

## EMPRESA DE ENERGÍA DE BOGOTÁ S.A. E.S.P

### BVC: EEB

#### Primera cobertura

Fecha de Valoración: 08 de julio de 2014

#### Recomendación: Comprar

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

Valor del Índice: COLCAP: 1.672,47 puntos

Precio de la acción: EEB: \$1.575 COP

- Precio esperado a 31 de diciembre de 2014: \$1.750 COP

- Su potencial de valoración con respecto al precio del mercado es 11.13%

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

COP (Millones)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
FCL	\$ 331.735	\$ 400.120	\$ 619.349	\$ 774.954	\$ 1.035.852	\$ 1.352.055
WACC pesos	8,74%	8,59%	8,98%	9,06%	8,93%	8,76%
Nivel Endeudamiento	33,43%	30,53%	31,72%	32,46%	32,20%	32,87%
Margen Neto	43,14%	42,84%	43,73%	44,79%	45,98%	46,70%

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

Capitalización Bursátil: \$14.598.071.46 (COP)

Acciones en Circulación: 9.181.177.017

Volumen Promedio diario (últimos 3 meses): \$726.577.834,63 (COP)

Bursatilidad: Alta

Participación en índice COLCAP: 2.224% al 04 de julio de 2014

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia.

Beta: 1.18

Rango último año: \$1.295 COP - \$1.625 COP

#### Apreciación global de la Compañía

Localización: Bogotá D.C., Colombia

Industria: Servicios Públicos

Descripción: Compañía inversionista en negocios del sector energético, dedicada principalmente a la transmisión de energía.

Productos y servicios: Transmisión/distribución/generación de energía eléctrica y transporte/distribución de gas natural.

Sitio web de la Compañía: [www.eeb.com.co](http://www.eeb.com.co)

#### Analistas:

Juan Esteban Caicedo Castro

María Beatriz López Ramos

#### Directora de la Investigación de

#### Inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

#### Asesor de Investigación:

Luis Fernando Mondragón Trujillo

## DESEMPEÑO DEL PRECIO DE LA ACCIÓN

Analizando el comportamiento de la acción durante el último año, se observa un precio máximo de \$1.625 COP en de noviembre de 2013, un precio mínimo de \$1.295 COP a comienzos de julio de 2013, y un precio promedio de \$1.471 COP.

A partir de inicios de febrero de 2014 se observa una tendencia alcista llegando a \$1.575 COP el día 08 de julio de 2014. Comparando la acción de la EEB con el índice Colcap, se puede determinar la correlación positiva que tiene la acción respecto al índice y su comportamiento similar en el periodo analizado.

**Gráfico 1. Precio de la acción EEB - COLCAP**



*Fuente: Bloomberg. Julio 8 de 2014*

## RESUMEN DE LA INVERSIÓN

La inversión en la Empresa de Energía de Bogotá, presenta un riesgo moderado, principalmente por el riesgo político que se genera al ser una empresa pública, ya que su mayor accionista, el Distrito Capital de Bogotá, con el 76% aproximadamente, hace que los cambios que se presentan, repercutan en la imagen que tienen los inversionistas sobre la acción y su perspectiva a futuro.

Por medio del análisis hemos identificado la gran importancia que representa el negocio de gas natural, tanto distribución como transporte, el cual viene creciendo a tasas muy representativas y se prevee una buena inversión fuera del país, principalmente en Perú.

Se recomienda tomar posiciones largas en el activo, ya que la empresa presenta unos fundamentales muy estables y presenta un potencial de valorización del 11.13% respecto a su precio de mercado actual.

## TESIS DE INVERSIÓN

Partiendo de una valoración realizada con la metodología de Flujo de Caja Libre Descontado (FCLD) y los resultados obtenidos de la misma, emitimos una recomendación de COMPRA, teniendo en cuenta que el precio objetivo para la acción de EEB es de \$1.750 a diciembre de 2014, lo que nos indica un potencial de valoración del 11.13% respecto al precio de cierre de \$1.575 del 08 de julio de 2014. Esto basado en el crecimiento de los ingresos y el potencial de crecimiento de la empresa en el negocio de gas natural principalmente, además, el análisis financiero de la compañía arroja estabilidad en los indicadores de liquidez, rentabilidad y endeudamiento en los últimos años. La empresa presenta un plan estratégico muy ambicioso para los próximos 3 años, lo cual, integrado con su buen manejo administrativo y financiero, generara muchos beneficios a futuro.

## VALORACIÓN

Para realizar la valoración de EEB se utilizó el método del FCLD, aunque lo ideal hubiese sido el método por suma de partes, en este caso no fue posible aplicarla debido al difícil acceso a la información financiera de las compañías filiales y subsidiarias. Para su desarrollo se utilizó información pública disponible, y en consecuencia, se realizó una proyección de cinco años (2014-2018); adicionalmente, se tomó un periodo de análisis de los tres últimos años históricos (2011-2013), esto porque a que a partir del año 2011 entró una nueva unidad de negocio como lo es la distribución de gas natural, así que consideramos que los años anteriores no reflejan fielmente el comportamiento actual y su potencial de crecimiento.

Las proyecciones del estado de resultados, tanto los ingresos como los costos de ventas y los gastos operativos fueron proyectados en un porcentaje de acuerdo a la tendencia presentada por la empresa en los últimos 3 años (2011, 2012 y 2013), los cuales al presentar un crecimiento estable y casi lineal se tomó la determinación de utilizar dicha metodología, principalmente por la poca información que se logró recolectar.

Las proyecciones de capital fijo (CAPEX) se realizaron de igual manera analizando el crecimiento año tras año de las inversiones en propiedad, plata y equipo de la compañía, así como su plan de expansión por los próximos cuatro años, principalmente en la unidad de negocio de transporte de gas, tanto en Colombia, como en el exterior.

Tomando en cuenta todo lo anterior, se proyectaron los flujos de caja descontados, así como su tasa de descuento (WACC) por medio de la metodología CAPM. Se determinó un valor patrimonial de \$16.070.233 millones de pesos.

**Tabla 1.** Valoración Metodología Flujo de Caja Descontado

<b>VALORACIÓN</b>	
WACC	8,76%
Tasa de Crecimiento	1,00%
VP FCL	\$ 3.111.702
Valor Continuidad	\$ 15.393.893
VP Vr Continuidad	\$ 10.117.703
<b>VALOR DE OPERACIÓN</b>	<b>\$ 13.229.404,18</b>
Inversiones Permanentes + Valorizaciones	\$ 7.159.326
<b>VALOR TOTAL DE LA EMPRESA</b>	<b>\$ 20.388.730,18</b>
Deuda Financiera	\$ 4.318.497
<b>VALOR PATRIMONIAL</b>	<b>\$ 16.070.233,18</b>

*Fuente:* Equipo de Valoración

### Calculo Tasa de Descuento

El cálculo del WACC se realizó tomando una tasa de impuestos del 34% de acuerdo a la reforma tributaria, una tasa libre de riesgo de 2.68%, la tasa a 10 años de los bonos del tesoro de Estados Unidos, una prima de riesgo de mercado del 7.61%, el beta del sector,

el cual se extrajo de los datos aportados por Damodaran y una tasa de riesgo país aportada por el EMBI.

**Tabla 2. Datos considerados para el cálculo del WACC**

<b>CALCULO TASA DE DESCUENTO (WACC)</b>	
Tasa de impuestos	34,00%
Media (rendimiento S&P 500)	0,02%
Media anual (rendimiento S&P 500)	4,93%
Tasa libre de riesgo	2,68%
Premio por el riesgo del mercado	7,61%
Beta sector	40,00%
Beta apalancada	53,25%
Riesgo país	1,80%
<b>Costo del Patrimonio en US\$ Corrientes</b>	<b>8,53%</b>
Inflación Externa (proyectada)	2,26%
<b>Costo del Patrimonio en Constantes</b>	<b>6,13%</b>
Inflación Interna (proyectada)	3,33%
<b>Costo del Patrimonio en \$ Corrientes</b>	<b>9,67%</b>

<b>CALCULO TASA DE DESCUENTO (WACC)</b>						
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Costo del Patrimonio en Constantes</b>	6,13%	6,35%	6,30%	6,25%	6,20%	6,13%
<b>Costo del Patrimonio en \$ Corrientes</b>	9,67%	9,33%	9,95%	10,11%	9,89%	9,67%
% Deuda	33,43%	30,53%	31,72%	32,46%	32,20%	32,87%
% patrimonio	66,57%	69,47%	68,28%	67,54%	67,80%	67,13%
Costos deuda (sin beneficio tributario)	10,45%	10,45%	10,45%	10,45%	10,45%	10,45%
Costo deuda	6,90%	6,90%	6,90%	6,90%	6,90%	6,90%
Costo patrimonio	9,67%	9,33%	9,95%	10,11%	9,89%	9,67%
<b>WACC</b>	<b>8,74%</b>	<b>8,59%</b>	<b>8,98%</b>	<b>9,06%</b>	<b>8,93%</b>	<b>8,76%</b>

*Fuente:* Equipo de Valoración

## DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

### Historia, localización e infraestructura.

La Empresa de Energía de Bogotá (EEB) fue fundada en 1896 como una empresa privada, con el objetivo de proveer servicios de generación, transmisión, distribución y comercialización de energía. En 1959 Bogotá, Distrito Capital, adquiere el 100% la compañía, convirtiéndose en una compañía de carácter público.

En la década de los 90's EEB enfrentó una crisis financiera fundamentalmente por el elevado servicio de la deuda y el Régimen Tarifario de 1990-1995, como solución de lo anterior en 1997 EEB pasó por una serie de transformaciones, por un lado con la capitalización privada extranjera de Endesa hubo una separación de sus actividades, se conformó Codensa para la distribución y Emgesa para la generación, la actividad de

transmisión continuó a cargo de EEB, por otro lado, cambia la composición accionaria configurándose un modelo de gestión público – privado.

Luego en el año 2002 EEB inicia un proceso de internacionalización en el cual compra el 40% de las acciones de la Red de Energía del Perú (REP), empresa de transmisión de energía del Perú, y en el año 2005 comienza un proceso de diversificación del negocio, adquiere el 72% de Transcogas, empresa de transporte de gas natural hacia Bogotá y su área de influencia. En el año 2006 EEB compra el 40% de acciones en el Consorcio Transmantaro (CMT) en el Perú y en el año 2007 adquiere Ecogas. Actualmente Transcogas y Ecogas, se encuentran fusionadas y se conoce como Transportadora de Gas Internacional S.A (TGI).

En el año 2008 EEB inicia un proceso de expansión, de ahí nace Contugas en el Perú, y en el 2009 se constituye TRECSA, proyecto de transmisión de electricidad en Guatemala, así mismo en ese año, EEB adquirió control sobre la Empresa de Energía de Cundinamarca (EEC) a través de DECSA. En el 2011 EEB compra el 60% de Gas Natural de Lima y Callao S.A. (Cálidda) en Perú, y se constituye EBBIS para la prestación de servicios de ingeniería, estudios eléctricos, gerencia y desarrollo de proyectos de transmisión en Guatemala. Dentro de todo este portafolio de inversiones EEB clasifica a las compañías en controladas, que son aquellas en las cuales tiene control técnico, comercial y financiero, y participadas, que son aquellas en la posee participación accionaria sin declaración de control.

EEB es la casa matriz del Grupo de Energía de Bogotá, constituida como una empresa de servicios públicos conforme a las disposiciones legales de Colombia. Su domicilio principal está ubicado en Bogotá, D.C., y para desarrollar su actividad de transmisión cuenta con una red de infraestructura de 1.447 kilómetros de líneas y 16 subestaciones.

### **Estrategia y desarrollos recientes**

EEB tiene una estrategia de expansión en el transporte y distribución de energía con participación relevante en otros negocios del sector energético, enfocado en países con alto potencial de crecimiento como Perú y Guatemala, y monopolios naturales que permitan la baja volatilidad en los flujos de caja.

En cuanto a los desarrollos recientes EEB en enero del presente año anunció la adquisición a través de TGI del 23.61% de la Transportadora de Gas del Perú (TGP) y del 100% de la Compañía Operadora de Gas del Amazonas (Coga). En noviembre de 2013 Fitch Ratings ratificó la calificación de la deuda corporativa de EEB en moneda local y extranjera, manteniendo el grado BBB-, con perspectiva estable, manteniendo una imagen favorable teniendo en cuenta la estabilidad de las finanzas de la empresa y su capacidad de expansión y crecimiento dentro y fuera de Colombia.

### **Productos y servicios.**

La principal actividad de EEB es la transmisión de energía eléctrica, pero participa en el negocio de gas natural y en toda la cadena de valor de la energía eléctrica a través de sus acciones en las diferentes compañías.

El manejo de todo su portafolio de inversión en las diferentes empresas, tanto en Colombia, como en Perú y Guatemala, representa una importante fuente de ingresos para la compañía, por medio de los dividendos decretados. Además de participar por medio de estas en los negocios de electricidad y gas natural.

EEB al ser la casa matriz del Grupo de Energía de Bogotá, controla la operación de las siguientes empresas, las cuales al momento de presentar los estados financieros, se consolidan en las cuentas operacionales.

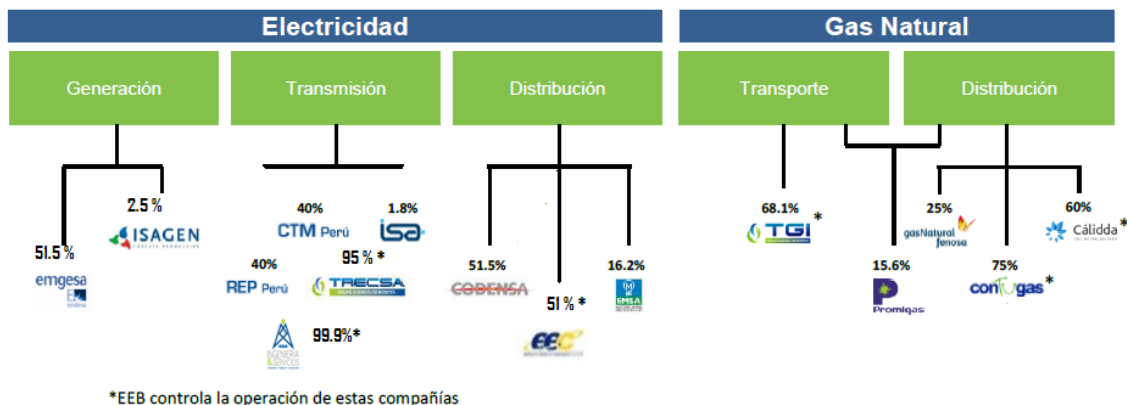
- TGI
- CALIDDA
- EEC
- CONTUGAS
- TRECSA
- EEBIS

Las demás compañías en las que la EEB posee participación pero no control operacional son:

- EMGESA
- CODENSA
- GAS NATURAL
- PROMIGAS
- EMSA
- REP
- CTM
- ISA
- ISAGEN

A continuación se muestra la participación de EEB en las diferentes compañías, tanto a nivel local como regional.

## **Gráfico 2:** Portafolio accionario de EEB



Fuente: EEB

EEB opera directamente en los negocios de:

- Transmisión de energía eléctrica en Colombia y Guatemala
- Distribución de energía eléctrica en Colombia
- Transporte de gas natural en Colombia
- Distribución de gas natural en Perú

**Análisis DOFA**

En la siguiente tabla se relaciona la matriz DOFA en donde se analizan las Debilidades, Oportunidades, Fortalezas y Amenazas de la compañía.

**Tabla 3.** Matriz DOFA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cuenta con participaciones significativas en diferentes empresas del sector energético</li> <li>• Tiene presencia internacional, en Perú y Guatemala</li> <li>• Atiende el mercado con mayor demanda y tamaño en Colombia, Bogotá D. C.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Está expuesta a cambios en las políticas por parte de la administración distrital</li> <li>• Sujeta a fluctuaciones en los precios de energía eléctrica y de gas natural</li> <li>• La entrada a otros mercados depende de la regulación</li> </ul>
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Participación en la actividad de la movilidad eléctrica</li> <li>• Inversiones en otros países de América Latina como Brasil, México, Ecuador y Chile</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cambios climáticos que retrasan el inicio y avance de los proyectos</li> <li>• Cambios imprevistos en la regulación pueden afectar los</li> </ul>

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.



flujos operacionales

*Fuente:* Equipo de Valoración

## DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

El equipo directivo cuenta con experiencia y estudios de posgrado, sin embargo en los últimos meses se han presentado modificaciones de los integrantes que conforman la alta gerencia.

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

“De conformidad con los lineamientos y directrices de la Junta Directiva, la remuneración del Presidente está dada por dos componentes, uno fijo y otro variable, éste último para compensar e incentivar hacia el logro de metas y compromisos y para evaluar su gestión, sin detrimento de los principios y valores consagrados en el código de buen gobierno”<sup>1</sup>.

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

El equipo gerencial está conformado de la siguiente forma:

**Tabla 4.** Equipo Directivo de EEB

NOMBRE	CARGO	EXPERIENCIA
Sandra Stella Fonseca Arenas	Presidente de EEB. Ingeniera Electricista	Directora Ejecutiva de la Comisión de Regulación de Energía y Gas. Directora de la división de Minas y Energía del Departamento de Planeación Nacional
María Cristina Toro Restrepo	Secretaria General. Abogada	Secretaria General de la Central Hidroeléctrica de Caldas. Directora Jurídica de la empresa Aguas de Manizales.
Felipe Castilla	Vicepresidente financiero. Ingeniero Civil	Vicepresidente Financiero en Contour Global Latinoamérica, Vicepresidente Financiero de la Refinería de Cartagena
Ernesto Moreno Restrepo	Vicepresidente de Transmisión. Ingeniero eléctrico	En EEB ha desempeñado cargos como Jefe de la División de Líneas de Transmisión, Jefe de la División de Generación Eléctrica
Juan Martín Zuluaga Tobón	Vicepresidente de Proyectos Especiales. Ingeniero Civil	Gerente de We Source S.A.S., Subgerente de Nuevos Negocios de Aguas de Manizales S.A. E.S.P.
Sandra Aguillón Rojas	Directora de Auditoría Interna. Contadora pública	Gerente de Auditoría Deloitte & Touche Ltda

<sup>1</sup> Código de Buen Gobierno EEB. Artículo 37

Mónica Jaramillo Segura	Vicepresidenta Administrativa. Administradora de Empresas	Gerente Administrativa y de Suministros de la Empresa CCX Colombia S.A
Álvaro Torres Macías	Vicepresidente de Portafolio Accionario y Planeación Corporativa. Ingeniero Electricista	Presidente de Torres Rueda Consultores S.A.S. Presidente del Comité de Dirección. Gerente General de SNC Lavalin International, Suc. Colombia. Presidente de la Junta Directiva de Consultoría Colombiana S.A.
Gabriel Ignacio Rojas	Director Gestión de Filiales Economista	Especialista de Filiales e Inversiones de ISA, Jefe de área de Estudios Económicos Cervecería Unión S.A., Analista Planeación Banco Santander

**Fuente:** Equipo de valoración con información de EEB

**Tabla 5.** Miembros Junta Directiva de EEB

NOMBRE	EXPERIENCIA
Gustavo Petro Urrego	Alcalde de Bogotá. Diplomático en la embajada de Colombia en Bélgica
Fernando Arbeláez Bolaños	Docente, investigador del Observatorio de Economía y Operaciones Numéricas (ODEON), de la Universidad Externado de Colombia
Guillermo Perry	Jefe de la Región de América Latina y El Caribe del Banco Mundial. Ministro de Hacienda y Crédito Público. Ministro de Minas y Energía. Director Nacional de Impuestos
Alberto Merlano Alcocer	Gerente de la Empresa de Acueducto y Alcantarillado de Bogotá
Saúl Kattan Cohen	Presidente de la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá. Gerente de Blockbuster Video Colombia. Presidente NFCGC Investments [Juan Valdez Café NY]. Presidente de Best Beach Pizza LLC
Germán Corredor Avella	Gerente de Regulación Unión Fenosa. Consultor en temas energéticos. Director de la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME). Director del Observatorio Colombiano de Energía OCE-UNAL
Mauricio Cabrera Galvis*	Director de Crédito Público. Presidente de la Fundación FES. Director de Incombank. Presidente del Banco de Occidente. Actualmente es el Director de Cabrera y Bedoya – Banqueros de Inversión

Mauricio Cárdenas Müller*	Actualmente Asesor de la Presidencia de la Fundación Luis Carlos Sarmiento Angulo. Ingeniero de Proyectos en la Fundación Ardila Lülle. Market Manager e Ingeniero de Ventas en AT&T Network Wireless Systems
Claudia Lucia Castellanos*	Actualmente Vicepresidente de Suministro y Mercadeo de Ecopetrol. Jefe de la Unidad de Planeación de Comercio Internacional y Gas en Ecopetrol

\*Miembros independientes

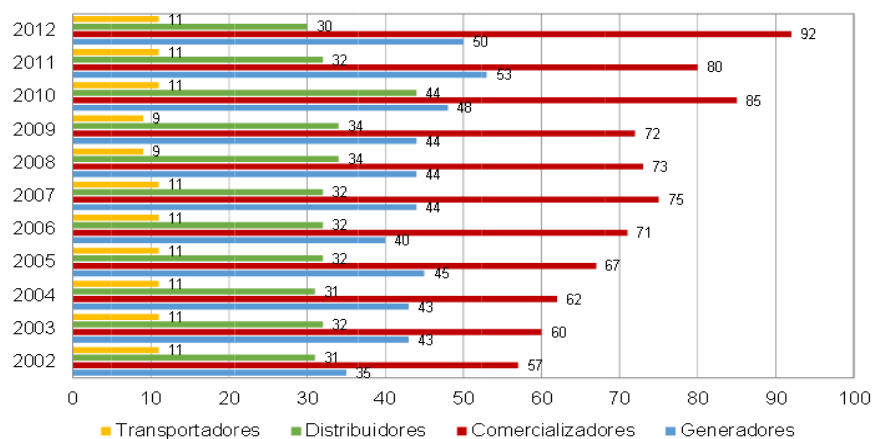
*Fuente:* Equipo de valoración con información de EEB

## ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

En Colombia se diseñó un organismo encargado de la regulación, “Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG)”. De igual manera, se segmentó el mercado en usuarios regulados, cuyas tarifas son dadas por la CREG, y usuarios no regulados, donde los precios son acordados entre las partes. El marco regulatorio estableció la libre competencia en la generación de electricidad con una participación máxima del 25%, mientras que en las actividades de transmisión y distribución se tratan como monopolios regulados.

A continuación se muestra la evolución histórica de los agentes del sector eléctrico por actividad, donde se observa que la actividad de comercialización ha sido la de mayor crecimiento en los últimos 10 años, mientras que los transportadores y distribuidores han sido estables.

**Gráfico 3. Agentes Sector Eléctrico Registrados por Actividad**

*Fuente:* UPME<sup>2</sup>

La EEB por medio de la participación accionaria y diferentes unidades de negocios operativas, está presente en cada una de las actividades del sector eléctrico.

<sup>2</sup> Documento en línea: [http://www.upme.gov.co/Docs/Plan\\_Expansion/2013/Plan\\_GT\\_2013-2027\\_Vdefinitiva.pdf](http://www.upme.gov.co/Docs/Plan_Expansion/2013/Plan_GT_2013-2027_Vdefinitiva.pdf)

En la actividad de generación para el año 2013 EPM tenía la mayor capacidad, seguida por EMGESA e ISAGEN

Por medio de su participación accionaria en la Empresa Emgesa, en la cual posee el 51,55% de acciones preferentes sin derecho a voto, la EEB participa en la actividad de generación.

La comercialización se realiza por medio de Codensa, la cual es líder a nivel nacional con el 24% de participación de total, en la cual la EEB posee el 51,55%. Mientras que la distribución por medio de EEC (Empresa de Energía de Cundinamarca).

Dentro del Sistema de Transmisión Nacional la empresa Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. posee el 75% de los activos de la red, seguida por Transelca, que es subsidiaria de ISA con una participación directa del 99.99%, y en tercer lugar EEB.

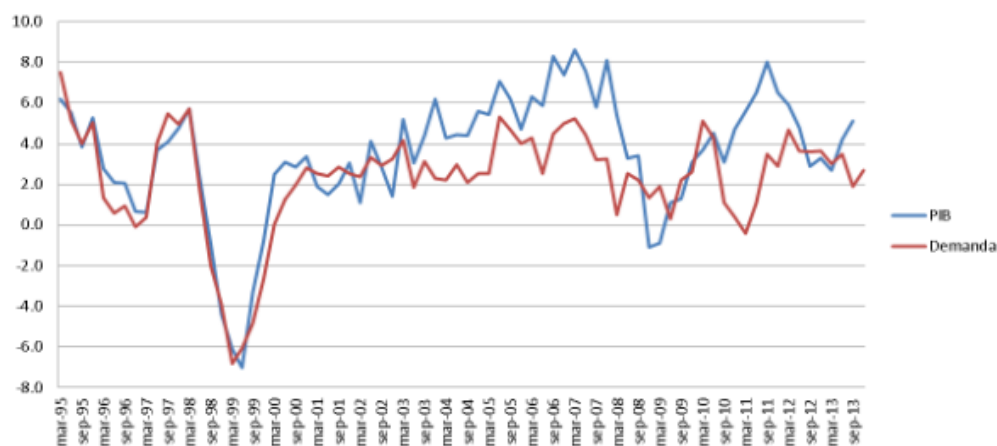
**Tabla 6.** Participación de los principales agentes generadores 2013

AGENTE GENERADOR	PARTICIPACIÓN
Empresas Públicas de Medellín E.S.P.	23.3%
Emgesa S.A.E.S.P.	20.7%
Isagen S.A.E.S.P.	16.6%
Generadora y Comercializadora de Energía del Caribe S.A. E.S.P.	11.0%

*Fuente:* XM<sup>3</sup>

Una de las variables macroeconómicas que influye sobre el sector energético es el PIB, como observamos en el gráfico están se encuentran correlacionadas hasta el año 2003, en el cual se empiezan a ver diferentes tendencias entre el PIB y la demanda de energía.

**Gráfico 4.** Comportamiento trimestral del PIB y la demanda de energía en Colombia



*Fuente:* XM, Informe Consolidado del Mercado, 10/01/2014

<sup>3</sup> Documento en línea: <http://informesanuales.xm.com.co/2013/SitePages/operacion/2-12-Anex-Generacion-por-agente.aspx>

Este cambio en el comportamiento puede ser explicado por el mayor aporte de otros sectores que demandan menor cantidad de energía en el PIB, tales como la construcción. Así como la sustitución de la energía eléctrica por diferentes energéticos, como a la autoproducción de energía.

La energía eléctrica al ser una actividad que se desarrolla en medio de monopolios naturales y regulaciones, las variables macroeconómicas se encuentran supeditadas a las diferentes empresas regulatorias, tales como el CREG, la UPME y el Ministerio de Minas y Energía. Por lo cual si se toma en cuenta el mercado regulado, como lo es el consumo del sector residencial, no se ve afectado en gran medida en épocas de crisis, las cuales afectan el PIB de una manera muy pronunciada.

El factor climático también genera cambios que afectan directamente la operación de la empresa y por consiguiente sus ingresos y costos operativos.

### Comparativo por múltiplos

Al comparar EEB con el promedio de la industria a nivel regional se aprecia como la empresa se encuentra por encima del promedio si se mira el P/E, EV/EBITDA y P/EBITDA, mientras que posee un valor menor al promedio si se toma el EV/BV

**Tabla 7.** Análisis comparativo empresas del sector Suramericano

EMPRESA	Mkt Cap (COP)	EV/BV	P/E	EV/EBITDA	P/EBITDA
<b>EMPRESA DE ENERGIA DE BOC</b>	<b>14.414.448</b>	<b>1,7047</b>	<b>15,5054</b>	<b>18,0274</b>	<b>16,6907</b>
INTERCONEXION ELECTRICA SA	10.079.869	1,8475	19,4395	7,5951	4,8539
ISAGEN SA ESP	8.668.909	3,1952	20,4110	12,9803	13,3985
PROMIGAS S.A.	5.336.105	4,0518	15,3270		
CIA ENERGETICA MINAS GER-PR	17.879.021	2,0667	5,9522	5,3182	4,1926
CPFL ENERGIA SA	16.121.720	3,8505	27,1839	9,0882	6,2269
CGE DISTRIBUCION SA	1.910.727	1,9349	27,7686		8,6308
CIA ENERGETICA DO RIO GRANT	1.407.233	2,2598	8,0558		6,0744
Promedio sector	9.477.254	2,6139	17,4554	10,6018	8,5811
Precio Objetivo		\$ 2.415	\$ 1.773	\$ 926	\$ 810
Potencial Des/Valoración		53,34%	12,58%	-41,19%	-48,59%

*Fuente:* Bloomberg. Julio 8 de 2014

### RIESGOS DE INVERSIÓN

Los principales riesgos<sup>4</sup> a los que se enfrenta EEB son:

<sup>4</sup> EEB (2011). Prospecto de Información Definitivo Acciones Ordinarias

- **Riesgo de Mercado:** Una fluctuación de los precios de la energía eléctrica y de gas natural causados por cambios en la oferta y demanda, las condiciones hidrológicas, los impuestos nacionales y locales, los precios internacionales del petróleo y gas natural, pueden impactar en los flujos de caja.
- **Riesgo de tipo de cambio:** Por sus operaciones en otros países, el comportamiento de la tasa de cambio impacta sus obligaciones de largo plazo que representan un porcentaje muy alto respecto a su deuda en moneda local, sus inversiones permanentes y sus cuentas por cobrar de largo plazo a filiales que se encuentren denominadas en moneda extranjera. Para mitigar este riesgo EEB suscribe contratos de cobertura como cupones swap.
- **Riesgo de escasez de recursos naturales:** La disponibilidad de agua y los combustibles fósiles (gas natural, carbón) afectan la generación hidroeléctrica y térmica de energía. Dado que la compañía es consciente que su operación genera impactos ambientales, ha establecido la Política Ambiental Corporativa, que obliga al uso de tecnologías respetuosas con el medio ambiente.
- **Riesgo Operativo:** El incumplimiento en los avances de las obras pueden generar sobrecostos, sumado a los riesgos inherentes de la industria como fallas en los equipos y rupturas, explosiones, polución, emisión de sustancias tóxicas, incendios, condiciones climáticas adversas, riesgos geológicos. La compañía cuenta con seguros contra estos riesgos posibles.
- **Riesgo Financiero:** Aunque tiene ingresos regulados y contratos a largo plazo, los flujos de caja están expuestos a la tasa de cambio y los cambios de precios de energía, e incluso a los costos y gastos por el crecimiento de la infraestructura y mantenimiento de las redes y equipos, esto opacaría el crecimiento del EBITDA.
- **Riesgo de Procesos Internos:** Ninguna compañía está exenta de posibles conflictos al interior de la compañía en el cumplimiento de sus actividades por parte de sus colaboradores, para mitigar este riesgo EEB cuenta con el SGI, el Comité de Auditoría Interno, y las políticas de gobierno corporativo.
- **Riesgo Sindical:** En los últimos años no se han realizado interrupciones de las actividades por diferencias en las relaciones laborales. EEB cuenta con un marco de referencia en Políticas de Colaboradores. Actualmente tiene presencia el Sindicato Sintraelec dentro del gremio de los colaboradores.
- **Riesgo Legal o de Regulación:** Su enfoque de expansión está condicionado a la obtención de los permisos, las licencias y los derechos de vía necesarios. La construcción de nuevas infraestructuras depende de las normas territoriales/ambientales y de la aprobación de las entidades gubernamentales.
- **Riesgo Político:** Dado que el mayor accionista es el Distrito Capital, se encuentra expuesto a cambios por parte de la administración distrital que podrían afectar la continuidad de los proyectos. Para mitigar este riesgo la

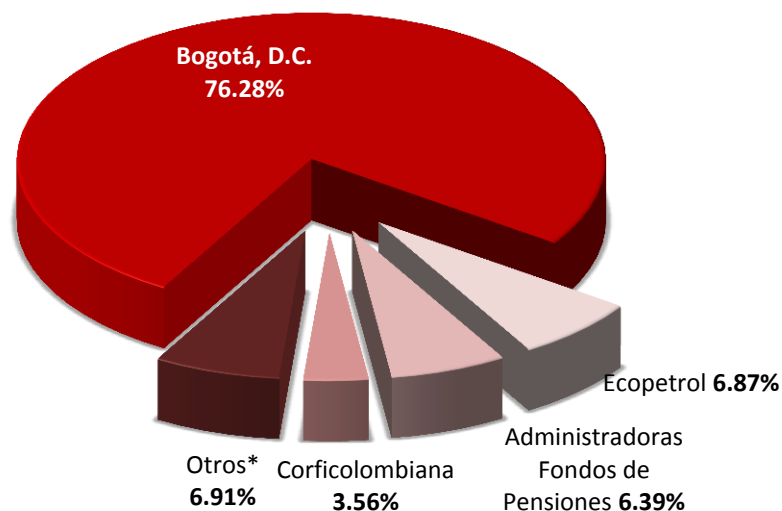
compañía cuenta con un código y políticas de gobierno corporativo para que las dediciones se tomen de manera técnica y estratégica.

## ANÁLISIS DE LA COMPOSICION ACCIONARIA

La acción de EEB es transada en la Bolsa de Valores de Colombia. Su participación en el índice COLCAP es del 2.224%<sup>5</sup> ocupando dentro de la canasta el puesto número 17, y en índice COLEQTY se ubica en la posición número 19, con una participación de 2.311%<sup>6</sup>.

Al 30 de abril de 2014 el 14.75%<sup>7</sup> de las acciones son de libre flotación en el mercado colombiano.

**Gráfico 5: Principales accionistas de EEB**



\*Asociación de Ingenieros de EEB, ETB, EAAB, Fondo de Empleados de EEB, Sociedad de Pensionados de EEB, accionistas minoritarios.

**Fuente:** Equipo de valoración con información de EEB

<sup>5</sup> Consulta realizada el 07 de julio 2014 en BVC

<sup>6</sup> Consulta realizada el 07 de julio en BVC

<sup>7</sup> Fuente: Bloomberg. Abril 30 de 2014

## EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

### 1. Supuestos de Operación

- **Ingresos:** Para los supuestos de ventas e ingresos se realizó el cálculo de la tendencia presentada por la empresa los últimos tres años de funcionamiento (2011, 2012 y 2013) debido a que a partir de 2011 se ven reflejados los resultados del ingreso a la nueva unidad de negocio de Distribución de Gas Natural.

Se espera que la empresa siga creciendo a tasas sostenidas en los años proyectados, si se toma en cuenta el promedio de crecimiento en ingresos operacionales del 25,69% en los últimos años. Para luego continuar con un crecimiento estable en ingresos del 13%, dato recogido de la conferencia realizada por la presidenta de la compañía Sandra Fonseca, en su presentación de los resultados del cuarto trimestre de 2013.

- **Costo de Ventas:** Se tomó como base la tendencia presentada por el comportamiento histórico de los costos de venta y su porcentaje respecto a los Ingresos presentados por la compañía.

**Tabla 8.** Porcentaje costos respecto a Ingresos Operacionales

% RESPECTO A INGRESO OPERACIONAL Y CADA UNIDAD DE NEGOCIO			
	2011	2012	2013
<b>Costo de Ventas</b>	<b>-49,59%</b>	<b>-52,04%</b>	<b>-53,40%</b>
Transmisión de Energía	-43,46%	-44,23%	-46,29%
Distribución de Energía	-72,64%	-70,91%	-75,21%
Transporte de Gas Natural	-33,33%	-35,96%	-31,04%
Distribución de Gas Natural	-60,58%	-65,67%	-73,68%

*Fuente:* Equipo de Valoración

Como se observa en la anterior tabla, los costos de la Distribución de Gas Natural representan un porcentaje muy elevado, respecto a los ingresos que se reciben de los mismos. Esto debido a la gran inversión que se tiene que realizar al ingresar en un nuevo mercado, y se espera que esta tendencia se siga presentando en los años proyectados.

- **Gastos Operativos:** Al igual que los ingresos y costos de ventas, los gastos operativos se proyectaron tomando en cuenta la tendencia de los últimos 3 años, y cuanto representan estos de acuerdo a los Ingresos Operacionales de EEB.



Gastos operativos	2011	2012	2013
	(\$ 166.402)	(\$ 202.907)	(\$ 306.548)
Transmisión de Energía	3,83%	3,67%	10,30%
Distribución de Energía	15,70%	19,52%	11,61%
Transporte de Gas Natural	23,53%	25,73%	36,38%
Distribución de Gas Natural	56,94%	51,08%	41,71%

## 2. Supuestos de Inversión

- **CAPEX:** Se tomó un promedio de crecimiento en propiedad, planta y equipo el cual tiene una correlación muy alta respecto al crecimiento en ventas y crecimiento en participación de mercado. Entre las inversiones están la renovación y mantenimiento de la infraestructura de la compañía, adquisición de compañías o participación accionaria con el fin de continuar la expansión de unidades de negocios claves como la distribución y transporte de gas natural en países como Perú y posiblemente Brasil.

## 3. Capital de Trabajo

- Tomando la rotación de las cuentas de capital de trabajo (Inventarios, Cuentas por cobrar y Cuentas por Pagar), se realizó el cálculo del capital de trabajo neto operativo que la empresa requerirá en los años proyectados para mantener la solvencia y liquidez del negocio.

### Estructura de Capital:

- A partir de la información histórica de los estados financieros consolidados de los últimos años se realizó la proyección y su composición deuda/patrimonio. Dando como resultado una disminución en el nivel de endeudamiento.

## 4. Impuestos

- Se tomó un impuesto de renta y complementarios de un 34%, para el cálculo del WACC, para los años a proyectar. A pesar de que una parte de la operación se realiza fuera de Colombia, se determinó este valor al ser uno el más alto de los países donde opera. (Colombia 33%, Guatemala 31%, Perú 30%).

**Tabla 9.** Indicadores Financieros Históricos

<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>			
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Indicadores de liquidez</b>			
Razón Corriente	2,54	2,17	3,98
Capital Neto de Trabajo	960.541,00	784.925,00	1.810.809,00
Prueba Acida 1	2,38	1,85	3,81
<b>Indicadores de Administracion de Activos</b>			
Rotacion de Cartera	2,79	2,74	3,04
Días Rotación de Cartera	130,69	133,18	119,93
Rotacion del Inventario	9,59	5,21	6,68
Días Rotación de Inventario	38,08	70,06	54,65
Rotacion del Activo Fijo	0,11	0,12	0,14
Rotacion del Activo Total	0,10	0,11	0,12
<b>Indicadores de Rentabilidad</b>			
Margen Bruto	50,47%	48,10%	46,77%
Margen Operacional	38,76%	35,28%	31,09%
Margen Neto	21,49%	43,64%	43,14%
Rendimiento del Patrimonio (ROE)	3,67%	7,68%	8,60%
Rendimiento del Activo Total (ROA)	2,19%	4,70%	5,02%
<b>Indicadores de Endeudamiento</b>			
Nivel de Endeudamiento	40,43%	38,77%	33,43%
Impacto de la Carga Financiera	28,28%	24,07%	11,83%
Concentración Deuda en el Corto Plazo	11,02%	11,83%	10,82%
Leverage o Apalancamiento	67,87	63,32	57,30
D/P	0,679	0,633	0,573

*Fuente* Equipo de Valoración

**Tabla 10.** Indicadores Financieros Proyección

INDICADORES FINANCIEROS PROYECTADOS	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Indicadores de Liquidez</b>					
Razón Corriente	3,29	3,66	4,05	4,21	4,47
Capital Neto de Trabajo	\$ 1.783.129	\$ 2.280.203	\$ 2.954.112	\$ 3.692.725	\$ 4.650.566
Prueba Acida	3,13	3,47	3,85	4,00	4,24
<b>Indicadores de Administración de Activos</b>					
Rotación de Cartera	3,04	3,04	3,04	3,04	3,04
Días Rotación de Cartera	118,29	118,29	118,29	118,29	118,29
Rotación Inventario	10,42	10,42	10,42	10,42	10,42
Días Rotación Inventario	34,55	34,55	34,55	34,55	34,55
Rotación Cuentas por Pagar	3,27	3,27	3,27	3,27	3,27
Días Cuentas por Pagar	110,00	110,00	110,00	110,00	110,00
<b>Indicadores de Rentabilidad</b>					
Margen Bruto	48,36%	47,64%	47,50%	47,75%	47,55%
Margen Operacional	39,43%	39,72%	40,84%	42,80%	43,48%
Margen Neto	42,84%	43,73%	44,79%	45,98%	46,70%
Rendimiento del Patrimonio (ROE)	10,55%	12,56%	15,31%	18,50%	21,89%
Rendimiento del Activo Total (ROA)	6,35%	7,34%	8,75%	10,50%	12,17%
<b>Indicadores de Endeudamiento</b>					
Nivel de Endeudamiento	30,53%	31,72%	32,46%	32,20%	32,87%
Concentración Deuda en el Corto Plazo	14,93%	14,69%	14,94%	16,58%	17,33%
Apalancamiento	50,74%	54,26%	56,79%	56,70%	59,11%

*Fuente:* Equipo de Valoración

**Tabla 11.** Supuestos de Valoración

<b>SUPUESTOS</b>					
	<b>2.014</b>	<b>2.015</b>	<b>2.016</b>	<b>2.017</b>	<b>2.018</b>
<b>Ingresos</b>					
Tendencia 6 años	1.474.880	1.475.613	1.476.345	1.566.996	1.591.354
Tendencia 3 años	1.654.719	1.732.674	1.782.599	1.725.062	1.748.510
		4,71%	2,88%	-3,23%	1,36%
<b>Crecimiento Ingresos</b>					
Inflación	2,80%	3,43%	3,63%	3,48%	3,33%
Crecimiento Ingresos sobre Inflación (Tendencia 3 años)	26,42%	19,01%	22,36%	22,62%	21,35%
	<b>29,22%</b>	<b>22,44%</b>	<b>25,99%</b>	<b>26,10%</b>	<b>24,68%</b>
			<b>Prom</b>		<b>25,69%</b>
<b>Costos</b>					
Porcentaje respecto a Ingresos (Tendencia 3 años)	<b>-51,73%</b>	<b>-52,44%</b>	<b>-52,57%</b>	<b>-52,30%</b>	<b>-52,49%</b>
<b>Gastos Operativos</b>					
Porcentaje respecto a Ingresos (Tendencia 3 años)	<b>-17,37%</b>	<b>-19,84%</b>	<b>-21,79%</b>	<b>-24,09%</b>	<b>-26,16%</b>
			<b>Prom</b>		<b>-21,85%</b>
<b>Ingresos (Gastos) No Operacionales</b>					
Porcentaje respecto a Ingresos (Tendencia 3 años)	<b>10,79%</b>	<b>17,71%</b>	<b>16,81%</b>	<b>15,12%</b>	<b>16,56%</b>
			<b>Prom</b>		<b>15,40%</b>
<b>Interés Minoritario</b>	<b>-11,59%</b>	<b>-11,04%</b>	<b>-9,91%</b>	<b>-10,86%</b>	<b>-10,62%</b>
<b>Impuestos Aplicados</b>					
<b>Aumento PPE Bruto</b>	<b>2,86%</b>	<b>6,65%</b>	<b>4,76%</b>	<b>5,71%</b>	<b>5,24%</b>
			<b>Prom</b>		<b>6,00%</b>
<b>Valorizaciones</b>	<b>7,48%</b>	<b>7,60%</b>	<b>7,75%</b>	<b>7,62%</b>	<b>7,66%</b>
<b>Interes Minoritario (Balance)</b>	<b>13,93%</b>	<b>14,62%</b>	<b>14,29%</b>	<b>14,46%</b>	<b>14,39%</b>
<b>Superávit por valorizaciones</b>	<b>6,12%</b>	<b>2,41%</b>	<b>3,94%</b>	<b>4,16%</b>	<b>3,51%</b>

*Fuente:* Equipo de Valoración

## FUENTES DE INFORMACIÓN

- Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Disponible en: [www.bvc.com.co/](http://www.bvc.com.co/)
- Superintendencia Financiera. Disponible en: [www.superfinanciera.gov.co/](http://www.superfinanciera.gov.co/)
- Bloomberg.
- Banco de la República. Disponible en: [www.banrep.gov.co/](http://www.banrep.gov.co/)
- Valores de Bancolombia. [www.valoresbancolombia.com/](http://www.valoresbancolombia.com/)
- XM Compañía Expertos en Mercados S.A. E.S.P. Disponible en [www.xm.com.co/](http://www.xm.com.co/)
- Empresa de Energía de Bogotá (EEB). Disponible en: [www.eeb.com.co/](http://www.eeb.com.co/)
- Damodaran Online: Home page for Aswath Damodaran. Disponible en: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Unidad de Planeación Minero Energética. Disponible en: [www.upme.gov.co](http://www.upme.gov.co)
- CREG <http://www.creg.gov.co/>
- Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios  
<http://www.superservicios.gov.co/Energia-y-gas>
- Ministerio de Minas y Energía <http://www.minminas.gov.co/>
-

**BALANCE GENERAL HISTÓRICO**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>ACTIVOS</b>						
Efectivo	\$ 365	\$ 142.540	\$ 369.970	\$ 786.870	\$ 404.512	\$ 983.713
Inversiones Temporales	\$ 410.935	\$ 455.935	\$ 218.875	\$ 166.389	\$ 259.406	\$ 672.203
Deudores	\$ 61.159	\$ 238.814	\$ 1.160.234	\$ 508.762	\$ 577.582	\$ 642.452
Inventarios	\$ 7.596	\$ 38.288	\$ 43.222	\$ 103.783	\$ 212.426	\$ 100.183
Gastos Pagados por Anticipado y Otros Activos	\$ 1.071	\$ 0	\$ 2.271	\$ 6.797	\$ 3.778	\$ 7.044
Otros Activos	\$ 0	\$ 92.273	\$ 10.942	\$ 9.969	\$ 940	\$ 12.979
Cuentas Por Cobrar a Largo Plazo (Deudores Largo Plazo)	\$ 881.558	\$ 428.922	\$ 262.481	\$ 323.961	\$ 99.125	\$ 168.782
Depositos Entregados en Administración - Pensiones	\$ 220.537	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 193.855	\$ 173.283
Propiedad, Planta y Equipo Neto	\$ 281.453	\$ 1.660.338	\$ 1.887.552	\$ 3.742.040	\$ 3.493.970	\$ 3.753.482
Inversiones Permanentes	\$ 2.642.529	\$ 1.719.016	\$ 1.600.556	\$ 2.066.221	\$ 1.767.332	\$ 1.810.915
Otros Activos	\$ 123.953	\$ 118.353	\$ 135.058	\$ 363.398	\$ 339.593	\$ 312.805
Intangibles	\$ 0	\$ 1.983.117	\$ 1.864.688	\$ 1.263.190	\$ 2.391.894	\$ 2.825.010
Valorizaciones	\$ 3.649.427	\$ 4.178.914	\$ 4.308.895	\$ 4.615.490	\$ 4.945.317	\$ 5.348.411
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>\$ 8.280.583</b>	<b>\$ 11.056.510</b>	<b>\$ 11.864.744</b>	<b>\$ 13.956.870</b>	<b>\$ 14.689.730</b>	<b>\$ 16.811.262</b>
<b>PASIVO</b>						
Porción Corriente de la deuda a Largo Plazo (Obligaciones Financieras)	\$ 125.509	\$ 208.070	\$ 153.891	\$ 287.809	\$ 259.393	\$ 124.456
Operaciones de Cobertura						\$ 11.306
Cuentas por Pagar	\$ 26.459	\$ 106.328	\$ 818.618	\$ 221.956	\$ 290.553	\$ 318.998
Obligaciones Laborales	\$ 737	\$ 8.911	\$ 8.080	\$ 17.933	\$ 22.762	\$ 25.776
Recaudos a favor de Terceros	\$ 0	\$ 17.178	\$ 10.895	\$ 11.580	\$ 13.086	\$ 17.159
Pensiones de Jubilación	\$ 27.461	\$ 31.854	\$ 27.041	\$ 32.536	\$ 32.639	\$ 31.091
Beneficios Complementarios a Pensiones de Jubilación	\$ 4.986	\$ 6.446	\$ 5.089	\$ 4.256	\$ 4.256	\$ 4.256
Pasivos Estimados y Provisiones	\$ 6.944	\$ 52.162	\$ 34.623	\$ 45.586	\$ 50.528	\$ 65.259
Otros Pasivos	\$ 145	\$ 1.012	\$ 366	\$ 373	\$ 502	\$ 9.464
Deuda a Largo Plazo (Obligaciones Financieras)	\$ 1.603.870	\$ 2.991.708	\$ 2.798.769	\$ 3.087.110	\$ 2.944.596	\$ 4.194.041
Operaciones de Cobertura	\$ 7.251	\$ 121.856	\$ 171.847	\$ 198.185	\$ 240.013	\$ 220.203
Cuentas por Pagar	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 75.313	\$ 70.255	\$ 13.815
Pensiones de Jubilación	\$ 193.087	\$ 237.809	\$ 289.469	\$ 282.029	\$ 272.213	\$ 260.639
Beneficios Complementarios a Pensiones de Jubilación	\$ 53.421	\$ 69.851	\$ 35.088	\$ 35.783	\$ 31.263	\$ 37.291
Pasivos Estimados y Provisiones	\$ 27.484	\$ 42.804	\$ 96.792	\$ 96.096	\$ 85.333	\$ 73.243
Otros Pasivos	\$ 5.461	\$ 75.791	\$ 98.941	\$ 178.186	\$ 175.333	\$ 212.203
Interes Minoritario		\$ 188.467	\$ 204.476	\$ 1.068.188	\$ 1.202.345	\$ 1.386.102
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>\$ 2.082.815</b>	<b>\$ 4.160.247</b>	<b>\$ 4.753.985</b>	<b>\$ 5.642.919</b>	<b>\$ 5.695.070</b>	<b>\$ 5.619.200</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital Suscrito y Pagado	\$ 664.993	\$ 664.993	\$ 664.993	\$ 492.111	\$ 492.111	\$ 492.111
Prima en Colocación de Acciones	\$ 97.412	\$ 97.412	\$ 97.412	\$ 837.799	\$ 837.799	\$ 837.799
Reservas	\$ 935.308	\$ 912.606	\$ 1.730.516	\$ 1.732.877	\$ 1.718.207	\$ 2.005.303
Resultados de Ejercicios Anteriores	\$ 67.466	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Resultado Neto del Periodo	\$ 219.115	\$ 723.213	\$ 2.361	\$ 305.294	\$ 690.701	\$ 843.560
Superávit Donado	\$ 6.655	\$ 6.655	\$ 6.655	\$ 6.655	\$ 6.655	\$ 6.655
Superávit por valorizaciones	\$ 3.649.427	\$ 3.945.911	\$ 3.755.261	\$ 4.403.648	\$ 4.306.279	\$ 4.448.202
Superávit por método de participación	\$ 2.013	\$ 0	\$ 317.994	\$ 0	\$ 407.341	\$ 636.763
Revalorización del Patrimonio	\$ 555.379	\$ 545.473	\$ 535.567	\$ 535.567	\$ 535.567	\$ 535.567
<b>Total Patrimonio de los accionistas</b>	<b>\$ 6.197.768</b>	<b>\$ 6.896.263</b>	<b>\$ 7.110.759</b>	<b>\$ 8.313.951</b>	<b>\$ 8.994.660</b>	<b>\$ 9.805.960</b>
<b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>	<b>\$ 8.280.583</b>	<b>\$ 11.056.510</b>	<b>\$ 11.864.744</b>	<b>\$ 13.956.870</b>	<b>\$ 14.689.730</b>	<b>\$ 16.811.262</b>

## BALANCE GENERAL PROYECTADO

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>ACTIVOS</b>					
Efectivo	\$ 1.224.420	\$ 1.520.638	\$ 1.937.641	\$ 2.535.309	\$ 3.201.341
Inversiones Temporales	\$ 366.447	\$ 433.133	\$ 491.042	\$ 430.655	\$ 452.057
Deudores	\$ 830.180	\$ 1.016.477	\$ 1.280.649	\$ 1.614.878	\$ 2.013.447
Inventarios	\$ 125.408	\$ 155.664	\$ 196.620	\$ 246.640	\$ 308.633
Gastos Pagados por Anticipado y Otros Activos	\$ 5.879	\$ 5.573	\$ 6.171	\$ 5.880	\$ 5.881
Otros Activos	\$ 7.971	\$ 7.305	\$ 9.427	\$ 8.243	\$ 8.333
Cuentas Por Cobrar a Largo Plazo (Deudores Largo Plazo)	\$ 197.460	\$ 155.293	\$ 174.015	\$ 175.760	\$ 168.526
Depositos Entregados en Administración - Pensiones	\$ 183.703	\$ 178.627	\$ 181.300	\$ 180.098	\$ 180.833
Propiedad, Planta y Equipo Neto	\$ 3.975.019	\$ 4.154.724	\$ 4.356.275	\$ 4.589.369	\$ 4.834.920
Inversiones Permanentes	\$ 1.883.317	\$ 1.822.349	\$ 1.840.688	\$ 1.850.612	\$ 1.839.711
Otros Activos	\$ 338.927	\$ 330.770	\$ 327.829	\$ 332.837	\$ 330.806
Intangibles	\$ 2.162.437	\$ 2.462.186	\$ 2.485.616	\$ 2.372.485	\$ 2.442.501
Valorizaciones	\$ 5.748.388	\$ 6.185.234	\$ 6.664.625	\$ 7.172.274	\$ 7.721.907
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>\$ 17.049.555</b>	<b>\$ 18.427.972</b>	<b>\$ 19.951.897</b>	<b>\$ 21.515.039</b>	<b>\$ 23.508.896</b>
<b>PASIVO</b>					
Porción Corriente de la deuda a Largo Plazo (Obligaciones Financieras)	\$ 224.081	\$ 202.839	\$ 183.988	\$ 203.831	\$ 197.081
Operaciones de Cobertura	\$ 11.306	\$ 11.306	\$ 11.306	\$ 11.306	\$ 11.306
Cuentas por Pagar	\$ 399.318	\$ 495.657	\$ 626.070	\$ 785.339	\$ 982.735
Obligaciones Laborales	\$ 24.287	\$ 25.050	\$ 24.687	\$ 24.887	\$ 24.806
Recaudos a favor de Terceros	\$ 15.134	\$ 16.158	\$ 15.658	\$ 15.920	\$ 15.801
Pensiones de Jubilación	\$ 30.491	\$ 30.996	\$ 30.853	\$ 31.488	\$ 31.314
Beneficios Complementarios a Pensiones de Jubilación	\$ 4.890	\$ 4.873	\$ 4.611	\$ 4.532	\$ 4.578
Pasivos Estimados y Provisiones	\$ 57.938	\$ 61.644	\$ 59.836	\$ 60.785	\$ 60.355
Otros Pasivos	\$ 9.729	\$ 10.063	\$ 10.428	\$ 10.791	\$ 11.150
Deuda a Largo Plazo (Obligaciones Financieras)	\$ 3.570.206	\$ 4.143.090	\$ 4.665.602	\$ 4.930.930	\$ 5.541.744
Operaciones de Cobertura	\$ 230.277	\$ 225.409	\$ 228.012	\$ 226.880	\$ 227.615
Cuentas por Pagar	\$ 53.170	\$ 45.789	\$ 37.634	\$ 45.574	\$ 43.042
Pensiones de Jubilación	\$ 271.893	\$ 268.515	\$ 267.282	\$ 269.497	\$ 268.698
Beneficios Complementarios a Pensiones de Jubilación	\$ 34.900	\$ 34.853	\$ 34.620	\$ 35.459	\$ 35.001
Pasivos Estimados y Provisiones	\$ 79.346	\$ 76.352	\$ 77.906	\$ 77.187	\$ 77.604
Otros Pasivos	\$ 188.767	\$ 192.294	\$ 197.948	\$ 193.196	\$ 194.672
Interes Minoritario	\$ 1.584.825	\$ 1.812.038	\$ 2.071.826	\$ 2.368.859	\$ 2.708.478
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>\$ 5.205.734</b>	<b>\$ 5.844.889</b>	<b>\$ 6.476.441</b>	<b>\$ 6.927.602</b>	<b>\$ 7.727.501</b>
<b>PATRIMONIO</b>					
Capital Suscrito y Pagado	\$ 492.111	\$ 492.111	\$ 492.111	\$ 492.111	\$ 492.111
Prima en Colocación de Acciones	\$ 837.799	\$ 837.799	\$ 837.799	\$ 837.799	\$ 837.799
Reservas	\$ 2.061.451	\$ 2.132.159	\$ 2.209.557	\$ 2.286.449	\$ 2.362.588
Resultados de Ejercicios Anteriores	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
Resultado Neto del Periodo	\$ 1.082.482	\$ 1.352.706	\$ 1.745.585	\$ 2.259.982	\$ 2.861.502
Superávit Donado	\$ 6.655	\$ 6.655	\$ 6.655	\$ 6.655	\$ 6.655
Superávit por valorizaciones	\$ 4.720.462	\$ 4.834.014	\$ 5.024.687	\$ 5.233.746	\$ 5.417.309
Superávit por método de participación	\$ 522.470	\$ 580.034	\$ 551.669	\$ 566.269	\$ 559.387
Revalorización del Patrimonio	\$ 535.567	\$ 535.567	\$ 535.567	\$ 535.567	\$ 535.567
<b>Total Patrimonio de los accionistas</b>	<b>\$ 10.258.996</b>	<b>\$ 10.771.045</b>	<b>\$ 11.403.630</b>	<b>\$ 12.218.578</b>	<b>\$ 13.072.917</b>
<b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO DE LOS ACCIONISTAS</b>	<b>\$ 17.049.555</b>	<b>\$ 18.427.972</b>	<b>\$ 19.951.897</b>	<b>\$ 21.515.039</b>	<b>\$ 23.508.896</b>

**ESTADO DE RESULTADOS HISTÓRICO Y PROYECTADO**

ESTADO DE RESULTADO	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos Operacionales	\$ 1.420.852	\$ 1.582.901	\$ 1.955.209	\$ 2.526.532	\$ 3.093.499	\$ 3.897.468	\$ 4.914.646	\$ 6.127.633
Otros Ingresos	\$ 812	\$ 2.204	\$ 3.312	\$ 2.112	\$ 2.545	\$ 2.659	\$ 2.441	\$ 2.551
Costo de Ventas	(\$ 704.603)	(\$ 823.680)	(\$ 1.044.008)	(\$ 1.306.878)	(\$ 1.622.174)	(\$ 2.048.983)	(\$ 2.570.236)	(\$ 3.216.267)
Utilidad Bruta	\$ 717.061	\$ 761.425	\$ 914.513	\$ 1.221.766	\$ 1.473.870	\$ 1.851.143	\$ 2.346.851	\$ 2.913.916
Gastos operativos	(\$ 166.402)	(\$ 202.907)	(\$ 306.548)	(\$ 225.533)	(\$ 245.243)	(\$ 259.355)	(\$ 243.624)	(\$ 249.655)
Utilidad operacional	\$ 550.659	\$ 558.518	\$ 607.965	\$ 996.233	\$ 1.228.627	\$ 1.591.788	\$ 2.103.227	\$ 2.664.262
Ingresos (Gastos) No Operacionales	(\$ 141.443)	\$ 323.172	\$ 427.604	\$ 389.031	\$ 476.332	\$ 600.126	\$ 756.749	\$ 943.523
UAI	\$ 409.216	\$ 881.690	\$ 1.035.569	\$ 1.385.264	\$ 1.704.959	\$ 2.191.914	\$ 2.859.976	\$ 3.607.785
Impuesto Sobre la Renta	(\$ 57.339)	(\$ 74.432)	(\$ 127.849)	(\$ 160.845)	(\$ 184.321)	(\$ 254.273)	(\$ 324.667)	(\$ 406.444)
Utilidad Antes de Interés Minoritario	\$ 351.877	\$ 807.258	\$ 907.720	\$ 1.224.420	\$ 1.520.638	\$ 1.937.641	\$ 2.535.309	\$ 3.201.341
Interés Minoritario	(\$ 46.583)	(\$ 116.557)	(\$ 64.160)	(\$ 141.938)	(\$ 167.932)	(\$ 192.056)	(\$ 275.327)	(\$ 339.839)
<b>Resultado Neto del Periodo</b>	<b>\$ 305.294</b>	<b>\$ 690.701</b>	<b>\$ 843.560</b>	<b>\$ 1.082.482</b>	<b>\$ 1.352.706</b>	<b>\$ 1.745.585</b>	<b>\$ 2.259.982</b>	<b>\$ 2.861.502</b>





**FLUJO DE CAJA LIBRE DESCONTADO HISTORICO**

<b>FLUJO DE CAJA LIBRE DESCONTADO HISTORICO</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Utilidad Operativa	\$ 354.451	\$ 416.281	\$ 268.287	\$ 550.659	\$ 558.518	\$ 607.965
- Impuestos Aplicados (34%)	(\$ 120.513)	(\$ 141.536)	(\$ 91.218)	(\$ 187.224)	(\$ 189.896)	(\$ 206.708)
<b>UODI</b>	<b>\$ 233.938</b>	<b>\$ 274.745</b>	<b>\$ 177.069</b>	<b>\$ 363.435</b>	<b>\$ 368.622</b>	<b>\$ 401.257</b>
+ Depreciaciones	\$ 0	\$ 168.522	\$ 50.298	\$ 194.784	\$ 44.548	\$ 114.172
- Variación KTNO	(\$ 42.296)	(\$ 128.478)	(\$ 214.064)	(\$ 5.751)	(\$ 108.866)	\$ 75.818
- Variación CAPEX	\$ 0	(\$ 1.378.885)	(\$ 227.214)	(\$ 1.854.488)	\$ 248.070	(\$ 259.512)
<b>FCL</b>	<b>\$ 191.642</b>	<b>(\$ 1.064.096)</b>	<b>(\$ 213.911)</b>	<b>(\$ 1.302.020)</b>	<b>\$ 552.374</b>	<b>\$ 331.735</b>

**FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO**

	<b>FLUJO DE CAJA LIBRE DESCONTADO</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Utilidad Operativa	\$ 607.965	\$ 996.233	\$ 1.228.627	\$ 1.591.788	\$ 2.103.227	\$ 2.664.262
- Impuestos Aplicados (34%)	(\$ 206.708)	(\$ 338.719)	(\$ 417.733)	(\$ 541.208)	(\$ 715.097)	(\$ 905.849)
<b>UODI</b>	<b>\$ 401.257</b>	<b>\$ 657.514</b>	<b>\$ 810.894</b>	<b>\$ 1.050.580</b>	<b>\$ 1.388.130</b>	<b>\$ 1.758.413</b>
+ Depreciaciones	\$ 114.172	\$ 96.776	\$ 108.373	\$ 100.642	\$ 105.796	\$ 102.360
- Variación KTNO	\$ 75.818	(\$ 132.633)	(\$ 120.213)	(\$ 174.716)	(\$ 224.979)	(\$ 263.167)
- Variación CAPEX	(\$ 259.512)	(\$ 221.537)	(\$ 179.705)	(\$ 201.551)	(\$ 233.094)	(\$ 245.551)
<b>FCL</b>	<b>\$ 331.735</b>	<b>\$ 400.120</b>	<b>\$ 619.349</b>	<b>\$ 774.954</b>	<b>\$ 1.035.852</b>	<b>\$ 1.352.055</b>

**VALORACIÓN POR FLUJO DE CAJA LIBRE DESCONTADO**

CONCEPTO	2014py	2015py	2016py	2017py	2018py
FCL	\$ 400.120	\$ 619.349	\$ 774.954	\$ 1.035.852	\$ 1.352.055
WACC	8,76%				
Tasa de Crecimiento	1,00%				
VP FCL	\$ 3.111.702				
Valor Continuidad	\$ 15.393.893				
VP Vr Continuidad	\$ 10.117.703				
<b>VALOR DE OPERACIÓN</b>	<b>\$ 13.229.404</b>				
+ Inversiones Permanentes + Valorizaciones	\$ 7.159.326				
<b>VALOR TOTAL DE LA EMPRESA</b>	<b>\$ 20.388.730</b>				
- Deuda Financiera	\$ 4.318.497				
<b>VALOR PATRIMONIAL</b>	<b>\$ 16.070.233</b>				
<b>CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL</b>					
Numero de acciones en circulación (Millones)	9.181.177.017				
Precio de la acción (Julio 08 de 2014)	\$ 1.575				
Capitalización bursatil	\$ 14.460.354				
<b>Precio Objetivo acción EEB</b>	<b>\$ 1.750,35</b>				
Valoración con respecto al precio actual	11,13%				

## DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

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

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