

CEMEX LATAM HOLDINGS S.A.

BVC: CEMEX LATAM HOLDINGS S.A

Tercera cobertura

Fecha de valoración: Junio de 2019

Recomendación: Comprar

Precio de la Acción y Valor del COLCAP

Precio de la acción: \$4.550 (Jun.2019)

Valor del COLCAP: 1.325,93

Precio objetivo en los próximos 12 meses: COP 17.700

Se recomienda comprar ya que se estima que el precio objetivo de la acción para los próximos 12 meses tendrá un potencial de valorización hasta un 289%, basados en el crecimiento del sector en las regiones donde opera, mejoramiento de la rentabilidad y la recuperación de la credibilidad reputacional por parte del accionista.

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

Indicador	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
EBITDA	\$242.507	\$211.676	\$ 241.394	\$262.651	\$276.712	\$ 289.399
UTILIDAD OPERACIONAL	\$167.811	\$136.635	\$ 166.526	\$187.696	\$201.801	\$ 214.466
UODI	\$114.189	\$95.560	\$ 117.253	\$132.160	\$142.091	\$ 151.009
FCL	\$139.425	\$131.463	\$ 152.604	\$167.019	\$175.395	\$ 184.500
ROE	4,1%	4,2%	5,6%	6,7%	7,6%	8,0%
ROA	2,1%	2,1%	2,8%	3,4%	3,9%	4,1%
ROIC	4,2%	3,6%	4,5%	5,3%	5,9%	6,4%
CAPITAL INVERTIDO	\$ 2.695.648	\$ 2.660.813	\$2.579.606	\$ 2.500.015	\$ 2.426.228	\$2.353.808
WACC	9,09%	8,36%	8,32%	8,19%	8,16%	8,43%
MARGEN EBITDA	21,9%	20,8%	23,3%	25,0%	26,1%	26,6%
IR	30,7%	36,2%	28,6%	24,6%	22,2%	20,3%

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: USD 633.521.522- COP 2.058.786.565.031

Número de acciones en circulación: 557.079.229

Volumen promedio diario del último año: 2.147.527.225,99

Bursatilidad: Alta

Participación en el índice: 0.804% (COLCAP) (Canasta Informativa IV trimestre 2018)

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia (BVC)

Beta:0,81

Rango en el último año: COP \$ 3.511,18 - \$ 11.100 (enero-diciembre, 2018)

Apreciación global de la compañía

Localización: Colombia, Panamá, Costa Rica, Nicaragua, El Salvador, Guatemala

Industria: Construcción

Descripción: Es una compañía que produce, distribuye y comercializa cemento, concreto premezclado, agregados, y otros materiales para la construcción.

Productos y servicios:

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

Analistas:

Juan Carlos Restrepo Montoya
Maryori Cardona Gómez

Directora de la investigación de inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de investigación:

Luis Fernando Mondragón Trujillo

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

El precio de la acción de Cemex Latam Holdings (CLH) en el periodo analizado, ver Figura 1, presenta una desvalorización del 74,9% (2018-12; \$3.695,68 -2014-01; \$ 14.700), siendo junio de 2014 donde se presenta el mayor valor del precio de la acción en este periodo, ocasionado por los resultados del primer trimestre y las expectativas del crecimiento del sector de la construcción. Entre tanto, en el segundo semestre de 2014 hasta 2018, presenta una tendencia bajista generado por denuncias de casos de corrupción de ejecutivos.



Figura 1. Comportamiento de la acción de CLH de 2014 a 2018. Fuente BVC y Construcción propia.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

De acuerdo con el modelo construido y el análisis realizado a Cemex Latam Holdings, la recomendación es COMPRAR la acción de la compañía, a pesar de que ésta presenta una tendencia bajista en el precio de la acción. Sin embargo, es una compañía que tiene inversiones diversificadas en varios países lo que le permite mitigar los riesgos e implementar las diferentes estrategias orientadas a un mejor servicio a los clientes, reducción en costos, optimización en la utilización del capital de trabajo, logrando un crecimiento en el EBITDA. Con base en estas condiciones las proyecciones financieras de CLH se estiman favorables para los

próximos años, ver Figura 15 y Figura 16, lo que permitirá el crecimiento del precio de la acción.

TESIS DE LA INVERSIÓN

La compañía Cemex Latam Holdings, en los años 2015 y 2016 se ha dedicado estratégicamente a realizar inversiones para expansión de la capacidad en Colombia, Nicaragua y Costa Rica y disminución en días en cuanto a la rotación del capital de trabajo. Los planes de desarrollo de la compañía para los años 2019 y 2020, buscan mantener niveles de Capex para mantenimiento, hacer ahorros en gastos de funcionamiento e incrementar sus ingresos ya que se espera que la economía mejore en los diferentes países donde tiene presencia. En la Tabla 1 se puede ver los ingresos por país y el porcentaje de participación de cada país.

Tabla 1. Distribución por País y Porcentaje de Participación. Valores en Miles de Dólares. Fuente Estados Financieros Consolidados a Diciembre 2018. Elaboración propia.

Ingresos a Diciembre/2018		
País	Valor	% Part
Colombia	524.330	47,3%
Panamá	221.828	20,0%
Costa Rica	124.780	11,3%
Resto CLCH	237.391	21,4%
Total Ingresos	1.108.329	100,0%

Para el mercado de Colombia, el gobierno tiene un conjunto de proyectos de infraestructura pendientes por terminar, en los cuales se estima una ejecución presupuestal de COP \$40 billones. La estrategia de ejecución de la primera etapa tiene un porcentaje del 40% de avance a finales del 2018, mientras que las demás etapas no llegan a un porcentaje de avance de doble dígito, lo que indica que faltan más de 3 mil kilómetros por construirse, lo que equivale aproximadamente a \$40 billones de pesos. Dadas las situaciones de cada proyecto no se tiene una fecha precisa de terminación. Se espera que al 2020 se tengan 21, de 29 proyectos normalizados. Adicionalmente el gobierno del Presidente Duque por

medio de la ley de financiamiento hace efectiva la reducción de impuestos a las empresas con la finalidad de darle un impulso a la economía del sector.

En Panamá se espera que el PIB de la construcción tenga un crecimiento cercano al 4% para los años 2020 al 2022, ya que es una de las economías con más rápido crecimiento en el mundo, de acuerdo con el Banco Mundial. Para el año 2019 se prevé que la economía tenga un crecimiento del 6%¹, gracias al desempeño del sector de la construcción vial y del sector minero ². Los proyectos que impulsan tal crecimiento son la nueva línea del metro, la ampliación del aeropuerto Tocumen y el Puente del Atlántico. Incluso, se estima que la línea del metro ³ tenga inversiones por encima de los \$2.500 M de USD.

En el caso de Costa Rica³, país que registró un crecimiento en el 2018 de 4,33%, las perspectivas son poco favorables dadas las reformas tributarias que afectarán los costos de los insumos y puede llevar a una desaceleración del sector.

Para los países del resto de la región (Guatemala-Salvador-Nicaragua), y que representan aproximadamente el 21,4% de los ingresos de CLH, el panorama es difuso, dadas las situaciones políticas que se presentan respecto al plan de inversión en infraestructura para los próximos tres años.

El panorama que se presenta conduce a pensar que tanto Colombia como Panamá pueden aumentar la participación de ingresos pasando de una participación en total de ingresos del 67% al 71% en el total de las regiones, siendo las principales impulsadoras de ventas y EBITDA para la compañía.

¹ <https://elcapitalfinanciero.com/fmi-reduce-a-6-0-proyeccion-de-crecimiento-economico-de-panama-en-2019/>

² <https://alnavio.com/noticia/14985/economia/estos-son-los-megaproyectos-que-impulsan-la-economia-de-panama.html>

³ <http://www.monumental.co.cr/2019/01/17/sector-construccion-crecio-un-433-durante-el-ano-2018/>
<http://cfia.or.cr/descargas2019/informes/Perspectivas-2019.pdf>

En este escenario de crecimiento, y teniendo en cuenta los ponderados de estos mercados en la composición de ingresos de CEMEX LATAM HOLDINGS y la proyección del crecimiento del PIB de la construcción en Latinoamérica para los próximos cinco años, el ajuste de la tasa impositiva ponderada, la mejora de los costos de crédito, la innovación en modelos operativos (Cemex Go), su plan estratégico corporativo de obtener grado de inversión, la proyección del ROIC, se considera que la acción de CLH está subvalorada y por eso se recomienda **COMPRAR**.

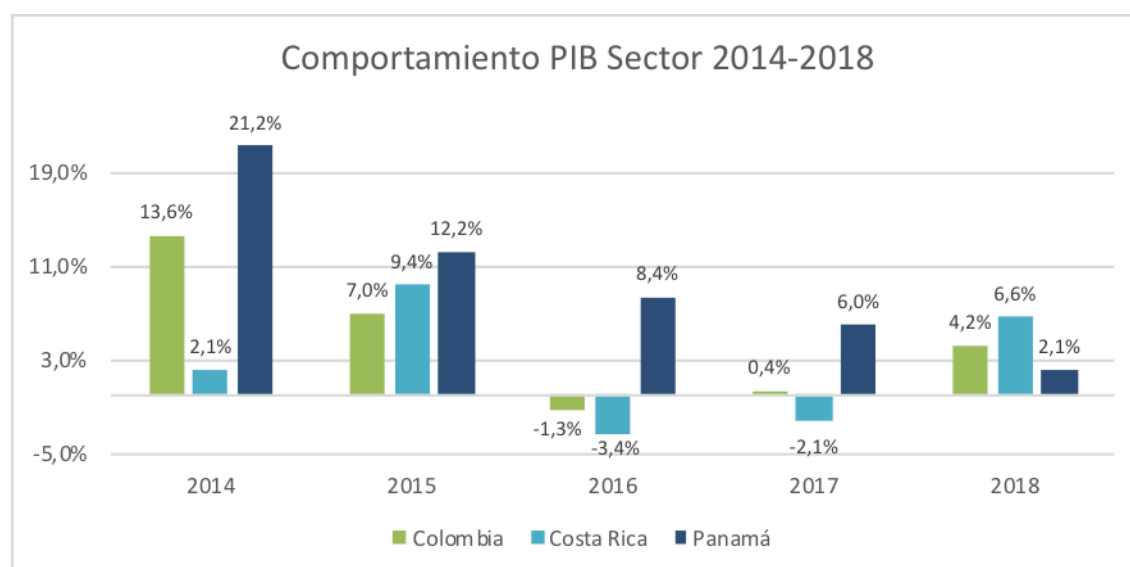


Figura 2. Comportamiento del PIB del sector de Costa Rica, Colombia, Guatemala, Nicaragua, Panamá para los años 2014 y 2018. Elaboración Propia y Tomado de Bloomberg.

VALORACIÓN

El ejercicio de valoración de la compañía se hizo utilizando la metodología de Flujos de Caja Libre Descontado donde refleja la capacidad que tiene CEMEX para generar flujos de caja libre futuros en un periodo de cinco años (2019-2023) ver Tabla 2, tiempo en el cual es posible identificar los escenarios macroeconómicos y el plan de desarrollo de la compañía, proyectando EBITDA, Capital de Trabajo, Capex, Impuestos, WACC, y Valor de Perpetuidad, adicionalmente se tuvieron en cuenta las cifras históricas de los años 2014 al 2018,

para dichas proyecciones. Este cálculo se obtiene descontando los flujos de caja libre futuros al costo de capital (WACC) de cada uno de los años que se están proyectando, a partir del cálculo del costo del capital (K_e) y el costo de la deuda (K_d) en función de la estructura de capital y los supuestos de proyección, logrando obtener el valor de la compañía ver Tabla 3 , teniendo en cuenta en la valoración las proyecciones de factores macroeconómicos de cada país como es el PIB, crecimiento del sector y tasa de cambio, así como estrategias internas de la compañía en gastos de operación, capital de trabajo e inversión en capex.

Tabla 2. Valoración CEMEX por Flujo Descontado de Efectivo. Valores en Miles de Dólares.

Elaboración Propia.

Valoración DCF		2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
EBIT		\$ 136.634,80	\$166.525,87	\$ 187.696,04	\$ 201.800,50	\$214.466,14
Mas Amortizaciones Y Depreciaciones		\$ 75.041,00	\$74.868,50	\$ 74.954,75	\$ 74.911,63	\$74.933,19
EBITDA		\$ 211.675,80	\$241.394,37	\$ 262.650,79	\$ 276.712,13	\$289.399,33
Capex		\$ (44.914,39)	\$(45.560,11)	\$ (46.137,57)	\$ (46.784,03)	\$(47.953,63)
Menos: Impuestos Operativos		\$ (41.074,51)	\$(49.272,43)	\$ (55.536,35)	\$ (59.709,64)	\$(63.457,21)
Cambios en el Capital de Trabajo		\$ 5.776,42	\$6.042,53	\$ 6.042,07	\$ 5.176,29	\$6.511,01
Flujo de Caja Libre		\$ 131.463,32	\$152.604,37	\$ 167.018,93	\$ 175.394,74	\$184.499,50
Crecimiento a Perpetuidad(g)	1,30%					
Flujo de Caja Libre Proyectado		\$ 131.463,32	\$ 152.604,37	\$ 167.018,93	\$ 175.394,74	\$ 184.499,50
WACC		8,4%	8,3%	8,2%	8,2%	8,4%
Factor de Descuento		1,08	1,17	1,27	1,37	1,49
Valor Presente Flujo de Caja Libre al año 0		121.322,61	130.019,63	131.525,54	127.703,35	123.883,52

Tabla 3. Resumen Valoración CHL por DCF. Valores en Miles de Dólares. Elaboración propia.

Concepto	Valor
Valor Terminal	\$2.586.027,61
Múltiplo Ebitda	8,94x
Valor Presente Flujo de Caja Libre	\$634.454,65
Valor Presente del Valor Terminal	\$1.736.406,89
Valor de la Operación	\$2.370.861,54
(+) Inversiones Temporales (Asociadas)	\$0
+ Activos no Operativos	\$1.555.413,00
(+) VP Caja Final	\$0
- Obligaciones Financieras	\$885.107,00
Valor de la Empresa	\$3.041.167,54
Acciones en Circulación	557.079.229
Valor Acción USD	USD 5,5
Valor acción COP(Ultima TRM 2018)	COP 17.700,00

WACC

Tabla 4. Cálculo del WACC para CLH. Elaboración Propia, Tomado de Bloomberg.

Concepto	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tasa Libre Riesgo(Rf)	2,41%	2,69%	1,68%	1,60%	1,42%	1,37%	1,35%
PRM	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
EMBI Ponderado Países	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%
Colombia	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%	1,85%
Panamá	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%	1,30%
Costa rica	3,98%	3,98%	3,98%	3,98%	3,98%	3,98%	3,98%
Resto CLH	3,15%	3,15%	3,15%	3,15%	3,15%	3,15%	3,15%
Beta Desapalancado	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
Tasa de impuestos	30,1%	30,1%	30,1%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%
Deuda/ Activo	29,15%	29,04%	30,52%	30,68%	30,49%	30,35%	30,49%
Deuda / Patrimonio (D/E)	41%	41%	44%	44%	44%	44%	44%
D/E de Mercado(Damondaran)	N/A	N/A	46%	46%	46%	46%	46%
Patrimonio / Activo	70,8%	71,0%	69,5%	69,3%	69,5%	69,7%	69,5%
Beta Apalancado	1,04	1,04	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06
Ke	10,93%	11,20%	10,29%	10,24%	10,04%	9,98%	9,97%
Costo de Deuda antes de impuestos	7,00%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	7,00%
Costo de Deuda después de impuestos (Kd)	4,90%	3,95%	3,95%	3,98%	3,98%	3,98%	4,93%
WACC	9,17%	9,09%	8,36%	8,32%	8,19%	8,16%	8,43%

Empresas comparables

Tabla 5. Valoración por Empresas Comparables. Valores en Millones. Elaboración Propia, Tomado de Bloomberg

Empresa	País	Moneda	Ingresos	EBITDA	Margen EBITDA
CEMARGOS CB	Colombia	COP	\$ 8.417.604	\$ 1.537.090	18,21%
CEMEXCPO MM	México	MXN	\$276.855	\$ 48.993	17,70%
UNACEMC1 PE	Perú	PEN	\$ 3.992	\$ 1.214	30,42%
GCC* MM	México	MXN	\$ 16.989	\$ 4.763	28,04%
CEMENT CI	Chile	CLP	\$262.569	\$ 39.041	14,87%

Múltiplos Empresas Comparables

Al realizar los múltiplos comparables con otras empresas del sector

Tabla 6. Valoración Por Múltiplos Comparables. Elaboración Propia.

Empresa	Price/Sales	Price/Book	Price/Ebitda	EV/EBITDA	Price/ Earnings
CEMARGOS CB Equity	0,86	0,89	4,49	9,72	40,73
CEMEXCPO MM Equity	0,50	0,65	2,84	7,47	13,27
UNACEMC1 PE Equity	1,05	0,98	3,44	7,00	15,78
GCC* MM Equity	1,89	1,69	6,75	8,36	26,31
CEMENT CI Equity	0,84	1,04	5,83	7,89	11,21
CEMEX LATAM HOLDINGS	0,58	0,45	2,19	4,82	5,61
VULCAN MATERIALS	2,97	2,50	11,90	14,53	25,24
MARTIN MARIETTA	2,55	2,18	10,44	13,43	23,03
LAFARGE HOLCIM	0,88	0,80	4,99	8,41	16,08
HEIDELBERGCEMER	0,59	0,63	3,50	6,68	9,27
Mínimo	0,50	0,45	2,19	4,82	5,61
Promedio	1,27	1,18	5,64	8,83	18,65
Máximo	2,97	2,50	11,90	14,53	40,73

Valoración por Múltiplos

Al realizar los múltiplos comparables con otras empresas del sector y al comparar el precio promedio de la acción según la Tabla 6, se encuentra en un rango de

COP 7.329 y COP 15.771, versus el precio de la acción bajo la metodología de Flujos de Caja Libre Descontado que se encuentra en un rango de COP 16.210 y COP 19.704, ver Tabla 8. De acuerdo a lo anterior el precio objetivo de COP 17.700, se encuentra en un 12,2% por encima del límite superior que se calculó a través de múltiplos de los pares del sector.

Valoración por P/S

	MINIMO	PROMEDIO	MAXIMO	Unidades
VENTAS NETAS POR ACCIÓN (USD)	USD 1,95	USD 1,95	USD 1,95	Dólares
VENTAS NETAS POR ACCIÓN (COP)	COP 6.351	COP 6.351	COP 6.351	Pesos Col.
P/S COMPARABLES	0,50	1,27	2,97	
VALOR CEMEX POR P/S (USD)	USD 0,98	USD 2,48	USD 5,80	Dólares
VALOR CEMEX POR P/S (COP)	COP 3.187	COP 15.771	COP 36.863	Pesos Col.

Valoración por P/VL

	MINIMO	PROMEDIO	MAXIMO	Unidades
VALOR EN LIBROS POR ACCIÓN (USD)	USD 2,54	USD 2,54	USD 2,54	Dólares
VALOR EN LIBROS POR ACCIÓN (COP)	COP 8.240	COP 8.240	COP 8.240	Pesos Col.
P/VL COMPARABLES	0,45	1,18	2,50	
VALOR CEMEX POR P/VL (USD)	USD 1,14	USD 3,00	USD 6,34	Dólares
VALOR CEMEX POR P/VL (COP)	COP 3.696	COP 9.739	COP 20.617	Pesos Col.

Valoración por RPG

	MINIMO	PROMEDIO	MAXIMO	Unidades
UTILIDAD POR ACCIÓN (USD)	USD 0,20	USD 0,20	USD 0,20	Dólares
UTILIDAD POR ACCIÓN (COP)	COP 659	COP 659	COP 659	Pesos Col.
RPG COMPARABLES	5,61	18,65	40,73	
VALOR CEMEX POR RPG (USD)	USD 1,14	USD 3,78	USD 8,26	Dólares
VALOR CEMEX POR RPG (COP)	COP 3.696	COP 12.291	COP 26.839	Pesos Col.

Valoración por EV/EBITDA

	MINIMO	PROMEDIO	MAXIMO	Unidades
EBITDA	USD 242.507,00	USD 242.507,00	USD 242.507,00	Miles de Dólares
Valor de La empresa CLH	USD 1.169.666,20	USD 2.141.445,90	USD 3.522.563,61	Miles de Dólares
Valor Deuda Financiera Neta	USD 885.107,00	USD 885.107,00	USD 885.107,00	Miles de Dólares

Valor Patrimonio CEMEX	USD 284.559,20	USD 1.256.338,90	USD 2.637.456,61	Miles de Dólares
Acciones en Circulación	557.079	557.079	557.079	
EV/EBITDA SECTOR	4,82	8,83	14,53	
VALOR CEMEX POR EV/EBITDA (USD)	USD 0,51	USD 2,26	USD 4,73	Dólares
VALOR CEMEX POR EV/EBITDA COP	COP 1.660	COP 7.329	COP 15.386	Pesos Col.

Análisis de Sensibilidad

Análisis de Sensibilidad Valor Acción (COP)

El precio objetivo se complementó, calculando un análisis de sensibilidad que refleje un rango de precios en el cual podría fluctuar la acción de CEMEX. Las variables utilizadas para este análisis son la tasa de crecimiento a perpetuidad (G) y el WACC, sin embargo se puede apreciar que, aunque teniendo un WACC de un 10%, y con un g de menos del 1%, el valor de la acción estaría por encima del valor actual de mercado, así mismo si se tuviera un g del 3% y un WACC del 10%, en el mejor escenario donde el WACC sea del 7,8% y el g en un 3% el valor de la acción lograría llegar a COP 22.010 ver Tabla 7.

Tabla 7. Análisis de Sensibilidad WACC vs g(perpetuidad) para el valor de la acción. Valores en Pesos Colombianos. Elaboración Propia.

WACC/g	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
7,80%	17.574	17.927	18.306	18.714	19.154	19.631	20.149	20.714	21.331	22.010
8,12%	17.125	17.448	17.793	18.163	18.562	18.992	19.456	19.961	20.510	21.110
8,44%	16.713	17.009	17.324	17.662	18.024	18.413	18.833	19.286	19.777	20.312
8,76%	16.332	16.604	16.894	17.203	17.534	17.888	18.268	18.677	19.119	19.598
9,08%	15.980	16.231	16.498	16.782	17.085	17.408	17.754	18.125	18.525	18.956
9,40%	15.653	15.886	16.132	16.394	16.672	16.968	17.285	17.623	17.986	18.376
9,72%	15.349	15.565	15.793	16.035	16.292	16.564	16.854	17.164	17.495	17.850
10,04%	15.066	15.266	15.478	15.703	15.940	16.191	16.458	16.743	17.046	17.370
10,36%	14.800	14.988	15.185	15.393	15.613	15.846	16.092	16.354	16.633	16.930
10,68%	14.552	14.727	14.911	15.105	15.309	15.525	15.754	15.996	16.252	16.525
11,00%	14.318	14.482	14.654	14.835	15.026	15.227	15.439	15.663	15.900	16.152

Análisis de escenarios

Para el ejercicio de valoración se realiza un proceso de simulación usando Risk Simulator. En este caso se tuvieron en cuenta las variables que se muestran en el Anexo de “Variables Simulación” como datos de entrada. Cabe señalar que a

una de estas variables se les asignó una distribución triangular determinando el valor máximo, mínimo y esperado. En la Figura 3 muestra la simulación del valor de la acción y en la Tabla 8 se muestra el resumen de la ejecución de la simulación.

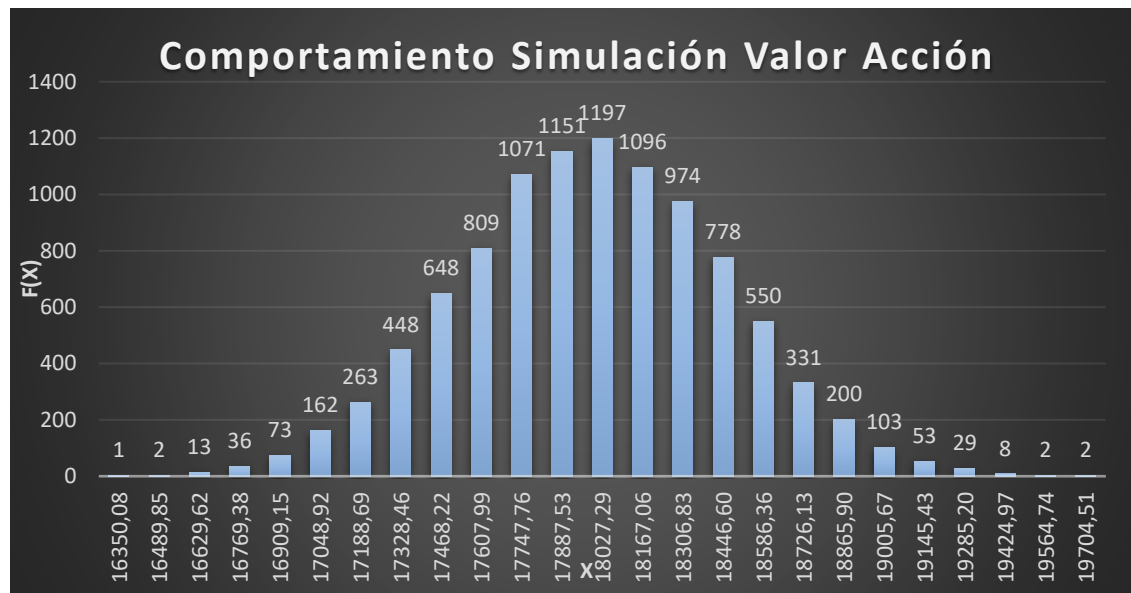


Figura 3. Histograma del Valor de la acción simulada. Elaboración Propia. Valores en Pesos Colombianos.

Tabla 8. Resumen Simulación. Elaboración Propia.

Número de Intentos	10.000
Media	COP 17.924,2
Mediana	COP 17.925,8
Desviación Estándar	COP 459,2
Coefficiente de Variación	0,03
Máximo	19.704,51
Mínimo	16.210,31

Igualmente se realizó un análisis de impacto de variables con un gráfico de tornado(Ver Figura 4 y Tabla 9). En este gráfico se puede apreciar que las variables que mayor impacto tienen sobre la estimación del valor de la acción. Las principales variables que está afectando el precio de la acción es el % costo de las ventas y Gastos de administración y ventas y Gastos de Distribución. Esto brinda un indicio de las estrategias que se deben trabajar durante este periodo para tener una mejor probabilidad rendimiento sobre el precio de la acción.

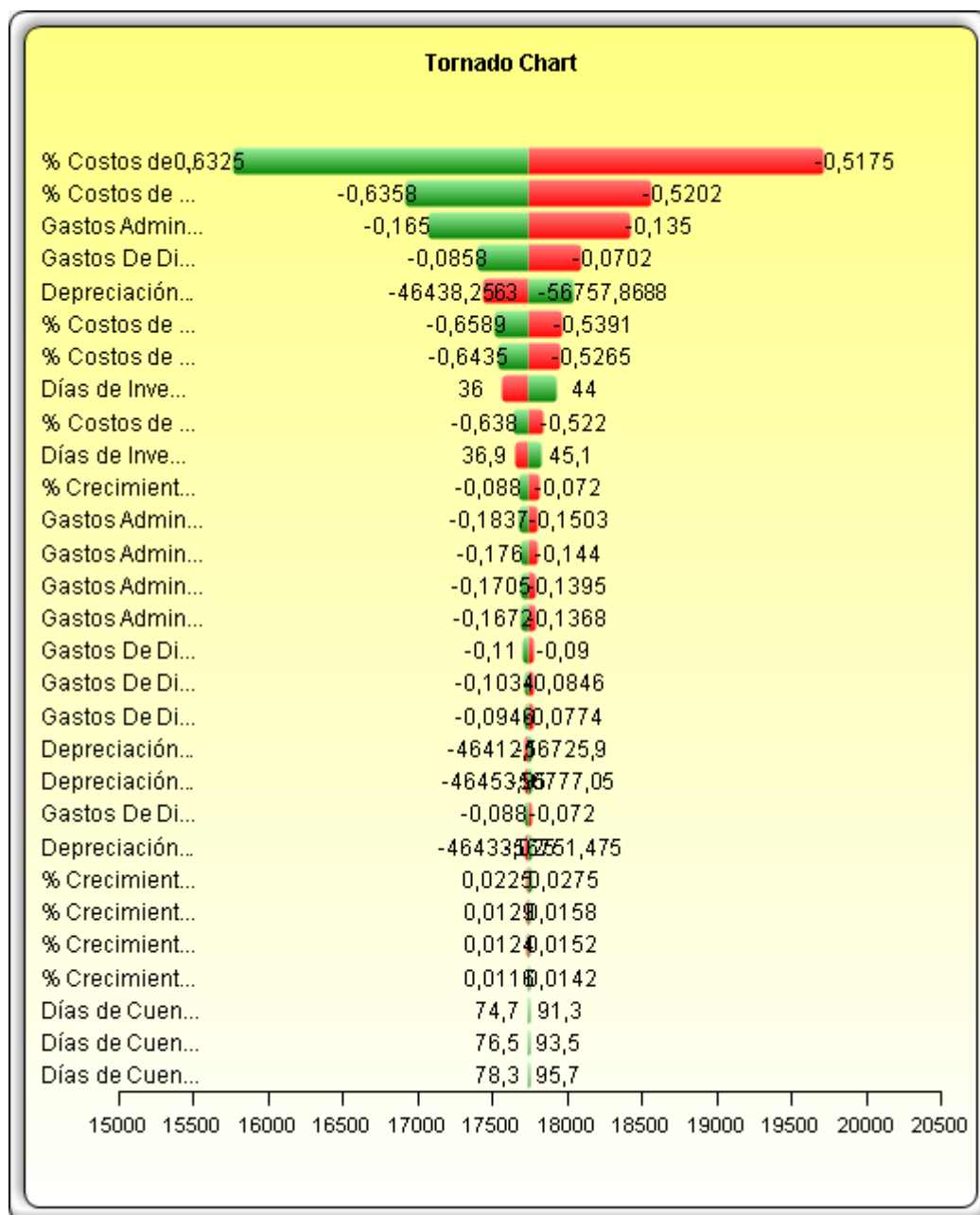


Figura 4. Gráfico de Tornado de Variables. Elaboración propia.

Tabla 9. Variables de alto impacto sobre el precio de la acción de CLH.

Año: Variable	Límite Inferior	Límite Superior	Rango	% Límite Inferior	% Límite Superior	Valor Referencia
2023: % Costos de venta	19.715,6	15.765,9	3.949,6	-51,75%	-63,25%	-57,50%
2022: % Costos de venta	18.564,3	16.917,2	1.647,1	-52,02%	-63,58%	-57,80%
2023: Gastos Administrativos y Ventas	18.417,1	17.064,4	1.352,6	-13,5%	-16,5%	-15,0%
2023: Gastos De Distribución	18.092,4	17.389,1	7.03,36	-7,020%	-8,580%	-7,800%

Crecimiento a Perpetuidad “g”

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

En la estimación del crecimiento a perpetuidad se realizó un estimado de crecimiento ponderado para el periodo 2019-2023 ver Tabla 10 en donde se tuvieron en cuenta las siguientes variables:

- PIB País
- PIB Sector
- Variación tasa de cambio proyectada

A cada una de estas variables por región donde opera CEMEX LATAM HOLDINGS, se le asignó un peso para llegar al promedio ponderado del crecimiento esperado. En el proceso de simulación realizado por el valor de “g” se estableció un rango para tener estimación de rango y no puntual.

Conclusión Valoración

Al tener en cuenta los valores mínimos y máximos (COP 1.660 y COP 36.863) de la valoración por los diferentes múltiplos, los valores promedios esperados (COP 15.771, COP 9.739, COP 12.291, COP 7.329) ver Tabla 6, el análisis de sensibilidad (Min: COP 14.318, promedio: COP 17.085 y Max: COP 20.322) según Tabla 7 y la simulación realizada ver Tabla 8, el (Min: COP 16.210, Promedio: COP 17.924, Max: COP 19.704) se puede indicar que se recomienda comprar la acción de CHL dado su potencial actual de valoración por los diferentes métodos. Para el escenario de valor mínimo de las valoraciones por múltiplos de P/S y EV/EBITDA, el valor calculado del valor de la acción es inferior al valor de la acción que se tuvo al 31 de diciembre del 2018 (-30,0% y -63,5% de variación respectivamente).

Se analizó el IR para los años proyectados y este tiende a normalizarse hacia el 20% del ROIC como se puede apreciar en la Figura 5.

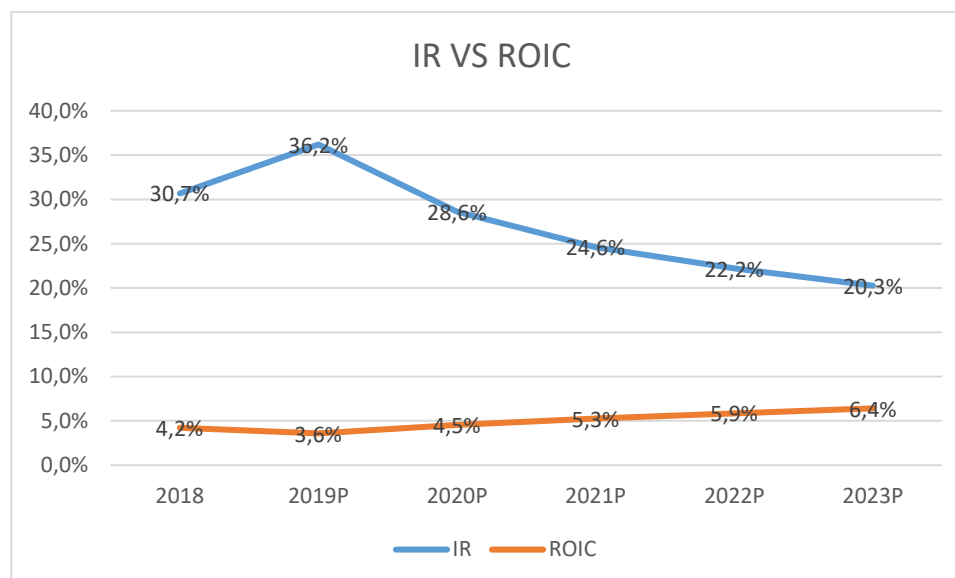


Figura 5. IR vs ROIC. Elaboración Propia

Tabla 10. Modelo Estimación del "g"

País	CONCEPTO	2018	%	2019P	%	2020P	%	2021P	%	2022P	%	2023P	%
COLOMBIA	PIB	2,6%	10%	3,2%	15%	3,3%	15%	3,1%	15%	3,3%	15%	3,4%	15%
COLOMBIA	Crecimiento sector	-3,5%	80%	3,2%	80%	3,2%	80%	3,2%	80%	3,2%	80%	3,2%	80%
COLOMBIA	TASA DE CAMBIO		30%	3,1%	5%	-2,5%	5%	-1,9%	5%	-1,8%	5%	-1,5%	5%
Panamá	PIB	5,6%	60%	6,3%	15%	6,0%	20%	6,0%	15%	6,0%	15%	6,0%	15%
Panamá	Crecimiento sector	3,5%	40%	2,0%	80%	2%	80%	2,0%	80%	2,0%	80%	2,0%	80%
Costa Rica	PIB	2,7%	25%	3,2%	15%	3,0%	15%	3,6%	15%	3,6%	15%	3,6%	15%
Costa Rica	Crecimiento sector	6,6%	70%	1,4%	80%	2,0%	80%	2,0%	80%	2,0%	80%	2,0%	80%
Costa Rica	TASA DE CAMBIO		5%		5%		5%		5%		5%		5%
Resto de CHL	PIB	3,0%	20%	2,0%	15%	2,0%	15%	2,0%	15%	2,0%	15%	2,0%	15%
Resto de CHL	Crecimiento sector	3,5%	20%	2,0%	80%	2,0%	80%	2,0%	80%	2,0%	80%	2,0%	80%
Resto de CHL	Volumen	-14,0%	60%	7,0%	5%	20,0%	5%	20,0%	5%	12,0%	5%	12,0%	5%
	Total Crecimiento Ponderado Proyecto CLH	-8,9%		-8,0%		1,4%		1,4%		1,3%		2,5%	
	Total Crecimiento Ponderado Esperado del Sector	-1,2%		1,2%		1,4%		1,4%		1,3%		1,3%	
	Promedio	1,3%											

La columna %: corresponde al peso que cada concepto tiene por país dentro del modelo de estimación de la "g"

La columna Año: Corresponde al valor que se proyecta para esa variable

Rango de Crecimiento a Perpetuidad "g"	Límite Inferior	Valor Esperado	Valor Superior
Valor Perpetuidad	1,00%	1,30%	1,70%

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

El mercado mundial de cemento, alcanzo un volumen de más 5 mil millones de toneladas en 2018, se estima que tendrá un crecimiento cercano del 3,5% a una tasa compuesta anual, durante 2019-2024. La Industria de cemento en el mercado mundial lo domina China y es el mayor consumidor global, seguido de la India, Estados Unidos, Brasil, Irán, Vietnam, Rusia y Turquía. Algunos de los factores que impulsan el crecimiento del sector es la reactivación de la industria de la construcción, el desarrollo de la infraestructura de cada país y el aumento del poder adquisitivo de los consumidores. El principal determinante en el precio del cemento es el mercado y la demanda, también incide el costo del producto que determinan el límite inferior del precio, a continuación, se presenta los principales competidores de la industria cementera ver Tabla 11.

Tabla 11. Principales competidores de la industria cementera. Tomado de Bloomberg. Elaboración Propia.
Valores en Millones de Dólares

EMPRESA	VULCAN MATERIALS	MARTIN MARIETTA	SUMMIT MATERIALS	LAFARGE HOLCIM	HEIDELBERG CEMER
INGRESOS	USD 4.382,9	USD 4.244,3	USD 2.101,0	USD 27.014,9	USD 15.805,0
EBITDA	USD 1.094,0	USD 1.034,8	USD 371,2	USD 4.763,5	USD 2.646,2
% EBITDA	25,0%	24,4%	17,7%	17,6%	16,7%
% NETO	11,8%	11,1%	1,6%	5,5%	6,3%
VALOR DE MERCADO	USD 13.018,1	USD 10.806,0	USD 1.373,4	USD 23.748,4	USD 9.261,5
VALOR PATRIMONIO	USD 5.202,9	USD 4.949,4	USD 1.342,1	USD 29.559,4	USD 14.709,4
ENTERPRISE VALUE	USD 15.890,4	USD 13.895,5	USD 3.073,2	USD 40.076,7	USD 17.671,4

Cemex Latam Holdings es una compañía dedicada a la fabricación de insumos para la construcción. Es una empresa que pertenece a uno de los sectores claves que impulsan el crecimiento y progreso de las economías por el volumen de mano de obra que emplea, además de contribuir al producto interno bruto de

economías avanzadas y en vía de desarrollo. Adicionalmente, son parte vital para el crecimiento de ciertos sectores económicos como manufactura, inmobiliarias, comercio, carpintería, plomería, electricidad, entre otros.

En Colombia se espera que en el año 2019 se fortalezcan las obras civiles dada la finalización de los gobiernos regionales y locales, y generando mayor ejecución del gasto en infraestructura. Sin embargo, la inversión en edificaciones, exceptuando la vivienda de interés social, se espera una baja ejecución de obras en proceso, ya que en 2018 cayeron 15%. Desde 30 millones de metros cuadrados en ejecución en diciembre de 2017 hasta 25 millones en diciembre de 2018. Además, las licencias de construcción aún no muestran un cambio de tendencia en la iniciación de nuevas viviendas de medio y alto valor, ni en las edificaciones no residenciales.

La industria cementera en Colombia no es regulada, y son pocos los competidores, permitiendo que nazcan carteles cementeros⁴, donde estos son los que fijan los precios del mercado, logrando impactar el comportamiento natural de los mismos.

En Costa Rica se proyecta que la inversión pública se recuperará en 2019, con una tasa de crecimiento de 7,3%, principalmente por la ejecución de obras de infraestructura vial. En particular, el inicio del Proyecto Rehabilitación y Ampliación de la Ruta Nacional N° 32, así como la ejecución de proyectos contemplados en el Programa de Infraestructura de Transporte y la II Etapa de la Red Vial Cantonal, adicionalmente es una industria regulada⁵, lo que favorece el sector, ya que el precio fluctuará de acuerdo a las condiciones naturales del mercado, protegiendo actuaciones no siempre honestas de los competidores frente a posiciones de dominio y comportamientos desleales.

⁴ CLH en el 2017 le aplicaron multas por cartelización. Ver Los estados financieros del año 2017, Nota 5.

⁵ <https://presidencia.go.cr/wp-content/uploads/2017/09/REVELAR-EL-EXPEDIENTE-DEL-CEMENTO-CONFERENCIA-PRENSA-MEIC-4Set17.pdf>

Panamá es uno de los países que ha tenido mayor crecimiento económico en Latinoamérica en los últimos años, por su atracción de inversión extranjera. Se espera que para el 2019 crezca 6,8%, impulsada principalmente por el sector de la construcción asociada con los desarrollos de infraestructura y la apertura de la mina de cobre “Panamá”⁶.

Producción en Colombia

En 2018 se produjeron 153.399 toneladas más de cemento gris con respecto a 2017, representando un crecimiento del 1,2%. Así mismo, los despachos aumentaron un 0,2% ver Figura 6.

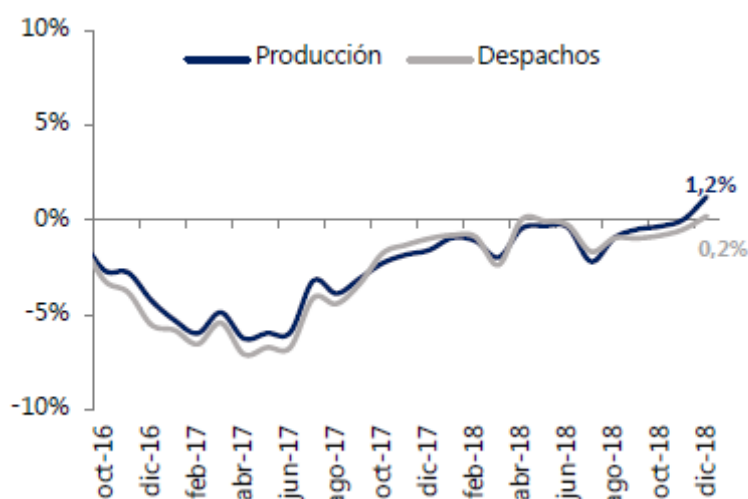


Figura 6. Producción y despachos de cemento Gris. Tomado de Camacol <https://camacol.co/>.

El índice de confianza comercial (ICCO) para el mes de diciembre de 2018 fue de 29,3%, lo que representa un aumento de 1,3 puntos básicos, con respecto a noviembre. La mejora está generada por la percepción de la situación económica actual de las empresas o negocios (48,5%) y las expectativas de situación económica para el próximo semestre (45,0%). Adicionalmente el PIB de la construcción de edificaciones creció 1% en 2018, regresando a niveles positivos, después de la contracción del 5,2% en 2017. Este resultado muestra que el sector está entrando en una fase de recuperación, con expectativas positivas.

⁶ Mina de Cobre Panamá, es una de las minas de cobre más grande del mundo y es operada por First Quantum Minerals LTD.

Ello obedece a la continuación de la ejecución de obras de infraestructura 4G y el posible impacto positivo de la Ley de Financiamiento, la cual pretende disminuir la carga impositiva a las empresas buscando generar mayores recursos para crear empleo, incentivar la inversión privada, impulsar la actividad económica y promover mayor equidad tributaria.

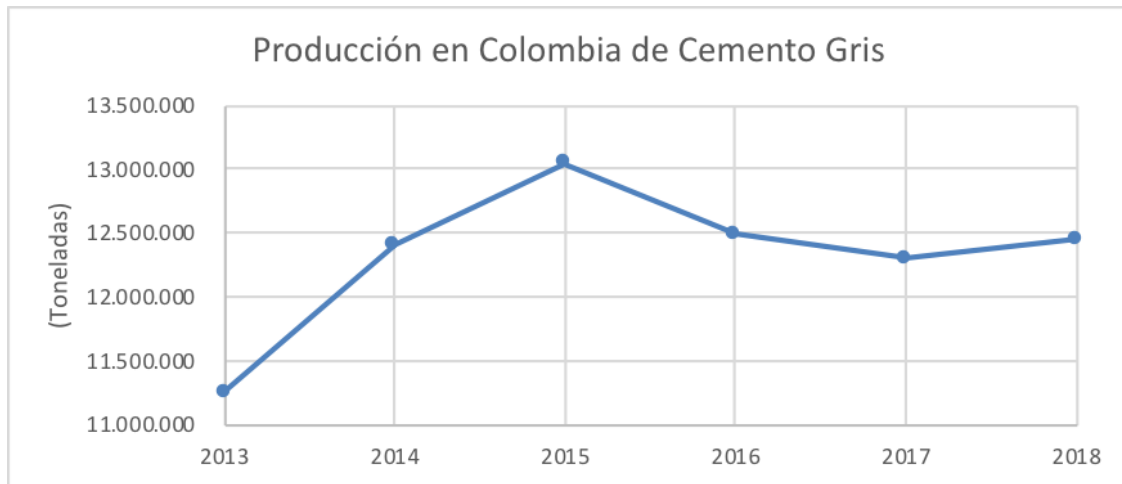


Figura 7. Producción en Colombia de Cemento Gris. Fuente DANE y elaboración propia.

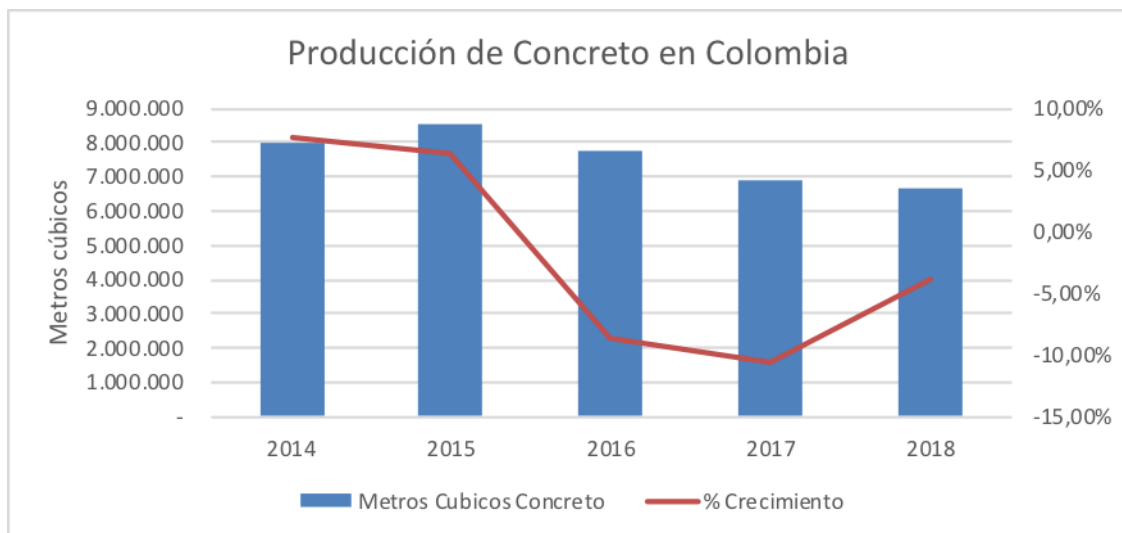


Figura 8. Producción en Colombia de Concreto. Fuente DANE y elaboración propia.

Entre los principales competidores en este mercado se encuentran:

- Argos
- Cemex
- Holcim

Producción Costa Rica

La industria de la construcción creció en 2018 el 5,7% comparado con 2017. La razón de tal indicador se encuentra en el desempeño de la construcción con destino privado del 9%, generado por la mayor edificación de proyectos no residenciales y compensando la caída de la construcción con destino público (-10,7 %), ocasionado por la contracción de las obras con destino público, asociada básicamente a la finalización de la construcción de infraestructura educativa y de la Terminal de Contenedores de Moín⁷.

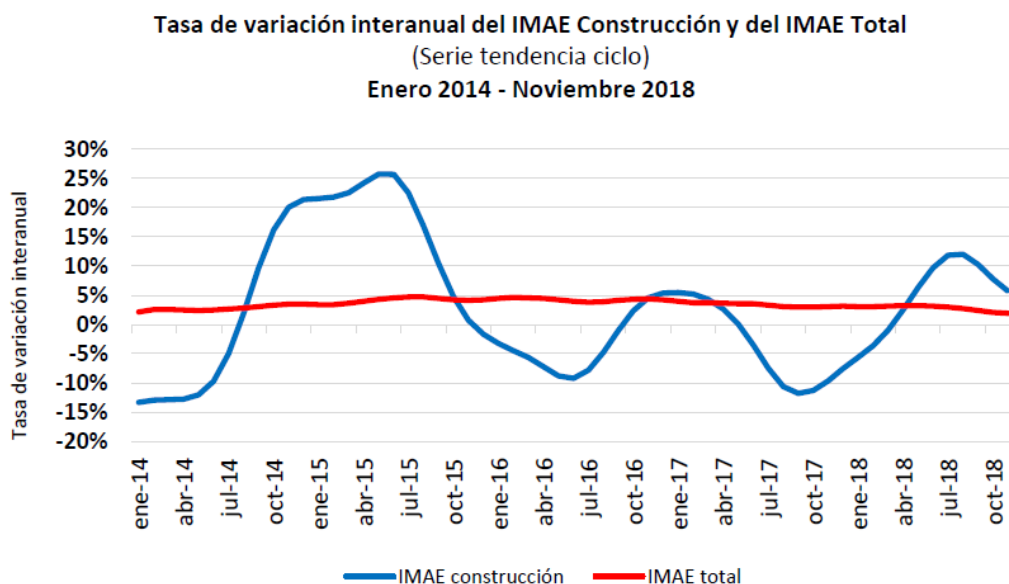


Figura 9. Tasa de Variación interanual del IMAE (Índice Mensual de Actividad Económica) de construcción. Tomado de Cámara Costarricense de la Construcción.

Los principales competidores en este mercado están:

- Cemex
- Holcim
- Cementos Fortaleza (nuevo competidor desde el 2018)

⁷ “Terminal de Contenedores de Moín es el mayor proyecto de infraestructura de la historia de Costa Rica, y pretende ayudar a la creciente industria de las exportaciones agrícolas del país, así como también a su activo sector manufacturero”. Tomado de : <http://logisticsportal.iadb.org/node/2428>

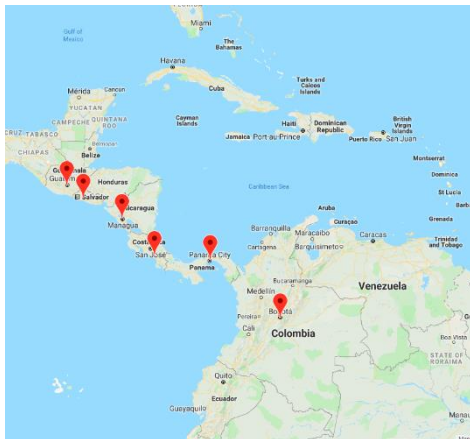
Producción Panamá

El sector construcción presentó un incremento anual de 3.2% por efecto de la ejecución de inversiones públicas y privadas en obras de ingeniería civil y proyectos, que comprenden entre otros: proyectos mineros y portuarios; así como las inversiones realizadas en la línea 2 del Metro de Panamá y la ampliación y rehabilitación de infraestructuras viales.

Las principales empresas en este mercado panameño son:

- Cemex Panamá
- Argos
- Moctezuma

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA



Historia, localización e infraestructura.

“CEMEX Latam Holdings, S.A. (“CEMEX Latam Holdings”) se organizó y constituyó en España como una sociedad anónima a término indefinido el 17 de abril de 2012 y sus acciones fueron admitidas a negociación efectiva en la Bolsa de Valores de Colombia con fecha 16 de noviembre de 2012.

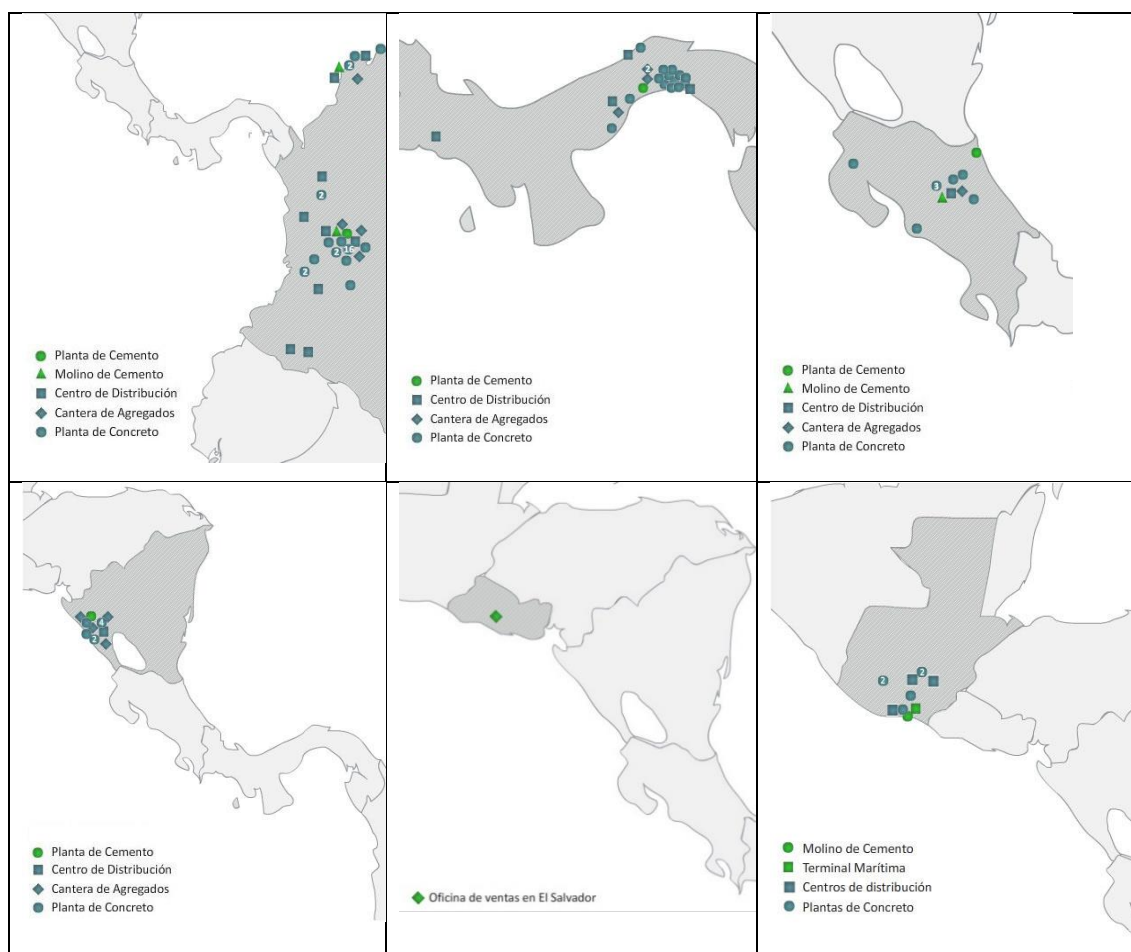
CEMEX Latam Holdings es una tenedora de participaciones que opera sus negocios de cemento, concreto premezclado, agregados y demás negocios a través de sus subordinadas directas e indirectas.”⁸

En el 2018 CLH tiene una capacidad de producción de 7.6 millones de toneladas métricas de cemento, cuenta con 15 canteras de agregados, 78 plantas de concreto y reporta 4.067 empleados.

⁸ Tomado de <http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/EstructuraCorporativa.pdf>

Tabla 12. Ubicación de CLH en Latinoamérica. Tomado de

<http://www.cemexlatam.com/ES/AcercaNosotros/Colombia.aspx>. Elaboración Propia.



Compañías Subordinadas

Cemex Latam Holdings está conformado por un grupo de empresas subordinadas, donde ejerce el control. A continuación, se detallan las compañías subordinadas con su porcentaje de participación.

Tabla 13. Compañías Subordinadas. Valores en Miles de Pesos. Elaboración propia a cierre de diciembre 2018.

Empresa	Participación	Activos	Pasivos	Ingresos
Lomas del Templisque S.R.L	99,2%	1.509.363.196	350.591.268	723.452.133
Cemex Soluciones S.A.S	100%	29.462.981	34.551.377	28.456.917
Cemex energy S.A.S E.S.P	100%	38.248.728	12.194.316	50.929.646
Zona Franca Especial Cementera del Magdalena Medio S.A.S. 2	100%	265.687.935	194.562.983	14.233
Cemex Administraciones Ltda	99%	13.090.484	7.867.361	7.120.257
Cemex Transportes de Colombia S.A.	94%	51.963.619	37.659.884	91.651.925
Central de Mezclas S.A.	91%	27.190.584	108.390	-
Cemex Premezclados de Colombia	46%	16.455.562	14.427.735	68.218.986
Qualion Asesores de Seguros Limitada	40%	404.374	57.806	188.899
		1.951.867.463	652.021.120	970.032.996

Equipo Directivo

Tabla 14. Equipo Directivo. Fuente <http://www.cemexlatam.com>. Elaboración propia.

Nombres	Cargo
Jaime Muguero	Presidente del Consejo de Administración de CEMEX Latam Holdings Presidente de CEMEX Centro, Sudamérica y el Caribe

Eugenio Bernardo K. Barquet Becerra	Consejero General CLH
Alejandro Ramírez	Presidente de CEMEX Colombia
Andrés Jiménez	Director de CEMEX Panamá
Enrique A. García Morelos Zaragoza	Director de CEMEX Costa Rica
Yuri de Los Santos	Director de CEMEX Nicaragua, Guatemala & El Salvador

FODA

Fortalezas	Oportunidades
• Líder en materiales para la construcción. • Pertenece a un grupo económico que tiene presencia en más de 50 países, lo cual le permite generar sinergias a nivel mundial. • El desarrollo del ecosistema digital le permite la gestión desde la contratación de servicio hasta la entrega de pedido (end to end). • Modelo de distribución que permite cercanía con el cliente. • Estrategia corporativa de innovación a través de nuevos negocios/nuevos modelos.	• Desarrollar la generación de energía verde en diferentes países. • Continuación en el desarrollo de los proyectos de las 4G, Metro de Bogotá, crecimiento proyectado de la industria de construcción de Panamá y la tercera línea del metro de Panamá. • Establecer estrategias de cobertura cambiaria. • Estar en un mercado oligopólico donde se generan barreras de entrada para otros competidores.
Debilidades	Amenazas
• La situación actual reputacional que enfrenta la compañía. • Falta del desarrollo de compañías del grupo que abarquen toda la cadena de suministro de la industria de la construcción.	• Fortalecimiento de los competidores en los mercados en los que opera la compañía. • Cambios en la regulación tributaria, arancelaria de cada país. • Disminución de la participación del "Market Share" de la región. • El FMI indica una disminución en su proyección de crecimiento económico mundial para los próximos años dejándolas un 0,3%

	por debajo del crecimiento del último año. Guerra comercial entre Estados Unidos y China, afectan las economías de los países donde opera CEMEX LATAM HOLDINGS.
--	--

Portafolio de productos, servicios y soluciones

El portafolio de soluciones de CLH está dirigido a los segmentos de vivienda, infraestructura y comercial, donde se abastecen del portafolio de productos de CLH que consisten en cemento, concreto premezclado, agregados y mortero hechos a la medida para diferentes aplicaciones. Adicionalmente, tiene un segmento de Ferreterías de “Construrama”, el cual cuenta con más de 2700 puntos de ventas distribuidos en Guatemala, Costa Rica, El Salvador, Nicaragua y Panamá⁹ con el que puede llegar de manera directa a diferentes tipos de consumidores, cubriendo así un espectro amplio de segmentos de consumo de los productos del portafolio.

Estrategia

La estrategia se basa en el lineamiento corporativo de “Stronger Cemex” y en “Cemex Go”. La primera busca obtener grado de inversión, que en el 2018 se encuentra en BB-¹⁰, por medio de los siguientes tres frentes al finalizar 2020.

- Ahorro de costos: En el proyecto de Stronger Cemex se busca realizar ahorros en toda la corporación de USD 230 M. Uno de los proyectos que componen esta estrategia de ahorro de costos es “CEMEX GO”.
- Optimización de Portafolio: La corporación está revisando el conjunto de activos y se pretende vender de USD 1.5 Billones a USD 2.0 Billones.

⁹ También se tiene tiendas Construrama en México.

¹⁰ <https://www.valoraanalitik.com/2019/03/14/fitch-mejoro-calificacion-de-cemex-latam-holdings/>

- Disminuir el nivel de apalancamiento: Con el flujo de efectivo generado en la venta de los activos (optimización de portafolio) y la generación de recursos propios se busca disminuir el nivel de apalancamiento a menos de 3x.

En el frente de CEMEX GO, la estrategia de transformación digital del proceso de punta a punta para todos los segmentos se hace por medio de su plataforma CEMEX GO, la cual ya se encuentra implementada y desplegada en un 50 por ciento, buscando bajar los costos operativos y administrativos. Esta estrategia aplica para todas las locaciones de Cemex en el mundo, incluyendo Colombia.

Desarrollos Recientes

La empresa Cemex Latam Holdings en su proceso de transformación digital lanzó en el 2018 “Cemex Go” estrategia que busca la optimización de costos y gastos administrativos. Igualmente, con la estrategia de “Cemex Ventures” que hace parte del Corporativo se encuentra desarrollando inversiones en compañías (Startup) que están aportando nuevas formas/ servicios a la industria de la construcción. En las últimas adquisiciones están:

- Inversión en “Concrete Sensors”; compañía que busca acelerar los tiempos de la obra por medio de monitoreo preciso de diversas variables relacionadas.
- Inversión “PRYSMEX”; basado en la estrategia corporativa de Cero Accidentes. CLH invierte en esta compañía que ofrece un modelo de detección y prevención de accidentes laborales.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Cemex Latam Holdings de 2014 a 2018 ha presentado un decrecimiento interanual (TACC) en los ingresos del 10,5%, generado principalmente como resultado de la caída en volumen del 5,8% y precio del 4,9%.

A nivel de regiones, Colombia presenta un decrecimiento interanual de los ingresos operacionales del 14,8%, generado por un consumo débil de cemento

y la disminución en precios de venta por dinámica competitiva. Panamá disminuye interanual 8,4%, por menores volúmenes, menor dinámica en permisos de construcción, menor ritmo en ejecución de proyectos y débil demanda de cemento (2018 comparado con 2017 cayó un 18% la demanda de cemento en términos de volumen). Costa Rica cae interanual 4,9%, impactado por la baja dinámica del sector en el año 2016. Sin embargo, el resto de los años presenta crecimientos en volumen, y en el año 2018 se prepararon para la entrada de un nuevo competidor (Cementos Fortaleza), previendo una posible pérdida de mercado.

En cuanto al EBITDA se presenta un decrecimiento interanual de 2014 a 2018 del 19,5%(TACC¹¹), generado por la caída en los ingresos operacionales, impactando la absorción de costos y gastos fijos. Cabe tener en cuenta que los aumentan por mayores gastos de distribución, aumento en el costo de combustibles, fletes, energía.

Tabla 15. Flujo Caja Libre. Tomado de información de estados de situación financiera. Valores en Millones de Dólares. Elaboración Propia.

Concepto	Valor					% Variación			
	2014	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Ingresos	1.725	1.427	1.315	1.206	1.108	-17%	-8%	-8%	-8%
Margen EBITDA	33,5%	31,5%	32,2%	26,0%	21,9%	N/A	N/A	N/A	N/A
Flujo de operación (EBITDA)	577	450	424	314	243	-22%	-6%	-26%	-23%
Gasto financiero neto	90	74	64	63	59	-18%	-14%	-2%	-6%
Inversiones en activo fijo de mantenimiento	63	52	56	50	44	-17%	8%	-11%	-12%
Inversiones en capital de trabajo	64	-44	-38	18	-5	-169%	-14%	-147%	-128%
Impuestos	110	107	100	100	58	-3%	-7%	0%	-42%
Otros gastos (netos)	-2	12	5	4	31	-700%	-58%	-20%	675%
Flujo de efectivo libre operaciones discontinuas	N/A	N/A	N/A	3	2	N/A	N/A	N/A	-33%
Flujo de efectivo libre Después de inv. en activo fijo de Mantenimiento	252	249	237	76	54	-1%	-5%	-68%	-29%
Inversiones en activo fijo estratégico	80	144	140	30	1	N/A	N/A	N/A	N/A
Flujo de Efectivo Libre	172	105	97	46	53	-39%	-8%	-53%	15%

¹¹ https://es.wikipedia.org/wbiki/Tasa_de_crecimiento_anual_compuesto

Análisis del Accionista

Las acciones de Cemex Latam Holdings se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia desde el 2012, siendo su principal accionista Cemex España S.A., con el 73,2% de participación, fondos de pensiones y cesantías en Colombia el 9,75%, fondos de inversión extranjera el 8,16%. A continuación, se presenta la composición detallada de los accionistas al cierre de diciembre 31 de 2018.

Principales Accionistas

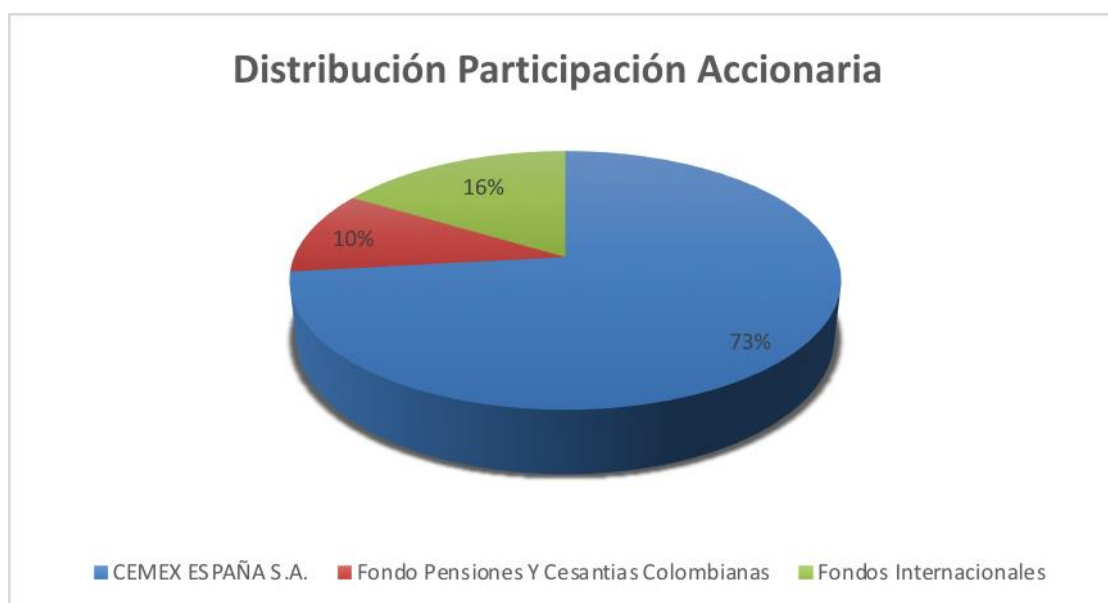


Figura 10. Distribución Accionaria. Tomado de

<http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/Accionistas.aspx>.

Tabla 16. Principales accionistas CLH. Elaboración propia. Tomado de

<http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/Accionistas.aspx>.

Accionistas	Número de acciones poseídas	% Participación
CEMEX ESPAÑA S.A.	407.890.342	73,22%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PORVENIR MODERADO	21.064.552	3,78%

FDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCIÓN MODERADO	17.596.061	3,16%
NORGES BANK-CB NEW YORK	13.302.569	2,39%
FONDO BURSATIL ISHARES COLCAP	6.959.475	1,25%
INVERSIONES ODISEA	6.059.041	1,09%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS COLFONDOS MODERADO	5.900.179	1,06%
BANCARD INTERNATIONAL INVESTMENT INC	4.330.666	0,78%
OLD MUTUAL FONDO DE PENS. OBLIGATORIAS - MODERADO	3.766.068	0,68%
FONDO BURSATIL HORIZONS COLOMBIA SELECT DE S&P	3.092.647	0,56%
VANGUARD EMERGING MARKETS STOCK INDEX FUND	2.714.977	0,49%
CARMIGNAC PORTFOLIO EMERGING DISCOVERY	2.269.969	0,41%
ALLIANCEBERNSTEIN NEXT 50 EMERGING MARKETS (MASTER	2.056.300	0,37%
VANGUARD TOTAL INTERNATIONAL STOCK INDEX FUND	1.993.598	0,36%
MFS INTERNATIONAL NEW DISCOVERY FUND	1.901.177	0,34%
FONDO DE CESANTIAS PROTECCION- LARGO PLAZO	1.874.006	0,34%
FONDO DE CESANTÍAS PORVENIR	1.844.632	0,33%
FONDO PENSIONES OBLIGATORIAS PORVENIR CONSERVADOR	1.574.244	0,28%
SBS SEGUROS COLOMBIA S.A.	1.546.000	0,28%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCIÓN RETIRO	1.329.266	0,24%
Otros accionistas con menor participación	48.013.460	8,62%
TOTAL ACCIONES EN CIRCULACIÓN	557.079.229	100%

Tomado de: <http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/Accionistas.aspx>, elaboración propia.

Igualmente, se presenta la estructura corporativa debido a la venta de “Cemento Vencemos Do Amazonas Ltda”, sociedad ubicada en Brasil.

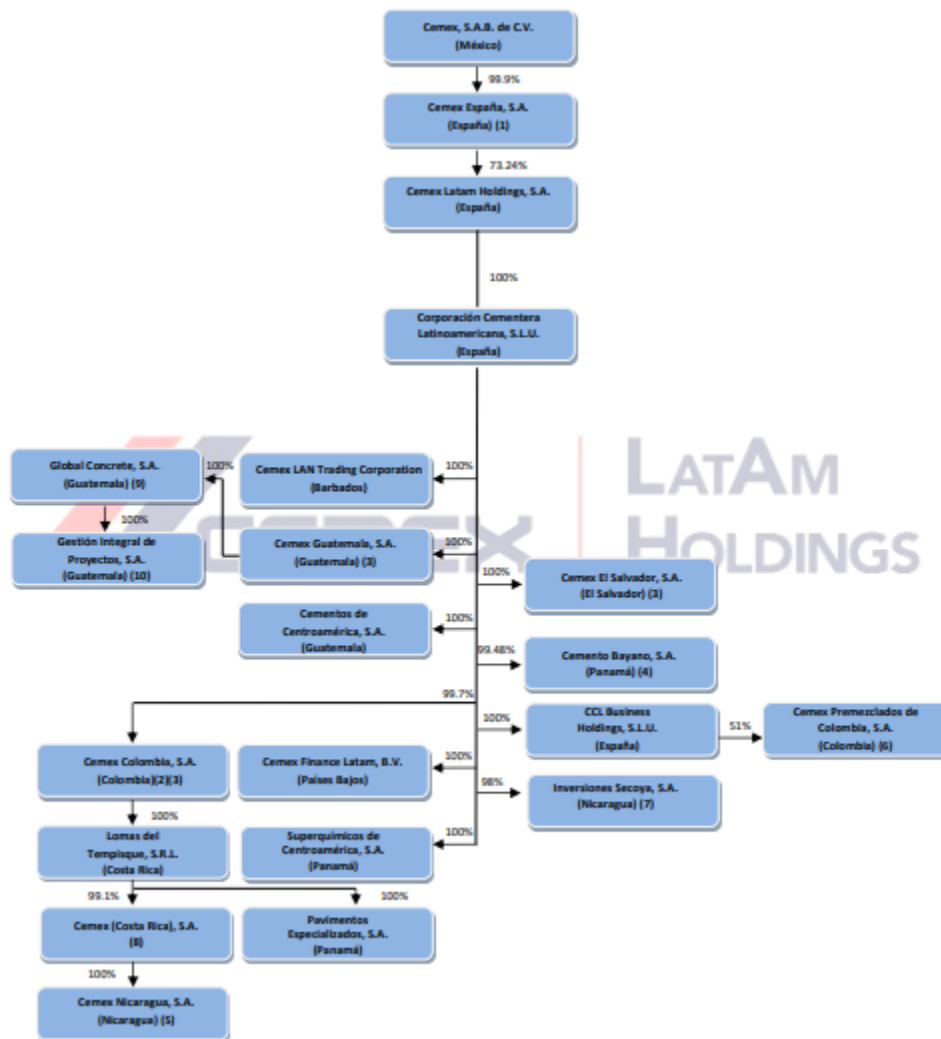


Figura 11. Estructura Corporativa Cemex al 30 de septiembre del 2018. Tomado de <http://www.cemexlatam.com/>.

Liquidez Accionaria

Al pertenecer al índice COLCAP, la acción de CLH es una de las 25 más líquidas del mercado accionario colombiano. Durante el año 2018 el promedio de acciones negociadas diarias fue de 289.107, para un volumen promedio anual de COP\$2.147.527.226. Para 2018 la acción de CLH tuvo la siguiente participación en la canasta del COLCAP:

Tabla 17. Composición de la Canasta del COLCAP. Tomado de la BVC. Elaboración Propia.

CANASTA 41	CANASTA 42	CANASTA 43	CANASTA 44
Feb. - Abr. 2018	May. - Jul. 2018	Ago. - Oct. 2018	Nov. 2018 - Ene.2019
1,681%	1,287%	1,106%	0,804%

En el último periodo se puede apreciar una disminución en la participación en el COLCAP, lo que se debe en parte a las denuncias de casos de corrupción de ejecutivos, donde se encontraron irregularidades en la compra del terreno en Maceo (Antioquia).

Libre Flotación

A diciembre 31 del 2019 557.07 millones de acciones, de las cuales el flotante se calculaba en 149.189 millones de acciones, para un porcentaje de 26,78%.

Política de Dividendos

CEMEX Latam Holdings tiene establecida la no distribución de dividendos como política.

RIESGOS DE INVERSIÓN

Los riesgos de Cemex Latam Holdings surgen por el cambio potencial en el valor de activos, pasivos, tasas de interés, tipos de cambio de monedas, incursión en nuevos negocios, legales, impositivos y cambio en formulación de productos. Cemex Latam Holdings administra los riesgos de acuerdo con los lineamientos emitidos por el consejo de administración, los cuales representan el marco de administración de riesgos y que son supervisados por distintos comités que establecen políticas específicas que determinan estrategias orientada a mitigar los riesgos.

Riesgo de Mercado

CEMEX LATAM HOLDINGS en los mercados en los que comercializa los productos son altamente competidos y cuentan con la participación de compañías establecidas, nuevos competidores e importaciones.

Algunas medidas de mitigación son:

- Continuar con la implementación y la mejora de la estrategia comercial enfocada en el cliente, actuando en detalle para obtener beneficios a mayor escala.
- Focalizar las inversiones en los mercados estratégicos, siguiendo un proceso metódico que busque maximizar los ingresos a largo plazo.
- Promover la mejora regulatoria para incrementar la industrialización y la protección del consumidor.

La llegada de modelos de comercialización y distribución descentralizados han cambiado las expectativas de los mercados. Es conocido cómo las aplicaciones móviles están dominando las tendencias comerciales y cómo la desmaterialización del punto de venta avanza de manera acelerada.

Las medidas de mitigación están enfocadas en liderar la digitalización de la industria:

- Apoyados en la tecnología con el fin de ofrecer soluciones innovadoras para los clientes y participar en su cadena de valor.
- Liderando la evolución digital de la industria al implementar CEMEX GO y otras plataformas transaccionales.
- Apoyándose y desarrollando mejoras tecnológicas en productos y procesos productivos para maximizar las eficiencias con planes de excelencia operativa.

Riesgo de Liquidez y Tasas de Cambio

El riesgo de liquidez es aquel donde la Compañía no logra generar suficientes recursos para cubrir sus obligaciones de corto plazo. La empresa cubre sus necesidades de liquidez para operaciones, servicio de la deuda, inversiones de

capital y adquisiciones principalmente a través de los recursos generados por sus operaciones. En el 2018 el activo corriente se excedió al pasivo corriente en USD 14.614, y para disminuir el riesgo de Liquidez se renegoció en el 2018 la deuda con Cementos Bayano y renovó su línea crédito con Cemex España con un vencimiento a dos años.

La empresa tiene obligaciones que están madurando en los próximos años (2019-2023). El cumplimiento depende de la generación de EBITDA y otros indicadores que pueden ser afectados por factores externos, especialmente por la variación cambiaria, las condiciones financieras de los países y los mercados de capital. Además, se cuenta con acuerdos e instrumentos de deuda con algunas restricciones y condiciones contractuales que se deben cumplir.

A pesar de ser factores exógenos los que afectan a este riesgo, se trabaja en mitigarlos con un estricto control de los factores que puede gestionar la empresa:

- Disminución de la exposición financiera mediante el uso de instrumentos de cobertura a variaciones cambiarias, créditos y posibles eventos fortuitos.
- Implementando el cauto manejo de las carteras de cobro, el uso de comités de crédito y el análisis riguroso de las condiciones crediticias de los clientes.

Riesgo de Tasa de Interés

El riesgo de tasa de interés es aquel donde el valor razonable o los flujos de efectivo futuros de un instrumento financiero, fluctúan por cambios en las tasas de interés de mercado, los cuales solo afectan los resultados si la deuda a largo plazo en tasa fija se reconoce a valor razonable. La deuda de largo plazo en tasa fija se reconoce a su costo amortizado y, por lo tanto, no está sujeta a riesgo de tasa de interés. La exposición a cambios en las tasas de interés de mercado refiere básicamente a la deuda de largo plazo en tasa variable.

CEMEX Latam administra este riesgo balanceando su exposición a tasas de interés fijas y variables. En adición, cuando la tasa fija de una deuda se ha quedado relativamente alta en comparación a las tasas actuales, CEMEX Latam renegocia los términos o recompra la deuda, en la medida en que el valor presente neto de los beneficios futuros esperados por la reducción de tasa de interés, sea mayor que los incentivos que se tuvieron que pagar en la renegociación o recompra¹².

Riesgo Legal o de Regulación

La compañía está expuesta a riesgos legales, políticos, tributarios y son mitigados con el cumplimiento de las normas, monitoreo del entorno con el fin de identificar los cambios regulatorios en los países donde opera, participación activa con el Estado para la construcción de nuevas políticas públicas.

La actividad comercial y productiva que desarrolla la compañía está sujeta a las leyes y regulaciones. Cualquier modificación en éstas o el atraso de su análisis y adaptación crea riesgos u oportunidades que deben ser mitigados o capitalizados con celeridad. El riesgo de sanciones, compensaciones y pasivos hacen necesario mantener un estricto seguimiento sobre el ambiente regulatorio y velar por su continuo cumplimiento.

Medidas de mitigación:

- ✓ Mejorar el escrutinio con una supervisión regional.
- ✓ Implementar programas de capacitación y reforzar la aplicación de normas internacionales sobre ética, gobierno interno, corrupción, reportes financieros y la protección de la información y propiedad intelectual.
- ✓ Reforzar la posición y la supervisión de los procesos que realizan el Oficial de Cumplimiento y el departamento de Auditoría Interna.

¹² Tomado de: <http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/2018/reporte-integrado-2018.pdf>

- ✓ Monitoreo constante de las licencias y los permisos, así como la auditoría de su cumplimiento.
- ✓ Debido a lo sucedido en Maceo, el Código de Ética y Buen gobierno fue actualizado en el 2018 desde Cemex Corporativo

Riesgo Operativo

En CEMEX LATAM HOLDINGS el riesgo operativo es gestionado por los líderes de operación y las áreas de apoyo que garantiza la continuidad de las unidades operativas, incluyendo jurídico, gestión ambiental, responsabilidad social, seguridad patrimonial, entre otros.

Las operaciones de la compañía, dados sus procesos productivos, consumen energía, combustibles, materias primas, recursos naturales y repuestos para mantenimiento. La exposición ante la variación de cualquiera de estos suministros es de interés y el esfuerzo por incrementar el uso de combustibles alternos y reducir el consumo de agua, han sido temas desafiantes que se mitigan mediante la búsqueda constante de fuentes alternas de materias primas, esquemas para reducir la volatilidad en el abastecimiento y mejoras en la producción. Algunas de estas estrategias son:

- Planta de energía solar de CLH en Colombia (Caracolito).
- Uso de combustibles alternativos en Costa Rica (Biomasa y Sludge).

Algunas medidas de mitigación son:

- ✓ Mantener las reservas óptimas de materiales críticos protegiendo el capital de trabajo de la compañía.
- ✓ Utilizar coberturas de materias primas que permitan disminuir la exposición a la volatilidad de costos.
- ✓ Utilizar esquemas de contratación y búsqueda de nuevos proveedores y reducir dependencia de los proveedores.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Para realizar las proyecciones financieras de Cemex Latam Holdings se partió de las cifras históricas de las regiones donde la compañía tiene operación (Colombia, Panamá, Costa Rica, Guatemala, El Salvador, Honduras- estas tres últimas conocidas como Resto de CLH) y se realizó un análisis de las variables que afectan los macro-inductores de valor (ROA y Flujo de Caja Libre).

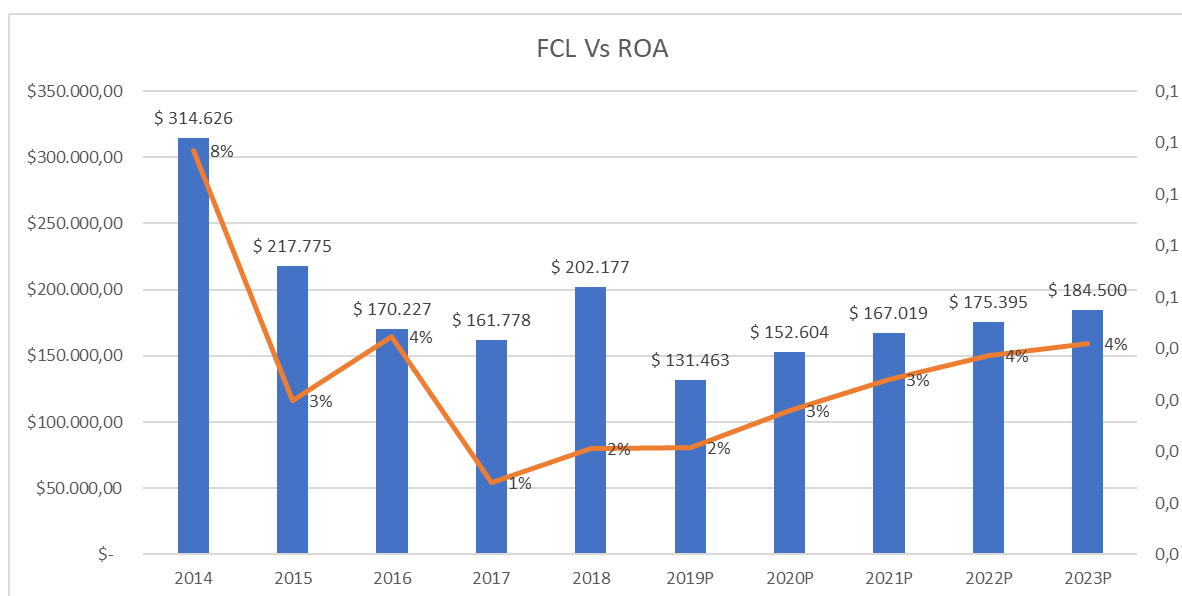


Figura 12. FCL Vs ROA para CLH Histórico y Proyectado. Elaboración Propia.

Supuestos de Operación

Ventas estimadas

Para el crecimiento proyectado de las ventas se planteó establecer una correlación entre el PIB, PIB sector y la tasa de cambio para cada una de las regiones con el fin de determinar el ponderado posible de crecimiento. También, se analizó el comportamiento de producción de toneladas de cemento versus el precio con el objetivo de proyectar un posible crecimiento o decrecimiento en la Participación de Mercado. Adicionalmente, se tomaron en cuenta las proyecciones el PIB de Sector y los principales proyectos de inversión de los países donde se tiene operación. Para Colombia (país donde se genera el mayor porcentaje de ventas) se tuvo en cuenta la situación política de los proyectos de

desarrollo de infraestructura y se prevé que dichos proyectos comenzarán su ejecución a finales del 2019.

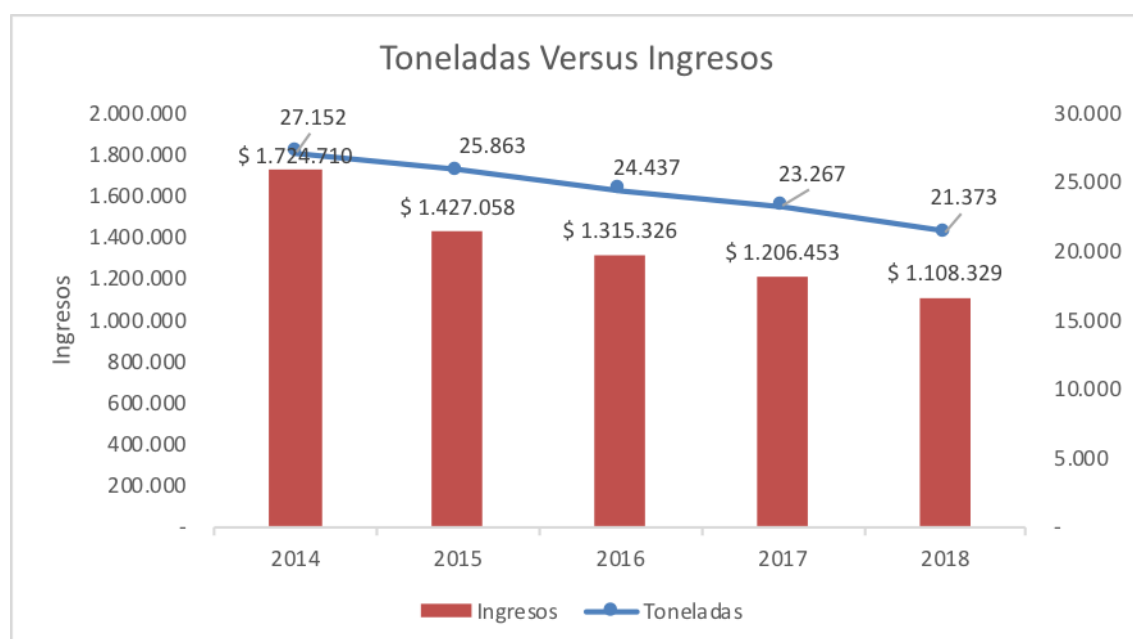


Figura 13. Toneladas de Cemento Vendido Versus los Ingresos. 2014-2018. Elaboración Propia.

En el 2014 la compañía tuvo su máximo de ventas. Este indicador estuvo asociado al momento histórico de Colombia (Incremento del 18% del PIB de obras civiles de enero a septiembre del 2014 y el incremento en los permisos de construcción del sector industrial y comercial en un 13% de enero a noviembre del 2014). Sin embargo, a partir de este año su crecimiento en ventas ha sido negativo (USD 1.724.710 en el 2014 al USD 1.108.329 en el 2018), e igualmente, ha registrado pérdida de participación de mercado (disminución de producción de toneladas de cemento).

Teniendo en cuenta lo anterior se estableció una proyección de crecimiento de las ventas, el cual estará muy ligado a la proyección de crecimiento ponderado del sector.

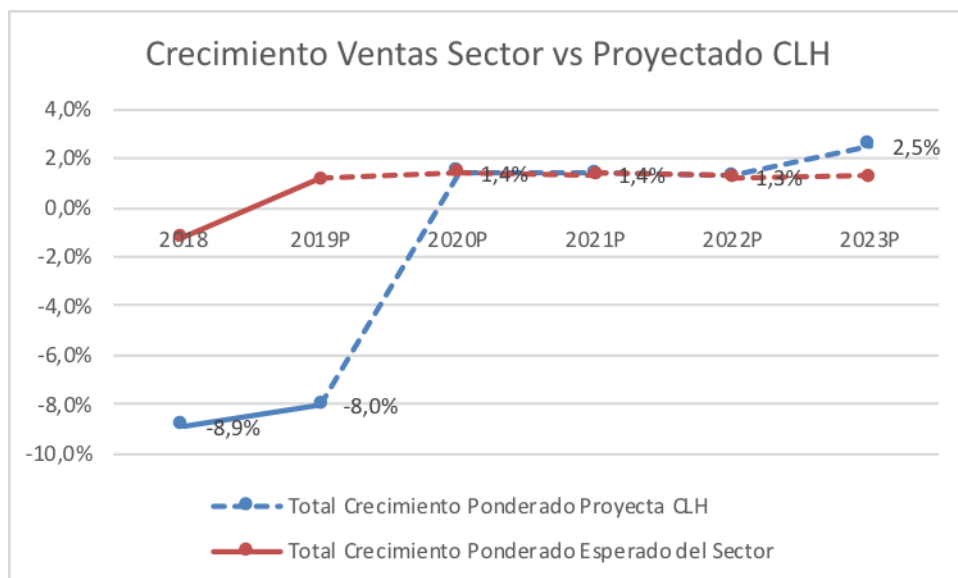


Figura 14. Proyección del Porcentaje de crecimiento de ventas del sector vs CLH. Elaboración Propia.

Y se realiza una proyección de los ingresos comparados con el margen EBITDA

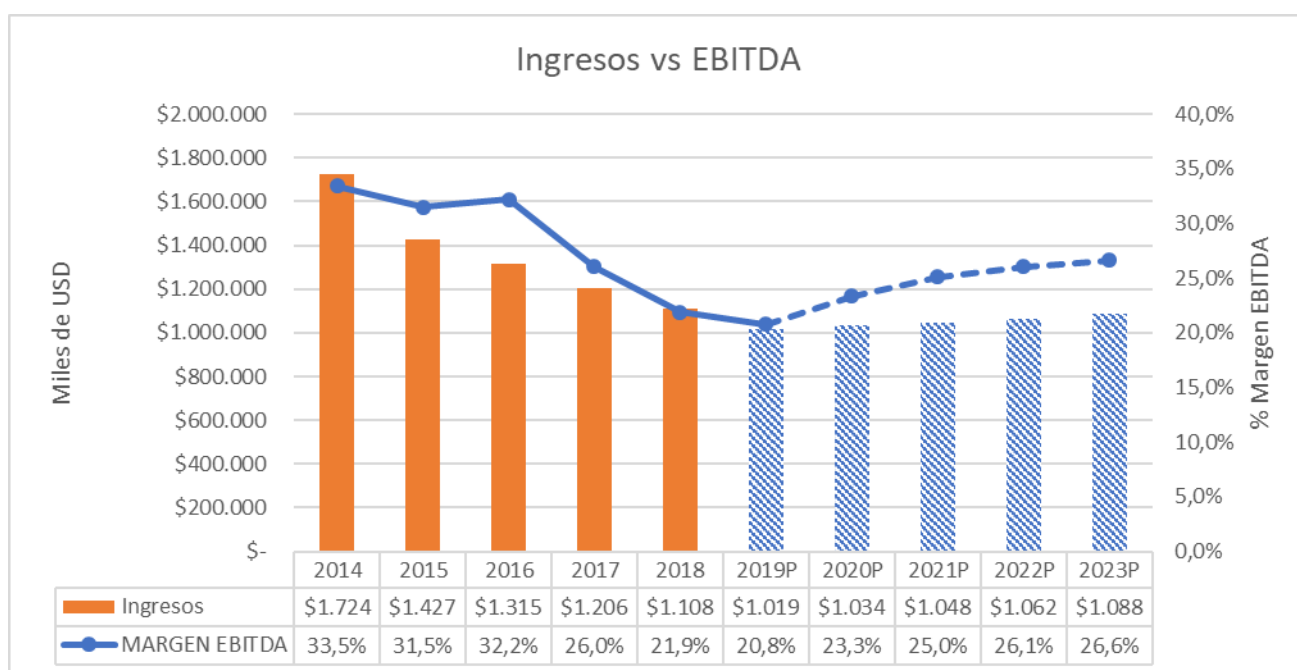


Figura 15. Ingreso Reales y Proyectado Vs EBITDA para CHL. Elaboración Propia.

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

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Teniendo en cuenta la estrategia corporativa de “Stronger Cemex” y “Cemex Go” se estableció un comportamiento del Costo de Ventas, Gastos Administrativos y Gastos de Distribución respecto a las ventas, en donde se proyecta que la administración de la compañía tendrá foco para hacer ajustes y así obtener un mejor desempeño financiero.

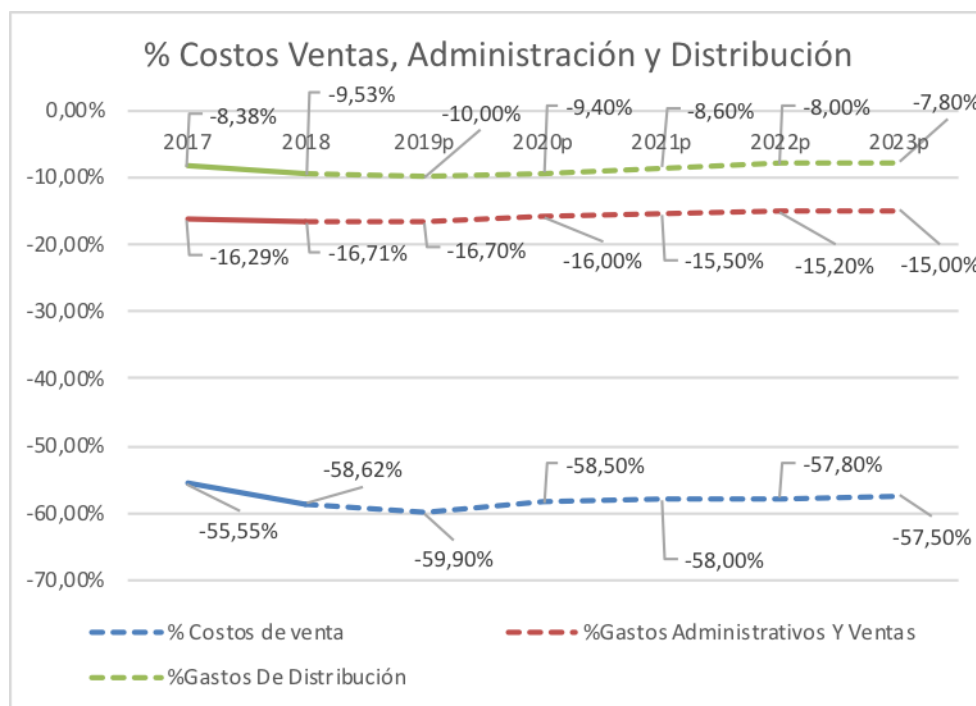


Figura 16. Proyección de los % de Costos de Ventas, Administración y Distribución. Elaboración Propia.

Para el Costo de la Venta se proyecta una recuperación de 500 puntos porcentuales en los cinco años basado en los informes parciales entregados por el avance de “Cemex Go” que actualmente tiene una cobertura del 50% en su base de clientes, y de “Stronger Cemex”, donde se está proyectando un ahorro adicional de USD 30MM¹³.

¹³ Tomado de la presentación de Cemex Day 2019 <https://www.cemex.com/cemex-day-2019>

Supuestos de Inversión

CAPEX y Activos Fijos

El plan de Capex de la compañía estará muy ajustado de acuerdo con el plan de “Stronger Cemex” en el que busca disminuir su apalancamiento a 3x. Si se analiza su comportamiento histórico el ratio CAPEX/Ingresos ha venido registrando un descenso desde el 2016, por lo cual no se considera un cambio en esta tendencia para los años proyectados.

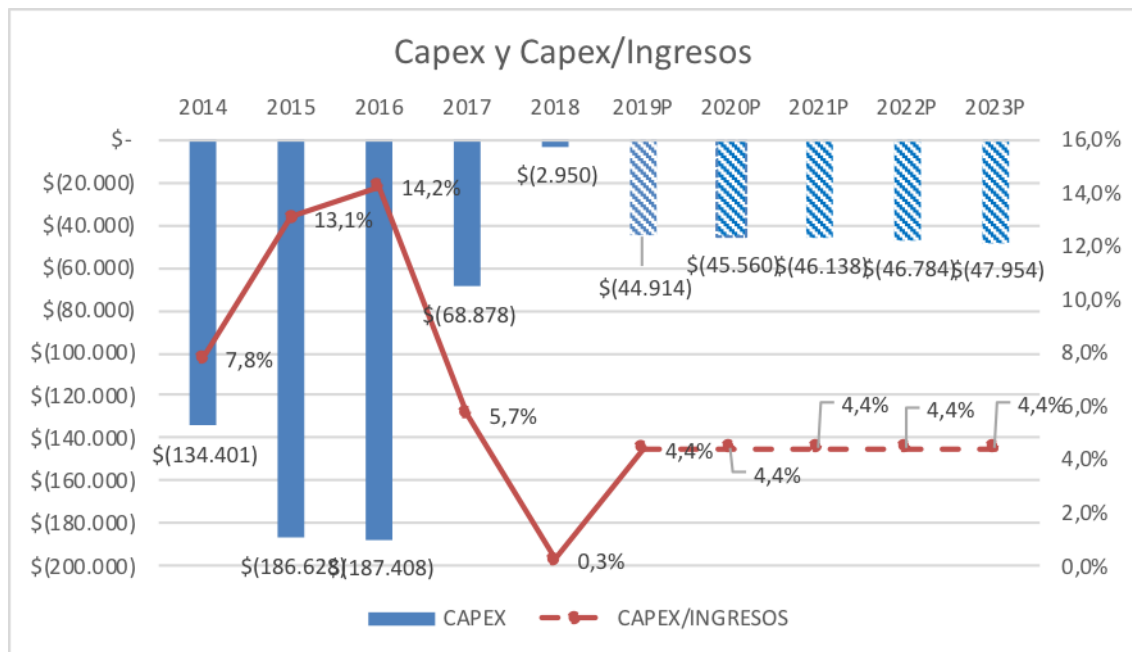


Figura 17. Relación Capex/Ingresos para CHL 2014 a 2023P. Elaboración Propia.

Capital De Trabajo

CLH ha tenido un comportamiento histórico positivo en el cambio de capital de Trabajo Operativo (KTNO) y se apalancan con recursos de terceros teniendo un comportamiento a favor. Como se puede evidenciar en la siguiente gráfica, solo hasta 2016 tuvieron un comportamiento positivo.

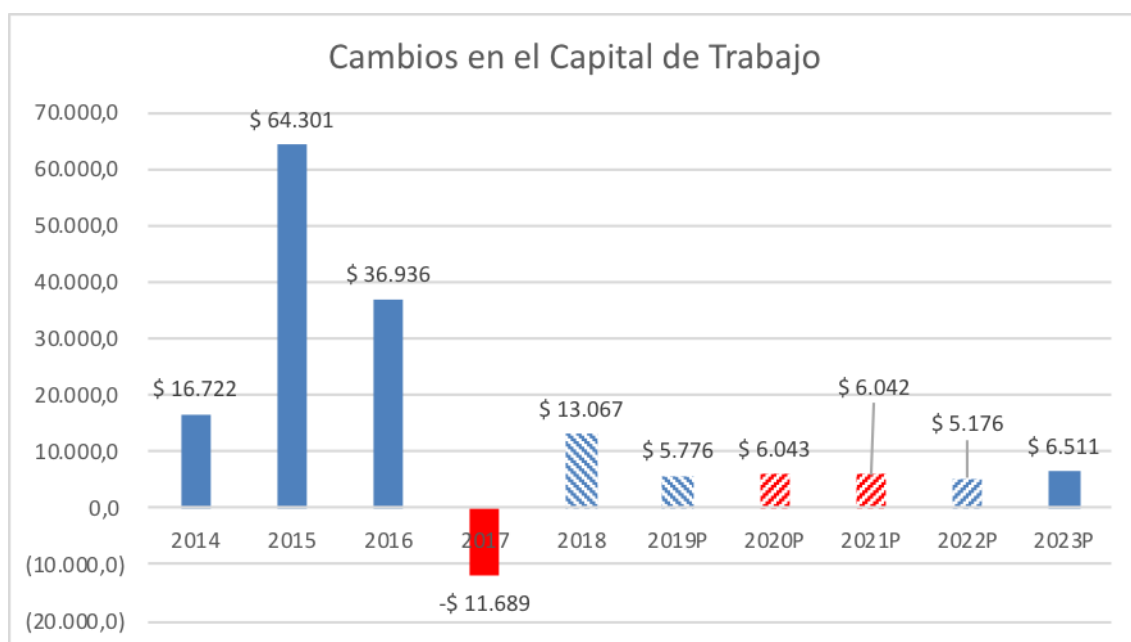


Figura 18. Comportamiento Cambios KTNO 2014 a 2023P. Elaboración Propia.

Para las proyecciones de los cambios en el capital de trabajo operacional se proyectaron los Días de Cartera (Deudores), Días de Inventario y Días de Cuentas Por pagar con optimizaciones logrables en la estrategia de “Stronger Cemex”.

Comportamiento días de Inventario, Deudores y Cuentas x Pagar

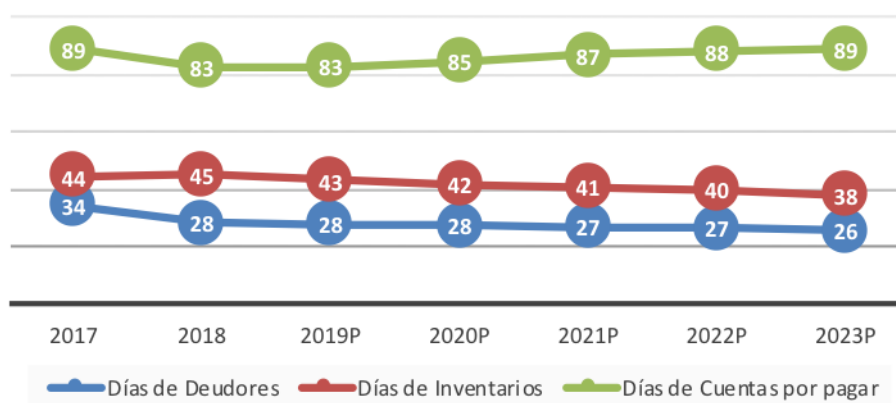


Figura 19. Proyección días inventario, Cuentas por cobrar y pagar. Elaboración Propia.

Hipótesis Financiera

Estructura financiera

La deuda de CLH desde el año 2013 registra un descenso hasta el año 2018. La mayor parte de esta deuda es a largo plazo de cuentas por pagar a partes relacionadas. Hasta el 2017 dicha deuda tenía una tasa de interés del 7%. Sin embargo, en una negociación en 2018 se pactó a un interés del 5,65% que tendrá una vigencia hasta el año 2023.

El comportamiento de la Deuda Neta/EBITDA prevé un crecimiento, según los resultados proyectados. No obstante, se estima una recuperación rápida de este indicador basado en la estrategia corporativa de “Stronger Cemex” que debe estar por debajo de los 3x.

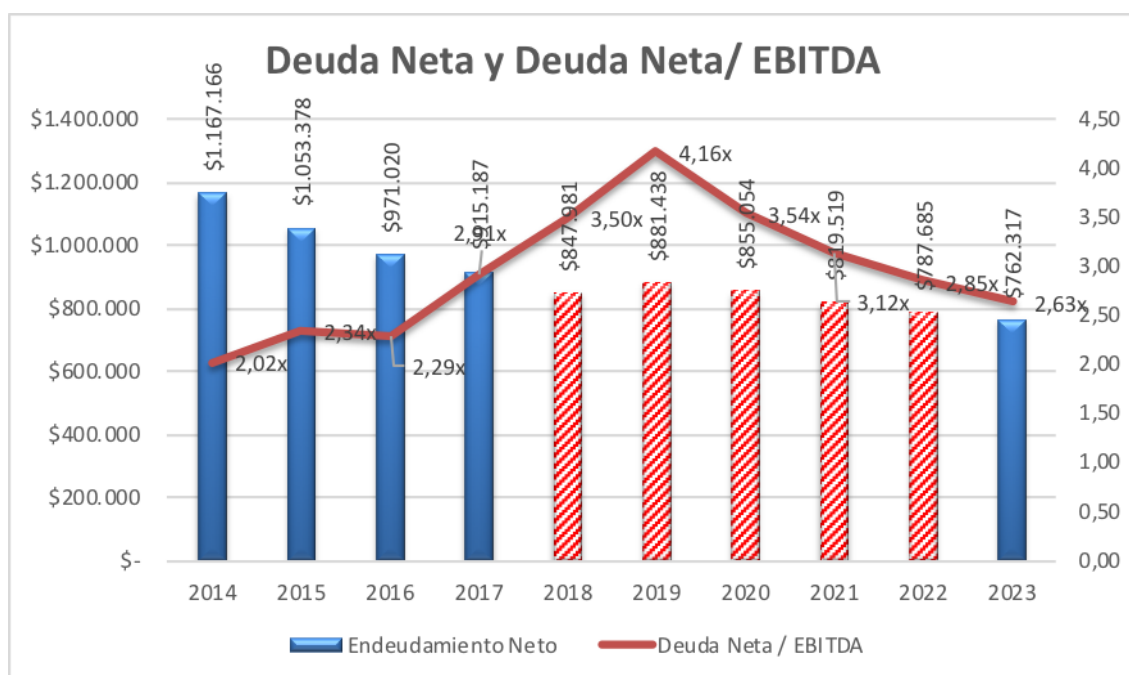


Figura 20. Deuda Neta y Deuda/EBITDA históricos y Proyectado. Elaboración Propia.

Impuestos

Para la proyección de impuestos, se tomó la tasa impositiva de acuerdo con la regulación de cada país donde CLH tiene presencia, ponderando las tasas de acuerdo a los ingresos por país de la empresa.

Tabla 18. Proyección ponderada de tasa impositiva. Elaboración propia.

País	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Colombia	37%	33%	32%	32%	32%	32%
Panamá	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Costa Rica	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Nicaragua	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Guatemala	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Salvador	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Tasa Impositiva Ponderada(% Ventas)	32,0%	30,1%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

Páginas Web de consulta general:

- Agencia Nacional de Infraestructura - ANI <https://www.ani.gov.co/>
- Banco de la República Central de Colombia <http://www.banrep.org/>
- Banco Mundial <http://www.bancomundial.org/>
- Bloomberg
- Bolsa de Valores de Colombia <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc>
- Cámara Colombiana de la Infraestructura <http://www.infraestructura.org.co/>
- Cemex Latam Holding <http://www.cemexlatam.com/>
- Damodaran <http://people.stern.nyu.edu/adamodar>
- Superintendencia Financiera de Colombia <https://www.superfinanciera.gov.co/>
- García Serna, O. (2003). Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA (2nd ed.). Cali: Prensa Moderna Impresores.

ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA

Balance Histórico (Valores en Miles de Dólares)

Cuenta	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Activo						
Activo Circulante						
Efectivo y equivalente de efectivo	\$ 76.691	\$ 51.772	\$53.635	\$ 44.907	\$ 45.154	\$37.126
Cliente neto de estimaciones incobrables	\$ 164.195	\$ 122.003	\$91.568	\$ 100.344	\$ 115.475	\$87.465
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	\$895	\$270	\$ 3.222	\$4.484	\$9.647	\$21.138
Otras cuentas por cobrar	\$ 21.048	\$ 19.523	\$12.694	\$ 16.854	\$ 14.834	\$14.007
Anticipos de Impuestos	\$ 64.080	\$ 13.959	\$25.695	\$ 11.940	\$ 33.757	\$29.696
Inventarios Neto	\$ 103.683	\$ 102.821	\$86.134	\$ 71.595	\$ 82.675	\$81.172
Otros activos circulantes	\$ 19.227	\$ 18.347	\$14.421	\$ 11.247	\$ 25.745	\$38.567
Total del Activo Circulante	\$ 449.819	\$ 328.695	\$ 287.369	\$ 261.371	\$ 327.287	\$ 309.171
Activo no Circulante						
Otros inversiones y cuentas por cobrar	\$ 18.623	\$ 24.215	\$20.868	\$ 13.186	\$ 10.319	\$ 4.306
Propiedades maquinaria y equipo neto	\$ 1.205.574	\$ 1.114.921	\$ 1.093.359	\$ 1.236.150	\$ 1.250.521	\$ 1.162.672
Crédito mercantil activos intangibles y activos diferidos neto	\$ 2.154.652	\$ 2.005.474	\$ 1.786.895	\$ 1.773.548	\$ 1.694.998	\$ 1.555.413
Activos por Impuestos diferidos	\$7.644	\$ 10.635	\$ 8.439	\$ 10.391	\$ 10.864	\$16.219
Total del Activo no Circulante	\$ 3.386.493	\$ 3.155.245	\$ 2.909.561	\$ 3.033.275	\$ 2.966.702	\$ 2.738.610
Total del Activo	\$ 3.836.312	\$ 3.483.940	\$ 3.196.930	\$ 3.294.646	\$ 3.293.989	\$ 3.047.781
Pasivo y capital contable						
Pasivo circulante						
Deuda a corto plazo	\$6.805	\$5.259	\$ 8.067	\$ 24.050	\$ 17.523	\$ 7.135
Proveedores	\$ 129.427	\$ 103.095	\$ 120.274	\$ 151.447	\$ 165.969	\$ 149.523

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT.

Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Cuenta	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cuentas por pagar a partes relacionadas	\$ 336.084	\$ 165.246	\$ 268.512	\$ 171.054	\$ 358.134	\$42.870
Impuesto por pagar	\$ 93.240	\$ 71.303	\$50.634	\$ 41.493	\$ 31.341	\$29.555
Otras cuentas y gastos acumulados por pagar	\$ 76.317	\$ 62.010	\$76.758	\$ 69.819	\$ 109.870	\$65.474
Total del Pasivo Circulante	\$ 641.873	\$ 406.913	\$ 524.245	\$ 457.863	\$ 682.837	\$ 294.557
Pasivo a largo plazo						
Deuda a largo plazo	\$ 18.797	\$ 10.510	\$ 8.046	\$529	\$ -	\$ -
Cuentas por pagar a partes relacionadas a largo plazo	\$ 1.106.199	\$ 1.037.923	\$ 822.388	\$ 820.294	\$ 584.684	\$ 835.102
Beneficios a los empleados	\$ 63.418	\$ 50.769	\$32.384	\$ 38.401	\$ 40.415	\$36.661
Pasivos por Impuestos diferidos	\$ 635.903	\$ 565.517	\$ 484.522	\$ 487.922	\$ 427.382	\$ 346.285
Otros pasivos	\$ 12.143	\$ 11.375	\$ 8.530	\$ 15.726	\$ 15.626	\$17.575
Total del Pasivo a largo plazo	\$ 1.836.460	\$ 1.676.094	\$ 1.355.870	\$ 1.362.872	\$ 1.068.107	\$ 1.235.623
Total del Pasivo	\$ 2.478.333	\$ 2.083.007	\$ 1.880.115	\$ 1.820.735	\$ 1.750.944	\$ 1.530.180
Capital contable						
Participación de la controladora:						
Capital social	\$ 718.124	\$ 718.124	\$ 718.124	\$ 718.124	\$ 718.124	\$ 718.124
Prima en colocación de acciones	\$ 744.689	\$ 745.225	\$ 746.862	\$ 748.694	\$ 749.863	\$ 751.608
Otras reservas de capital	-\$ 473.821	-\$ 695.574	-\$ 876.387	-\$ 860.376	-\$ 838.603	-\$ 928.326
Utilidades retenidas	\$ 89.895	\$ 353.998	\$ 627.396	\$ 722.887	\$ 862.656	\$ 908.143
Utilidad Neta	\$ 264.103	\$ 273.398	\$95.491	\$ 139.769	\$ 46.095	\$62.756
Total de la participación controladora	\$ 1.342.990	\$ 1.395.171	\$ 1.311.486	\$ 1.469.098	\$ 1.538.135	\$ 1.512.305
Participación no controladora	\$ 14.989	\$5.762	\$ 5.329	\$4.813	\$4.910	\$ 5.296
Total Patrimonio	\$ 1.357.979	\$ 1.400.933	\$ 1.316.815	\$ 1.473.911	\$ 1.543.045	\$ 1.517.601
Total pasivo y capital contable	\$ 3.836.312	\$ 3.483.940	\$ 3.196.930	\$ 3.294.646	\$ 3.293.989	\$ 3.047.781

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Balance Proyectado (Valores en Miles de Dólares)

Cuenta	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Activo					
Activo Circulante					
Efectivo y equivalente de efectivo	\$ 33.989	\$ 44.533	\$ 55.342	\$ 64.317	\$ 76.509
Cliente neto de estimaciones incobrables	\$ 79.307	\$ 79.011	\$ 78.644	\$ 78.183	\$ 77.718
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	\$ 21.138	\$ 21.138	\$ 21.138	\$ 21.138	\$ 21.138
Otras cuentas por cobrar	\$ 14.421	\$ 14.214	\$ 14.317	\$ 14.265	\$ 14.291
Anticipos de Impuestos	\$ 29.716	\$ 31.056	\$ 30.156	\$ 30.309	\$ 30.507
Inventarios Neto	\$ 72.954	\$ 70.592	\$ 69.265	\$ 68.211	\$ 66.076
Otros activos circulantes	\$ 38.567	\$ 38.567	\$ 38.567	\$ 38.567	\$ 38.567
Total del Activo Circulante	\$ 290.091	\$ 299.112	\$ 307.428	\$ 314.990	\$ 324.806
Activo no Circulante					
Otros inversiones y cuentas por cobrar	\$ 4.306	\$ 4.306	\$ 4.306	\$ 4.306	\$ 4.306
Propiedades maquinaria y equipo neto	\$ 1.159.791	\$ 1.105.438	\$ 1.058.018	\$ 1.011.547	\$ 969.326
Crédito mercantil activos intangibles y activos diferidos neto	\$ 1.531.941	\$ 1.508.688	\$ 1.485.326	\$ 1.462.018	\$ 1.438.683
Activos por Impuestos diferidos	\$ 13.542	\$ 14.880	\$ 14.211	\$ 14.546	\$ 14.378
Total del Activo no Circulante	\$ 2.709.580	\$ 2.633.312	\$ 2.561.860	\$ 2.492.416	\$ 2.426.693
Total del Activo	\$ 2.999.671	\$ 2.932.424	\$ 2.869.289	\$ 2.807.407	\$ 2.751.499
Pasivo y capital contable					
Pasivo circulante					
Deuda a corto plazo	\$ 12.329	\$ 9.732	\$ 11.031	\$ 10.381	\$ 10.706
Proveedores	\$ 138.924	\$ 142.308	\$ 146.655	\$ 150.317	\$ 154.228

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

BALANCE PROYECTADO. Miles de USD

Cuentas por pagar a partes relacionadas	\$ 42.870	\$ 236.880	\$ 42.870	\$ 42.870	\$ 42.870
Impuesto por pagar	\$ 27.191	\$ 27.582	\$ 27.962	\$ 28.322	\$ 29.031
Otras cuentas y gastos acumulados por pagar	\$ 70.076	\$ 68.827	\$ 70.191	\$ 68.877	\$ 68.689
Total del Pasivo Circulante	\$ 291.389	\$ 485.329	\$ 298.708	\$ 300.768	\$ 305.524
Pasivo a largo plazo					
Deuda a largo plazo	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Cuentas por pagar a partes relacionadas a largo plazo	\$ 860.228	\$ 652.975	\$ 820.961	\$ 798.750	\$ 785.250
Beneficios a los empleados	\$ 38.538	\$ 37.600	\$ 38.069	\$ 37.834	\$ 37.951
Pasivos por Impuestos diferidos	\$ 308.194	\$ 274.292	\$ 244.120	\$ 217.267	\$ 193.368
Otros pasivos	\$ 16.601	\$ 17.088	\$ 16.844	\$ 16.966	\$ 16.905
Total del Pasivo a largo plazo	\$ 1.223.560	\$ 981.955	\$ 1.119.994	\$ 1.070.817	\$ 1.033.474
Total del Pasivo	\$ 1.514.949	\$ 1.467.284	\$ 1.418.702	\$ 1.371.586	\$ 1.338.997
Capital contable					
Participación de la controladora:					
Capital social	\$ 718.124	\$ 718.124	\$ 718.124	\$ 718.124	\$ 718.124
Prima en colocación de acciones	\$ 749.257	\$ 749.855	\$ 750.146	\$ 750.216	\$ 749.869
Otras reservas de capital	-\$ 1.021.159	-\$ 1.123.274	-\$ 1.235.602	-\$ 1.359.162	-\$ 1.495.078
Utilidades retenidas	\$ 970.899	\$ 1.033.397	\$ 1.115.236	\$ 1.212.767	\$ 1.321.467
Utilidad Neta	\$ 62.498	\$ 81.839	\$ 97.532	\$ 108.700	\$ 112.957
Total de la participación controladora	\$ 1.479.619	\$ 1.459.941	\$ 1.445.435	\$ 1.430.646	\$ 1.407.338
Participación no controladora	\$ 5.103	\$ 5.200	\$ 5.151	\$ 5.175	\$ 5.163
Total del capital contable	\$ 1.484.722	\$ 1.465.140	\$ 1.450.587	\$ 1.435.821	\$ 1.412.501
Total pasivo y capital contable	\$ 2.999.671	\$ 2.932.424	\$ 2.869.289	\$ 2.807.407	\$ 2.751.499

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Estado de Resultados (Valores en Millones de Dólares)

Cuenta	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos	\$ 1.750.116	\$ 1.724.710	\$ 1.427.058	\$ 1.315.326	\$1.206.453	\$ 1.108.329
Costo de ventas	-\$852.161	-\$869.388	-\$749.646	-\$676.860	-\$ 670.188	-\$649.670
Utilidad Bruta	897.955	855.322	\$677.412	\$638.466	\$ 536.265	\$458.659
Gastos de administración y ventas	-\$246.422	-\$240.731	-\$208.918	-\$202.367	-\$ 196.495	-\$185.194
Gastos de distribución	-\$116.237	-\$133.460	-\$103.676	-\$93.633	-\$ 101.048	-\$105.654
Gastos de Operación	-\$362.659	-\$374.191	-\$312.594	-\$296.000	-\$ 297.543	-\$290.848
Resultados de la operación antes de otros gastos, neto	\$535.296	\$481.131	\$364.818	\$342.466	\$ 238.722	\$167.811
Otros gastos, neto	-\$15.742	-\$2.758	-\$83.360	-\$30.219	-\$ 34.386	\$3.757
Resultados de la operación	519.554	478.373	\$281.458	\$312.247	204.336	171.568
Gastos de Depreciación	-\$97.386	-\$69.354	-\$62.564	-\$55.535	-\$ 51.476	-\$51.662
Amortización		-\$26.455	-\$22.390	-\$25.649	-\$ 23.910	-\$23.034
EBITDA	632.682	576.940	449.772	423.650	314.108	242.507
Gastos financieros	-\$113.762	-\$90.449	-\$73.748	-\$63.701	-\$ 63.256	-\$59.000
Productos Financiero y Otros Resultados, neto	-\$2.090	-\$2.196	-\$1.016	-\$3.492	-\$ 3.293	-\$1.722
Resultados por fluctuación cambiaria	-\$1.138	\$33.349	-\$18.173	\$3.008	-\$ 1.356	-\$1.747
Utilidad antes de impuestos	402.564	419.077	\$188.521	\$248.062	\$ 136.431	\$109.099
Impuestos a la utilidad	-\$137.837	-\$144.706	-\$92.469	-\$107.793	-\$ 56.894	-\$36.593
UTILIDAD NETA CONSOLIDADA	264.727	274.371	\$96.052	\$140.269	\$ 79.537	\$72.506
Operaciones Discontinuas					-\$ 33.126	-\$9.556
Participación no controladora	-\$ 624	-\$ 973	-\$ 561	-\$ 500	-\$316	-\$ 194
UTILIDAD NETA DE LA PARTICIPACIÓN CONTROLADORA	264.103	273.398	95.491	139.769	46.095	62.756

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Estado de Resultados Proyectado (Valores en Miles de Dólares)

Cuenta	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Ingresos	\$ 1.019.663	\$ 1.034.322	\$ 1.048.581	\$ 1.062.108	\$ 1.088.661
Costo de ventas	-\$ 610.778	-\$ 605.078	-\$ 608.177	-\$ 613.898	-\$ 625.980
Utilidad Bruta	\$ 408.885	\$ 429.244	\$ 440.404	\$ 448.210	\$ 462.681
Gastos de administración y ventas	-\$ 170.284	-\$ 165.492	-\$ 162.530	-\$ 161.440	-\$ 163.299
Gastos de distribución	-\$ 101.966	-\$ 97.226	-\$ 90.178	-\$ 84.969	-\$ 84.916
Gastos de Operación	-\$ 272.250	-\$ 262.718	-\$ 252.708	-\$ 246.409	-\$ 248.215
Resultados de la operación antes de otros gastos, neto	\$ 136.635	\$ 166.526	\$ 187.696	\$ 201.801	\$ 214.466
Otros gastos, neto	\$ 3.456	\$ 3.506	\$ 3.554	\$ 3.600	\$ 3.690
Resultados de la operación	140.091	170.032	191.251	205.401	218.156
Gastos de Depreciación	-\$ 51.569	-\$ 51.616	-\$ 51.592	-\$ 51.604	-\$ 51.598
Amortización	-\$ 23.472	-\$ 23.253	-\$ 23.363	-\$ 23.308	-\$ 23.335
EBITDA	211.676	241.394	262.651	276.712	289.399
Gastos financieros	-\$ 50.191	-\$ 49.417	-\$ 48.377	-\$ 46.443	-\$ 55.102
Productos Financiero y Otros Resultados, neto	-\$ 2.302	-\$ 2.337	-\$ 2.360	-\$ 2.584	-\$ 2.433
Resultados por fluctuación cambiaria	\$ 2.324	-\$ 1.552	-\$ 1.552	-\$ 1.552	\$ 288
Utilidad antes de impuestos	\$ 89.923	\$ 116.727	\$ 138.962	\$ 154.822	\$ 160.910
Impuestos a la utilidad	-\$ 27.032	-\$ 34.538	-\$ 41.117	-\$ 45.809	-\$ 47.611
UTILIDAD NETA CONSOLIDADA	\$ 62.891	\$ 82.189	\$ 97.845	\$ 109.013	\$ 113.299
Operaciones Discontinuas					
Participación no controladora	-\$ 393	-\$ 351	-\$ 313	-\$ 313	-\$ 342
UTILIDAD NETA DE LA PARTICIPACIÓN CONTROLADORA	62.498	81.839	97.532	108.700	112.957

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Flujo de Caja Histórico (Valores en Miles de Dólares)

Concepto	2014	2015	2016	2017	2018
EBITDA	\$ 576.940	\$ 449.772	\$ 423.650	\$ 314.108	\$242.507
Impuestos	-\$ 144.706	-\$ 92.469	-\$ 107.793	-\$56.894	-\$ 36.593
Cambio en Capital de Trabajo	16.722	64.301	36.936	- 11.689	\$13.067
Otros movimientos de activos y pasivos no corrientes	-\$ 27.500	\$ 55.670	\$ 11.877	\$ 14.919	-\$ 80.363
Total	\$421.456	\$477.274	\$364.670	\$260.444	\$ 138.618
Otros Ingresos	- 2.758	- 83.360	- 30.219	-34.386	3.757
Capex	- 134.401	- 186.628	- 187.408	-68.878	- 2.950
Flujo de Caja Libre	\$284.297,00	\$207.286,00	\$147.043,00	\$157.180,00	\$ 139.425,00
DEUDA					
Variación obligación financiera	- 248.947	- 111.925	- 91.086	-55.586	- 75.234
Intereses Tesorería	- 90.449	- 73.748	- 63.701	-63.256	- 59.000
Otros Gastos	30.180	- 19.750	-984	-38.091	- 13.219
Caja Inicial	76.691	51.772	53.635	44.907	45.154
Caja Final	51.772	53.635	44.907	45.154	37.126

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Flujo de Caja Proyectado (Valores en Miles de Dólares)

Concepto	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
EBITDA	\$211.676	\$ 241.394	\$262.651	\$276.712	\$ 289.399
Impuestos	-\$ 27.032	-\$34.538	-\$ 41.117	-\$ 45.809	-\$ 47.611
Cambio en Capital de Trabajo	\$5.776	\$ 6.043	\$6.042	\$5.176	\$ 6.511
Otros movimientos de activos y pasivos no corrientes	-\$ 131.858	-\$90.805	-\$ 96.856	-\$ 110.169	-\$ 121.079
Total	\$ 58.561,63	\$122.093,89	\$ 130.719,87	\$ 125.909,56	\$127.220,69
Otros Ingresos	3.456	3.506	3.554	3.600	3.690
Capex	- 44.914	-45.560	- 46.138	- 46.784	- 47.954
Flujo de Caja Libre	\$ 17.103,68	\$80.039,91	\$ 88.136,77	\$ 82.725,86	\$82.957,39
DEUDA					
Variación obligación financiera	30.320	-15.840	- 24.726	- 22.860	- 13.176
Intereses Tesorería	- 50.191	-49.417	- 48.377	- 46.443	- 55.102
Otros Gastos	-370	-4.239	- 4.225	- 4.448	- 2.487
Caja Inicial	37.126,00	33.988,76	44.533,32	55.341,79	64.316,53
Caja Final	33.988,76	44.533,32	55.341,79	64.316,53	76.508,65

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

FCL y Valoración (Valores en Miles de Dólares)

Concepto		2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Valoración DCF							
EBIT		\$167.811,00	\$136.634,80	\$166.525,87	\$187.696,04	\$201.800,50	\$214.466,14
Mas Amortizaciones Y Depreciaciones		\$74.696,00	\$75.041,00	\$74.868,50	\$74.954,75	\$74.911,63	\$74.933,19
EBITDA		\$242.507,00	\$211.675,80	\$241.394,37	\$262.650,79	\$276.712,13	\$289.399,33
Capex		\$(2.950,00)	\$(44.914,39)	\$(45.560,11)	\$(46.137,57)	\$(46.784,03)	\$(47.953,63)
Impuestos		\$(50.446,56)	\$(41.074,51)	\$(49.272,43)	\$(55.536,35)	\$(59.709,64)	\$(63.457,21)
Cambios en el Capital de Trabajo		\$13.067,00	\$5.776,42	\$6.042,53	\$6.042,07	\$5.176,29	\$6.511,01
Flujo de Caja Libre		\$202.177,44	\$131.463,32	\$152.604,37	\$167.018,93	\$175.394,74	\$184.499,50
Crecimiento a Perpetuidad(g)	1,30%						
Flujo de Caja Libre Proyectado		\$202.177,44	\$131.463,32	\$152.604,37	\$167.018,93	\$175.394,74	\$184.499,50
WACC		9,1%	8,4%	8,3%	8,2%	8,2%	8,4%
Factor de Descuento		1,09	1,08	1,17	1,27	1,37	1,49
Valor Presente Flujo de Caja Libre Anual		185.323,31	121.322,61	130.019,63	131.525,54	127.703,35	123.883,52

Concepto	Valor
Valor Terminal	\$2.586.027,61
Múltiplo Ebitda	8,94x
Valor Presente Flujo de Caja Libre	\$634.454,65
Valor Presente del Valor Terminal	\$1.736.406,89
Valor de la Operación	\$2.370.861,54
(+) Inversiones Temporales (Asociadas)	\$0,0
+ Activos no Operativos	\$1.555.413,00
- Obligaciones Financieras	\$885.107,00
(+) VP Caja Final	\$0,0

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT.

Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Valor de la Empresa	\$3.041.167,54
Acciones en Circulación	557.079.229
Valor Acción USD	USD 5,5
Valor acción COP(Ultima TRM 2018)	COP 17.700

Variables Simulación

	2019			2020			2021			2022			2023		
Concepto	Mínimo	Esperado	Máximo	Mínimo	Esperado	Máximo	Mínimo	Esperado	Máximo	Mínimo	Esperado	Máximo	Mínimo	Esperado	Máximo
% Crecimiento de ventas	-9,00%	-8,00%	-4,00%	1,00%	1,44%	3,50%	1,00%	1,38%	2,00%	0,29%	1,29%	1,70%	1,29%	2,50%	3,40%
% Costos de venta	-63,00%	-59,90%	-58,60%	-60,00%	-58,50%	-56,00%	-59,00%	-58,00%	-56,00%	-58,00%	-57,80%	-55,00%	-57,00%	-57,50%	-54,00%
Depreciación y Amortización Costo	-\$53.570	-\$51.569	-\$50.568	-\$53.617	-\$51.616	-\$50.615	-\$53.593	-\$51.592	-\$50.591	-\$53.605	-\$51.604	-\$50.603	-\$53.599	-\$51.598	-\$50.597
Gastos Administrativos Y Ventas	-17,70%	-16,70%	-15,80%	-17,00%	-16,00%	-14,50%	-16,30%	-15,5%	-14,00%	-16,00%	-15,2%	-14,00%	-16,00%	-15,0%	-14,00%
Gastos De Distribución	-11,00%	-10,000%	-9,00%	-10,00%	-9,400%	-7,80%	-9,10%	-8,600%	-7,30%	-8,50%	-8,000%	-7,10%	-8,50%	-7,800%	-7,10%
Gastos De Operación	-28,50%	-27,50%	-26,50%	-25,70%	-25,70%	-23,70%	-24,50%	-9,51%	-8,51%	-23,80%	-23,00%	-21,80%	-23,80%	-23,00%	-21,80%
Días de Deudores	26,0	28,00	30	26	27,50	29	25	27,0	29	25	26,5	28	25	25,7	28
Días de Inventarios	40,5	43,00	45	40	42	44	38,0	41	43	39,5	40	43	38	38	41
Días de Cuentas por pagar	81	83,00	87	84	85	90	85	87	92	86	88	92	88	89	92
Capex/Ingresos	3,40%	4,40%	5,40%	3,40%	4,40%	5,40%	3,40%	4,40%	5,40%	3,40%	4,40%	5,40%	3,40%	4,40%	5,40%
Valor Perpetuidad	1,00%	1,30%	1,70%	1,00%	1,30%	1,70%	1,00%	1,30%	1,70%	1,00%	1,30%	1,70%	1,00%	1,30%	1,70%
WACC	7,36%	8,36%	10,36%	7,32%	8,32%	10,32%	7,19%	8,19%	10,19%	7,16%	8,16%	10,16%	7,43%	8,43%	10,43%

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Principales Indicadores Financieros

INDICADOR FINANCIERO	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
RAZON CORRIENTE (RC)	80,8%	54,8%	57,1%	47,9%	105,0%	99,6%	61,6%	102,9%	104,7%	106,3%
PRUEBA ACIDA (PA)	0,56	0,38	0,41	0,36	0,77	0,75	0,47	0,80	0,82	0,85
CAPITAL DE TRABAJO NETO (KTN)	- 78.218	- 236.876	- 196.492	- 355.550	14.614	- 1.297	-186.217	8.720	14.222	19.283
ROTACION DE CXC (VECES)	14,14	15,58	13,11	10,45	12,67	12,86	13,09	13,33	13,58	14,01
ROTACION DE CXC (DIAS)	25,47	23,10	27,46	34,46	28,41	28,00	27,50	27,00	26,50	25,70
ROTACION DE INVENTARIOS (VECES)	8,46	8,70	9,45	8,11	8,00	8,37	8,57	8,78	9,00	9,47
ROTACION DE INVENTARIOS (DIAS)	42,58	41,36	38,08	44,41	44,98	43,00	42,00	41,00	40,00	38,00
ROTACION PROVEEDORES (VECES)	8,42	6,09	4,37	4,10	4,33	4,34	4,24	4,14	4,08	4,04
ROTACION PROVEEDORES (DIAS)	42,73	59,07	82,32	87,70	83,05	83,00	85,00	87,00	88,30	89,00
CICLO OPERATIVO DEL NEGOCIO (CON)	68,04	64,46	65,54	78,87	73,39	71,00	69,50	68,00	66,50	63,70
CICLO DE CAJA (CC)	25,31	5,39	- 16,78	- 8,84	- 9,66	- 12,00	-15,50	- 19,00	- 21,80	- 25,30
ROTACION ACTIVOS FIJOS (RAF)	1,55	1,31	1,06	0,96	0,95	0,88	0,94	0,99	1,05	1,12
ROTACION DE ACTIVOS TOTALES (RAT)	0,50	0,45	0,40	0,37	0,36	0,34	0,35	0,37	0,38	0,40
MARGEN BRUTO	49,6%	47,5%	48,5%	44,4%	41,4%	40,1%	41,5%	42,0%	42,2%	42,5%
MARGEN OPERATIVO	27,9%	25,6%	26,0%	19,8%	15,1%	13,4%	16,1%	17,9%	19,0%	19,7%
MARGEN UTILIDAD NETA	15,9%	6,7%	10,6%	3,8%	5,7%	6,1%	7,9%	9,3%	10,2%	10,4%
EBITDA	\$576.940	\$449.772	\$ 423.650	\$314.108	\$242.507	\$ 211.676	\$241.394	\$ 262.651	\$ 276.712	\$ 289.399

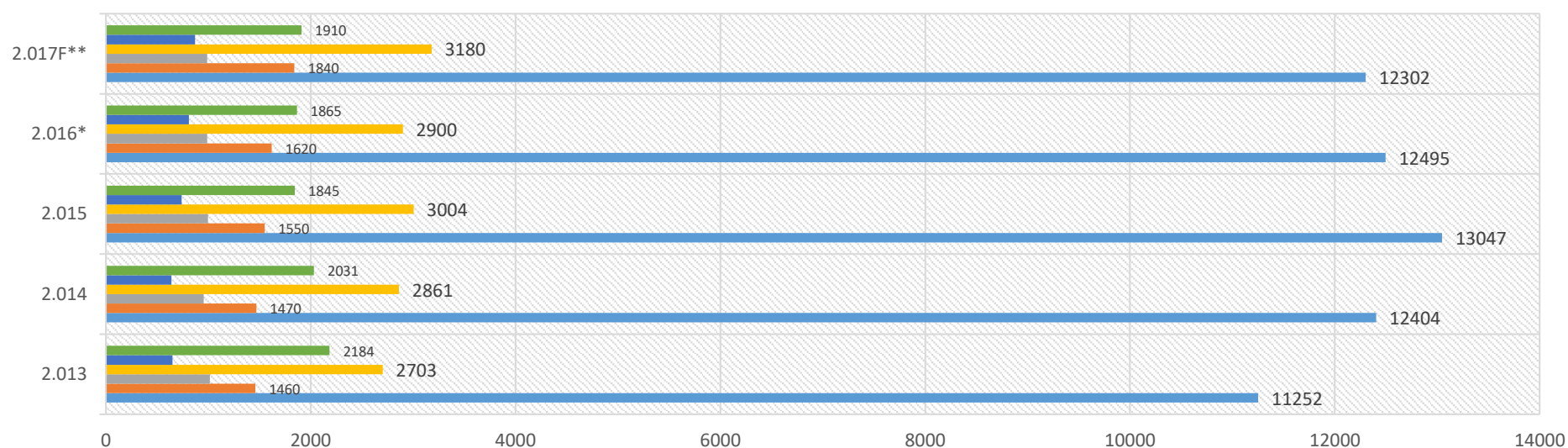
Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

MARGEN EBITDA	33,5%	31,5%	32,2%	26,0%	21,9%	20,8%	23,3%	25,0%	26,1%	26,6%
KTNO	\$33.629	\$54.447	\$ 32.363	\$ (21.248)	\$ (52.540)	\$7.580	\$ 4.052	\$8.583	\$4.122	\$6.807
PKT	1,9%	3,8%	2,5%	-1,8%	-4,7%	0,7%	0,4%	0,8%	0,4%	0,6%
COBERTURA DE INTERESES	6,38	6,10	6,65	4,97	4,11	4,22	4,88	5,43	5,96	5,25
DEUDA BRUTA / EBITDA	2,113	2,461	2,398	3,057	3,650	4,325	3,727	3,331	3,079	2,899
DEUDA NETA / EBITDA	2,023	2,342	2,292	2,914	3,497	4,164	3,542	3,120	2,847	2,634
UODI	\$336.425	\$272.349	\$ 234.673	\$181.828	\$131.218	\$ 109.603	\$131.988	\$ 146.579	\$ 155.991	\$ 166.855
RENTABILIDAD DEL ACTIVO NETO	10,7%	9,3%	7,7%	6,2%	4,9%	4,1%	5,0%	5,7%	6,3%	6,9%
ROIC	10,5%	8,7%	8,0%	5,7%	4,2%	3,6%	4,5%	5,3%	5,9%	6,4%
ROE	19,5%	7,3%	9,5%	3,0%	4,1%	4,2%	5,6%	6,7%	7,6%	8,0%
ROA	7,8%	3,0%	4,2%	1,4%	2,1%	2,1%	2,8%	3,4%	3,9%	4,1%
CAPEX	-\$ 134.401	-\$ 186.628	-\$ 187.408	-\$ 68.878	-\$ 2.950	-\$ 44.914	-\$45.560	-\$ 46.138	-\$ 46.784	-\$ 47.954
CAPEX/INGRESOS	7,8%	13,1%	14,2%	5,7%	0,3%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
ENDEUDAMIENTO NETO	\$ 1.167.166	\$ 1.053.378	\$ 971.020	\$915.187	\$847.981	\$ 881.438	\$855.054	\$ 819.519	\$ 787.685	\$ 762.317

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Información Complementaria

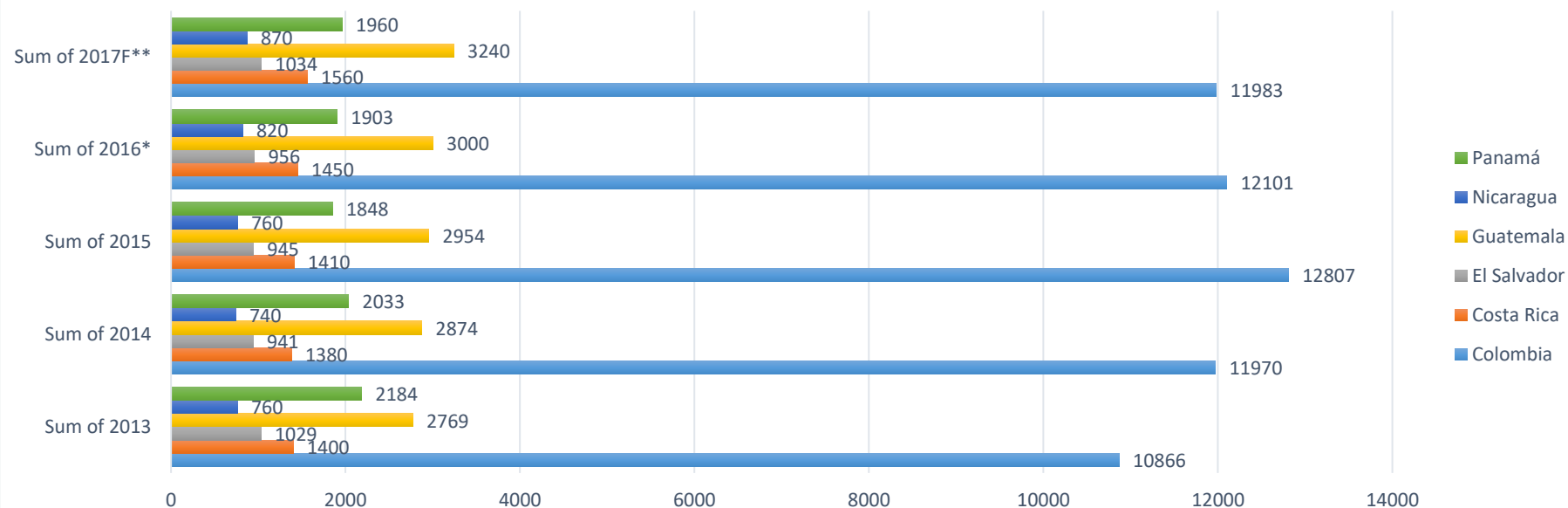
Producción de Cemento(Miles Toneladas)



	2.013	2.014	2.015	2.016*	2.017F**
Panamá	2184	2031	1845	1865	1910
Nicaragua	650	640	740	810	870
Guatemala	2703	2861	3004	2900	3180
El Salvador	1015	954	998	990	990
Costa Rica	1460	1470	1550	1620	1840
Colombia	11252	12404	13047	12495	12302

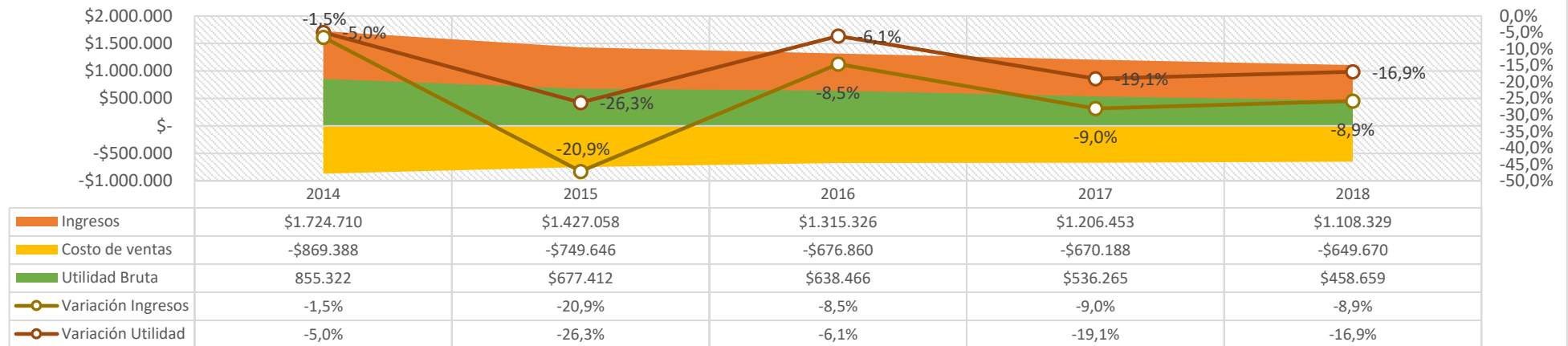
Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Consumo de Cemento(Miles Toneladas)



Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Ventas Vs Costos de Ventas



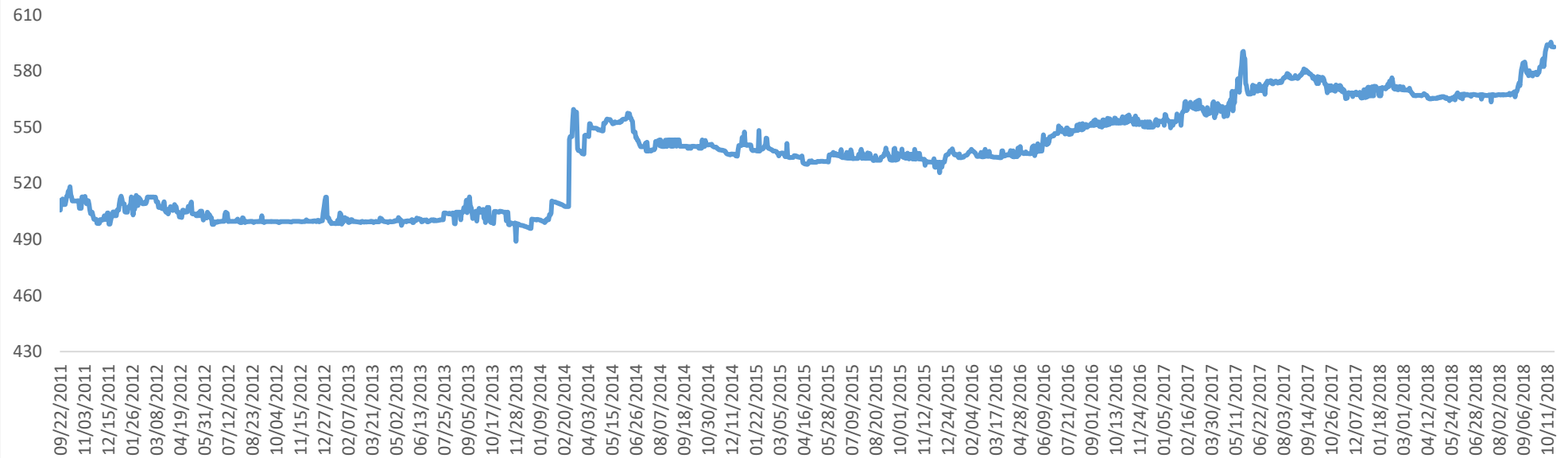
Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

TRM COP VS USD



Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

TRM CRC VS USD



Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

ADVERTENCIA

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT, de Medellín, Colombia, son análisis financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Economía y Finanzas, bajo la supervisión de profesores de las áreas de Finanzas, Economía y Contabilidad de las Escuelas de Economía y Finanzas y de Administración de la mencionada universidad.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), la Universidad de los Andes, de Bogotá, Colombia, la Universidad ICESI, de Cali, Colombia, la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), de Guayaquil, Ecuador, y la Universidad Francisco Marroquín, de Guatemala, junto con la A. B. Freeman School of Business de Tulane University, de New Orleans, Louisiana, Estados Unidos, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

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

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

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia se distribuyen a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También, se distribuyen solo 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 se les presentan a la comunidad académica y a la financiera interesada en un encuentro semestral.

Para información adicional sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite una de las dos páginas web siguientes:

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

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