.181,97	\$	63.616,00
Ingresos Recividos por Anticipado		\$	-	\$	-	\$	-	\$	-	\$	-	\$	-
Otros Pasivos	11	\$	4.495,49	\$	4.504,22	\$	4.504,22	\$	-	\$	10.118,24	\$	6.348,68
Bonos y Papeles Comerciales	12	\$	40.000,00	\$	37.700,00	\$	-	\$	79.000,00	\$	79.000,00	\$	79.000,00
Total Pasivo No Corriente		\$	68.116,31	\$	67.983,66	\$	31.645,21	\$	135.126,50	\$	146.397,85	\$	157.292,06
TOTAL PASIVO		s	80.224.04	s	78.056,40	ŝ	59.875,42	S	226,284,88	s	257.529,32	s	246.203,34

ODINSA S.A

Fecha de valoración: Mayo de 2011



PATRIMONIO	NOTAS	2005	2006			2007	2008			2009	2010
Capital Social		\$ 12.630,95	\$	12.970,59	\$	12.970,59	\$	13.124,19	\$	13.855,19	\$ 14.769,45
Superavit de capital		\$ 36.548,87	\$	40.472,93	\$	40.474,18	\$	78.693,30	\$	69.114,88	\$ 79.150,48
Reservas		\$ 54.711,14	\$	70.485,16	\$	118.533,58	\$	140.669,91	\$	161.970,34	\$ 215.261,53
Revalorizacion del patrimonio		\$ 23.423,13	\$	30.203,78	\$	30.203,78	\$	30.203,78	\$	30.203,78	\$ 30.203,78
Utilidad neta del ejercicio		\$ 24.194,91	\$	60.552,00	\$	43.537,80	\$	60.935,50	\$	108.711,95	\$ 116.209,80
Superavit por valorizaciones		\$ 19.145,92	\$	20.599,99	\$	28.490,81	\$	29.804,99	\$	36.068,55	\$ 20.209,64
Total Patrimonio		\$ 170.654,98	\$	235.284,52	\$	274.210,74	\$	353.431,66	\$	419.924,69	\$ 475.804,69

BALANCE PROYECTADO. Millones de Pesos. Grupo ODINSA

ACTIVOS	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
ACTIVO CORRIENTE										
Disponible	\$ 12.018,03	\$ 13.069,61	\$ 14.294,89	\$ 15.590,36	\$ 17.027,60	\$ 18.584,03	\$ 20.289,98	\$ 22.148,58	\$ 24.179,58	\$ 26.395,65
Inversiones	\$ 7.511,27	\$ 8.168,51	\$ 8.934,30	\$ 9.743,98	\$ 10.642,25	\$ 11.615,02	\$ 12.681,24	\$ 13.842,86	\$ 15.112,24	\$ 16.497,28
Efectivo y equivalente de efectivo	\$ 19.529,30	\$ 21.238,12	\$ 23.229,19	\$ 25.334,34	\$ 27.669,85	\$ 30.199,04	\$ 32.971,22	\$ 35.991,44	\$ 39.291,82	\$ 42.892,94
Deudores	\$ 130.696,12	\$ 142.132,03	\$ 155.456,90	\$ 169.545,19	\$ 185.175,13	\$ 202.101,30	\$ 220.653,56	\$ 240.865,78	\$ 262.952,98	\$ 287.052,72
Inventarios	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Diferidos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Total Activo Corriente	\$ 150.225,42	\$ 163.370,14	\$ 178.686,10	\$ 194.879,52	\$ 212.844,98	\$ 232.300,34	\$ 253.624,79	\$ 276.857,21	\$ 302.244,80	\$ 329.945,66
ACTIVO NO CORRIENTE	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Inversiones	\$ 530.846,42	\$ 577.295,48	\$ 631.416,93	\$ 688.639,09	\$ 752.123,01	\$ 820.871,75	\$ 896.225,21	\$ 978.320,84	\$ 1.068.032,10	\$ 1.165.917,66
Deudores	\$ 52.705,54	\$ 57.317,28	\$ 62.690,77	\$ 68.372,12	\$ 74.675,18	\$ 81.500,96	\$ 88.982,49	\$ 97.133,43	\$ 106.040,49	\$ 115.759,14
Propiedades, planta y Equipo - Neto	\$ 6.477,07	\$ 7.043,81	\$ 7.704,17	\$ 8.402,36	\$ 9.176,95	\$ 10.015,78	\$ 10.935,20	\$ 11.936,88	\$ 13.031,48	\$ 14.225,82
Intangibles	\$ 6.350,07	\$ 6.905,70	\$ 7.553,11	\$ 8.237,61	\$ 8.997,01	\$ 9.819,39	\$ 10.720,78	\$ 11.702,82	\$ 12.775,96	\$ 13.946,88
Diferidos	\$ 508,01	\$ 552,46	\$ 604,25	\$ 659,01	\$ 719,76	\$ 785,55	\$ 857,66	\$ 936,23	\$ 1.022,08	\$ 1.115,75
Otros Activos	\$ 19,05	\$ 20,72	\$ 22,66	\$ 24,71	\$ 26,99	\$ 29,46	\$ 32,16	\$ 35,11	\$ 38,33	\$ 41,84
Valorizaciones	\$ 38.100,39	\$ 41.434,18	\$ 45.318,63	\$ 49.425,63	\$ 53.982,06	\$ 58.916,35	\$ 64.324,69	\$ 70.216,93	\$ 76.655,77	\$ 83.681,30
Total Activo No Corriente	\$ 635.006,54	\$ 690.569,62	\$ 755.310,52	\$ 823.760,53	\$ 899.700,96	\$ 981.939,25	\$ 1.072.078,20	\$ 1.170.282,24	\$ 1.277.596,21	\$ 1.394.688,40
TOTAL ACTIVO	\$ 785.231,96	\$ 853.939,76	\$ 933.996,61	\$ 1.018.640,06	\$ 1.112.545,94	\$ 1.214.239,59	\$ 1.325.702,99	\$ 1.447.139,45	\$ 1.579.841,01	\$ 1.724.634,06

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

Fecha de valoración: Mayo de 2011



PASIVOS	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2015E	2017E	2018E	2019E	2020E
PASIVO CORRIENTE										
Obligaciones Financieras	\$ 67.327,74	\$ 73.218,92	\$ 80.083,20	\$ 87.340,73	\$ 95.392,46	\$ 104.111,93	\$ 113.669,08	\$ 124.081,34	\$ 135.459,50	\$ 147.874,42
Proveedores	\$ 548,68	\$ 596,69	\$ 652,63	\$ 711,77	\$ 777,39	\$ 848,45	\$ 926,33	\$ 1.011,19	\$ 1.103,91	\$ 1.205,08
Cuentas por pagar	\$ 8.015,16	\$ 8.716,49	\$ 9.533,66	\$ 10.397,65	\$ 11.356,18	\$ 12.394,21	\$ 13.531,96	\$ 14.771,51	\$ 16.126,04	\$ 17.604,00
Impuestos, gravamenes y tasas	\$ 2.677,14	\$ 2.911,39	\$ 3.184,33	\$ 3.472,92	\$ 3.793,07	\$ 4.139,79	\$ 4.519,80	\$ 4.933,83	\$ 5.386,25	\$ 5.879,91
Obligaciones Laborales	\$ 933,89	\$ 1.015,60	\$ 1.110,82	\$ 1.211,48	\$ 1.323,17	\$ 1.444,11	\$ 1.576,68	\$ 1.721,10	\$ 1.878,93	\$ 2.051,13
Pasivos estimados y provisiones	\$ -	\$ -								
Diferidos	\$ 802,09	\$ 872,28	\$ 954,05	\$ 1.040,51	\$ 1.136,43	\$ 1.240,31	\$ 1.354,17	\$ 1.478,21	\$ 1.613,76	\$ 1.761,66
Otros pasivos	\$ 21.622,59	\$ 23.514,57	\$ 25.719,06	\$ 28.049,85	\$ 30.635,70	\$ 33.435,99	\$ 36.505,31	\$ 39.849,26	\$ 43.503,40	\$ 47.490,51
Total Pasivo Corriente	\$ 101.927,33	\$ 110.845,97	\$ 121.237,78	\$ 132.224,95	\$ 144.414,44	\$ 157.614,82	\$ 172.083,37	\$ 187.846,47	\$ 205.071,85	\$ 223.866,76
PASIVO NO CORRIENTE										
Obligaciones Financieras	\$ 7.248,17	\$ 7.882,38	\$ 8.621,35	\$ 9.402,66	\$ 10.269,47	\$ 11.208,16	\$ 12.237,04	\$ 13.357,97	\$ 14.582,89	\$ 15.919,41
Proveedores	\$ -	\$ -								
Cuentas por Pagar	\$ 74.293,70	\$ 80.794,39	\$ 88.368,87	\$ 96.377,30	\$ 105.262,08	\$ 114.883,69	\$ 125.429,65	\$ 136.919,21	\$ 149.474,59	\$ 163.174,00
Ingresos Recividos por Anticipado	\$ -	\$ -								
Otros Pasivos	\$ 9.060,21	\$ 9.852,97	\$ 10.776,69	\$ 11.753,33	\$ 12.836,84	\$ 14.010,21	\$ 15.296,30	\$ 16.697,46	\$ 18.228,61	\$ 19.899,27
Bonos y Papeles Comerciales	\$ 90.602,07	\$ 98.529,75	\$ 107.766,91	\$ 117.533,29	\$ 128.368,39	\$ 140.102,06	\$ 152.962,99	\$ 166.974,64	\$ 182.286,09	\$ 198.992,68
Total Pasivo No Corriente	\$ 181.204,13	\$ 197.059,50	\$ 215.533,82	\$ 235.066,58	\$ 256.736,78	\$ 280.204,12	\$ 305.925,99	\$ 333.949,28	\$ 364.572,17	\$ 397.985,35
TOTAL PASIVO	\$ 283.131,46	\$ 307.905,46	\$ 336.771,60	\$ 367.291,53	\$ 401.151,21	\$ 437.818,94	\$ 478.009,35	\$ 521.795,76	\$ 569.644,02	\$ 621.852,12
PATRIMONIO	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Capital Social	\$ 17.573,52	\$ 19.111,20	\$ 20.902,88	\$ 22.797,20	\$ 24.898,82	\$ 27.174,72	\$ 29.669,28	\$ 32.387,03	\$ 35.356,89	\$ 38.597,37
Superavit de capital	\$ 85.357,09	\$ 92.825,83	\$ 101.528,25	\$ 110.729,25	\$ 120.937,10	\$ 131.991,51	\$ 144.107,92	\$ 157.308,43	\$ 171.733,49	\$ 187.472,93
Reservas	\$ 213.392,71	\$ 232.064,58	\$ 253.820,63	\$ 276.823,13	\$ 302.342,76	\$ 329.978,78	\$ 360.269,80	\$ 393.271,07	\$ 429.333,72	\$ 468.682,33
Revalorizacion del patrimonio	\$ 35.147,04	\$ 38.222,40	\$ 41.805,75	\$ 45.594,40	\$ 49.797,63	\$ 54.349,45	\$ 59.338,55	\$ 64.774,06	\$ 70.713,79	\$ 77.194,74
Utilidad neta del ejercicio	\$ 125.525,13	\$ 136.508,57	\$ 149.306,25	\$ 162.837,13	\$ 177.848,68	\$ 194.105,16	\$ 211.923,41	\$ 231.335,92	\$ 252.549,25	\$ 275.695,49
Superavit por valorizaciones	\$ 25.105,03	\$ 27.301,71	\$ 29.861,25	\$ 32.567,43	\$ 35.569,74	\$ 38.821,03	\$ 42.384,68	\$ 46.267,18	\$ 50.509,85	\$ 55.139,10
Total Patrimonio	\$ 502.100,50	\$ 546.034,30	\$ 597.225,01	\$ 651.348,53	\$ 711.394,72	\$ 776.420,65	\$ 847.693,64	\$ 925.343,70	\$ 1.010.196,99	\$ 1.102.781,94

Fecha de valoración: Mayo de 2011



BALANCE PROYECTADO. Millones de Pesos. Grupo ODINSA

ACTIVOS	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E		2029E		2030E
ACTIVO CORRIENTE												
Disponible	\$ 28.815,47	\$ 31.456,77	\$ 34.340,37	\$ 37.488,20	\$ 40.924,64	\$ 44.676,06	\$ 48.771,37	\$ 53.242,07	\$	58.122,60	\$	63.450,50
Inversiones	\$ 18.009,67	\$ 19.660,48	\$ 21.462,73	\$ 23.430,13	\$ 25.577,90	\$ 27.922,53	\$ 30.482,10	\$ 33.276,30	\$	36.326,62	\$	39.656,56
Efectivo y equivalente de efectivo	\$ 46.825,14	\$ 51.117,25	\$ 55.803,10	\$ 60.918,33	\$ 66.502,54	\$ 72.598,59	\$ 79.253,47	\$ 86.518,37	\$	94.449,22	\$	103.107,06
Deudores	\$ 313.368,22	\$ 342.092,37	\$ 373.451,53	\$ 407.684,21	\$ 445.055,47	\$ 485.852,11	\$ 530.388,61	\$ 579.007,54	\$	632.083,25	\$	690.024,20
Inventarios	\$ -	\$	-	\$	-							
Diferidos	\$ -	\$	-	\$	-							
Total Activo Corriente	\$ 360.193,36	\$ 393.209,62	\$ 429.254,64	\$ 468.602,54	\$ 511.558,01	\$ 558.450,70	\$ 609.642,08	\$ 665.525,90	\$	726.532,47	\$	793.131,26
ACTIVO NO CORRIENTE	\$ -	\$	-	\$	-							
Inversiones	\$ 1.272.802,93	\$ 1.389.471,36	\$ 1.516.842,39	\$ 1.655.884,74	\$ 1.807.675,01	\$ 1.973.378,10	\$ 2.154.271,34	\$ 2.351.746,07	\$:	2.567.322,87	\$:	2.802.660,76
Deudores	\$ 126.371,33	\$ 137.954,86	\$ 150.601,00	\$ 164.405,94	\$ 179.476,57	\$ 195.928,54	\$ 213.888,68	\$ 233.495,13	\$	254.898,86	\$	278.264,58
Propiedades, planta y Equipo - Neto	\$ 15.529,97	\$ 16.953,49	\$ 18.507,59	\$ 20.204,10	\$ 22.056,16	\$ 24.077,97	\$ 26.285,12	\$ 28.694,58	\$	31.324,92	\$	34.196,37
Intangibles	\$ 15.225,46	\$ 16.621,07	\$ 18.144,70	\$ 19.807,94	\$ 21.623,68	\$ 23.605,85	\$ 25.769,72	\$ 28.131,94	\$	30.710,71	\$	33.525,85
Diferidos	\$ 1.218,04	\$ 1.329,69	\$ 1.451,58	\$ 1.584,64	\$ 1.729,89	\$ 1.888,47	\$ 2.061,58	\$ 2.250,56	\$	2.456,86	\$	2.682,07
Otros Activos	\$ 45,68	\$ 49,86	\$ 54,43	\$ 59,42	\$ 64,87	\$ 70,82	\$ 77,31	\$ 84,40	\$	92,13	\$	100,58
Valorizaciones	\$ 91.352,77	\$ 99.726,40	\$ 108.868,19	\$ 118.847,67	\$ 129.742,10	\$ 141.635,09	\$ 154.618,32	\$ 168.791,66	\$	184.264,23	\$	201.155,12
Total Activo No Corriente	\$ 1.522.546,19	\$ 1.662.106,72	\$ 1.814.469,89	\$ 1.980.794,45	\$ 2.162.368,28	\$ 2.360.584,82	\$ 2.576.972,07	\$ 2.813.194,34	\$:	3.071.070,58	\$	3.352.585,33
TOTAL ACTIVO	\$ 1.882.739,55	\$ 2.055.316,34	\$ 2.243.724,52	\$ 2.449.396,99	\$ 2.673.926,29	\$ 2.919.035,52	\$ 3.186.614,15	\$ 3.478.720,25	\$	3.797.603,05	\$	4.145.716,60

Fecha de valoración: Mayo de 2011



PASIVOS	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E		2030E
PASIVO CORRIENTE											
Obligaciones Financieras	\$ 161.430,78	\$ 176.227,94	\$ 192.382,53	\$ 210.017,40	\$ 229.269,10	\$ 250.285,37	\$ 273.228,23	\$ 298.274,14	\$ 325.615,94	\$	355.464,06
Proveedores	\$ 1.315,56	\$ 1.436,15	\$ 1.567,80	\$ 1.711,51	\$ 1.868,40	\$ 2.039,67	\$ 2.226,64	\$ 2.430,75	\$ 2.653,57	\$	2.896,81
Cuentas por pagar	\$ 19.217,84	\$ 20.979,40	\$ 22.902,55	\$ 25.001,93	\$ 27.293,79	\$ 29.795,71	\$ 32.526,99	\$ 35.508,63	\$ 38.763,59	\$	42.316,92
Impuestos, gravamenes y tasas	\$ 6.418,95	\$ 7.007,32	\$ 7.649,67	\$ 8.350,89	\$ 9.116,39	\$ 9.952,06	\$ 10.864,33	\$ 11.860,23	\$ 12.947,41	\$	14.134,26
Obligaciones Laborales	\$ 2.239,17	\$ 2.444,42	\$ 2.668,50	\$ 2.913,10	\$ 3.180,14	\$ 3.471,65	\$ 3.789,89	\$ 4.137,29	\$ 4.516,55	\$	4.930,56
Pasivos estimados y provisiones	\$ -	\$	-								
Diferidos	\$ 1.923,16	\$ 2.099,45	\$ 2.291,90	\$ 2.501,99	\$ 2.731,34	\$ 2.981,71	\$ 3.255,04	\$ 3.553,41	\$ 3.879,14	\$	4.234,73
Otros pasivos	\$ 51.844,19	\$ 56.596,36	\$ 61.784,48	\$ 67.447,99	\$ 73.630,76	\$ 80.380,22	\$ 87.748,42	\$ 95.792,02	\$ 104.572,96	\$	114.158,81
Total Pasivo Corriente	\$ 244.389,70	\$ 266.791,10	\$ 291.247,49	\$ 317.944,88	\$ 347.089,99	\$ 378.906,49	\$ 413.639,63	\$ 451.556,57	\$ 492.949,27	\$	538.136,28
PASIVO NO CORRIENTE											
Obligaciones Financieras	\$ 17.378,82	\$ 18.971,81	\$ 20.710,93	\$ 22.609,41	\$ 24.681,95	\$ 26.944,46	\$ 29.414,37	\$ 32.110,69	\$ 35.054,17	\$	38.267,47
Proveedores	\$ -	\$	\$ -	\$	-						
Cuentas por Pagar	\$ 178.132,94	\$ 194.461,07	\$ 212.287,06	\$ 231.746,49	\$ 252.990,04	\$ 276.180,73	\$ 301.497,33	\$ 329.134,57	\$ 359.305,24	\$	392.241,55
Ingresos Recividos por Anticipado	\$ -	\$	\$ -	\$	-						
Otros Pasivos	\$ 21.723,53	\$ 23.714,76	\$ 25.888,67	\$ 28.261,77	\$ 30.852,44	\$ 33.680,58	\$ 36.767,97	\$ 40.138,36	\$ 43.817,71	\$	47.834,34
Bonos y Papeles Comerciales	\$ 217.235,29	\$ 237.147,64	\$ 258.886,66	\$ 282.617,67	\$ 308.524,44	\$ 336.805,76	\$ 367.679,67	\$ 401.383,62	\$ 438.177,13	\$	478.343,36
Total Pasivo No Corriente	\$ 434.470,58	\$ 474.295,29	\$ 517.773,32	\$ 565.235,35	\$ 617.048,87	\$ 673.611,53	\$ 735.359,34	\$ 802.767,23	\$ 876.354,25	\$	956.686,71
TOTAL PASIVO	\$ 678.860,29	\$ 741.086,38	\$ 809.020,81	\$ 883.180,23	\$ 964.138,86	\$ 1.052.518,02	\$ 1.148.998,97	\$ 1.254.323,80	\$ 1.369.303,52	\$:	1.494.822,99
PATRIMONIO	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E		2030E
Capital Social	\$ 42.135,77	\$ 45.998,05	\$ 50.214,63	\$ 54.817,59	\$ 59.842,56	\$ 65.328,11	\$ 71.316,53	\$ 77.853,88	\$ 84.990,48	\$	92.781,28
Superavit de capital	\$ 204.659,47	\$ 223.419,09	\$ 243.899,63	\$ 266.256,85	\$ 290.663,86	\$ 317.307,98	\$ 346.394,58	\$ 378.147,40	\$ 412.810,92	\$	450.651,91
Reservas	\$ 511.648,69	\$ 558.547,73	\$ 609.749,08	\$ 665.642,12	\$ 726.659,66	\$ 793.269,94	\$ 865.986,45	\$ 945.368,49	\$ 1.032.027,30	\$	1.126.629,78
Revalorizacion del patrimonio	\$ 84.271,55	\$ 91.996,10	\$ 100.429,26	\$ 109.635,17	\$ 119.685,12	\$ 130.656,23	\$ 142.633,06	\$ 155.707,75	\$ 169.980,97	\$	185.562,55
Utilidad neta del ejercicio	\$ 300.969,82	\$ 328.557,49	\$ 358.675,93	\$ 391.554,19	\$ 427.446,86	\$ 466.629,38	\$ 509.403,80	\$ 556.099,11	\$ 607.074,88	\$	662.723,40
Superavit por valorizaciones	\$ 60.193,96	\$ 65.711,50	\$ 71.735,19	\$ 78.310,84	\$ 85.489,37	\$ 93.325,88	\$ 101.880,76	\$ 111.219,82	\$ 121.414,98	\$	132.544,68
Total Patrimonio	\$ 1.203.879,26	\$ 1.314.229,96	\$ 1.434.703,71	\$ 1.566.216,76	\$ 1.709.787,43	\$ 1.866.517,51	\$ 2.037.615,18	\$ 2.224.396,45	\$ 2.428.299,52	\$	2.650.893,61

Fecha de valoración: Mayo de 2011



ESTADO DE INGRESOS HISTÓRICO. Millones de Pesos

ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS	NOTAS	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ingresos Netos Operacionales	16	\$ 27.842,20	\$ 49.408,71	\$ 83.244,65	\$ 167.191,05	\$ 252.298,38	\$ 241.044,31
Costo de Ventas		\$ 17.754,80	\$ 37.997,21	\$ 62.095,98	\$ 115.909,00	\$ 209.172,38	\$ 186.428,03
UTILIDAD BRUTA		\$ 10.087,40	\$ 11.411,51	\$ 21.148,67	\$ 51.282,05	\$ 43.126,00	\$ 54.616,28
GASTOS OPERACIONALES	17	\$ 1.631,92	\$ 2.163,09	\$ 5.880,73	\$ 7.738,00	\$ 16.424,52	\$ 18.231,34
UTILIDAD OPERACIONAL		\$ 8.455,48	\$ 9.248,42	\$ 15.267,94	\$ 43.544,05	\$ 26.701,48	\$ 36.384,94
INGRESO NO OPERACIONALES	18	\$ 28.191,63	\$ 67.463,74	\$ 43.046,91	\$ 69.730,78	\$ 109.945,77	\$ 112.886,48
GASTOS NO OPERACIONALES	19	\$ 10.528,11	\$ 13.590,65	\$ 9.024,48	\$ 33.338,45	\$ 24.234,79	\$ 22.831,04
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS		\$ 26.065,75	\$ 62.029,84	\$ 49.290,38	\$ 79.936,39	\$ 112.412,46	\$ 126.440,38
PROVISION PARA IMPUESTOS DE RENTA	19	\$ 1.870,84	\$ 1.477,84	\$ 5.752,57	\$ 19.000,89	\$ 3.700,51	\$ 10.230,58
INTERES MONETARIO		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO		\$ 24.194,91	\$ 60.552,00	\$ 43.537,80	\$ 60.935,50	\$ 108.711,95	\$ 116.209,80

d)

BURKENROAD REPORTS LATINAMERICA

ODINSA S.A

Fecha de valoración: Mayo de 2011



ESTADO DE INGRESOS PROYECTADO. Millones de Pesos

ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Ingresos Netos Operacionales	\$ 265.148,74	\$ 288.349,26	\$ 315.382,00	\$ 343.963,49	\$ 375.672,63	\$ 410.011,45	\$ 447.649,22	\$ 488.654,59	\$ 533.463,84	\$ 582.356,00
Costo de Ventas	\$ 202.082,71	\$ 219.764,95	\$ 240.367,92	\$ 262.151,26	\$ 286.318,33	\$ 312.489,61	\$ 341.175,18	\$ 372.427,36	\$ 406.578,66	\$ 443.841,75
UTILIDAD BRUTA	\$ 63.066,03	\$ 68.584,30	\$ 75.014,08	\$ 81.812,23	\$ 89.354,30	\$ 97.521,84	\$ 106.474,04	\$ 116.227,23	\$ 126.885,17	\$ 138.514,25
GASTOS OPERACIONALES	\$ 14.225,63	\$ 15.470,37	\$ 16.920,72	\$ 18.454,16	\$ 20.155,40	\$ 21.997,73	\$ 24.017,05	\$ 26.217,05	\$ 28.621,14	\$ 31.244,27
UTILIDAD OPERACIONAL	\$ 48.840,40	\$ 53.113,93	\$ 58.093,36	\$ 63.358,08	\$ 69.198,90	\$ 75.524,11	\$ 82.456,99	\$ 90.010,18	\$ 98.264,04	\$ 107.269,98
INGRESO NO OPERACIONALES	\$ 119.316,93	\$ 129.757,17	\$ 141.921,90	\$ 154.783,57	\$ 169.052,68	\$ 184.505,15	\$ 201.442,15	\$ 219.894,57	\$ 240.058,73	\$ 262.060,20
GASTOS NO OPERACIONALES	\$ 26.514,87	\$ 28.834,93	\$ 31.538,20	\$ 34.396,35	\$ 37.567,26	\$ 41.001,15	\$ 44.764,92	\$ 48.865,46	\$ 53.346,38	\$ 58.235,60
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	\$ 141.642,46	\$ 154.036,17	\$ 168.477,06	\$ 183.745,30	\$ 200.684,32	\$ 219.028,12	\$ 239.134,21	\$ 261.039,28	\$ 284.976,38	\$ 311.094,58
PROVISION PARA IMPUESTOS DE RENTA	\$ 16.117,33	\$ 17.527,60	\$ 19.170,81	\$ 20.908,16	\$ 22.835,64	\$ 24.922,96	\$ 27.210,81	\$ 29.703,36	\$ 32.427,13	\$ 35.399,09
INTERES MONETARIO	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	\$ 125.525,13	\$ 136.508,57	\$ 149.306,25	\$ 162.837,13	\$ 177.848,68	\$ 194.105,16	\$ 211.923,41	\$ 231.335,92	\$ 252.549,25	\$ 275.695,49

ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Ingresos Netos Operacionales	\$ 635.743,38	\$ 694.017,27	\$ 757.636,93	\$ 827.086,21	\$ 902.902,87	\$ 985.668,73	\$ 1.076.021,8	\$ 1.174.657,1	\$ 1.282.334,0	\$ 1.399.881,3
Costo de Ventas	\$ 484.530,86	\$ 528.944,22	\$ 577.431,85	\$ 630.362,51	\$ 688.146,06	\$ 751.225,94	\$ 820.088,42	\$ 895.263,14	\$ 977.328,95	\$ 1.066.917,4
UTILIDAD BRUTA	\$ 151.212,52	\$ 165.073,05	\$ 180.205,08	\$ 196.723,70	\$ 214.756,80	\$ 234.442,79	\$ 255.933,41	\$ 279.393,95	\$ 305.005,07	\$ 332.963,87
GASTOS OPERACIONALES	\$ 34.108,59	\$ 37.235,07	\$ 40.648,36	\$ 44.374,42	\$ 48.442,09	\$ 52.882,61	\$ 57.730,19	\$ 63.022,12	\$ 68.799,15	\$ 75.105,73
UTILIDAD OPERACIONAL	\$ 117.103,93	\$ 127.837,98	\$ 139.556,72	\$ 152.349,28	\$ 166.314,71	\$ 181.560,18	\$ 198.203,22	\$ 216.371,84	\$ 236.205,93	\$ 257.858,13
INGRESO NO OPERACIONALES	\$ 286.084,52	\$ 312.307,77	\$ 340.936,62	\$ 372.188,79	\$ 406.306,29	\$ 443.550,93	\$ 484.209,82	\$ 528.595,69	\$ 577.050,31	\$ 629.946,58
GASTOS NO OPERACIONALES	\$ 63.574,34	\$ 69.401,73	\$ 75.763,69	\$ 82.708,62	\$ 90.290,29	\$ 98.566,87	\$ 107.602,18	\$ 117.465,71	\$ 128.233,40	\$ 139.988,13
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	\$ 339.614,11	\$ 370.744,02	\$ 404.729,65	\$ 441.829,45	\$ 482.330,71	\$ 526.544,24	\$ 574.810,86	\$ 627.501,82	\$ 685.022,84	\$ 747.816,59
PROVISION PARA IMPUESTOS DE RENTA	\$ 38.644,30	\$ 42.186,53	\$ 46.053,72	\$ 50.275,26	\$ 54.883,85	\$ 59.914,86	\$ 65.407,06	\$ 71.402,71	\$ 77.947,96	\$ 85.093,18
INTERES MONETARIO	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO	\$ 300.969,82	\$ 328.557,49	\$ 358.675,93	\$ 391.554,19	\$ 427.446,86	\$ 466.629,38	\$ 509.403,80	\$ 556.099,11	\$ 607.074,88	\$ 662.723,40

Fecha de valoración: Mayo de 2011



FLUJOS DE CAJA HISTÓRICO Y PROYECTADOS. Millones de Pesos (Escenario Conservador)

FLUIO DE CAJA LIBRE DESAPALANCADO

FLUJO DE CAJA LIBRI	L D 23711 711							PEF	RIODO EXPLICIT	0							
	200	05	2006		2007	2008	Т	2009	2010	П	2011		2012	2013		2014	2015
Ingresos	\$	27,842		,409					241,044	\$	265,149	\$	288,349	\$ 315,382	\$	343,963	\$ 375,673
Crecimiento Ingresos			7.	146%	88.48%°	100.840	:	50,90%	-4.46%		10.00%		8.75%	2382		206%	3.22%
Cantidad de años de otros	e Ingraecae (1	noracionale		_	l												
E-BANDED DE BALCO DE ENACO	- may roco cy	<u> </u>	7														
Otros Ingresos Operad	\$	-	\$		\$ -	\$ -	\$	- \$	-	\$	185,173	\$	185,173	\$ 185,173	\$	31,818	\$ -
Crecimiento Ingresos				ર ભારદ:	aaac	0.000	:	aaac	0.00%	<u> </u>							aaaw
		0.455			JE 000	10.51	41	00 704			22.242	_				00.040	00.400
Utilidad Operacional		8,455 30,37%		3,248	15,268 18.34%	43,54 26.04		26,701 10.58%	36,385 18,42%		82,949 18.42%	┡	87,223 18.42%	92,202 18,42%		69,219 18,42%	69,199 18,42%
Margen Operacional (2)		30.37%		8.72%	18.34%	26.04	<u> </u>	10.58%]	18.42%		18.42%		18.42%	18.42%		18.42%	18.42%
Impuesto de renta Full		1,871		1,478	5,753	19,00	11	3,701	10,231	1	27,373	Г	28,784	30,427		22,842	22,836
Impuesto / U Operaciona		22.13%		5.98%	37.68%	43.64	у.	13.86%	28.12%		33.00%		33.00%	33.00%		33.00%	33.00%
NOPLAT		6,585	7	,771	9,515	24,54	3	23,001	26,154		55,576		58,439	61,775		46,377	46,363
							.1					_					
Depreciacion y Amorti:		334		472	1,985	2,27		4,467	3,994		9,108	_	9,577	10,124		7,600	7,598
DyA / U Operacional (2)		3.95%		5.11%	13.00%	5.22	<u> </u>	16.73%	10.98%	1	10.98%	<u> </u>	10.98%	10.98%		10.98%	10.98%
Flujo de caja Bruto		6,919	8	.243	11,501	26,81	7	27,468	30,148		64,684		68,016	71,899		53,977	53,961
Trajo de odja Brata		0,010		,	11,001	20,01		21,100	00,110		01,001		00,010	11,000		00,011	00,001
Total Costos		17,755	37	,997	62,096	115,903	9	209,172	186,428	П	343,212		360,894	381,497		286,402	286,318
% Costos / Ingresos		63.77%		6.90%	74.59%	69.33		82.91%	77.34%		76.21%		76.21%	76.21%		76.21%	76.21%
Costos mensuales		1,480	**	3,166	5,175	9,659	3	17,431	15,536		28,601		30,075	31,791		23,867	23,860
Meses de KW (2)	1		1		1	1	\perp	1	11	┖	1		1	1		1	1
Kw		1,480		3,166	5,175	9,653		17,431	15,536	_	28,601	_	30,075	31,791		23,867	23,860
Cambio en K₩		0	-1	,687	-2,008	-4,48	1	-7,772	1,895		-13,065		-1,474	-1,717		7,925	7
I		(110)		289)	(1,888)	(1,453	ol .	(1,224)	(1,632)		(3,062)	_	(3,220)	(3,404)		(2,555)	(2 EED)
Inversión en Capes % Capex / Ingresos (2)		-0.40%		0.58%	-2.27%	-0.87		-0.48%	-0.68%		-0.68%	\vdash	-0.68%	-0.68%	_	-0.68%	(2,555) -0.68%
za Gapen i ingresos [2]		-0.40/4		0.00/4	-2.21%	-0.01		-0.70%	-0.00%		-0.00%	_	-0.00%	-0.00/4		-0.007	-0.00%
FLUJO DE CAJA LIBRE		6,809	6	,267	7,605	20,879		18,473	30,411		48,556		63,323	66,779		59,346	51,414
TOTAL CONTE		2,003		,,	1,003	20,072		20,475	30,411		40,550		03/323	00,113		35/540	/



71

FLUJOS DE CAJA PROYECTADOS. Millones de Pesos (Escenario Conservador)

FLUJO DE CAJA	LIBRE DESA	PALA	NCADO																
	2016	\top	2017	2018		2019	2020	2021	Т	2022	2023	Т	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ingresos	\$ 410,0	11 \$	447,649	\$ 488,	855	\$ 533,464	\$ 582,356	\$ 635,743	\$	694,017	\$ 757,6	37	\$ 827,086	\$ 902,903	\$ 985,669	\$ 1,076,022	\$ 1,174,657	\$ 1,282,334	\$ 1,399,881
Crecimiento Ingresos	3.14.	20	2,18%	5	16%	2.17%	2.5%	3.5%		2.57%	я	72	2.17%	2.17%	2.5%	2.17%	2.57%	2.5%	2.17%
Cantidad de años de otro																			
Otros Ingresos Operac		\$	-	•		\$ -	\$	\$ -	\$	-	\$ -		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -		\$ -
Crecimiento Ingresos	0.00	20	0.00%	а	00%	aaaw	0.00%	0.00%		0.00%	a	RZ.	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Utilidad Operacional	75,52		82,457		,010	98,264	107,270			127,838	139,		152,349	166,315	181,560	198,203		236,206	257,858
Margen Operacional (2)	18.42	2%	18.42%	18	.42%	18.42%	18.425	18.42%	4	18.42%	18.	2%	18.42%	18.42%	18.42%	18.42%	18.42%	18.42%	18.42%
Impuesto de renta Full	24,92		27,211		703	32,427	35,399			42,187	46,		50,275	54,884	59,915	65,407	71,403		85,093
Impuesto / U Operaciona	33.00	1%	33.00%	33	.00%	33.00%	33.005	33.00%	4	33.00%	33.	10%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%
NOPLAT	50.60	34	55.246	60.3	202	65,837	71.87	II 78.460	vI	85.651	93.5	വ	102.074	111,431	121,645	132,796	144,969	158,258	172,765
NOPLAT	30,00	лц	JJ,240	00,	ויטפ	05,031	11,01	11 10,400	<u>' </u>	00,001	33,3	บอ	102,014]	111,431	121,043	132,130	144,303	130,230	112,103
D	8.23	22	9.054		.883	10.789	11.778	3 12.858	э т	14,037	15.	222	16,728	18,261	19,935	21,763	23,758	25,935	28,313
Depreciacion y Amorti; DyA / U Operacional (2)	10.98		10.98%		.98%	10,703	10,985		-	10,98%		98%	10,720	10,261	10,98%	10,98%	23,130	25,335	10.98%
DyA ro Operacional (2)	10.30	57.	10.30%	IU	.30%	10.36%	10.362	10.362	9	10.36%	10.	10%	10.36%	10.36%	10.36%	10.36%	10.36%	10.36%	10.36%
Flujo de caja Bruto	58,89	14	64,300	70,	190	76,626	83,649	91,318	3	99,688	108,8	26	118,802	129,692	141,581	154,559	168,727	184,193	201,078
Total Costos	312,49		341,175	372,		406,579	443,842			528,944	577,4		630,363	688,146	751,226	820,088	895,263	977,329	1,066,917
% Costos / Ingresos	76.2		76.21%		3.21%	76.21%	76.215			76.21%		21%	76.21%	76.21%	76.21%	76.21%	76.21%	76.21%	76.21%
Costos mensuales	26,04	11	28,431	31,	J36	33,882	36,987	40,378	4_	44,079	48,	119	52,530	57,346	62,602	68,341	74,605	81,444	88,910
Meses de KW (2)	1		1	1		1	1	1 1	╀	1	1		1	1	1	1	1 1	1	1
Kw	26,04		28,431		036	33,882	36,987			44,079	48,	_	52,530	57,346	62,602	68,341	74,605	81,444	88,910
Cambio en K₩	-2,18	31	-2,390	-2,	504	-2,846	-3,105	-3,391	1	-3,701	-4,0	41	-4,411	-4,815	-5,257	-5,739	-6,265	-6,839	-7,466
		1							.1			1							
Inversión en Caper	(2,78		(3,044)	(3,3		(3,628)	(3,960			(4,719)	(5,1		(5,624)	(6,140)	(6,703)	(7,317)	(7,988)		(9,519)
% Capex / Ingresos (2)	-0.68	3%	-0.68%	-0	.68%	-0.68%	-0.685	-0.68%	4	-0.68%	-0.	8%	-0.68%	-0.68%	-0.68%	-0.68%	-0.68%	-0.68%	-0.68%
		-																	
FLUJO DE CAJA LIBRE	53,92	5	58,865	64,	263	70,153	76,584	83,604		91,268	99,6	34	108,767	118,737	129,621	141,503	154,475	168,635	184,093



VALORACIÓN POR MÚLTIPLOS. Millones de Pesos. A DICIEMBRE DE 2010

LÍNEA DE CONCESIONES	% Participación	Ingresos	EBITDA	Caja	Deuda Financiera
Autopista del Café	50,01%	\$ 111.638,58	\$ 50.768,49	\$ 17.968,7	\$ 52.500,0
Autopista del Nordeste	42,50%	\$ 36.861,13	\$ 31.935,08	\$ 3.074,9	\$ 9.352,46
Boulevard Turístico del Atlántico C por A.	42,50%	\$ 7,08	\$ 7,95	\$ 275,8	\$ 154.759,3
Carreteras Nacionales del Meta (Autopistas de los Llanos)	68,46%	\$ 86.671,44	\$ 68.625,98	\$ 339,3	\$ 15.000,0
Concesión Santa Marta - Riohacha - Paraguachon	40,83%	\$ 61.726,17	\$ 38.268,24	\$ 10.429,4	\$ 253.320,9
Concesionaria Aburra Norte (Hatovial)	22,22%	\$ 72.062,03	\$ 18.861,96	\$ 202,9	\$ 123.193,6
GenPac S.A.	38,00%	\$ 2.157,17	\$ 778,43	\$ 283,5	\$ 81.583,6
GENA S.A. (Termo Colon)	30,00%	\$ 114.125,76	\$ (34.270,9)	\$ 6.732,0	\$ 14.305,4
OPAIN	35,00%	\$ 169.209,59	\$ 38.192,05	\$ 8.244,5	\$ 65.642,5

	Ingresos	EBITDA	Caja	Deu	uda Financiera
CONCESIONES VIALES	\$ 172.049,7	\$ 105.762,5	\$ 14.946,0	\$	(237.076,3)
AEROPUERTOS	\$ 59.223,4	\$ 13.367,2	\$ 2.885,6	\$	(22.974,9)
ENERGÍA	\$ 35.057,5	\$ (9.985,5)	\$ 2.127,3	\$	(35.293,4)
TOTAL	\$ 266.330,5	\$ 109.144,2	\$ 19.959,0	\$	(295.344,6)

	Múltiplo EV/EBITDA Ultimo Año	EV	Múltiplo EV/EBITDA PROM	EV Prom
CONCESIONES VIALES	10,30	\$ 1.089.472,8	10,60	\$ 1.121.140,2
AEROPUERTOS	11,13	\$ 148.736,6	9,95	\$ 132.972,4
ENERGÍA	9,21	\$ (91.973,3)	9,47	\$ (94.527,3)
TOTAL	10,50	\$ 1.146.236,2	10,62	\$ 1.159.585,4



7

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Millones de Pesos. A DICIEMBRE DE 2010. (Escenario 2).

WACC	11,72%
VNA Explicito	565.195,09
Crecimiento Perpetuidad	0%
Valor Perpetuidad	1.570.383,1
Año	2030
VNA Perpetuidad	191.122,2
Valor Compañía (EV)	756.317,32

Valoración Línea de Construcción

Línea de Construcción ODINSA - Valoración FCD					
EV(VAL FCD)	\$	756.317,32			
Caja de Cierre	\$	13.985,5			
Deuda Financiera	\$	(143.677,3)			
VALOR PATRIMONIAL	\$	626.625,51			

Líneas Restantes ODINSA - Valoración Múltiplos VALOR PATRIMONIAL			
CONCESIONES VIALES	\$	867.342,5	
AEROPUERTOS	\$	128.647,3	
ENERGÍA	\$	(125.139,3)	

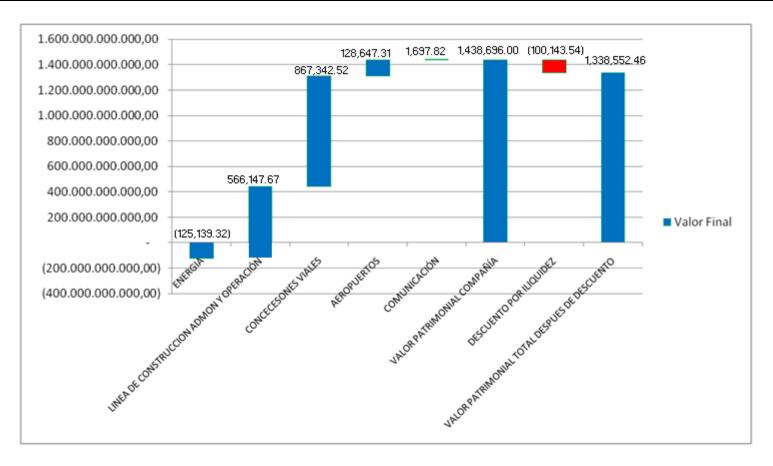
COMUNICACIONES				
Internet por América + Internet por Colombia	\$	1.697,8		

VALOR PATRIMONIAL TOTAL	\$ 1.499.173,84		
DESCUENTO ILIQUIDEZ	6,96%		
VALOR PATRIMONIAL TOTAL DESPUÉS DE DESCUENTO	\$1.394.820,6		
ACCIONES EN CIRCULACIÓN	147.694.507		



VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Millones de Pesos. A DICIEMBRE DE 2010

Escenario 1

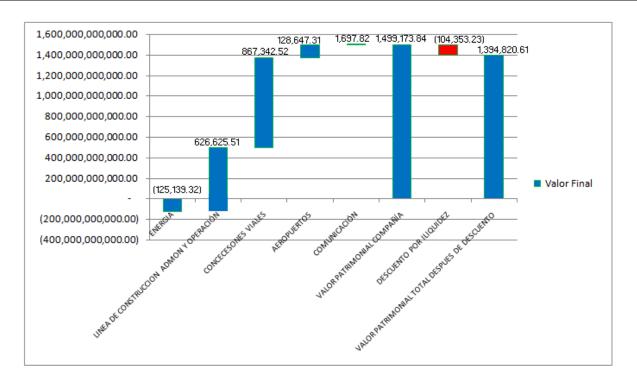


Valor Patrimonial - ODINSA (Escenario 1)					
Energía	\$	(125.139,3)			
Construcción y Operación	\$	566.147,7			
Concesiones Viales	\$	867.342,5			
Aeropuertos	\$	128.647,3			
Comunicación	\$	1.697,8			



VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Millones de Pesos. A DICIEMBRE DE 2010

Escenario 2



Valor Patrimonial - ODINSA (Escenario 2)					
Energía	\$	(125.139,3)			
Construcción y Operación	\$	626.625,5			
Concesiones Viales	\$	867.342,5			
Aeropuertos	\$	128.647,3			
Comunicación	\$	1.697,8			



VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA POR DIVIDENDOS DESCONTADOS. Pesos. A DICIEMBRE DE 2010

G 3.6% Ke 13.86%

 VNA PERIODO EXPLICITO
 \$ 1,113,107,050,900.36

 VALOR FUTURO PERPETUIDAD
 \$ 4,160,512,198,287.31

 VALOR PRESENTE PERPETUIDAD
 \$ 310,283,860,266.32

 VALOR PRESENTE PERPETUIDAD
 \$ 1,423,390,911,166.68

 ACCIONES EN CIRCULACIÓN
 147,694,507

 PRECIO DE LA ACCIÓN
 \$ 9,637.40

A# -	Cuasimianta	Utilidad	Hilidad Adiaianaa	Dividendo				Crecimient
Año	Crecimiento	Otilidad	Utilidad Adiciones	Ordinario Extraordinario Total		Total	Div	o
2005		24,194,910,000.00		1,203,091,000.00		1,203,091,000.00	4.97%	
2006	150.27%	60,552,001,000.00		2,996,364,000.00	5,424,453,000.00	8,420,817,000.00	13.91%	599.93%
2007	-28.10%	43,537,804,000.00		4,072,765,000.00	8,430,884,000.00	12,503,649,000.00	28.72%	48.48%
2008	40.00%	60,953,497,000.00		7,133,825,000.00	11,025,002,000.00	18,158,827,000.00	29.79%	45.23%
2009	78.07%	108,538,100,000.00		19,946,775,000.00	19,686,291,000.00	39,633,066,000.00	36.52%	118.26%
2010	-3.64%	104,588,826,300.00		27,710,378,000.00	27,710,378,000.00	55,420,756,000.00	52.99%	39.83%
2011	10.00%	115,047,708,930.00	13,560,415,795.77	73,847,253,500.00		73,847,253,500.00	64.19%	33.25%
2012	8.75%	125,114,383,461.38	25,319,639,949.11	89,819,024,657.60	-	89,819,024,657.60	64.77%	21.63%
2013	9.38%	136,843,856,910.88	25,317,833,080.59	105,974,978,834.96	-	105,974,978,834.96	65.35%	17.99%
2014	9.06%	149,245,331,443.43	14,070,918,003.06	115,092,744,189.68	-	115,092,744,189.68	65.93%	8.60%
2015	9.22%	163,003,885,435.87		117,777,807,045.43	•	117,777,807,045.43	66.51%	2.33%
2016	9.14%	177,903,459,338.99		119,362,879,544.24	•	119,362,879,544.24	67.09%	1.35%
2017	9.18%	194,234,440,958.00		131,448,836,836.04	•	131,448,836,836.04	67.68%	10.13%
2018	9.16%	212,026,619,241.07		144,721,975,126.46		144,721,975,126.46	68.26%	10.10%
2019	9.17%	231,469,294,579.68		159,338,080,189.60	-	159,338,080,189.60	68.84%	10.10%
2020	9.17%	252,683,545,845.60		175,409,979,786.17	-	175,409,979,786.17	69.42%	10.09%
2021	9.17%	275,848,260,558.74		193,093,782,391.12	•	193,093,782,391.12	70.00%	10.08%
2022	9.17%	301,133,228,680.51		210,793,260,076.36	•	210,793,260,076.36	70.00%	9.17%
2023	9.17%	328,737,720,633.34		230,116,404,443.34	•	230,116,404,443.34	70.00%	9.17%
2024	9.17%	358,871,677,282.10		251,210,174,097.47	•	251,210,174,097.47	70.00%	9.17%
2025	9.17%	391,768,430,231.20		274,237,901,161.84		274,237,901,161.84	70.00%	9.17%
2026	9.17%	427,680,436,703.86		299,376,305,692.70	-	299,376,305,692.70	70.00%	9.17%
2027	9.17%	466,884,531,117.43		326,819,171,782.20	-	326,819,171,782.20	70.00%	9.17%
2028	9.17%	509,682,250,119.47		356,777,575,083.63	-	356,777,575,083.63	70.00%	9.17%
2029	9.17%	556,403,139,249.45		389,482,197,474.62	-	389,482,197,474.62	70.00%	9.17%
2030	9.17%	607,406,751,503.53		425,184,726,052.47		425,184,726,052.47	70.00%	9.17%



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

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), y la Universidad de los Andes de Colombia, el Instituto Colombiano de Estudios Superiores Incolta de Colombia (ICESI), la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala, junto con la Universidad de Tulane, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

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

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

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas que listan en la Bolsa de Valores son distribuidos a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También son distribuidos sólo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas son presentados a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

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

http://www.eafit.edu.co/escuelas/administracion/laboratoriofinanciero/Paginas/burkenroad.aspx http://www.latinburkenroad.com/

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