

CEMEX LATAM HOLDING INTERPOLADA DE CEMEX COLOMBIA SA BVC / CLH

Primera emisión 16 de noviembre de 2.012.

Fecha de Valoración: Octubre 31 de 2.013

Recomendación: Vender

Precio de la Acción y Valor del IGBC - Cemex Latam Holding (CLH)

Valor del índice: **IGBC** 14.053,02 **COLCAP** 1.742,44

Precio de la acción: \$ 14.480 COP

- Acción que entró al COLCAP en el primer trimestre de 2.013.
- Nuestro precio esperado a alcanzar al cierre del año 2.014 es \$ 14.485 COP
- Valoramos Cemex Colombia SA, lo que dificulta una precisión de la valoración de CLH.

Tabla de Valoración con los datos financieros más destacados - Cemex Colombia S.A.

Millones de pesos (COP)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
VENTAS	1.981.853	2.202.041	2.419.572	2.637.818	2.847.319	3.075.059	3.166.202	3.560.224	3.778.798	4.176.513
FCLO	304.635	598.780	418.344	249.157	442.168	347.142	646.753	242.442	630.800	347.498
FCLO / VENTAS	15,4%	27,2%	17,3%	9,4%	15,5%	11,3%	20,4%	6,8%	16,7%	8,3%
FC ACCIONISTAS	32.575	33.053	32.869	32.928	33.003	33.028	33.053	33.096	33.141	33.188
DEUDA	160.415	35.200	24.789	202.238	298.236	528.007	466.207	874.265	916.679	1.319.499
WACC	10,1%	10,0%	9,9%	9,6%	9,9%	9,8%	10,1%	9,8%	10,1%	10,0%

Capitalización del Mercado, datos financieros y accionarios - CLH

<i>Capitalización Bursátil:</i>	7,7 billones COP
<i>Acciones en Circulación:</i>	556.054.342 acciones
<i>Volumen Promedio diario desde emisión:</i>	7.332,3 millones COP
<i>Bursatilidad:</i>	Alta
<i>Participación índice:</i>	1,96% COLCAP y 6,14% IGBC
<i>Cotiza en:</i>	Bolsa de Valores de Colombia BVC
<i>Beta adjust:</i>	0,703 COLCAP y 0,839 IGBC
<i>Rango desde emisión:</i>	10.940 COP - 16.840 COP

Apreciación global de la Compañía

Localización: Colombia, Panamá, Costa Rica, Nicaragua, El Salvador, Guatemala y Brasil.

Industria: Cemento, concreto y agregados de construcción.

Descripción: Grupo de compañías dedicado a la producción, comercialización y transporte de cemento, concreto y agregados de construcción.

Productos y servicios: Cemento, concreto y agregados de construcción.

Sitio web de la Compañía: <http://www.cemexlatam.com/>

Analistas:

Ricardo Silva Rodríguez
Juan Miguel Medina Valois

Directora de la Investigación de Inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de Investigación:

Álvaro Hernández Bonet

DESEMPEÑO DEL PRECIO DE LA ACCIÓN



Precio de la acción con velas japonesas y volumen negociado. Fuente: Bloomberg



Comparativo precio de cierre CLH – COLCAP Index – IGBC Index. Fuente: Bloomberg



Precio promedio de cierre de mes Cementos Argos - CLH. Fuente: Bloomberg

RESUMEN DE INVERSIÓN

La compañía listada en bolsa es Cemex Latam Holding (CLH), compuesta por 19 compañías en 7 países así:

Panamá:

1. Cementos Bayano, S.A.
2. Tecas Siglo XXI, S.A.
3. 3. Pavimentos Especializados, S.A.

Costa Rica:

4. Lomas del Tempisque, S.R.L
5. Cemex (Costa Rica), S.A.
6. Distribuidora de Materiales de Construcción DIMACO DMC, S.A.

Nicaragua:

7. CEMEX Nicaragua, S.A.

Guatemala:

8. Equipos para Uso de Guatemala, S.A.
9. Cementos de Centroamérica, S.A.
10. Global Cement, S.A.
11. Global Concrete, S.A.
12. Gestión Integral de Proyectos, S.A.
13. LINE, S.A.

El Salvador:

14. CEMEX El Salvador, S.A. de C.V.

Brasil:

15. Cimento Vencemos Do Amazonas Ltda.

Colombia:

16. Cemex Colombia S.A.
17. Cemex Transportes de Colombia S.A.
18. Cemex administraciones S.A.
19. Central de mezclas S.A.

CLH se constituye finalizando el primer semestre de 2.012 y se lista en BVC en noviembre de 2.012, razón por la cual solo existe información histórica pública a partir de este momento.

El método de valoración utilizado fue flujo de caja libre operativo descontado a un WACC rotativo. Teniendo solo un semestre de información histórica para proyectar balance general, estado de resultados y posteriormente flujo de caja libre operativo; la primera alternativa que exploramos fue una labor titánica de consolidar balance general y estado de resultados históricos de las diecinueve (19) compañías en los siete (7) países; labor que no pudo ser culminada dado que ninguna compañía de las diecinueve (19) estuvo listada en bolsa anteriormente en sus países correspondientes.

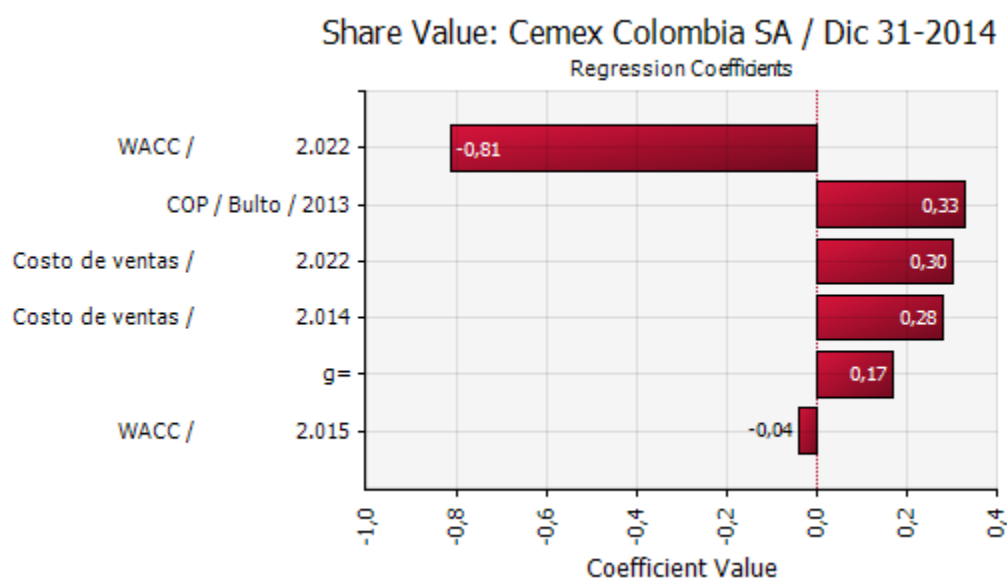
Contando solo con la información pública de las compañías en Colombia, la segunda alternativa fue consolidar las compañías en Colombia y proyectar el consolidado de Colombia. En el desarrollo de esta alternativa encontramos que Cemex Transportes de Colombia S.A., Cemex administraciones S.A. y Central de mezclas S.A. representan menos del 3% de las ventas y menos del 1% de la utilidad neta del consolidado de Colombia en los últimos 3 años (2.010 al 2.012); al parecer estas compañías son utilizadas para control accionario o planeación fiscal más que para operación.

Esta situación nos llevó a la tercera alternativa, que finalmente desarrollamos; proyectar y valorar Cemex Colombia S.A. y de ahí extrapolar el valor de CLH. Al momento de listarse en BVC, CLH publicó ventas y flujo de operación por país del año 2.012 y la proyección de cinco años; de donde extractamos que Cemex Colombia S.A. representó el 60% de las ventas de CLH y el 68% del flujo de operación de CLH en el año 2.012; teniendo Cemex Colombia S.A. un margen de operación del 40% mientras que CLH del 34%. Al corte de septiembre de 2.013, con la información pública de CLH, corroboramos que la participación en el flujo de caja de operación de Colombia pasó de 68% en el 2.012 al 64% a septiembre de 2.013 y que la participación de las ventas pasó del 60% al 57%.

Teniendo en cuenta que la participación del flujo de caja de operación de Colombia sobre el total del flujo de caja de operación de CLH es más representativo que la participación de las

ventas y que el flujo de caja de operación está más cerca de convertirse en flujo de caja libre operativo que las ventas, lo que hicimos fue encontrar el Enterprise Value (EV) o valor de compañía de Cemex Colombia S.A. y extrapolar de ahí el EV de CLH utilizando el porcentaje de participación del flujo de caja de operación de Colombia actualizado.

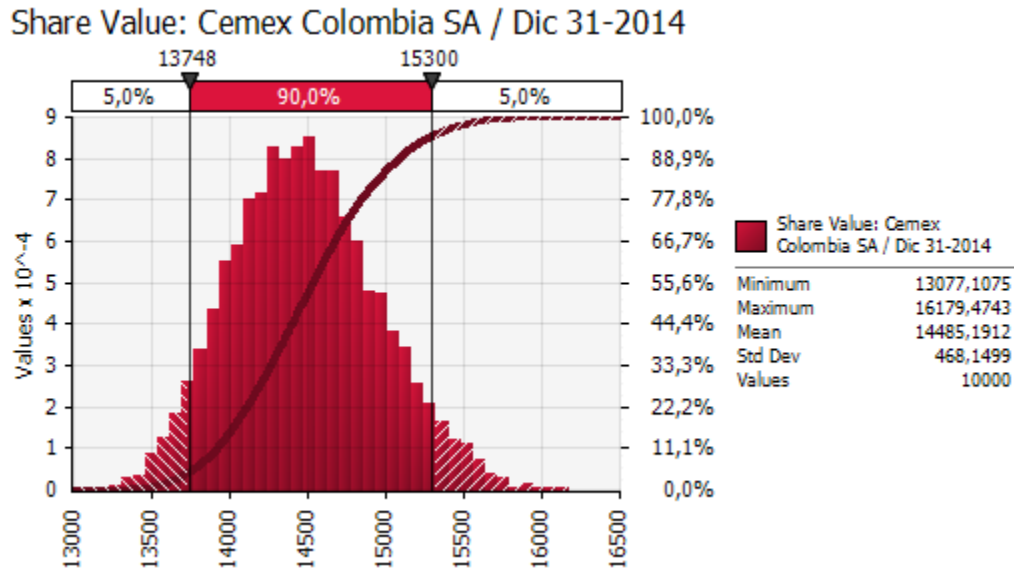
Simulación



Fuente: modelo de los analistas con el uso del Software ®Risk

Mediante el uso del Software ®Risk se realizó una sensibilización al modelo de valoración tomando más de 30 de las principales variables que impactan el precio de la acción para determinar cuáles son las de mayor impacto. Las variables más sensibles al modelo fueron: el WACC del año 2.015 y 2.022 (último año de proyección con el que se calcula el valor residual), precio del bulto de cemento del año 2.013 (es la unidad de negocio que mayor aporta a las ventas y los precios del resto de los años están atados a este precio inicial), costo de venta del año 2.014 y el año 2.022 (el del 2.014 influye en el resto de años ya que el costo de ventas se calcula con una media móvil; y el del año 2.022 influye en el último flujo de caja con el que se calcula el valor residual o valor a perpetuidad) y la última variable fue el g o gradiente de crecimiento con el que se estima crecen los flujos de caja a

perpetuidad. Después de esta selección realizamos una gráfica de tornado con los coeficientes de cada una de ella que se puede observar en la parte superior de la página anterior.



Fuente: modelo de los analistas con el uso del Software @Risk

De acuerdo a las sensibilizaciones realizadas se espera que el precio de la acción tenga una esperanza de **14.485** COP, con el 90% de probabilidad se va a ubicar en el rango de **13.748** COP y **15.300** COP, con un valor mínimo de **13.077** COP, un valor máximo de **16.179** COP.

TESIS DE INVERSIÓN

Recomendación: Vender.

La sensibilización de las variables mediante el Software @Risk da como resultado una esperanza del precio de la acción para el cierre del año 2.014 de 14.485 COP, por otro lado el precio de la acción al 31 de octubre es de 14.480 COP. El valor de mercado está al mismo nivel del precio potencial de valoración esperada al cierre del año 2.014 por lo que la recomendación es vender.

De todas formas queremos dejar claridad que el modelo de valoración de CLH tiene un supuesto fuerte, asumir que se puede extrapolar el precio de la acción de CLH partiendo de la valoración de Cemex Colombia S.A.

Sin embargo el entorno macroeconómico en los países de influencia de CLH nos podría dar un punto de vista diferente. Por ejemplo¹:

1. Hay planes de inversión en infraestructura por valores superiores a 90 billones COP para los próximos 4 años.
2. En solo Colombia entre los años 2.011 y 2.021 hay planes de inversión en infraestructura cercano a los 100 billones COP.
3. Hay un déficit de viviendas superior a 2,4 millones en los mismos países.
4. El índice P/E actual es de 14,7x mientras que en los países de influencia de CLH su competencia tiene un índice P/E de 25,1x
5. Se están adelantando tratados de libre comercio en Colombia, Panamá y Costa Rica generando presión sobre la eficiencia de los planes de inversión en infraestructura.
6. Estos planes de inversión significan una demanda adicional que de acuerdo con Bancolombia podría significar un incremento en ventas promedio del 6,1%; del 6,4% en el EBITDA y 9,7% en la utilidad de CLH para los años de 2.013 al 2.017.

¹ AGUDELO, Jairo Julian. INVESTIGACIONES ECONÓMICAS BANCOLOMBIA.
<http://investigaciones.bancolombia.com/invEconomicas/sid/29767/2013061717044119.pdf> Junio 2.013

ANÁLISIS DOFA

DEBILIDADES	FORTALEZAS
<ul style="list-style-type: none"> * Involucrada en escándalos por acuerdos de precio y segmentación geográfica del mercado. * Argos siempre ha tenido una participación de mercado mayor, superior al 40%. 	<ul style="list-style-type: none"> * Cemex con más de 100 años en el mercado, le dan conocimiento y la experiencia para innovar en sus productos. * Amplia experiencia en uso de combustibles alternativos. * Respaldo de la compañía más grande del mundo de insumos para la construcción. * Líder regional con mejores flujos de caja respecto a las ventas. * Diversificación de negocios en todo el mundo. * Enfoque en eficiencia y productividad. * Integración vertical en la cadena de valor.
AMENAZAS	OPORTUNIDADES
<ul style="list-style-type: none"> * Regulación de los precios del cemento. * Multas y sanciones derivadas de una regulación de precios. 	<ul style="list-style-type: none"> * Entorno económico favorable: baja inflación y confianza de inversionistas. * Consumo per cápita bajo. * Firma de tratado de libre comercio que presionará eficiencia en planes de inversión en infraestructura. * Déficit de vivienda superior a un millón trescientos mil en Colombia. * Programas de gobierno para inversión en infraestructura por más de 20 mil millones de dólares para los próximos 4 años. * Requerimiento de fuerte inversión para entrar como nuevo competidor.

CINCO FUERZAS DE PORTER

PODER DE NEGOCIACION CON LOS CLIENTES	AM ENAZA DE NUEVOS ENTRANTES
<p>Cemex mantiene su Poder de negociación con los clientes. En el primer trimestre de 2013 reportó ventas por 118 millones de dólares, 3 millones de dólares más que el mismo periodo del año pasado, comparativamente contra el año 2.011 subió sus volúmenes de ventas en un 12,8% y sus precios, en especial el precio del cemento gris^[13]. Carlo Jacks reafirma la solidez de Cemex y el entorno macro favorable del sector constructor^[14].</p>	<p>Este es un mercado con altas barreras de entrada. Los elevados requisitos de inversión de capital para la inversión principalmente en maquinaria y vehículos de transporte, los bajos costos marginales asociados al manejo de grandes volúmenes, la experiencia y la tecnología de punta utilizada; son las principales barreras para pequeños inversionistas. Hace que la Amenaza de nuevos entrantes sea baja, sin embargo un negocio con pocos competidores puede ser muy atractiva para grandes inversionistas como es el caso del empresario Carlos Slim, quien con la firma Elementia incursionará en la industria del cemento con la creación de cementos Fortaleza iniciando en México en el año 2013 y para posteriormente buscar socios estratégicos para invertir en otros países^[15].</p>
AM ENAZA DE PRODUCTOS SUSTITUTOS	PODER DE NEGOCIACION CON LOS PROVEEDORES
<p>Los productos de Cemex no tienen Amenaza de productos sustitutos. Los 3 grandes jugadores del mercado, producen y venden artículos homogéneos^[16].</p>	<p>Una de las estrategias de Cemex para tener una óptima Negociación de los proveedores es listar en su página WEB los productos o servicios demandados mediante licitaciones abiertas. Adicionalmente participan en eventos locales en busca de nuevos proveedores. Obtiene beneficios en costos e identificando las mejores prácticas de sus proveedores para replicarlas en el grupo y fortalece las relaciones con sus proveedores. Cemex obtiene una ventaja competitiva reduciendo el costo de la adquisición haciendo un negocio global para el grupo.</p>
RIVALIDAD ENTRE COMPETIDORES	
<p>Existe una fuerte Rivalidad entre competidores. Carlos Jacks, presidente de Cemex, afirma que no bajará el actual 36% de participación en el mercado y así mismo lo aumentará; aunque no da una cifra exacta acerca de una posición futura, mantiene que la compañía está en su mejor momento^[17]. Cemex mantuvo una participación de mercado en los últimos 6 años, entre el 35% y el 36%^[18], mientras que Argos comenzó con el 50%, cayó al 46% y se ha mantenido entre el 46% y 47%. No vemos que exista un factor diferenciador que haga que esto cambie el panorama hacia futuro, por lo que estimamos que la participación entre 35% y 36% se mantendrá.</p>	

Fuente: Portafolio, El Espectador, CNN, analistas.

PRINCIPALES ACCIONISTAS

DESCRIPCIÓN	No acciones poseidas	Porcentaje de participacion directa	Porcentaje de participacion con relacion a las acciones en circulacion
CEMEX ESPAÑA S.A.	407.890.342	70,54%	73,35%
CLASSROOM INVESTMENT INC	21.330.458	3,69%	3,84%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PORVENIR MODERADO	10.694.990	1,85%	1,92%
STICHTING DEPOSITARY APG EMERGING MARKETS EQUITY P	9.512.176	1,64%	1,71%
CITIGROUP GLOBAL MARKETS LTD	6.186.900	1,07%	1,11%
FEDERATED KAUFMANN FUND	4.770.000	0,82%	0,86%
FONDO BURSATIL ISHARES COLCAP	4.109.274	0,71%	0,74%
VANGUARD EMERGING MARKETS STOCK INDEX FUND	3.739.336	0,65%	0,67%
FINDLAY PARK LATIN AMERICAN FUND	3.285.000	0,57%	0,59%
FONDO EMERGING MARKETS GROWTH FUND OMNIBUS	2.841.450	0,49%	0,51%
BANK OF AMERICA N.A.	2.671.260	0,46%	0,48%
BLACKROCK GLOBAL FUNDS	2.431.000	0,42%	0,44%
MORGAN STANLEY INVESTMENT FUNDS	2.373.767	0,41%	0,43%
ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY	2.124.581	0,37%	0,38%
WASATCH INTERNATIONAL GROWTH FUNDS	2.098.040	0,36%	0,38%
FDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCION MODERADO	1.816.601	0,31%	0,33%
FDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS COLFONDOS MODERADO	1.783.028	0,31%	0,32%
INVESCO PERPETUAL LATIN AMERICAN FUND	1.653.954	0,29%	0,30%
AMUNDI FUNDS	1.602.494	0,28%	0,29%
MORGAN STANLEY INVESTMENT MANGMENT EMERGING MARK	1.453.390	0,25%	0,26%
ACCIONES ORDINARIAS READQUIRIDAS	22.224.000	3,84%	0,00%
Otros accionistas con menor participacion	61.686.301	10,67%	11,09%
Subtotal Acciones Ordinarias	578.278.342	100,00%	100,00%
Total Acciones en Circulacion	556.054.342	96,16%	
Total Acciones readquiridas	22.224.000	3,84%	
Total Acciones Emitidas	578.278.342		

La composición accionaria de Cemex España es mayoritaria con más del 70%, lo que puede impedir que exista una libre flotación del precio de la acción.

CLH presenta una buena liquidez accionaria, teniendo en cuenta que desde que se listó en la bolsa entro en el COLCAP y su participación ha ido aumentando desde ese momento.

DESEMPEÑO FINANCIERO HISTÓRICO

Análisis vertical

	2.007	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012
Ventas netas	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Costo de ventas	-43,6%	-35,6%	-34,7%	-43,7%	-42,6%	-35,8%
Depreciación	0,0%	-8,5%	-5,3%	-1,0%	-1,5%	-1,6%
UTILIDAD BRUTA	56,4%	55,9%	60,0%	55,3%	55,9%	62,6%
Administración	-11,3%	-16,1%	-15,9%	-14,2%	-13,6%	-12,9%
Ventas	-19,4%	-14,1%	-13,7%	-15,2%	-16,4%	-18,7%
Total gastos de la operación	-30,7%	-30,2%	-29,6%	-29,4%	-30,1%	-31,5%
UTILIDAD OPERACIONAL	25,7%	25,7%	30,4%	25,8%	25,8%	31,1%
Gasto financiero deuda actual	-0,4%	-0,9%	-14,3%	-13,6%	-4,7%	-3,1%
Gasto financiero nueva deuda	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ingreso financiero exeso de caja	1,0%	3,3%	7,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Diferencia en cambio	-1,1%	-5,2%	9,8%	5,1%	-0,1%	2,5%
Resultado integral de financiamiento neto	-0,5%	-2,8%	2,5%	-8,4%	-4,7%	-0,4%
Ingresos - gastos no operacionales neto	-2,0%	-0,8%	-16,9%	-15,7%	-12,9%	-15,1%
Resultado antes de impuesto de renta, participación	23,1%	22,2%	16,0%	1,7%	8,3%	15,6%

Fuente: modelo de los analistas

El costo de ventas, el gasto de administración, el gasto de ventas, el resultado de financiación y el resultado no operacional presentan un comportamiento irregular en el cual no se pueden determinar una tendencia a primera vista, para las proyecciones es necesario analizar un mayor nivel de detalle de cuentas. La variación mínima en estos rubros es de 5% entre los años históricos analizados.

Lo que sí es claro es que los márgenes bruto y operativo son altos comparativamente con industrias de grandes volúmenes de venta. De igual manera el gasto financiero es mínimo, su fuente de financiación principal ha sido entes relacionados, lo que le permite financiarse a tasas de interés cercanas a la inflación.

Rotaciones

Efectivo (días de costo): Al cierre de año tienen grandes excedentes de caja. En promedio ciento ochenta y dos (182) días, con un mínimo de cincuenta y cinco (55) días y un máximo de trescientos diez (310) días.

Clientes (días de ventas): Tienen una cartera muy sana y constante entre trece (13) y veinte (20) días. Sorprendentemente en los años con rotaciones mínimas corresponden a los años con decrecimientos en ventas, mostrando que es una variable controlada.

Inventario (días de costos): El inventario rota en promedio treinta y seis (36) días, entre el 75% y el 80% del valor corresponde a materias primas y productos en proceso; tienen una estrategia clara de inventarios mínimos, lo que ayuda a que el negocio sea más rentable

Proveedores (días de ventas): Muestran una marcada tendencia a apalancarse en sus proveedores comenzando en treinta (30) días en el año 2.007 hasta llegar paulatinamente a sesenta (60) días en el año 2.012.

Están enfocando en disminuir su inversión en capital de trabajo, impactando positivamente el flujo de caja libre futuro y generando una ventaja competitiva que les permita crecer.

Flujo de caja libre operativo (FCLO)

El flujo de caja libre operativo presenta cambios muy bruscos año tras año, oscilando en los años de análisis entre menos ciento sesenta y nueve (-169) mil millones de COP y cuatrocientos setenta y seis (476) mil millones de COP. Mirando el detalle de estas fluctuaciones el principal impacto se da por la inversión en CAPEX. Siendo un negocio de

altas inversiones en tecnología suena lógico que en los años en los que requieren hacer inversiones el flujo de caja se vea fuertemente impactado.

	VAR 2008	VAR 2009	VAR 2010	VAR 2011	VAR 2012
Flujo de caja Bruto	355.739	337.512	252.886	286.131	472.829
Activo Corriente	122.134	119.027	136.730	- 307.498	227.788
Otros pasivos corrientes	613	18.446	10.036	90.991	- 17.693
Capital de trabajo Neto Operativo	122.747	137.473	146.766	- 216.507	210.094
Flujo de Caja operativo (para CAPEX y otros)	478.486	474.985	399.652	69.624	682.923
Activo fijo Bruto	- 641.663	- 2.078.853	1.106.412	126.990	- 38.558
Otros pasivos no corrientes	- 5.658	1.806.520	- 1.029.763	42.807	- 584.109
Capital Invertido en CAPEX y otros	- 647.320	- 272.332	76.649	169.797	- 622.667
Capital Invertido operativo	- 524.574	- 134.859	223.415	- 46.710	- 412.573
FCLO	- 168.834	202.653	476.301	239.421	60.256

Fuente: cálculos de los analistas

Flujo de caja del accionista

	VAR 2008	VAR 2009	VAR 2010	VAR 2011	VAR 2012
FCLO	- 168.834	202.653	476.301	239.421	60.256
Obligaciones financieras inicial (corriente)	81.938	7.552	- 82.018	- 22.200	11.205
Obliga financieras nueva deuda (no corriente)	-	-	-	-	44.816
Resultado integral de financiamiento neto	- 32.551	27.146	- 88.245	- 59.184	- 7.301
Impuesto Financiero	- 10.742	8.958	- 29.121	- 19.531	- 2.409
Flujo de caja de deuda	60.129	25.739	- 141.142	- 61.853	51.129
Ingresos - gastos no operacionales neto	- 8.865	- 182.571	- 163.578	- 162.309	- 244.941
Participacion en compañías vinculadas	- 1.638	13.087	- 53.318	- 53.213	12.756
Resultado del ejercicio año anterior	- 257.991	- 218.928	- 123.041	39.006	- 8.399
Flujo de caja no Operativo	- 268.494	- 388.412	- 339.936	- 176.516	- 240.585
Patrimonio (sin resultado del ejercicio)	377.199	160.020	4.777	- 1.052	129.200
Flujo de caja de los accionistas	377.199	160.020	4.777	- 1.052	129.200

Fuente: cálculos de los analistas

El impacto en la inversión en CAPEX se vislumbra de igual manera en el flujo de caja de los accionistas presentando cambios bruscos.

GOBIERNO COPORATIVO²

Cemex cuenta con un código de buen gobierno corporativo aprobado por la junta directiva, uno de los objetivos principales es el compromiso de generar valor para sus accionistas, teniendo en cuenta siempre el cumplimiento de las leyes y regulaciones de todas las jurisdicciones donde operan.

La junta directiva es el organismo máximo de administración de la sociedad, esta define las políticas y los objetivos estratégicos de la compañía, permitiendo su independencia. La junta directiva está compuesta por 5 directores principales con sus respectivos suplentes personales. Cuenta con un consejo administrativo responsable de la supervisión de las operaciones que realiza la compañía.

Tienen un código de ética orientado a garantizar los máximos estándares de conducta en sus actividades diarias. Cuenta con un comité de auditoría como comité de apoyo, así como en otros comités que la junta crea conveniente.

VALORACIÓN

En principio tomamos 5 años históricos para nuestro análisis encontrando varias situaciones atípicas entre el año 2.008 al año 2.012, por ejemplo:

- Comportamientos ventas: Los primeros dos años tienen un decrecimiento del -8,1% y -3,3% y los siguientes dos años un crecimiento del 21% y 29%.
- Costo de ventas: La participación sobre las ventas oscila entre el 35% y el 44%.
- Gasto de administración: La participación sobre las ventas oscila entre 13% y 16%.
- Gasto de ventas: La participación sobre las ventas oscila entre 14% y 19%.

² <http://www.cemex.com/es/Inversionistas/GobiernoCorporativo.aspx>

- Utilidad operacional: La participación sobre las ventas oscila entre 26% y 31%.
- Gasto no operacional: La participación sobre las ventas oscila entre 1% y 16%.
- Resultado del ejercicio: La participación sobre las ventas oscila entre -4% y 19%.
- Capital invertido por año: Oscila entre 623 mil millones de COP y una desinversión de -77 mil millones de COP.
- Flujo de caja libre operativo: Oscila entre 60 mil millones de COP y 476 mil millones de COP.

Dada esta coyuntura se incluyó la información histórica del año 2.007 y se utilizó un mayor nivel de detalle en cada una de las cuentas partiendo de las notas a los estados financieros.

El análisis se concentró en dos francos:

- **El primero** en determinar la correlación de las cuentas con las ventas o con el año anterior (y un incremento inflacionario) y determinar así si la proyección se hacía indexada a la inflación (la mayoría de los gastos de administración) o las ventas (la mayoría de los gastos de ventas).
- Y **el segundo** establecer si se trataba de gastos recurrentes o no recurrentes y así determinar cuáles son los relevantes a proyectar.

Las variables macroeconómicas las tomamos de los reportes públicos de Investigaciones Económicas de Bancolombia³ exceptuando el de PIB de la construcción que la tomamos de una proyección del Banco BBVA⁴. Para años posteriores al 2.018 hicimos supuestos manteniendo la paridad cambiaria en todos los cálculos.

³ AGUDELO, Jairo Julian. INVESTIGACIONES ECONÓMICAS BANCOLOMBIA.
<http://investigaciones.bancolombia.com/invEconomicas/sid/29767/2013061717044119.pdf> presentation.
Junio 2.013

⁴ HERNANDEZ MONSALVE, Mauricio. BBVA RESEARCH Junio 2.013

Este es el resumen de lo realizado en las proyecciones:

- **Ventas estimadas:** Se proyectaron las seis (6) líneas de negocio: cemento, concreto, distribución, agregado, servicios de administración y arrendamientos, otros. Las tres (3) primeras participan entre el 97% y 99% en los seis (6) años históricos. Nos centramos en la proyección de cemento y concreto que tienen un peso del 91% sobre los ingresos totales, proyectando por separado cantidades y precios siendo muy conservadores, las cantidades crecen con el PIB de la construcción y el precio inflación más 0,5% (inferior al crecimiento de precios histórico). Para distribución proyectamos la distribución de los volúmenes vendidos en cemento y concreto. Y las otras 3 líneas de negocio las proyectamos indexadas a la inflación.
- **Costo de la mercancía vendida:** Sobre este rubro no se encuentra detalle en las notas de los estados financieros. La participación sobre las ventas oscila entre 36% y 44%, por lo que para la proyección utilizamos una media móvil de los últimos 3 años para simular un escenario más probable que un promedio.
- **Gastos de administración y de comercialización:** Participan históricamente entre 29% y 32%. Analizamos el comportamiento fijo o variable y la recurrencia de cuarenta y dos (42) subcuentas.
Las subcuentas de los gastos de administración tiene un comportamiento fijo en un 46%, esas las proyectamos con inflación; el 54% históricamente tienen un comportamiento variable respecto a las ventas y se proyectaron con esa correlación.
Las subcuentas de los gastos de ventas históricamente son 100% variables respecto a las ventas y así las proyectamos.
- **CAPEX:** No se cuenta con información detallada de los activos fijos actuales, su capacidad instalada o utilizada. Por lo que se contempló fue una necesidad de CAPEX teniendo en cuenta la relación histórica entre los ingresos por de negocio y el CAPEX que asociamos a esa negocio. De acuerdo al valor en COP proyectado en ingresos calculamos la necesidad en COP en activos fijos, a ese valor le restábamos el valor actual del activo fijo y así calculábamos el CAPEX requerido por año.
- **Capital de Trabajo:** Para las cuarenta y ocho (48) cuentas del balance general se calculó la rotación de los seis (6) años históricos, teniendo en cuenta la tendencia de los

últimos dos (2) o tres (3) años se decidía proyectar la cuenta con el promedio de los últimos tres (3) años o el promedio de los seis (6) años. Los principales resultados fueron: clientes quince (15) días de ventas, inventario treinta y seis (36) días de costo y proveedores cincuenta y cuatro (54) días costos.

- **Hipótesis financieras:** Cemex Colombia ha utilizado dos (2) fuentes de financiación: obligaciones financieras y entes relacionadas. La financiación con entes relacionadas han pesado en promedio 93%, nuestra hipótesis es que dado que en Colombia el interés presuntivo está muy cercano al valor de la DTF se ha convertido en una fuente de financiación muy económica que Cemex Colombia ha aprovechado, ya que por ejemplo en otros países de la Latinoamérica el interés presunto está alrededor del 30% anual. Esta fuente de financiación aparece en el corto plazo y en el largo plazo; la de corto plazo pudimos proyectarla fácilmente con la tendencia que encontramos crecimiento con respecto a las ventas; mientras que la de largo plazo no tiene una tendencia definida presenta valores entre 200 mil millones de COP y 1,8 billones de COP.

Dado este contexto y que el modelo financiero se puede cerrar solo con una variable, lo que hicimos fue cerrar el modelo con obligaciones financieras asumiendo que el valor correspondiente a la financiación con entes relacionados de largo plazo está inmerso dentro de las obligaciones financieras.

- **Política de dividendos:** Con la información con la que contamos no fue posible establecer una política de dividendos clara. Teniendo en cuenta el flujo de caja en los años proyectados establecimos como política el 50% de la utilidad del año anterior, que corresponde a un valor inferior al promedio de los históricos analizados.

Impuestos

- **Impuesto sobre la Renta:** Se proyectaron las subcuentas del impuesto corriente y del diferido dando como resultado las siguientes tasas efectivas de impuestos:

	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022
Tasa efectiva de impuestos	36,6%	34,3%	34,0%	33,9%	35,0%	34,1%	34,3%	34,3%	34,3%	34,4%

- **Impuesto de Renta mínimo presunta:** Con el cálculo de años anteriores se calculó la relación de la base gravable presunta como participación del total del patrimonio dando como resultado el 2,11% del patrimonio.

Valor residual

- **Mediante el modelo Gordon-Shapiro** calculamos el valor residual asumiendo como gradiente a perpetuidad el 1,5%. Traído a valor presente al cierre del año 2.014 da un valor de 2,1 billones de COP, aproximadamente el 50% del valor patrimonial (equity value).

Cálculo del WACC

- **Costo del patrimonio:** Lo calculamos con metodología CAPM asumiendo que: el beta desapalancado, la tasa libre de riesgo y el rendimiento del mercado permanecían constantes (datos tomados de Damoradan⁵). Con estos datos y la devaluación esperada de largo plazo calculamos el Ke en pesos como se ve en el siguiente cuadro:

Cálculo del KE	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022
$\beta_L = \beta_U \cdot (1 + (1 - T_x) \cdot (\text{Debt}/\text{Equity}))$											
β_U (Building Materials) =	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
β_L (Building Materials) =	1,80	1,76	1,71	1,67	1,76	1,79	1,85	1,83	1,94	1,94	2,04
$E(\text{Ke USD}) = R_f + \beta_L \cdot (R_m - R_f)$											
R_f (T-Bonds de 10 años) =	2,61%	2,61%	2,61%	2,61%	2,61%	2,61%	2,61%	2,61%	2,61%	2,61%	2,61%
R_m (S&P 2003-2012 - Damodaran)	7,02%	7,02%	7,02%	7,02%	7,02%	7,02%	7,02%	7,02%	7,02%	7,02%	7,02%
$\text{Ke (USD)} =$	10,54%	10,36%	10,16%	9,99%	10,38%	10,49%	10,78%	10,68%	11,16%	11,18%	11,62%
Devaluación esperada largo plazo =	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%	0,06%
Ke (COP's) =	10,48%	10,30%	10,09%	9,93%	10,31%	10,43%	10,71%	10,62%	11,10%	11,11%	11,56%

Fuente: modelo desarrollado por los analistas.

- **Debt / Equity:** Validamos esta relación en compañías comparables; a nivel mundial con Lafarge y en Colombia con Argos. Y por último la relación con CLH consolidado. No encontramos una similitud de industria por lo que para la proyección tuvimos en cuenta

⁵ DAMORAN, Aswath. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

la información encontrada de CHL consolidado; y con el último dato encontramos de 135,84% lo proyectamos constante.



Relación Debt / Assets y Debt / Equity de Lafarge y Argos. Fuente: Bloomberg



Relación Debt / Assets y Debt / Equity de CLH. Fuente: Bloomberg

- **WACC:** Se calcula ponderando las fuentes de financiación de acuerdo con el último dato histórico de Debt /Equity de CLH, con los siguientes resultados.

Wacc	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022
Relación D / E (Bloomberg)	135,84%	135,84%	135,84%	135,84%	135,84%	135,84%	135,84%	135,84%	135,84%	135,84%
Costo de deuda después de impuestos (Kd*)	8,15%	9,91%	10,46%	8,86%	8,70%	8,44%	8,44%	8,44%	8,44%	8,44%
Participación Obligaciones financieras	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%
Costo del patrimonio (Ke)	10,48%	10,30%	10,09%	9,93%	10,31%	10,43%	10,71%	10,62%	11,10%	11,11%
Participación Patrimonio	42,4%	42,4%	42,4%	42,4%	42,4%	42,4%	42,4%	42,4%	42,4%	42,4%
WACC	9,1%	10,1%	10,3%	9,3%	9,4%	9,3%	9,4%	9,4%	9,6%	9,6%

Fuente: modelo desarrollado por los analistas.

- **Resultado valoración:**

En primera instancia encontramos el valor de la compañía Cemex Colombia SA, para posteriormente extrapolar el valor de compañía de CLH a través de la participación (Colombia sobre CLH) del flujo de caja de operación. Teniendo en cuenta el número de acciones en circulación llegamos a una estimación del precio de la acción al cierre del año 2.013 de **14.319** COP y para el año 2.014 de **14.468** COP.

	Dic 31-2013	Dic 31-2014	
Valor presente flujo de caja libre	2.555.636.900	2.214.341.662	Valor en miles de COP
Valor residual	1.918.120.668	2.101.780.001	Valor en miles de COP
Equity Value	4.473.757.569	4.316.121.662	Valor en miles de COP
(-) Deuda	160.415.181	33.886.746	Valor en miles de COP
(-) Pasivos entes relacionadas	88.440.837	98.266.803	Valor en miles de COP
(+) Caja	240.305.664	261.835.137	Valor en miles de COP
(+) Inversiones	653.454.954	726.055.191	Valor en miles de COP
Enterprise Value	5.118.662.168	5.171.858.442	Valor en miles de COP
Share Value: Cemex Colombia SA	38.514	38.914	Valor en COP
Flujo operacional Colombia /Flujo operacional CHL	64,289%	64,289%	
Enterprise Value Colombia	5.118.662.168	5.171.858.442	Valor en miles de COP
Enterprise Value CHL (por interpolación)	7.961.983.221	8.044.729.030	Valor en miles de COP
Acciones en circulación	556.054.343	556.054.343	Valor en miles de COP
Share Value: Cemex Colombia SA	14.319	14.468	Valor en COP

Fuente: modelo desarrollado por los analistas.

Sensibilizando las principales variables tenemos los siguientes resultados:

- Esperanza del precio de la acción **14.485** COP
- Rango con el 90% de probabilidad: **13.748** COP y **15.300** COP.
- Valor mínimo de **13.077** COP
- Valor máximo de **16.179** COP.

LIMITACIONES DEL MODELO

El modelo desarrollado está basado en el flujo de caja libre operativo descontado al WACC. Para la proyección del flujo hay supuestos de los analistas y supuestos macroeconómicos de entidades financieras que pueden variar en el corto plazo.

Adicionalmente está la interpolación a través del precio de la acción de Cemex Colombia para llegar el precio de la acción de CLH.

DETERMINANTES DEL PRECIO

De acuerdo con la teoría de juegos, en las industrias con mercados de oligopolio, los precios se comportan con el modelo de Bertrand, mercados que se mueven por la variable estratégica de precios en donde uno de los competidores podría quedarse con todo el mercado dependiendo de su estrategia de precios. Las compañías pueden optar por cooperar para obtener el máximo precio del mercado con utilidades máximas. En el caso contrario, en el que no cooperan, la estrategia de precios va a ser igual a su costo marginal.

Aunque los precios pueden estar correlacionados a algunas variables macroeconómicas como inflación y PIB de la construcción. Para nuestro caso puede estar más relacionado con un acuerdo de precios que hacen los competidores, en el cual no solo acuerdan precios sino volúmenes de mercado.

RIESGOS DE INVERSIÓN

- **Riesgo de Mercado:** Al ser considerado este mercado un oligopolio, el riesgo de mercado es bajo, ya que la posibilidad de entrada de nuevos competidores es casi nula, sumada a la alta inversión en activos fijos requerida.

Su condición de oligopolio los deja expuestos a sanciones por estrategias comerciales acordadas incumpliendo la libre competencia. Tal es el caso de la multa impuesta a

las cementeras Argos, Holcim y Cemex por acordar precios y segmentar el mercado, actuando bajo el esquema de cartel, la cual sumó un total de 3.183 millones⁶ en el año 2.008 (aunque al final esta fue anulada). De igual manera en agosto de 2.013 entraron en investigación por la SIC por el hallazgo de correos electrónicos en los cuales se presumen acuerdos de precios y repartición geográfica del mercado.⁷

Cemex Colombia participa en diferentes asociaciones como FICEM (Federación Internacional del Cemento), ASOCRETO (Asociación Colombiana de Productores de Concreto Certificado), ASOGRAVAS (Asociación Colombiana de Productores de Agregados Pétreos), CCCS (Consejo Colombiano de Construcción) y CCI (Cámara Colombiana de la Infraestructura). Aunque estos actúan en defensa de su actividad y generan un valor agregado a nivel informativo y publicitario, no mitigan el riesgo de una sanción.

La única alternativa de mitigar el riesgo de sanciones sería dejar actuar al mercado de manera libre, sin realizar alianzas de precios y participación de mercado que perjudican al consumidor. Desde nuestro punto de vista es un riesgo que tanto en Colombia como a nivel mundial las cementeras han decidido correr ya que el beneficio económico derivado de la segmentación de zonas geográficas y un acuerdo de precios le significan un valor mucho más significativo que las posibles multas que se les sean impuestas y que posteriormente manejan políticamente; como lo ocurrido en Colombia en el año 2.008, que después de imponer las multas se encuentra la estrategia jurídica para que al cabo de un par de años el proceso prescriba.

- **Riesgo de tipo de cambio:** Cemex Colombia tiene inversiones de largo plazo en subsidiarias (Costa Rica y Nicaragua), estas inversiones están expuestas al riesgo de conversión a moneda extranjera. De igual manera las utilidades reportadas por método de participación y los préstamos entre subsidiarias.

⁶ PORTAFOLIO.CO Se cayó multa contra cementos argos
< <http://www.portafolio.co/negocios/se-cayo-multa-contra-cementos-argos>>

⁷ PORTAFOLIO.CO Cementeras enredadas por correos electrónicos
< <http://www.portafolio.co/negocios/investigacion-cementeras-precios>>

El riesgo también se presenta a través de operaciones de importación y exportación. En importaciones el promedio de los últimos 3 años fue de 12 millones de dólares en compras FOB, mientras que las exportaciones son insignificantes.

El uso de coberturas como los Forwards es un método efectivo de mitigación del riesgo, sin embargo el uso otros derivados financieros como los cross currency swaps, pueden generar estrategias para mitigar el riesgo a una mayor escala.

- **Riesgo de escasez de recursos naturales:** Esta industria depende en gran medida de recursos naturales y energéticos. Por esa razón constantemente están gestionando la contratación de abastecimiento de energía y explorando el uso de combustibles alternativos con muy buenos resultados.

Resultado de esto ofrecen productos de concreto autocompactante con una huella baja de CO2 y cemento con bajo consumo energético.⁸

Sin embargo es un riesgo que no se puede mitigar.

- **Riesgo Ambiental:** Cemex trabaja en varios proyectos para la conservación del medio ambiente y así minimizar el impacto ambiental. Implementa Mecanismos de Desarrollo Limpio (MDL) en línea con el protocolo de Kyoto. Su planta de Cemento ubicada en Santa Rosa (la Calera) fue certificada por el Icontec con ISO 14.001 la cual garantiza tratamiento a los residuos y al manejo ambiental bajo las normas internacionales; así mismo están implementándolo en el resto de sus plantas.
- **Riesgo operativo:** Este riesgo está asociado a interrupción de operaciones, asociado a factores como escasez de materias primas que no tengan sustitutos, huelgas prolongadas, condiciones climáticas adversas y leyes que incidan en la vigencia de licencias.

Los departamentos de Contraloría y Control Interno son los encargados de administrar este riesgo; lo minimizan mediante procedimientos, sistemas de control,

⁸ CEMEX COLOMBIA S.A. Estudio de Factibilidad
<http://www.cemexlatam.com/InvestorCenter/files/FeasibilityStudy.pdf>

reglamentos internos y capacitaciones a sus empleados. Centralizan sus operaciones mediante un centro de servicios compartido que les permite replicar las mejores prácticas y casos de éxito en todas sus plantas; adicionalmente desde aquí se implementan las estrategias contra los riesgos⁹.

- **Riesgo Financiero:** este tipo de riesgos está asociado con los cambios en tasa de interés y liquidez.

Cemex se encarga de mitigar este riesgo mediante Swaps de tasa de interés y estrategias de liquidez; procuran tener suficiente efectivo y disponibilidad de líneas de crédito con empresas del mismo grupo.

- **Riesgo de interrupción laboral:** Cemex cuenta con sindicato que ha venido siendo neutralizado con las nuevas políticas de las directivas dando una visión más social “Contribuir al desarrollo del país y a la generación de bienestar” generando una relación más armoniosa entre las partes.

Los programas de responsabilidad social y el constante desarrollo de políticas de bienestar laboral mitigan significativamente el riesgo de paro laboral, teniendo empleados constantes, fieles y contentos.

- **Riesgo Legal ó de Regulación:** Esta es una industria oligopólica por naturaleza a nivel mundial, que no cuenta con una regulación de precios, dejando la puerta abierta para manipulación de precios y repartición geográfica del mercado por parte de los grandes competidores. Dado el impacto de esta manipulación existe el riesgo de que en algún momento entren en una regulación de precios mediante leyes.

⁹CEMEX COLOMBIA S.A. Nuestro Enfoque
<http://www.cemex.com/ES/AcercaCemex/NuestroEnfoque.aspx>

INFORMACIÓN DE OTRAS FUENTES.

Las multas impuestas a las cementeras dejan una percepción de competencia desleal y de manipulación de los precios; aunque tiempo después hayan sido absueltas por falta de competencia de la SIC (Superintendencia de Industria y Comercio)¹⁰. A consecuencia de estos en el año 2.004 y 2.005 cuando el precio del bulto de 50 kilos se encontraba en 22.000 COP cayó a 6.000 COP dejando de percibir ingresos por más de 200.000 millones¹¹. Por esos años se vio la quiebra inminente de las pequeñas cementeras como es el caso de Cementos Andino, quien no logro aguantar los bajos precios y sus costos hicieron que la compañía fuera absorbida.

En cuestiones ambientales la administración distrital en el 2.010 abrió un proceso sancionatorio a Cemex por explotar de manera irregular el suelo y el agua del río Tunjuelito¹². El 13 de junio de 2.008 se le coloca un recurso de reposición donde se le atribuyen cargos como la no construcción de plantas de lodos activados, la cual afecta la optimización de los recursos hídricos; la construcción de un sedimentador de cause sin los permisos necesarios; y contaminar con hidrocarburos las zonas de abastecimiento de combustible entre otros¹³.

Los comisionistas de Bolsa, quienes siguen la acción de Cemex de cerca, opinan que la cementera es una industria que está creciendo. Cemex por ser una de las dos empresas de este sector que cotizan en bolsa se muestra como una buena opción para invertir¹⁴. El

¹⁰ PORTAFOLIO.CO Sanción original se debió a un presunto acuerdo de precios entre las principales cementeras del país.

<<http://www.portafolio.co/negocios/cae-sancion-holcim-colombia>>

¹¹ PORTAFOLIO.CO El mercado del cemento en Colombia, según Alejandro Ramírez Vigoya

< www.portafolio.co/archivo/documento/CMS-4851892+&cd=11&hl=es&ct=clnk&gl=co>

¹² EL ESPECTADOR.COM Cémex y Holcim deberán responder por contaminación del río Tunjuelo

<<http://www.elspectador.com/secretaria-de-ambiente/articulo-207341-cemex-y-holcim-deberan-responder-contaminacion-del-rio-tunjue>>

¹³ MINISTERIO DE AMBIENTE, VIVIENDA Y DESARROLLO TERRITORIAL

Resolución Numero 0987 del 13 de junio del 2008

http://www.minambiente.gov.co/documentos/res_0987_130608.pdf

¹⁴ ELESPECTADOR.COM Cemex debuta en la bolsa

< <http://www.elspectador.com/noticias/economia/articulo-387315-cemex-debuta-bolsa>>

mercado a pesar de las noticias que aparecen de contaminación y malas prácticas en el mercado, tiene una buena percepción de Cemex para invertir pues Colombia viene creciendo en materia de construcción y estas empresas son las que más proveen insumos para ello.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

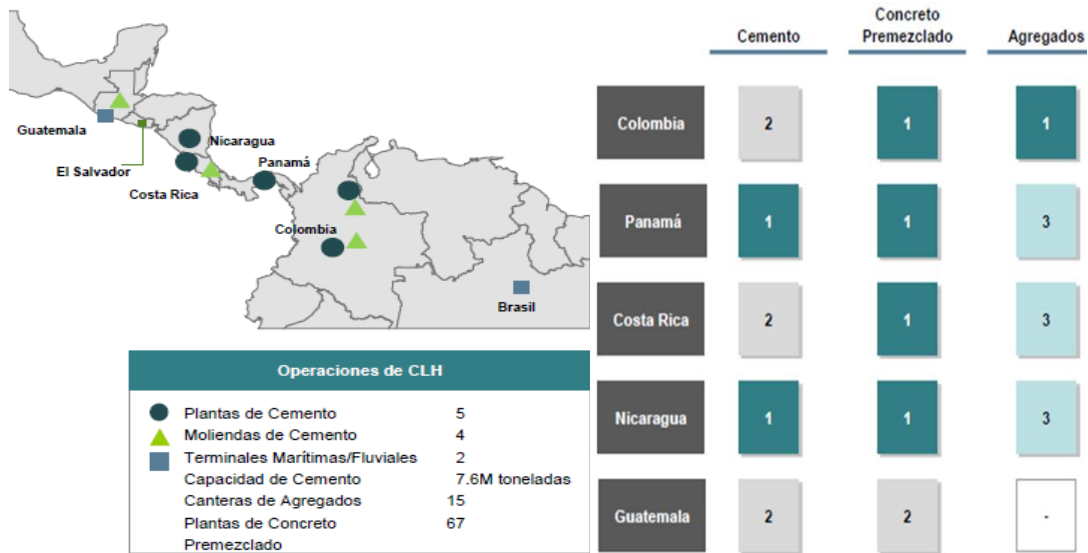
La constitución de la sociedad anónima, Cementos Hidalgo se da en 1.906, con un capital inicial de 500.000 pesos mexicanos, y a partir de allí se gesta una de las organizaciones cementeras más importantes del mundo.

La década de los 80's es de gran expansión en México; al adquirir Cementos Anáhuac (1.987) y Cementos Tolteca (1.989) se convierten en una de las diez compañías cementeras más grandes del mundo y la segunda de México.

La década de los 90's se caracterizó por su expansión internacional, consolidándose principalmente en América y haciendo presencia en Europa, Asia y África. En 1.996 adquieren Cementos Diamante y Cementos Samper en Colombia, convirtiéndose en la tercera compañía cementera más grande del mundo. En 1.999 comienzan a cotizar en la Bolsa de Valores de New York.

Del año 2.000 hasta el año 2.012, continúan su plan de expansión internacional con nuevas adquisiciones en Estados Unidos, Centro América, Europa y Australia. En 2.005 compran la cementera británica RMC Group por 4.100 millones de dólares, agregando operaciones en 20 países adicionales principalmente en Europa. En 2.007 Adquiere Rinker en Australia por más de 14.000 millones de dólares convirtiéndose en la compañía de materiales de construcción más grande del mundo. En 2.012 constituyen Cemex Latam Holding (CLH) con las operaciones de Colombia, Panamá, Costa Rica, Nicaragua, El Salvador, Guatemala y Brasil; y se listan en la Bolsa de Valores de Colombia.

Los siguientes cuadros muestran la ubicación geográfica por unidad de negocio en la zona de influencia de CLH. Y la posición de mercado por producto en cada país.

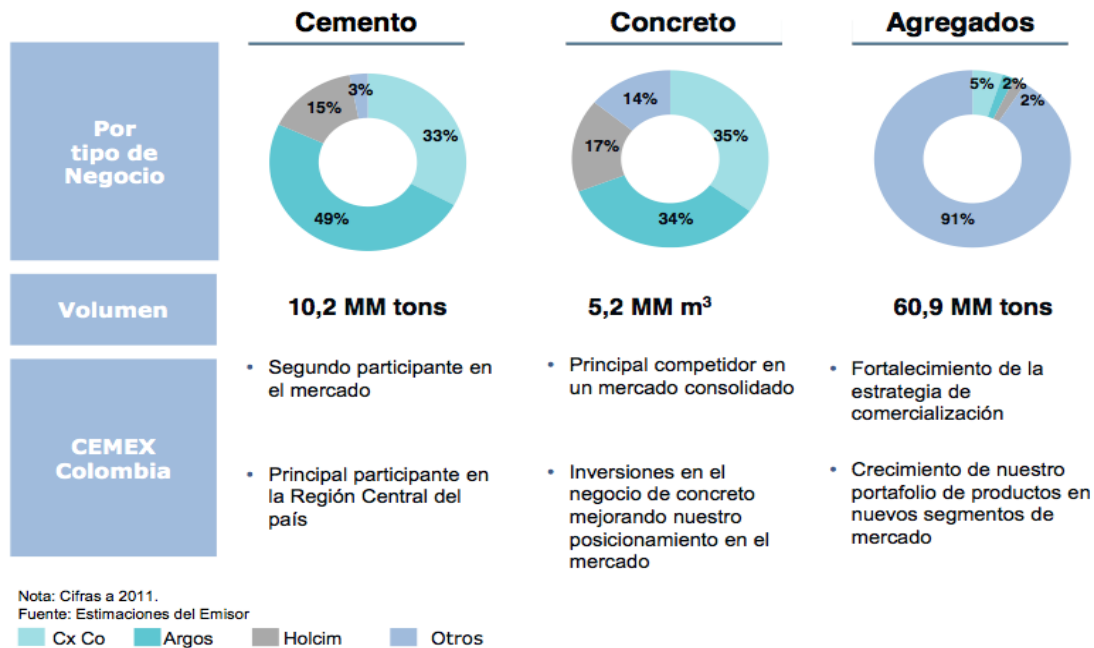


Fuente: CLH. Road show presentation. Septiembre 2012

PRODUCTOS Y SERVICIOS

Cemex Colombia S.A., a septiembre de 2.012, es una empresa con un amplio y variado portafolio de productos como cemento (53% de las ventas), concreto premezclado (35% de las ventas), y otros como agregados y mortero. Cuenta con dos (2) plantas de cemento, dos (2) plantas de molienda para concreto y seis (6) canteras para agregados.

Esta es la participación en el mercado por unidad de negocio



Fuente: Tomado de la página de CLH

Cemento

Tienen 5 referencias que hacen el 53% de las ventas: **De uso general** (para la producción de morteros y concretos de uso general), **súper resistente** (para morteros, concretos, pañete y nivelación de pisos), **ambiente marino** (impide la aparición de grietas y que se deterioren las construcciones, y es amigable con el medio ambiente), **estructural** (concretos estructurales que demandan alta tenacidad, como losas, vigas, columnas y muros; y **blanco** (uso ornamental, se utiliza en acabados artísticos, con atractivos resultados en la construcción tradicional de pisos, zapatas y columnas)

Concreto

Este producto representa el 35% de las ventas. Está compuesto de 4 productos: concreto para pilotes, concreto para pavimentos, rápido endurecimiento para paredes y losas gruesas y concreto autocompactante.¹⁵

¹⁵ CEMEX LATAM HOLDING S.A. Portafolio de productos.

<<http://www.cemexlatam.com/ES/SolucionesConstruccion/PortafolioProductos.aspx>>

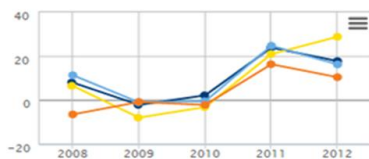
ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Indicadores históricos de la industria

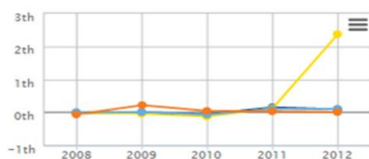
Sector Cemento y concreto	2008	2009	2010	2011	2012
Tamaño					
Ventas	4,710,871	5,596,989	5,339,368	5,982,251	7,089,790
Activos	21,170,475	30,993,826	32,908,875	35,223,424	33,033,379
Utilidad	540,771	1,309,356	556,332	532,181	1,067,208
Patrimonio	15,415,185	23,426,238	25,940,454	26,867,128	24,958,933
Dinamica					
Crecimiento en Ventas	6.95%	18.81%	-3.33%	12.04%	18.51%
Crecimiento en Activos	6.98%	46.40%	6.38%	7.03%	-6.22%
Crecimiento en Utilidades	-27.85%	142.13%	-57.54%	-4.34%	100.53%
Crecimiento del Patrimonio	-3.57%	51.97%	10.88%	3.57%	-7.10%
Rentabilidad					
Rentabilidad sobre Ventas	11.48%	23.39%	10.42%	8.90%	15.05%
Rentabilidad sobre Activos	2.55%	4.22%	1.69%	1.51%	3.23%
Rentabilidad sobre Patrimonio	3.51%	5.59%	2.14%	1.98%	4.28%
Utilidad Operativa / Ventas (Rentabilidad operativa)	16.25%	26.69%	13.00%	11.77%	17.71%
Endeudamiento					
Endeudamiento	27.19%	24.42%	21.17%	23.72%	24.44%
Apalancamiento	37.34%	32.30%	26.86%	31.10%	32.35%
Pasivo Total / Ventas	122.17%	135.21%	130.51%	139.68%	113.89%
Eficiencia					
Rotación de Cartera	42	37	49	47	36
Rotación de Inventarios	69	66	57	55	57
Rotación de Proveedores	56	43	37	36	40
Ciclo Operativo	111	103	106	102	93
Liquidez					
Razón Corriente	0.93	1.01	0.91	0.54	0.92
Prueba Acida	0.76	0.8	0.74	0.43	0.76
Capital de Trabajo	(245,809)	27,680	(250,029)	(2,182,721)	(300,132)

Fuente: Información de BRP Benchmark

RATIOS DE TENDENCIA DE CRECIMIENTO



CRECIMIENTO EN VENTAS %					
Compañías/Año	2008	2009	2010	2011	2012
Fabricación de Cemento y Concreto	7.92	-2.24	2.09	23.83	17.7
CEMEX COLOMBIA S.A.	6.43	-8.07	-3.25	20.88	28.79
HOLCIM COLOMBIA S.A.	11.28	-1.09	-0.61	24.71	16.18
CEMENTOS ARGOS S.A.	-6.6	-0.95	-2.27	16.27	10.35

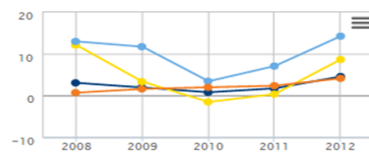


CRECIMIENTO / DISMINUCIÓN EN UTILIDAD NETA %					
Compañías/Año	2008	2009	2010	2011	2012
Fabricación de Cemento y Concreto	-22.4	-10.04	-59.76	143.71	88.02
CEMEX COLOMBIA S.A.	-15.14	-43.8	-131.7	121.53	2,371.37
HOLCIM COLOMBIA S.A.	2.73	7.08	-69.04	101.5	100.01
CEMENTOS ARGOS S.A.	-67.32	213.21	37.68	28.07	4.77

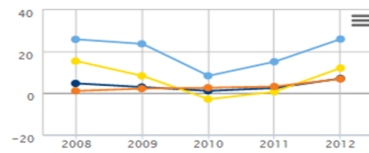


CRECIMIENTO (DISMINUCIÓN) DEL PATRIMONIO %					
Compañías/Año	2008	2009	2010	2011	2012
Fabricación de Cemento y Concreto	3.26	44.42	8.77	7.52	-34.98
CEMEX COLOMBIA S.A.	31.1	4.5	-10.56	3.48	25.01
HOLCIM COLOMBIA S.A.	8.93	16.85	-11.73	10.92	16.17
CEMENTOS ARGOS S.A.	-11.03	54.04	14.62	3.64	-51.01

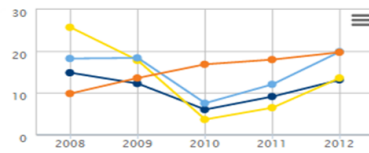
RATIOS DE RENTABILIDAD



RENTABILIDAD DE ACTIVOS %					
Compañías/Año	2008	2009	2010	2011	2012
Fabricación de Cemento y Concreto	3.03	1.92	0.76	1.71	4.55
CEMEX COLOMBIA S.A.	12.11	3.32	-1.56	0.32	8.64
HOLCIM COLOMBIA S.A.	12.99	11.72	3.42	7.06	14.25
CEMENTOS ARGOS S.A.	0.67	1.58	1.96	2.35	4.11

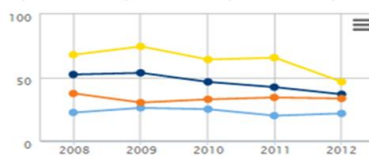


UTILIDAD NETA / PATRIMONIO %					
Compañías/Año	2008	2009	2010	2011	2012
Fabricación de Cemento y Concreto	4.64	2.89	1.07	2.42	7.01
CEMEX COLOMBIA S.A.	15.36	8.26	-2.93	0.61	12.04
HOLCIM COLOMBIA S.A.	25.83	23.67	8.3	15.08	25.97
CEMENTOS ARGOS S.A.	1.05	2.14	2.57	3.17	6.78

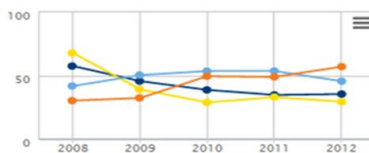


UTILIDAD OPERACIONAL / VENTAS %					
Compañías/Año	2008	2009	2010	2011	2012
Fabricación de Cemento y Concreto	14.79	12.19	5.94	9.07	13.08
CEMEX COLOMBIA S.A.	25.72	17.76	3.56	6.39	13.54
HOLCIM COLOMBIA S.A.	18.21	18.36	7.47	12	19.86
CEMENTOS ARGOS S.A.	9.79	13.53	16.82	17.95	19.71

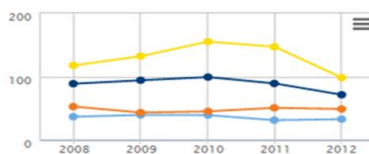
RATIOS DE EFICIENCIA



ROTACIÓN DE INVENTARIO					
Compañías/Año	2008	2009	2010	2011	2012
Fabricación de Cemento y Concreto	52.25	53.54	46.38	42.23	36.61
CEMENTOS ARGOS S.A.	67.9	74.43	64.04	65.51	46.42
HOLCIM COLOMBIA S.A.	22.19	25.87	24.81	19.71	21.45
CEMEX COLOMBIA S.A.	37.22	30.07	32.62	34.07	33.29



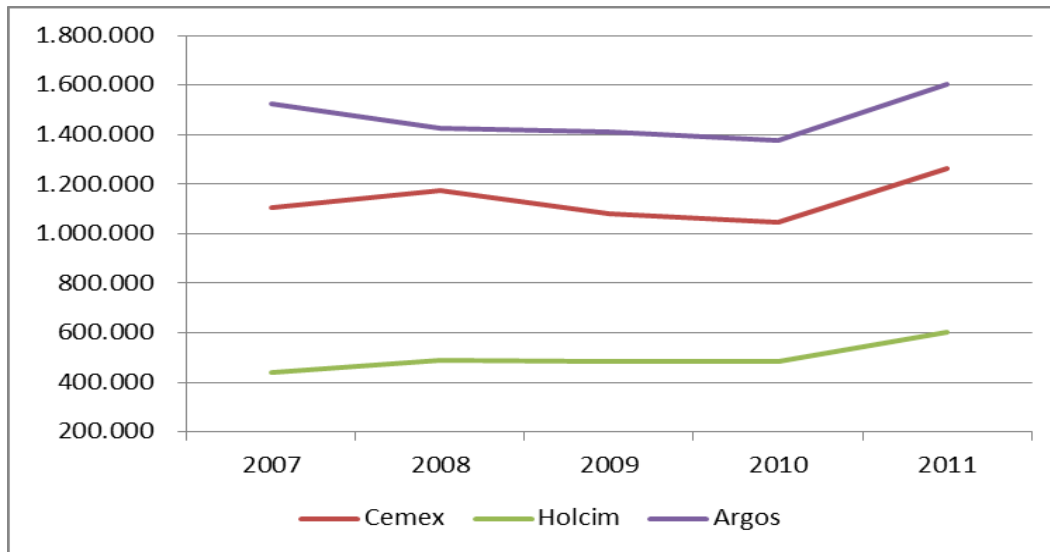
ROTACIÓN DE PROVEEDORES					
Compañías/Año	2008	2009	2010	2011	2012
Fabricación de Cemento y Concreto	57.38	45.46	38.54	34.57	35.26
CEMENTOS ARGOS S.A.	67.7	38.96	28.61	32.89	29.22
HOLCIM COLOMBIA S.A.	41.6	50.28	53.43	53.46	45.41
CEMEX COLOMBIA S.A.	30.06	32.18	49.39	48.82	56.91



CICLO OPERATIVO					
Compañías/Año	2008	2009	2010	2011	2012
Fabricación de Cemento y Concreto	88.59	94.01	99.07	88.95	71.13
CEMENTOS ARGOS S.A.	117.53	132.15	155.1	146.86	98.12
HOLCIM COLOMBIA S.A.	36.42	39.25	38.92	30.92	32.55
CEMEX COLOMBIA S.A.	52.41	42.91	44.85	50.5	48.59

ANÁLISIS DE LOS COMPETIDORES

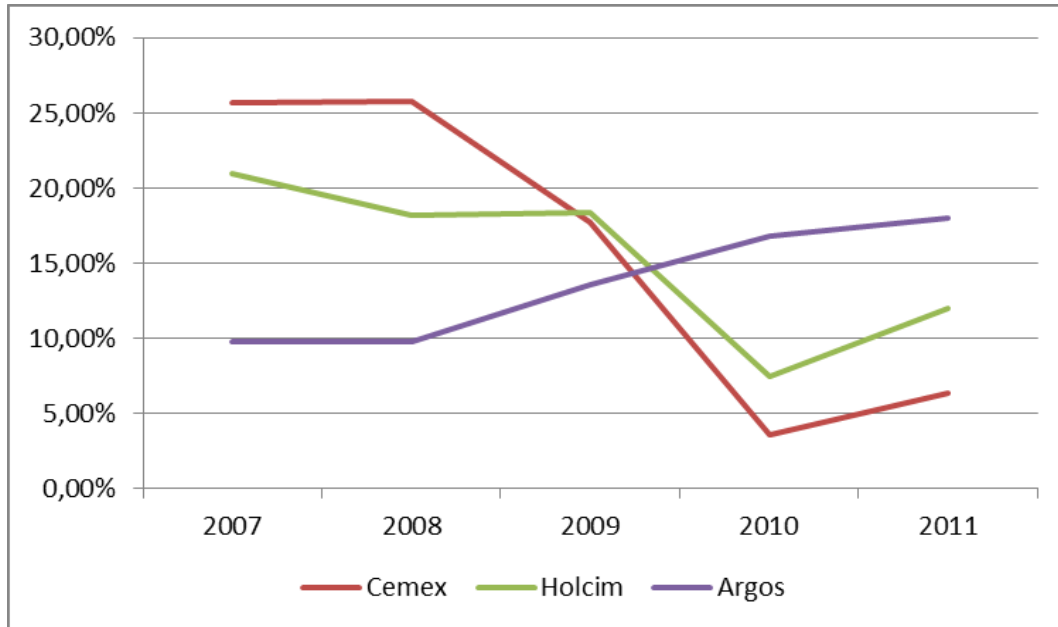
Ventas en millones de pesos



Fuente: Información de BRP Benchmark y Gráfica de los analistas

Las ventas de los 3 principales jugadores del mercado presentan un comportamiento similar. Los cambios corresponden más a comportamientos del mercado, en el cual la participación siempre se va a recomponer quedando participaciones de mercado muy similares en todos los años. Las ventas muestran recuperación a partir del año 2010 apoyado a una inflación controlada y a una disminución de las tasas de interés. Nacen nuevas obras impulsadas por el Gobierno de Colombia como “Colombia humanitaria” lo cual impulsa las ventas del cemento.

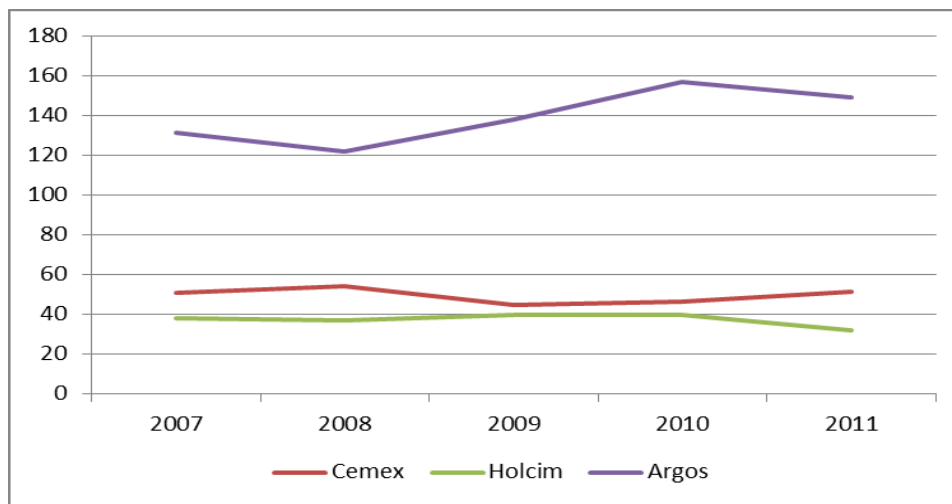
Margen Operativo



Fuente: Información de BRP Benchmark y Gráfica de los analistas

Holcim y Cemex se ven afectados en su margen operativo en los años 2.010 y 2.011 principalmente por el gasto de regalías y el uso de marcas. Las adquisiciones realizadas por Cemex en el año 2.009 impactaron sus gastos administrativos, disminuyendo su margen operacional.

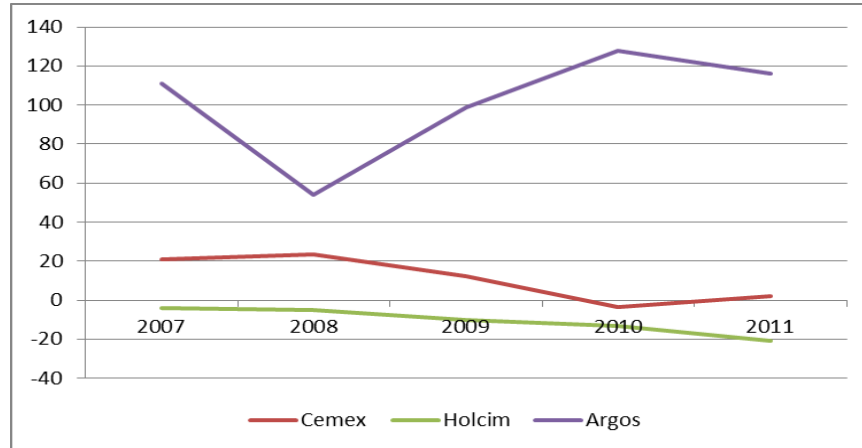
Ciclo Operativo (días)



Fuente: Información de BRP Benchmark y Gráfica de los analistas

El ciclo operativo de Argos es 3 o 4 veces más alto que Holcim o Cemex lo que implica una desventaja muy grande para Argos al momento de crecer.

Ciclo de caja (días)



Fuente: Información de BRP Benchmark y Gráfica de los analistas

El ciclo de caja confirma nuestra teoría, Argos es intensiva en capital de trabajo, por lo que le cuesta mucho mantener su participación de mercado.

Holcim Colombia S.A.: “Compañía perteneciente al grupo suizo Holcim. Se dedica a la producción y comercialización de cemento, concreto y agregados, y a la extracción y manejo de materiales aluviales y calizas”¹⁶.

Holcim y Cemex muestran comportamientos similares en ventas entre el 2.007 y el 2.011, sin embargo las utilidades sobre las ventas de Cemex son superiores en aproximadamente 5%. La inversión en tecnología de punta de Cemex, la implementación de combustibles alternativos y su arduo recorrido en el mercado le permite tener ventajas para optimizar su producción y disminuir sus costos.

Estos son sus principales indicadores en millones de pesos colombianos:

¹⁶ BRP Benchmark

Indicadores	2007		2008		2009		2010		2011	
Tamaño	#		#		#		#		#	
Ventas	3º	440.776	3º	490.486	4º	485.161	4º	482.203	4º	601.372
Activos	5º	339.270	5º	517.938	5º	615.184	6º	653.038	6º	636.717
Utilidad	4º	65.513	3º	67.301	4º	72.069	3º	22.313	3º	44.961
Patrimonio	4º	239.198	6º	260.570	6º	304.470	6º	268.754	6º	298.092
Dinamica	#		#		#		#		#	
Crecimiento en Ventas	19º	37,85%	22º	11,28%	28º	-1,09%	45º	-0,61%	23º	24,71%
Crecimiento en Activos	46º	3,81%	9º	52,66%	18º	18,78%	33º	6,15%	63º	-2,50%
Crecimiento en Utilidades	5º	692,89%	24º	2,73%	27º	7,08%	59º	-69,04%	15º	101,50%
Crecimiento del Patrimonio	14º	34,89%	30º	8,93%	20º	16,85%	60º	-11,73%	30º	10,92%
Rentabilidad	#		#		#		#		#	
EBITDA	2º	131.480	2º	144.239	2º	157.038	2º	89.780	2º	127.970
Rentabilidad sobre Ventas	6º	14,86%	9º	13,72%	6º	14,85%	26º	4,63%	15º	7,48%
Rentabilidad sobre Activos	4º	19,31%	14º	12,99%	10º	11,72%	35º	3,42%	18º	7,06%
Rentabilidad sobre Patrimonio	13º	27,39%	9º	25,83%	9º	23,67%	30º	8,30%	15º	15,08%
Rentabilidad operativa	5º	20,93%	10º	18,21%	3º	18,36%	27º	7,47%	12º	12,00%

Fuente: BRP Benchmark

Cementos Argos S.A.: a mediados del 2006 absorbe a la concretera Ready Mixed Concrete Company en USA, hace la fusión de las compañías que producen concreto en Colombia Agrecón, Concretos de Occidente y Metroconcreto. Tiene 14 plantas productoras de cemento en el continente americano de las cuales 11 son en Colombia y las otras distribuidas en Panamá, República Dominicana y Haití. Estos son sus principales indicadores en millones de pesos colombianos:

Indicadores	2007		2008		2009		2010		2011	
Tamaño	#		#		#		#		#	
Ventas	1º	1.524.415	1º	1.423.875	1º	1.410.293	1º	1.378.250	1º	1.602.470
Activos	1º	9.757.337	1º	9.934.626	1º	13.284.562	1º	14.732.805	1º	15.760.938
Utilidad	2º	204.990	4º	66.990	2º	209.821	2º	288.878	1º	369.974
Patrimonio	1º	7.165.944	1º	6.375.730	1º	9.821.220	1º	11.256.906	1º	11.666.435
Dinamica	#		#		#		#		#	
Crecimiento en Ventas	20º	35,06%	43º	-6,60%	27º	-0,95%	48º	-2,27%	38º	16,27%
Crecimiento en Activos	38º	8,55%	42º	1,82%	11º	33,72%	26º	10,90%	37º	6,98%
Crecimiento en Utilidades	31º	46,30%	44º	-67,32%	6º	213,21%	25º	37,68%	28º	28,07%
Crecimiento del Patrimonio	40º	8,47%	49º	-11,03%	5º	54,04%	19º	14,62%	42º	3,64%
Rentabilidad	#		#		#		#		#	
Rentabilidad sobre Ventas	9º	13,45%	32º	4,70%	5º	14,88%	3º	20,96%	3º	23,09%
Rentabilidad sobre Activos	42º	2,10%	48º	0,67%	45º	1,58%	46º	1,96%	36º	2,35%
Rentabilidad sobre Patrimonio	44º	2,86%	50º	1,05%	47º	2,14%	53º	2,57%	38º	3,17%
Rentabilidad operativa	25º	9,72%	20º	9,79%	8º	13,53%	6º	16,82%	5º	17,95%

Fuente: BRP Benchmark

Argos es la empresa líder del sector en Colombia, sus utilidades sobre las ventas casi que duplican en porcentaje a Cemex, sin embargo Cemex viene acortando estas diferencias. Argos y Cemex son los líderes del mercado del cemento y concreto con más del 80% de la participación de mercado, manteniendo sus participaciones estáticas.

EMPRESAS COMPARABLES EN LA INDUSTRIA

La industria por lo general es considerada un oligopolio. En Colombia hay tres (3) grandes competidores: Cemex, Holcim y Argos. Otras dos (2) pequeñas tienen menos del 4% de participación del mercado. En contraste Argos tiene el 46% del mercado y Cemex el 36% de acuerdo con la información de ventas del año 2.011.

PRODUCTOS DE EMPRESAS COMPARABLE

Tanto Cemex como Argos participan en las mismas 3 líneas de negocios: cemento, concreto y morteros (en Cemex llamado agregados). En cemento Argos tiene una participación del 49% y Cemex del 33%; en concreto Argos tiene el 34% y Cemex el 35%. En la otra línea de negocio Cemex tiene el 5% y Argos el 2%, y el porcentaje de ventas en esta línea de negocios para cada una de las compañías es inferior al 15%.

RAZONES CLAVE PARA ANALIZAR CEMEX

- Larga trayectoria a nivel mundial de más de 100 años.
- Estrategia fuerte en adquisiciones de compañías líderes en cada país.
- Aunque en Colombia no es la más grande, a nivel mundial si lo es.
- Siempre ha estado a la vanguardia de la tecnología.
- Procura utilizar tecnologías más ecológicas y alternativas que le permiten ser más eficiente.

EQUIPO DIRECTIVO

NOMBRE	CARGO	EXPERIENCIA
Jaime Elizondo	Presidente de CEMEX Centro, Sudamérica y el Caribe	*Se unió a CEMEX en 1985 *Presidente de CEMEX Sudamérica (incluyendo América Central) y el Caribe.
Carlos Jacks Chavarria	Director Ejecutivo de CEMEX Latam Holdings y Director de CEMEX Colombia	*Se unió a CEMEX en 1992 * Actualmente es Presidente para CEMEX en Colombia. *Miembro de la junta directiva de la Cámara Colombiana de Infraestructura
Ramón Pizá	Director de CEMEX Panamá	*Se unió a CEMEX en 1993 * Dirigió la operación de CEMEX Costa Rica y más recientemente la operación de CEMEX en Panamá.
Roberto Pongutá	Director de CEMEX Costa Rica	*Se unió a CEMEX en 1993. *Actualmente es Director de CEMEX Costa Rica. * Miembro de la Junta Directiva de la Federación Interamericana de Cemento.
Andrés Jiménez	Director de CEMEX Nicaragua & El Salvador	*Se unió a CEMEX en 1990. * Actualmente es Director de CEMEX Nicaragua y El Salvador *Miembro del Consejo Ejecutivo de la Cámara Nicaragüense de la Construcción
Afonso Toshiiti Sato	Director de CEMEX Brasil	*Se unió a CEMEX en 2001. * Actualmente es Director de CEMEX Brasil.
Miguel Martínez	Director de CEMEX Guatemala	*Se unió a CEMEX en 1996. *Dirigió las Operaciones del Área Técnica en Colombia. * Actualmente es Director de CEMEX Guatemala. *ESe desempeña como Primer Miembro Alterno de CEMEX y presidente de FUNDAMEX.

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

- AGUDELO, Jairo Julian. INVESTIGACIONES ECONÓMICAS BANCOLOMBIA.
<http://investigaciones.bancolombia.com/invEconomicas/sid/29767/2013061717044119.pdf>
Junio 2.013
- DAMORAN, Aswath. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- CEMEX LATAM HOLDING.
<http://www.cemex.com/es/Inversionistas/GobiernoCorporativo.aspx>
- HERNANDEZ MONSALVE, Mauricio. BBVA RESEARCH Junio 2.013
- CEMEX LATAM HOLDING. CEMEX LATAM HOLDING
Presentación inversionistas Cemex 2012 CEMEX LATAM HOLDING S.A. Consejo de administración
<<http://www.cemexcolombia.com/sp/inversionistas/PresentacionInversionistas.pdf>>
- CEMEX LATAM HOLDING S.A. Portafolio de productos.
<<http://www.cemexlatam.com/ES/SolucionesConstruccion/PortafolioProductos.aspx>>
- CEMEX LATAM HOLDING S.A. Informe de gestión 2.012.
[http://www.cemexlatam.com/InvestorCenter/files/Jga/CLH-JGA2013-INFORMEDEGESTIONDELEJERCICIO2012\(DOCUMENTOSEPARADO\).pdf](http://www.cemexlatam.com/InvestorCenter/files/Jga/CLH-JGA2013-INFORMEDEGESTIONDELEJERCICIO2012(DOCUMENTOSEPARADO).pdf)
- CEMEX COLOMBIA S.A. Estudio de Factibilidad
<http://www.cemexlatam.com/InvestorCenter/files/FeasibilityStudy.pdf>
- CEMEX COLOMBIA S.A. Nuestro Enfoque
<http://www.cemex.com/ES/AcercaCemex/NuestroEnfoque.aspx>
- PORTAFOLIO.CO Cemex Latam Holdings ganó US\$88 millones en cuarto trimestre.
< <http://www.portafolio.co/negocios/ganancias-cemex-latam-holdings>>
- PORTAFOLIO.CO En julio pasado, la producción de cemento gris en el país ascendió a 927mil toneladas 13.8 por ciento mas que en el mismo mes del 2010.
< <http://www.portafolio.co/negocios/cemex-preve-crecimiento-12-sus-despachos-cemento>>
¹ Cálculos de los analistas.
- PORTAFOLIO.CO En julio pasado, la producción de cemento gris en el país ascendió a 927mil toneladas 13.8 por ciento mas que en el mismo mes del 2010.
< <http://www.portafolio.co/negocios/cemex-preve-crecimiento-12-sus-despachos-cemento>>
¹ Cálculos de los analistas.

- PORTAFOLIO.CO Sanción original se debió a un presunto acuerdo de precios entre las principales cementeras del país.
<http://www.portafolio.co/negocios/cae-sancion-holcim-colombia>
- PORTAFOLIO.CO El mercado del cemento en Colombia, según Alejandro Ramírez Vigoya
< www.portafolio.co/archivo/documento/CMS-4851892+&cd=11&hl=es&ct=clnk&gl=co>
- ELESPECTADOR.COM Cemex entra a la construcción
<<http://www.elespectador.com/impreso/negocios/articulo-367009-cemex-entra-construccion>>
- EL ESPECTADOR.COM Cémex y Holcim deberán responder por contaminación del río Tunjuelo
<<http://www.elespectador.com/secretaria-de-ambiente/articulo-207341-cemex-y-holcim-deberan-responder-contaminacion-del-rio-tunjue>>
- ELESPECTADOR.COM Cemex debuta en la bolsa
< <http://www.elespectador.com/noticias/economia/articulo-387315-cemex-debuta-bolsa>>
- EL TIEMPO.COM El mercado del cemento en Colombia
<<http://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-3343801>>
- EL TIEMPO.COM El mercado del cemento en Colombia
<<http://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-3343801>>
- CNN EXPANSION.COM Slim y Del Valle van contra Cemex
<<http://www.cnnexpansion.com/economia/2012/10/19/mas-competencia-para-cemex>>
- MINISTERIO DE AMBIENTE, VIVIENDA Y DESARROLLO TERRITORIAL
Resolución Numero 0987 del 13 de junio del 2008
http://www.minambiente.gov.co/documentos/res_0987_130608.pdf
- CARDENAS, Mauricio; MEJÍA, Carolina y GARCIA Fabián. Enero 2.007. La industria del cemento en Colombia <http://www.fedesarrollo.org.co/wp-content/uploads/2011/08/WP-No.-33-La-industria-del-cemento-en-Colombia.pdf>
- TESIS CEMENTOS ARGOS – BUNKEROAD. Noviembre 2.010.
LÓPEZ, Camilo; MORENO, Milton; y GÓMEZ, Juan Diego.

BALANCE PROYECTADO. Millones de Pesos

ACTIVO	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022
Efectivo y equivalentes de efectivo	240.306	261.835	282.476	313.423	336.423	362.688	374.511	420.564	446.356	493.550
Deudores - clientes (menos estimacion para	81.615	90.683	99.641	108.628	117.256	126.634	130.388	146.614	155.615	171.993
Entes relacionados	2.760	2.971	3.031	3.127	3.243	3.323	3.442	3.545	3.654	3.768
Otras cuentas por cobrar	64.971	72.189	79.321	86.475	93.343	100.809	103.797	116.715	123.880	136.918
Inventarios	78.935	86.007	92.787	102.952	110.507	119.135	123.018	138.146	146.618	162.120
Otros activos corrientes	28.774	58.662	64.098	74.436	80.231	89.564	90.138	106.433	111.633	127.531
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	497.360	572.347	621.352	689.041	741.004	802.153	825.293	932.016	987.755	1.095.881
Total inversiones y otras cuentas por cobrar	660.353	733.719	806.200	878.920	948.725	1.024.608	1.054.977	1.186.265	1.259.094	1.391.612
Propiedades, planta y equipo neto	288.376	376.136	401.727	604.625	648.950	808.875	755.566	1.037.509	1.051.894	1.315.942
Credito mercantil	242.335	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Intangibles	7.781	7.781	7.781	7.781	7.781	7.781	7.781	7.781	7.781	7.781
Cargo por corrección monetaria diferida	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros activos	22.917	25.463	27.978	30.502	32.924	35.558	36.612	41.168	43.695	48.294
Valorizaciones	830.945	863.999	896.868	929.795	962.798	995.826	1.028.878	1.061.975	1.095.116	1.128.304
TOTAL ACTIVO LARGO PLAZO	2.052.706	2.007.098	2.140.554	2.451.623	2.601.179	2.872.648	2.883.814	3.334.698	3.457.580	3.891.933
TOTAL ACTIVO	2.550.066	2.579.445	2.761.906	3.140.664	3.342.182	3.674.801	3.709.107	4.266.714	4.445.336	4.987.814
PASIVO Y PATRIMONIO	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022
Obligaciones financieras inicial (corriente)	45.610	35.200	24.789	14.378	-	-	-	-	-	-
Proveedores	120.405	131.192	141.534	157.040	168.564	181.724	187.648	210.723	223.646	247.293
Entes relacionados	88.441	98.267	107.974	117.713	127.063	137.226	141.293	158.876	168.630	186.378
Otras cuentas y gastos acumulados por pag	231.968	252.750	272.675	302.548	324.750	350.104	361.517	405.972	430.869	476.426
TOTAL PASIVO CORRIENTE	486.424	517.409	546.972	591.680	620.377	669.054	690.458	775.572	823.146	910.097
Obliga financieras nueva deuda (no corrient	114.805	1.313	107.941	187.860	298.236	528.007	466.207	874.265	916.679	1.319.499
Pensiones de jubilacion	100.328	103.919	107.047	110.323	113.787	117.314	120.904	124.604	128.417	132.346
Impuesto diferido por pagar	2.020	2.379	2.585	3.127	3.367	3.890	3.824	4.741	4.916	5.793
Otras cuentas y gastos acumulados por pag	21.880	24.007	26.072	28.745	30.917	33.352	34.403	38.652	41.024	45.354
Entes relacionados	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Crédito por corrección monetaria diferida	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO A LARGO PLAZO	239.033	128.992	27.764	330.055	446.306	682.563	625.338	1.042.262	1.091.035	1.502.992
TOTAL PASIVO	725.457	646.402	574.736	921.735	1.066.684	1.351.617	1.315.796	1.817.834	1.914.181	2.413.089
Resultado del ejercicio	292.678	368.058	589.317	588.147	611.715	626.372	663.447	685.919	735.053	745.435
Dividendos pagados	- 295.902 -	442.241 -	626.271 -	920.929 -	1.215.003 -	1.520.860 -	1.834.046 -	2.165.770 -	2.508.729 -	2.876.255
Utilidades retenidas	673.143	819.482	1.003.511	1.298.169	1.592.243	1.898.100	2.211.286	2.543.010	2.885.969	3.253.496
Otras cuentas Patrimonio	323.746	323.746	323.746	323.746	323.746	323.746	323.746	323.746	323.746	323.746
Valorizaciones	830.945	863.999	896.868	929.795	962.798	995.826	1.028.878	1.061.975	1.095.116	1.128.304
TOTAL PATRIMONIO	1.824.609	1.933.043	2.187.171	2.218.929	2.275.499	2.323.183	2.393.311	2.448.880	2.531.155	2.574.725
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	2.550.066	2.579.445	2.761.906	3.140.664	3.342.182	3.674.801	3.709.107	4.266.714	4.445.336	4.987.814

ESTADO DE INGRESOS HISTÓRICO. Millones de Pesos

	Valores						Participación					
	2.007	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	2.007	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012
Ventas netas	1.103.776	1.174.788	1.079.975	1.044.854	1.262.978	1.626.650	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Costo de ventas	- 481.369	- 418.202	- 374.411	- 456.833	- 538.182	- 582.811	-43,6%	-35,6%	-34,7%	-43,7%	-42,6%	-35,8%
Depreciación	-	99.681	- 57.601	- 10.588	- 18.872	- 25.500	0,0%	-8,5%	-5,3%	-1,0%	-1,5%	-1,6%
UTILIDAD BRUTA	622.407	656.905	647.963	577.433	705.924	1.018.339	56,4%	55,9%	60,0%	55,3%	55,9%	62,6%
Administración	- 124.384	- 189.415	- 171.241	- 148.562	- 172.097	- 209.332	-11,3%	-16,1%	-15,9%	-14,2%	-13,6%	-12,9%
Ventas	- 214.519	- 165.355	- 148.471	- 158.951	- 207.728	- 303.564	-19,4%	-14,1%	-13,7%	-15,2%	-16,4%	-18,7%
Total gastos de la operación	- 338.903	- 354.770	- 319.712	- 307.512	- 379.825	- 512.895	-30,7%	-30,2%	-29,6%	-29,4%	-30,1%	-31,5%
UTILIDAD OPERACIONAL	283.504	302.135	328.252	269.921	326.098	505.444	25,7%	25,7%	30,4%	25,8%	25,8%	31,1%
Gasto financiero deuda actual	- 4.334	- 10.073	- 154.908	- 142.330	- 58.892	- 50.566	-0,4%	-0,9%	-14,3%	-13,6%	-4,7%	-3,1%
Gasto financiero nueva deuda	-	-	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Gasto financiero vinculadas	-	-	-	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ingreso financiero exeso de caja	11.170	38.450	76.679	1.235	1.342	1.910	1,0%	3,3%	7,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Diferencia en cambio	- 12.400	- 60.928	105.375	52.850	- 1.634	41.355	-1,1%	-5,2%	9,8%	5,1%	-0,1%	2,5%
Resultado integral de financiamiento neto	- 5.564	- 32.551	27.146	- 88.245	- 59.184	- 7.301	-0,5%	-2,8%	2,5%	-8,4%	-4,7%	-0,4%
Ingresos - gastos no operacionales neto	- 22.521	- 8.865	- 182.571	- 163.578	- 162.309	- 244.941	-2,0%	-0,8%	-16,9%	-15,7%	-12,9%	-15,1%
Resultado antes de impuesto de renta, par	255.419	260.719	172.827	18.098	104.605	253.201	23,1%	22,2%	16,0%	1,7%	8,3%	15,6%
Corriente	- 4.849	- 41.506	- 63.084	- 12.646	- 39.993	- 54.918	-0,4%	-3,5%	-5,8%	-1,2%	-3,2%	-3,4%
Diferido	4.168	1.352	- 4.861	3.659	1.113	488	0,4%	0,1%	-0,5%	0,4%	0,1%	0,0%
Años anteriores	665	-	5.072	5.201	- 4.112	- 2.970	0,1%	0,0%	0,5%	0,5%	-0,3%	-0,2%
Total impuesto de renta	- 16	- 40.154	- 62.873	- 3.787	- 42.992	- 58.377	0,0%	-3,4%	-5,8%	-0,4%	-3,4%	-3,6%
Resultado antes de participacion en comp	255.403	220.565	109.954	14.311	61.613	194.825	23,1%	18,8%	10,2%	1,4%	4,9%	12,0%
Participación en compañías vinculadas	2.588	- 1.638	13.087	- 53.318	- 53.213	12.756	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Resultado del ejercicio	257.991	218.928	123.041	- 39.006	8.399	207.580	23,4%	18,6%	11,4%	-3,7%	0,7%	12,8%

ESTADO DE INGRESOS PROYECTADO. Millones de Pesos

	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022
Ventas netas	1.981.853	2.202.041	2.419.572	2.637.818	2.847.319	3.075.059	3.166.202	3.560.224	3.778.798	4.176.513
Costo de ventas	- 794.773	- 865.978	- 934.243	- 1.036.596	- 1.112.666	- 1.199.533	- 1.238.635	- 1.390.950	- 1.476.252	- 1.632.339
Depreciación	- 26.830	- 58.060	- 72.240	- 122.339	- 146.024	- 202.630	- 184.310	- 255.311	- 261.844	- 350.593
UTILIDAD BRUTA	1.160.250	1.278.003	1.413.089	1.478.884	1.588.628	1.672.897	1.743.257	1.913.962	2.040.702	2.193.581
Administración	- 214.772	- 231.121	- 246.855	- 262.777	- 278.378	- 295.102	- 303.960	- 330.504	- 346.979	- 373.966
Ventas	- 322.315	- 358.125	- 393.503	- 428.997	- 463.069	- 500.107	- 514.930	- 579.011	- 614.559	- 679.240
Total gastos de la operación	- 437.321	- 485.908	- 533.909	- 582.068	- 628.297	- 678.551	- 698.663	- 785.609	- 833.840	- 921.601
UTILIDAD OPERACIONAL	722.929	792.095	879.180	896.816	960.331	994.346	1.044.594	1.128.354	1.206.862	1.271.981
Gasto financiero deuda actual	- 6.644	- 5.286	- 3.927	- 2.569	945	-	-	-	-	-
Gasto financiero nueva deuda	- 13.167	-	-	- 24.181	- 37.776	- 66.539	- 58.751	- 110.173	- 115.518	- 166.281
Gasto financiero vinculadas	- 10.438	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ingreso financiero exeso de caja	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Diferencia en cambio	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado integral de financiamiento neto	- 30.249	- 5.286	- 3.927	- 26.750	- 38.721	- 66.539	- 58.751	- 110.173	- 115.518	- 166.281
Ingresos - gastos no operacionales neto	- 184.617	- 176.424	72.422	78.952	85.223	92.038	94.767	106.558	113.101	125.003
Resultado antes de impuesto de renta, par	508.064	610.385	947.675	949.019	1.006.833	1.019.846	1.080.611	1.124.739	1.204.444	1.230.702
Corriente	- 187.963	- 211.992	- 324.997	- 324.811	- 356.185	- 351.680	- 373.949	- 390.669	- 418.169	- 429.014
Diferido	2.020	2.379	2.585	3.127	3.367	3.890	3.824	4.741	4.916	5.793
Años anteriores	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total impuesto de renta	- 185.943	- 209.613	- 322.411	- 321.683	- 352.818	- 347.790	- 370.126	- 385.928	- 413.253	- 423.220
Resultado antes de participación en comp	322.121	400.773	625.263	627.336	654.015	672.056	710.485	738.811	791.192	807.482
Participación en compañías vinculadas	- 29.443	- 32.714	- 35.946	- 39.188	- 42.301	- 45.684	- 47.038	- 52.892	- 56.139	- 62.047
Resultado del ejercicio	292.678	368.058	589.317	588.147	611.715	626.372	663.447	685.919	735.053	745.435
Número de acciones	132.905	132.905	132.905	132.905	132.905	132.905	132.905	132.905	132.905	132.905
Resultado neto por acción pesos	2.202,16	2.769,33	4.434,12	4.425,32	4.602,64	4.712,93	4.991,89	5.160,97	5.530,66	5.608,78

FLUJO DE CAJA HISTÓRICO. Millones de Pesos

	VAR 2008	VAR 2009	VAR 2010	VAR 2011	VAR 2012
Ventas netas	1.174.788	1.079.975	1.044.854	1.262.978	1.626.650
Costo de ventas	- 418.202	- 374.411	- 456.833	- 538.182	- 582.811
Depreciación	- 99.681	- 57.601	- 10.588	- 18.872	- 25.500
UTILIDAD BRUTA	656.905	647.963	577.433	705.924	1.018.339
Administración	- 189.415	- 171.241	- 148.562	- 172.097	- 209.332
Ventas	- 165.355	- 148.471	- 158.951	- 207.728	- 303.564
Total gastos de la operación	- 354.770	- 319.712	- 307.512	- 379.825	- 512.895
UTILIDAD OPERACIONAL	302.135	328.252	269.921	326.098	505.444
Impuesto Operativo	50.896	53.914	32.908	62.523	60.786
UTILIDAD NETA OPERATIVA	251.240	274.338	237.014	263.575	444.658
Depreciación Acumulada	104.500	63.174	15.872	22.556	28.171
Flujo de caja Bruto	355.739	337.512	252.886	286.131	472.829
Activo Corriente	122.134	119.027	136.730	- 307.498	227.788
Otros pasivos corrientes	613	18.446	10.036	90.991	- 17.693
Capital de trabajo Neto Operativo	122.747	137.473	146.766	- 216.507	210.094
Flujo de Caja operativo (para CAPEX y otros)	478.486	474.985	399.652	69.624	682.923
Activo fijo Bruto	- 641.663	- 2.078.853	1.106.412	126.990	- 38.558
Otros pasivos no corrientes	- 5.658	1.806.520	- 1.029.763	42.807	- 584.109
Capital Invertido en CAPEX y otros	- 647.320	- 272.332	76.649	169.797	- 622.667
Capital Invertido operativo	- 524.574	- 134.859	223.415	- 46.710	- 412.573
FCLO	- 168.834	202.653	476.301	239.421	60.256
Obligaciones financieras inicial (corriente)	81.938	7.552	- 82.018	- 22.200	11.205
Obliga financieras nueva deuda (no corriente)	-	-	-	-	44.816
Resultado integral de financiamiento neto	- 32.551	27.146	- 88.245	- 59.184	- 7.301
Impuesto Financiero	- 10.742	8.958	- 29.121	- 19.531	- 2.409
Flujo de caja de deuda	60.129	25.739	- 141.142	- 61.853	51.129
Ingresos - gastos no operacionales neto	- 8.865	- 182.571	- 163.578	- 162.309	- 244.941
Participación en compañías vinculadas	- 1.638	13.087	- 53.318	- 53.213	12.756
Resultado del ejercicio año anterior	- 257.991	- 218.928	- 123.041	39.006	- 8.399
Flujo de caja no Operativo	- 268.494	- 388.412	- 339.936	- 176.516	- 240.585
Patrimonio (sin resultado del ejercicio)	377.199	160.020	4.777	- 1.052	129.200
Flujo de caja de los accionistas	377.199	160.020	4.777	- 1.052	129.200
Aumento o disminución en caja	-	-	0	0	-

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA A DICIEMBRE DE 2014
--

	Dic 31-2013	Dic 31-2014	
Valor presente flujo de caja libre	2.555.636.900	2.214.341.662	Valor en miles de COP
Valor residual	1.918.120.668	2.101.780.001	Valor en miles de COP
Equity Value	4.473.757.569	4.316.121.662	Valor en miles de COP
(-) Deuda	160.415.181	33.886.746	Valor en miles de COP
(-) Pasivos entes relacionadas	88.440.837	98.266.803	Valor en miles de COP
(+) Caja	240.305.664	261.835.137	Valor en miles de COP
(+) Inveriones	653.454.954	726.055.191	Valor en miles de COP
Enterprise Value	5.118.662.168	5.171.858.442	Valor en miles de COP
Share Value: Cemex Colombia SA	38.514	38.914	Valor en COP
Flujo operacional Colombia /Flujo operacional CHL	64,289%	64,289%	
Enterprise Value Colombia	5.118.662.168	5.171.858.442	Valor en miles de COP
Enterprise Value CHL (por interpolación)	7.961.983.221	8.044.729.030	Valor en miles de COP
Acciones en circulación	556.054.343	556.054.343	Valor en miles de COP
Share Value: Cemex Colombia SA	14.319	14.468	Valor en COP

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

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

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

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

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

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

<http://www.eafit.edu.co/escuelas/economiayfinanzas/laboratorio-financiero/Paginas/burkenroad.aspx>