BURKENROAD Latinoamérica - Colombia 2010

UNIVERSIDAD EAFIT Abierta al mundo

**Presentación del Reporte: Agosto 31 de 2012**
**CELSIA S.A. E.S.P**
BVC/CELSIA

**Primera cobertura**
Fecha de Valoración: Agosto de 2012

**Recomendación: Comprar**

## Precio de la Acción y Valor del IGBC

Precio de la acción: $ 4.800 COP (31 de agosto de 2012)

- Basados en el análisis fundamental de la Compañía y su potencial dentro del sector energético colombiano.
- Entorno macroeconómico favorable para el sector minero/energético en el país. Regulación y Leyes, acordes a las expectativas de los inversionistas. La capacidad instalada de CELSIA actual y futura es importante dentro del Sistema de Interconexión Nacional (SIN) a mediano y largo plazo.
- Precio esperado a alcanzar en el mes de diciembre es de: **$ 5.420 COP** por acción. Potencial de valorización**: 13%**

## Tabla de Valoración con los datos financieros más destacados

| Celsia Individual | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| EBITDA | 84.623 | 79.414 | 78.444 | 79.789 | 78.390 | 78.993 | 98.569 | 175.254 | 199.076 |
| FCL | 35.881 | -130.895 | -292.817 | -264.630 | -429.231 | -107.204 | -90.874 | 116.897 | 142.900 |
| **COLINVERSIONES ZONA FRANCA** | **2012** | **2013** | **2014** | **2015** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** | **2020** |
| EBITDA | 100.744 | 112.587 | 106.406 | 113.138 | 117.172 | 117.471 | 119.505 | 115.341 | 118.648 |
| FCL | 67.720 | 86.814 | 85.309 | 78.354 | 91.763 | 92.373 | 93.588 | 91.120 | 80.784 |
| **EPSA** | **2012** | **2013** | **2014** | **2015** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** | **2020** |
| EBITDA | 413.739 | 433.995 | 455.415 | 446.414 | 472.775 | 456.866 | 439.894 | 492.152 | 571.027 |
| FCL | 180.914 | 178.463 | 202.127 | 286.465 | 299.363 | 287.290 | 276.676 | 314.072 | 364.555 |

***Fuente: Elaboración Propia***

## Capitalización del Mercado, datos financieros y accionarios

***Capitalización Bursátil al 31 de Agosto de 2012:*** *$ 3.454.005.600.000*
***Acciones en Circulación:*** *719.584.500*
***Volumen Promedio diario 2011:*** *938.452.152*
***Bursatilidad:*** *Alta*
***Participación índice IGBC:*** *0,574%*
***Participación índice Colcap:*** *No participa en este índice*
***Cotiza en:*** *Bolsa de Valores de Colombia*
***Beta (doce meses):*** *0,78*
***Rango último año (31/08/2011 al 31/08/2012):*** *$3.800 COP - $4.995 COP*

## Apreciación global de la Compañía

***Localización:*** *Medellín, Colombia*
***Industria:*** *Servicios Públicos (Sector energético)*
***Descripción:*** *Compañía colombiana del sector energético, dedicada a la generación, transmisión, distribución y comercialización de energía eléctrica.*
***Productos y servicios:*** *Energía eléctrica*
***Sitio web de la Compañía:*** *www.celsia.com*

**Analistas:**
Daniel Gómez Arango
Jesús David Orrego Zapata
Santiago Peláez Henao

**Directora de la Investigación de Inversión:**
Sandra Constanza Gaitán Riaño

**Asesor de Investigación:**
Luís Fernando Mondragón Trujillo

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 no 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.

## DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

*Desempeño histórico de la acción de Celsia último año - Fuente: Bloomberg*

## RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Para el cierre del año 2012 estimamos un valor fundamental para la acción de la compañía Celsia equivalente a $5.420 por acción, con un potencial de valorización de 13%, y con una recomendación de comprar.

Esta recomendación está basada en la focalización de su estrategia en el negocio de energía, en el cual sus principales activos están conformados por EPSA, Colinversiones Zona Franca, y su proyección de inversión en el sector principalmente el potencial desarrollo de la planta Porvenir II (352 MW). Actualmente Celsia se ubica como el cuarto generador de energía del país y quinto distribuidor, estos sectores cuentan con una regulación estable, traduciéndose en flujos de caja predecibles y sólidos en el tiempo.

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.

## TESIS DE INVERSIÓN

Celsia S.A. E.S.P. actualmente se ubicada como la cuarta generadora de energía del país, con una capacidad instalada aproximada de 1.878 megavatios, distribuidos entre capacidad de generación hidráulica con un 51% y capacidad de generación térmica, con un 49%. A su vez, es la quinta empresa de distribución de energía de Colombia, con más de 18.000 kilómetros de redes, gracias a su filial EPSA. A la fecha, la Compañía cuenta con un amplio portafolio de proyectos, los cuales se espera le permitan incrementar en los próximos seis años, su capacidad instalada en 24% adicional a la actual[1].

Un factor diferenciador y que genera valor agregado a la Compañía, es el beneficio que obtiene la filial Colinversiones Zona Franca, empresa que opera su principal activo de generación térmica, la cual trabaja bajo el régimen de zona franca, lo cual se traduce en una tasa de impuesto de renta del 15% (en Colombia es del 33%).

Por último, es importante resaltar que el sector energético en Colombia, es un sector que se ha venido consolidando fuertemente desde inicios de los 90´s, llegando al punto que hoy en día es considerado como una de las locomotoras jalonadoras de crecimiento económico por el Gobierno Nacional actual. Esto ha fortalecido la confianza inversionista, tanto nacional como extranjera, pués la regulación, control y operación del sistema es transparente para todos los actores de este.

Por otro lado, es importante tener en cuenta los riesgos a los cuales esta expuesta la Empresa, los cuales de presentarse, pueden llegar a modificar los resultados proyectados. Principalmente es importante mencionar que en un escenario de crisis de deuda internacional es posible que el costo de la deuda afecte a la compañía; a su vez, existen riesgos constructivos que pueden acarrear posibles atrasos en la entrada en operación de los mismos, con obligaciones con el estado así como sobrecostos en su ejecución.

## VALORACIÓN

Para realizar la valoración de Celsia empleamos la metodología del flujo caja libre descontado para cada uno de los principales activos que componen la compañía, con el que se obtuvo un valor fundamental de $5.420 para diciembre de 2012 con un potencial de valorización en el año de 13%. Nuestro valor fundamental equivale a un P/VL proyectado de 1.47x.

Dados los análisis y escenarios modelados, bajo la metodología anteriormente mencionada, se obtuvieron los siguientes rangos de precios para la acción de Celsia, a diciembre de 2012:

| N° | Escenario | Precio por Acción |
|---|---|---|
| 1. | Bajo | $4.960 |

[1] Articulo del Periódico El Colombiano: "*A Colinversiones le espera un Porvenir de megavatios*".
Fuente:
http://www.elcolombiano.com/BancoConocimiento/A/a_colinversiones_le_espera_un_porvenir_de_megavatios/a_colinversiones_le_espera_un_porvenir_de_megavatios.asp

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.

| | | |
|---|---|---|
| 2. | **Medio** | **$5.420** |
| 3. | Alto | $6.005 |

El modelo de valoración, como cualquier modelo de este tipo, posee algunas limitaciones, las cuales están representadas en primera instancia por la privacidad y confidencialidad de cifras, las cuales no fueron posibles constatar, con fuentes confiables. Dado esto, se opto por investigar el sector, y sacar "múltiplos", como por ejemplo, para modelar las inversiones en proyectos de generación de energía. Por otro lado, las cuentas de contratos y ventas de gasolina por contratos, es un rubro, casi imposible de modelar, pués aunque se tienen mínimas estimaciones y estadísticas, para el mediano y largo plazo, no se puede prever como serán estos comportamientos, de igual manera, se trabajo con estadísticas promedio del sector en Colombia y América Latina.

La valoración no se realizó por el método de valoración relativa o por múltiplos debido que para el caso de Celsia S.A. E.S.P. no es posible, pues no existe en el mercado empresas que cotizan en La Bolsa de Valores, que tenga las particularidades de esta empresa, esto se debe que Celsia opera tanto en el sector generación como de distribución de energía, mientras que las empresas que cotizan solo pertenece a uno solo no son mixtas como el caso de Celsia. Por lo que se hace difícil tener una métrica confiable con la cual comparar.

Los diferentes activos que se valoraron de forma individual fueron las siguientes empresas 1) Celsia S.A. E.S.P. (matriz), 2) Colinversiones Zona Franca y 3) EPSA. Para llegar a esa conclusión fue necesario descontar los flujos de caja resultante de los negocios de la generación, distribución y transmisión de energía eléctrica.

A continuación se presentan los resultados de la valoración de Celsia total y la valoración **de cada una de las compañías** con control y sus otros activos (Suramericana y Tablemac):

## I. Valoración Celsia Total

| Celsia | Valor Total | % Participacion | Valor Partipacion |
|---|---|---|---|
| Equity Value Celsia Matriz | 416.967 | 100% | 416.967 |
| Equity Value Coliversiones ZF | 870.721 | 100% | 870.721 |
| Equity Value EPSA | 4.604.668 | 50% | 2.302.794 |
| Otros activos | | | 313.695 |
| **Equity Value Celsia Matriz** | | | **3.904.177** |
| Numero acciones circulacion | | | 719.584.500 |
| Valor de la Accion COP | | | 5.420 |

***Fuente: Elaboración propia - Cálculos: analistas***

### Sensibilidad precio al WACC y Gradiente de Crecimiento

| WACC \ Gradiente de Crecimiento (g) | -1,0% | -0,5% | 0,0% | 0,5% | 1,0% |
|---|---|---|---|---|---|
| **-1,0%** | 5.512 | 5.739 | 6.005 | 6.321 | 6.703 |
| **-0,5%** | 5.215 | 5.436 | 5.694 | 5.999 | 6.367 |
| **0,0%** | 4.952 | 5.168 | 5.420 | 5.717 | 6.075 |
| **0,5%** | 4.718 | 4.930 | 5.177 | 5.468 | 5.818 |
| **1,0%** | 4.508 | 4.717 | 4.960 | 5.246 | 5.590 |

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.

*Fuente: Elaboración Propia*

## Sensibilidad precio de la acción al monto de Inversión

| USD/KW Instalado | % Var | Inversion total en USD | Precio | Rent. Esperadad |
|---|---|---|---|---|
| 2,000 | -20% | 933,400,000 | 5,788 | 21% |
| 2,250 | -10% | 1,050,075,000 | 5,604 | 17% |
| 2,500 | 0% | 1,166,750,000 | 5,420 | 13% |
| 2,750 | 10% | 1,283,425,000 | 5,235 | 9% |
| 3,000 | 20% | 1,400,100,000 | 5,051 | 5% |

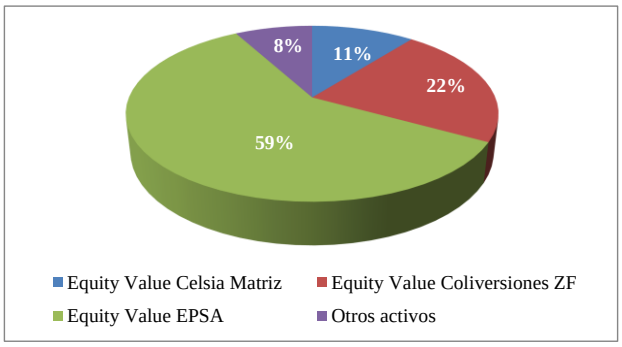
*Fuente: Elaboración Propia*

## Sensibilidad precio de la acción al precio de energía en bolsa

| Escen. de Precio Energia en Bolsa | Incremento | Valor Accion | Rentabilidad Esperada |
|---|---|---|---|
| Alto | +10% | 5.499 | 15% |
| Medio | 0% | 5.420 | 13% |
| Bajo | -10% | 5.340 | 11% |

*Fuente: Elaboración Propia*

## Descomposición del valor de la acción por activo




*Fuente: Elaboración Propia*

# Valoración por Activo

## I. Valoración Celsia Matriz

| | Miles COP |
|---|---|
| Firm Value | 944.295 |
| Deuda | 853.600 |
| Caja y Equivalentes | 326.272 |
| **Equity Value Celsia Matriz** | **416.967** |

## Sensibilidad Equity Celsia Matriz

| WACC \ Gradiente de Crecimiento | -1,0% | -0,5% | 0,0% | 0,5% | 1,0% |
|---|---|---|---|---|---|
| -1,0% | 189.523 | 298.114 | 425.356 | 576.504 | 758.997 |
| -0,5% | 186.393 | 294.485 | 421.142 | 571.596 | 753.250 |
| 0,0% | 183.292 | 290.889 | 416.967 | 566.733 | 747.555 |
| 0,5% | 180.219 | 287.327 | 412.830 | 561.914 | 741.913 |
| 1,0% | 177.174 | 283.796 | 408.731 | 557.139 | 736.322 |

*Fuente: Elaboración Propia*

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.

## I. Valoración Colinversiones Zona Franca

| | Miles COP |
|---|---|
| Firm Value | 1.175.045 |
| Deuda | 340.485 |
| Caja y Equivalentes | 36.161 |
| **Equity Value** | **870.721** |

### Sensibilidad Equity Colinversiones ZF

| WACC \ Gradiente de Crecimiento | -1,0% | -0,5% | 0,0% | 0,5% | 1,0% |
|---|---|---|---|---|---|
| -1,0% | 805.761 | 840.673 | 880.874 | 927.663 | 982.804 |
| -0,5% | 801.004 | 835.757 | 875.774 | 922.350 | 977.240 |
| 0,0% | 796.291 | 830.886 | 870.721 | 917.085 | 971.726 |
| 0,5% | 791.620 | 826.059 | 865.714 | 911.868 | 966.262 |
| 1,0% | 786.991 | 821.275 | 860.752 | 906.699 | 960.847 |

*Fuente: Elaboración Propia*

## II. Valoración EPSA

| | Miles COP |
|---|---|
| Firm Value | 5.000.648 |
| Deuda | 760.093 |
| Caja y Equivalentes | 364.113 |
| **Equity Value** | **4.604.668** |

### Sensibilidad Equity EPSA

| WACC \ Gradiente de Crecimiento | -1,0% | -0,5% | 0,0% | 0,5% | 1,0% |
|---|---|---|---|---|---|
| **-1,0%** | 5.322.383 | 5.362.247 | 5.410.322 | 5.469.436 | 5.543.886 |
| **-0,5%** | 4.910.356 | 4.942.435 | 4.980.504 | 5.026.415 | 5.082.869 |
| **0,0%** | 4.547.855 | 4.574.026 | 4.604.668 | 4.641.031 | 4.684.885 |
| **0,5%** | 4.226.744 | 4.248.348 | 4.273.352 | 4.302.627 | 4.337.368 |
| **1,0%** | 3.940.577 | 3.958.593 | 3.979.238 | 4.003.131 | 4.031.106 |

*Fuente: Elaboración Propia*

## Principales variables de la valoración

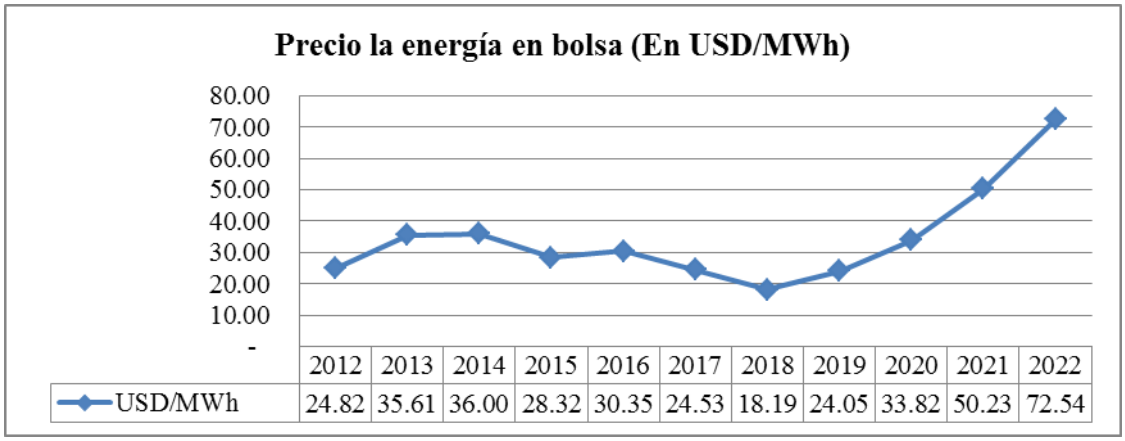
### Precio de Energía

Para la valoración de la empresa se empleó la proyección del precio en Bolsa (costo marginal) del "análisis energético de largo Plazo de XM", este se desarrolla con la herramienta de análisis software MPODE[2], en el cual se tiene en cuenta la demanda proyectada de Energía, la capacidad instalada actual y su potencial de generación, la expansión del sistema tanto a nivel de capacidad de generación de energía como el plan de expansión del sistema de transmisión, la restricciones del sistema, los precios y disponibilidad de los combustibles en Colombia (Gas, GNL, Carbón, Fuel Oil) y los intercambios eléctricos internacionales.

Para los precios de los contratos se empleó un 5% de incremento frente al precio de bolsa. A continuación se presenta la proyección del precio la energía en bolsa:

[2] MPODE (Modelo de planeación operativa dual estocástica) - Modelo dinámico estocástico de simulación de la operación del Sistema Interconectado Nacional (SIN).

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.




***En USD constantes de 2012***
***Fuente: XM - filial de la empresa ISA especializada en la Gestión Inteligente de Sistemas de Tiempo Real.***

Para fines comparativos se muestra el precio de la energía en otros países de la región en el año 2011:

| USD/MWh | Guatemala | Salvador | Panamá | Chile | Brasil |
|---|---|---|---|---|---|
| 31/12/2011 | 91,59 | 182,17 | 129,54 | 199,8 | 74,99 |

## Generación de Energía

Para la generación de cada una de las plantas se emplearon las proyecciones de generación del "Análisis energético de largo Plazo de XM[3]" para las plantas mayores, la plantas menores (inferior a 40 MW) se emplearon los factores de planta históricos y para los proyectos nuevos se emplearon factores de planta teóricos para las condiciones hidrológicas colombianas.

A continuación se presenta un cuadro con las principales plantas de Celsia y su proyección de generación de energía

- **Hidroeléctricas:**

| | ALTOANCHICAY | BAJOANCHICAY | CALIMA | PRADO | PRADO4 | SALVAJINA | CUCUANA | PORVERNIR II |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Año** | **GWh/Año** | **GWh/Año** | **GWh/Año** | **GWh/Año** | **GWh/Año** | **GWh/Año** | **GWh/Año** | **GWh/Año** |
| **2012** | 645,65 | 196,69 | 116,22 | 69,33 | 11,00 | 375,36 | - | - |
| **2013** | 1.422,66 | 429,15 | 256,50 | 194,53 | 22,12 | 987,40 | - | - |
| **2014** | 1.457,30 | 433,96 | 190,14 | 202,02 | 21,93 | 1.013,59 | 26,16 | - |
| **2015** | 1.448,69 | 428,97 | 168,48 | 187,89 | 21,61 | 1.036,66 | 341,69 | - |
| **2016** | 1.408,20 | 424,69 | 223,40 | 200,49 | 21,90 | 1.016,36 | 340,32 | - |
| **2017** | 1.398,23 | 424,15 | 193,41 | 203,45 | 22,08 | 1.003,80 | 341,95 | - |
| **2018** | 1.444,96 | 429,04 | 187,25 | 193,50 | 21,77 | 1.038,42 | 355,78 | 183,11 |
| **2019** | 1.452,92 | 430,72 | 198,73 | 197,30 | 21,65 | 1.089,97 | 348,40 | 2.233,30 |
| **2020** | 1.466,23 | 440,36 | 231,47 | 203,59 | 22,13 | 1.038,02 | 345,53 | 2.300,74 |
| **2021** | 1.484,67 | 448,38 | 214,36 | 199,22 | 22,49 | 1.057,77 | 351,21 | 2.303,35 |
| **2022** | 1.470,06 | 437,49 | 303,36 | 235,46 | 22,39 | 1.108,97 | 325,37 | 2.275,96 |

***Fuente: XM - filial de la empresa ISA especializada en la Gestión Inteligente de Sistemas de Tiempo Real.***

[3] XM: Es la filial de la empresa ISA especializada en la Gestión Inteligente de Sistemas de Tiempo Real. (http://www.xm.com.co/Pages/QuienesSomos.aspx)

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.

- **Térmicas:**

| | Zona Franca | Zona Franca | Celsia |
|---|---|---|---|
| | FLORES 1 | CC_FLORES4 | MERILECTRICA |
| **Año** | **GWh/año** | **GWh/año** | **GWh/año** |
| **2012** | - | 1.182,25 | - |
| **2013** | 40,26 | 2.772,24 | - |
| **2014** | 52,79 | 2.786,82 | - |
| **2015** | 31,46 | 2.759,05 | - |
| **2016** | 20,34 | 2.695,41 | - |
| **2017** | 36,47 | 2.718,20 | - |
| **2018** | 7,44 | 2.674,77 | - |
| **2019** | 16,16 | 2.683,36 | - |
| **2020** | 27,70 | 2.711,05 | 0,23 |
| **2021** | 64,63 | 2.797,17 | 0,74 |
| **2022** | 191,74 | 2.943,52 | 3,71 |

***Fuente: XM - filial de la empresa ISA especializada en la Gestión Inteligente de Sistemas de Tiempo Real.***

## Cargo por Confiabilidad

Es un esquema de remuneración que permite hacer viable la inversión en los recursos de generación eléctrica necesarios para garantizar de manera eficiente la atención de la demanda de energía en condiciones críticas de abastecimiento, a través de señales de largo plazo y la estabilización de los ingresos del generador[4].

| Energia Firme (MWh/Año) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Planta | | | | | | | | | |
| Merielectrica: | 1.403.940 | 1.243.103 | 1.243.103 | 1.403.940 | 1.403.940 | 1.403.940 | 1.403.940 | 1.403.940 | 1.403.940 |
| Porvenir II | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 827.994 | 827.994 | 827.994 |
| Flores I | 1.286.023 | 1.138.694 | 1.138.694 | 1.138.694 | 1.138.694 | 1.138.694 | 1.138.694 | 1.138.694 | 1.138.694 |
| Flores IV | 3.744.900 | 3.744.900 | 3.744.900 | 3.744.900 | 3.744.900 | 3.744.900 | 3.744.900 | 3.744.900 | 3.744.900 |
| Alban | 782.268 | 692.650 | 692.650 | 692.650 | 692.650 | 692.650 | 692.650 | 692.650 | 692.650 |
| Salvajina | 673.875 | 596.675 | 596.675 | 596.675 | 596.675 | 596.675 | 596.675 | 596.675 | 596.675 |
| Calima | 96.287 | 85.256 | 85.256 | 85.256 | 85.256 | 85.256 | 85.256 | 85.256 | 85.256 |
| Hidroprado | 67.740 | 59.980 | 59.980 | 59.980 | 59.980 | 59.980 | 59.980 | 59.980 | 59.980 |
| Cucuana | 0 | 0 | 136 | 137 | 137 | 137 | 137 | 137 | 137 |
| **Precio OFE (USD/MWh)** | **2012** | **2013** | **2014** | **2015** | **2016** | **2017** | **2018** | **2019** | **2020** |
| Planta | | | | | | | | | |
| Merielectrica: | 16,11 | 16,56 | 16,96 | 17,40 | 17,82 | 18,26 | 18,72 | 19,18 | 19,66 |
| Porvenir II | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 13,95 | 14,30 | 14,65 |
| Flores I y Flores IV | 16,11 | 16,56 | 16,96 | 17,40 | 17,82 | 18,26 | 18,72 | 18,36 | 18,82 |
| Alba, Calima, Prado, Salvajina | 16,11 | 16,56 | 16,96 | 17,40 | 17,82 | 18,26 | 18,72 | 19,18 | 19,66 |
| Cucuana | 0,00 | 0,00 | 16,96 | 17,40 | 17,82 | 18,26 | 18,72 | 19,18 | 19,66 |

Fuentes Obligaciones de Energía Firme. http://www.xm.com.co/Pages/ObligacionesdeEnergiaFirme.aspx

## Precio de Reconciliación Positiva de los Generadores Térmicos

Para efectos el precio de la reconciliación positiva de los generadores térmicos se emplearon las resolución de la CREG[5] N° 034 de 2001 y N° 084 de 2005.

## Proyección precios del gas y consumo

Para la proyección del precio del gas, se utilizaron los datos proyectados por la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME)[6], documento ***"Proyecciones de precios de gas natural y combustibles líquidos para generación eléctrica Febrero de 2012"***.

[4] **Documento:** "ABC del cargo por confiablidad".
http://www.xm.com.co/Promocin%20Primera%20Subasta%20de%20Energa%20Firme/abc2.pdf
[5] **CREG:** Comisión de Regulación de Energía y Gas – www.creg.gov.co
[6] **Unidad de Planeación Minero Energética - UPME:** www.upme.gov.co

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.

Para la proyección del consumo de gas, se tienen en cuenta el ***Heat Rate***[7] de las plantas térmicas reportadas por cada empresa para la asignación del cargo por confiabilidad - Circular CREG 011 de 2011.

**Inversión y entrada de operación de los proyectos**

Para el cálculo de la proyección de inversión se empleó un múltiplo de inversión de $2.500 USD/KW instalado, estos múltiplos se obtienen de información de mercado, de proyectos hidroeléctricos instalados a nivel mundial.

Celsia ejecutará inversiones cercanas a los $1.200 millones de USD para los próximos años; el mayor proyecto de la empresa actualmente es Porvenir II, el cual demandara inversiones cercanas a los $ 900 Millones de dólares (un 75% de los recursos del plan de inversiones).

| Proyecto | MW | USD | Entrada en Operacion |
|---|---|---|---|
| Porvenir II | 352 | 880.000.000 | 2.018 |
| San Andres | 20 | 49.750.000 | 2.015 |
| Bajo Tuluá | 20 | 49.750.000 | 2.012 |
| Alto Tuluá | 20 | 49.750.000 | 2.013 |
| Cucuana | 55 | 137.500.000 | 2.014 |
| **Total** | **467** | **1.166.750.000** | |

***Fuente: www.celsia.com - Elaboración Propia***

**Estimación del WACC**

Para la estimación del costo de patrimonio (Ke) se empleo la metodología del CAPM, a partir de la estructura financiera histórica de las tres compañías valoradas se estimó el costo promedio ponderado de capital (WACC). A continuación se muestran los resultados y las fuentes de los datos para cada una de ellas:

Resultados WACC

| | Celsia | EPSA | Coliversiones ZF |
|---|---|---|---|
| **WACC en COP** | **9,29%** | **9,32%** | **10,07%** |
| Ke | 10,4% | 10,1% | 11,4% |
| Kd (1) | 8,9% | 8,9% | 8,9% |
| | | | |
| **WACC USD** | **8,49%** | **8,50%** | **9,24%** |
| Ke en USD | 9,51% | 9,22% | 10,55% |
| Kd en USD | 8,00% | 8,00% | 8,00% |

Detalle parámetros para cálculo de costo de capital

[7] **Heat Rate**: *Eficiencia en el consumo de combustible por cada kilovatio hora (KWh) generado se da en medidas de: MBTU/KWh*

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.

| | Celsia | EPSA | Coliversiones ZF |
|---|---|---|---|
| **WACC en COP** | **9,29%** | **9,32%** | **10,07%** |
| Ke | 10,4% | 10,1% | 11,4% |
| Kd (1) | 8,9% | 8,9% | 8,9% |
| | | | |
| **WACC USD** | **8,49%** | **8,50%** | **9,24%** |
| Ke en USD | 9,51% | 9,22% | 10,55% |
| Kd en USD | 8,00% | 8,00% | 8,00% |
| | | | |
| Estructura Objetivo - D/(D+E) (2) | 24,6% | 18,6% | 35,1% |
| D/E | 32,6% | 22,9% | 54,0% |
| Tasa Impuesto de Renta (3) | 33,0% | 33,0% | 15,0% |
| Tasa Libre de Riesgo (4) | 2,7% | 2,7% | 2,7% |
| Riesgo Pais (5) | 1,6% | 1,6% | 1,6% |
| Prima por Riesgo del Mercado (6) | 6,7% | 6,7% | 6,7% |
| Devaluacion PPP Largo Plazo (7) | 0,8% | 0,8% | 0,8% |
| Beta Desapalancado (8) | 0,65 | 0,65 | 0,65 |
| Beta Apalancado | 0,79 | 0,75 | 0,95 |

(1) Tasas de Colocacion mercado Colombiano para empresas calificadas como AAA
(2) Estructura de Capital Promedio Ultimos 3 Años
(3) Coliversiones ZF tiene regimen de zoba franca donde el impuesto de renta 15%
(4) Yield to maturity de los bonos del Tesoro a 10 años (Promedio últimos 2 años).
(5) EMBI+ spot - Promedio 8 y 11 Julio 2011
(6) Prima de riesgo del mercado EEUU. Fuente: Ibbotson 1926-2009
(7) Se asume condiciones de paridad cambiaria
(8) Promedio ajustado del beta desapalancado del compañías sector energetico. Damodaran
***Fuente: Elaboración propia***

## DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

### 1. Historia, localización e infraestructura[8]

**CELSIA S.A. E.S.P**. con domicilio principal en la ciudad de Medellín-Colombia, representa el final de la transformación de la unidad de inversión escindida de la compañía de tabaco – COLTABACO - en el año 2001,quien a partir de allí se denominó Compañía Colombiana de Inversiones S.A. E.S.P. (Colinversiones), y que en Abril del presente año dio paso a lo que hoy conocemos como CELSIA S.A. ESP; con el fin de reflejar el cambio radical en la estrategia de la empresa, la cual desde el año 2007, ha sido direccionada a competir en el sector energético local colombiano e internacional. Según su presidente, Juan Guillermo Londoño Posada, el nuevo nombre de la sociedad, *"pretende reflejar los servicios que presta la compañía y los* ***cuatro negocios o eslabones*** *de la cadena eléctrica:* ***generación, transmisión, distribución y comercialización"***[9]**.**

Dando inicio a la ejecución de la nueva estrategia de la Compañía, desde el año 2007, se inició un proceso de compra de empresas que fueron identificadas como "claves", estas fueron: Colinversiones Zona Franca S.A E.S.P. (hoy Colinversiones ZF S.A. E.S.P.), Meriléctrica S.C.A. E.S.P., Generar S.A. E.S.P., Proyecto Hidromontañitas y la Empresa de Energía del Pacífico S.A., EPSA (50.01%). A su vez, y con el fin de seguir fortaleciéndose en el sector energético, actualmente se encuentra en fase de construcción la central Flores IV, la central Hidromontañitas, la central hidroeléctrica Cucuana, ubicada en Tolima, con una capacidad de 55 MW la cual se inició la construcción de sus obras el 17 de marzo de 2011.

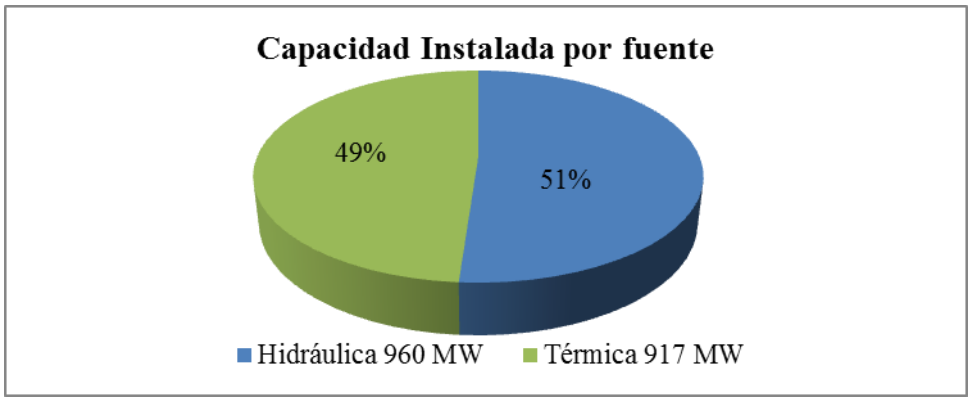
[8] http://www.celsia.com/site/Nuestraempresa.aspx
[9] **Fuente: Artículo Diario el Colombiano:**
**http://www.elcolombiano.com/BancoConocimiento/C/Celsia_se_renueva_y_busca_negocios/Celsia_se_renueva_y_busca_negocios.asp**

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.

Finalmente, en el año 2012, la empresa adquirió los derechos, diseños y estudios técnicos, financieros y ambientales del proyecto hidroeléctrico Porvenir II, el cual adelantó la sociedad Producción de Energía S.A.S, filial de Integral, sobre la central que debe estar lista para diciembre de 2018. Esta central que se localizará entre los municipios de San Carlos y Puerto Nare y que tendrá la capacidad de generar 352 MW, debe estar lista para el mes de diciembre de 2018. A su vez, ésta será la central más grande que hasta ahora haya construido Celsia.

Actualmente la empresa cuenta con un amplio portafolio energético que la ubica como el cuarto generador del país, con una capacidad de 1.878 megavatios (MW), en 17 centrales en operación, y 13 por ciento del mercado nacional; así como el quinto distribuidor de electricidad, a través de los más de 18.000 kilómetros de redes de su filial Empresa de Energía del Pacífico (Epsa).

**Grafico N°1. Capacidad Instalada por fuente de generación CELSIA S.A. E.S.P.**




***Fuente: Informe anual 2011 - ACOLGEN***

## 2. Análisis FODA: fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas

| Fortalezas | Oportunidades |
|---|---|
| • Sector con regulación estable que favorece la inversión (cargo por confiabilidad).<br>• Beneficios tributarios (Colinversiones Zona Franca)<br>• Diversificación de los ingresos por tipo de generación: térmica (49%) e hídrica (51%). | • Portafolio de proyectos dinámico. Sumando Porvenir II, hoy Celsia tiene 487 megavatios en construcción, junto a otros cinco proyectos que estarán listos entre 2012 y 2014: Alto y Bajo Tuluá (Valle), Cucuana (Tolima) e Hidromontañitas y San Andrés (Antioquia).<br>• Capacidad de financiamiento con la banca local, organismos multilaterales y mercado de capitales local. |

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.

| Amenazas | Debilidades |
|---|---|
| • Riesgo en la construcción de proyectos por el encarecimiento de los mismos, posibilidades de atrasos en la entrada en operación con obligaciones con el estado, por ejemplo: El Proyecto Porvenir II debe aportar por dos décadas una producción de 1,44 millones de megavatios-año de energía a partir del su entrada en operación 2018.<br><br>• Financiamiento: En un escenario de crisis de deuda internacional es posible que el costo de la deuda afecte a la compañía;<br><br>• Riesgos ambientales en el desarrollo de proyectos de generación de energía. Ejemplo de ello la suspensión del proyecto hidroeléctrico Porce IV de EPM.<br><br>• La presencia del fenómeno de la Niña, se puede traducir en bajos precios de la energía en Bolsa. | • No ha desarrollado proyectos hidroeléctricos ***Greenfield*** de gran capacidad instalada. Todas sus plantas mayores han sido adquiridas en operación. Solo ha desarrollado pequeñas centrales hidroeléctricas de menos de 20 MW;<br><br>• Solo enfocados en Colombia, no ha tenido experiencias exitosas de inversiones en el exterior. |

## 3. Servicios[10]

- **Generación de Energía:** Consiste en aprovechar la fuerza del agua, el poder calorífico de los combustibles, el viento entre otros transformándolos energía..
- **Transmisión de Energía:** Consiste en transportar la energía desde las centrales de generación hasta los centros de consumo. Sistema de Transporte nacional (STN).
- **Distribución de Energía:** Consiste en el transporte de energía eléctrica desde donde el punto donde el STN la entrega hasta las instalaciones del consumidor final.

[10] http://www.creg.gov.co/html/i_portals/index.php?p_origin=internal&p_name=content&p_id=MI-55&p_options=

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.

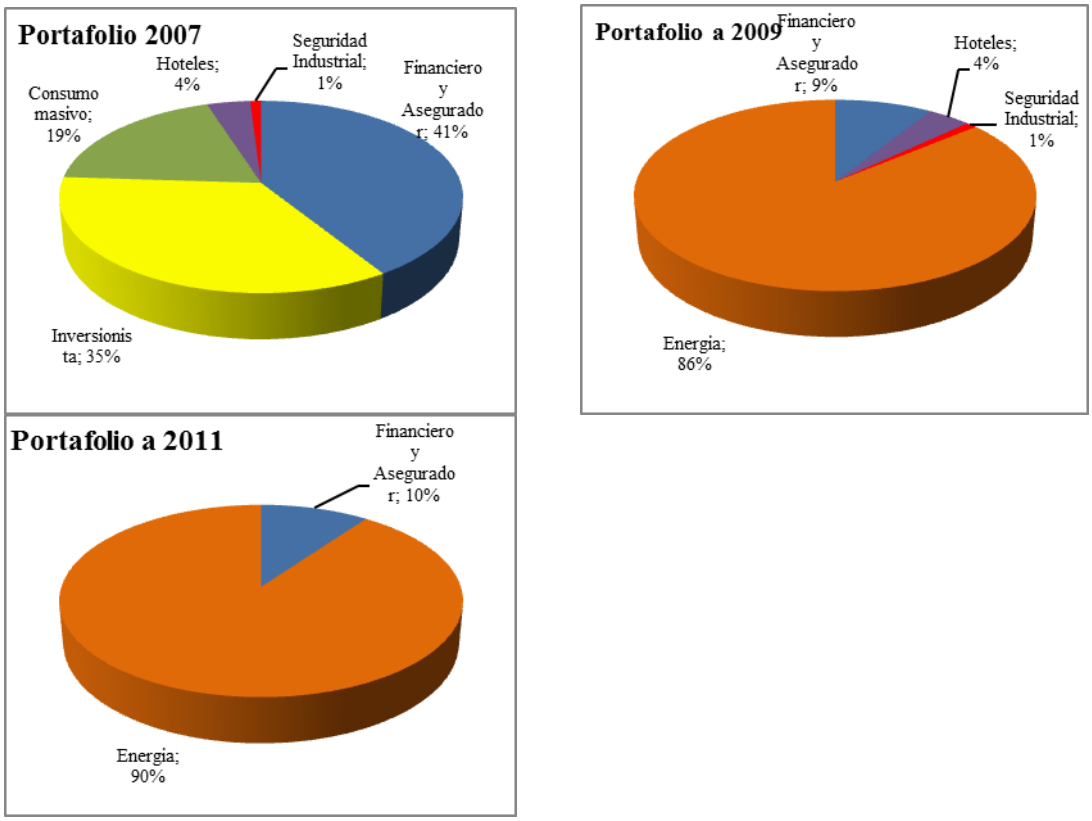
- **Comercialización de Energía:** Se refiere a la compra de grandes cantidades de energía a los generadores para venderla a los usuarios u otras empresas del sector.

## 4. Estrategia

Después de casi una década como una compañía administradora de inversiones, de la mano de COLTABACO, la Compañía Colombiana de Inversiones S.A., decide dos años después de la compra de COLTABACO por parte de Philips Morris, y de la salida de su ex presidente, asumir un nuevo reto de inversión y administración de activos, focalizados ya no en inversiones diversificadas o multisectoriales, si no, enfocándose en inversiones no tan fluctuantes, en las cuales se pudiesen obtener sinergias importantes y ser agentes mayoritarios con control de administración. Es así entonces, como la estrategia de inversión se focaliza, en el macro sector de la Energía.

El Gráfico N°3, resume la estrategia adoptada por la Compañía, donde se observa como durante el año 2007 su portafolio de inversiones era altamente diversificado, en sectores como consumo masivo, hotelero, financiero, entre otros. A partir del año 2008, inicia el proceso de inversión en el nuevo macro sector de energía, con una participación en el total de activos de la empresa del 46% para este año, hasta llegar en el año 2011, a un 90% de estos.

**Grafico No.3 Evolución portafolio de activos por sector**




***Elaboración Propia - Fuente: Informes de Gestión 2007 -2011***

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.

## 5. Proyectos en Desarrollo

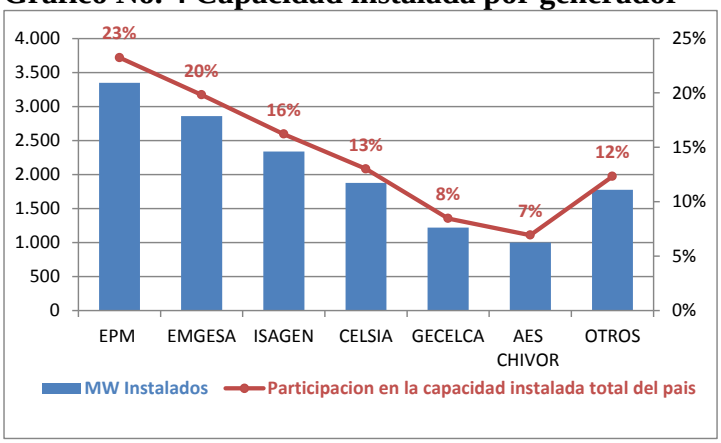
- **Porvenir II:** Proyecto Hidroeléctrico ubicado en el departamento de Antioquia, con potencia instalada de 352 MW.
- **San Andrés:** Proyecto Hidroeléctrico ubicado en el departamento de Antioquia, con potencia instalada de 20 MW.
- **Cucuana:** Proyecto Hidroeléctrico ubicado en el departamento del Tolima, con potencia instalada de 55 MW, la cual inició construcción el 17 de Marzo de 2011.
- **Bajo Tuluá:** Proyecto Hidroeléctrico ubicado en el departamento del Valle del Cauca, con potencia instalado de 20 MW.
- **Alto Tuluá:** Proyecto Hidroeléctrico ubicado en el departamento del Valle del Cauca, con potencia instalada de 19.9 MW.

## 6. Análisis de los Competidores

La estructura de mercado del sector de la generación de energía eléctrica en Colombia es de competencia; sin embargo, existen algunas barreras de entrada, como son: la Ley 142 de 1994 y Ley 143 de 1994, la cual establece que como máximo un agente generador puede disponer o controlar hasta un máximo del 25% de la capacidad instalada del país. Adicionalmente, existen barreras de entrada naturales, ya que ameritan altas inversiones iniciales en el caso de las hidráulicas, y en las térmicas menores inversiones iniciales pero unos altos costos de mantenimiento. En ambos casos no hay fácil movilidad de recursos, convirtiéndose esto en una barrera de salida al mismo tiempo. En la estructura del mercado del sector de la distribución y transmisión de energía eléctrica en Colombia, donde también participa Celsia, es de monopolio, sin embargo, los cargos son regulados y establecidos por la comisión de regulación de energía y gas (CREG).

Actualmente la capacidad instalada del país es de 14.420 MW. El principal generador del país por capacidad instalada es Empresas Públicas de Medellín (EPM), con un 23% del total del país, Celsia se encuentra en el cuarto lugar del país con 13% del total de la capacidad instalada (1877 MW).

**Grafico No. 4 Capacidad instalada por generador**




*Elaboración propia - Fuente datos: XM*

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.

## DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

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

**Remuneración:**

De acuerdo a la reunión ordinaria de la asamblea de accionistas del 22 de marzo del año 2011, la remuneración a los miembros de la junta directiva para el periodo 2011 y 2012 será de $2.500.000 mensuales. Adicionalmente, la sociedad cuenta con comités de apoyo directivo, cuyos miembros tienen una remuneración de $1.000.000 por sesión asistida, finalmente de acuerdo al informe de gestión 2011, los salarios y otros pagos laborales representaron $2.0991.963.000 pesos colombianos (Aproximadamente U$1.130.790 aproximadamente) a representantes legales de la compañía.

### 2. Gestión de Entrenamiento: Trayectoria de la alta gerencia en cuanto a formación y experiencia

**Junta Directiva:**

- **José Alberto Vélez Cadavid,** Ingeniero Administrativo, Máster of Science en Ingeniería (U. California); Presidente Inversiones y Cementos Argos S.A.
- **Gonzalo Alberto Pérez Rojas,** Abogado, especialista en Seguros; Presidente de Suramericana S.A.
- **Juan David Uribe Correa,** Licenciado en Filosofía y Teología, Máster en Literatura y Cultura Latinoamericana; Vicepresidente Regional de Cementos Argos S.A.
- **Alberto Gómez Ramírez,** Abogado, ex presidente Conavi S.A.
- **Ángela María Orozco Gómez,** Doctora en Ciencias Jurídicos y Socioeconómicas, Máster en Jurisprudencia, Especialista en Derecho Económico; Socia R&O Internacional Strategy Consultants – Consultora Internacional, Ex Ministra de Comercio Exterior.
- **Juan Benavides Estévez-Bretón,** Ingeniero Eléctrico, Especialista en Gestión de Sistemas Energéticos, Especialista en Matemáticas Avanzadas, PhD. En Economía Minera; Profesor Asociado de la Universidad de los Andes.
- **Manuel Ignacio Dussan Villaveces,** Ingeniero Eléctrico, Magister en Ingeniería Eléctrica, Consultor independiente del Banco Mundial y del Banco Interamericano de Desarrollo en Latinoamérica**.**

**Presidente de la Compañía:**

- **Juan Guillermo Londoño Posada,** Administrador de Negocios.

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.

**Grafico N°5 Organigrama de la empresa**

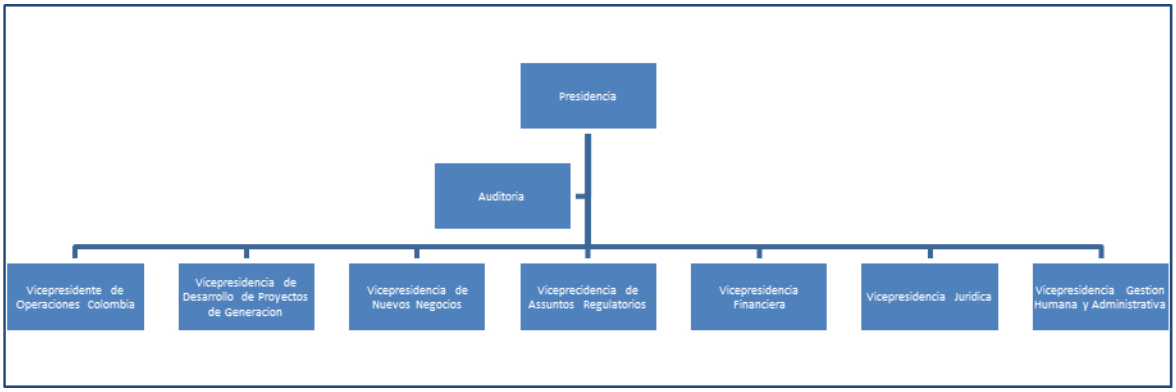



*Gráfico N°5. Elaboración Propia*

3. **Posibles planes de sucesión (Gestión de profundidad)**
   Actualmente no se conocen planes de sucesión

4. **Independencia en la Administración**

De acuerdo a los estatutos de la sociedad y a lo visto en la práctica por la sociedad, ésta cuenta con autonomía jurídica, financiera y operacional, lo cual permite que de manera dinámica se trabaje en el logro de los objetivos del plan de negocios.

5. **Análisis del Gobierno Corporativo**

Teniendo presente que Celsia es un emisor de valores, la compañía ha adoptado y aplicado medidas de buen gobierno corporativo que rigen el actual diario de los directivos, administradores y colaboradores de la sociedad. La estructura del gobierno corporativo de la compañía está conformada por la Asamblea general de accionistas, la Junta Directiva y Comité de Buen Gobierno. Entre las prácticas de buen gobierno se encuentran: incorporación de disposiciones de gobierno corporativo en los estatutos sociales de la compañía acogiendo recomendaciones del código país, las reglas de conducta para la Junta Directiva y los colaboradores de la compañía, la Línea de Transparencia, Conflictos de Interés.

6. **Desempeño Financiero histórico: Comprende la estimación de las variables financieras más importantes, que permitan entender el negocio**

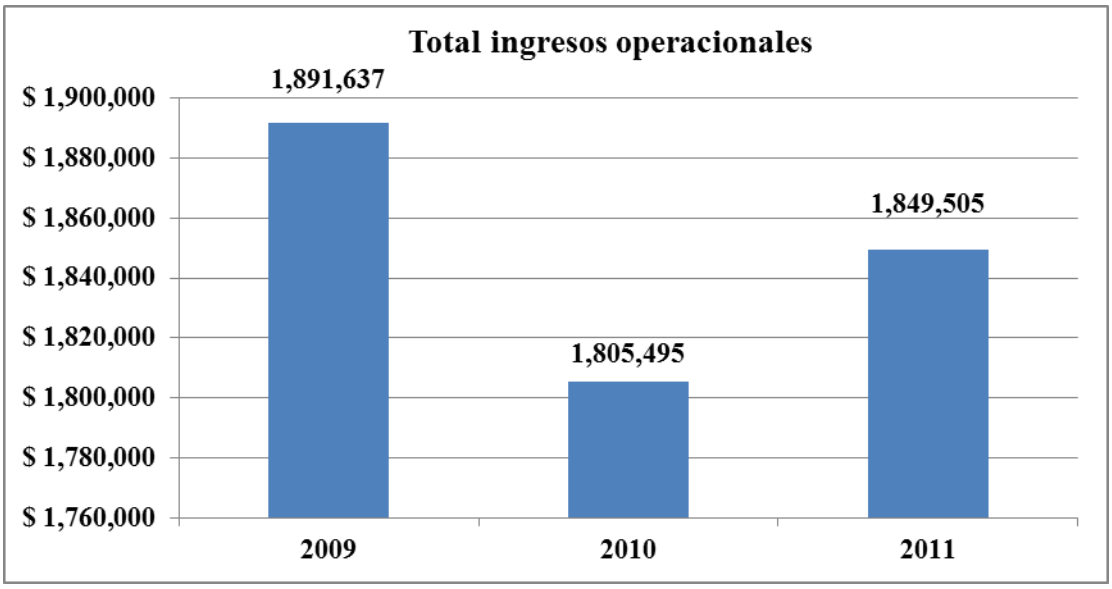
- **INGRESOS**

Los ingresos consolidados de Celsia alcanzaron durante el último año (2011): $1,8 billones de pesos, los cuales representan un crecimiento del 2,4% frente al año 2010.

En términos de generación de energía, la compañía generó 5,951 GWh. Durante el año 2009, los altos montos de ingresos operacionales, están explicados por las desinversiones en: Colombiana Kimberly, Grupo Sura, Cementos e inversiones Argos, entre otras.

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.

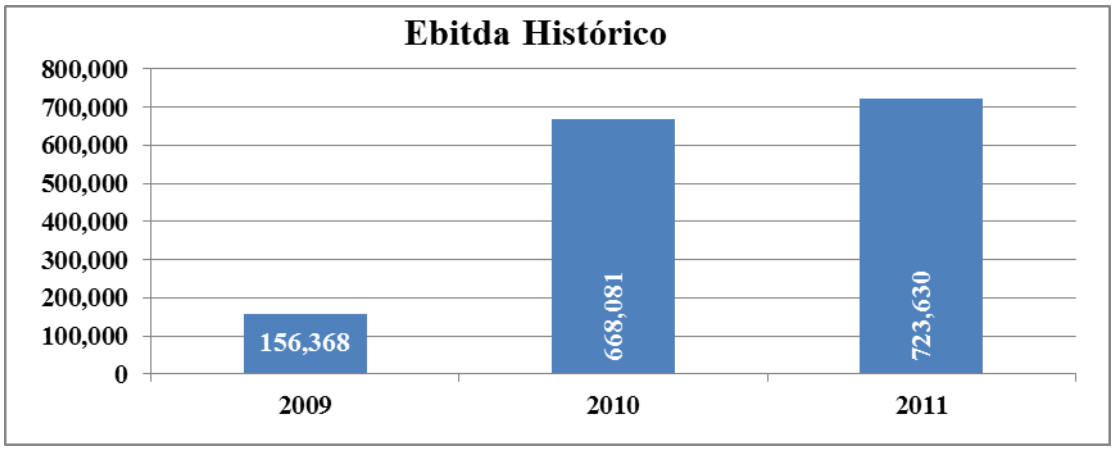
**Grafica N° 6 - Ingresos (En Miles de COP $)**




***Elaboración Propia – Fuente: Estados Financieros de la Compañía***

El EBITDA consolidado para el período 2011, superó los $ 720 mil millones de pesos, el margen EBITDA, se incrementó de 37% a un 39,13%, esto explicado por la entrada en operación Amaime y Flores IV.

**Grafica N°7: EBITDA EN MILES DE COP $**



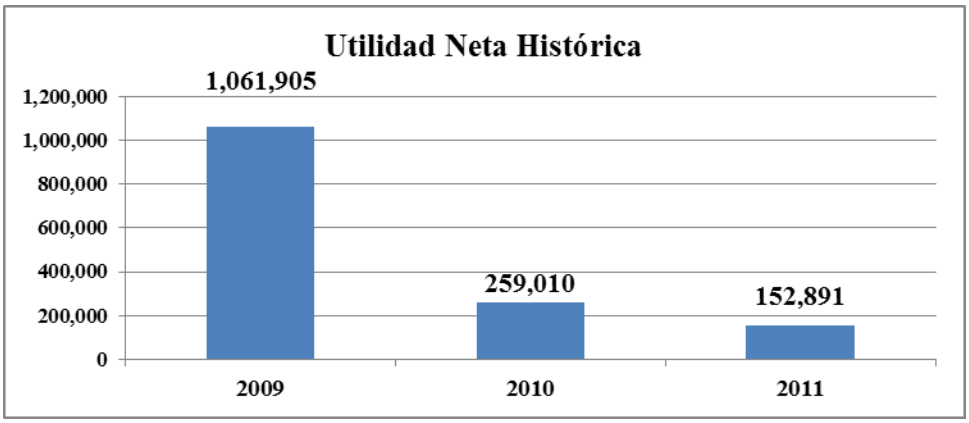

***Elaboración Propia – Fuente: Estados Financieros de la Compañía***

**Nota:** El EBITDA del año 2009, no incluye la venta de inversiones, la cual era registrada como ingresos operativos, por la actividad a la cual se dedicaba anteriormente la compañía.(COMPAÑÍA COLOMBIANA DE INVERSIONES S.A.)

Durante el año 2009, la utilidad neta reflejó la desinversión en los activos antes mencionados. A partir del periodo 2010, se observa la utilidad neta del nuevo foco estratégico. Del año 2010 a 2011, se presenta una disminución de dicha utilidad pues los ingresos no operacionales extraordinarios se realizaron en el 2010 y no en 2011.

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.

**Grafica No 8: Utilidad Neta**




***Elaboración Propia – Fuente: Estados Financieros de la Compañía***

**INDICADORES FINANCIEROS**

| Indicadores | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|
| Nivel de Endeudamiento | 37% | 38% | 40% |
| ROI | 34,4% | 8,7% | 8,6% |
| ROE | 46,3% | 9,6% | 5,8% |
| Capital de Trabajo | 308.789 | 464.511 | 527.564 |
| Deuda/EBITDA | 7,10 | 1,86 | 1,73 |

***Elaboración Propia***

Para el año 2011, el indicador ROE se encuentra por debajo del ROI debido a que Celsia matriz obtuvo el control de la empresa Epsa, los dividendos recibidos, se registran con cargo a la inversión (Balance General), por lo tanto su utilidad antes de impuestos, se vio afectada por este movimiento.

Durante el año 2009 se presentan las mayores rentabilidades de los periodos analizados, sustentadas en las desinversiones realizadas, de acuerdo a su nueva estrategia corporativa, la cual fue focalizarse en el sector energético, como se observa en la gráfica N°3: "Evolución de los Activos de CELSIA". De allí en adelante, la rentabilidad del activo se ubica en un promedio del 9%.

El nivel de endeudamiento de la Compañía, pasa del 37% en el año 2009 al 39% en el 2011, esto es el reflejo de los planes de expansión (nuevos proyectos) que se ha embarcado la compañía.

Sin embargo, aunque el nivel de endeudamiento crece, el indicador Deuda/ EBITDA que presenta CELSIA, mejoró significativamente, pasando de 7,10 veces en el 2009, a un promedio de 1,8 veces Ebitda en los años posteriores, lo que tiene relación con el crecimiento del EBITDA mencionado anteriormente, pues este creció a una tasa del 8% en el último año, mientras que la deuda aumentos solamente en un 1%. En la medida que este indicador disminuye, representa un menor perfil de riesgo, pues por ejemplo, las calificadoras internacionales, recomiendan que se ubique por debajo de 2,9 veces para otorgar calificaciones de riesgo de AA en adelante. Lo que quiere decir que Celsia tiene un perfil de deuda baja, permitiendo que la misma tenga capacidad de deuda hacia adelante.

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.

## ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

1. **Tamaño de la industria. Estructura, fuentes de creación de valor.**

En 2011 la generación de energía eléctrica en Colombia fue de 57.150 GWh, 1,8% por encima de la registrada en 2010 (56.148 GWh). Esta evolución positiva se debió principalmente al incremento en la demanda. La generación, como se puede apreciar en el siguiente cuadro, el componente hidráulico, continúa siendo la principal fuente de generación de energía al país.

| **Por tipo de recurso** | | |
|---|---|---|
| Hidráulicos | 9.718 | 67% |
| Térmicos | 4.629 | 32% |
| Eólica | 18 | 0,1% |
| Cogeneradores | 55 | 0,4% |
| **Total** | **14.420** | **100%** |

***Fuente: ACOLGEN – Asociación colombiana de Generadores de Energía***

Dentro de las **fuentes de creación de valor** de la industria se encuentran:

- Eficiencia operativa.
- Construcción de proyectos ajustados a los planes (entra en operación a tiempo, costos de construcción ajustados a lo planeados – reajustes y contingencias ajustados)
- Negociación de contratos de venta de energía en el largo plazo que garanticen la estabilidad y certeza del flujo de caja de la compañía. Una política comercial adecuada, un nivel adecuado de exposición a los precio de bolsa.
- Amplias fuentes de financiación
- Adecuado manejo ambiental (manejo de la cuenca y de los recursos hídricos)

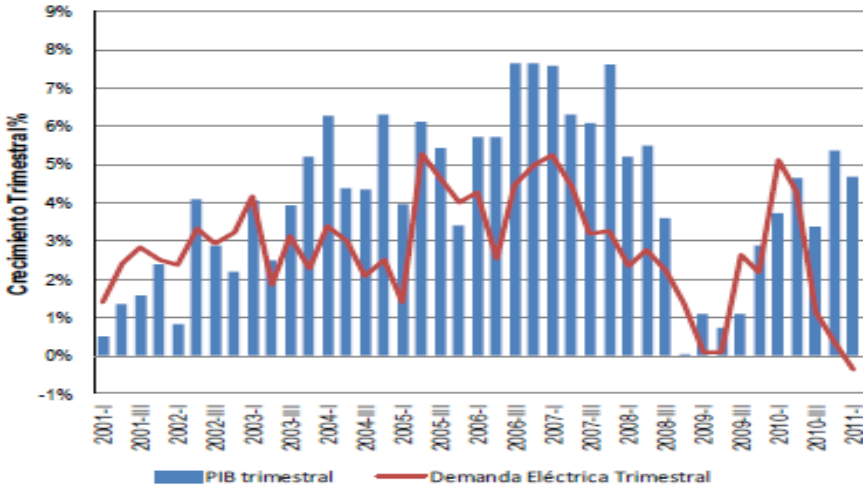
En cuanto al sector **de distribución y comercialización de energía**, los principales agentes son:

- **EPM**
- **CODENSA**
- **EMCALI**
- **ELECTRICARIBE**

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.

2. **Factores macroeconómicos que influyen sobre la industria.**

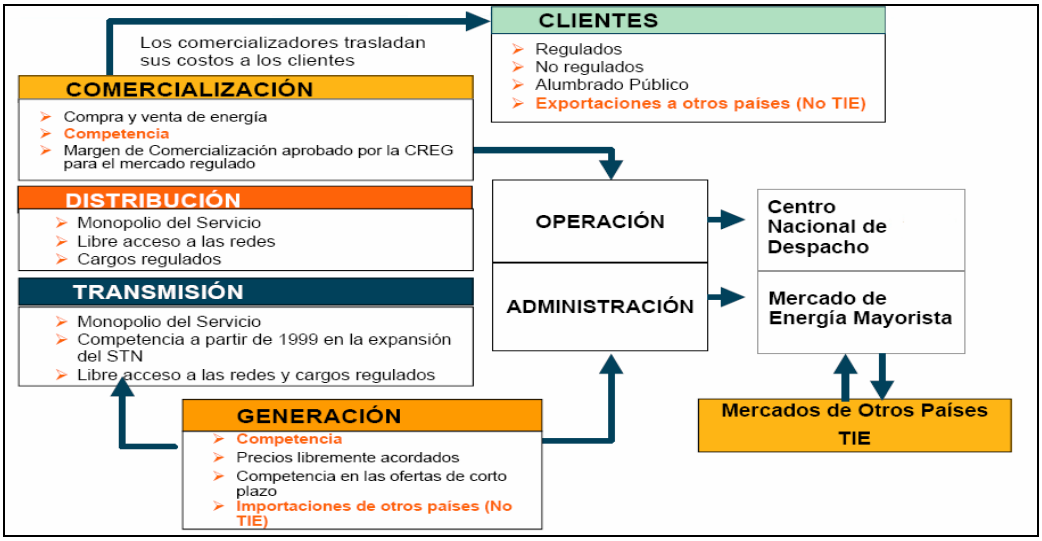
- **PIB:** existe una alta relación entre el crecimiento de la demanda de la energía y el crecimiento de la economía en general.




Fuente DANE, XM.

- **Tasa de cambio:** En la generación térmica los costos del suministro del combustible y transporte, específicamente el gas, se dan en dólares por lo tanto la tasa de cambio influye el precio de éste y por lo tanto el costo de la energía. En la construcción de proyectos tanto hidroeléctricos como térmicos estos tienen un alto impacto, pues por ejemplo, los equipos electromecánicos son importados, por lo tanto su costo final estará atado a la fluctuación de la divisa.
- **IPP:** dentro del sector energético es habitual indexar lo precios de la energía en contratos a la fluctuación del índice de precios al productor.
- **IPC:** los costos y gastos operativos están atados a la variación del índice de precios por lo tanto su fluctuación por incidir en los resultados de la compañía.

3. **Sector energético colombiano como industria regulada**




*Fuente: XM – www.xm.com.co*

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.

4. **Determinantes del precio**

**Formación de los precios de la energía - Sector Generación**

*"La Bolsa de Energía es una figura comercial tipo subasta en sobre cerrado, la cual toma las ofertas de precio y declaración de disponibilidad, hora a hora de cada recurso de generación y establece un programa diario de generaciones, igualmente, hora a hora. Al inicio de todos los días, en forma confidencial, cada agente generador hace una oferta de precio (en $/MWh) y la declaración de disponibilidad (en MW) de cada uno de sus recursos de generación. Se presenta una única oferta para las 24 horas del día siguiente.*

*...el Precio de Bolsa, es el precio de oferta del último recurso de generación no-inflexible requerido para atender la demanda real hora a hora; y es con este precio que se realiza la liquidación de las transacciones realizadas por los agentes (Cano 2004)."* [11]

**Estructura tarifa sector distribución - comercialización**

"La identificación del costo del servicio y el precio que se cobra a los distintos usuarios (tarifas) se denomina estructura tarifaria. El costo del servicio es el resultado de agregar los costos de cada una de las etapas (producción, transmisión, distribución, comercialización y administración).

$$CU = CUf + CUv \quad \text{Con} \quad CUv = G + T + D + Cv + PR + R$$

El Costo Unitario de Prestación del Servicio (CU) es un costo económico eficiente que resulta de agregar los costos de las actividades de Generación, Transmisión, Distribución, Comercialización y otros costos relacionados con la operación y administración del sistema interconectado nacional, donde:

- **CUf =** Costo base de comercialización que remunera los costos fijos de la actividad de comercialización. Este costo es igual a cero (0) hasta que se expida la metodología para la remuneración de la actividad de Comercialización para el próximo período Tarifario.
- **CUv =** Componente variable del Costo Unitario de Prestación del Servicio.
- **G =** Corresponde al costo de compra de energía por parte del comercializador y representa el costo de producción de energía, independientemente del sitio donde sea generada.
- **T =** Con este valor se paga el transporte de energía desde las plantas de generación hasta las redes regionales de transmisión.
- **D =** Valor que se paga por transportar la energía desde las subestaciones del Sistema de Transmisión Nacional hasta el usuario final.
- **Cv** = Remunera el margen de comercializar la energía e incluye los costos variables de la actividad de comercialización, asociados con la atención de los usuarios tales como facturación, lectura, atención, reclamos, etc.
- **PR =** Costos de pérdidas de energía, transporte y reducción de las mismas.

[11] *Análisis de series de tiempo para la predicción de los precios de la energía en la bolsa de Colombia. Sergio Botero Botero y Jovan Alfonso Cano Cano.*

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.

- **R =** Costos por restricciones y servicios asociados con la generación."[12]

## RIESGOS DE INVERSIÓN

- ***Riesgo de Mercado (nacional e internacional, precio):*** *En el Mercado de Energía Mayorista- MEM, las particularidades geográficas, climáticas y de generación del país hacen que el precio de la energía eléctrica presente oscilaciones diarias que en algunos casos superan el 7%, lo que conlleva a un escenario complejo para la administración de las compañías de generación y comercialización de energía. Para mitigarla y poder dar certeza y estabilidad a los flujos de caja de la compañía estas realizan contratos de largo plazo (Contrato tipo Forward) para la venta de la misma.*[13]

- **Riesgo de tipo de cambio:** Los contratos de gas para la generación con sus generadoras térmicas son en dólares, para mitigarlo el costo marginal de la energía (precio de bolsa) y precio de los contratos debe cubrir sus costos variables de operación.

- **Riesgo de escasez de recursos naturales (Producto):** En el caso de la generación hidroeléctrica el agua es el recurso más preciado, De acuerdo con la resolución CREG 055 de 1994 Artículo 6 – Ofertas de precio en la bolsa de energía:
  Para plantas hidroeléctricas: Precio de oferta = costo de oportunidad (valor de agua) + costos de operación y mantenimiento variable + Utilidades
  Por lo tanto el adecuado manejo de la cuenca hidrográfica es de vital importancia para las empresas del sector energía que cuenta con generación hidráulica. Esto se contrarresta con adecuado planes de manejo ambiental

- **Riesgo Operativo:** Daño de los equipos de generación y distribución de Energía. Se mitiga con adecuados planes de mantenimiento preventivo. Capacitación constante al personal.

  En el desarrollo de nuevos proyectos en los últimos años, se ha presentado una diferencia sustancial en los censos iniciales de la población afectada por dichos proyectos, versus los censos finales de los afectados para indemnización, esto puede limitar la capacidad futura de generación, toda vez que puede generar el aborto de grandes proyectos como Porce IV de Empresas Públicas de Medellín. Para mitigarlo consideramos que aún no existen herramientas suficientes que permitan mitigar este riesgo, a excepción del acompañamiento permanente de la fuerza pública en las áreas de influencia de los proyectos, hace falta una regulación más fuerte en esta materia.

- **Riesgo Financiero:** Entre los años 2011 y 2013 la compañía ha venido desarrollando y tiene previsto el ingreso de proyectos que aumenten en más de 650 MW, para el desarrollo de este tipo de proyectos (de largo plazo), existe dependencia del financiamiento de largo plazo, lo cual implica financiamiento con la banca, organismos multilaterales o mercado de capitales; las condiciones actuales como las crisis en Europa, entre otros, puede comprometer los recursos necesarios para el desarrollo de los proyectos, por lo cual lo consideramos como un posible riesgo.

---

[12] *CREG. Comisión de regulación de energía y gas. www.creg.com.co*

[13] ***Articulo Periódico Portafolio. "Cuidado con el riesgo en el mercado eléctrico". http://www.portafolio.co/detalle_archivo/MAM-4339497***

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.

- **El Riesgo de Regulación**: se encuentra muy presente en todos los sectores que apuestan a largo plazo, este se brinda por la probabilidad que las reglas de juego jurídicas, económicas y/o financieras puedan ser cambiadas por el gobierno durante la ejecución de la operación de un negocio en particular, en este caso la energía, que es el sector donde se ubica nuestra compañía objeto de estudio.

## VISITA A LA EMPRESA

La reunión de presentación y aclaración de inquietudes fue llevada a cabo el miércoles 8 de Agosto con el Vicepresidente Financiero de Celsia, Esteban Piedrahita Montoya; en dicha reunión se explicó y aclaró la evolución de la compañía, haciendo énfasis en el desarrollo de los proyectos y su estado en la ejecución de obras e hitos de construcción; proyectos como Porvenir II, Alto y Bajo Tuluá, que pesan mucho en el valor final de la compañía.

Se aclararon inquietudes acerca de los rangos que manejamos en los montos de inversión de los proyectos, la operación comercial de Celsia, se aclaró la operación comercial con Termovalle[14], y el contrato PPA (Power Purchase Agreement) que fue terminado anticipadamente, pero que no tienen mayores efectos en el valor de la compañía.

## ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

1. **Principales accionistas**
   Los principales accionistas de CELSIA S.A. E.S.P, a abril 30 de 2012, son los siguientes:

| Composición Accionaria CELSIA S.A. E.S.P. | |
|---|---|
| ACCIONISTA | PARTICIPACIÓN ACCIONARIA |
| Grupo Argos | 50,05% |
| Otros Fondos de Pensiones y Censantías | 23,78% |
| Protección | 10,56% |
| Personas Naturales | 9,78% |
| Personas Jurídicas | 4,94% |
| Accionistas Extranjeros | 0,53% |
| Grupo Sura | 0,35% |
| TOTAL | 100,00% |

*Fuente: www.Celsia.com/inversionistas*

De igual manera, al tener Celsia S.A. E.S.P. el 50,02% de participación dentro de la Empresa de Energía del Pacifico – EPSA S.A. E.S.P., es importante, conocer la composición accionaria de ésta última, la cual se muestra a continuación:

[14] Termovalle: Generadora térmica ubicada en la ciudad de Cali-Colombia y con un tamaño de generación de 199 MW de gas de ciclo combinado.

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.

**Composición Accionaria EPSA S.A. E.S.P.**

| ACCIONISTA | PARTICIPACIÓN ACCIONARIA |
|---|---|
| CELSIA | 50,02% |
| Emcali | 18,02% |
| CVC | 15,88% |
| Grupo Argos | 11,86% |
| Minoritarios | 2,26% |
| Bancolombia | 1,96% |
| TOTAL | 100,00% |

## 2. Liquidez accionaria

La Bolsa de Valores de Colombia, califica a la acción de Celsia como de "Alta" liquidez. Esta acción, tiene una participación del 0,574% dentro del IGBC y no tiene participación dentro del índice COLCAP ni el COL20, todos índices de la Bolsa de Valores de Colombia.

• Resumen del mercado - Compraventas — Ver detalles
• Operaciones de Compraventa — Ver detalles
• Características de la Acción — cerrar

| | | | |
|---|---|---|---|
| Nemotécnico: | CELSIA | Liquidez: | Alta |
| Estado: | Activo | Valor nominal: | 0.25 |
| Condición mercado: | Libre | Precio base: | 4900.0 |
| En circulación: | 719.584.500 | Precio mínimo: | 4620.0 |
| Código Supervalores: | COT60PAAO005 | Precio máximo: | 5150.0 |
| ISIN: | COT60PA00012 | Dividendos: | Se declara un dividendo de 90 pesos anuales pagado en cuatro cuotas: abril, julio, octubre de 2012 y enero 2013 entre los dias 14 y 25 de los respectivos meses. |
| QTOBIN: | 0 | RPG: | 0 |

• Información del Emisor — Ver detalles

***Fuente:*** ***http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/home/mercados/enlinea/acciones***

## 3. Libre flotación

Es una acción de libre flotación, toda vez que la regulación de su precio, está dada solamente por la Bolsa de Valores de Colombia y sus condiciones de variación diaria permitida. El porcentaje flotante es de 49%.

A continuación se muestra el comportamiento histórico de la acción, comparando con el índice COLCAP, COL20 e IGBC.

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.

## EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

***Fuente:*** ***http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/indicesbursatiles?action=dummy***

1. **Supuestos de Operación**

- **Ventas estimadas**

  Las ventas de las compañías (Celsia, EPSA y Colinversiones Zona Franca), se estimaron de acuerdo a las proyecciones de energía producida para cada una sus plantas de generación tanto hidráulicas como térmicas y el precio en bolsa del megavatio por hora, publicados por la empresa XM[15], en sus proyecciones de largo plazo de la Demanda del Sistema de Interconexión Nacional (SIN), las cuales son resultado de las simulaciones realizadas en el software MPODE[16], para los periodos 2012 – 2023.

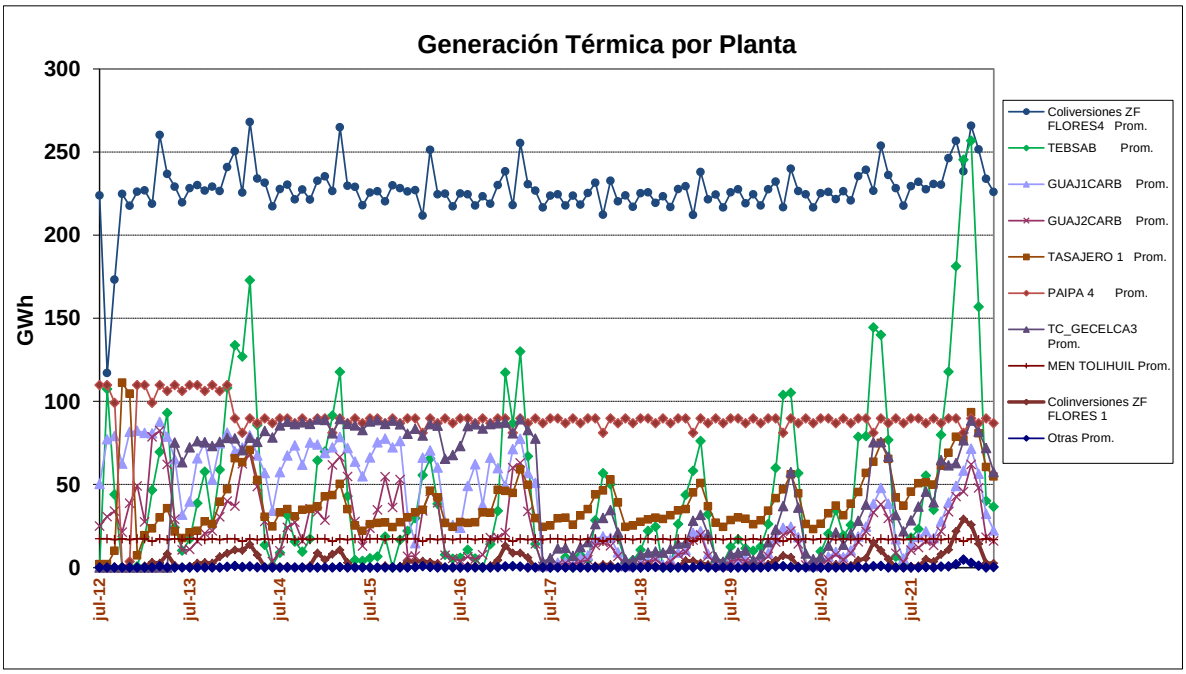
  A continuación se muestran, por ejemplo, las proyecciones de generación térmica por cada una de las plantas de Colombia.

***Generación Térmica por Planta desde 2012 hasta 2021***

[15] XM: Es la filial de la empresa ISA especializada en la Gestión Inteligente de Sistemas de Tiempo Real. (http://www.xm.com.co/Pages/QuienesSomos.aspx)

[16] . MPODE (Modelo de planeación operativa dual estocástica) - Modelo dinámico estocástico de simulación de la operación del Sistema Interconectado Nacional (SIN).

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.




***Fuente:*** *http://www.xm.com.co/Pages/AnalisisEnergeticodeLargoPlazoMPODE.aspx*

Las ventas, corresponden a la prestación de servicios de energía eléctrica, las cuales representan más del 80% de la composición total de los ingresos de las compañías. Otros ingresos, tales como venta de combustibles, ventas de energía en contratos y los cargos por confiabilidad, fueron estimados de acuerdo a las participaciones históricas de estos rubros dentro del total de ingresos de cada una las compañías, toda vez que el componente principal de éstos es, como se describió anteriormente, la venta de energía eléctrica.

- **Costo de la mercancía vendida**
  Los costos de la mercancía vendida en este tipo de empresas, son denominados como **"Costos de Administración, Operación y Mantenimiento (AOM)".** Dichos costos están compuestos por: compras de gas, compras de energía en Bolsa, consumo de gas natural, transporte de gas natural, mantenimientos, seguros y gastos de administración.

## 2. Supuestos de Inversión

- **CAPEX**
  La empresa, debido a su plan de expansión y posicionamiento en el sector energético colombiano, planea inversiones cercanas a los $ 929.000 Millones de dólares, para la construcción de las plantas de generación San Andrés y Porvenir II y de 237.000 millones de dólares para los proyectos Bajo Tuluá, Alto Tuluá y Cucuana. A la fecha de valoración, de estos últimos tres proyectos, ya se han desembolsado poco más de $73.000 millones de dólares, específicamente para los proyectos Bajo y Alto Tuluá.

  Otro concepto importante, el cual se toma como inversión en CAPEX y OPEX, es el de mantenimientos mayores de activos fijos, los cuales se estiman de acuerdo a información del sector y al tamaño de las plantas de CELSIA, como un 2% de los ingresos brutos.

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.

## 3. Impuestos

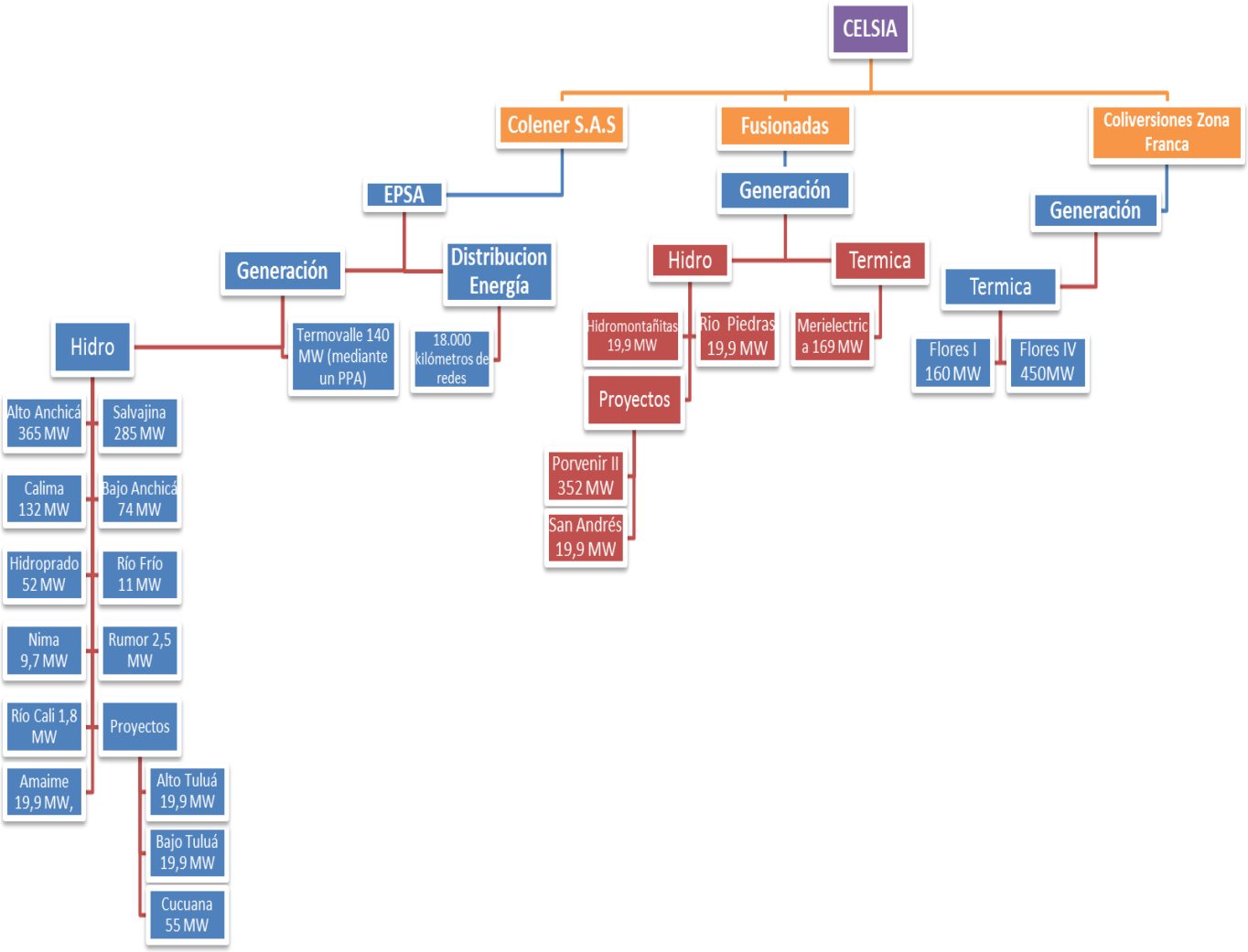
- **Impuesto sobre la Renta**

La tasa de impuestos que se utilizó para todo el horizonte de proyección para las empresas CELSIA y EPSA, fue del 33%, la cual corresponde al impuesto sobre la renta que están obligadas a pagar las empresas en Colombia.

Para el caso de la empresa Colinversiones Zona Franca, se utilizó una tasa de impuestos del 15%, pués dicha empresa obtiene un beneficio impositivo del 18% menos en el pago del impuesto de renta, toda vez que esta se encuentra ubicada en una Zona Franca, zonas que en Colombia obtienen algunos beneficios económicos, entre ellos la disminución del impuesto de renta.

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.

## I NFRAESTRUCTURA CELSIA S.A. E.S.P.




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 GENERAL HISTÓRICO – EN MILLONES DE PESOS (COP $)

**BALANCE GENERAL CELSIA S.A. E.S.P. INDIVIDUAL**
**CON CIERRES A DICIEMBRE 31 DE CADA AÑO (CIFRAS EN MILLONES DE PESOS)**

| | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|
| **Activo** | | | |
| **Activo corriente** | | | |
| Disponible | 22.354 | 12.088 | 30.018 |
| Inversiones temporales | 86.917 | 81.204 | 242.014 |
| Deudores Neto | 130.886 | 37.498 | 65.150 |
| Gastos pagados por anticipado | 1.822 | 2.547 | 1.235 |
| **Total Activo Corriente** | **241.979** | **133.337** | **338.417** |
| | | | |
| **Activo no Corriente** | | | |
| Deudores Neto | | 83.241 | 86.407 |
| Inventarios | 11.744 | 11.516 | 16.946 |
| Inversiones Permanentes Neto | 2.450.847 | 2.768.685 | 2.562.899 |
| Propiedades Planta y Equipo Neto | 184.015 | 287.967 | 322.452 |
| Cargos Diferidos Neto | 13.823 | 12.113 | 11.630 |
| Bienes Adquiridos en Leasing Financiero Neto | 56.259 | | |
| Intangibles Neto | 80.088 | 76.364 | 65.481 |
| Otros Activos | | 720 | 768 |
| Valorizaciones y desvalorizaciones neto | 235.477 | 370.214 | 318.562 |
| **Total Activo no Corriente** | **3.032.253** | **3.610.820** | **3.385.145** |
| **Total Activo** | **3.274.232** | **3.744.157** | **3.723.562** |
| | | | |
| **Pasivo y patrimonio de los accionistas** | | | |
| **Pasivo Corriente** | | | |
| Obligaciones Financieras | 703.373 | 11.158 | 50.743 |
| Cuentas por pagar | 31.174 | 39.711 | 38.191 |
| Impuestos gravámenes y tasas | | 844 | 23.082 |
| Obligaciones laborales y deseguridad social integral | 532 | 638 | 788 |
| Pasivos estimados y provisiones | 8.727 | 17.556 | - |
| Otros pasivos | - | 4.023 | - |
| **Total pasivo corriente** | **743.806** | **73.930** | **112.804** |
| **Pasivo no corriente** | | | |
| Obligaciones financieras | 100.286 | 828.494 | 783.684 |
| Impuestos gravámenes y tasas | | | 12.577 |
| Pasivos estimados y provisiones | 138.408 | 156.805 | 163.955 |
| **Total pasivo no corriente** | **238.694** | **985.299** | **960.216** |
| **Total pasivo** | **982.500** | **1.059.229** | **1.073.020** |
| | | | |
| **Patrimonio de los accionistas (ver estado adjunto)** | **2.291.732** | **2.684.928** | **2.650.542** |
| **Total pasivo y patrimonio de los accionistas** | **3.274.232** | **3.744.157** | **3.723.562** |

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 GENERAL HISTÓRICO – EN MILLONES DE PESOS (COP $)

**BALANCE GENERAL ZONA FRANCA CELSIA S.A. E.S.P. INDIVIDUAL**
**CON CIERRES A DICIEMBRE 31 DE CADA AÑO (CIFRAS EN MILLONES DE PESOS)**

| | 2.010 | 2.011 |
|---|---|---|
| **Activo Corriente** | **103.643.344** | **107.692.664** |
| Efectivo | 25.736.897 | 26.963.765 |
| Inversiones | 29.371.929 | 6.303.597 |
| Deudores | 44.676.459 | 69.850.877 |
| Inventarios | - | - |
| Otros activos | 3.858.059 | 4.574.425 |
| **Activo No Corriente** | **1.065.667.552** | **1.062.415.912** |
| Inversiones | 442.838 | 442.838 |
| Deudores | - | 39.785 |
| Inventarios | 23.559.904 | 34.115.154 |
| Propiedades planta y equipo | 666.465.842 | 676.326.745 |
| Otros activos | 375.198.968 | 351.491.390 |
| **Total Activo** | **1.169.310.896** | **1.170.108.577** |
| | | |
| **Pasivo Corriente** | **63.014.223** | **100.631.484** |
| Obligaciones financieras | 32.442.180 | 32.790.536 |
| Cuentas por pagar | 25.796.658 | 66.120.132 |
| Obligaciones laborales y de seguridad soci | 582.436 | 707.232 |
| Pasivos estimados y provisiones | 4.192.949 | 1.013.583 |
| **Pasivo No Corriente** | **339.769.334** | **329.419.531** |
| Obligaciones financieras | 339.769.334 | 316.251.395 |
| Cuentas por pagar | - | 12.946.685 |
| Obligaciones laborales y de seguridad soci | - | - |
| Pasivos estimados y provisiones | - | 221.451 |
| **Total Pasivo** | **402.783.557** | **430.051.015** |
| | | |
| **Patrimonio** | **766.527.340** | **740.057.561** |
| Capital suscrito y pagado | 66.095.260 | 66.095.260 |
| Prima en colocaci¿n de acciones | 175.320.729 | 175.320.729 |
| Reservas | 64.871.352 | 141.816.266 |
| Resultados del ejercicio | 73.711.841 | (3.027.971) |
| Super¿vit por valorizaci¿n | 347.760.477 | 346.978.965 |
| Revalorización del patrimonio | 38.767.681 | 12.874.312 |
| **Total Pasivo + Patrimonio** | **1.169.310.896** | **1.170.108.577** |

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 GENERAL HISTÓRICO – EN MILLONES DE PESOS (COP $)

**BALANCE GENERAL EMPRESA DE ENERGÍA DEL PACIFICO S.A. ES.P. EPSA**
**CON CIERRES A DICIEMBRE 31 DE CADA AÑO (CIFRAS EN MILLONES DE PESOS)**

| | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|
| **Activo** | | | |
| **Activo corriente** | | | |
| Disponible | 454 | 5.300 | 173.578 |
| Inversiones temporales | 16.613 | 344.455 | 139.355 |
| Deudores Neto | 226.788 | 200.758 | 195.522 |
| Inventarios | 9.720 | 8.600 | 7.613 |
| Gastos pagados por anticipado | 5.974 | 475 | 6.292 |
| Vinculados Economicos | | | |
| Diferidos | | | |
| **Total Activo Corriente** | **259.549** | **559.588** | **522.360** |
| **Activo No Corriente** | | | |
| Deudores Neto | 6.971 | 1.398 | 21.979 |
| Inversiones Permanentes Neto | 113.132 | 110.676 | 105.617 |
| Propiedades planta y equipo neto | 1.889.674 | 2.027.820 | 2.135.375 |
| Cargos Diferidos Neto | 54.022 | 43.165 | 55.124 |
| Bienes adquiridos en arrendamiento financiero | - | | 29.320 |
| Intangibles neto | 239.715 | 212.699 | 125.489 |
| Valorizaciones y desvalorizaciones neto | 479.700 | 1.159.257 | 1.158.144 |
| **Total activo no corriente** | **2.783.214** | **3.555.015** | **3.631.048** |
| **Total activo** | **3.042.763** | **4.114.603** | **4.153.408** |
| | | | |
| **Pasivo y patrimonio de los accionistas** | | | |
| **Pasivo corriente** | | | |
| Obligaciones financieras | 109.658 | 14.515 | 14.931 |
| Bonos y papeles comerciales | 170.858 | 9.321 | 10.638 |
| Proveedores | 105.649 | 76.277 | 103.974 |
| Cuentas por pagar | 143.133 | 145.237 | 145.988 |
| Impuestos gravámenes y tasas | 62.876 | 72.862 | 43.428 |
| Obligaciones laborales y deseguridad social integral | 5.430 | 5.090 | 5.309 |
| Pasivos estimados y provisiones | 22.908 | 47.648 | 90.009 |
| Otros pasivos | 6.185 | 6.900 | 8.151 |
| Vinculados Economicos | | | |
| Obligaciones con Accionistas | | | |
| **Total pasivo corriente** | **626.697** | **377.850** | **422.428** |
| | | | |
| **Pasivo no corriente** | | | |
| Obligaciones financieras | 111.608 | 92.027 | 140.486 |
| Bonos y papeles comerciales | - | 600.000 | 600.000 |
| Impuestos gravámenes y tasas | - | | |
| Pensiones de jubilación | 72.351 | 73.717 | 76.020 |
| Otros pasivos | 42.942 | 41.991 | 40.965 |
| Credito por Correción Monetaria | | | |
| Impuesto de renta Diferido | | | |
| **Total pasivo no corriente** | **226.901** | **807.735** | **857.471** |
| **Total pasivo** | **853.598** | **1.185.585** | **1.279.899** |
| Interés minoritario | - | | |
| | | | |
| **Patrimonio de los accionista s(ver estado adjunto)** | **2.189.165** | **2.929.018** | **2.873.509** |
| **Total pasivo y patrimonio de los accionistas** | **3.042.763** | **4.114.603** | **4.153.408** |

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.

# ESTADO DE RESULTADOS HISTÓRICO. EN MILLONES DE PESOS

**ESTADO DE RESULTADOS CELSIA S.A. ES.P.**
**CON CIERRES A DICIEMBRE 31 DE CADA AÑO (CIFRAS EN MILLONES DE PESOS)**

| | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|
| Ingresos Operacionales | | | |
| **Ingresos por las actividades de prestación de servicios públicos** | **227.866** | **207.187** | **348.113** |
| **Costo de ventas** | | | |
| Costo de ventas por las actividades de prestación de servicios públicos | (206.334) | (134.761) | (196.403) |
| **Utilidad bruta** | **21.532** | **72.426** | **151.710** |
| Gastos operacionales de administración | (62.124) | (34.760) | (37.671) |
| **Utilidad (pérdida) operacional** | **(40.592)** | **37.666** | **114.039** |
| Ingresos y gastos no operacionales | | | |
| Ingresos no operacionales | 1.368.503 | 355.687 | 160.569 |
| Gastos financieros | (107.421) | (79.179) | (71.227) |
| Diferencia en cambio neta | (36.589) | (5.145) | 1.605 |
| Gastos no operacionales | (122.421) | (50.537) | (30.799) |
| **Utilidad antes de provisión para impuesto sobre la renta** | **1.061.480** | **258.492** | **174.187** |
| Provisión para impuesto sobre la renta | - | - | (21.296) |
| **Utilidad neta del año** | **1.061.480** | **258.492** | **152.891** |
| **Utilidad neta por acción (en pesos colombianos)** | **14.756** | **464** | **212** |

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.

# ESTADO DE RESULTADOS HISTÓRICO. EN MILLONES DE PESOS

***ESTADO DE RESULTADOS ZONA FRANCA CELSIA***

***CON CIERRES A DICIEMBRE 31 DE CADA AÑO (CIFRAS EN MILLONES DE***

| | 2.010 | 2.011 |
|---|---|---|
| **Venta de servicios** | 381.400 | 333.248 |
| **Costos de ventas y operación** | 304.955 | 306.483 |
| **Utilidad Bruta** | **76.445** | **26.765** |
| **Administración** | 5.410 | 8.978 |
| **Utilidad Operativa** | **60.892** | **16.887** |
| **Otros ingresos** | 28.930 | 16.994 |
| Financieros | 1.527 | 2.317 |
| Ajuste por diferencia en cambio | 6.442 | 7.537 |
| Extraordinarios | 20.960 | 7.140 |
| **Otros gastos** | 16.110 | 36.909 |
| Intereses | 4.938 | 11.232 |
| Comisiones | 19 | 6 |
| Ajuste por diferencia en cambio | 3.899 | 23.214 |
| Financieros | 774 | 175 |
| Extraordinarios | 3.440 | 65 |
| Ajustes de ejercicios anteriores | 3.039 | 2.217 |
| **Utilidad Neta** | **73.712** | **(3.028)** |

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.

# ESTADO DE RESULTADOS HISTÓRICO. EN MILLONES DE PESOS

**ESTADO DE RESULTADOS EMPRESA DE ENERGÍA DEL PACIFICO S.A. ES.P. EPSA**
**CON CIERRES A DICIEMBRE 31 DE CADA AÑO (CIFRAS EN MILLONES DE PESOS)**

| | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|
| **Ingresos operacionales** | | | |
| Ingresos por las actividades de prestación de servicios públicos | 1.027.549 | 1.136.489 | 1.159.200 |
| **Costo de ventas** | | | |
| Costo de ventas por las actividades de prestación de servicios públicos | (562.328) | (599.304) | (641.060) |
| **Utilidad bruta** | **465.221** | **537.185** | **518.140** |
| Gastos operacionales de venta | (19.834) | (20.761) | (30.635) |
| Gastos operacionales de administración | (175.906) | (63.711) | (45.872) |
| **Utilidad operacional** | **269.481** | **452.713** | **441.633** |
| Ingresos y gastos no operacionales | | | |
| Ingresos no operacionales | 256.093 | 60.530 | 36.975 |
| Gastos no operacionales | (58.477) | (84.152) | (178.894) |
| **Utilidad antes de provisión para impuesto sobre la renta y de interés minoritario** | **467.097** | **429.091** | **299.714** |
| Provisión para impuesto sobre la renta y complementarios | - | - | - |
| Participación de intereses minoritarios | - | - | - |
| Corriente | (117.679) | (140.087) | (107.507) |
| Impuesto Diferido | 1.403 | - | - |
| **Utilidad neta del año** | **350.821** | **289.004** | **192.207** |
| **Utilidad neta por acción (en pesos Colombianos)** | **1.012** | **834** | **554** |

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.

# GENERAL PROYECTADO - EN MILLONES DE PESOS (COP $)

**Balance General (Miles COP) - CELSIA INDIVIDUAL**

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Activo** | **3.846.784** | **4.145.410** | **4.614.828** | **5.062.174** | **5.680.335** | **5.969.087** | **6.251.479** | **6.457.929** | **6.711.685** | **7.061.219** | **7.540.581** |
| Efectivo y Equivalentes de Efectivo | 385.861 | 503.600 | 630.686 | 759.778 | 898.343 | 1.036.818 | 1.192.715 | 1.406.641 | 1.674.096 | 2.020.126 | 2.477.992 |
| Cuentas por Cobrar | 53.670 | 53.941 | 54.949 | 59.387 | 61.735 | 59.239 | 61.610 | 89.878 | 110.791 | 145.225 | 193.089 |
| Cuentas por Cobrar Partes Relacionadas | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Gastos Pagados por Anticipado | 1.017 | 1.023 | 1.042 | 1.126 | 1.170 | 1.123 | 1.168 | 1.704 | 2.100 | 2.753 | 3.660 |
| Otros Activos Corrientes | | | | | | | | | | | |
| Inventarios | 14.744 | 15.195 | 15.594 | 17.560 | 18.639 | 17.307 | 19.477 | 25.756 | 33.190 | 43.801 | 58.720 |
| **Total Activo Corriente** | **455.292** | **573.759** | **702.271** | **837.850** | **979.887** | **1.114.487** | **1.274.970** | **1.523.979** | **1.820.177** | **2.211.905** | **2.733.461** |
| Propiedades, Planta y Equipo, Neto | 345.745 | 525.904 | 866.810 | 1.178.577 | 1.654.700 | 1.808.853 | 1.930.762 | 1.888.203 | 1.845.761 | 1.803.567 | 1.761.373 |
| Intagibles y Cargos Diferidos | 77.111 | 77.111 | 77.111 | 77.111 | 77.111 | 77.111 | 77.111 | 77.111 | 77.111 | 77.111 | 77.111 |
| Inversiones a Largo Plazo | 2.562.899 | 2.562.899 | 2.562.899 | 2.562.899 | 2.562.899 | 2.562.899 | 2.562.899 | 2.562.899 | 2.562.899 | 2.562.899 | 2.562.899 |
| Otros Activos | 87.175 | 87.175 | 87.175 | 87.175 | 87.175 | 87.175 | 87.175 | 87.175 | 87.175 | 87.175 | 87.175 |
| Valorizaciones | 318.562 | 318.562 | 318.562 | 318.562 | 318.562 | 318.562 | 318.562 | 318.562 | 318.562 | 318.562 | 318.562 |
| **Total Activo No Corriente** | **3.391.492** | **3.571.651** | **3.912.557** | **4.224.324** | **4.700.447** | **4.854.600** | **4.976.509** | **4.933.950** | **4.891.508** | **4.849.314** | **4.807.120** |
| **Pasivo** | **1.074.337** | **1.122.304** | **1.209.599** | **1.294.595** | **1.417.659** | **1.453.901** | **1.492.416** | **1.512.931** | **1.537.187** | **1.571.652** | **1.619.838** |
| Acreedores Bancarios - Porción Corto Plazo | 50.743 | 50.743 | 50.743 | 50.743 | 50.743 | 50.743 | 50.743 | 50.743 | 50.743 | 50.743 | 50.743 |
| Proveedores | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Cuentas por pagar | 55.063 | 56.876 | 58.607 | 64.700 | 68.499 | 64.701 | 62.820 | 83.074 | 107.023 | 141.050 | 188.624 |
| Obligaciones laborales y deseguridad social integ | 708 | 731 | 754 | 832 | 881 | 832 | 808 | 1.068 | 1.376 | 1.814 | 2.426 |
| Pasivos Estimados | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Otros Pasivos | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| **Total Pasivo Corriente** | **106.514** | **108.350** | **110.103** | **116.275** | **120.122** | **116.276** | **114.370** | **134.885** | **159.142** | **193.607** | **241.793** |
| Acreedores Bancarios - Porción Largo Plazo | 791.292 | 837.422 | 922.964 | 1.001.788 | 1.121.005 | 1.161.093 | 1.201.513 | 1.201.513 | 1.201.513 | 1.201.513 | 1.201.513 |
| | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Otros | 176.532 | 176.532 | 176.532 | 176.532 | 176.532 | 176.532 | 176.532 | 176.532 | 176.532 | 176.532 | 176.532 |
| **Total Pasivo No Corriente** | **967.824** | **1.013.954** | **1.099.496** | **1.178.320** | **1.297.537** | **1.337.625** | **1.378.045** | **1.378.045** | **1.378.045** | **1.378.045** | **1.378.045** |
| **Patrimonio** | **2.772.447** | **3.023.106** | **3.405.228** | **3.767.579** | **4.262.675** | **4.515.186** | **4.759.063** | **4.944.998** | **5.174.498** | **5.489.567** | **5.920.743** |
| Capital autorizado, suscrito y pagado | 321.673 | 463.244 | 725.766 | 967.672 | 1.333.540 | 1.456.568 | 1.580.615 | 1.580.615 | 1.580.615 | 1.580.615 | 1.580.615 |
| Reserva Legal | 4.928 | 10.382 | 16.362 | 22.385 | 28.846 | 35.320 | 41.312 | 50.608 | 62.083 | 77.837 | 99.396 |
| Utilidades del Ejercicio | 98.558 | 109.088 | 119.600 | 120.445 | 129.227 | 129.483 | 119.830 | 185.935 | 229.500 | 315.069 | 431.176 |
| Utilidades Retenidas | 1.991.888 | 2.084.991 | 2.188.100 | 2.301.678 | 2.415.662 | 2.538.415 | 2.661.907 | 2.772.440 | 2.946.900 | 3.160.646 | 3.454.156 |
| Valorizaciones | 355.400 | 355.400 | 355.400 | 355.400 | 355.400 | 355.400 | 355.400 | 355.400 | 355.400 | 355.400 | 355.400 |
| **Total Patrimonio** | **2.772.447** | **3.023.106** | **3.405.228** | **3.767.579** | **4.262.675** | **4.515.186** | **4.759.063** | **4.944.998** | **5.174.498** | **5.489.567** | **5.920.743** |
| Activo | 3.846.784 | 4.145.410 | 4.614.828 | 5.062.174 | 5.680.335 | 5.969.087 | 6.251.479 | 6.457.929 | 6.711.685 | 7.061.219 | 7.540.581 |
| Pasivo + Patrimonio | 3.846.784 | 4.145.410 | 4.614.828 | 5.062.174 | 5.680.335 | 5.969.087 | 6.251.479 | 6.457.929 | 6.711.685 | 7.061.219 | 7.540.581 |

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 GENERAL PROYECTADO - EN MILLONES DE PESOS (COP $)

**Balance General (Miles COP) - COLINVERSIONES ZONA FRANCA**

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Activo** | **1.174.747** | **1.208.689** | **1.196.847** | **1.191.176** | **1.194.275** | **1.188.065** | **1.179.181** | **1.167.483** | **1.161.799** | **1.179.127** | **1.202.489** |
| Efectivo y Equivalentes de Efectivo | 43.596 | 63.167 | 62.565 | 55.582 | 68.669 | 69.883 | 71.154 | 68.744 | 58.297 | 71.395 | 81.363 |
| Cuentas por Cobrar | 79.426 | 104.983 | 106.434 | 110.631 | 113.240 | 117.802 | 119.860 | 122.611 | 127.955 | 136.601 | 150.692 |
| Cuentas por Cobrar Partes Relacionadas | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Gastos Pagados por Anticipado | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros Activos Corrientes | | | | | | | | | | | |
| Inventarios | 4.348 | 5.988 | 6.182 | 6.378 | 6.503 | 6.818 | 6.932 | 7.187 | 7.516 | 7.950 | 8.832 |
| **Total Activo Corriente** | **127.370** | **174.138** | **175.180** | **172.591** | **188.412** | **194.502** | **197.946** | **198.542** | **193.769** | **215.947** | **240.886** |
| Propiedades, Planta y Equipo, Neto | 661.288 | 648.463 | 635.577 | 632.496 | 619.773 | 607.473 | 595.146 | 582.851 | 581.941 | 577.091 | 575.514 |
| Inventarios y Cargos Diferidos | 34.125 | 34.125 | 34.125 | 34.125 | 34.125 | 34.125 | 34.125 | 34.125 | 34.125 | 34.125 | 34.125 |
| Inversiones a Largo Plazo | 443 | 443 | 443 | 443 | 443 | 443 | 443 | 443 | 443 | 443 | 443 |
| Otros Activos | 4.542 | 4.542 | 4.542 | 4.542 | 4.542 | 4.542 | 4.542 | 4.542 | 4.542 | 4.542 | 4.542 |
| Valorizaciones | 346.979 | 346.979 | 346.979 | 346.979 | 346.979 | 346.979 | 346.979 | 346.979 | 346.979 | 346.979 | 346.979 |
| **Total Activo No Corriente** | **1.047.377** | **1.034.552** | **1.021.667** | **1.018.585** | **1.005.863** | **993.563** | **981.235** | **968.940** | **968.030** | **963.180** | **961.603** |
| **Pasivo** | **425.467** | **450.098** | **453.029** | **456.003** | **457.887** | **462.689** | **464.431** | **468.299** | **473.264** | **481.292** | **495.035** |
| Acreedores Bancarios - Porción Corto Plazo | 32.791 | 32.791 | 32.791 | 32.791 | 32.791 | 32.791 | 32.791 | 32.791 | 32.791 | 32.791 | 32.791 |
| Proveedores | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Cuentas por pagar | 61.584 | 85.955 | 88.855 | 91.798 | 93.661 | 98.413 | 100.136 | 103.963 | 108.876 | 116.819 | 130.417 |
| Obligaciones laborales y deseguridad social integ | 659 | 919 | 950 | 982 | 1.002 | 1.053 | 1.071 | 1.112 | 1.165 | 1.250 | 1.395 |
| Pasivos Estimados | 1.014 | 1.014 | 1.014 | 1.014 | 1.014 | 1.014 | 1.014 | 1.014 | 1.014 | 1.014 | 1.014 |
| Otros Pasivos | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Total Pasivo Corriente** | **96.047** | **120.678** | **123.610** | **126.584** | **128.467** | **133.269** | **135.012** | **138.879** | **143.844** | **151.873** | **165.616** |
| Acreedores Bancarios - Porción Largo Plazo | 316.251 | 316.251 | 316.251 | 316.251 | 316.251 | 316.251 | 316.251 | 316.251 | 316.251 | 316.251 | 316.251 |
| Otros | 13.168 | 13.168 | 13.168 | 13.168 | 13.168 | 13.168 | 13.168 | 13.168 | 13.168 | 13.168 | 13.168 |
| **Total Pasivo No Corriente** | **329.420** | **329.420** | **329.420** | **329.420** | **329.420** | **329.420** | **329.420** | **329.420** | **329.420** | **329.420** | **329.420** |
| **Patrimonio** | **749.280** | **758.592** | **743.817** | **735.172** | **736.388** | **725.376** | **714.750** | **699.184** | **688.535** | **697.835** | **707.454** |
| Capital autorizado, suscrito y pagado | 241.416 | 241.416 | 241.416 | 241.416 | 241.416 | 241.416 | 241.416 | 241.416 | 241.416 | 241.416 | 241.416 |
| Reserva Legal | 2.124 | 4.770 | 7.190 | 9.886 | 12.725 | 15.608 | 18.571 | 21.350 | 24.255 | 27.635 | 31.376 |
| Utilidades del Ejercicio | 42.490 | 52.908 | 48.392 | 53.920 | 56.798 | 57.657 | 59.257 | 55.588 | 58.095 | 67.597 | 74.809 |
| Utilidades Retenidas | 103.396 | 99.645 | 86.966 | 70.098 | 65.596 | 50.842 | 35.653 | 20.976 | 4.915 | 1.334 | 0 |
| Valorizaciones | 359.853 | 359.853 | 359.853 | 359.853 | 359.853 | 359.853 | 359.853 | 359.853 | 359.853 | 359.853 | 359.853 |
| **Total Patrimonio** | **749.280** | **758.592** | **743.817** | **735.172** | **736.388** | **725.376** | **714.750** | **699.184** | **688.535** | **697.835** | **707.454** |
| Activo | 1.174.747 | 1.208.689 | 1.196.847 | 1.191.176 | 1.194.275 | 1.188.065 | 1.179.181 | 1.167.483 | 1.161.799 | 1.179.127 | 1.202.489 |
| Pasivo + Patrimonio | 1.174.747 | 1.208.689 | 1.196.847 | 1.191.176 | 1.194.275 | 1.188.065 | 1.179.181 | 1.167.483 | 1.161.799 | 1.179.127 | 1.202.489 |

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 GENERAL PROYECTADO - EN MILLONES DE PESOS (COP $)

**Balance General (Miles COP) - EPSA**

| | 2.012 | 2.013 | 2.014 | 2.015 | 2.016 | 2.017 | 2.018 | 2.019 | 2.020 | 2.021 | 2.022 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Activo** | **4.023.468** | **4.074.636** | **4.175.650** | **4.238.449** | **4.257.973** | **4.236.561** | **4.214.403** | **4.264.194** | **4.341.233** | **4.474.912** | **4.679.511** |
| Efectivo y Equivalentes de Efectivo | 147.908 | 139.453 | 162.810 | 247.998 | 263.995 | 252.504 | 241.471 | 278.467 | 330.295 | 416.109 | 543.115 |
| Cuentas por Cobrar | 162.420 | 169.690 | 177.344 | 176.345 | 185.516 | 182.649 | 179.534 | 196.282 | 220.705 | 259.853 | 317.201 |
| Cuentas por Cobrar Partes Relacionadas | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Gastos Pagados por Anticipado | 5.227 | 5.461 | 5.707 | 5.675 | 5.970 | 5.878 | 5.777 | 6.316 | 7.102 | 8.362 | 10.208 |
| Otros Activos Corrientes | | | | | | | | | | | |
| Inventarios | 6.874 | 6.957 | 6.686 | 6.735 | 6.872 | 6.826 | 6.776 | 7.300 | 8.049 | 9.224 | 10.929 |
| **Total Activo Corriente** | **322.429** | **321.562** | **352.546** | **436.753** | **462.352** | **447.856** | **433.558** | **488.366** | **566.151** | **693.549** | **881.452** |
| Propiedades, Planta y Equipo, Neto | 2.205.366 | 2.257.401 | 2.327.431 | 2.306.023 | 2.299.947 | 2.293.032 | 2.285.172 | 2.280.155 | 2.279.409 | 2.285.690 | 2.302.386 |
| Intagibles y Cargos Diferidos | 180.613 | 180.613 | 180.613 | 180.613 | 180.613 | 180.613 | 180.613 | 180.613 | 180.613 | 180.613 | 180.613 |
| Inversiones a Largo Plazo | 105.617 | 105.617 | 105.617 | 105.617 | 105.617 | 105.617 | 105.617 | 105.617 | 105.617 | 105.617 | 105.617 |
| Otros Activos | 51.299 | 51.299 | 51.299 | 51.299 | 51.299 | 51.299 | 51.299 | 51.299 | 51.299 | 51.299 | 51.299 |
| Valorizaciones | 1.158.144 | 1.158.144 | 1.158.144 | 1.158.144 | 1.158.144 | 1.158.144 | 1.158.144 | 1.158.144 | 1.158.144 | 1.158.144 | 1.158.144 |
| **Total Activo No Corriente** | **3.701.039** | **3.753.074** | **3.823.104** | **3.801.696** | **3.795.620** | **3.788.705** | **3.780.845** | **3.775.828** | **3.775.082** | **3.781.363** | **3.798.059** |
| **Pasivo** | **1.291.519** | **1.302.829** | **1.311.947** | **1.313.984** | **1.328.082** | **1.327.511** | **1.326.725** | **1.352.495** | **1.388.601** | **1.444.436** | **1.524.631** |
| Acreedores Bancarios - Porción Corto Plazo | 25.569 | 25.569 | 25.569 | 25.569 | 25.569 | 25.569 | 25.569 | 25.569 | 25.569 | 25.569 | 25.569 |
| Proveedores | 126.010 | 131.252 | 136.748 | 137.455 | 143.882 | 143.632 | 143.289 | 154.081 | 169.206 | 192.602 | 226.208 |
| Cuentas por pagar | 124.801 | 129.993 | 135.436 | 136.137 | 142.501 | 142.254 | 141.914 | 152.603 | 167.583 | 190.754 | 224.038 |
| Obligaciones laborales y deseguridad social integ | 59.509 | 60.384 | 58.563 | 59.192 | 60.498 | 60.426 | 60.322 | 64.611 | 70.612 | 79.880 | 93.184 |
| Pasivos Estimados | 90.009 | 90.009 | 90.009 | 90.009 | 90.009 | 90.009 | 90.009 | 90.009 | 90.009 | 90.009 | 90.009 |
| Otros Pasivos | 8.151 | 8.151 | 8.151 | 8.151 | 8.151 | 8.151 | 8.151 | 8.151 | 8.151 | 8.151 | 8.151 |
| **Total Pasivo Corriente** | **434.048** | **445.358** | **454.476** | **456.513** | **470.611** | **470.040** | **469.254** | **495.024** | **531.130** | **586.965** | **667.160** |
| Acreedores Bancarios - Porción Largo Plazo | 740.486 | 740.486 | 740.486 | 740.486 | 740.486 | 740.486 | 740.486 | 740.486 | 740.486 | 740.486 | 740.486 |
| Pensiones de jubilación | 76.020 | 76.020 | 76.020 | 76.020 | 76.020 | 76.020 | 76.020 | 76.020 | 76.020 | 76.020 | 76.020 |
| Otros | 40.965 | 40.965 | 40.965 | 40.965 | 40.965 | 40.965 | 40.965 | 40.965 | 40.965 | 40.965 | 40.965 |
| **Total Pasivo No Corriente** | **857.471** | **857.471** | **857.471** | **857.471** | **857.471** | **857.471** | **857.471** | **857.471** | **857.471** | **857.471** | **857.471** |
| Interés minoritario | | | | | | | | | | | |
| Patrimonio | 2.731.949 | 2.771.807 | 2.863.703 | 2.924.465 | 2.929.891 | 2.909.050 | 2.887.679 | 2.911.699 | 2.952.632 | 3.030.476 | 3.154.880 |
| Capital autorizado, suscrito y pagado | 1.128.166 | 1.128.166 | 1.128.166 | 1.128.166 | 1.128.166 | 1.128.166 | 1.128.166 | 1.128.166 | 1.128.166 | 1.128.166 | 1.128.166 |
| Reserva Legal | 56.299 | 65.687 | 77.254 | 88.433 | 101.104 | 113.262 | 124.818 | 138.093 | 154.063 | 174.470 | 201.496 |
| Utilidades del Ejercicio | 171.373 | 187.766 | 231.349 | 223.572 | 253.424 | 243.153 | 231.133 | 265.492 | 319.400 | 408.139 | 540.513 |
| Utilidades Retenidas | 197.889 | 211.966 | 248.711 | 306.072 | 268.975 | 246.247 | 225.340 | 201.726 | 172.781 | 141.479 | 106.483 |
| **Valorizaciones** | **1.178.222** | **1.178.222** | **1.178.222** | **1.178.222** | **1.178.222** | **1.178.222** | **1.178.222** | **1.178.222** | **1.178.222** | **1.178.222** | **1.178.222** |
| Total Patrimonio | 2.731.949 | 2.771.807 | 2.863.703 | 2.924.465 | 2.929.891 | 2.909.050 | 2.887.679 | 2.911.699 | 2.952.632 | 3.030.476 | 3.154.880 |
| Activo | 4.023.468 | 4.074.636 | 4.175.650 | 4.238.449 | 4.257.973 | 4.236.561 | 4.214.403 | 4.264.194 | 4.341.233 | 4.474.912 | 4.679.511 |
| Pasivo + Patrimonio | 4.023.468 | 4.074.636 | 4.175.650 | 4.238.449 | 4.257.973 | 4.236.561 | 4.214.403 | 4.264.194 | 4.341.233 | 4.474.912 | 4.679.511 |

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.

# ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO EN MILLONES DE PESOS ($ COP)

**Estado de Resultados (Miles COP) - CELSIA INDIVIDUAL**

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **(+) Ingresos** | **286.773** | **288.221** | **293.606** | **317.320** | **329.867** | **316.528** | **329.197** | **480.241** | **591.985** | **775.974** | **1.031.722** |
| Ingresos por las actividades de prestación de ser | 286.773 | 288.221 | 293.606 | 317.320 | 329.867 | 316.528 | 329.197 | 480.241 | 591.985 | 775.974 | 1.031.722 |
| Otros Ingresos | | | | | | | | | | | |
| **(-) Costos** | **170.878** | **176.112** | **180.734** | **203.515** | **216.022** | **200.592** | **225.743** | **298.513** | **384.675** | **507.654** | **680.555** |
| *Crecmiento %* | *-13,0%* | *3,1%* | *2,6%* | *12,6%* | *6,1%* | *-7,1%* | *12,5%* | *32,2%* | *28,9%* | *32,0%* | *34,1%* |
| *% de los IO* | *59,6%* | *61,1%* | *61,6%* | *64,1%* | *65,5%* | *63,4%* | *68,6%* | *62,2%* | *65,0%* | *65,4%* | *66,0%* |
| **(=) Utilidad Bruta** | **115.895** | **112.109** | **112.871** | **113.805** | **113.845** | **115.936** | **103.454** | **181.728** | **207.310** | **268.320** | **351.167** |
| *Margen Bruto* | *40,4%* | *38,9%* | *38,4%* | *35,9%* | *34,5%* | *36,6%* | *31,4%* | *37,8%* | *35,0%* | *34,6%* | *34,0%* |
| *%Crecimiento Utilidad Bruta* | *-23,6%* | *-3,3%* | *0,7%* | *0,8%* | *0,0%* | *1,8%* | *-10,8%* | *75,7%* | *14,1%* | *29,4%* | *30,9%* |
| **(-) Gastos** | **38.933** | **40.237** | **41.585** | **42.978** | **44.418** | **45.906** | **47.444** | **49.033** | **50.676** | **52.374** | **54.128** |
| *Crecmiento %* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* |
| *% de los IO* | *13,6%* | *14,0%* | *14,2%* | *13,5%* | *13,5%* | *14,5%* | *14,4%* | *10,2%* | *8,6%* | *6,7%* | *5,2%* |
| **(=) Utilidad Operacional** | **76.962** | **71.872** | **71.286** | **70.826** | **69.427** | **70.030** | **56.010** | **132.695** | **156.634** | **215.947** | **297.039** |
| *Margen Operacional* | *26,8%* | *24,9%* | *24,3%* | *22,3%* | *21,0%* | *22,1%* | *17,0%* | *27,6%* | *26,5%* | *27,8%* | *28,8%* |
| *%Crecimiento Utilidad Operacional* | *-32,5%* | *-6,6%* | *-0,8%* | *-0,6%* | *-2,0%* | *0,9%* | *-20,0%* | *136,9%* | *18,0%* | *37,9%* | *37,6%* |
| ***EBITDA** | **84.623** | **79.414** | **78.444** | **79.789** | **78.390** | **78.993** | **98.569** | **175.254** | **199.076** | **258.141** | **339.233** |
| *Margen EBITDA* | *29,5%* | *27,6%* | *26,7%* | *25,1%* | *23,8%* | *25,0%* | *29,9%* | *36,5%* | *33,6%* | *33,3%* | *32,9%* |
| *%Crecimiento del EBITDA* | *-31,3%* | *-6,2%* | *-1,2%* | *1,7%* | *-1,8%* | *0,8%* | *24,8%* | *77,8%* | *13,6%* | *29,7%* | *31,4%* |
| Depreciaciones | 7.661 | 7.543 | 7.158 | 8.963 | 8.963 | 8.963 | 42.559 | 42.559 | 42.442 | 42.194 | 42.194 |
| Amortizaciones | | | | | | | | | | | |
| Provisiones | | | | | | | | | | | |
| **(+) Ingresos No Operacionales, Neto** | **70.139** | **90.947** | **107.222** | **108.943** | **123.449** | **123.229** | **122.840** | **144.820** | **185.903** | **254.305** | **346.508** |
| Ingresos Financieros | 142.965 | 167.762 | 191.435 | 199.974 | 224.791 | 228.038 | 231.145 | 253.125 | 294.208 | 362.610 | 454.813 |
| Gastos Financieros | 72.826 | 76.815 | 84.214 | 91.031 | 101.342 | 104.809 | 108.305 | 108.305 | 108.305 | 108.305 | 108.305 |
| **Utilidad Antes de Impuestos e Interes Mino** | **147.101** | **162.819** | **178.508** | **179.769** | **192.876** | **193.259** | **178.850** | **277.515** | **342.537** | **470.252** | **643.546** |
| **(-) Imporenta** | 48.543 | 53.730 | 58.908 | 59.324 | 63.649 | 63.775 | 59.021 | 91.580 | 113.037 | 155.183 | 212.370 |
| *Tasa efectiva implícita* | *33,0%* | *33,0%* | *33,0%* | *33,0%* | *33,0%* | *33,0%* | *33,0%* | *33,0%* | *33,0%* | *33,0%* | *33,0%* |
| **(=) Utilidad Neta** | **98.558** | **109.088** | **119.600** | **120.445** | **129.227** | **129.483** | **119.830** | **185.935** | **229.500** | **315.069** | **431.176** |

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.

# ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO EN MILLONES DE PESOS ($ COP)

**Estado de Resultados (Miles COP) - COLINVERSIONES ZONA FRANCA**

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **(+) Ingresos** | **378.929** | **500.856** | **507.778** | **527.802** | **540.253** | **562.015** | **571.835** | **584.957** | **610.455** | **651.703** | **718.928** |
| Ingresos por las actividades de prestación de ser | 378.929 | 500.856 | 507.778 | 527.802 | 540.253 | 562.015 | 571.835 | 584.957 | 610.455 | 651.703 | 718.928 |
| Otros Ingresos | | | | | | | | | | | |
| **(-) Costos** | **291.280** | **401.200** | **414.177** | **427.332** | **435.675** | **456.783** | **464.420** | **481.548** | **503.574** | **532.672** | **591.705** |
| *Crecmiento %* | *-5,0%* | *37,7%* | *3,2%* | *3,2%* | *2,0%* | *4,8%* | *1,7%* | *3,7%* | *4,6%* | *5,8%* | *11,1%* |
| *% de los IO* | *76,9%* | *80,1%* | *81,6%* | *81,0%* | *80,6%* | *81,3%* | *81,2%* | *82,3%* | *82,5%* | *81,7%* | *82,3%* |
| **(=) Utilidad Bruta** | **87.649** | **99.655** | **93.602** | **100.469** | **104.577** | **105.232** | **107.415** | **103.408** | **106.880** | **119.030** | **127.223** |
| *Margen Bruto* | *23,1%* | *19,9%* | *18,4%* | *19,0%* | *19,4%* | *18,7%* | *18,8%* | *17,7%* | *17,5%* | *18,3%* | *17,7%* |
| *%Crecimiento Utilidad Bruta* | *227,5%* | *13,7%* | *-6,1%* | *7,3%* | *4,1%* | *0,6%* | *2,1%* | *-3,7%* | *3,4%* | *11,4%* | *6,9%* |
| **(-) Gastos** | **9.279** | **9.590** | **9.911** | **10.243** | **10.587** | **10.941** | **11.308** | **11.687** | **12.078** | **12.483** | **12.901** |
| *Crecmiento %* | *-6,1%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* |
| *% de los IO* | *2,4%* | *1,9%* | *2,0%* | *1,9%* | *2,0%* | *1,9%* | *2,0%* | *2,0%* | *2,0%* | *1,9%* | *1,8%* |
| **(=) Utilidad Operacional** | **78.370** | **90.065** | **83.690** | **90.226** | **93.991** | **94.291** | **96.107** | **91.722** | **94.802** | **106.548** | **114.322** |
| *Margen Operacional* | *20,7%* | *18,0%* | *16,5%* | *17,1%* | *17,4%* | *16,8%* | *16,8%* | *15,7%* | *15,5%* | *16,3%* | *15,9%* |
| *%Crecimiento Utilidad Operacional* | *364,1%* | *14,9%* | *-7,1%* | *7,8%* | *4,2%* | *0,3%* | *1,9%* | *-4,6%* | *3,4%* | *12,4%* | *7,3%* |
| ***EBITDA** | **100.744** | **112.587** | **106.406** | **113.138** | **117.172** | **117.471** | **119.505** | **115.341** | **118.648** | **124.015** | **129.817** |
| *Margen EBITDA* | *26,6%* | *22,5%* | *21,0%* | *21,4%* | *21,7%* | *20,9%* | *20,9%* | *19,7%* | *19,4%* | *19,0%* | *18,1%* |
| *%Crecimiento del EBITDA* | *191,4%* | *11,8%* | *-5,5%* | *6,3%* | *3,6%* | *0,3%* | *1,7%* | *-3,5%* | *2,9%* | *4,5%* | *4,7%* |
| Depreciaciones | 22.375 | 22.522 | 22.715 | 22.912 | 23.181 | 23.180 | 23.398 | 23.619 | 23.846 | 17.467 | 15.495 |
| Amortizaciones | | | | | | | | | | | |
| Provisiones | | | | | | | | | | | |
| **(+) Ingresos No Operacionales, Neto** | **-28.381** | **-27.821** | **-26.758** | **-26.791** | **-27.170** | **-26.459** | **-26.393** | **-26.324** | **-26.455** | **-27.022** | **-26.311** |
| Ingresos Financieros | 1.806 | 2.367 | 3.430 | 3.397 | 3.018 | 3.729 | 3.795 | 3.864 | 3.733 | 3.166 | 3.877 |
| Gastos Financieros | 30.188 | 30.188 | 30.188 | 30.188 | 30.188 | 30.188 | 30.188 | 30.188 | 30.188 | 30.188 | 30.188 |
| **Utilidad Antes de Impuestos e Interes Mino** | **49.988** | **62.245** | **56.932** | **63.435** | **66.821** | **67.832** | **69.714** | **65.398** | **68.347** | **79.525** | **88.011** |
| **(-) Imporenta** | 7.498 | 9.337 | 8.540 | 9.515 | 10.023 | 10.175 | 10.457 | 9.810 | 10.252 | 11.929 | 13.202 |
| *Tasa efectiva implícita* | *15,0%* | *15,0%* | *15,0%* | *15,0%* | *15,0%* | *15,0%* | *15,0%* | *15,0%* | *15,0%* | *15,0%* | *15,0%* |
| **(=) Utilidad Neta** | **42.490** | **52.908** | **48.392** | **53.920** | **56.798** | **57.657** | **59.257** | **55.588** | **58.095** | **67.597** | **74.809** |

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se provienen 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.

# ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO EN MILLONES DE PESOS ($ COP)

**Estado de Resultados (Miles COP) - EPSA**

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **(+) Ingresos** | **962.946** | **1.006.052** | **1.051.425** | **1.045.506** | **1.099.877** | **1.082.878** | **1.064.411** | **1.163.708** | **1.308.505** | **1.540.605** | **1.880.602** |
| Ingresos por las actividades de prestación de ser | 962.946 | 1.006.052 | 1.051.425 | 1.045.506 | 1.099.877 | 1.082.878 | 1.064.411 | 1.163.708 | 1.308.505 | 1.540.605 | 1.880.602 |
| Otros Ingresos | | | | | | | | | | | |
| **(-) Costos** | **578.833** | **585.862** | **562.990** | **567.118** | **578.634** | **574.811** | **570.538** | **614.726** | **677.736** | **776.756** | **920.276** |
| *Crecmiento %* | *-9,7%* | *1,2%* | *-3,9%* | *0,7%* | *2,0%* | *-0,7%* | *-0,7%* | *7,7%* | *10,3%* | *14,6%* | *18,5%* |
| *% de los IO* | *60,1%* | *58,2%* | *53,5%* | *54,2%* | *52,6%* | *53,1%* | *53,6%* | *52,8%* | *51,8%* | *50,4%* | *48,9%* |
| **(=) Utilidad Bruta** | **384.113** | **420.190** | **488.435** | **478.389** | **521.243** | **508.067** | **493.873** | **548.982** | **630.769** | **763.849** | **960.326** |
| *Margen Bruto* | *39,9%* | *41,8%* | *46,5%* | *45,8%* | *47,4%* | *46,9%* | *46,4%* | *47,2%* | *48,2%* | *49,6%* | *51,1%* |
| *%Crecimiento Utilidad Bruta* | *-25,9%* | *9,4%* | *16,2%* | *-2,1%* | *9,0%* | *-2,5%* | *-2,8%* | *11,2%* | *14,9%* | *21,1%* | *25,7%* |
| **(-) Gastos** | **79.070** | **81.719** | **84.456** | **87.286** | **90.210** | **93.232** | **96.355** | **99.583** | **102.919** | **106.367** | **109.930** |
| *Crecmiento %* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* | *3,4%* |
| *% de los IO* | *8,2%* | *8,1%* | *8,0%* | *8,3%* | *8,2%* | *8,6%* | *9,1%* | *8,6%* | *7,9%* | *6,9%* | *5,8%* |
| **(=) Utilidad Operacional** | **305.043** | **338.471** | **403.979** | **391.103** | **431.033** | **414.835** | **397.518** | **449.399** | **527.850** | **657.482** | **850.396** |
| *Margen Operacional* | *31,7%* | *33,6%* | *38,4%* | *37,4%* | *39,2%* | *38,3%* | *37,3%* | *38,6%* | *40,3%* | *42,7%* | *45,2%* |
| *%Crecimiento Utilidad Operacional* | *-30,9%* | *11,0%* | *19,4%* | *-3,2%* | *10,2%* | *-3,8%* | *-4,2%* | *13,1%* | *17,5%* | *24,6%* | *29,3%* |
| ***EBITDA** | **413.739** | **433.995** | **455.415** | **446.414** | **472.775** | **456.866** | **439.894** | **492.152** | **571.027** | **701.159** | **894.682** |
| *Margen EBITDA* | *43,0%* | *43,1%* | *43,3%* | *42,7%* | *43,0%* | *42,2%* | *41,3%* | *42,3%* | *43,6%* | *45,5%* | *47,6%* |
| *%Crecimiento del EBITDA* | *-19,9%* | *4,9%* | *4,9%* | *-2,0%* | *5,9%* | *-3,4%* | *-3,7%* | *11,9%* | *16,0%* | *22,8%* | *27,6%* |
| Depreciaciones | 108.696 | 95.523 | 51.436 | 55.311 | 41.742 | 42.031 | 42.376 | 42.753 | 43.177 | 43.677 | 44.287 |
| Amortizaciones | | | | | | | | | | | |
| Provisiones | | | | | | | | | | | |
| **(+) Ingresos No Operacionales, Neto** | **-49.262** | **-58.223** | **-58.682** | **-57.414** | **-52.788** | **-51.920** | **-52.544** | **-53.143** | **-51.134** | **-48.319** | **-43.660** |
| Ingresos Financieros | 16.992 | 8.031 | 7.572 | 8.841 | 13.466 | 14.335 | 13.711 | 13.112 | 15.121 | 17.935 | 22.595 |
| Gastos Financieros | 66.254 | 66.254 | 66.254 | 66.254 | 66.254 | 66.254 | 66.254 | 66.254 | 66.254 | 66.254 | 66.254 |
| **Utilidad Antes de Impuestos e Interes Mino** | **255.780** | **280.248** | **345.297** | **333.689** | **378.245** | **362.916** | **344.974** | **396.256** | **476.716** | **609.162** | **806.736** |
| **(-) Imporenta** | **84.408** | **92.482** | **113.948** | **110.117** | **124.821** | **119.762** | **113.842** | **130.765** | **157.316** | **201.024** | **266.223** |
| *Tasa efectiva implícita* | *33,0%* | *33,0%* | *33,0%* | *33,0%* | *33,0%* | *33,0%* | *33,0%* | *33,0%* | *33,0%* | *33,0%* | *33,0%* |
| **(=) Utilidad Neta** | 171.373 | 187.766 | 231.349 | 223.572 | 253.424 | 243.153 | 231.133 | 265.492 | 319.400 | 408.139 | 540.513 |

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.

# FLUJO DE CAJA LIBRE EN MILLONES DE PESOS ($ COP)

| CELSIA | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Año | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| **EBITDA** | **84.623** | **79.414** | **78.444** | **79.789** | **78.390** | **78.993** | **98.569** | **175.254** | **199.076** | **258.141** | **339.233** |
| (-) Δ Capital de Trabajo | -7.610 | -1.109 | -328 | 316 | -376 | -29 | 6.492 | 14.568 | 4.487 | 11.232 | 15.504 |
| (-) CAPEX | 30.954 | 187.701 | 348.065 | 320.729 | 485.086 | 163.115 | 164.468 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| (-) Impuesto de Renta Operativo \ | 25.397 | 23.718 | 23.524 | 23.373 | 22.911 | 23.110 | 18.483 | 43.789 | 51.689 | 71.262 | 98.023 |
| **FCL** | **35.881** | **-130.895** | **-292.817** | **-264.630** | **-429.231** | **-107.204** | **-90.874** | **116.897** | **142.900** | **175.646** | **225.706** |

| EPSA | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Año | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| **EBITDA** | **413.739** | **433.995** | **455.415** | **446.414** | **472.775** | **456.866** | **439.894** | **492.152** | **571.027** | **701.159** | **894.682** |
| (-) Δ Capital de Trabajo | -46.526 | -3.722 | -1.490 | -3.018 | -4.495 | -2.435 | -2.479 | -7.958 | -10.149 | -14.251 | -19.298 |
| (-) CAPEX | 178.687 | 147.559 | 121.465 | 33.903 | 35.666 | 35.115 | 34.516 | 37.736 | 42.432 | 49.958 | 60.983 |
| (-) Impuesto de Renta Operativo | 100.664 | 111.695 | 133.313 | 129.064 | 142.241 | 136.896 | 131.181 | 148.302 | 174.190 | 216.969 | 280.631 |
| **FCL** | **180.914** | **178.463** | **202.127** | **286.465** | **299.363** | **287.290** | **276.676** | **314.072** | **364.555** | **448.483** | **572.367** |

| COLINVERSIONES ZONA FRANCA | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Año | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| **EBITDA** | **100.744** | **112.587** | **106.406** | **113.138** | **117.172** | **117.471** | **119.505** | **115.341** | **118.648** | **124.015** | **129.817** |
| (-) Δ Capital de Trabajo | 13.933 | 2.566 | -1.287 | 1.420 | 851 | 74 | 430 | -862 | 708 | 1.052 | 1.229 |
| (-) CAPEX | 7.336 | 9.696 | 9.830 | 19.830 | 10.459 | 10.880 | 11.070 | 11.324 | 22.936 | 12.617 | 13.918 |
| (-) Impuesto de Renta Operativo | 11.755 | 13.510 | 12.554 | 13.534 | 14.099 | 14.144 | 14.416 | 13.758 | 14.220 | 15.982 | 17.148 |
| **FCL** | **67.720** | **86.814** | **85.309** | **78.354** | **91.763** | **92.373** | **93.588** | **91.120** | **80.784** | **94.364** | **97.522** |

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.

# DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

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.