

CEMEX LATAM HOLDINGS S.A

BVC: CLH

Primera cobertura

Fecha de valoración: enero 2018.

Recomendación: Comprar.

Precio de la Acción y Valor del COLCAP

Valor del índice: COLCAP: 1.516,68 Puntos

Precio de la acción (02 de enero 2018): \$10.960 COP

El precio objetivo a 12 meses es \$15.267 COP representando un potencial de valorización de 39,3% frente al precio al 02 de enero de 2018. Las expectativas de crecimiento en el sector de la construcción son positivas; En Colombia los proyectos de infraestructura de Bogotá y las carreteras de cuarta generación 4G, en Panamá proyectos como tercera línea del metro y un cuarto puente sobre el canal, Costa Rica proyecto Oxígeno y circunvalación norte, y resto de CLH con desarrollos significativos en infraestructura y obras civiles.

Tabla 1. Valoración con los datos financieros más destacados

Datos financieros destacados	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Ebitda (miles de USD)	576.940	449.772	423.650	310.327	397.698	415.031	433.618	453.296	474.096
Ka en USD					8,6%	8,9%	9,0%	9,2%	9,4%
FCL (miles de USD)	276.406	163.251	117.424	167.487	187.298	198.316	206.650	215.576	225.154
ROE	19,6%	7,3%	9,5%	3,0%	7,3%	7,5%	7,7%	7,8%	7,9%
ROIC		3,7%	6,6%	4,1%	6,3%	7,8%	8,5%	9,4%	10,4%
Margen Ebitda	33,5%	31,5%	32,2%	25,0%	29,9%	30,1%	30,4%	30,7%	31,1%

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: COP 5.043.923.208.960 (02/01/2018)

Acciones en circulación: 556.724.416

Volumen promedio diario del último año: 3.284.186.889,38

Bursatilidad: alta

Participación índice: COLCAP 1,77%

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia

Beta: 0,74

Rango último año: \$10.060 COP - \$12.000 COP

Apreciación global de la Compañía

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

Industria: Construcción.

Descripción: Compañía productora y comercializadora de materiales para la industria de la construcción, integrada verticalmente, desde abasto de materia prima en canteras, hasta la aplicación de productos en soluciones de construcción. Cuenta con 17 canteras de agregados, 11 plantas de cemento, 46 instalaciones de concreto y 42 plantas móviles de concreto. En Guatemala y El Salvador es la segunda empresa con mayor participación del mercado, al igual que en Colombia, con un 24%; líder en Panamá, con un 56%; en Costa Rica, con un 43%, y en Nicaragua, con un 60%.

Productos y servicios: cemento, concreto, agregados y mortero.

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

Analistas:

Evelyn Aguirre Pérez

Andrea García García

Directora de la investigación de inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de investigación:

Simón Restrepo Barth

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO



Gráfico 1: Precio de cotización 2013-2018.

Fuente: elaboración propia, a partir de Bloomberg (2018).

En el primer semestre de 2014 los buenos resultados de la compañía respecto a 2013 son leídos positivamente por el mercado, alcanzado la acción su precio máximo de 19.820 en junio de 2014 (gráfico 1). Para finales de 2014, se evidencia un comportamiento bajista que se extiende hasta finales de 2015, donde el valor de la acción es castigado por la depreciación del peso colombiano respecto al dólar —que es la moneda funcional de Cemex—, los menores volúmenes de ventas y la percepción extranjera sobre Colombia en temas fiscales. Para la primera mitad de 2016, se presenta una recuperación de la acción en línea con el comportamiento del mercado, pero no logra mantener esta tendencia debido a que para finales de este año se revelan irregularidades en la adquisición de terrenos y títulos mineros para el proyecto Maceo, Antioquia. Este evento, sumado a la sanción impuesta por la Superintendencia de Industria y Comercio en Colombia, por una supuesta fijación de precios, hacen que para 2017 la acción no logre recuperar sus valores históricos, y al 2 de enero de 2018 termine cotizando a \$10.960, con una valorización anual del 2,5%.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

El modelo construido para la valoración de la compañía tiene como variables relevantes: el PIB del sector de la construcción, en coherencia con los proyectos de infraestructura y obras civiles en los países donde Cemex tiene presencia; la estrategia *value-before-volume*, que define el aumento de precios en mercados competitivos como Panamá y Colombia; la reducción de costos con el objetivo de mejorar el margen operativo; la gestión de capital de trabajo en días negativos; la desinversión de activos no productivos y los lineamientos dados por la casa matriz respecto a la reducción de deuda buscando recuperar el grado de inversión. El precio objetivo de la acción se calcula mediante el método del valor presente ajustado (APV, por sus siglas en inglés, *adjusted present value*), debido a los cambios significativos en la estructura de capital, donde se tiene como

resultado un precio esperado de la acción de \$15,267 COP, indicando que esta se encuentra actualmente subvalorada con un potencial de valoración de 39,3%.

TESIS DE INVERSIÓN

El modelo de valoración mediante la metodología APV nos indica que la acción se encuentra subvalorada, debido a que el precio al 2 de enero de 2018 es \$10.960 COP, y se espera que el precio de la acción a 12 meses sea \$15,267 COP, lo cual revela un potencial de valoración de 39,3%. Teniendo en cuenta lo anterior, al igual que el comportamiento que ha tenido la acción el último año, donde su rango ha estado entre \$10.060 COP y \$12.000 COP, se recomienda la compra de acciones CLH. Además, se destaca que Cemex tiene presencia en países donde se proyecta un significativo crecimiento del sector de la construcción, fundamentado en proyectos tales como las obras de infraestructura en Bogotá y programas 4G en Colombia, la tercera línea del metro en Panamá, y un cuarto puente sobre el canal de este país, así como el proyecto Oxígeno y la Circunvalación Norte en Costa Rica. Adicionalmente, cuenta con estrategias de reducción de costos, transformación digital, aumento de precio en mercados competitivos *value-before-volume*, y reducción de deuda para recuperar el grado de inversión, lo cual permite mantener un panorama optimista frente a los fundamentales de la compañía.

Es importante resaltar que, si bien hay una alta expectativa de valorización, la compañía en Colombia está expuesta a tres riesgos: riesgo fiscal, por procesos legales que está enfrentando por malas prácticas en Maceo, Antioquia; riesgo reputacional, debido a un supuesto cartel del cemento, en conjunto con Argos y Holcim; y riesgo de mercado para el 2019, por la proyección de una dinámica más competitiva en Colombia, producto de la entrada de la organización Corona en alianza con Cementos Molins de España, lo cual amenaza los resultados en este país, que representan el 45% de las ventas totales de CLH.

VALORACIÓN

Se inicia con un análisis histórico de los estados financieros del período 2014-2017, identificando indicadores financieros relevantes y estrategias desarrolladas de acuerdo con el direccionamiento de la casa matriz, como insumo para la proyección a cinco años del período explícito 2018-2022. Para la proyección se emplearon variables macroeconómicas del Banco Central de los diferentes países donde CLH tiene presencia. También se considera información financiera de *Bloomberg* y se definen supuestos sustentados en el comportamiento histórico, al igual que las estrategias proyectadas por la compañía a mediano plazo, para finalmente hacer uso de la metodología APV. Esta metodología permite separar el valor de la empresa en dos partes: valor presente de la empresa “sin deuda”, y valor presente del escudo fiscal que se producirá por el pago de intereses a la deuda (García S., 2003). El motivo por el que se selecciona esta metodología se fundamenta en cambios notables que se han venido dando en la estructura de capital, que forman parte de la estrategia a mediano plazo de reducción de deuda, para la búsqueda de grado de inversión definida por la casa matriz.

Para aplicar la metodología APV, se identifica que el beneficio principal de la deuda es la reducción de impuestos por los intereses generados, y que el costo más significativo de la deuda es el riesgo adicional de *default*. En consecuencia, para implementar la metodología se siguen tres pasos: se estima el valor presente de los flujos de caja libres suponiendo que la empresa no tiene deuda, se calcula el valor presente del escudo fiscal

y, por último, se calcula el valor aproximado que puede costar entrar en *default*. De acuerdo con Damodaran (2012), este último paso presenta el problema de estimación más significativo debido a que ni la probabilidad de *default* ni el costo de *default* se pueden estimar directamente, por lo cual este autor plantea un cálculo aproximado citando el estudio de Altman y Kishore, para estimar la probabilidad de *default* de acuerdo con la calificación de riesgo de la empresa, y a Shapiro y Titman, para estimar el costo de *default* como un porcentaje entre el 25 % y el 30 % del valor de la empresa.

Fundamentado en lo anterior, se supone un costo de *default* del 30 % del valor de la empresa; y en coherencia con la calificación BB de CEMEX, S.A.B. de C.V (Standard & Poor's, 2017) la probabilidad de *default* estimada es 16,63 %. Se toma como base la calificación de la casa matriz, ya que no existe calificación crediticia publicada de CEMEX Latam Holdings.

El factor de descuento utilizado en la metodología APV es el costo del *equity* no apalancado (K_a) (tabla 2), entendiéndose como *equity* el valor de mercado del patrimonio de una compañía. El K_a se calcula por medio de la metodología CAPM, donde se hace uso de las proyecciones de la tasa libre de riesgo disponible en *Bloomberg*, se calcula el promedio ponderado de tasa de riesgo país de los países donde se encuentra CLH,¹ se desapalanca el beta extraído de *Bloomberg* para CLH de acuerdo con la estructura de capital cierre 2017 y se utiliza la tasa de impuesto efectiva estimada para los siguientes cinco años. Adicionalmente, se considera un 1% como riesgo de la empresa dado la participación mayoritaria del 73% de Cemex España S.A sobre Cemex Latam Holdings.

La fórmula utilizada para este cálculo es:

$$K_a = r_f + (\text{Risk Premium})\beta_u + RP + RE$$

donde

$$\beta_u = \frac{\beta_L}{1 + (1 - t)\frac{D}{E}}$$

siendo,

β_u : Beta no apalancado. Riesgo operacional del sector.

β_L : Beta apalancado. Riesgo operacional de la empresa.

t : Tasa de impuestos.

$\frac{D}{E}$: Relación deuda patrimonio de la empresa.

r_f : Tasa libre de riesgo. Rendimiento de los T-bond a 10 años.

Risk Premium: Diferencia entre el rendimiento promedio ponderado del mercado menos el rendimiento promedio de los T-bond para los últimos 50 años 1968-2017.

RP: Prima riesgo país¹.

RE: Prima de riesgo de la empresa.

¹ Indicador de Bonos de Mercados Emergentes (EMBI, por sus siglas en inglés *Emerging Markets Bonds Index*), de Colombia, Panamá, Brasil y el Salvador. Dado que no se tienen cálculo de EMBI para Costa Rica, Guatemala y Nicaragua, se toma como tasa de riesgo país el cálculo de Damodaran Country Risk Premium (Damodaran, 2018).

Tabla 2. Costo del *equity* no apalancado (Ka) USD

Componentes	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Tasa de impuestos	38,9%	38,9%	38,9%	38,9%	38,9%
Tasa Libre de riesgo (T -bond 10 años, Bloomberg 2018)	3,14%	3,48%	3,62%	3,82%	4,02%
<i>Risk Premium</i> (Damodaran, 2018)	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Beta apalancado CLH (Bloomberg 2018)	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74
Beta no apalancado	0,54	0,54	0,54	0,54	0,54
Prima de Riesgo <i>equity</i> (<i>Risk Premium</i> * β_u)	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Prima riesgo país (Ponderación por ingresos países)	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Prima de Riesgo de la Empresa	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Costo del <i>equity</i> no apalancado (Ka) USD	8,6%	8,9%	9,0%	9,2%	9,4%

Fuente: elaboración propia, a partir de Bloomberg (2018), BCRD (2018) y Damodaran (2018).

Para estimar el crecimiento a perpetuidad g , se calcula la tasa de retención suponiendo que cuando se alcancen los objetivos de pago de deuda la compañía reparta dividendos, siendo el restante lo que se reinvierte en el negocio. Esta tasa de retención calculada para el 2022 es de 54 % que, multiplicada por un ROE del 7,9 %, nos da como resultado un g del 4,2 %.

Este resultado se obtiene utilizando la fórmula:

$$g = \text{Tasa de retención} * \text{ROE}$$

donde,

Tasa de retención: Se calcula como 1 - % pago de dividendos, estimando el % pago de dividendos para el 2022 igual al 46%.

ROE: Rentabilidad del patrimonio por sus siglas en inglés, *Return on equity*. Utilidad/Patrimonio.

Finalmente, obtenemos un *enterprise value* de \$ 3.798.375 USD, el cual se divide entre 556.724.416 acciones que se encuentran en circulación, obteniendo un valor por acción de 5,12 USD. Como la acción cotiza en la Bolsa de Valores de Colombia, su valor se calcula en pesos colombianos, tomando la TRM al 2 de enero de 2018, de \$2.984 COP/USD, para un valor por acción de \$15,267 COP, lo cual evidencia un potencial de valorización del 39,3% respecto al precio del 2 de enero de 2018.

En contraste con la metodología APV, se detallan los múltiplos comparables de empresas del sector de la construcción con presencia en Latinoamérica, excluyendo aquellos múltiplos menores al percentil 20 y mayores al percentil 80, con el fin de obtener un promedio mejor ajustado (tabla 3).

Los múltiplos analizados son:

EV/Ebitda: valor de la empresa o de las operaciones sobre el Ebitda.

P/B: precio de la acción sobre el valor contable de la acción. Mide la relación entre el valor de mercado y el valor contable de la empresa.

EV/Ventas: valor de la empresa o de las operaciones sobre ventas. Mide la razón entre el valor de las operaciones y los ingresos de la empresa. Indica cuánto vale una empresa en relación con las ventas generadas.

Tabla 3. Múltiplos comparables

Nombre	Ubicación	EV/Ebitda	P/B	EV/Ventas
Cementos Argos SA	Colombia		2,06 x	2,21 x
Holcim Argentina SA	Argentina	15,10 x		3,55 x
Holcim Ecuador SA	Ecuador	10,16 x	3,53 x	3,40 x
Corp Moctezuma-Ser *	México	8,76 x		
Unión Andina de Cementos SAA	Perú			2,62 x
Grupo Cementos Chihuahua	México	9,07 x	1,66 x	2,22 x
Cementos Pacasmayo SAA-INV	Perú	11,47 x	1,85 x	3,21 x
Cemex SAB-CPO	México	10,88 x	1,24 x	

Mínimo	8,76 x	1,24 x	2,21 x
Prom. depurado	10,91 x	2,07 x	2,87 x
Máximo	15,10 x	3,53 x	3,55 x

Fuente: elaboración propia, a partir de Bloomberg (2018).

Se calculan los múltiplos de valoración implícitos de CLH con los resultados obtenidos por la metodología APV, de donde se obtiene un EV/Ebitda de 12,24x, un P/B de 1,85x y un EV/Ventas de 3,06 %. Al comparar estos múltiplos con el promedio de sus comparables, se evidencia razonabilidad en los resultados, donde el EV/Ebitda y el EV/Ventas son superiores al promedio, que indica más años de Ebitda y ventas constantes para recuperar la inversión efectuada como función del valor de la empresa. Por su parte, el P/B refleja las expectativas sobre la compañía, que está cercano al promedio del sector.

Así mismo, se hallan los rangos de precios entre los cuales se ubicaría el precio de la acción, calculándola por medio de múltiplos comparables (tabla 4).

Tabla 4. Cálculo del precio de la acción CLH por múltiplos comparables.

EV/Ebitda	Mínimo	Promedio	Máximo
Ebitda CLH en USD	310.327	310.327	310.327
EV/Ebitda comparables	8,76 x	10,91 x	15,10 x
EV CLH en USD	2.719.047	3.384.352	4.685.141
Deuda financiera	- 960.341	- 960.341	- 960.341
Activos no operacionales	10.319	10.319	10.319
No. de acciones	556.724.416	556.724.416	556.724.416
Precio objetivo 2018 en USD	3,18	4,37	6,71
Precio objetivo 2018 en COP	9.482	13.048	20.020

P/B	Mínimo	Promedio	Máximo
Valor patrimonial por acción CLH	2,77	2,77	2,77
P/B comparables	1,24 x	2,07 x	3,53 x
Precio objetivo 2018 en USD	3,42	5,73	9,79
Precio objetivo 2018 en COP	10.214	17.100	29.212
EV/Ventas	Mínimo	Promedio	Máximo
Ventas CLH en USD	1.242.897	1.242.897	1.242.897
EV/Ventas comparables	2,21 x	2,87 x	3,55 x
EV CLH en USD	2.745.363	3.563.331	4.410.789
Deuda financiera	- 960.341	- 960.341	- 960.341
Activos no operacionales	10.319	10.319	10.319
No. de acciones	556.724.416	556.724.416	556.724.416
Precio objetivo 2018 en USD	3,22	4,69	6,22
Precio objetivo 2018 en COP	9.623	14.007	18.549

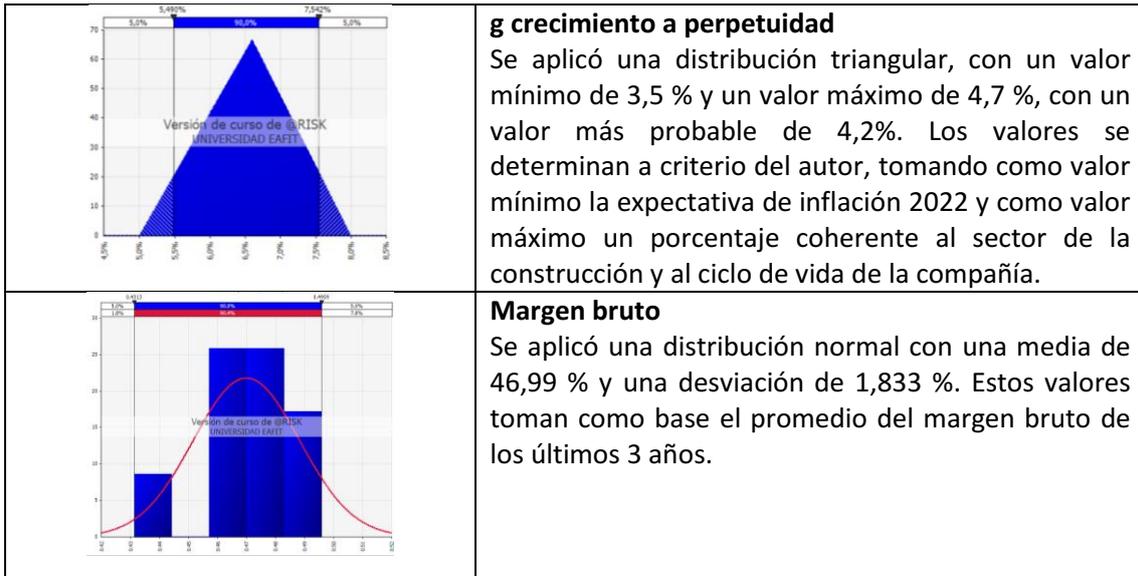
Fuente: elaboración propia.

Referenciando el precio promedio obtenido por múltiplos comparables, el precio de la acción se encontraría entre 13.048 COP y 17.100 COP, rango dentro del cual se ubica el precio objetivo de \$15.267 COP, lo cual confirma la coherencia y el ajuste de la valoración realizada para Cemex Latam Holding.

Para calcular el rango de precio de la acción CLH, se llevó a cabo un análisis de sensibilidad usando la herramienta @Risk, por medio de la cual se identificó la posible variación que pueden presentar la valoración, debido a la incertidumbre que pueden tener las variables y los supuestos del modelo. Para este análisis, se identificaron las distribuciones de probabilidad para cada variable haciendo uso de los valores históricos y de las proyecciones hechas en este modelo. Las variables y criterios para la sensibilización se presentan en la tabla 5.

Tabla 5. Variables y criterios para la sensibilización

	<p>Ventas netas</p> <p>Se aplicó una distribución normal basada en el ajuste realizado por @Risk, y teniendo en cuenta que es la combinación lineal de muchas curvas. La media usada fue \$1.427.498 USD, con una desviación de \$140.695. Estos valores toman como base el promedio de los últimos 4 años de las ventas netas.</p>
	<p>Ka costo del equity no apalancado</p> <p>Se aplicó una distribución uniforme utilizando como mínimo 8,5525 % y un valor máximo de 9,4325 %. Este rango se fundamenta en el Ka calculado para el periodo de proyección, siendo el valor mínimo igual al Ka 2018 y el valor máximo el Ka 2022.</p>



Fuente: elaboración propia, a partir de @Risk.

Como resultado de 10.000 iteraciones a la simulación, se obtuvo que el precio de la acción estará entre \$12.522 COP y \$18.591 COP, con un 90 % de confianza, teniendo como valor promedio \$15.429 COP, como valor mínimo \$10.021 COP y como valor máximo \$23.557 COP (Gráfico 2). Se puede observar que el valor obtenido en la valoración \$15.267 COP está contenido en el intervalo de confianza de la simulación.

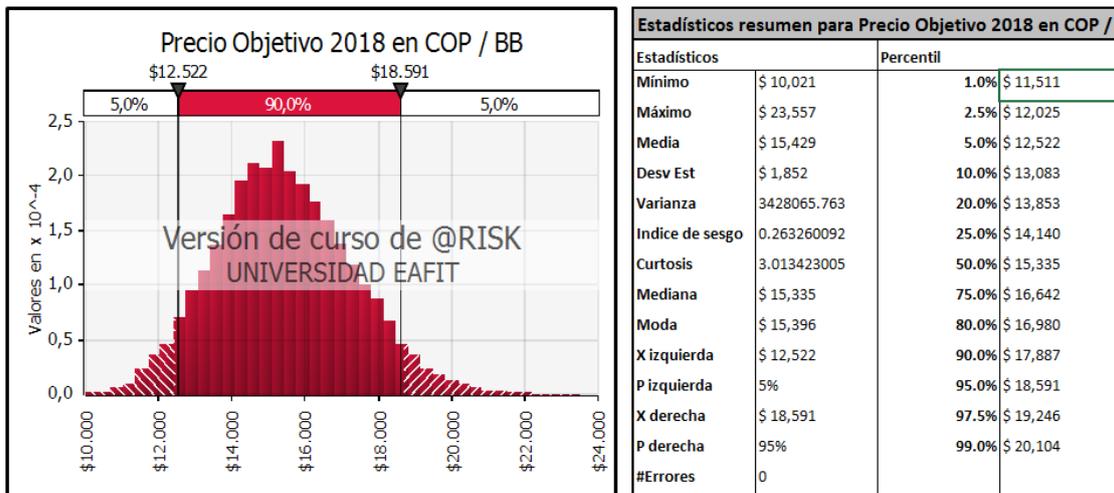


Gráfico 2. Simulación del precio objetivo de 2018 en COP.

Fuente: @Risk.

Otro aspecto importante en la simulación es identificar las variables más influyentes en el precio de la acción; es decir, aquellas que con pequeños cambios pueden generar grandes impactos en la valoración (gráfico 3). Las identificadas para el modelo son: ventas, margen bruto y Ka del período 2022, que es coherente con la significancia del valor terminal en el precio de la acción.

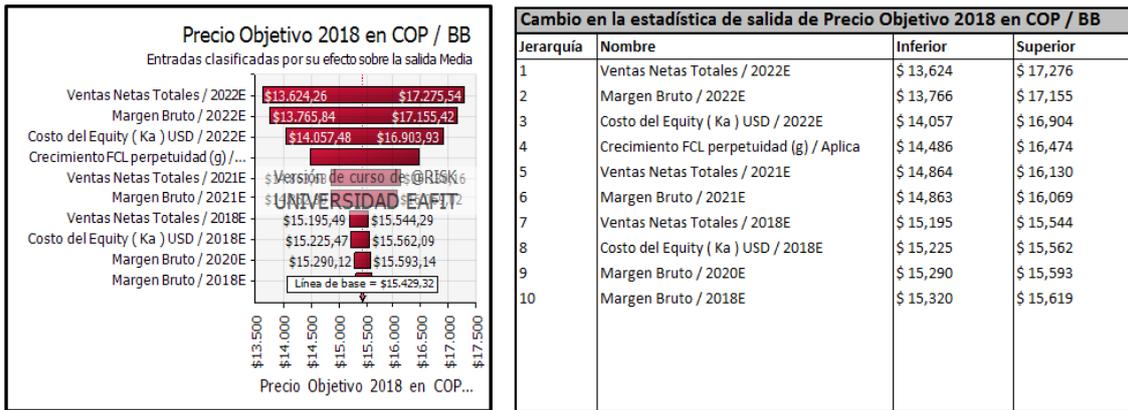


Gráfico 3. Efecto de las variables sobre el precio objetivo de 2018 en COP.

Fuente: @Risk.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Cemex Latam Holding tiene el 80 % de sus ingresos en Colombia, Panamá y Costa Rica, y el 20 % restante en Nicaragua, Guatemala, El Salvador y Brasil. El contexto general de las condiciones económicas de cada una de estas geografías se encuentra a continuación en el gráfico 4.

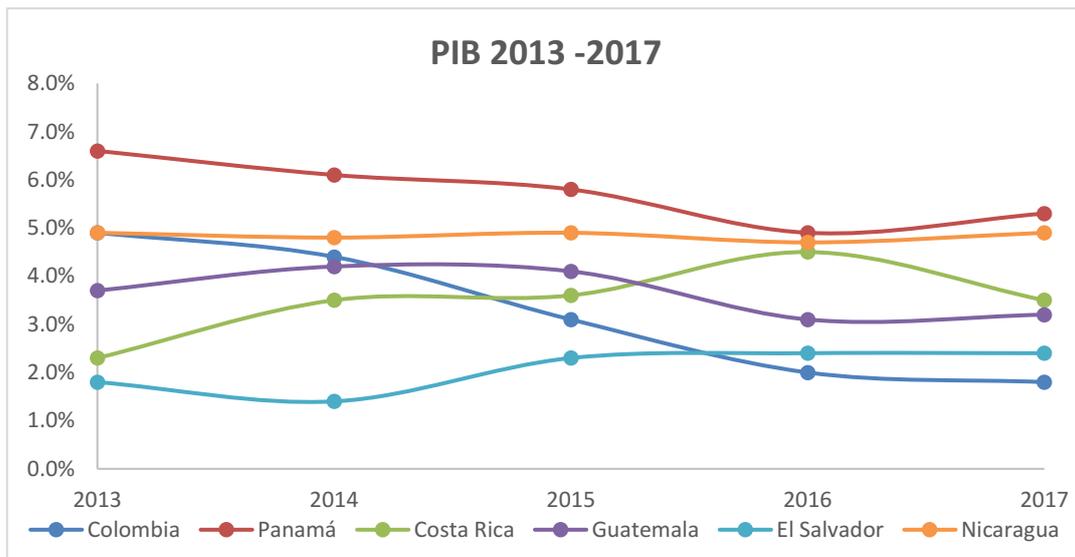


Gráfico 4. PIB 2013-2017.

Fuente: elaboración propia, a partir de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL, 2018).

En 2017 la economía colombiana creció 1,8 %, donde cinco de sus nueve sectores crecieron, y los cuatro restantes decrecieron, siendo el sector de la construcción el tercero en decrecimiento, con el -0,7 % respecto al 2016, explicado por la caída en la construcción de edificaciones en un 10,4 %, y contrarrestado con un aumento del 7,1 % (Dane, 2018) en la construcción de obras civiles. Para 2018 se estima que el crecimiento del PIB sea un 2,5 %, con un crecimiento sectorial más balanceado donde el sector de infraestructura retornará a variaciones positivas cercana al 2,8 %. Lo anterior, sustentado en el avance en las obras 4G, la ejecución de proyectos a nivel departamental y municipal y en condiciones más favorables para la vivienda de estrato medio (Grupo Bancolombia, 2018).

En contraste, la economía panameña presentó un crecimiento de 5,4 % para el año 2017, destacándose positivamente el sector de la construcción con un incremento anual del 8,3 %, que lo sitúa como el tercer sector de mayor crecimiento, con un aporte porcentual del 18,8 % al PIB total. Para el 2017, la dinámica de este sector se debe a la ejecución de inversiones públicas y privadas, principalmente en obras de infraestructura y proyectos de obras residenciales y no residenciales a nivel nacional. Proyectos tales como la línea 2 del Metro, la renovación urbana de la ciudad de Colón y los programas de saneamiento impulsaron el crecimiento del 2017 (INEC Panamá, 2017). Para 2018, se espera un crecimiento del 5,5 % en el PIB total del país, donde el sector de la construcción continuará siendo protagonista con una estimación de crecimiento de un 8 %, basado en la ejecución de proyectos de infraestructura, entre los que se cuentan la construcción del cuarto puente sobre el Canal de Panamá, la ampliación de la carretera Panamá-Arraiján y la extensión de la línea 2 del Metro hasta Tocumen (Cepal, 2017a).

Costa Rica, por su parte, en el 2017 experimentó un crecimiento del 3,2 %, en comparación con un 4,2 % en 2016, como resultado de la contracción de la inversión privada y del impacto de fenómenos naturales adversos. El sector de la construcción, que representa cerca del 4,0 % de la producción total del país, tuvo una variación del -6,4 %, explicado por el decrecimiento de la construcción privada, que se sustenta en la disminución de permisos de construcción, el incremento en la cantidad de proyectos no iniciados y paralizados, la disminución del acceso al crédito financiero y el impacto de los fenómenos naturales (BCCR, 2018). De otro lado, la construcción pública presentó crecimiento, especialmente por la ejecución de obras en edificaciones para la educación superior (Cámara Costarricense de la Construcción, 2017). Para el 2018, se proyecta un crecimiento de la economía costarricense del 3,6 %, donde la construcción retorne a una variación interanual positiva del 1,3 %. Este crecimiento se sustenta en el aumento de las obras públicas, entre las que se destaca la Terminal de Contenedores de Moín (TCM), la infraestructura educativa y los proyectos geotérmicos (Cepal, 2017b). Para el 2019, se prevé un PIB total del 3,9%, con una leve aceleración en el sector de la construcción al 1,5 %, esperando la recuperación en la construcción privada (BCCR, 2018).

Para 2017, Nicaragua reflejó un crecimiento del 4,9 % en su actividad económica, donde el sector de la construcción participó con un 5 % sobre el PIB total, y con variación interanual del 3,1 % (BCN, 2017). Para 2018, se proyecta un crecimiento del PIB de 4,7 %, sustentado en el incremento de las exportaciones, y un crecimiento de la construcción de alrededor de un 8,2 %, como resultado de la ejecución de proyectos en infraestructura pública (BCN, 2018). El Salvador, por su parte, en el 2017 registró un crecimiento del 2,4 % del PIB, sustentado por el comercio, la industria manufacturera y la construcción. Este último sector, explicado por la mayor dinámica en la ejecución de inversiones en infraestructura tanto pública como privada. Se estima que la economía salvadoreña crezca un 2,5% en los años 2018 y 2019 respectivamente, apoyado en la inversión privada y las proyecciones de la economía norteamericana (BCR, 2017). Finalmente, la economía de Guatemala tuvo un crecimiento del 2,8 % para el 2017, donde el sector de la construcción representa apenas un 2,8 % del PIB total, y registra un crecimiento del 2,7 %. Para 2018, se estima un crecimiento del PIB de 3,6 %, como resultado del impulso en el consumo privado y en el incremento del gasto público en infraestructura, donde en el sector de la construcción se proyecta con una variación interanual del 3,1% (Rencinos, 2018).

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

1. Historia, localización e infraestructura

Cemex Latam Holdings es una compañía de materiales para la industria de la construcción, con presencia en Colombia, Panamá, Costa Rica, Nicaragua, El Salvador, Guatemala y Brasil. El origen de Cemex se sitúa en 1906, con la fundación de la planta de Cementos Hidalgo en el norte de México. A finales de los años 60, la compañía inicia su expansión a nivel nacional; en 1976 comienza a cotizar en la Bolsa Mexicana de Valores, y para finales de los años 80 se convierte en una de las diez compañías cementeras más grandes del mundo, al adquirir Cementos Tolteca, el segundo productor más grande de México (Cemex Colombia, s. f.).

Su expansión internacional inicia en 1992 con la entrada en el mercado europeo, al adquirir Valenciana y Sansón, las dos compañías cementeras más grandes de España. En el curso de la década de los 90, la empresa adquiere compañías cementeras en Venezuela y Panamá, y expande sus operaciones al adquirir Balcones, una planta cementera situada en Estados Unidos. Al mismo tiempo, se establece en la región del Caribe al adquirir Cementos Nacionales, la compañía cementera líder en República Dominicana, y se convierte en la tercera compañía cementera más grande del mundo al adquirir Cementos Diamante y Cementos Samper en Colombia. Para finales del siglo XX, inicia operaciones en Asia y África, e inicia la cotización de Cemex en la Bolsa de Valores de Nueva York (Cemex España, s. f.).

En los siguientes años, fortalece su presencia en diferentes países de Centroamérica, el Caribe, Europa y Asia, hasta convertirse en una de las multinacionales líderes del sector, y para el 2012 lanza al mercado la oferta de acciones de su subsidiaria Cemex Latam Holdings S.A., que el 16 de noviembre de 2012 comienza a cotizar en la Bolsa de Valores de Colombia.

Cemex Latam Holdings es una tenedora de participaciones, que opera sus negocios de cemento, concreto premezclado y agregados a través de sus subordinadas directas e indirectas en Latinoamérica (Cemex LatAm Holding, s. f.). Es una sociedad anónima, constituida en España en el 2012, y es subsidiaria directa de Cemex España, quien a su vez es subordinada indirecta de Cemex, S.A.B de C.V., compañía matriz máxima por aproximadamente un 99,9 %. El domicilio de Cemex Latam Holdings está en Madrid, España, y la oficina de Cemex Colombia está en Bogotá, la cual a diciembre 2017 contaba con 4297 empleados.

Cemex Latam Holdings está integrada verticalmente, desde el abasto de materias primas en canteras, hasta la aplicación de productos en soluciones de construcción. Cuenta con 17 canteras de agregados, 21 centros de distribución, 2 terminales marinas/fluviales, 11 plantas de cemento, 46 instalaciones de concreto, 42 plantas móviles de concreto, 3 plantas de mortero seco y 1 planta de aditivos; adicionalmente, cuenta con 327 tiendas Construrama.

2. Análisis FODA: fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas (tabla 6)

Tabla 6. Análisis FODA

Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> Participación en Colombia, Panamá, Costa Rica, Nicaragua, El Salvador, Guatemala y Brasil, diversificando así el riesgo en diferentes mercados. Conocimiento del sector cementero, gracias al respaldo de la casa matriz CEMEX, S.A.B. de C.V, con más de 100 años de experiencia en el mercado. Reconocimiento por sus buenas prácticas de liderazgo y la mejora continua en los procesos productivos en Cemex Nicaragua. Este país le otorgó el Premio Nacional a la Calidad 2017 (Cemex Nicaragua, 2017). Trasformación digital, con la implementación de CEMEX GO, como plataforma integrada para satisfacer las necesidades del cliente (Cemex, 2017). 	<ul style="list-style-type: none"> Mayor ejecución en programa 4G y proyectos de infraestructura en Bogotá. Mejores condiciones económicas impulsadas por mayores precios del petróleo en Colombia. Condiciones más favorables para la vivienda de interés medio, como resultado de subsidios y menores tasas de interés en Colombia (Cemex LatAm Holdings, 2018a). Ejecución de obras de infraestructura en el mediano plazo, en las geografías donde CLH tiene presencia.
Debilidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> Procesos fiscales y legales significativos, que pueden implicar negociaciones o nuevos litigios. La resolución de los casos fiscales y legales en curso pueden abarcar varios años. Suspensión del inicio de operaciones en la planta de Maceo, Antioquia, a la espera de los permisos de operación. Riesgo reputacional debido a la supuesta cartelización entre Cementos Argos, Holcim y Cemex Colombia, e irregularidades en la adquisición de terrenos y títulos mineros para el Proyecto Maceo. 	<ul style="list-style-type: none"> Dinámica competitiva más intensa en Colombia, debido al número de competidores y al liderazgo de Argos en el sector, que genera un 11 % de disminución en los precios en 2016, al igual que un 2 % en 2017. Limitaciones al gasto público en el año electoral 2018, como resultado de la Ley de Garantías en Colombia, al igual que la incertidumbre política en Costa Rica, de cara a la segunda vuelta de las elecciones presidenciales 2018. En Colombia, para el 2019 se proyecta que entre en funcionamiento la planta Cementera de la organización Corona, en alianza con Cementos Molins de España, la cual tendrá la capacidad de producir 1,3 millones de toneladas de cemento anuales (Quintero, 2017).

Fuente: elaboración propia.

3. Productos y servicios

Cemex Latam Holdings le ofrece a la industria de la construcción: cemento, concreto, agregados y mortero, extendiendo su oferta con productos hechos a la medida, según las necesidades de sus clientes. Complementa su presencia en el mercado, con servicios de asistencia técnica y capacitación, concreto en el sitio de obra y gestión integral de los residuos de construcción.

4. Estrategia

El enfoque al cliente es un elemento esencial de Cemex Latam Holdings. Unos de sus pilares estratégicos consisten en convertirse en la compañía más orientada al cliente de esta industria, contribuir al progreso y la competitividad de la región fomentar el bienestar y generar valor para las comunidades. Para conseguirlo, los pilares estratégicos definidos son:

- Ayudar a nuestros clientes a lograr el éxito.
- Valorar a nuestra gente como nuestra principal ventaja competitiva.
- Estar presentes en mercados que están en crecimiento y ofrecen rentabilidad a largo plazo.
- Asegurar que la sostenibilidad sea parte integral de nuestro negocio.

5. Desarrollos recientes

Para finales de 2017, Cemex Latam Holding lanza una plataforma digital llamada Cemex Go, con un enfoque claro centrado en el cliente, para que este disponga de información que le ayude a aumentar su productividad y a tener mayor control de su negocio, a través de una comunicación constante con el representante de ventas y del acceso a la información de sus pedidos en tiempo real (Acis, 2017). Esta plataforma se implementará paulatinamente en todos los mercados de operación, y se estima que alcance su cobertura global a finales de 2018.

En el 2017, Cemex se convierte en la primera compañía en Colombia, en la que el total de la flota de vehículos está certificada en carbono neutro, lo que le vale obtener el Sello Verde de Verdad, otorgado por la compañía ecológica colombiana Ecologic S.A.S. Adicionalmente, fue la compañía fue reconocida en Nicaragua con el Premio Nacional de Calidad, mediante la recertificación de las normas ISO 9001 e ISO 14001, las cuales confirman su optimización de los procesos productivos y administrativos (Cemex Nicaragua, 2017).

6. Análisis de los competidores

De acuerdo con lo reportado por EMIS Benchmark para Colombia en el año 2016, los sectores de “Cemento y Concreto” y “Fabricación de Cemento y Concreto” abarcan un total de 214 empresas, de las cuales cinco cementeras concentran el 80 % de las ventas totales (tabla 7). Cementos Argos se ubica en el primer lugar de ventas con un 37 % de participación, seguido de Cemex Colombia S.A., con 24 %, y Holcim, con un 8 %.

Tabla 7. Ranking empresas cementeras en Colombia 2016

Empresas	Ventas 2016 (miles USD)	% partic.	% partic. acum.
Cementos Argos S.A.	1.059.686	37,2%	37,2%
Cemex Colombia S.A.	683.197	24,0%	61,2%
Holcim (Colombia) S.A.	230.837	8,1%	69,3%
Ultracem S.A.S.	138.199	4,8%	74,1%
Eternit Colombiana S.A.	91.260	3,2%	77,3%
Cementos San Marcos S.A.	65.784	2,3%	79,6%
Skinco Colombit S.A.	61.455	2,2%	81,8%
Cementos Tequendama S.A.S.	47.409	1,7%	83,4%
Concreteira Tremix S.A.S.	40.267	1,4%	84,9%
Gyplac S.A.	23.379	0,8%	85,7%

Fuente: elaboración propia, a partir de EMIS Benchmark.

Para el año 2019 se proyecta la entrada en funcionamiento de la planta cementera de la organización Corona, en alianza con Cementos Molins de España, estimando una participación de un 7 % del mercado nacional, cuando el país va a estar en plena ejecución de las obras de cuarta generación (4G) (Quintero, 2017).

En Panamá su principal competidor es Cementos Argos, que para el cierre de 2016 contaba con un 44 % de participación en el mercado, donde Cemex es el líder del mercado, tanto en cemento como en concreto premezclado. En Costa Rica, por su parte, el mercado del cemento se caracteriza por una estructura duopólica entre la firma suiza Lafarge Holcim y Cemex, que participa con un 43%; sin embargo, para 2018 se proyecta la entrada del nuevo competidor Cementos Fortaleza, de origen mexicano (Flores, 2017).

En el caso de Nicaragua, las principales productoras de cemento son Cemex y Holcim, teniendo Cemex el 60 % de la producción de cemento nacional (González, 2017). Por su parte, Holcim y Cementos Progreso son los principales competidores de Cemex en El Salvador y Guatemala, respectivamente.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Cemex Latam cuenta con un sistema de código de buen gobierno corporativo adaptado a las mejores prácticas internacionales (Cemex LatAm Holding, s. f.). Algunas de estas prácticas son:

- Reglamento de la Junta General de Accionistas y Reglamento del Consejo de Administración.
- Cuatro Comisiones del Consejo de Administración: Comisión Ejecutiva, Comisión de Auditoría, Comisión de Nombramientos y Retribuciones y Comisión de Gobierno Corporativo.
- Nombramiento de un consejero independiente especialmente facultado y un oficial de cumplimiento.

- Aprobación de un código de ética y conducta Cemex, que aplica a todos los empleados, incluyendo a la alta gerencia.
- Celebración de un acuerdo marco con Cemex, S.A.B. de C.V. y con Cemex España S.A., para regular de forma clara y transparente las relaciones en diversas materias entre la Sociedad y sus subsidiarias.
- Creación de una oficina de atención al accionista y de un área de relaciones con inversionistas, como departamentos responsables de la comunicación y la atención permanente tanto a estos como a los analistas y los terceros.
- Informe anual de gobierno corporativo.
- Implementación de procesos de control interno y mecanismos adecuados para revelar y certificar la veracidad de la información financiera.
- Creación de una página web corporativa, en la que está disponible información sobre diversas materias.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

La acción de Cemex Latam Holding cotiza en la Bolsa de Valores de Colombia desde noviembre de 2012, bajo el nemotécnico de CLH, y forma parte del COLCAP, con una participación de 1,77 %. En el último año (2 de enero de 2017 a 2 de enero de 2018) se han negociado en promedio 293.894 acciones que equivalen a un volumen promedio de 3.284'186.889 COP. Con un total de 556,7 millones de acciones en circulación, presenta 128,8 millones de libre flotación que representa un 23,1% al cierre de año 2017.

En el gráfico 5, se presenta la composición accionaria a 31 diciembre 2017, donde se observa que Cemex España S.A. posee el 73 % de las acciones; le sigue el Fondo de pensiones Porvenir, con un 4 %, y el Fondo de pensiones Protección, con un 3 %.

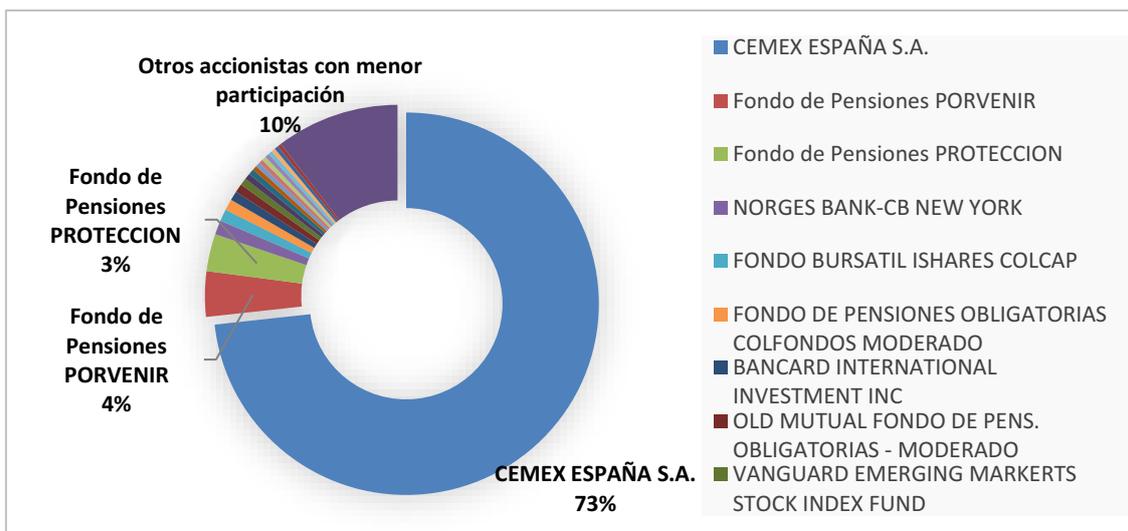


Gráfico 5. Composición accionaria CLH

Fuente: elaboración propia, a partir de Cemex LatAm Holdings (2017).

En los últimos años se ha decretado la no distribución de dividendos, en concordancia con los lineamientos estratégicos de disminución de la deuda, para recuperar el grado de inversión. Adicional a esto, los diferentes procesos fiscales y legales en los cuales está involucrado CLH han requerido el pago de multas que condicionan más aún el reparto de utilidades a través de dividendos, por lo cual no se espera que para 2018 se distribuyan ganancias.

RIESGOS DE INVERSIÓN

La gestión del riesgo de Cemex se lleva a cabo de forma conjunta y coordinada por los distintos departamentos: finanzas, contraloría, control interno, auditoría interna, planificación estratégica, fiscal y asesoría jurídica, con base en las políticas, procedimientos y sistemas adoptados por la compañía y demás entidades del grupo Cemex, bajo la supervisión de la alta dirección (Cemex LatAm Holdings, 2016).

Los principales riesgos a los que está expuesto Cemex Latam Holding, y que influyen en su valor, son:

Riesgo de mercado: durante los últimos tres años Cemex ha experimentado alta competitividad en precios, principalmente en Colombia y Panamá, lo que impacta directamente su nivel de ingresos. Así mismo, la desaceleración económica de los países donde Cemex tiene presencia, asociada a la ejecución de la inversión pública en proyectos de infraestructura y obras civiles, condicionan los resultados estimados para la Compañía. Cemex mitiga este riesgo a través de su estrategia *value-before-volume*, ofreciendo productos y servicios de valor agregado que asocien precios acordes a esta oferta diferenciada, y declarando enfoque primordial el servicio al cliente.

Riesgo de tipo de cambio: la Compañía está expuesta al riesgo de tipo de cambio por tener operaciones en países con monedas distintas al dólar, que es su moneda funcional. Cemex no tiene establecidas coberturas de moneda extranjera con instrumentos derivados, dado que define estrategias orientadas a lograr coberturas naturales, tales como evitar la concentración de clientes en un determinado mercado o alinear el portafolio de monedas en los que se incurre en deuda, con aquellas en que se obtienen los flujos de efectivo (Cemex LatAm Holdings, 2018b).

Frente a otros activos y pasivos monetarios denominados en monedas extranjeras, la política de la Compañía es asegurar que su exposición neta se mantenga en un nivel aceptable, comprando o vendiendo monedas extranjeras a tasas al contado, cuando sea necesario para abordar los desequilibrios de corto plazo.

Riesgo de escasez de recursos naturales: las principales materias primas para producir cemento son la caliza y la arcilla, que por ser recursos naturales tienen incorporado el riesgo de desabastecimiento (Lozano y Novoa, 2016). Cemex mitiga este riesgo con sus 17 canteras de agregados propias, y definiendo los respectivos planes de rehabilitación que le permitan abastecerse de materia prima.

Riesgo operativo: Cemex, al ser una empresa integrada verticalmente, que incluye desde el abasto de materias primas hasta la aplicación de productos en soluciones de construcción, pasando por la producción de cemento, concreto y mortero, así como por los procesos de logística y transporte, gestiona en mayor parte la cadena de valor desde el interior de la organización, mitigando así los riesgos operativos que puedan presentarse en el desarrollo de los procesos.

Riesgo financiero: la compañía enfrenta una serie de riesgos debido al uso de instrumentos financieros, que son: riesgo de crédito, riesgo de tasa de interés, riesgo de capital y riesgo de liquidez (Cemex LatAm Holdings, 2018b).

Riesgo de crédito: se origina principalmente en las cuentas por cobrar. Cemex mitiga este riesgo estableciendo políticas para autorizar créditos, exigiéndoles a sus clientes y contrapartes garantías cuando sean necesarias, y haciéndole seguimiento constante a su comportamiento de pagos.

Riesgo de tasa de interés: Cemex está sujeto a la volatilidad de las tasas de interés variables en su deuda a largo plazo, por lo cual administra este riesgo balanceando su exposición a tasas de interés, fijas y variables, al tiempo que intenta reducir el gasto financiero. Igualmente, cuando se identifica que la tasa fija de una deuda es más alta que la tasa actual de mercado, la Compañía gestiona la renegociación de los términos o la recompra de la deuda, siempre y cuando el beneficio esperado por la reducción de tasa de interés sea mayor que los gastos necesarios en la renegociación o recompra.

Riesgo de liquidez: es el riesgo de que la Compañía no tenga suficientes recursos para cubrir sus obligaciones. Cemex define su política de liquidez de acuerdo con el flujo de capital de trabajo, apoyándose en la elaboración de flujos de caja y de presupuestos revisados periódicamente, lo cual permite determinar la posición de tesorería para atender las necesidades de liquidez.

Riesgo de capital: al cierre de 2017 la Compañía no tenía instrumentos financieros o transacciones en acciones de la casa matriz, ya sea de alguna subsidiaria de Cemex Latam Holding o de terceros, por lo cual no hay afectación en los flujos de efectivo esperados de la Compañía, por cambios en el precio de dichas acciones.

Riesgo legal o de regulación: Cemex está involucrado en procesos fiscales y legales significativos en Colombia, Panamá y Costa Rica, donde la resolución de los casos en curso podría requerir varios años, que implicarían negociaciones o nuevos litigios. Se destaca la multa de la Superintendencia de Industria y Comercio emitida en diciembre de 2017, asociada a la cartelización del cemento y a los diferentes procesos en curso referentes a las irregularidades comerciales en el proyecto Maceo, Antioquia. La compañía estima la probabilidad del resultado futuro de cada caso, y registra una provisión para cubrir las contingencias fiscales y legales que considere probables, lo cual queda condicionado al criterio propio de Cemex.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Supuestos de operación

Ventas estimadas

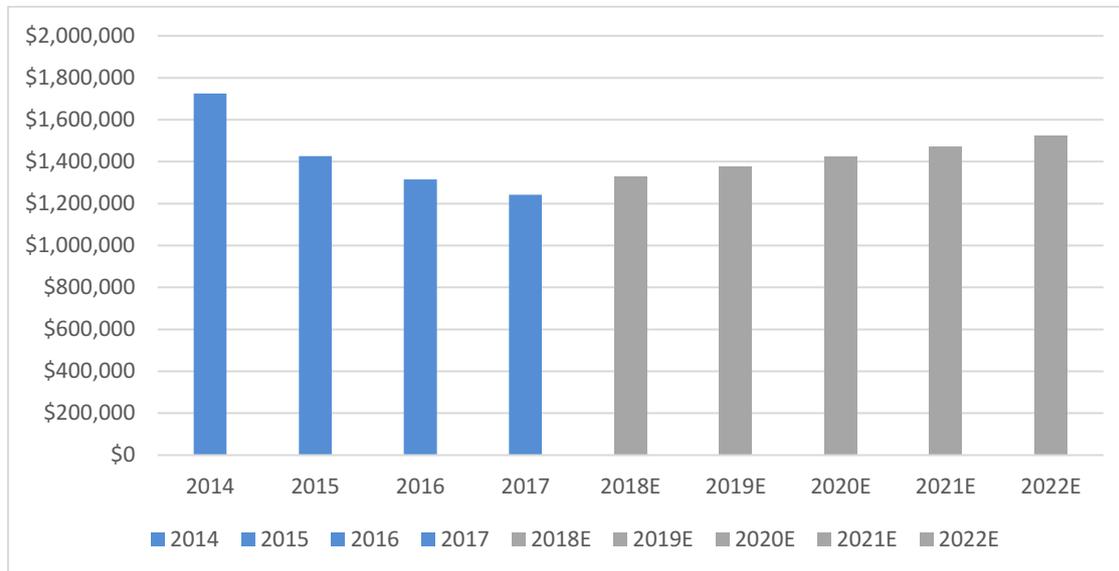


Gráfico 6. Ventas netas totales estimadas.

Fuente: elaboración propia.

El crecimiento de las ventas de Cemex Latam Holding se estimó a partir del análisis de los grupos de productos que ofrece la compañía: cemento, concreto, agregados y otros, en conjunto con el análisis de crecimiento económico en las regiones donde opera la compañía: Colombia, Panamá y Costa Rica, y el resto de CLH (Guatemala, El Salvador, Brasil y Nicaragua). Luego de usar las proyecciones del PIB total y del PIB del sector de la construcción, de identificar el peso que cada región tiene en los productos y de estimar el precio a partir del promedio registrado en los últimos dos años según la estrategia *value-before-volumen*, se proyecta un crecimiento aproximado del 4,2 % en los próximos cinco años (gráfico 6), basado en las siguientes expectativas:

- Colombia, que representa el 45,5 % de las ventas totales de la compañía, tiene condiciones favorables para proyectos de vivienda de estrato medio, mayores ejecuciones en los programas 4G y proyectos de infraestructura en Bogotá, tales como: construcción del Metro, mejoramiento vial, renovación urbana, espacios públicos, servicios públicos e infraestructura educativa.
- Panamá, que representa el 21,4 % de las ventas totales, está a la espera de que en el mediano plazo las obras públicas estén respaldadas por finanzas públicas, para llevar a cabo inversiones potenciales para construir la tercera línea del Metro, el cuarto puente sobre el Canal, la Carretera Corredor Norte y una planta de gas natural en Isla Margarita.
- Costa Rica, que representa el 12 % de las ventas totales, espera tener un crecimiento similar al de los años anteriores, impulsado por los proyectos Oxígeno, la Circunvalación Norte y la Ruta 32 (100 km), y proyectos de hoteles, bodegas, obras en universidades públicas y desarrollos residenciales.

- En el resto de los países donde tiene presencia CLH, que representa el 21,1 % de las ventas totales, se espera: en Nicaragua, el aumento en la demanda gracias a la construcción de la carretera Mulukuku y la carretera Bluefields; y en Guatemala, por su parte, que la demanda de cemento siga siendo impulsada por las obras residenciales, industriales y comerciales.

Costos

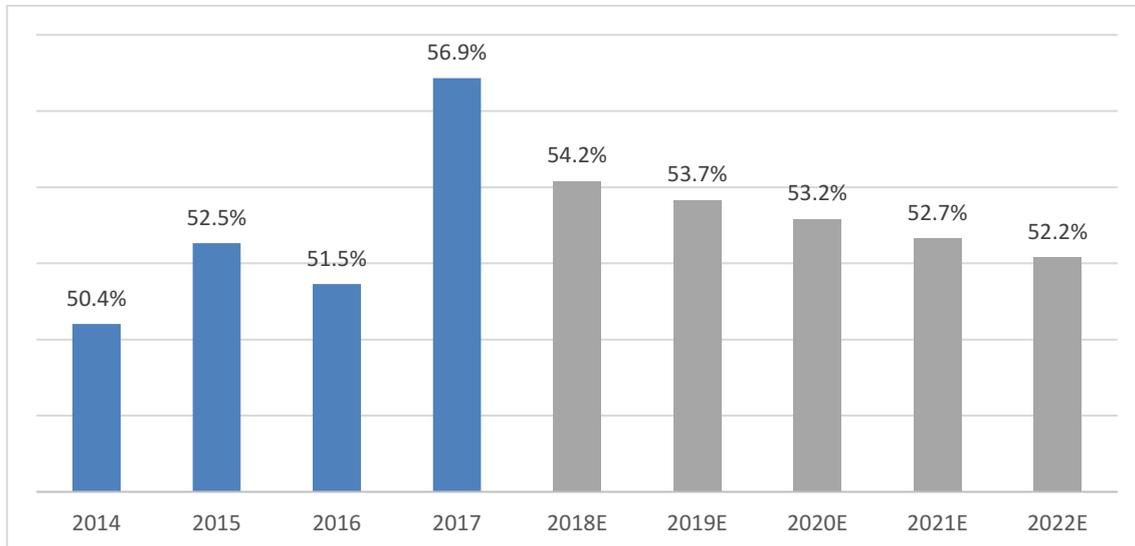


Gráfico 7. Porcentaje de costos sobre ventas.

Fuente: elaboración propia.

La reducción de costos es un pilar estratégico definido por la casa matriz, y, en consecuencia, de Cemex Latam Holding. En el gráfico 7, la contención de costos en el 2016 se ve reflejada como resultado del aumento de la eficiencia de hasta de un 89 % en los hornos, la optimización de energía y las eficiencias operativas a lo largo de la cadena de suministro. Para el 2017, el incremento es de 5,4 puntos porcentuales, explicado principalmente por el mayor costo de los combustibles, un mayor factor clínker y el cambio de la fuente de caliza en Panamá, y destacando que, mientras menor sea el nivel de ventas, aumentan porcentualmente los costos fijos de producción sobre la venta.

Como estrategia para los próximos tres años, Cemex define aumentar a un 20 % el uso de combustibles alternos, en comparación con el 10 % registrado en 2017; reducir el factor de clínker, del 73 % en 2017, a 72 % en 2020, para liberar 100.000 toneladas de clínker por año y, a su vez, obtener ahorros potenciales en el costo de producción a través de la compra de repuestos en países de bajo costo.

Teniendo estas estrategias en el marco general de reducción de costos y estimando unas ventas crecientes al 2022, se proyecta que el porcentaje de participación de costos disminuya un 2,7 % para 2018, y en los años siguientes presente una recuperación gradual de 0,5 % interanual.

Gastos de administración y de comercialización

Los gastos operacionales no han presentado variación importante en el período 2014-2017; por lo tanto, se asume el promedio de estos últimos años como porcentaje sobre ventas, donde los gastos de administración corresponden a 15,1 %, y los gastos de distribución, al 7,6 %.

CAPEX y activos fijos

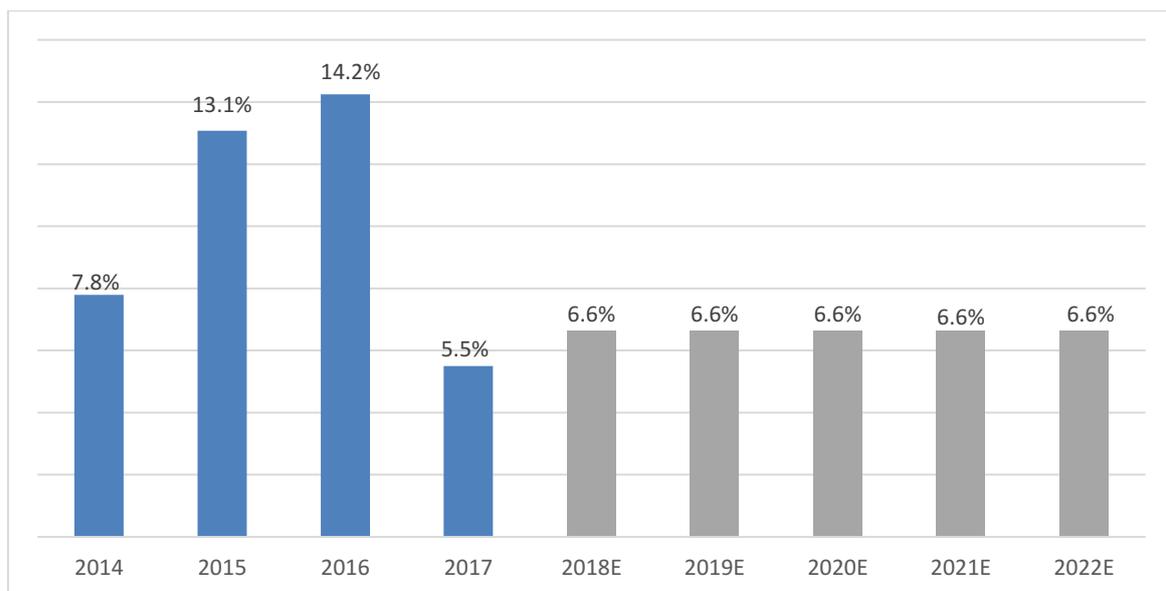


Gráfico 8. Reinversión sobre ventas.

Fuente: elaboración propia.

El porcentaje de reinversión de 2015 y 2016 presentado en el gráfico 8, se explica por la ejecución de dos grandes proyectos: la construcción de una nueva planta de cemento en Maceo (Colombia), con una capacidad aproximada de 1,1 millones de toneladas y una inversión de 333 millones de dólares (el inicio de su operación comercial se encuentra sujeto a los resultados de los procesos legales asociados a permisos de operación), y la construcción de un molino de cemento en Nicaragua, con capacidad de molienda de 440 mil toneladas por año, y una inversión de 22 millones de dólares. En 2017 se amplía la planta Arizona, ubicada en el Puerto de San José (Guatemala), con una inversión de 3,7 millones de dólares (Construir, 2017), cuyo objetivo es incrementar la producción en 10% y aumentar a 46 % la capacidad de ensacado de producto.

Excluyendo el comportamiento de 2015 y 2016, dados los proyectos específicos mencionados y el estado actual del proyecto Maceo, se estima un porcentaje de reinversión del 6,6 % en los años de proyección, porcentaje coherente con un capex estratégico moderado y un capex de mantenimiento suficientes para el desarrollo de las operaciones.

Capital de trabajo

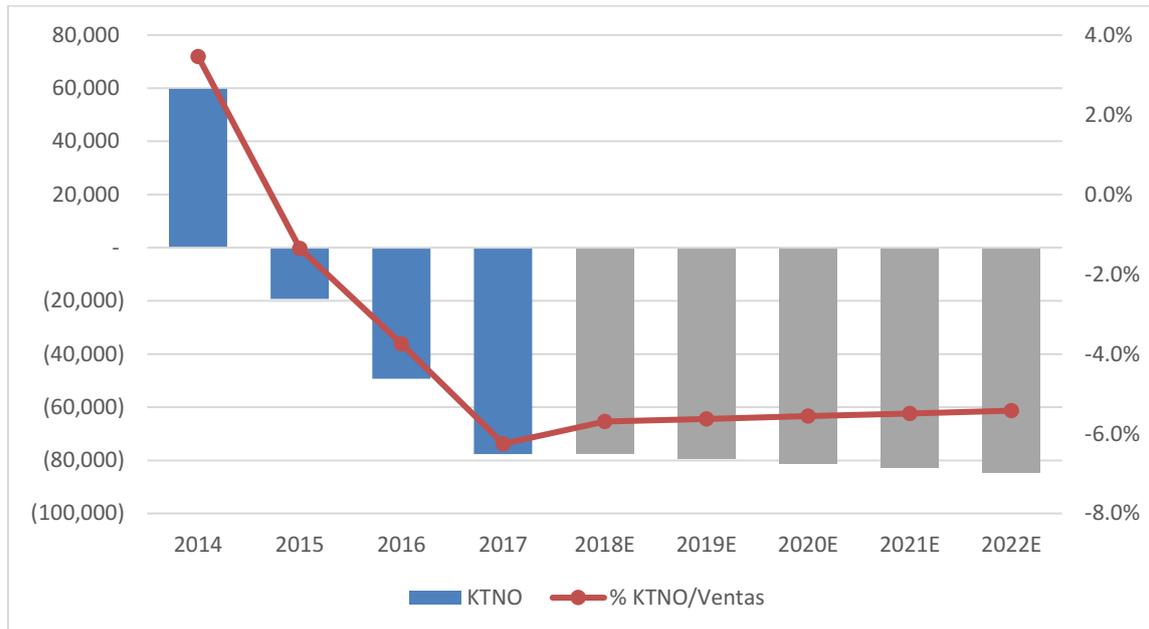


Gráfico 9. KTNO y porcentaje de KTNO sobre ventas.

Fuente: elaboración propia.

Con el objetivo claro de alcanzar un capital de trabajo negativo, Cemex ha gestionado positivamente en los últimos tres años la rotación de sus cuentas por pagar, al pasar de 43 días en 2014 a 85 días en 2017, siendo esta cuenta la de mayor impacto en la evolución anual del KTNO (gráfico 9).

De acuerdo con la estrategia de optimización del capital de trabajo, se proyecta una mejora de cinco días adicionales para llegar a una rotación 90 días promedio en los años de proyección. La rotación de las cuentas por cobrar y la rotación de inventario se proyectan con el promedio de los últimos cuatro años, igual a 27 días y 41 días respectivamente, siendo este un nivel de gestión óptimo para el sector de la construcción. Finalmente, otras cuentas y gastos acumulados por pagar se proyectan con el promedio del porcentaje sobre las ventas del período 2014-2017. Estas estimaciones se traducen en mantener el nivel de gestión en KTNO alcanzado en 2017, con una participación del -5,6% promedio sobre los ingresos obtenidos en el período 2018-2022.

Estructura financiera

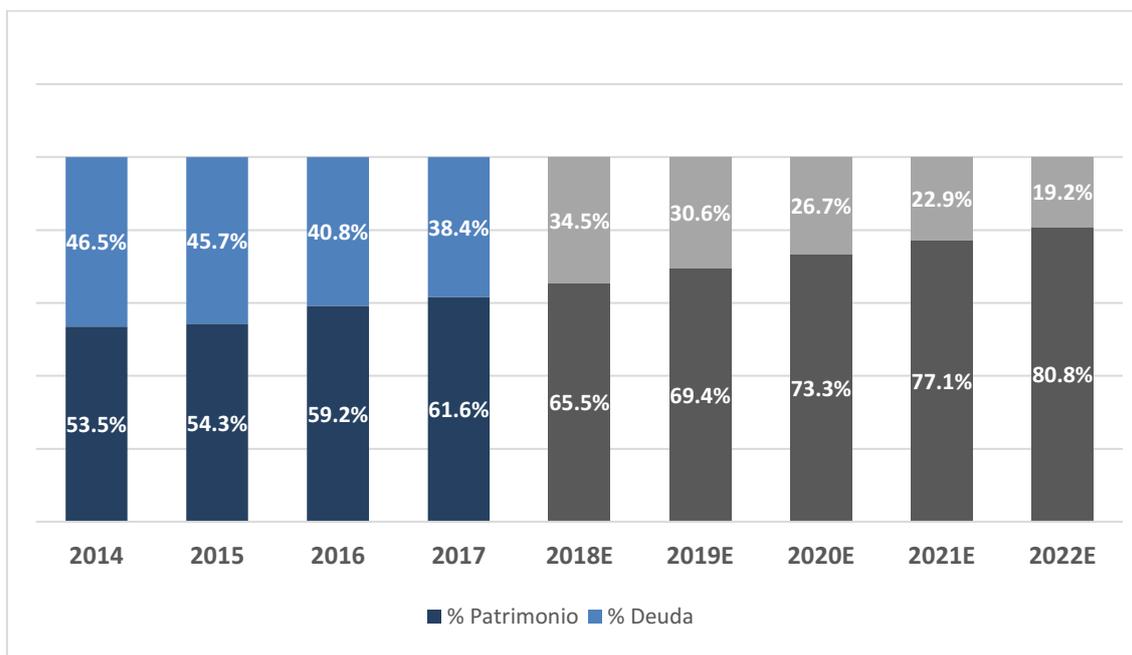


Gráfico 10. Estructura de capital.

Fuente: elaboración propia.

Durante los últimos cuatro años Cemex Latam Holdings ha reducido en promedio un 2,7 % su deuda financiera sobre el capital invertido, en concordancia con la estrategia definida por la casa matriz, para recuperar el grado de inversión (gráfico 10). En línea con dicha estrategia, se proyecta que el neto entre pagos y préstamos financieros sea el promedio registrado en los dos últimos años, moderando de esta manera su sostenibilidad en los años siguientes. Es así como se estima un indicador deuda/Ebitda de 2,2x para 2018 y de 1,1x para 2022; una cobertura de intereses Ebitda del 6,7x y 12,9x, y que el ratio deuda/patrimonio pase, de 62,2 % en 2017, a 23,7 % en 2022.

El costo de la deuda se proyecta como el promedio entre 2014 y 2017 del gasto financiero/deuda financiera igual a 6,7 %, y con esta tasa se afecta la deuda financiera proyectada para obtener el gasto financiero estimado para 2018-2022.

Impuestos

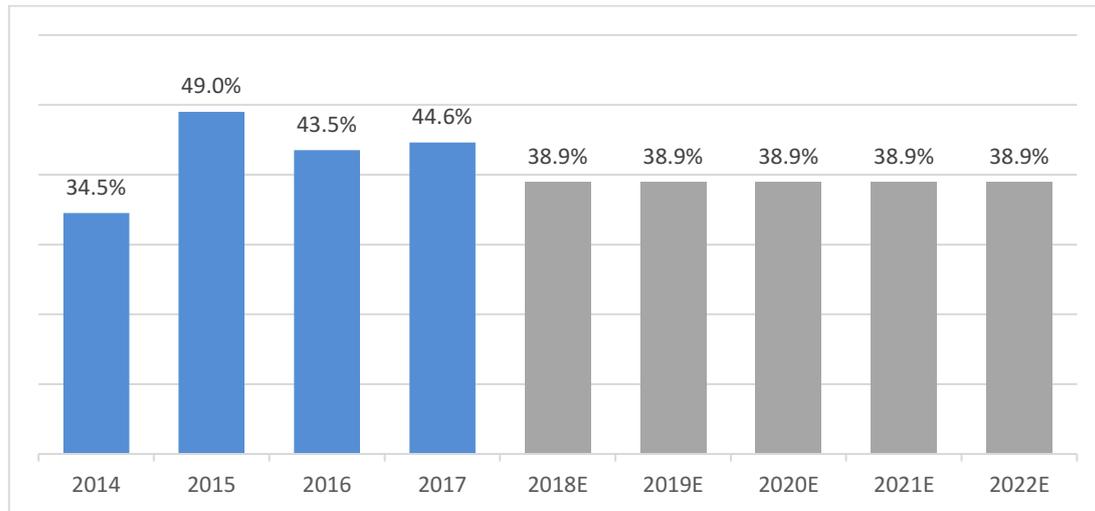


Gráfico 11. Tasa de impuestos efectiva consolidada.

Fuente: elaboración propia.

Los impuestos de Cemex Latam Holding se dividen en: tasa de impuestos vigente en España (representa el 64 % del total de impuestos), otros ingresos no gravables, gastos y otras partidas no deducibles, beneficios fiscales no contables, efecto cambio de tasa e impuesto a la riqueza, entre otros. La proyección de impuestos está basada en los siguientes aspectos:

- A partir del 1 enero de 2015, en España las reformas a la Ley del Impuesto sobre Sociedades redujeron la tasa de impuestos del 28 % al 25 %.
- A partir del 1 de enero de 2015 entró en vigor en Colombia el impuesto a la riqueza, el cual tuvo vigencia entre 2015 y 2017. Por lo tanto, no se tiene en cuenta en las proyecciones para 2018-2022.
- El impuesto por efecto de la tasa de cambio incluye los efectos por las diferentes tasas de impuestos a la utilidad vigentes en los países donde Cemex Latam Holding tiene operación; por lo tanto, se asume el promedio en el comportamiento de los últimos tres años en la proyección 2018-2022.

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

Páginas de Cemex disponibles en:

- <https://www.Cemex.com>
- <http://www.Cemexlatam.com>
- <http://www.Cemexcolombia.com>
- <http://www.Cemexnicaragua.com>
- <http://www.Cemex.es>

Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Disponible en <https://www.bvc.com.co>

Bloomberg. Disponible en <https://www.bloomberg.com/>

Dane. Disponible en <http://www.dane.gov.co>

Bancos Centrales:

- Costa Rica. Disponible en <http://www.bccr.fi.cr>
- Nicaragua. Disponible en <http://www.bcn.gob.ni>
- El Salvador. Disponible en <http://www.bcr.gob.sv>
- Guatemala. Disponible en <http://www.banguat.gob.gt>
- Colombia. Disponible en <http://www.banrep.gov.co/>

Emis Benchmark. Disponible en <https://www.emis.com/benchmark>

Referencias bibliográficas

Acis (noviembre, 2017). *CEMEX presenta el futuro: CEMEX Go*. Disponible en <http://www.acis.org.co/portal/content/Cemex-presenta-el-futuro-Cemex-go>

Banco Central de Costa Rica – BCCR (2018). *Programa Macroeconómico 2018-2019*. Disponible en <https://activos.bccr.fi.cr/sitios/bccr/publicaciones/DocPoliticaMonetariaInflacin/P M2018-2019.pdf>

Banco Central de la República Dominicana – BCRD (2018). *EMBI Global Diversified Subindices*. Disponible en www.bancentral.gov.do/entorno_int/Serie_Historica_Spread_del_EMBI.xlsx

Banco Central de Nicaragua – BCN (2018). Gobierno de Nicaragua y FMI finalizaron evaluación general de economía y perspectivas. *Notas de Prensa*. Disponible en http://www.bcn.gob.ni/divulgacion_prensa/notas/2018/noticia.php?nota=670

Banco Central de Nicaragua – BCN (2017). *Producto interno bruto: enfoque de la producción*. Disponible en http://www.bcn.gob.ni/divulgacion_prensa/notas/2017/PIB.pdf

Banco Central de Reserva de El Salvador – BCR (diciembre, 2017). *Banco Central proyecta crecimiento económico de 2.4% para 2017 y 2.5% en 2018*. Disponible en http://www.bcr.gob.sv/esp/index.php?option=com_k2&view=item&id=1093:bancentral-proyecta-crecimiento-econ%C3%B3mico-de-24-para-2017-y-25-en-2018&Itemid=168

Cámara Costarricense de la Construcción (diciembre, 2017). Informe económico del sector construcción. Disponible en <http://www.construccion.co.cr/Multimedia/Archivo/3039>

- Cemex (6 de noviembre, 2017). CEMEX presenta el futuro: CEMEX Go. *Comunicados*. Disponible en https://www.cemex.com/es/sala-de-prensa/comunicados/-/asset_publisher/nnqyAoJ3dM7x/content/cemex-delivers-the-future-cemex-go
- Cemex Colombia (s. f.). Nuestra empresa. *ETHOSline*. Disponible en <http://www.Cemexcolombia.com/NuestraEmpresa/Historia.aspx>
- Cemex España (s. f.). Nuestra historia. *Acerca de CEMEX*. Disponible en <http://www.Cemex.es/GB/NuestraHistoria.aspx>
- Cemex LatAm Holding (s. f.). Estructura Corporativa. *Inversionistas*. Disponible en <http://www.Cemexlatam.com/ES/Inversionistas/EstructuraCorporativa.aspx>
- Cemex LatAm Holding (s. f.). Código de Buen Gobierno Corporativo. *Inversionistas*. Disponible en <http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/GobiernoCorporativo.aspx>
- Cemex LatAm Holdings (8 de febrero, 2018a). Resultados 4T17. Disponible en http://www.Cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/2017/4Q17CLHresults_Spanish.pdf
- Cemex LatAm Holdings (8 de febrero, 2018b). Estados financieros consolidados 31 de diciembre 2017. Disponible en http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/ConsolidatedFinancialStatements4T17_ESP.pdf
- Cemex LatAm Holdings (31 de diciembre, 2017). Información sobre los 20 principales accionistas por tipo de acción. Disponible en <http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/Accionistas.aspx>
- Cemex LatAm Holdings (31 de diciembre, 2016). Cuentas Anuales 2016. Disponible en <http://www.cemexlatam.com/InvestorCenter/files/197.pdf>
- Cemex Nicaragua (20 de diciembre, 2017). CEMEX recibe reconocimiento por excelencia en calidad de sus productos. *Sala de Prensa*. Disponible en <http://www.cemexnicaragua.com/SalaPrensa/Comunicados/Comunicado20171220.aspx>
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe – Cepal (2018). *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe*. Santiago: Naciones Unidas. Disponible en https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/42651/114/S1701283_es.pdf
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe – Cepal (2017a). Panamá. *Balance preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe*. Santiago: Naciones Unidas. Disponible en https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/42651/69/BPE2017_Panama_es.pdf
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe – Cepal (2017b). Costa Rica. *Balance preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe*. Disponible en https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/42651/78/BPE2017_CostaRica_es.pdf

- Construir América Latina y el Caribe (30 de marzo, 2017). *Empresa cementera aumentará capacidad de producción anual a 545.000 toneladas en Guatemala*. Disponible en <https://revistaconstruir.com/empresa-cementera-aumentara-capacidad-produccion-anual-545-000-toneladas-guatemala/>
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Tercera Edición. Wiley Finance, 398.*
- Damodaran, A. (2018). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Disponible en http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Dane (15 de febrero, 2018). *Producto interno bruto (PIB). Cuarto trimestre 2017 y año 2017. Comunicado de prensa COM-030-PD-001-r-001 V5*. Disponible en http://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/pib/cp_PIB_IVtrim17_oferta.pdf
- Flores B. (2 de octubre, 2017). *Cementos Fortaleza competirá con Holcim y Cemex en 2018. La República Net*. Disponible en <https://www.larepublica.net/noticia/cementos-fortaleza-competira-con-holcim-y-cemex-en-2018>
- García Serna, O. L. (2003). *Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA*. Medellín: Digital Express.
- González, D. (3 de mayo, 2017). *Producción de cemento crece en Nicaragua. La Prensa*. Disponible en <https://www.laprensa.com.ni/2017/05/03/economia/2223189-cementeros-crecen-en-nicaragua>
- Grupo Bancolombia (31 de enero, 2018). *Actualización de proyecciones económicas Colombia. Primer trimestre de 2018*. Disponible en <https://connections.grupobancolombia.com/files/basic/anonymous/api/library/d79759b7-d193-4c70-9fbd-063f6c641d89/document/55d9d62f-9ad1-414d-b5f0-42dbc9d9ebd7/media>
- Instituto Nacional de Estadística y Censo – INEC Panamá (2017). *Cifras estimadas del producto interno bruto de la República, a precios corrientes y en medidas de volumen encadenadas con año de referencia 2007, anual y trimestral: año 2017*. Disponible en <https://www.contraloria.gob.pa/inec/archivos/P8571COMENTARIO.pdf>
- Lozano, E., y Novoa, E. (30 de junio, 2016). *Reporte Burkenroad Cementos Argos*. Disponible en https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/11262/Edwin_LozanoGarcia_Edwin_NovoaDuarte_2016.pdf?sequence=2
- Quintero, A. (11 de enero, 2017). *Corona va por 7% del mercado de cemento. La República*. Disponible en <https://www.larepublica.co/empresas/corona-va-por-7-del-mercado-del-cemento-2458401>
- Rencinos, S. (24 de enero, 2018). *Desempeño macroeconómico 2017, perspectivas 2018 y revisión de la política monetaria, cambiaria y crediticia para 2018* (presentación en PowerPoint). Banco de Guatemala e ICEPYME. Disponible en <http://www.banguat.gob.gt/publica/conferencias/cbanguat638.pdf>
- Standard & Poor's Global Ratings (20 de septiembre, 2017). *S&P Global Ratings sube calificaciones de CEMEX y las retira de su Listado de Revisión Especial por*

mejora continua en indicadores de apalancamiento; la perspectiva es estable.
Comunicado de prensa. Disponible en https://www.bmv.com.mx/docs-pub/eventoca/eventoca_781289_2.pdf

BALANCE HISTÓRICO. Miles de dólares (000 USD)

<u>Balance generales consolidados</u>	2014	2015	2016	2017
ACTIVO				
ACTIVO CIRCULANTE				
Efectivo y equivalentes a efectivo	\$51,772	\$53,635	\$44,907	\$45,154
Clientes, neto	\$122,003	\$91,568	\$100,344	\$115,475
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	\$270	\$3,222	\$4,484	\$9,647
Otras cuentas por cobrar	\$19,523	\$12,694	\$16,854	\$14,834
Anticipos de impuestos	\$13,959	\$25,695	\$11,940	\$33,757
Inventarios, neto	\$102,821	\$86,134	\$71,595	\$82,675
Otros activos circulantes	\$18,347	\$14,421	\$11,247	\$25,745
Total activo circulante	\$328,695	\$287,369	\$261,371	\$327,287
ACTIVO NO CIRCULANTE				
Otras inversiones y cuentas por cobrar	\$24,215	\$20,868	\$13,186	\$10,319
Propiedades, maquinaria y equipo, neto	\$1,114,921	\$1,093,359	\$1,236,150	\$1,250,521
Depreciación y amortización acumulada				
Crédito mercantil, activos intangibles y activos diferidos, neto	\$2,005,474	\$1,786,895	\$1,773,548	\$1,694,998
Impuestos diferidos	\$10,635	\$8,439	\$10,391	\$10,864
Total activo no circulante	\$3,155,245	\$2,909,561	\$3,033,275	\$2,966,702
TOTAL ACTIVOS	\$3,483,940	\$3,196,930	\$3,294,646	\$3,293,989
PASIVOS				
PASIVO CIRCULANTE				
Deuda a corto plazo	\$5,259	\$8,067	\$24,050	\$17,523
Proveedores	\$103,095	\$120,274	\$151,447	\$165,969
Cuentas por pagar a partes relacionadas	\$165,246	\$268,512	\$171,054	\$358,134
Impuestos por pagar	\$71,303	\$50,634	\$41,493	\$31,341
Otras cuentas y gastos acumulados por pagar	\$62,010	\$76,758	\$69,819	\$109,870
Total pasivo circulante	\$406,913	\$524,245	\$457,863	\$682,837
PASIVOS A LARGO PLAZO				
Deuda a largo plazo	\$10,510	\$8,046	\$529	\$0
Cuentas por pagar a partes relacionadas a largo plazo	\$1,037,923	\$822,388	\$820,294	\$584,684
Beneficios a los empleados	\$50,769	\$32,384	\$38,401	\$40,415
Impuestos diferidos	\$565,517	\$484,522	\$487,922	\$427,382
Otros pasivos	\$11,375	\$8,530	\$15,726	\$15,626
Total pasivo a largo plazo	\$1,676,094	\$1,355,870	\$1,362,872	\$1,068,107
TOTAL PASIVOS	\$2,083,007	\$1,880,115	\$1,820,735	\$1,750,944
CAPITAL CONTABLE				
Capital social y prima en colocación de acciones	\$1,463,349	\$1,464,986	\$1,466,818	\$1,467,987
Otras reservas de capital	-\$695,574	-\$876,387	-\$860,376	-\$838,603
Utilidades retenidas	\$353,998	\$627,396	\$722,887	\$862,656
Utilidades netas	\$273,398	\$95,491	\$139,769	\$46,095
Total participación controladora	\$1,395,171	\$1,311,486	\$1,469,098	\$1,538,135
Participación no controladora	\$5,762	\$5,329	\$4,813	\$4,910
TOTAL CAPITAL CONTABLE	\$1,400,933	\$1,316,815	\$1,473,911	\$1,543,045
TOTAL PASIVOS + CAPITAL CONTABLE	\$3,483,940	\$3,196,930	\$3,294,646	\$3,293,989

Balance generales consolidados	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
ACTIVOS					
ACTIVO CIRCULANTE					
Efectivo y equivalentes a efectivo	\$125,558	\$220,343	\$326,820	\$445,577	\$577,264
Clientes, neto	\$99,429	\$102,806	\$106,363	\$110,042	\$113,846
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	\$9,647	\$9,647	\$9,647	\$9,647	\$9,647
Otras cuentas por cobrar	\$14,834	\$14,834	\$14,834	\$14,834	\$14,834
Anticipos de impuestos	\$33,757	\$33,757	\$33,757	\$33,757	\$33,757
Inventarios, neto	\$82,083	\$84,087	\$86,185	\$88,328	\$90,513
Otros activos circulantes	\$25,745	\$25,745	\$25,745	\$25,745	\$25,745
Total activo circulante	\$391,053	\$491,219	\$603,351	\$727,929	\$865,607
ACTIVO NO CIRCULANTE					
Otras inversiones y cuentas por cobrar	\$10,319	\$10,319	\$10,319	\$10,319	\$10,319
Propiedades, maquinaria y equipo, neto	\$1,339,037	\$1,430,558	\$1,525,246	\$1,623,208	\$1,724,558
Depreciación y amortización acumulada	-\$89,021	-\$178,007	-\$267,172	-\$356,731	-\$446,889
Crédito mercantil, activos intangibles y activos diferidos, neto	\$1,651,336	\$1,607,673	\$1,564,011	\$1,520,349	\$1,476,686
Impuestos diferidos	\$10,864	\$10,864	\$10,864	\$10,864	\$10,864
Total activo no circulante	\$2,922,534	\$2,881,407	\$2,843,267	\$2,808,009	\$2,775,539
TOTAL ACTIVOS	\$3,313,587	\$3,372,626	\$3,446,618	\$3,535,938	\$3,641,145
PASIVOS					
PASIVO CIRCULANTE					
Deuda a corto plazo	\$16,005	\$14,486	\$12,968	\$11,449	\$9,931
Proveedores	\$180,385	\$184,788	\$189,401	\$194,108	\$198,912
Cuentas por pagar a partes relacionadas	\$327,100	\$296,067	\$265,033	\$234,000	\$202,966
Impuestos por pagar	\$31,341	\$31,341	\$31,341	\$31,341	\$31,341
Otras cuentas y gastos acumulados por pagar	\$77,007	\$79,622	\$82,377	\$85,226	\$88,172
Total pasivo circulante	\$631,837	\$606,304	\$581,119	\$556,124	\$531,322
PASIVOS A LARGO PLAZO					
Deuda a largo plazo	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Cuentas por pagar a partes relacionadas a largo plazo	\$534,019	\$483,354	\$432,689	\$382,024	\$331,359
Beneficios a los empleados	\$40,415	\$40,415	\$40,415	\$40,415	\$40,415
Impuestos diferidos	\$427,382	\$427,382	\$427,382	\$427,382	\$427,382
Otros pasivos	\$15,626	\$15,626	\$15,626	\$15,626	\$15,626
Total pasivo a largo plazo	\$1,017,442	\$966,777	\$916,112	\$865,447	\$814,782
TOTAL PASIVOS	\$1,649,279	\$1,573,081	\$1,497,231	\$1,421,571	\$1,346,104
CAPITAL CONTABLE					
Capital social y prima en colocación de acciones	\$1,467,987	\$1,467,987	\$1,467,987	\$1,467,987	\$1,467,987
Otras reservas de capital	-\$838,603	-\$838,603	-\$838,603	-\$838,603	-\$838,603
Utilidades retenidas	\$908,751	\$1,030,014	\$1,165,251	\$1,315,093	\$1,480,073
Utilidades netas	\$121,263	\$135,238	\$149,842	\$164,980	\$180,675
Total participación controladora	\$1,659,398	\$1,794,635	\$1,944,477	\$2,109,457	\$2,290,131
Participación no controladora	\$4,910	\$4,910	\$4,910	\$4,910	\$4,910
TOTAL CAPITAL CONTABLE	\$1,664,308	\$1,799,545	\$1,949,387	\$2,114,367	\$2,295,041
TOTAL PASIVOS + CAPITAL CONTABLE	\$3,313,587	\$3,372,626	\$3,446,618	\$3,535,938	\$3,641,145

ESTADO DE INGRESOS HISTÓRICO. Miles de dólares (000 USD)

Estados de resultados consolidados	2014	2015	2016	2017
Ventas netas	\$1,724,710	\$1,427,058	\$1,315,326	\$1,242,897
Costo de ventas	-\$869,388	-\$749,646	-\$676,860	-\$706,777
Utilidad bruta	\$855,322	\$677,412	\$638,466	\$536,120
Gastos de administración y venta	-\$240,731	-\$208,918	-\$202,367	-\$203,725
Gastos de distribución	-\$133,460	-\$103,676	-\$93,633	-\$101,559
Resultado de operación antes de otros gastos, neto	\$481,131	\$364,818	\$342,466	\$230,836
Otros gastos, neto	-\$2,758	-\$83,360	-\$30,219	-\$79,347
Resultado de operación	\$478,373	\$281,458	\$312,247	\$151,489
Gastos financieros	-\$90,449	-\$73,748	-\$63,701	-\$63,290
Otros gastos financieros, neto	-\$2,196	-\$1,016	-\$3,492	-\$3,180
<i>Costo de intereses sobre beneficios a los empleados</i>	<i>-4513</i>	<i>-2763</i>	<i>-2558</i>	<i>-\$3,414</i>
<i>Ingresos (gasto) financiero</i>	<i>2317</i>	<i>1747</i>	<i>-934</i>	<i>\$234</i>
Resultados por fluctuación cambiaria	\$33,349	-\$18,173	\$3,008	-\$1,286
Utilidad antes de impuestos a la utilidad	\$419,077	\$188,521	\$248,062	\$83,733
Impuestos a la utilidad	-\$144,706	-\$92,469	-\$107,793	-\$37,322
UTILIDAD NETA CONSOLIDADA	\$274,371	\$96,052	\$140,269	\$46,411

ESTADO DE INGRESOS PROYECTADO. Miles de dólares (000 USD)

Estados de resultados consolidados	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Ventas netas	\$1,332,176	\$1,377,412	\$1,425,072	\$1,474,358	\$1,525,327
Costo de ventas	-\$721,538	-\$739,152	-\$757,602	-\$776,432	-\$795,647
Utilidad bruta	\$610,638	\$638,260	\$667,470	\$697,926	\$729,680
Gastos de administración y ventas	-\$201,072	-\$207,900	-\$215,093	-\$222,532	-\$230,225
Gastos de distribución	-\$100,889	-\$104,315	-\$107,924	-\$111,656	-\$115,516
Resultado de operación antes de otros gastos, neto	\$308,677	\$326,046	\$344,453	\$363,737	\$383,938
Otros gastos, neto	-\$48,921	-\$48,921	-\$48,921	-\$48,921	-\$48,921
Resultado de operación	\$259,756	\$277,125	\$295,532	\$314,816	\$335,017
Gastos financieros	-\$59,080	-\$53,475	-\$47,870	-\$42,265	-\$36,659
Otros gastos financieros, neto	-\$2,210	-\$2,311	-\$2,421	-\$2,536	-\$2,655
<i>Costo de intereses sobre beneficios a los empleados</i>	<i>-\$3,079</i>	<i>-\$3,183</i>	<i>-\$3,293</i>	<i>-\$3,407</i>	<i>-\$3,525</i>
<i>Ingresos (gasto) financiero</i>	<i>\$869</i>	<i>\$872</i>	<i>\$872</i>	<i>\$871</i>	<i>\$870</i>
Resultados por fluctuación cambiaria					
Utilidad antes de impuestos a la utilidad	\$198,466	\$221,339	\$245,240	\$270,016	\$295,703
Impuestos a la utilidad	-\$77,203	-\$86,101	-\$95,398	-\$105,036	-\$115,029
UTILIDAD NETA CONSOLIDADA	\$121,263	\$135,238	\$149,842	\$164,980	\$180,675

FLUJO DE CAJA HISTÓRICO. Miles de dólares (000 USD)

FLUJO DE CAJA LIBRE	2014	2015	2016	2017
Ebit	481.131	364.818	342.466	230.836
(-) Impuestos operativos	- 166.133	- 178.942	- 148.815	- 102.890
UODI	314.998	185.876	193.651	127.946
(+) Depreciaciones y amortizaciones	95.809	84.954	81.184	79.491
Flujo de caja bruto	410.807	270.830	274.835	207.437
(+/-) Cambios KTNO		79.049	29.997	28.362
(-) CAPEX	- 134.401	- 186.628	- 187.408	- 68.312
Flujo de caja libre	276.406	163.251	117.424	167.487

FLUJO DE CAJA PROYECTADO. Miles de dólares (000 USD)

FLUJO DE CAJA LIBRE	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Ebit	308.677	326.046	344.453	363.737	383.938
(-) Impuestos operativos	- 120.075 -	- 126.832 -	- 133.992 -	- 141.494 -	- 149.352
UODI	188.602	199.214	210.461	222.244	234.586
(+) Depreciaciones y amortizaciones	89.021	88.985	89.166	89.559	90.157
Flujo de caja bruto	277.623	288.199	299.626	311.802	324.744
(+/-) Cambios KTNO	- 1.810	1.638	1.711	1.736	1.760
(-) CAPEX	- 88.516 -	- 91.521 -	- 94.688 -	- 97.963 -	- 101.349
Flujo de caja libre	187.298	198.316	206.650	215.576	225.154

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Miles de dólares (000 USD)

VALORACIÓN	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Flujo de caja libre	187.298	198.316	206.650	215.576	225.154
Ka Acumulado	1,09	1,18	1,29	1,41	1,54
VP FCL 2018 -2022	\$ 172.541	\$ 167.772	\$ 160.339	\$ 153.127	\$ 146.146
Escudo fiscal	\$ 22.982	\$ 20.802	\$ 18.621	\$ 16.441	\$ 14.261
VP escudo fiscal 2018-2022	\$ 21.172	\$ 17.598	\$ 14.448	\$ 11.678	\$ 9.256
Valor terminal de los FLC	4.525.832				
Valor presente de los FCL del período relevante	799.926				
Valor presente valor terminal	2.937.685				
% valor presente de los FCL del período relevante	21%				
% valor presente valor terminal	77%				
Valor presente del escudo fiscal	74.153				
Valor terminal del escudo fiscal	286.651				
Valor presente del valor terminal Escudo fiscal	186.063				
Valor escudo fiscal	260.216				
Calificación Cemex Matriz	BB				
Probabilidad de <i>default</i>	16,6%				
% costos de <i>default</i> sobre valor de la firma	30,0%				
Costos esperados de <i>default</i>	199.452				
Enterprise value	\$ 3.798.375				
(-) Deuda financiera	-\$ 960.341				
(+) Activos no operacionales	\$ 10.319				
Equity estimado	\$ 2.848.353				
No. de acciones	\$ 556.724.416				
Precio objetivo de 2018 en USD	\$ 5,12				
Precio objetivo de 2018 en COP	\$ 15.267				
Precio cierre 2 de enero de 2018	\$ 10.960				
Potencial de valorización	39,3%				

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/>

Sandra C. Gaitán Riaño

sgaitanr@eafit.edu.co

Directora de Investigación

Reportes Burkenroad Colombia

Departamento de Finanzas

Universidad EAFIT

Medellín – Colombia – Suramérica

Tel (57) (4) 2619500, extensión 9585