

**Valoración de la Bolsa de Valores de Colombia  
CFA RESEARCH CHALLENGE 2019**

**Taller de grado II:  
Proyecto Líder**



Pontificia Universidad  
**JAVERIANA**  
Bogotá

**Candidato:  
Nicolás Gómez Penagos  
Código:  
20145376**

**Pontificia Universidad Javeriana.  
Ciencias Económicas y Administrativas.  
Administración de Empresas**

**Bogotá, Colombia  
Junio 9 del 2019**

**Tabla de contenido:**

|   |              |
|---|--------------|
| <b>1. Portada.....</b>                            | <b>1</b>     |
| <b>2. Tabla de contenido.....</b>                 | <b>2</b>     |
| <b>3. Introducción.....</b>                       | <b>3</b>     |
| <b>4. Diagnostico del area de practica.....</b>   | <b>4-13</b>  |
| <b>5. Planteamiento del Problema.....</b>         | <b>13-14</b> |
| <b>6. Antecedentes.....</b>                       | <b>14-16</b> |
| <b>7. Justificación.....</b>                      | <b>16-17</b> |
| <b>8. Marco teórico y conceptual.....</b>         | <b>17-22</b> |
| <b>9. Objetivos.....</b>                          | <b>22</b>    |
| <b>10. Metodología.....</b>                       | <b>22-25</b> |
| <b>11. Cronograma de actividades.....</b>         | <b>25</b>    |
| <b>12. Resultados.....</b>                        | <b>26</b>    |
| <b>13. Conclusiones.....</b>                      | <b>27-28</b> |
| <b>14. Recomendaciones.....</b>                   | <b>27-28</b> |
| <b>15. Anexos .....</b>                           | <b>29-40</b> |
| <b>16. Referencias bibliográficas.....</b>        | <b>41-46</b> |
| <b>17. Certificación final de la Empresa.....</b> | <b>46</b>    |

### **3. Introducción:**

El análisis financiero es un tema interesante para el día a día de la vida económica y capitalista, en el cual abarca muchos temas que desarrollan diferentes metodologías y análisis, para los diferentes activos financieros existentes hasta el día de hoy en el mundo. Uno de esos análisis financieros es la valoración de activos financieros de la renta variable, un asunto bastante grande e interesante para todas aquellas personas que se encuentran interesadas en invertir e incrementar su patrimonio financiero; ya que este realiza un estudio bastante riguroso y detallado de cada aspecto que puede tomar beneficios o que asimismo puede llegar a perjudicar.

En esta ocasión, la valoración de la bolsa de valores de Colombia será el tema a abordar y analizar desde diferentes perspectivas y modelos; ya que esta empresa es una de las entidades financieras más grandes del país y de Latinoamérica, dada por diferentes características como lo es su capitalización bursátil y experiencia en el mercado financiero.

La valoración del activo financiero de la renta variable, se llevará a cabo por dos modalidades distintas, que es la de los flujos de caja libre descontados y por medio también de la valoración por múltiplos; pero para desarrollar estos métodos se deberán de abarcar diferentes temas como lo son de las finanzas corporativas, de la macroeconomía, contables y un poco de análisis técnico al finalizar; no obstante este es un tema auténtico de los Mercados capitales; ya que allí se realizan análisis para la renta fija, renta variable y derivados. Pero que en esta ocasión solo es de la renta variable como se mencionó anteriormente.

Finalmente para dar una justa valoración de la bolsa de valores, primeramente se describirá la compañía, en cuanto la línea de productos y servicios ofrecidos, industria en la que se desempeña a nivel local e internacional, empleados, regulaciones, datos macroeconómicos, drivers y su mercado meta, siendo estos los aspectos internos y externos que afectan directamente a la compañía a valorar y dar la tesis de inversión o no inversión en esta empresa actualmente.

#### **4. Diagnostico del area de practica:**

##### **Descripción del negocio:**

La Bolsa de Valores de Colombia (BVC) es una de las empresas más importantes del sector financiero y bursátil, donde por medio de diferentes integraciones verticales, centra sus esfuerzos en administrar los sistemas de negociación y registro de los mercados de acciones, renta fija, derivados, divisas, Otc y servicios a emisores. Esta compañía se fundó en el 2001 como resultado de la fusión de la Bolsa de Bogotá, Bolsa de Medellín y la Bolsa de Occidente, y operó como una compañía privada hasta el 2007 cuando pasó a cotizar al mercado colombiano. Las líneas de negocio de BVC se constituyen principalmente en servicios IT que representan el 30% del total de ingresos, servicios de emisor con 26% de participación, mercado de capitales con el 18%, servicios de post negociación con el 14% y servicios de información con el 10%.(anexo 1) En cuanto a los ingresos de la compañía, en el periodo 2007-2017 hubo un incremento del 181%, pasando de \$58,166,956,000 COP a \$163,361,996,000 COP. Del mismo modo, para el 2017 los estados financieros presentaron crecimiento de 0,18% de ingresos frente al periodo anterior, a su vez el margen ebitda disminuyó, pasando de 34% en el 2016 a 28% en el 2017. Así mismo, los resultados del tercer trimestre del 2018 evidenciaron ingresos consolidados para el tercer trimestre de \$170.298 millones COP representando un aumento del 46% frente a 2017.

##### **Geografía:**

La Bolsa de Valores de Colombia se encuentra en las ciudades de Bogotá, Medellín y Cali; mediante pequeños puntos BVC hace presencia a través de universidades y Cámaras de Comercio en 19 ciudades del país, no obstante, a través de las plataformas digitales designadas por la empresa se puede tener acceso desde cualquier ciudad del país y a partir del 30 de mayo de 2011, con el acceso al MILÁ también se pueden desarrollar diferentes operaciones desde las demás bolsas internacionales pertenecientes a esta sociedad.(anexo 2)

**Segmento de negocio:**

El principal segmento de la Bolsa de Valores de Colombia se forma por intermediarios que son Sociedades Comisionistas de Bolsa, Bancos, Compañías de financiamiento comercial, Corporaciones financieras, Fondos de pensiones, fiduciarias y aseguradoras. Para el 2018 lo más relevante en los intermediarios de renta variable fueron Credicorp Capital Colombia S.A con un volumen operado de 5.549.177.235.456 y Valores Bancolombia S.A C.B con un volumen de 2.806.661955.801. Adicionalmente, al inicio del 2018, después de la integración corporativa con Deceval, con el fin de impulsar el crecimiento del mercado de capitales, elevar el número de transacciones y ampliar la liquidez, la Bolsa de Valores de Colombia adoptó una reducción de tarifas buscando la transformación del modelo de negocio de esta industria, por medio de recorte en costos para el mercado de acciones entre el 65% y 21% para las operaciones que no superen los 50 millones con el fin de impulsar a los pequeños inversionistas con un descuento de 25% por volumen. (anexo 3)

**Empleados:**

La Bolsa de Valores de Colombia S.A (BVC) aumentó su número de trabajadores en un 39%, pasando de 804 en el 2016 a 1.117 en el 2017, este incremento se originó por las diferentes integraciones con Deceval y con la filial Sophos en México, incrementando el número de colaboradores. Por otra parte, dentro de la cuenta de costos de actividades ordinarias del estado de resultados, el costo de personal es el más representativo con un 93%, con costos de \$37.400.975 miles COP aumentando 5.5% frente al periodo anterior, así mismo, los gastos de personal para el 2017 fueron \$43.989.748 miles COP en donde el objetivo de la BVC es atender las necesidades de los clientes internos trabajando en la motivación, la calidad de vida, retención, clima y reconocimiento.

### **Portafolio de servicios:**

La Bolsa de Valores de Colombia tiene un portafolio de servicios que se clasifican en cuatro categorías, en la primera se encuentra los servicios de emisores y mercados capitales que representa el 45% de los ingresos de la compañía, su rol es el manejo de plataformas de negociación y proveer servicios de registro de operaciones, estos servicios se desarrollan por medio de la filial SET ICAP. En segundo lugar se encuentran los servicios de post negociación con el 14% de participación que provee la subsidiaria Deceval en donde se desarrollan actividades de custodia local e internacional y administración de valores y pagos directos a inversionistas; también ofrece servicios de información que aporta el 11% de los ingresos totales, en el cual Precia provee herramientas de gestión de riesgos, brindando soluciones tecnológicas y de innovación que representan el 29% de ingresos, por medio de Sophos Solutions, siendo consultor en temas de core bancario, tesorería y mercado de capitales. Este portafolio de servicios permite que la cadena de valor de la infraestructura de mercado sea fuerte por medio de un modelo de negocio que permite a Bolsa de Valores de Colombia ser una bolsa multi-producto y multi-mercado, desarrollándose en los mercados de renta variable, renta fija, derivados y divisas.

### **Estructura de Capital:**

El capital social autorizado de La Bolsa de Valores de Colombia está compuesto por 60'513.469 acciones ordinarias con derecho a voto con un 55% de acciones en circulación en el tercer trimestre del 2018 tenía listadas en el Colcap. Para el 9 de noviembre de 2018 el número de accionistas era de 935. los principales accionistas (25) representan el 77.3746% de las acciones en circulación. Cabe resaltar que de la totalidad de accionistas el 41% son bancos, el 32% son inversionistas extranjeros y el 9% son corredores de bolsa. De acuerdo con el decreto 2555, se entiende por flotante el número de acciones en poder de los accionistas que individualmente no posea más del 5% del capital social.(anexo 4)

**Gobierno corporativo:**

La junta directiva de la compañía está conformada por más de diez miembros encargados del cumplimiento de tareas de carácter estratégico y definición de políticas que maximicen el valor económico de la organización. En este sentido la junta directiva aprobó el plan estratégico 2025 que propone que la Bolsa de Valores de Colombia debe ser la infraestructura de mercados que le sirva al país de la manera más efectiva y eficiente. Los participantes de la junta directiva son escogidos para un periodo de dos años y en la Asamblea general de accionistas celebrada el 28 de marzo de 2017 se eligieron 7 miembros independientes y 6 miembros no independientes. (anexo 5)

**Estrategia de la compañía:**

La Bolsa de Valores de Colombia se enfoca en las necesidades de los clientes y en la construcción de relaciones de confianza por medio de la creación de infraestructuras del mercado que lidere el desarrollo de los mercados capitales y la integración regional. La Bolsa de Valores de Colombia busca operar como una sola entidad, a través de la transformación digital y la estimulación del mercado de capitales por medio una estrategia centrada en el cliente. Así mismo, la compañía busca integrar diferentes ramas financieras como lo son los mercados capitales, los servicios de post negociación, servicios de información y soluciones tecnológicas por medio de subsidiarias como SetIcap, Deceval, Cámara De Riesgo, Cámara de compensación de divisas de Colombia, Precia y Sophos.

**Sostenibilidad:**

La Bolsa de Valores de Colombia trabaja sobre tres pilares fundamentales; La inversión de impacto, Gestión ambiental y Educación Financiera. Desde el 2005 la BVC es cofundador de Inversor, un fondo de capital privado conformado por 13 aliados entre los cuales se destacan Fundación Bolívar Davivienda, Banca de Inversión Bancolombia, J.P.Morgan, AVINA, entre otras, los cuales concentran sus recursos para el crecimiento,

expansión o consolidación de las Pymes que cuenten con un modelo de negocio rentable y con potencial de crecimiento con alto impacto social y ambiental. En la gestión ambiental la BVC trabaja para contribuir en la disminución de su huella de carbono mediante la reducción de consumo de combustibles, energía y agua ha implementado iniciativas desde el 2015, año desde el cual no compra vasos ni utensilios desechables plásticos. Desde 2017 aumentó en 20% el uso de videoconferencia para disminuir desplazamientos aéreos y terrestres. Finalmente, ha sido participe en la siembra de 200 árboles para compensar el 40% su emisión de Carbono. De igual forma inició un proceso de facturación electrónica lo que también repercute en ahorro de energía eléctrica en 17%. En cuanto al área de educación tiene como principal objetivo la masificación del sistema de valores el cual hasta el 2017 ha contribuido a la educación de más de 100 mil personas.

#### **Descripción de la industria:**

El sistema financiero mundial tiene como referencia a las grandes Bolsas de valores como lo es la de New York, Nasdaq, Bolsa de Valores de Londres y la bolsa de Tokio; pero la historia financiera comienza en 1817, con la apertura oficial de la New York stock Exchange, en donde Charles Henry Dow, en 1896 crea el índice bursátil más antiguo y fiable en el mercado de capitales. Por otra parte, la valoración económica que presenta Stock to trade, toma como criterios de clasificación la capitalización de mercado, total de empresas listadas y años de fundación; en el cual la bolsa de New york posee una capitalización de US \$19.2 Billones USD, registrando más de 2000 empresas. La segunda bolsa más importante del Mundo tiene una capitalización de \$6.8Billones NASDAQ y la London Stock Exchange alcanza un valor de \$6.1 Billones. En cambio la bolsa de valores de Colombia tiene una valoración en mercado de \$780.623.750.105 COP que equivale a \$224 millones de USD. Por otro lado, algunas de las consideraciones del Fondo monetario Internacional, afirman que el sistema financiero ha permanecido fuerte y resistente, después de todos los

acontecimientos que han afectado el rendimiento de este, no obstante, el sólido crecimiento económico, la baja inflación, los bajos rendimientos de los bonos y el crédito barato, beneficiaron de manera considerable el sustento del Sistema Financiero Internacional. (anexo 6)

### **Descripción de la industria Colombiana:**

El sector financiero en Colombia, está compuesto por un mercado monetario, un mercado de capitales, de divisas y otros mercados financieros, a nivel nacional este sector es primordial, ya que tiene diferentes funciones que influyen en los demás sectores productivos del país, como financiar el crecimiento y futuro de la economía, también es el que garantiza para los servicios crediticios y transacciones monetarias necesarias; así mismo desempeña la tarea de las políticas monetarias que debe regir el gobierno. Dado a las responsabilidades económicas ante las demás industrias, es evidente el constante crecimiento que debe tener por el obstinado cambio en todos los sectores económicos. Por otra parte, el comportamiento que tuvo el sistema financiero fue positivo para el 2018 por el crecimiento anual de los activos totales de la industria en la cual tuvo un valor de \$1625 billones de pesos colombianos, generando una mayor profundización frente al PIB, por el aumento en establecimientos de crédito y por fondos administrativos por sociedades fiduciarias. El promedio de transacciones que se realizan en la economía Colombiana y en las cuales influye la bolsa de valores de Colombia son de aproximadamente \$166.3 mm de negociaciones, siendo este un valor inferior en comparación del año pasado. Por su parte, las transacciones diarias promedio de recompra de acciones fueron de \$25.4 mm por día.

### **Datos macroeconómicos:**

La Bolsa de Valores de Colombia es afectada por los siguientes indicadores macroeconómicos: el índice de precios al consumidor presentó un comportamiento positivo para los ciudadanos colombianos, debido a que este disminuyó 3.3% en comparación al año

anterior que registró un porcentaje de 4.05 beneficiando a los colombianos, en cuanto a que los principales productos de la canasta familiar tienen un precio menor, generando así un incremento en el ahorro y por ende, la capacidad de inversión. Así mismo, el sector financiero aumentó su participación sobre el PIB en un 1.7% en el tercer trimestre de 2018 respecto al mismo periodo en el 2017. A su vez, las tasas de cambio más influyentes para la economía colombiana como el dólar y el euro influyeron negativamente, dado que devalúan los activos nacionales frente a economías internacionales, donde el precio del dólar para el 17 de noviembre del 2018 cerró a \$3173 COP, el cual en menos de un mes ha subido \$150 COP, además hay que mencionar, que el precio del Euro se ha mantenido en un mismo rango de los \$3399 COP a lo largo del año.

### **Regulaciones:**

En Colombia el mercado de acciones había sido impedido por el desarrollo de las instituciones de crédito de fomento, la doble tributación y la deducibilidad de intereses, llevando a un desarrollo de un mercado de capitales intermediado. Pero a partir de la eliminación de la doble tributación 1986 y la apertura a la inversión extranjera de 1990 el país tuvo una acogida de las acciones preferenciales reformando el código de comercio y orientando al sistema financiero hacia una banca múltiple. Con el fin de impulsar el mercado de valores y aportar a la profundidad del mercado, se estableció la Ley 141 de 1994, en la que se estableció que las empresas de servicios públicos debían convertirse en empresas por acciones. A cambio la ley 964 de 2005 definió los parámetros para la protección de los derechos de los inversionistas, regulación y supervisión de las innovaciones tecnológicas, también se implementó la utilización y el derecho a negociar diferentes títulos para la negociación de activos, así como las actividades del mercado de valores en las que se definieron la emisión, la intermediación, administración de fondos, la compensación y liquidación de valores. La ley 1266 de 2008 regula el manejo de la información personal de

los clientes y en especial la financiera, crediticia y comercial. no obstante, a partir del caso de Interbolsa el autorregulador del Mercado de Valores y la Superintendencia Financiera de Colombia fortalecieron los mecanismos de supervisión y control sobre los estados financieros de las corredoras de bolsa, la concentración de las entidades, los sobrecupos de endeudamiento estableciendo sanciones más fuertes a los que utilicen recursos de los inversionistas en operaciones no autorizadas. Finalmente, desde la Unidad de Regulación Financiera exponen que para los próximos años es necesaria la creación de espacios flexibles en los que puedan participar pequeños inversionistas, disminuyendo las barreras como los altos montos de entrada, así como permitir el acceso a emisores pequeños y medianos incluyendo nuevos participantes en el mercado.

#### **Drivers:**

#### **Capacidad de ahorro - Relacionado con Tasa de interés y Comportamiento de las divisas:**

Si bien el crecimiento de la economía esperado por Fedesarrollo es del 3%, el Banco de la República también proyecta desde 2019 hasta 2028 una tasa de inflación del 3%. lo que significa que el movimiento de estas dos tasas mantendría constante el nivel de ahorro de los colombianos, por lo que el crecimiento del mercado bursátil al ser dependiente directo de estos excesos de ingresos no se desarrollaría en la misma medida.

#### **Aversión al riesgo:**

Después del desplome financiero de Interbolsa, las negociaciones en el mercado bursátil colombiano no han podido recuperarse, dado que las empresas se están empezando a retirar del mercado y a nivel general, los inversionistas ya no tienen confianza en este, por lo que el mercado tiene una actividad de la tercera parte respecto al 2012. Este mercado también se ha visto afectado debido al impacto que se presentó en la acción de Ecopetrol por las caídas del precio del petróleo, teniendo una variación negativa cerca del 600%. De igual

forma la desaparición de la acción de Pacific Rubiales representó la pérdida de recursos para muchos inversionistas y ahuyentó a otros tantos. Estos hechos han llevado a que los inversionistas busquen alojar su capital en bancos, en inversiones fuera del país o mantenerlos en efectivo para disminuir el riesgo de perderlos, lo que ha llevado también a que la mayor parte de los transantes del mercado de capitales sean fondos de inversión. Finalmente, las tasas impositivas a los dividendos pueden llegar a ser un factor negativo para la estimulación de la inversión, impidiendo un cambio.

### **Fees de la bolsa de valores:**

Los altos costos que se presentan en los mercados de Renta Fija, Renta Variable, las tarifas de custodia y de utilización de sistemas como Master Trader han llevado a la reducción del número de empresas que funcionan como comisionistas de bolsa. De igual forma los costos de IPO's, el pago de los derechos para estar listada, los costos de sostenimiento, la custodia, pago a los agentes colocadores, entre otros, también generan una respuesta negativa por parte de las empresas que piensan listarse, lo que en ambos casos ha llevado al downsizing del mercado.

### **Posición competitiva:**

Bolsa de Valores de Colombia tienen una posición competitiva fuerte, dado que es la única compañía a nivel nacional que ofrece los servicios de negociación y registro, de igual modo, si una nueva compañía que quiera iniciar actividades en este sector, se le presentaron altas barreras de entrada, debido a los altos requisitos de capital, ya que es necesario el uso de infraestructura tecnológica que posea una arquitectura robusta de alto desempeño como la última versión X-Stream INET que integra los mercados de renta fija (deuda pública-TES), renta variable, derivados y el mercado de MILA, la implementación de esta plataforma puede tardar alrededor de dos años y contar con un capital de alrededor de 12 mil millones COP. De igual modo, es importante emplear plataformas de negociación y registro como MEC

PLUS que trabaja en el mercado de deuda pública y privada, que van acorde con los nuevos estándares en la industria bursátil a nivel mundial. A su vez, en cuanto a la legislación gubernamental, se estipulo la ley 964 de 2005 donde se enmarcan las acciones que regulan las actividades de valores, del mismo modo, la superintendencia financiera está supervisando las decisiones y es la que habilita las operaciones de crecimiento. Por otra parte, la lealtad de los consumidores es alta, debido a que es solo Bolsa de Valores de Colombia la que ofrece los servicios, sin embargo, cabe la posibilidad de que las empresas listadas busquen mercados internacionales para transar. Del mismo modo, desde la creación del bloque intrarregional MILA, la BVC posee mayor alcance, gracias a la posibilidad de realizar transacciones desde las otras 3 economías. Por otra parte, es importante reconocer las estrategias corporativas que ayudan a sostener la ventaja y la posición competitiva de BVC; la compañía realiza diversificaciones relacionadas por medio de integraciones verticales hacia atrás y hacia adelante, donde realiza joint-ventures con compañías como Derivex S.A, Set Icap securities y Set Icap FX.

#### **Análisis Foda Y Cinco fuerzas de porter (anexo 7-8).**

#### **5. Planteamiento del problema:**

El problema a desarrollar dentro del reto del CFA RESEARCH CHALLENGE 2018 es determinar por medio de diferentes perspectivas la situación por la que la Bolsa de Valores se encuentra, teniendo en cuenta desde su operación interna, estrategia, expectativas a futuro, gobierno corporativo, posición competitiva y desempeño financiero, hasta la evolución de los drivers del mercado y los factores macroeconómicos con el fin de hacer una recomendación económica y cualitativa mediante los métodos de valoración propuesto por el grupo.

¿Se recomienda comprar, vender o mantener el número de acciones de la Bolsa de Valores de Colombia?

¿Cual es el precio por acción futuro y la variación respecto al precio por acción actual?

## **6. Antecedentes:**

### **Variaciones del Índice Colcap:**

Para el mes de Noviembre la Bolsa de valores de Colombia , presentó un decrecimiento en el Índice Colcap , en donde este tuvo un valor de 2,18% con menos de 1.400 puntos, los cuales fueron de 1.370. En donde anualmente este índice Bursátil ha presentado una variación negativa del 9,43%. De mismo modo, las razones por las que se genera la disminución en el índice, se le atribuyen a que las compañías que cotizan en bolsa que pueden a llegar a tener inconvenientes financieros y que provocan la disminución de la participación dentro del sistema financiero; otro factor podría ser el mismo precio descriptivo de cada acción; a lo largo del 2017 el precio del petróleo (WTI) ha afectado de manera directa este índice, no obstante, el precio del dólar se ha estabilizado reprimiendo de algún modo la volatilidad de ciertos sectores económicos del país que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia; recordando que el dólar y el commodity antes mencionado tienen una relación inversa.

### **Cambio de Gobierno político en Colombia:**

Con la nueva administración nacional que lidera Iván Duque Márquez, se han generado diferentes ventajas en el sector financiero, debido a la reducción de riesgos, causada por las decisiones sobre las políticas monetarias, con el fin de mejorar aspectos económicos en los que se presentan falencias. Adicionalmente, uno de los retos de la presidencia es que, por medio de la diversificación de la producción, se genere un crecimiento de la economía que sea mayor del 6%, con el fin de que las participaciones del PIB sean distribuidas equitativamente. A su vez, se tiene en cuenta el fortalecimiento que se debe desarrollar a las bancas privadas del país, con el objetivo de que puedan llegar a apalancar el crecimiento

individual de cada colombiano, otorgándole la importancia que representan estas instituciones privadas, por medio de incluir todos los beneficios que pueden llegar a producir la variedad de servicios y productos del sector financiero, reduciendo así mismo el riesgo existente por decisiones políticas en el mercado.

### **Adquisición de Deceval:**

Una de las adquisiciones empresariales que la Bolsa de Valores De Colombia fue con el Depósito Centralizado de Valores (Deceval) que se generó en el 2017, con el objetivo principal de optimizar la cadena de valor; así como los procesos de infraestructura que permitan maximizar la liquidez de los mercados en los que se desarrollan los principales clientes. De igual modo, esta incorporación generó el aumento en el número de acciones en circulación pasando de 30.256.854.217 a 60.513.469, así mismo es importante resaltar el fraccionamiento inverso, que decretó un dividendo de \$500 COP por acción que permitió una revaluación de la compañía debido al aumento del valor de las acciones en circulación. A su vez, el valor de la plusvalía y los Activos intangibles distintos del Goodwill presentaron un incremento considerable respecto al periodo anterior pasando de \$174.047.304 a \$266.271.322 para el 2017, siendo esta una fuente adicional para la valoración de la Compañía. Otro rasgo importante es que al generarse esta adquisición la compañía revalorizó el precio de sus acciones donde el promedio del precio de la acción pasó de no superar los \$50 COP a alcanzar el valor de \$13.000 COP. Así mismo, la compañía sacó provecho con la emisión de 12.437.679.000 de acciones, provocando una inyección de capital.

### **Próximas adquisiciones:**

La Bolsa de Valores de Colombia para el 2019 y el 2020 desea realizar diferentes adquisiciones de entidades del sistema financiero, enfocándose principalmente en la Cámara de riesgo central de la contraparte de Colombia y La Cámara de Compensación de divisas de Colombia, con el objetivo de diversificar los servicios bajo el modelo de negocio de multi-

producto y multi-mercado. Esta decisión de crecimiento enfocada en una amplificación relacionada que fortalece la presencia de toda la cadena de valor de la infraestructura del mercado, debido a que estas compañías operan en los mercados de derivados y divisas ofreciendo compensación y liquidación con contrapartida central para derivados estandarizados sobre activos financieros.

### **Hitos de la Compañía:**

Para el 2015 la compañía hizo la adquisición de Sophos Solutions que aumentó la diversificación de servicios, brindando soluciones de tecnología e innovación. A su vez, permitió ampliar el portafolio de servicios, ofreciendo una propuesta de valor ampliada que responda oportunamente a las necesidades de los clientes.

Como operaciones importantes dentro de sus actividades cabe resaltar el apoyo sobre la IPO de Ecopetrol en el 2007, el lanzamiento en el 2008 del mercado de derivados, la emisión de acciones de Pacific Rubiales Energy en el 2009 siendo la primera empresa extranjera inscrita en la BVC. Por otra parte la suscripción en el 2010 en el MILA e iniciando operaciones de E-trading en el país.

### **7. Justificación:**

Al ver el panorama en el que se encuentra y se desarrolla la Bolsa de Valores de Colombia en todos los factores internos y externos (políticos, económicos, tecnológicos y sociales) se puede tener una percepción de cómo se encuentra el mercado colombiano y el sector financiero; y de cómo este influye a la compañía con el fin de identificar de manera clara las ventajas y desventajas que tendrían los posibles inversionistas o empresarios que quisieran obtener acciones de la compañía, en cuanto los aspectos cualitativos.

No obstante, al tener de manera detallada los aspectos que afectan a la compañía, es importante también tener los cuantitativos que en este caso son pertenecientes al análisis financiero y numérico, con el objetivo de tener una clara comparación frente al valor que el

mercado le otorga a la compañía, dado a los valores contables que la empresa obligatoriamente tiene que publicar anualmente en su informe de gestión; y que con base los modelos y métodos de valoración que se presentarán, se comprobará la veracidad del valor que la compañía debería tener con base a toda la investigación cualitativa y cuantitativa que esta conlleva.

## **8. Marco teórico y Marco Conceptual:**

### **Marco Conceptual:**

#### **Colcap:**

“El COLCAP es un índice de capitalización que refleja las variaciones de los precios de las acciones más líquidas de la Bolsa de Valores de Colombia, donde la participación de cada acción en el índice está determinada por el correspondiente valor de la capitalización bursátil ajustada (flotante de la compañía multiplicado por el último precio). La canasta del índice COLCAP estará compuesta por mínimo 20 acciones de 20 emisores diferentes.”

Índices del mercado Bursátil Colombiano, Banco de la Republica.

#### **Deceval:**

Es la principal filial de la Bolsa de Valores de Colombia, se encarga de la infraestructura del mercado de capitales en Colombia. El Deposito Centralizado de Valores recibe en depósito los títulos valores que se encuentran inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y mediante sistemas de seguridad computarizados eliminar el riesgo que se tiene por el manejo físico en transferencias de propiedad, registro, pagos, entre otros.

Quienes Somos, Deceval.

#### **Fraccionamiento Inverso de Acciones:**

Es una operación en la que se reduce el número de acciones en circulación de una emisora sin afectar el capital suscrito, causando un incremento en el valor nominal de las acciones. El ajuste del valor de la acción está dado por  $PC = VM / \#AR$ . Donde PC es el precio ajustado después del Split

Inverso. VM es el valor de mercado de la empresa que realiza la operación. Y #AR es el número de acciones fijado en el Split.

Manual de políticas y procedimientos, Bolsa Mexicana de Valores

### **Mila:**

El Mercado Integrado Latinoamericano es la integración de las Bolsas de Valores de Chile, Colombia, México y Perú. Comenzó operaciones en el año 2011 con el fin de aumentar el volumen de operaciones de la región, ofrecer a los inversionistas mayor oferta de empresas y ampliar las fuentes de financiación para los emisores. Las empresas asociadas al MILA son: la Bolsa de Valores de Colombia y Deceval (Colombia), Bolsa Mexicana de Valores e Indeval (México), Bolsa de Valores de Lima y Caja de Valores y Liquidaciones Cavali (Perú), Bolsa de Comercio de Santiago y el Deposito Central de Valores (Chile).

Mila.

### **Oferta Pública Inicial:**

Es el proceso en el que una empresa emite por primera vez al mercado acciones nuevas o existentes, para este proceso se debe definir el monto que se va a emitir y el número de acciones.

Finance IPO Process, Corporate Finance Institute.

### **Acciones en Circulación:**

Es el número de acciones de una empresa que están en posesión de los inversionistas.

Plan Único de Cuentas. Cuenta 1205

### **Mercado Intermediado**

En este Mercado existen diferentes instituciones cuyo trabajo es servir como Puente entre los agentes con exceso de recursos y aquellos quienes necesitan de estos recursos para financiarse o invertir.

Preguntas Frecuentes, Bolsa de Valores de Colombia.

### **Mercado No Intermediado:**

También es conocido como mercado de oferta pública, a transferencia de los recursos se hace a través de acciones, bonos, derivados, futuros, entre otros.

Preguntas Frecuentes, Bolsa de Valores de Colombia.

### **OTC:**

Los mercados Over the Counter, son mercados donde dos partes negocian instrumentos financieros (bonos, acciones, swaps, etc.) y pactan la forma en la que se liquidara el instrumento. Estos mercados no cuentan con regulación por lo que los riesgos son mayores que en un mercado regulado.

Que son los mercados over the counter, BBVA.

### **Mercado monetario**

El mercado monetario es aquel en el que se negocian activos a corto plazo, estos a diferencia del mercado de capitales, transa con préstamos, créditos, pagares, depósitos interbancarios, títulos hipotecarios entre otros. Su principal función es proporcionar a los agentes una parte de su riqueza en forma de títulos valores, con alta liquidez y rentabilidad.

El mercado monetario en Colombia. Asobancaria.

### **Mercado de capitales**

Es el mercado donde se realizan transacciones con títulos valores, este se divide en dos, mercado de renta fija y mercado de renta variable. El mercado de renta fija comprende los bonos y el de renta variable las acciones. De igual forma este mercado se divide en mercado primario y secundario. El primero implica que el activo es emitido por primera vez y la transacción se realiza entre el emisor y el comprador. En el mercado secundario, los activos se intercambian entre distintos compradores.

Mercado de Capitales, Universidad Eafit. Septiembre 21 de 2007.

### **Mercado de divisas:**

Es un mercado global y descentralizado en el que se transa con diferentes divisas. Este mercado busca hacer más fácil el flujo monetario en diferentes divisas fruto del comercio internacional.

El mercado de divisas: ¿Qué es y cómo funciona? BBVA, mayo de 2017.

### **Aversión al riesgo:**

Este concepto se refiere al nivel de riesgo e incertidumbre que un inversionista está dispuesto a asumir, según sus preferencias. Entre más riesgo asuma tiene una aversión más baja, mientras que si asume poco riesgo, es más averso al riesgo.

Measuring Risk-Aversion P, J Thomas, Febrero 2016,

### **WACC**

El Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC por sus siglas en inglés), es el método utilizado para calcular la tasa de descuento que se utilizará para descontar los flujos de caja libre. Este método tiene en cuenta el costo de la deuda, del equity y además, considera el impacto del escudo fiscal.

$$Wacc=(E/(E+D)*Ke) + (D/(E+D)*Kd)*(1-T)$$

Donde:

E=Patrimonio

D=Deuda

Ke= Costos del Patrimonio

Kd=Costo de la Deuda

T= Tasa impositiva

Berk y de Marzo, 2013.

### **Marco teórico:**

#### **Método de Valoración por Múltiplos:**

Este método estima el valor de una empresa, mediante la comparación de indicadores financieros con otras empresas similares. Este método requiere que se identifiquen las características

que las hagan comparables, lo que la mayoría de veces dificulta el análisis al no poder encontrar empresas que cumplan con las mismas características. Este método es más fácil de aplicar en empresas que coticen en bolsa. De igual forma es muy atractivo por la simplicidad del cálculo de los múltiplos. Por ejemplo, se calcula un múltiplo de la empresa A teniendo en cuenta Ebit/Valor de la empresa y posteriormente, el valor de la empresa B sería el producto entre el múltiplo y el Ebit de la empresa B.

Aznar, Cayo y Cevallos, 2016.

### **Modelo CAPM**

Este modelo se utiliza para determinar los retornos esperados de unos activos (desde la posición del inversionista), también puede ser entendido como el costo que debe pagarse al inversionista (desde la posición de la empresa).

Está basado en el riesgo sistemático y por lo tanto se debe compensar al inversionista con un Premium por encima de la tasa libre de riesgo.

$$CAPM=K_e=R_f+B*(R_m-R_f)$$

Donde:

$K_e$ : Costo del patrimonio.

$R_f$ =Tasa Libre de Riesgo

$B$ : Beta apalancado de la empresa

$R_m$ : Retorno Esperado del Mercado.

CAPM formula and calculation, Corporate Finance Institute.

### **Modelo del flujo de caja libre descontado al wacc:**

Este método de evaluación de proyectos o empresas, que funciona a partir de la estimación del valor actual de los Flujos de Caja Libre en un periodo de tiempo estimado. El modelo implica dos aspectos principales: La estimación asertiva de los Flujos de Caja y la evaluación del WACC apropiado para descontar los flujos.

$$\text{La valoración por este método está dada por: } VP_N = \sum_{n=1}^N \left( \frac{FCL}{(1+WACC)^n} \right) + VT$$

Donde el VPN es el Valor de la Empresa.

FCL es el Flujo de Caja Libre de cada periodo.

WACC es la tasa de descuento de los FCL.

Y VT es el Valor Terminal de la Empresa, que está dado por:  $VT = \frac{FCL_{final} * (1+G)}{WACC - G}$

Donde VT es el Valor Terminal de la Empresa y G es la tasa de crecimiento proyectada.

Berk y DeMarzo, 2013.

## **9. Objetivos:**

### **Objetivos Generales:**

- Determinar el precio por acción de la Bolsa de Valores de Colombia, por medio de diferentes métodos de valoración financieros, con el propósito de generar una recomendación de venta, compra o retención de la acción.

### **Objetivos Específicos:**

- Determinar el valor de mercado por medio de un metodo de valoracion financiera.
- Comparar los valores numéricos frente a los que el mercado estipula de la acción de la Bolsa de Valores de Colombia.
- Recomendar la decisión de compra, venta o retención de la acción de la Bolsa de Valores de Colombia.

## **10. Metodología:**

Los métodos de valoración financiera para la compañía a estudiar fueron, el de los Flujos de Caja Libre Descontados y Valoración por Múltiplos.

En primer lugar se utilizó el método de Valoración por Múltiplos, en la cual se identificaron los múltiplos ev/ebitda y ev/ebit, de las bolsas latinoamericanas más parecidas y que en esta ocasión fueron la de México, Chile, Perú y Argentina, teniendo en cuenta también que estas se desarrollan en industrias emergentes y que la mayoría pertenecen al MILA. así mismo, se concluyó entre las bolsas preseleccionadas que la más adecuada y similar para el

método de múltiplos era la Bolsa de comercio de Santiago (BOLSA STG) ya que su mercado es desarrollado, profundo y estable.

En cuanto a la bolsa de Perú se encontró que presenta un crecimiento acelerado que avanza al ritmo de las cotizaciones de los metales especialmente del cobre y el zinc, reflejando un correlación alta con las exportaciones de commodities que se traduce en inestabilidad e incertidumbre; por otra parte en la Bolsa Mexicana de valores es igual a la peruana, inestable, ya que con llegada a la presidencia del señor López Obrador y la reactivación del debate acerca de un recorte sobre las comisiones a los bancos del país; perjudicando así directamente a la bolsa de dicho país con una caída del 17% . por otra parte en la Bolsa de Argentina (BYMA) presentó un desarrollo desfavorable para el 2018, dado a la falta de confianza de los inversionistas acentuada por la incertidumbre política y el acontecimiento del riesgo país supere los 600 puntos básicos. Por último para los múltiplos , se tomaron los datos del Market Cap, donde la media de ev/ebit y ev/sales era de 16,22x y 18.77x, en este sentido, se hizo la valoración por comparables con la Bolsa de Santiago de Chile por las condiciones presentadas y se emplearon los múltiplos EV/EBITDA Y EV/EBIT, debido a que estos permiten determinar si la Bolsa de Valores de Colombia incorpora mayor o menor valor que el directamente relacionado con los recursos generados.

En segundo lugar se empleó el método de Flujos de Caja Libre Descontados. Para este método de valoración se debió calcular el valor presente de los Flujos de Caja Libre proyectados desde el 2018 hasta el 2027 calculando por último el valor terminal del Flujo de Caja Libre del periodo de 2027 junto con la fórmula de la perpetuidad. Para este caso se utilizó una “g” de crecimiento de 1%, ya que según La Porta en el “paper Investors protection and corporate governance”, Colombia al ser un país de una economía emergente, presenta distintas falencias judiciales respecto al sistema financiero, en el cual la ascendencia de las diferentes normativas están basadas bajo el ente civil de la sociedad, por la cual no

acapara todas las necesidades que presenta este sistema haciendo que el mercado de capitales sea poco atractivo y “riesgosos” para los inversionistas extranjeros y locales, ya que estos tendrían un bajo nivel protección de la propiedad y pocas garantías que se deberían presentar en este tipo de entidades financieras, perjudicando así la rentabilidad que tendría el sector financiero colombiano, a su vez, el crecimiento de la economía colombiana y el incremento del IPC son constantes con un valor del 3%, lo que no concediera un mayor nivel de ahorro desencadenando en una inversión en el mercado de capitales similar a la que se tiene actualmente e impidiendo que este mercado se desarrolle a largo plazo.

En cuanto, la proyección de los estados financieros se analizaron las cuentas de ingresos, costos y gastos a través de los periodos analizados (2013-2017) y se realizaron las proyecciones a futuro utilizando una tasa de crecimiento del 3% en ambas cuentas. La tasa para el incremento del ingreso se determinó por las expectativas de crecimiento económico para el 2019 que presentó Fedesarrollo las que se encuentran en 3.2%. Por otra parte, se determinó la tasa del 3% para el incremento de los costos y gastos basados en la tasa de inflación proyectada por el Banco de la República desde 2019 hasta 2028. Respecto a la tasa de crecimiento para el cálculo del valor terminal, se fijó una tasa del 1% bajo una posición moderada respecto al crecimiento del mercado de valores colombiano a largo plazo.

Para el cálculo del capital asset pricing model (CAPM): Para la tasa libre de riesgo tomamos en cuenta que los principales accionistas de la bolsa de valores de Colombia (32%) son extranjeros, por lo que se hizo la sumatoria de las tasas de los bonos del tesoro de Estados Unidos y el riesgo País para Colombia. A cambio, para el cálculo del Beta, se hicieron tres diferentes métodos. El primero se realizó utilizando información de varianzas y covarianzas teniendo como resultado 0.0054. La segunda fue a través del apalancamiento del Beta tomado desde Damodaran para el sector de Finance service No Banking and Insurance in emergent markets arrojando un resultado de 0,8641. Finalmente, basándonos en “Un modelo para el

cálculo de los betas de mercado con base en información contable” del Profesor Edinson Caicedo Cerezo de la Universidad ICESI de Cali obtuvimos un valor del Beta de 1.5238.

Como mencionamos anteriormente, con el fin de mantener la posición neutral seleccionamos el segundo método.

En el Costo ponderado de capital se tuvo en cuenta la estructura de capital del periodo 2017, así mismo se definió como  $K_e$  el valor fijado con el CAPM y respecto al  $K_d$  se evidenció una tasa de interés muy alta durante el 2015 y 2017, las cuales generaban una alta volatilidad para el costo de la deuda, dado esto se decidió eliminar estos highlights para definir un  $K_d$  promedio a partir de la información de los otros años analizados determinando una tasa del 5.19%. Finalmente evidenciamos que para el periodo del 2017 la tasa de impuestos es del 11.98%. Basados en esta información encontramos que el WACC con el que realizaremos el descuento de los flujos de caja es de 5.31%. (anexos 10,11,12,13)

### 11. Cronograma de Actividades:

| #  | Tareas/Fechas                                    | Septiembre -- 2018 |     |     |     | Octubre -- 2018 |      |      |      | Noviembre -- 2018 |      |      |      | Diciembre -- 2018 |      |      |      | Enero -- 2019 |     |     |     |
|----|--|--------------------|-----|-----|-----|-----------------|------|------|------|-------------------|------|------|------|-------------------|------|------|------|---------------|-----|-----|-----|
|    |  | 9-1                | 9-2 | 9-3 | 9-4 | 10-1            | 10-2 | 10-3 | 10-4 | 11-1              | 11-2 | 11-3 | 11-4 | 12-1              | 12-2 | 12-3 | 12-4 | 1-1           | 1-2 | 1-3 | 1-4 |
| 1  | Correo de notificación del reto                  | ■                  |     |     |     |                 |      |      |      |                   |      |      |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 2  | Inscripción al Reto                              |                    | ■   |     |     |                 |      |      |      |                   |      |      |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 3  | Reunión con Oliver Pardo                         |                    | ■   |     |     |                 |      |      |      |                   |      |      |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 4  | Reunión de los estudiantes participantes         |                    |     | ■   |     |                 |      |      |      |                   |      |      |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 5  | Entrega de instrucciones del Reto                |                    |     | ■   |     |                 |      |      |      |                   |      |      |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 6  | Asignación del tutor del reto                    |                    |     |     | ■   |                 |      |      |      |                   |      |      |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 7  | Primera reunión con el tutor                     |                    |     |     | ■   |                 |      |      |      |                   |      |      |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 8  | Investigación acerca del reto                    |                    |     |     | ■   |                 |      |      |      |                   |      |      |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 9  | Investigación de trabajos anteriores del CFA     |                    |     |     | ■   |                 |      |      |      |                   |      |      |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 10 | Investigación sobre la BVC                       |                    |     |     | ■   |                 |      |      |      |                   |      |      |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 11 | Investigación sobre metodos de valoración        |                    |     |     |     | ■               |      |      |      |                   |      |      |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 12 | Determinación de los metodos a usar              |                    |     |     |     | ■               |      |      |      |                   |      |      |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 13 | Investigación de aspectos Externos               |                    |     |     |     | ■               |      |      |      |                   |      |      |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 14 | Investigación de Aspectos internos               |                    |     |     |     | ■               |      |      |      |                   |      |      |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 15 | Reconstrucción de los informes financieros (BVC) |                    |     |     |     | ■               | ■    | ■    | ■    |                   |      |      |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 16 | Construcción del metodo de valoración            |                    |     |     |     | ■               | ■    | ■    | ■    | ■                 |      |      |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 17 | Construcción del analisis financiero             |                    |     |     |     | ■               | ■    | ■    | ■    | ■                 |      |      |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 18 | Construcción del analisis Cualitativo            |                    |     |     |     | ■               | ■    | ■    | ■    | ■                 |      |      |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 19 | Verificación de la información                   |                    |     |     |     | ■               | ■    | ■    | ■    | ■                 |      |      |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 20 | Realización de Graficas                          |                    |     |     |     |                 | ■    | ■    | ■    | ■                 | ■    |      |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 21 | Realización del documento escrito                |                    |     |     |     |                 | ■    | ■    | ■    | ■                 | ■    | ■    |      |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 22 | Entrega del Documento                            |                    |     |     |     |                 |      |      |      |                   |      |      | ■    |                   |      |      |      |               |     |     |     |
| 23 | Retroalimentación del documento                  |                    |     |     |     |                 |      |      |      |                   |      |      |      | ■                 |      |      |      |               |     |     |     |
| 24 | Publicación de finalista                         |                    |     |     |     |                 |      |      |      |                   |      |      |      |                   | ■    |      |      |               |     |     |     |
| 25 | Preparación para la presentación final           |                    |     |     |     |                 |      |      |      |                   |      |      |      |                   |      | ■    | ■    | ■             | ■   |     |     |
| 26 | Exposición final                                 |                    |     |     |     |                 |      |      |      |                   |      |      |      |                   |      |      |      |               |     |     | ■   |

## 12. Resultados

Después de realizar la valoración por medio de los dos métodos mencionados anteriormente como lo fueron el de flujo de caja libre descontados al wacc y el método de múltiplos, se concluyó que el primer método debería tener el mayor peso con un valor de 80% para la valoración, dado a toda la información que se pudo recolectar y estudiar de la empresa internamente y que asimismo era detallada. Por lo tanto, en cuanto a los múltiplos solo se le destinará el 10% de la ponderación (dos múltiplos)..

El valor de la empresa por Flujos de Caja Libre Descontados (80%) es de \$617.394.953.

El valor de la empresa por EV/Ebitda (10%) es de \$588.491.061,

El valor de la empresa por EV/Ebit (10%) es de \$614.449.165.

El valor ponderado de la empresa es de \$614.449.165.

El # de acciones de la Bolsa de Valores de Colombia es de: 60.513.469.

El precio por acción por el metodo de Flujo de Caja Libre Descontado es de: \$10.202

El precio por acción por EV/Ebitda es de : \$9.724

El precio por Acción por EV/Ebit es de: \$10.153

El precio por acción ponderado es de: \$10.149

El precio por acción el 29 de Noviembre de 2018: \$12.920

Disminución del precio de la acción: \$2.771. 21,44%.(anexo 14)

### **13. Conclusiones:**

Finalmente el valor de la acción para cada uno de los métodos obtuvo un valor negativo para la valoración del 30 de noviembre del 2018.

En la valoración se puede presenciar una disminución en el valor de la acción del 21,44%, siendo un claro reflejo de la sobrevaloración que la compañía tiene actualmente, a pesar de que los ingresos o ventas de la empresa hayan tenido un comportamiento positivo debido a las diferentes adquisiciones de subsidiarias del sector financiero; no obstante para el futuro no se espera un crecimiento significativo de la industria, lo que impediría el crecimiento esperado que la Bolsa de Valores de Colombia tiene previsto actualmente.

Por otro lado hay varios riesgos asociados a la inversión, clasificados de la siguiente manera: Matriz de riesgos (anexo15 )

En primera parte los Riesgos Operacionales son diferentes como las posibles amenazas de espionaje que se dan en algunas plataformas virtuales en las que se desarrollan y trabajan a diario; ya que este tipo de riesgo operacional afecta directamente a la compañía, porque en el caso de que la competencia se anticipe a los movimientos que va hacer la Bolsa de Valores de Colombia, generará una disminución de su acción en el mercado de capitales , repercusiones por parte de sus grupos de interés y también en la eficiencia en los mercados perfectos.

Por otra parte uno de los riesgos asociados con el espionaje, que se pueden presentar en la bolsa de valores de colombia son las fallas en las plataformas digitales, en donde se transan las diferentes actividades económicas y financieras que desarrolla la empresa diferentes clientes, afectando la capitalización de mercado directamente, por la mala imagen corporativa que tendría dada a estas fallas; y también por las pocas garantías que ofrecen si este acontecimiento llegara a pasar.

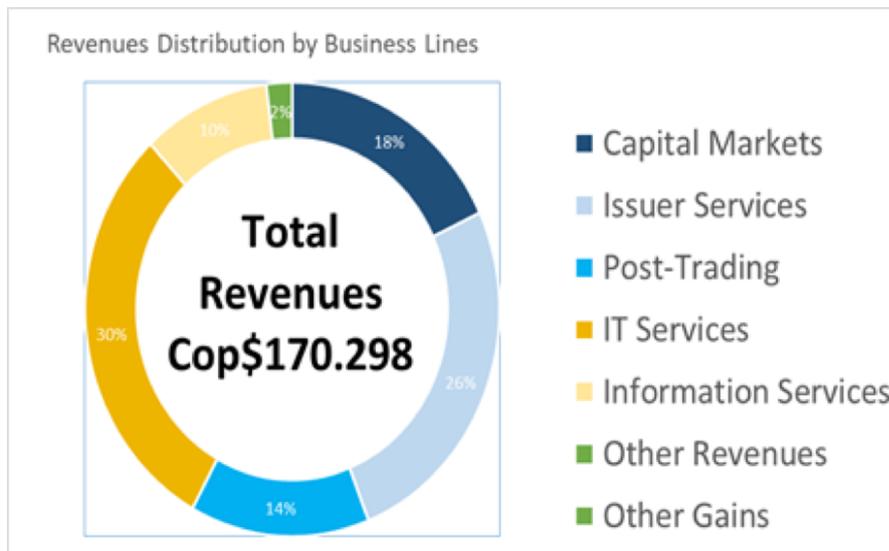
En cuanto, los riesgos del mercado son más importantes para la empresa, ya que son factores directos que afectan al importe de las compañías cotizantes en bolsa, debido a que si las organizaciones bajan su entorno por medio de factores productivos, factores logísticos o factores externos, provocarían una disminución en el índice colcap. Por otra parte, la atraktividad de otras bolsas de valores por medio de un mercado más grande, seguro y con un mayor retorno, hacen que el mercado de capitales colombiano no sea atractivo para los inversionistas locales y extranjeros.

Por último en los riesgos legales la ley de financiamiento propuesta por el gobierno actual de Colombia afectará directamente las inversiones nacionales, debido a que existe la oportunidad de que la ley genere una reducción en los incentivos del ahorro de los Colombianos de clase media que son la clase más representativa y voluminosa de la población del país, los cuales específicamente son los que ahorran en fondos de pensiones. A su vez, esta ley de financiamiento puede alejar a Colombia de los mercados internacionales teniendo en cuenta la propuesta de realizar cambios en el tratamiento tributario que se está generando en algunas de las operaciones como las de derivados en el exterior, de igual modo, la rentabilidad del inversionista puede verse afectada por los impuestos al patrimonio y a los dividendos.

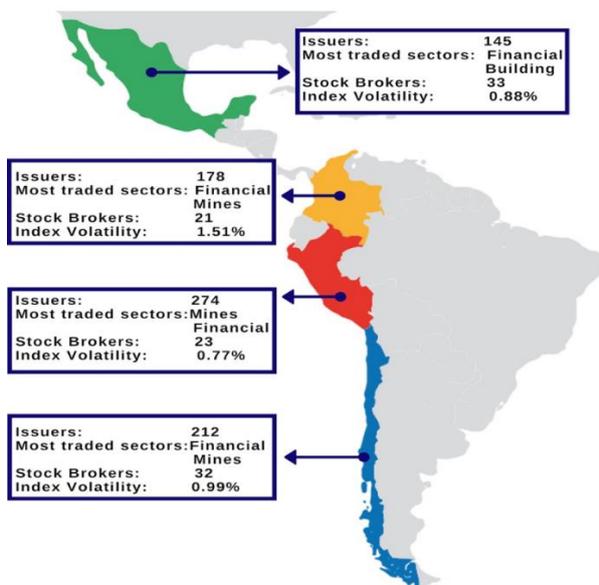
**Anexos:**

**Anexo 1:**

Ingresos totales por línea de negocio. Fuente: Elaboración Propia.

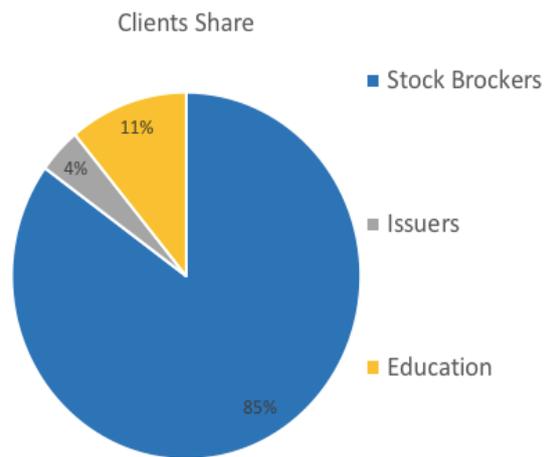


Anexo 2. Mapa del MILA. Fuente: Elaboración Propia.



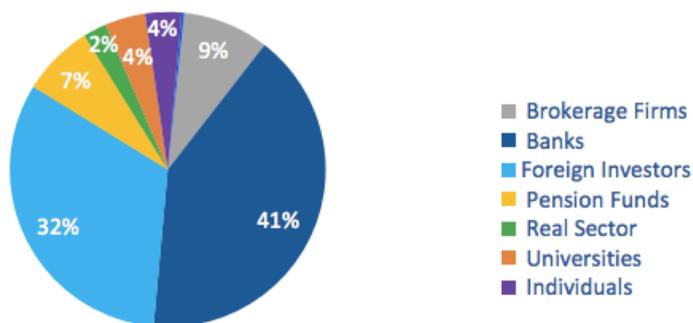
Anexo 3. Segmento de Clientes: Fuente: Elaboración Propia.

| #  | STOCK BROKERS                   |
|----|---------------------------------|
| 1  | ACCIONES & VALORES S.A          |
| 2  | ADCAP COLOMBIA                  |
| 3  | AFIN S.A                        |
| 4  | ALIANZA VALORES                 |
| 5  | BBVA VALORES                    |
| 6  | BTG PACTUAL S.A                 |
| 7  | CASA DE BOLSA                   |
| 8  | CIA PROFESIONALES DE BOLSA      |
| 9  | CITIVALORES                     |
| 10 | COMPASS GROUP                   |
| 11 | DAVIVIENDA CORREDORES           |
| 12 | CREDICORP CAPITAL               |
| 13 | GLOBAL SECURITIES COLOMBIA S.A  |
| 14 | ITAU COMISIONISTAS DE BOLSA S.A |
| 15 | LARRAIN VIAL COLOMBIA S.A       |
| 16 | OLD MUTUAL S.A                  |
| 17 | SCOTIA SECURITIES S.A           |
| 18 | SERVIVALORES GNB SUDAMERIS S.A  |
| 19 | ULTRASERFINCO S.A               |
| 20 | VALORALTA S.A                   |
| 21 | VALORES BANCOLOMBIA S.A         |



Anexo 4.

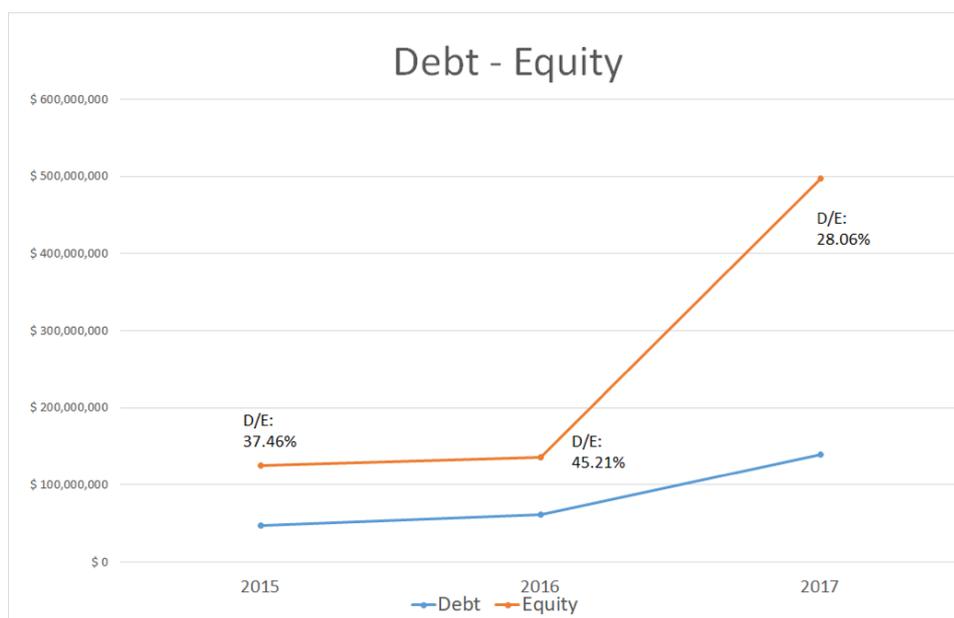
4. A Distribución de los Accionistas. Fuente: Elaboración Propia.



4. B Lista de Inversionistas. Fuente: Elaboración Propia.

| #  | SHAREHOLDERS  | % Of Shares |
|----|---|-------------|
| 1  | BBVA COLOMBIA S.A                                   | 7,3315%     |
| 2  | BANCO DAVIVIENDA S.A                                | 6,3221%     |
| 3  | B3 S.A BRASIL BOLSA BALCAO                          | 6,1970%     |
| 4  | ITAU CORPBANCA COLOMBIA                             | 5,7439%     |
| 5  | BANCARD INTERNATIONAL INVESTMENT INC                | 5,7392%     |
| 6  | FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PORVENIR MODERADO   | 4,6931%     |
| 7  | UNIVERSIDAD DE MEDELLIN                             | 4,1401%     |
| 8  | CORPORACION FINANCIERA COLOMBIANA S.A               | 4,0365%     |
| 9  | BANCO CAJA SOCIAL                                   | 3,9716%     |
| 10 | BMO INVESTMENTS II (IRELAND) PLC                    | 3,7743%     |
| 11 | BANCOLOMBIA - BOGOTA                                | 3,2547%     |
| 12 | MILLVILLE OPPORTUNITIES MASTER FUND LP              | 3,1587%     |
| 13 | AMBER GLOBAL OPPORTUNITIES MASTER FUND LTD          | 2,9679%     |
| 14 | INVERSIONES CFNS S.A.S                              | 2,6661%     |
| 15 | BROWN ADVISORY LATIN AMERICAN FUND                  | 2,0154%     |
| 16 | UTILICO EMERGING MARKETS LONG TERM ECONO            | 1,9971%     |
| 17 | VALORES BANCOLOMBIA S.A COMISIONISTA DE BOLSA S.A   | 1,7953%     |
| 18 | KAPITAL FORENGINEN EMERGING MARKETS LONG TERM ECONO | 1,2488%     |
| 19 | FIDUCIARIA BANCOLOMBIA S.A                          | 1,1758%     |
| 20 | FDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCION MODERADO   | 1,1072%     |
| 21 | BANCA DE INVERSION BANCOLOMBIA S.A CORP FINANCIERA  | 1,0981%     |
| 22 | LONDOÑO Y RESTREPO S.A                              | 1,0383%     |
| 23 | BANCO COLPATRIA MULTIBANCA COLPATRIA S.A            | 0,9303%     |
| 24 | FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS COLFONDOS MODERADO  | 0,9003%     |
| 25 | BBVA VALORES COLOMBIA S.A COMISIONISTAS DE BOLSA    | 0,8728%     |

4 C: Estructura de Capital. Fuente: Elaboración Propia.



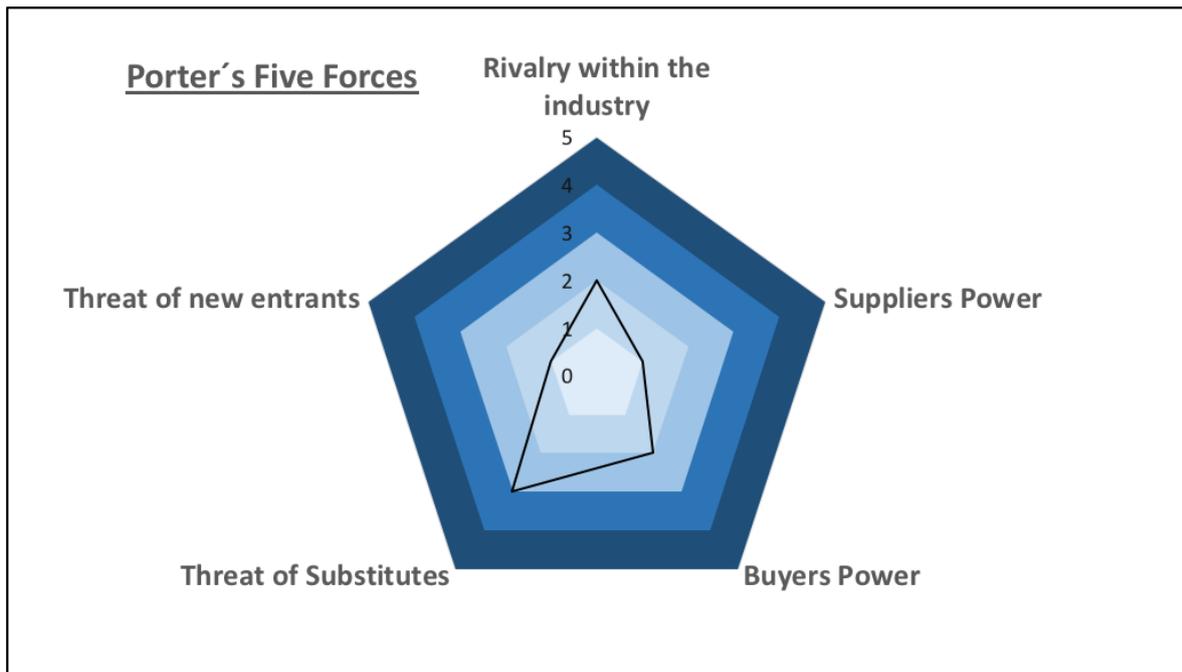
Anexo 5. Miembros de la Junta Directiva. Fuente: Elaboración Propia.

| Board Of Directors           |             |       |  |
|------------------------------|-------------|-------|--|
| Member                       | Independent | Since | Comitte                                  |
| Roberto Junguito Bonnet      | Yes         | 2005  | CG                                       |
| Santiago Montenegro Trujillo | Yes         | 2010  | Auditory and Risk, CG                    |
| Javier Jaramillo Velásquez   | Yes         | 2007  | Administrative and Financial, CG         |
| Sergio Clavijo Vergara       | Yes         | 2008  | Regulation                               |
| Juan Camilo Vallejo Arango   | Yes         | 2007  | Regulation, Administrative and Financial |
| Julian Domínguez Rivera      | Yes         | 2008  | Auditory and Risk                        |
| Carlos Eduardo Jaimes Jaimes | Yes         | 2008  | Regulation, Auditory and Risk            |
| Aura Marleny Arcila Giraldo  | No          | 2013  | Administrative and Financial             |
| Rafael Aparicio Escallón     | No          | 2001  | Regulation, CG                           |
| Mauricio Rosillo Rojas       | No          | 2014  | CG                                       |
| Germán Salazar Castro        | No          | 2005  | Regulation, Administrative and Financial |
| Diego Jiménez Posada         | No          | 2008  | Regulation                               |
| Roberto Belchior Da Silva    | No          | 2017  | Administrative and Financial             |

Anexo 6. Correlaciones con otros mercados. Fuente: Elaboración Propia.

| Correlations BVC Share |         |            |         |
|------------------------|---------|------------|---------|
| Colcap                 | 46,85%  | S&P500     | -33,08% |
| DJ                     | -29,15% | Nikkei 225 | -39,30% |
| S&P/BVL                | 62,61%  | IPSA       | 37,77%  |
| IPC/BMV                | -11,34% | Bovespa    | 46,50%  |
| FTSE                   | -11,92% | WTI        | 50,19%  |

Anexo 7. Las 5 Fuerzas de Porter:



Anexo 8. Análisis DOFA: Fuente: Elaboración Propia.



Anexo 9. Método de Flujo de Caja Libre Descontado. Fuente: Elaboración Propia.

| Year              | 2018          | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EBIT              | \$ 40.269.705 | \$ 41.313.311 | \$ 42.388.968 | \$ 43.497.644 | \$ 44.640.338 |
| (-)TAXES 35%      | \$ 14.094.397 | \$ 14.459.659 | \$ 14.836.139 | \$ 15.224.175 | \$ 15.624.118 |
| (+)Depreciations  | \$3.671.370   | \$3.708.084   | \$3.745.165   | \$3.782.616   | \$3.820.443   |
| (+)Amortizations  | \$6.965.838   | \$7.035.497   | \$7.105.852   | \$7.176.910   | \$7.248.679   |
| (-)Working Change | \$ 1.197.066  | \$ 2.010.747  | \$ 1.795.013  | \$ 1.824.945  | \$ 1.855.462  |
| (-)Capex          | \$ 11.196.517 | \$ 11.308.482 | \$ 11.421.567 | \$ 11.535.783 | \$ 11.651.140 |
| FCF               | \$ 24.418.934 | \$ 24.278.003 | \$ 25.187.265 | \$ 25.872.267 | \$ 26.578.739 |

| Year              | 2023          | 2024          | 2025          | 2026           | 2027           |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| EBIT              | \$ 45.818.077 | \$ 47.031.922 | \$ 48.282.962 | \$ 49.572.321  | \$ 50.901.158  |
| (-)TAXES 35%      | \$ 16.036.327 | \$ 16.461.173 | \$ 16.899.037 | \$ 17.350.312  | \$ 17.815.405  |
| (+)Depreciations  | \$3.858.647   | \$3.897.233   | \$3.936.206   | \$3.975.568    | \$4.015.324    |
| (+)Amortizations  | \$7.321.166   | \$7.394.378   | \$7.468.321   | \$7.543.005    | \$7.618.435    |
| (-)Working Change | \$ 1.886.574  | \$ 1.918.294  | \$ 1.950.634  | \$ 1.983.607   | \$ 2.017.874   |
| (-)Capex          | \$ 11.767.652 | \$ 11.885.328 | \$ 12.004.182 | \$ 12.124.223  | \$ 12.245.466  |
| FCF               | \$ 27.307.338 | \$ 28.058.738 | \$ 28.833.636 | \$ 29.632.751  | \$ 30.456.171  |
|                   |               |               |               | Terminal Value | \$ 712.981.111 |

Anexo 10. Proyección de Estados Financieros. Fuente: Elaboración Propia.

| IN THOUSANDS (COP)   | 2016           | 2017E          | 2018F          | 2019F          | 2020F          | 2021F          |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Revenue  | \$ 163.076.389 | \$ 163.361.996 | \$ 168.251.094 | \$ 173.288.362 | \$ 178.476.605 | \$ 183.820.351 |
| Revenue from ordinary activities                                     | \$ 158.156.020 | \$ 159.012.950 | \$ 163.783.339 | \$ 168.696.839 | \$ 173.757.744 | \$ 178.970.476 |
| Revenue from investment activities                                   | \$ 2.510.840   | \$ 2.017.213   | \$ 2.065.968   | \$ 2.117.682   | \$ 2.170.804   | \$ 2.225.376   |
| Earnings or other revenue  | \$ 2.409.529   | \$ 2.331.833   | \$ 2.401.788   | \$ 2.473.842   | \$ 2.548.057   | \$ 2.624.499   |
| Costs  | \$ 37.150.022  | \$ 40.091.838  | \$ 42.235.378  | \$ 43.428.192  | \$ 44.656.048  | \$ 45.919.990  |
| Expenses   | \$ 77.094.638  | \$ 86.994.393  | \$ 89.593.500  | \$ 92.270.581  | \$ 95.027.973  | \$ 97.868.088  |
| Expenses of ordinary activities                                      | \$ 76.712.384  | \$ 86.636.905  | \$ 89.236.012  | \$ 91.913.093  | \$ 94.670.485  | \$ 97.510.600  |
| Expenses of non-ordinary activities                                  | \$ 382.254     | \$ 357.488     | \$ 357.488     | \$ 357.488     | \$ 357.488     | \$ 357.488     |
| Profit for Operating Activities                                      | \$ 48.831.729  | \$ 36.275.765  | \$ 36.422.216  | \$ 37.589.589  | \$ 38.792.584  | \$ 40.032.273  |
| Profit from equity method -associates                                | \$ 7.717.252   | \$ 7.811.338   | \$ 7.957.757   | \$ 7.957.757   | \$ 7.957.757   | \$ 7.957.757   |
| Loss from equity method-associates and /or joint ventures            | -\$ 269.338    | -\$ 357.376    | -\$ 400.000    | -\$ 412.000    | -\$ 424.360    | -\$ 437.091    |
| Other revenue from subsidiaries, controlled companies and associates | \$ -           | \$ 84.027.542  | \$ 84.027.542  | \$ 84.867.817  | \$ 85.716.496  | \$ 86.573.661  |
| Financial Costs  | \$ 3.595.268   | \$ 2.863.632   | \$ 2.863.632   | \$ 2.863.632   | \$ 2.863.632   | \$ 2.863.632   |
| Profit Before Taxes  | \$ 52.684.375  | \$ 124.893.637 | \$ 125.143.883 | \$ 127.139.532 | \$ 129.178.844 | \$ 131.262.968 |
| Income taxes expenses  | \$ 22.167.315  | \$ 14.963.585  | \$ 14.326.326  | \$ 14.562.663  | \$ 14.804.306  | \$ 15.051.399  |
| Net Profit of the period   | \$ 30.517.060  | \$ 109.930.052 | \$ 110.817.557 | \$ 112.576.869 | \$ 114.374.538 | \$ 116.211.569 |

| IN THOUSANDS (COP)   | 2022F          | 2023F          | 2024F          | 2025F          | 2026F          | 2027F          |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Revenue  | \$ 189.324.262 | \$ 194.993.142 | \$ 200.831.937 | \$ 206.845.744 | \$ 213.039.809 | \$ 219.420.269 |
| Revenue from ordinary activities                                     | \$ 184.339.591 | \$ 189.869.778 | \$ 195.565.872 | \$ 201.432.848 | \$ 207.475.833 | \$ 213.700.108 |
| Revenue from investment activities                                   | \$ 2.281.438   | \$ 2.339.033   | \$ 2.398.205   | \$ 2.459.000   | \$ 2.521.463   | \$ 2.586.372   |
| Earnings or other revenue  | \$ 2.703.234   | \$ 2.784.331   | \$ 2.867.860   | \$ 2.953.896   | \$ 3.042.513   | \$ 3.133.789   |
| Costs  | \$ 47.221.092  | \$ 48.560.463  | \$ 49.939.242  | \$ 51.358.604  | \$ 52.819.759  | \$ 54.323.952  |
| Expenses   | \$ 100.793.406 | \$ 103.806.483 | \$ 106.909.953 | \$ 110.106.527 | \$ 113.398.998 | \$ 116.790.244 |
| Expenses of ordinary activities                                      | \$ 100.435.918 | \$ 103.448.995 | \$ 106.552.465 | \$ 109.749.039 | \$ 113.041.510 | \$ 116.432.756 |
| Expenses of non-ordinary activities                                  | \$ 357.488     | \$ 357.488     | \$ 357.488     | \$ 357.488     | \$ 357.488     | \$ 357.488     |
| Profit for Operating Activities                                      | \$ 41.309.764  | \$ 42.626.196  | \$ 43.982.742  | \$ 45.380.613  | \$ 46.821.052  | \$ 48.306.073  |
| Profit from equity method -associates                                | \$ 7.957.757   | \$ 7.957.757   | \$ 7.957.757   | \$ 7.957.757   | \$ 7.957.757   | \$ 7.957.757   |
| Loss from equity method-associates and /or joint ventures            | -\$ 450.204    | -\$ 463.710    | -\$ 477.621    | -\$ 491.950    | -\$ 506.708    | -\$ 521.909    |
| Other revenue from subsidiaries, controlled companies and associates | \$ 87.439.397  | \$ 88.313.791  | \$ 89.196.929  | \$ 90.088.898  | \$ 90.989.787  | \$ 91.899.685  |
| Financial Costs  | \$ 2.863.632   | \$ 2.863.632   | \$ 2.863.632   | \$ 2.863.632   | \$ 2.863.632   | \$ 2.863.632   |
| Profit Before Taxes  | \$ 133.393.082 | \$ 135.570.402 | \$ 137.796.175 | \$ 140.071.686 | \$ 142.398.257 | \$ 144.777.974 |
| Income taxes expenses  | \$ 15.304.086  | \$ 15.562.516  | \$ 15.826.845  | \$ 16.097.229  | \$ 16.373.832  | \$ 16.656.902  |
| Net Profit of the period   | \$ 118.088.997 | \$ 120.007.886 | \$ 121.969.331 | \$ 123.974.458 | \$ 126.024.425 | \$ 128.121.073 |

Anexo 11. Cálculo CAPM. Fuente: Elaboración Propia.

| Cost of Equity       |        |
|----------------------|--------|
| USA Bonds (10 Years) | 2,36%  |
| EMBI (Colombia)      | 1,74%  |
| Risk Free Rate       | 4,10%  |
| Beta                 | 0,8641 |
| Market Return        | 5,51%  |
| CAPM                 | 5,32%  |

Anexo 12. Cálculo del WACC. Fuente: Elaboración Propia.

| WACC   |                |
|--------|----------------|
| Equity | \$ 497.217.656 |
| Debt   | \$ 2.703.635   |
| Ke     | 5,32%          |
| Kd     | 5,1976%        |
| T      | 11,98%         |
| Wacc   | 5,31%          |

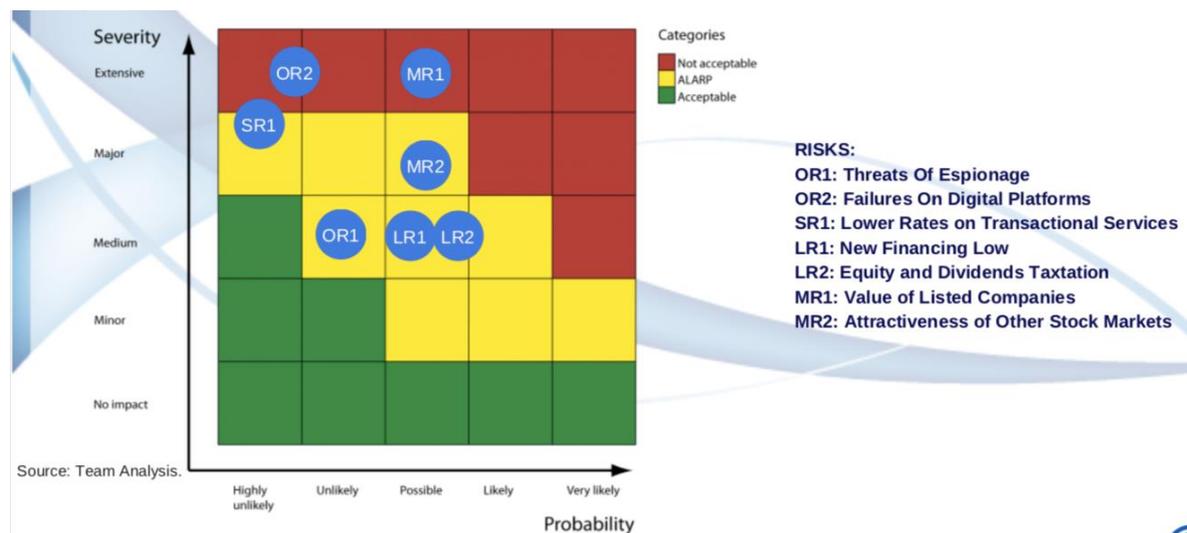
Anexo 13. Método de Valoración por Múltiplos. Fuente: Elaboración Propia.

| COMPARABLE COMPANY ANALYSIS              |           |         |
|--|-----------|---------|
| MULTIPLES                                | EV/EBITDA | EV/EBIT |
| BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO (BOLSASTG) | 13.17     | 16.77   |
| BOLSA DE VALORES DE LIMA (BVLAC1)        | 27.31     | 31.98   |
| BOLSA MEXICANA DE VALORES (BOLSAAMM)     | 10.04     | 10.6    |
| BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS (BYMA)      | 14.38     | 14.62   |
| BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA (BVC)       | 15.87     | 20.43   |

Anexo 14. Valor de la Empresa y Disminución del precio por acción. Fuente: Elaboración Propia.

|                                  |                |     |                   |
|----------------------------------|----------------|-----|-------------------|
| Equity Value DCF                 | \$ 617,394,953 | 80% | \$ 493,915,962.40 |
| Equity Value Multiples (Ebitda)  | \$ 588,491,061 | 10% | \$ 58,849,106.10  |
| Equity Value Multiples (Ebit)    | \$ 614,449,165 | 10% | \$ 61,444,916.50  |
| Total Value                      |                |     | \$ 614,209,985.00 |
| Shares                           |                |     | 60,513,469        |
| Price per Shares                 |                |     | \$ 10,149.971     |
| Price per Share November 29/2018 |                |     | \$ 12,920.000     |
| Upside/Downside                  |                |     | -21.440%          |

Anexo 15. Matriz de Riesgos: Fuente: Elaboración Propia.



Anexo 16: Estados Financieros.: Fuente: Elaboración Propia.

16 A: Balance General

Activos:

| IN THOUSANDS COP\$                          | 2016                 | 2017                 | 2018F                | 2019F                | 2020F                | 2021F                |
|---|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <b>Assets</b>                               | <b>\$186.792.891</b> | <b>\$636.739.796</b> | <b>\$647.961.729</b> | <b>\$658.123.174</b> | <b>\$659.840.903</b> | <b>\$661.588.443</b> |
| <b>Current Assets</b>                       |                      |                      |                      |                      |                      |                      |
| Cash and Cash Equivalents                   | \$ 33.368.243        | \$ 29.766.839        | \$ 30.524.301        | \$ 30.942.484        | \$ 31.117.945        | \$ 31.295.810        |
| Current financial Assets                    | \$ 20.260.104        | \$ 18.827.230        | \$19.392.047         | \$19.973.808         | \$20.573.023         | \$21.190.213         |
| Accounts receivable related parties         | \$ 2.122.858         | \$ 3.302.827         | \$ 3.335.855         | \$ 3.369.214         | \$ 3.402.906         | \$ 3.436.935         |
| Trade debtors and other accounts receivable | \$ 20.696.134        | \$ 29.414.887        | \$ 29.709.036        | \$ 30.006.126        | \$ 30.306.187        | \$ 30.609.249        |
| Current Tax Assets                          | \$ 1.206.432         | \$ 1.716.314         | \$ 2.703.356         | \$ 2.703.356         | \$ 2.703.356         | \$ 2.703.356         |
| <b>Total current assets</b>                 | <b>\$77.653.771</b>  | <b>\$83.028.097</b>  | <b>\$85.664.595</b>  | <b>\$86.994.989</b>  | <b>\$88.103.417</b>  | <b>\$89.235.563</b>  |
| <b>Non-current assets</b>                   |                      |                      |                      |                      |                      |                      |
| Non-current Financial assets                | \$ 2.490.031         | \$ 17.110.345        | \$ 17.110.345        | \$ 17.110.345        | \$ 17.110.345        | \$ 17.110.345        |
| Non-current non-financial assets            | \$ 3.082.196         | \$ 3.798.647         | \$ 3.836.633         | \$ 3.875.000         | \$ 3.913.750         | \$ 3.952.887         |
| Investments held under equity method        | \$ 38.210.794        | \$ 36.510.920        | \$ 36.510.920        | \$ 36.510.920        | \$ 36.510.920        | \$ 36.510.920        |
| Goodwill                                    | \$ 21.613.197        | \$ 174.047.304       | \$ 174.047.304       | \$ 174.047.304       | \$ 174.047.304       | \$ 174.047.304       |
| Other intangible assets                     | \$ 19.912.011        | \$ 266.271.322       | \$ 274.259.462       | \$ 282.487.246       | \$ 282.487.246       | \$ 282.487.246       |
| Property and equipment                      | \$ 23.207.421        | \$ 55.930.848        | \$ 56.490.156        | \$ 57.055.058        | \$ 57.625.609        | \$ 58.201.865        |
| Deferred tax assets                         | \$ 623.470           | \$ 42.313            | \$ 42.313            | \$ 42.313            | \$ 42.313            | \$ 42.313            |
| <b>Total Non- current assets</b>            | <b>\$109.139.120</b> | <b>\$553.711.699</b> | <b>\$562.297.134</b> | <b>\$571.128.185</b> | <b>\$571.737.486</b> | <b>\$572.352.880</b> |

| IN THOUSANDS COP\$                          | 2022F                | 2023F                | 2024F                | 2025F                | 2026F                | 2027F                |
|---|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <b>Assets</b>                               | <b>\$663.366.460</b> | <b>\$665.175.638</b> | <b>\$667.016.681</b> | <b>\$668.890.307</b> | <b>\$670.797.258</b> | <b>\$672.738.293</b> |
| <b>Current Assets</b>                       |                      |                      |                      |                      |                      |                      |
| Cash and Cash Equivalents                   | \$ 31.476.111        | \$ 31.658.882        | \$ 31.844.158        | \$ 32.031.972        | \$ 32.222.358        | \$ 32.415.353        |
| Current financial Assets                    | \$21.825.920         | \$22.480.697         | \$23.155.118         | \$23.849.772         | \$24.565.265         | \$25.302.223         |
| Accounts receivable related parties         | \$ 3.471.304         | \$ 3.506.017         | \$ 3.541.078         | \$ 3.576.488         | \$ 3.612.253         | \$ 3.648.376         |
| Trade debtors and other accounts receivable | \$ 30.915.342        | \$ 31.224.495        | \$ 31.536.740        | \$ 31.852.108        | \$ 32.170.629        | \$ 32.492.335        |
| Current Tax Assets                          | \$ 2.703.356         | \$ 2.703.356         | \$ 2.703.356         | \$ 2.703.356         | \$ 2.703.356         | \$ 2.703.356         |
| <b>Total current assets</b>                 | <b>\$90.392.033</b>  | <b>\$91.573.448</b>  | <b>\$92.780.450</b>  | <b>\$94.013.696</b>  | <b>\$95.273.861</b>  | <b>\$96.561.643</b>  |
| <b>Non-current assets</b>                   |                      |                      |                      |                      |                      |                      |
| Non-current Financial assets                | \$ 17.110.345        | \$ 17.110.345        | \$ 17.110.345        | \$ 17.110.345        | \$ 17.110.345        | \$ 17.110.345        |
| Non-current non-financial assets            | \$ 3.992.416         | \$ 4.032.340         | \$ 4.072.664         | \$ 4.113.390         | \$ 4.154.524         | \$ 4.196.070         |
| Investments held under equity method        | \$ 36.510.920        | \$ 36.510.920        | \$ 36.510.920        | \$ 36.510.920        | \$ 36.510.920        | \$ 36.510.920        |
| Goodwill                                    | \$ 174.047.304       | \$ 174.047.304       | \$ 174.047.304       | \$ 174.047.304       | \$ 174.047.304       | \$ 174.047.304       |
| Other intangible assets                     | \$ 282.487.246       | \$ 282.487.246       | \$ 282.487.246       | \$ 282.487.246       | \$ 282.487.246       | \$ 282.487.246       |
| Property and equipment                      | \$ 58.783.883        | \$ 59.371.722        | \$ 59.965.439        | \$ 60.565.094        | \$ 61.170.745        | \$ 61.782.452        |
| Deferred tax assets                         | \$ 42.313            | \$ 42.313            | \$ 42.313            | \$ 42.313            | \$ 42.313            | \$ 42.313            |
| <b>Total Non- current assets</b>            | <b>\$572.974.427</b> | <b>\$573.602.190</b> | <b>\$574.236.231</b> | <b>\$574.876.612</b> | <b>\$575.523.397</b> | <b>\$576.176.649</b> |

Pasivos:

| IN THOUSANDS COP\$                         |                     |                      |                      |                      |                      |                      |
|--|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Liabilities                                | 2016                | 2017                 | 2018F                | 2019F                | 2020F                | 2021F                |
| <b>Current liabilities</b>                 |                     |                      |                      |                      |                      |                      |
| Current Financial liabilities              | \$ 3.293.711        | \$ 523.844           | \$ 3.259.754         | \$ 3.292.351         | \$ 3.325.275         | \$ 3.358.528         |
| Employee Benefits                          | \$ 7.890.825        | \$ 9.498.527         | \$ 9.593.794         | \$ 9.689.732         | \$ 9.786.629         | \$ 9.884.495         |
| Trade creditors and other accounts payable | \$ 13.049.798       | \$ 18.306.053        | \$ 18.489.114        | \$ 18.674.005        | \$ 18.860.745        | \$ 19.049.352        |
| Current Tax Liabilities                    | \$ 6.805.281        | \$ 6.339.299         | \$ 6.402.692         | \$ 6.466.719         | \$ 6.531.386         | \$ 6.596.700         |
| Accounts payable with related parties      | \$ 5.317            | \$ 22.274            | \$ 22.497            | \$ 22.722            | \$ 22.949            | \$ 23.178            |
| Deferred income                            | \$ 43.817           | \$ 139.796           | \$ 141.194           | \$ 142.606           | \$ 144.032           | \$ 145.472           |
| <b>Total current liabilities</b>           | <b>\$31.088.749</b> | <b>\$34.829.793</b>  | <b>\$37.909.044</b>  | <b>\$38.288.134</b>  | <b>\$38.671.016</b>  | <b>\$39.057.726</b>  |
| <b>Non- current liabilities</b>            |                     |                      |                      |                      |                      |                      |
| Non-Current Financial liabilities          | \$ 686.235          | \$ 2.703.635         | \$ 2.730.671         | \$ 2.757.978         | \$ 2.785.558         | \$ 2.813.413         |
| Estimated Liabilities and provisions       | \$ 11.324.005       | \$ 8.485.310         | \$ 8.570.163         | \$ 8.655.865         | \$ 8.742.423         | \$ 8.829.848         |
| Employee Benefits                          | \$ 927.074          | \$ 855.262           | \$ 863.815           | \$ 872.453           | \$ 881.177           | \$ 889.989           |
| Deferred tax liabilities                   | \$ 6.898.876        | \$ 92.648.140        | \$ 93.574.621        | \$ 94.510.368        | \$ 95.455.471        | \$ 96.410.026        |
| <b>Total non-current liabilities</b>       | <b>\$19.836.190</b> | <b>\$104.692.347</b> | <b>\$105.739.270</b> | <b>\$106.796.663</b> | <b>\$107.864.630</b> | <b>\$108.943.276</b> |
| <b>TOTAL LIABILITIES</b>                   | <b>\$50.924.939</b> | <b>\$139.522.140</b> | <b>\$143.648.314</b> | <b>\$145.084.798</b> | <b>\$146.535.645</b> | <b>\$148.001.002</b> |

| IN THOUSANDS COP\$                         |                      |                      |                      |                      |                      |                      |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Liabilities                                | 2022F                | 2023F                | 2024F                | 2025F                | 2026F                | 2027F                |
| <b>Current liabilities</b>                 |                      |                      |                      |                      |                      |                      |
| Current Financial liabilities              | \$ 3.392.113         | \$ 3.426.034         | \$ 3.460.294         | \$ 3.494.897         | \$ 3.529.846         | \$ 3.565.145         |
| Employee Benefits                          | \$ 9.983.340         | \$ 10.083.174        | \$ 10.184.006        | \$ 10.285.846        | \$ 10.388.704        | \$ 10.492.591        |
| Trade creditors and other accounts payable | \$ 19.239.846        | \$ 19.432.244        | \$ 19.626.567        | \$ 19.822.832        | \$ 20.021.061        | \$ 20.221.271        |
| Current Tax Liabilities                    | \$ 6.662.667         | \$ 6.729.294         | \$ 6.796.587         | \$ 6.864.552         | \$ 6.933.198         | \$ 7.002.530         |
| Accounts payable with related parties      | \$ 23.410            | \$ 23.644            | \$ 23.881            | \$ 24.120            | \$ 24.361            | \$ 24.604            |
| Deferred income                            | \$ 146.927           | \$ 148.396           | \$ 149.880           | \$ 151.379           | \$ 152.893           | \$ 154.422           |
| <b>Total current liabilities</b>           | <b>\$39.448.303</b>  | <b>\$39.842.786</b>  | <b>\$40.241.214</b>  | <b>\$40.643.626</b>  | <b>\$41.050.062</b>  | <b>\$41.460.563</b>  |
| <b>Non- current liabilities</b>            |                      |                      |                      |                      |                      |                      |
| Non-Current Financial liabilities          | \$ 2.841.548         | \$ 2.869.963         | \$ 2.898.663         | \$ 2.927.649         | \$ 2.956.926         | \$ 2.986.495         |
| Estimated Liabilities and provisions       | \$ 8.918.146         | \$ 9.007.328         | \$ 9.097.401         | \$ 9.188.375         | \$ 9.280.259         | \$ 9.373.061         |
| Employee Benefits                          | \$ 898.889           | \$ 907.878           | \$ 916.957           | \$ 926.126           | \$ 935.387           | \$ 944.741           |
| Deferred tax liabilities                   | \$ 97.374.126        | \$ 98.347.868        | \$ 99.331.346        | \$ 100.324.660       | \$ 101.327.906       | \$ 102.341.185       |
| <b>Total non-current liabilities</b>       | <b>\$110.032.709</b> | <b>\$111.133.036</b> | <b>\$112.244.366</b> | <b>\$113.366.810</b> | <b>\$114.500.478</b> | <b>\$115.645.483</b> |
| <b>TOTAL LIABILITIES</b>                   | <b>\$149.481.012</b> | <b>\$150.975.822</b> | <b>\$152.485.580</b> | <b>\$154.010.436</b> | <b>\$155.550.540</b> | <b>\$157.106.046</b> |

## Patrimonio:

| IN THOUSANDS COP\$                                     |                      |                      |                      |                      |                      |                      |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| SHAREHOLDERS EQUITY                                    | 2016                 | 2017                 | 2018F                | 2019F                | 2020F                | 2021F                |
| Subscribed and paid in capital                         | \$ 18.672.822        | \$ 30.256.854        | \$ 30.559.423        | \$ 30.865.017        | \$ 31.173.667        | \$ 31.485.404        |
| Capital surplus  | \$ 21.095.896        | \$ 298.397.252       | \$ 303.835.239       | \$ 310.027.351       | \$ 307.718.187       | \$ 305.380.719       |
| Reserves   | \$ 41.991.656        | \$ 48.919.726        | \$ 49.408.923        | \$ 49.903.012        | \$ 50.402.043        | \$ 50.906.063        |
| Net profit of the period                               | \$ 24.109.725        | \$ 103.342.724       | \$ 104.045.719       | \$ 105.614.244       | \$ 107.216.321       | \$ 108.852.265       |
| Retained profits                                       | \$ 261.447           | \$ 221.789           | \$ 224.007           | \$ 226.247           | \$ 228.509           | \$ 230.795           |
| Other equity interests and OCI                         | \$ 12.592.892        | \$ 2.445.178         | \$ 2.469.630         | \$ 2.494.326         | \$ 2.519.269         | \$ 2.544.462         |
| Total equity attributable to the parent company owners | \$ 118.724.438       | \$ 483.583.523       | \$ 488.419.358       | \$ 493.303.552       | \$ 498.236.587       | \$ 503.218.953       |
| Non-Controlling interest                               | \$ 17.143.514        | \$ 13.634.133        | \$ 13.770.474        | \$ 13.908.179        | \$ 14.047.261        | \$ 14.187.733        |
| <b>TOTAL SHAREHOLDERS EQUITY</b>                       | <b>\$135.867.952</b> | <b>\$497.217.656</b> | <b>\$504.313.414</b> | <b>\$513.038.376</b> | <b>\$513.305.258</b> | <b>\$513.587.441</b> |
| <b>TOTAL LIABILITIES AND SHAREHOLDERS EQUITY</b>       | <b>\$186.792.891</b> | <b>\$636.739.796</b> | <b>\$647.961.729</b> | <b>\$658.123.174</b> | <b>\$659.840.903</b> | <b>\$661.588.443</b> |

| IN THOUSANDS COP\$                                    |                      |                      |                      |                      |                      |                      |
|---|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| SHAREHOLDERS EQUITY                                   | 2022F                | 2023F                | 2024F                | 2025F                | 2026F                | 2027F                |
| Subscribed and paid in capital                        | \$ 31.800.258        | \$ 32.118.260        | \$ 32.439.443        | \$ 32.763.837        | \$ 33.091.476        | \$ 33.422.390        |
| Capital surplus                                       | \$ 303.014.489       | \$ 300.619.031       | \$ 298.193.869       | \$ 295.737.815       | \$ 293.252.472       | \$ 290.734.578       |
| Reserves  | \$ 51.415.124        | \$ 51.929.275        | \$ 52.448.568        | \$ 52.973.053        | \$ 53.502.784        | \$ 54.037.812        |
| Net profit of the period                              | \$ 110.522.958       | \$ 112.229.304       | \$ 113.972.235       | \$ 115.752.710       | \$ 117.571.714       | \$ 119.430.911       |
| Retained profits                                      | \$ 233.102           | \$ 235.433           | \$ 237.788           | \$ 240.166           | \$ 242.567           | \$ 244.993           |
| Other equity interests and OCI                        | \$ 2.569.907         | \$ 2.595.606         | \$ 2.621.562         | \$ 2.647.777         | \$ 2.674.255         | \$ 2.700.998         |
| Total equity attributable to the parent company owner | \$ 508.251.143       | \$ 513.333.654       | \$ 518.466.991       | \$ 523.651.661       | \$ 528.888.177       | \$ 534.177.059       |
| Non-Controlling interest                              | \$ 14.329.611        | \$ 14.472.907        | \$ 14.617.636        | \$ 14.763.812        | \$ 14.911.450        | \$ 15.060.565        |
| <b>TOTAL SHAREHOLDERS EQUITY</b>                      | <b>\$513.885.449</b> | <b>\$514.199.817</b> | <b>\$514.531.100</b> | <b>\$514.879.171</b> | <b>\$515.246.718</b> | <b>\$515.632.247</b> |
| <b>TOTAL LIABILITIES AND SHAREHOLDERS EQUITY</b>      | <b>\$663.366.461</b> | <b>\$665.175.639</b> | <b>\$667.016.680</b> | <b>\$668.889.607</b> | <b>\$670.797.258</b> | <b>\$672.738.293</b> |

## 16 B: Estado de Resultados:

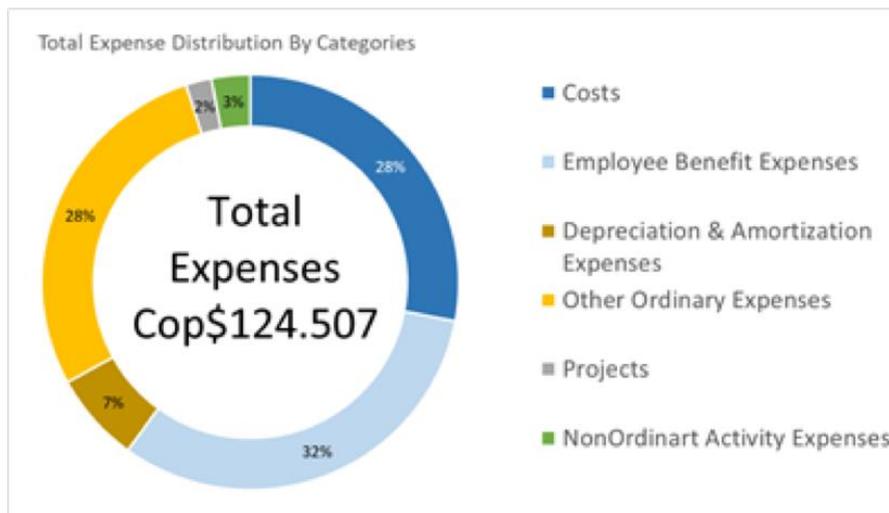
| IN THOUSANDS (COP)   | 2016           | 2017E          | 2018F          | 2019F          | 2020F          | 2021F          |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Revenue  | \$ 163.076.389 | \$ 163.361.996 | \$ 168.251.094 | \$ 173.288.362 | \$ 178.476.605 | \$ 183.820.351 |
| Revenue from ordinary activities                                     | \$ 158.156.020 | \$ 159.012.950 | \$ 163.783.339 | \$ 168.696.839 | \$ 173.757.744 | \$ 178.970.476 |
| Revenue from investment activities                                   | \$ 2.510.840   | \$ 2.017.213   | \$ 2.065.968   | \$ 2.117.682   | \$ 2.170.804   | \$ 2.225.376   |
| Earnings or other revenue  | \$ 2.409.529   | \$ 2.331.833   | \$ 2.401.788   | \$ 2.473.842   | \$ 2.548.057   | \$ 2.624.499   |
| Costs  | \$ 37.150.022  | \$ 40.091.838  | \$ 42.235.378  | \$ 43.428.192  | \$ 44.656.048  | \$ 45.919.990  |
| Expenses   | \$ 77.094.638  | \$ 86.994.393  | \$ 89.593.500  | \$ 92.270.581  | \$ 95.027.973  | \$ 97.868.088  |
| Expenses of ordinary activities                                      | \$ 76.712.384  | \$ 86.636.905  | \$ 89.236.012  | \$ 91.913.093  | \$ 94.670.485  | \$ 97.510.600  |
| Expenses of non-ordinary activities                                  | \$ 382.254     | \$ 357.488     | \$ 357.488     | \$ 357.488     | \$ 357.488     | \$ 357.488     |
| Profit for Operating Activities                                      | \$ 48.831.729  | \$ 36.275.765  | \$ 36.422.216  | \$ 37.589.589  | \$ 38.792.584  | \$ 40.032.273  |
| Profit from equity method -associates                                | \$ 7.717.252   | \$ 7.811.338   | \$ 7.957.757   | \$ 7.957.757   | \$ 7.957.757   | \$ 7.957.757   |
| Loss from equity method-associates and /or joint ventures            | -\$ 269.338    | -\$ 357.376    | -\$ 400.000    | -\$ 412.000    | -\$ 424.360    | -\$ 437.091    |
| Other revenue from subsidiaries, controlled companies and associates | \$ -           | \$ 84.027.542  | \$ 84.027.542  | \$ 84.867.817  | \$ 85.716.496  | \$ 86.573.661  |
| Financial Costs  | \$ 3.595.268   | \$ 2.863.632   | \$ 2.863.632   | \$ 2.863.632   | \$ 2.863.632   | \$ 2.863.632   |
| Profit Before Taxes  | \$ 52.684.375  | \$ 124.893.637 | \$ 125.143.883 | \$ 127.139.532 | \$ 129.178.844 | \$ 131.262.968 |
| Income taxes expenses  | \$ 22.167.315  | \$ 14.963.585  | \$ 14.326.326  | \$ 14.562.663  | \$ 14.804.306  | \$ 15.051.399  |
| Net Profit of the period   | \$ 30.517.060  | \$ 109.930.052 | \$ 110.817.557 | \$ 112.576.869 | \$ 114.374.538 | \$ 116.211.569 |

| IN THOUSANDS (COP)   | 2022F          | 2023F          | 2024F          | 2025F          | 2026F          | 2027F          |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Revenue  | \$ 189.324.262 | \$ 194.993.142 | \$ 200.831.937 | \$ 206.845.744 | \$ 213.039.809 | \$ 219.420.269 |
| Revenue from ordinary activities                                     | \$ 184.339.591 | \$ 189.869.778 | \$ 195.565.872 | \$ 201.432.848 | \$ 207.475.833 | \$ 213.700.108 |
| Revenue from investment activities                                   | \$ 2.281.438   | \$ 2.339.033   | \$ 2.398.205   | \$ 2.459.000   | \$ 2.521.463   | \$ 2.586.372   |
| Earnings or other revenue  | \$ 2.703.234   | \$ 2.784.331   | \$ 2.867.860   | \$ 2.953.896   | \$ 3.042.513   | \$ 3.133.789   |
| Costs  | \$ 47.221.092  | \$ 48.560.463  | \$ 49.939.242  | \$ 51.358.604  | \$ 52.819.759  | \$ 54.323.952  |
| Expenses   | \$ 100.793.406 | \$ 103.806.483 | \$ 106.909.953 | \$ 110.106.527 | \$ 113.398.998 | \$ 116.790.244 |
| Expenses of ordinary activities                                      | \$ 100.435.918 | \$ 103.448.995 | \$ 106.552.465 | \$ 109.749.039 | \$ 113.041.510 | \$ 116.432.756 |
| Expenses of non-ordinary activities                                  | \$ 357.488     | \$ 357.488     | \$ 357.488     | \$ 357.488     | \$ 357.488     | \$ 357.488     |
| Profit for Operating Activities                                      | \$ 41.309.764  | \$ 42.626.196  | \$ 43.982.742  | \$ 45.380.613  | \$ 46.821.052  | \$ 48.306.073  |
| Profit from equity method -associates                                | \$ 7.957.757   | \$ 7.957.757   | \$ 7.957.757   | \$ 7.957.757   | \$ 7.957.757   | \$ 7.957.757   |
| Loss from equity method-associates and /or joint ventures            | -\$ 450.204    | -\$ 463.710    | -\$ 477.621    | -\$ 491.950    | -\$ 506.708    | -\$ 521.909    |
| Other revenue from subsidiaries, controlled companies and associates | \$ 87.439.397  | \$ 88.313.791  | \$ 89.196.929  | \$ 90.088.898  | \$ 90.989.787  | \$ 91.899.685  |
| Financial Costs  | \$ 2.863.632   | \$ 2.863.632   | \$ 2.863.632   | \$ 2.863.632   | \$ 2.863.632   | \$ 2.863.632   |
| Profit Before Taxes  | \$ 133.393.082 | \$ 135.570.402 | \$ 137.796.175 | \$ 140.071.686 | \$ 142.398.257 | \$ 144.777.974 |
| Income taxes expenses  | \$ 15.304.086  | \$ 15.562.516  | \$ 15.826.845  | \$ 16.097.229  | \$ 16.373.832  | \$ 16.656.902  |
| Net Profit of the period   | \$ 118.088.997 | \$ 120.007.886 | \$ 121.969.331 | \$ 123.974.458 | \$ 126.024.425 | \$ 128.121.073 |

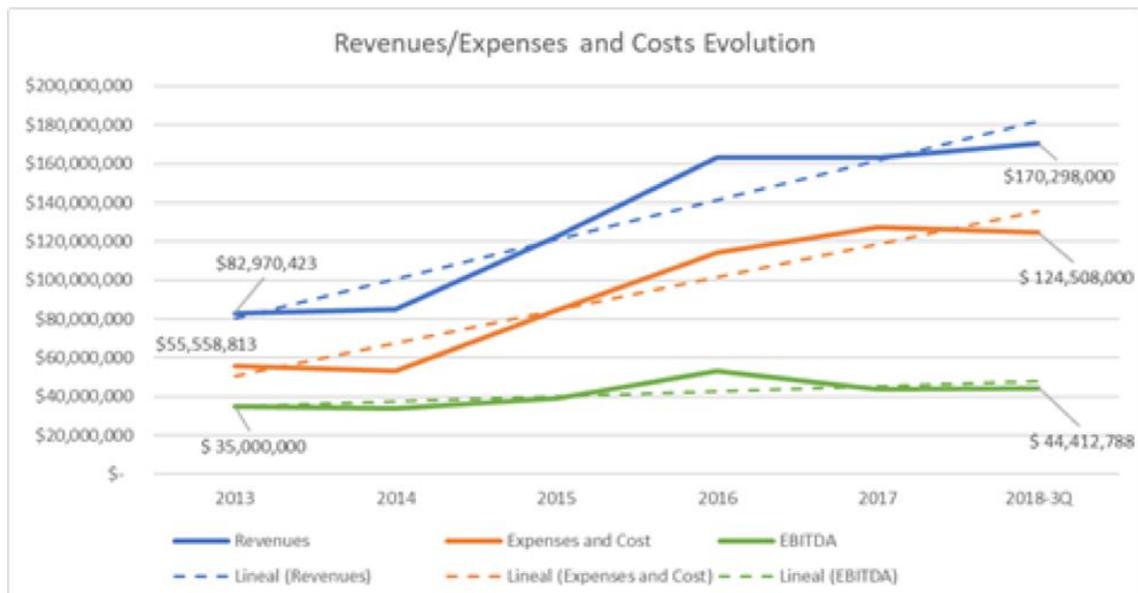
Anexo 17. Indicadores Financieros: Fuente: Elaboración Propia:

|             | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           | 2019           | 2020           | 2021           | 2022           |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Net profit  | \$ 27.484.815  | \$ 33.001.216  | \$ 109.930.052 | \$ 110.817.557 | \$ 112.576.869 | \$ 114.374.538 | \$ 116.211.569 | \$ 118.088.997 |
| Equity      | \$ 124.787.478 | \$ 135.867.952 | \$ 497.217.656 | \$ 504.313.414 | \$ 513.038.376 | \$ 513.305.258 | \$ 513.587.441 | \$ 513.885.449 |
| Assets      | \$ 171.529.486 | \$ 186.792.891 | \$ 636.739.796 | \$ 647.961.729 | \$ 658.123.174 | \$ 659.840.903 | \$ 661.588.443 | \$ 663.366.460 |
| Operational | \$ 37.882.869  | \$ 48.831.729  | \$ 36.275.765  | \$ 36.422.216  | \$ 37.589.589  | \$ 38.792.584  | \$ 40.032.273  | \$ 41.309.764  |
| Sales       | \$ 117.275.221 | \$ 163.076.389 | \$ 163.361.996 | \$ 168.251.094 | \$ 173.288.362 | \$ 178.476.605 | \$ 183.820.351 | \$ 189.324.262 |
| Roe         | 22,03%         | 24,29%         | 22,11%         | 21,97%         | 21,94%         | 22,28%         | 22,63%         | 22,98%         |
| Roa         | 16,02%         | 17,667%        | 17,265%        | 17,102%        | 17,106%        | 17,334%        | 17,566%        | 17,801%        |
| Net Margin  | 23,44%         | 20,24%         | 67,29%         | 65,86%         | 64,97%         | 64,08%         | 63,22%         | 62,37%         |
| Operational | 32,30%         | 29,94%         | 22,21%         | 21,65%         | 21,69%         | 21,74%         | 21,78%         | 21,82%         |

Anexo 18. Distribución de los Gastos. Fuente: Elaboración Propia.



Anexo 19. Evolución de los Ingresos, Gastos y Ebitda. Fuente: Elaboración propia.



## Referencias Bibliográficas

- Analitik, V. (14 de 11 de 2018). Valora analitik. Recuperado de Valora analitik:  
<https://www.valoraanalitik.com/2018/11/30/presidente-de-bvc-advierte-aislamiento-de-colombia-por-impuestos-a-losmercados/>
- Asobancaria. (8 de noviembre de 2011). Asobancaria. Obtenido de El mercado monetario en Colombia:  
[https://www.asobancaria.com/semanaseconomicas/sem\\_827.pdf](https://www.asobancaria.com/semanaseconomicas/sem_827.pdf)
- Banco de la República de Colombia. (07 de 06 de 2019). Banco de la República de Colombia. Obtenido de Índices del mercado bursátil colombiano:  
<http://www.banrep.gov.co/es/indices-del-mercado-bursatil-colombiano>
- BBVA. (26 de 05 de 2017). El mercado de divisas ¿Qué es y cómo funciona? BBVA. Obtenido de <https://www.bbva.com/es/mercado-divisas-que-es-como-funciona/>
- BBVA. (25 de 06 de 2015). Mercados financieros y economía monetaria. Recuperado el 2019, de <https://www.bbva.com/es/que-son-los-mercados-over-the-counter-otc/>
- Berk, J. B., & DeMarzo, P. M. (2007). Corporate finance. Pearson Education.
- Bolsa de Valores de Colombia. (s.f.). bvc, Preguntas frecuentes. Recuperado el 06 de 2019, de <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Preguntas+Frecuentes>
- Bolsa Mexicana. (2019). Manual de políticas y procedimientos. Obtenido de Manual de ajustes: [https://www.bmv.com.mx/docs-pub/MARCO\\_NORMATIVO/CTEN\\_MNBM/Manual%20de%20Ajustes.pdf](https://www.bmv.com.mx/docs-pub/MARCO_NORMATIVO/CTEN_MNBM/Manual%20de%20Ajustes.pdf)

- BVC, E. p. (24 de 10 de 2018). Portafolio. Recuperado de:  
<https://www.portafolio.co/economia/finanzas/cae-la-bolsa-devalores-de-colombia-522625>
- BVC, M. S.-t. (15 de 10 de 2018). Market Screener 4-traders. Recuperado de: Market Screener 4-traders: [https://www.marketscreener.com/BOLSA-DE-VALORES-DE-COLOM-7939323/?type\\_recherche=rapide&mots=bvc](https://www.marketscreener.com/BOLSA-DE-VALORES-DE-COLOM-7939323/?type_recherche=rapide&mots=bvc) Colcap, B. I. (2 de 10 de 2018). Bloomberg. Recuperado de Bloomberg:  
<https://www.bloomberg.com/quote/COLCAP:IND>
- Caicedo, E. (2007). Un Modelo Para El Cálculo De Los Betas De Mercado Con Base En Información Contable. Universidad del Valle.
- (Cayo Araya, Aznar Bellver, & Cevallos Varela, 2016)
- Cayo Araya, T., Aznar Bellver, J., & Cevallos Varela, D. (2016). Valoración de empresas. Métodos y casos prácticos para pequeñas y medianas empresas. Colección UPV Scientia,
- Colombia, B. d. (18 de 9 de 2018). Bolsa de Valores de Colombia. Recuperado de Bolsa de Valores de Colombia:  
<https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Accionistas/PaginaPrincipal?accion=dummy>
- Colombia, J. M. (15 de 10 de 2018). JP Morgan. Recuperado de JP Morgan:  
<https://www.jpmorgan.com/country/CO/ES/about> Colombia, S. f. (4 de 11 de 2018).

Superintendencia Financiera de Colombia. Recuperado de Superintendencia Financiera de Colombia: <https://superfinanciera.gov.co>

- Corporate Finance Institute. (s.f.). CFI. Recuperado el 2019, de IPO Process: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/ipo-process/>
- Corporativa, B. d. (1 de 11 de 2018). Bolsa de valores de Colombia. Recuperado de Bolsa de valores de Colombia: [https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Accionistas/presentaciones?com.tibco.ps.pagesvc.renderParams.sub5d9e2b27\\_11de9ed172b\\_-762b7f000001=action%3Ddummy%26&com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-2db22d52\\_1673319c1b2\\_-](https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Accionistas/presentaciones?com.tibco.ps.pagesvc.renderParams.sub5d9e2b27_11de9ed172b_-762b7f000001=action%3Ddummy%26&com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-2db22d52_1673319c1b2_-) Deceval. (18 de 9 de 2018).
- Deceval. (2019). Deceval. Obtenido de Quienes Somos: [https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Empresa/Quienes\\_Somos](https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Empresa/Quienes_Somos)
- Deceval. Recuperado de Deceval: <https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home>
- Dinero, R. (8 de 10 de 2018). Revista Dinero. Recuperado de Revista Dinero: <https://www.dinero.com/economia/articulo/sistema-financiero-colombiano-a-junio-de-2018/261263>
- Economicos, D. i. (26 de 10 de 2018). DANE. Recuperado de: <http://www.dane.gov.co/index.php/indicadores-economicos>

- Finance, Y. (12 de 11 de 2018). Yahoo Finance. Recuperado de Yahoo Finance:  
<https://finance.yahoo.com/>
- Forum, W. e. (21 de 10 de 2018). World economic forum. Recuperado de World Economic Forum: <https://es.weforum.org/agenda/2017/07/cuan-saludable-es-el-sistema-financiero-mundial/>
- Holdings, B. d. (18 de 9 de 2018). Bolsa de Valores de Colombia. Obtenido de Bolsa de Valores de Colombia:  
<https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Accionistas/Informaci%C3%B3n%20Financiera/Informes%20de%20Gesti%C3%B3n?action=dummy>
- Insurance, D. b. (26 de 10 de 2018). Damodaran. Recuperado de Damodaran:  
<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaemerg.xls> Internacional, F. M. (28 de 10 de 2018).
- International Monetary Fund. Recuperado de International Monetary Fund:  
<https://www.imf.org/es/News/Articles/2015/09/28/04/54/vc100705e>
- IPC, B. d. (13 de 10 de 2018). Banco de la república. Recuperado de Banco de la república: <http://www.banrep.gov.co/es/indice-precios-consumidor-ipc>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The journal of finance*, 57(3), 1147-1170.

- Latinoamericano, M. I. (1 de 10 de 2018). Mercado Integrado Latinoamericano. Recuperado de Mercado Integrado Latinoamericano: <http://mercadomila.com/quienes-somos/resena-historica/>
- Lima, B. d. (25 de 10 de 2018). Bolsa de valores de Lima. Recuperado de Bolsa de valores de Lima: <https://www.bvl.com.pe/acercalaempresa.html>
- Lima, E. c. (22 de 10 de 2018). El comercio. Recuperado de El comercio: <https://elcomercio.pe/economia/mercados/bolsa-valores-lima-cerro-semana-ganancias-noticia-543231>
- Mercado Integrado Latinoamericano. (2019). MILA. Obtenido de <http://mercadomila.com/>
- Mundo, B. B. (6 de 11 de 2018). Banco BBVA. Recuperado de Banco BBVA: <https://www.bbva.com/es/grandes-bolsasmundo/>
- Mundo, E. c. (8 de 11 de 2018). El comercio. Recuperado de El comercio: <https://elcomercio.pe/especial/zonaejecutiva/negocios/top-10-bolsas-valores-mas-importantes-mundo-noticia-1992288> Noticias, M. (1 de 11 de 2018). Mila. Recuperado de Mila: [https://mercadomila.com/wpcontent/uploads/2018/04/201702\\_Noticias\\_MILA\\_News\\_Febrero.pdf](https://mercadomila.com/wpcontent/uploads/2018/04/201702_Noticias_MILA_News_Febrero.pdf)

- República, L. (4 de 11 de 2018). La república. Recuperado de La república:  
<https://www.larepublica.co/finanzas/las-bolsasde-valores-bogota-y-lima-golpean-al-mercado-integrado-latinoamericano-2248236>
- Thomas, P. J. (2016). Measuring risk-aversion: The challenge. Measurement, 79, 285-301.
- Universidad EAFIT. (21 de 09 de 2007). Universidad EAFIT. Obtenido de Mercado de capitales: <http://www.eafit.edu.co/escuelas/administracion/consultorio-contable/Documents/Boletin%2063%20Mercado%20de%20capitales.pdf>

## Certificación Final de la Empresa



CFA Society Colombia <cfa.society.colombia@gmail.com>  
mié 19/12/2018, 10:25 a.m.



Buenos días estimados participantes,

Felicitaciones!. De acuerdo con el puntaje reportado por los graders, les informamos que su equipo ha sido seleccionado para pasar a la siguiente fase del Research Challenge. Esta fase, la de presentaciones, será el día 18 de enero (hora y lugar por definir). Les recomendamos volver a revisar las guías en las reglas del RC para el formato de las presentaciones.

Durante el fin de semana estarán recibiendo un resumen de los comentarios dados por los graders en cada una de las secciones calificadas.

En cuanto tengamos confirmados el lugar y la hora de las presentaciones se les informará por este medio.

Les deseamos mucho éxito en la siguiente etapa de la competencia.

Un saludo,

Equipo Organizador Local RC