

CEMEX LATAM HOLDINGS
 BVC: CLH
Segunda cobertura
 Fecha de Valoración: Diciembre de 2016

Recomendación: Mantener

Precio de la Acción y Valor del COLCAP

Precio Objetivo 2017 **11.614**

Precio de Cierre (02ene2017) 11.240

Potencial de Valoración **3,32%**

COLCAP 1.341,72

El precio objetivo a 12 meses que arroja el modelo de valoración es COP 11.614, lo que representa una valorización del 3,32% respecto al precio del mercado en la Bolsa de Valores de Colombia del 02 de enero de 2017, respaldado en un flujo de caja creciente a partir del presente año como consecuencia del aumento previsto en la demanda de cemento por los contratos de 4G, planes de vivienda en Colombia e infraestructura en Centroamérica.

Tabla de Valoración con los datos financieros más destacados

	2013	2014	2015	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Ebitda (Miles de dólares)	632.682	576.940	449.772	411.971	436.345	458.597	480.693	502.589	526.426
UODI (Miles de dólares)	397.459	336.425	272.349	238.601	249.467	263.397	280.044	287.643	296.287
WACC en dólares				7,43%	7,67%	8,02%	8,40%	8,68%	9,01%
FCL	385.682	259.940	190.772	96.122	201.573	226.432	244.066	248.020	277.612
ROE	19,70%	19,60%	7,30%	10,15%	10,05%	10,31%	10,55%	10,31%	10,11%
ROA	10%	9,90%	8,20%	4,49%	4,94%	5,62%	6,38%	6,88%	7,49%
ROIC		38,06%	36,19%	22,03%	21,40%	23,61%	26,39%	28,08%	29,82%

Capitalización del Mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización Bursátil: COP 6.287.059.309.000, USD 2.084.072.614 (29/12/2016)

Acciones en Circulación: 556.376.930

Volumen Promedio diario (Último año): 3.749'737.278,7358

Bursatilidad: Alta

Participación índice: COLCAP 2,016%

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia

Beta Apalancado 0.832

Rango último año: \$9.350 COP - \$14.200 COP

Apreciación global de la Compañía

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

Industria: Construcción

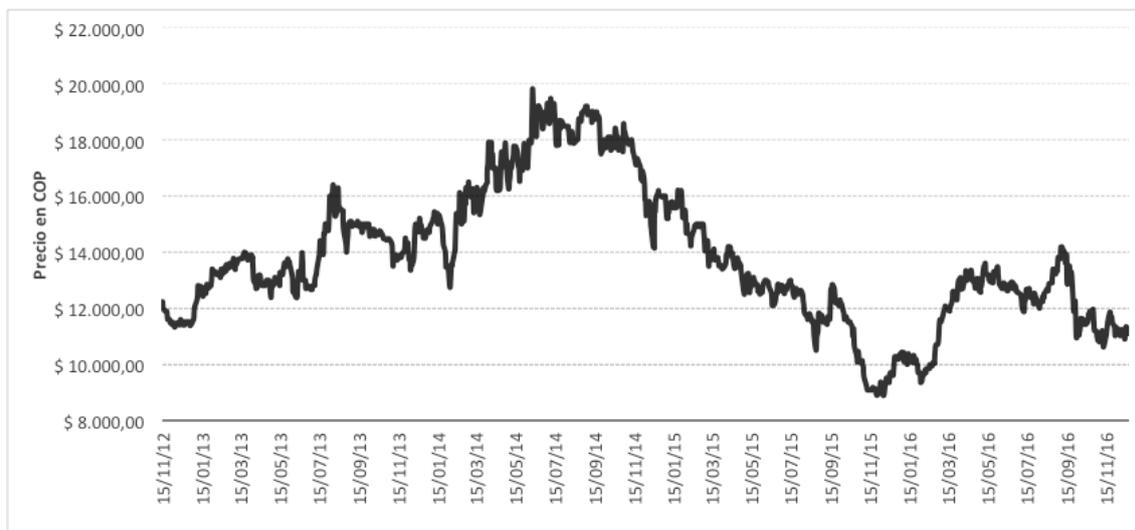
Descripción: Empresa fabricante de materiales para la construcción. Goza de una cadena productiva integral que va desde el abasto de materias prima en canteras, hasta la aplicación de estos; tiene 4.391 empleados en la región, 7,7 millones de toneladas de capacidad de producción anual de cemento, cuenta con: 10 plantas de cemento y 75 instalaciones de concreto premezclado. Líder en los mercados que participa, segundo más importante en Colombia y Guatemala, y la mitad de los mercados en Panamá, Costa Rica y Nicaragua.

Productos y servicios: Cemento, concreto premezclado, agregados y mortero.

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

Analistas:
 Paola Andrea Martinez Sanchez
 Diana Marcela Cardona Gil

Directora de la Investigación de Inversión:
 Sandra Constanza Gaitán Riaño
 Asesor de Investigación:
 Luis Fernando Mondragón Trujillo

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO**Grafica 1: PRECIOS DE COTIZACIÓN DIARIOS CLH, 2012 – 2016**

Fuente: Bloomberg, Construcción propia

Tras alcanzar niveles de \$20.000 en junio de 2014, la cotización de CLH entró a una clara tendencia bajista, que ha sido acompañada con una alta volatilidad en los precios, expresada en una desviación estándar anualizada de 35,17%. Durante 2016 se presentó una recuperación en el precio de bolsa de CLH, siguiendo la dirección general del mercado; sin embargo, los problemas legales, en relación con el predio de Maceo-Antioquia, han frenado la recuperación anteriormente mencionada. A diciembre 29 de 2016 la acción se cotizó a \$11.300, con una valorización año corrido de 9,71%.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Se construyó un modelo basado en variables macroeconómicas históricas y proyecciones de la inflación, PIB, sector de la construcción y crecimiento poblacional, siendo estas las bases para las proyecciones de ingresos, costos y gastos de CLH. El precio objetivo de la acción se calculó bajo el método de Flujo de Caja Libre Descontado. Según los datos arrojados por el modelo, se estima que el precio de la acción de Cemex Latam Holdings esté alrededor de COP 11.614 a diciembre del 2017. Esto respaldado por proyectos de infraestructura 4G y planes de vivienda en Colombia, renovación urbana de Colón, segunda línea del metro y crecimiento del sector residencial en Panamá, crecimiento en el sector industrial, comercial y vivienda en Costa Rica y Guatemala, además el incremento de la demanda de cemento en Nicaragua por la ejecución de obras públicas.

TESIS DE INVERSIÓN

El valor calculado para la compañía es de un 3,32%, superior al precio de la acción, siendo éste de COP 11.614, en el último año la acción ha estado en un rango de COP 9.350 y COP 14.200, por lo que se recomienda mantener la acción de CLH, sustentado por:

- Demanda de cemento por el inicio de las obras de infraestructura vial
- Nuevos planes de vivienda en Colombia y crecimiento en infraestructura en Centroamérica.
- Pipeline de proyectos en Bogotá de construcción de nuevas vías el metro de la ciudad, siendo ahora elevado, demandando una mayor cantidad de concreto.
- Se asume la pérdida de USD20Millones de dólares relacionados con el pago irregular de predios y se espera que esto no afecte la participación en los contratos 4G.
- Cumplimiento de CLH en cuanto a la estrategia de generación de flujo de efectivo libre desde el 2009, menor nivel de días de capital de trabajo, utilidad neta positiva en el 2015 por primera vez después de seis años y mayor EBITDA desde el 2009.

Los riesgos que encontrados en la valoración:

- Eventos no esperados como sanciones y multas.
- Proceso por parte de la DIAN por deducciones de impuestos en el 2009.
- Volatilidad en la tasa de cambio.

En cuanto al caso de la planta de Maceo se tuvo en cuenta el pago irregular de USD20Millones por los predios, y no la expropiación de la planta, dado que se parte del hecho de que CLH actuó de buena fe en la concesión minera y compra de predios, esta planta es vital para el desarrollo de los proyectos 4G, actualmente Corantioquia¹ notificó la no modificación de la licencia ambiental del proyecto Maceo a 950.000 toneladas anuales de explotación minera, de igual manera Cemex manifiesta no sufrir ningún efecto significativo en sus operaciones comerciales por posponer la planta de Maceo.

VALORACIÓN

La valoración de Cemex Latam Holdings se realizó utilizando el método de Flujos de Caja Libre Descontado, donde se incorporan las proyecciones de EBITDA, capital de trabajo requerido, inversión en activos fijos, expansión de su capacidad de producción, estimación de flujos de caja futuros teniendo en cuenta proyecciones macroeconómicas de los países donde CLH tiene interés, riesgos financieros y operativos, datos históricos, proyecciones financieras a seis años y la estrategia de la compañía para los próximos años. Este método valora componentes del negocio como la inversión, la financiación y los recursos propios, adicionalmente reconoce que el valor de las empresas depende de la capacidad de generar flujo de caja impulsada por el crecimiento a largo plazo y la rentabilidad que se obtiene de su capital invertido. La tasa de crecimiento a perpetuidad es de 1.43%, se calculó como un promedio del crecimiento del PIB y de las inflaciones a largo plazo donde opera CLH, el porcentaje de la UODI, reinvertido en la empresa cada año y el ROIC con una participación del 80% esperado, según proyecciones. La tasa de descuento (WACC) promedio es de 8,20% en dólares.

Cálculo de la tasa de descuento (WACC): Costo ponderado donde intervienen 3 elementos: estructura de capital, costo de la deuda y costo del patrimonio. Para el

¹ Corantioquia, autoridad ambiental regional encargada del seguimiento de la licencia ambiental del proyecto Maceo.

cálculo se tiene en cuenta una tasa libre de riesgo de 3,80% en dólares, tomando promedio de 10 años, un riesgo país para Colombia, Panamá, Costa Rica, Nicaragua, Guatemala, Salvador y Brasil de 2,78%², 1,79%³, 3,92%⁴, 8,64%, 3,92%, 4,20% y 3,19% respectivamente, y un beta apalancado promedio del 0.85x.

Tabla 1: Cálculo del WACC

CALCULO DEL WACC	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tasa Libre de Riesgo (Bonos US 10Y)	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%
Prima del Mercado	9,03%	9,03%	9,03%	9,03%	9,03%	9,03%
Beta Apalancado	1,00	0,93	0,87	0,82	0,76	0,71
Riesgo país	4,06%	4,06%	4,06%	4,06%	4,06%	4,06%
Colombia	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%	2,78%
Panamá	1,79%	1,79%	1,79%	1,79%	1,79%	1,79%
Costa Rica	3,92%	3,92%	3,92%	3,92%	3,92%	3,92%
Nicaragua	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%	8,64%
Guatemala	3,92%	3,92%	3,92%	3,92%	3,92%	3,92%
Salvador	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%	4,20%
Brasil	3,19%	3,19%	3,19%	3,19%	3,19%	3,19%
Ke USD	11,74%	11,46%	11,24%	11,04%	10,82%	10,62%
Tasa de impuestos	43%	43%	41%	38%	38%	38%
Kd USD	3,98%	3,99%	4,14%	4,33%	4,34%	4,34%
Estructura de Capital						
% Pasivos	55,56%	50,70%	45,29%	39,30%	32,99%	25,64%
% Patrimonio	44,44%	49,30%	54,71%	60,70%	67,01%	74,36%
WACC USD	7,43%	7,67%	8,02%	8,40%	8,68%	9,01%
Vía Devaluación Esperada de LP						
WACC USD promedio	8,20%					
<i>Inflación estimada LP EEUU</i>	2,30%					
<i>Inflación estimada LP Colombia</i>	3,10%					
<i>Devaluación implícita</i>	0,78%					
WACC pesos Colombianos	9,05%					
Vía Inflación Esperada de LP						
WACC USD promedio	8,20%					
<i>WACC en dólares Constantes</i>	5,77%					
<i>WACC en pesos Constantes</i>	5,77%					
WACC en términos corrientes	9,05%					

Fuente: Construcción propia

- Análisis de sensibilidad con respecto al cambio de la tasa libre de riesgo con promedio de 5 años, donde el WACC pasaría a 7,59% en dólares con un precio objetivo de COP \$13.831 con un potencial de valoración del 23% y tomando el rendimiento mensual de los bonos del tesoro de Estados Unidos a 10 años, para este ejercicio se tomó el mes de noviembre de 2016, el WACC en dólares sería

² Riesgo país de Colombia y Brasil tomados de www.bcrp.gob.pe/docs/Estadisticas/Cuadros-Estadisticos/NC_037.xls Indicadores de Riesgos para países Emergentes.

³ Riesgo país de Panamá y Salvador tomados de www.bancentral.gov.do/entorno_int/Serie_Historica_Spread_del_EMBI.xlsx utilizando la serie histórica EMBI (Emerging Markets Bonds Index) calculada por el JP Morgan Chase, basado en el comportamiento de la deuda externa emitida por cada país.

⁴ Riesgo país de Costa Rica, Nicaragua y Guatemala, JP Morgan no calcula el indicador EMBI, por lo tanto, se toma el indicador country risk premium calculado por Damodararan http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctrypem.html.

de 7,24% y un precio objetivo de COP \$15,291, con un potencial de valoración del 36%.

Tabla 2: Análisis de sensibilidad – WACC vs. Tasa libre de Riesgo

				Var. Tasa Libre de Riesgo		
				Mes	5 años	10 años
				2,15%	2,74%	3,80%
WACC	Mes	2,15%	7,24%	15.291		
	5 años	2,74%	7,59%		13.831	
	10 años	3,80%	8,20%			11.614

Fuente: Construcción propia

En cuanto a la metodología aplicada y los datos anteriores, se obtiene el valor presente de las operaciones de CLH por USD\$3.821.103.417, se descontaron obligaciones financieras netas, otros pasivos, un aproximado de sus obligaciones con la DIAN y pagos irregulares de la planta de Maceo para un total de USD \$1.667.796.832, dando un neto del valor del patrimonio USD \$2.153.308.585, teniendo en cuenta que las acciones en circulación son 556.376.930, el precio justo de la acción es de USD 3.870. La acción transa en la Bolsa de Valores de Colombia, viéndose afectada por la TRM y según las proyecciones macroeconómicas se tomó una TRM de \$3.000,75 para un precio en COP 11.614, con un potencial de valorización de 3.32%, con relación al precio de cierre del 02 de enero de 2017 de COP 11.240.

- Análisis de sensibilidad realizado con respecto al impacto que tendría el precio de la acción, modificando las variables del WACC y tasa de crecimiento a perpetuidad (g), se observa que el precio oscilará entre COP 7.286 y COP 19.732.

Tabla 3: Análisis de sensibilidad – WACC vs. Tasa de Crecimiento a Perpetuidad

				Tasa de Crecimiento a Perpetuidad (g)				
				-100	-50	0	50	100
				pb	pb	Base	pb	pb
				0,705%	1,205%	1,705%	2,205%	2,705%
WACC	-100	pb	7,20%	12.495	13.852	15.455	17.380	19.732
	-50	pb	7,70%	10.912	12.048	13.374	14.941	16.821
	0	Base	8,20%	9.541	10.503	11.614	12.909	14.440
	50	pb	8,70%	8.343	9.165	10.105	11.190	12.456
	100	pb	9,20%	7.286	7.995	8.799	9.718	10.778

Fuente: Construcción propia

- Análisis de sensibilidad sobre el impacto que tendría el precio de la acción modificando las variables del WACC y el cambio constante de la tasa representativa del mercado TRM, se concluye que el precio mayor a un WACC del 7,20% y una TRM de \$3.201 sería de COP 16.485, en caso contrario a un WACC de 9,20% y una TRM de \$2.801 el precio de la acción caería a COP 8.213.

Tabla 4: Análisis de sensibilidad – WACC vs. Var. TRM

				Var. Tasa Representativa del Mercado TRM				
				200	100	0	-100	-200
				3.201	3.101	3.001	2.901	2.801
WACC	-100	pb	7,20%	16.485	15.970	15.455	14.940	14.425
	-50	pb	7,70%	14.265	13.820	13.374	12.928	12.483
	0	Base	8,20%	12.388	12.001	11.614	11.227	10.840
	50	pb	8,70%	10.779	10.442	10.105	9.769	9.432
	100	pb	9,20%	9.385	9.092	8.799	8.506	8.213

Fuente: Construcción propia

Múltiplos Comparables

A continuación se detallan los rangos del precio de la acción por medio de los múltiplos de las compañías comparables del sector:

Tabla 5: Múltiplos por Empresas Comparables

NAME	PAÍS	Ticker	EV/Ebitda	P/L	EV/Ventas	
Cemex Latam Holding	Colombia	CLH Equity	8,47x	1,38x	2,17x	
Cementos Argos	Colombia	CEMARGOS CB	13,01x	1,72x	2,50x	
Cementos Bio Bio	Chile	CEMENT CI Equ	6,17x	0,69x	0,96x	
Cementos Lima	Perú	UNACEMC1 PE	6,40x	0,71x	2,18x	
Cemento Polpaico SA	Chile	POLPA CI Equity	9,24x	1,01x	0,75x	
Cementos Chihuahua	México	GCC* MM Equity	7,24x	1,01x	1,66x	
CRH	Irlanda	CRH LN Equity	13,44x	1,69x	1,24x	
China Resources Cement	China	1313 HK Equity	7,05x	0,59x	1,23x	
PT Indocement Tungal	Indonesia	INTP IJ Equity	12,28x	3,44x	x	
Fuente: Bloomberg			Mínimo	6,17	0,59	0,75
			Promedio	9,35	1,36	1,50
			Máximo	13,44	3,44	2,50

Tabla 6: Cálculo del Precio de la Acción CLH de múltiplos seleccionados

EV/Ebitda	Mínimo	Promedio	Máximo
Ebitda CLH (Miles de USD)	449.772	449.772	449.772
Múltiplo promedio de empresas comparables	6,17x	9,35x	13,44x
Valor Enterprise Value CLH	2.777.297	4.206.476	6.044.801
Valor deuda financiera neta	(1.667.796)	(1.667.796)	(1.667.796)
Valor Equity Value CLH	1.109.501	2.538.680	4.377.005
Acciones en circulación	556.377	556.377	556.377
Valor de la acción CLH por Múltiplo USD	1,99	4,56	7,87
TRM Cierre 2016	3.001	3.001	3.001
Valor de la acción CLH por Múltiplo COP	5.984	13.692	23.607
Precio/Valor en Libros	Mínimo	Promedio	Máximo
Valor intrínseco por acción estimado CLH	1,38	1,38	1,38
Múltiplo promedio de empresas comparables	0,59x	1,36x	3,44x
Valor de la acción CLH por Múltiplo USD	0,81	1,87	4,74
TRM Cierre 2016	3.001	3.001	3.001
Valor de la acción CLH por Múltiplo COP	2.417	5.607	14.214
EV/Ventas	Mínimo	Promedio	Máximo
Valor intrínseco por acción estimado CLH	2,17	2,17	2,17
Múltiplo promedio de empresas comparables	0,75x	1,50x	2,50x
Valor de la acción CLH por Múltiplo USD	1,62	3,27	5,43
TRM Cierre 2016	3.001	3.001	3.001
Valor de la acción CLH por Múltiplo COP	4.873	9.801	16.302

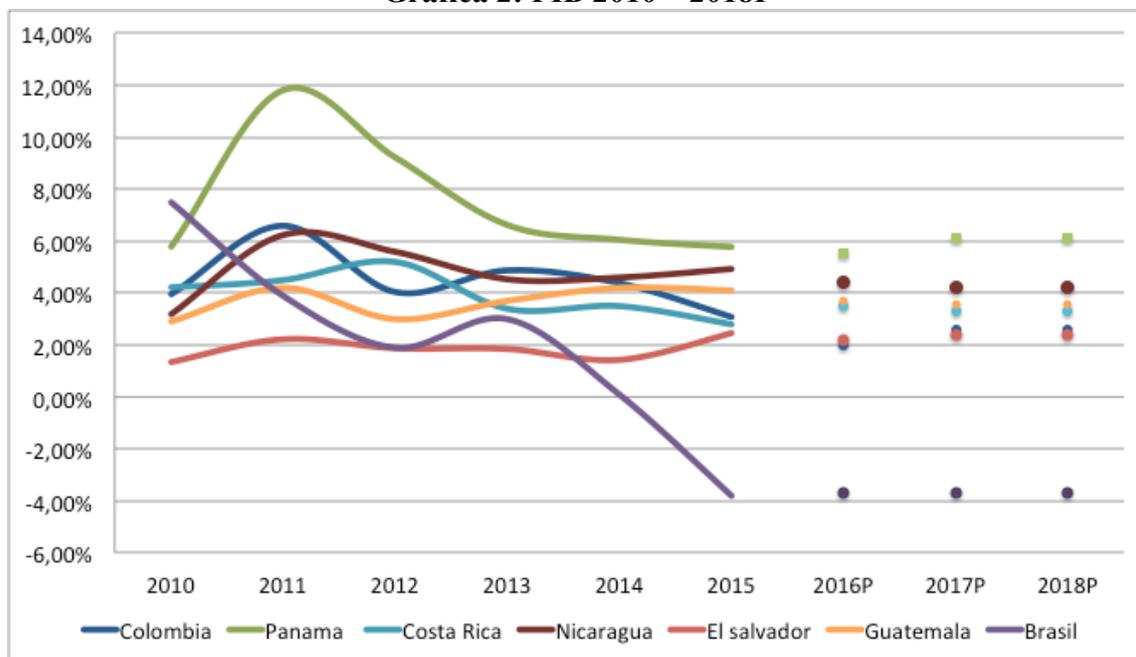
Fuente: Construcción propia

En la valoración por múltiplos se evidencia: EV/ Ebitda sus comparables se encuentran en promedio 9,35x y CLH en 8,47x, donde la compañía recuperaría el valor de la empresa a través del Ebitda más rápido que las empresas del sector. En cuanto al Precio/Valor en libros y EV/Ventas está alineado con los del sector, donde CLH es 1,38x, 1,36x sus comparables y 2,17x CLH y 1,50x el sector promedio a nivel internacional respectivamente. Tomando el valor promedio de la acción obtenidos por la valoración de múltiplos, el precio se encontraría entre \$5,607 y \$13.692, comparado contra el precio objetivo de \$11.614, encontrándose dentro de los rangos mencionados.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Teniendo en cuenta las condiciones internas de los países donde se encuentra Cemex Latam Holdings, a continuación se presenta el comportamiento de algunos de sus principales indicadores, y a su vez, una evolución del sector construcción.

Grafica 2: PIB 2010 – 2018P



Fuente: Datos Bancos Centrales, y construcción propia.

En general se observa una desaceleración en las economías de estos países; en Colombia la tasa de crecimiento del PIB se desaceleró a un 3.8% en 2015 y ahora el consenso de analistas del Banco de la República espera un crecimiento de 2% en el 2016, debido a la nueva realidad económica a nivel internacional que implica un crecimiento leve de los principales socios comerciales de Colombia, y menor ritmo de consumo de hogares y desaceleración en la inversión. De esta manera, el crecimiento de los años siguientes deberá ser soportado por la dinámica de la demanda interna en un contexto de Austeridad Inteligente con el presupuesto general de la nación, una reforma tributaria estructural, y un Banco de la República trabajando por la convergencia de la inflación hacia la meta de largo plazo, mediante la reducción del grado contraccionista que se venía implementando en la política monetaria, y de esta manera, disminuir las tasas de interés de intervención.

En cuanto a Panamá, continúa siendo uno de los países con mejor desempeño con tasas de crecimiento en el segundo trimestre del 2016 de 5,2%⁵, aunque ha tenido una desaceleración asociada a una menor inversión pública, y se espera un crecimiento para el 2016 al 5,90%⁶, esto respaldado por la ampliación del Canal de Panamá. Con respecto al Salvador, para el segundo trimestre de 2016 el PIB registró un crecimiento de 2,5%, los sectores económicos que respaldan el crecimiento del PIB fueron principalmente: el sector agricultura, caza, silvicultura y pesca, sin embargo, el sector de construcción tuvo un crecimiento de 2,2%, el cual, en el periodo del año anterior mostró decrecimiento; por el lado de Brasil, tiene como reto equilibrar las cuentas públicas y luchar contra la inflación para generar la confianza que ayude a invertir la tendencia del PIB, revisar el incremento de la deuda pública y la calificación de riesgo desfavorable. Las expectativas en el sector de la construcción siguen mostrando pesimismo por la disminución de demanda, altos impuestos y tasas de interés.

Grafico 3: INFLACIÓN 2011-2018P



Fuente: Datos Bancos Centrales; Construcción propia

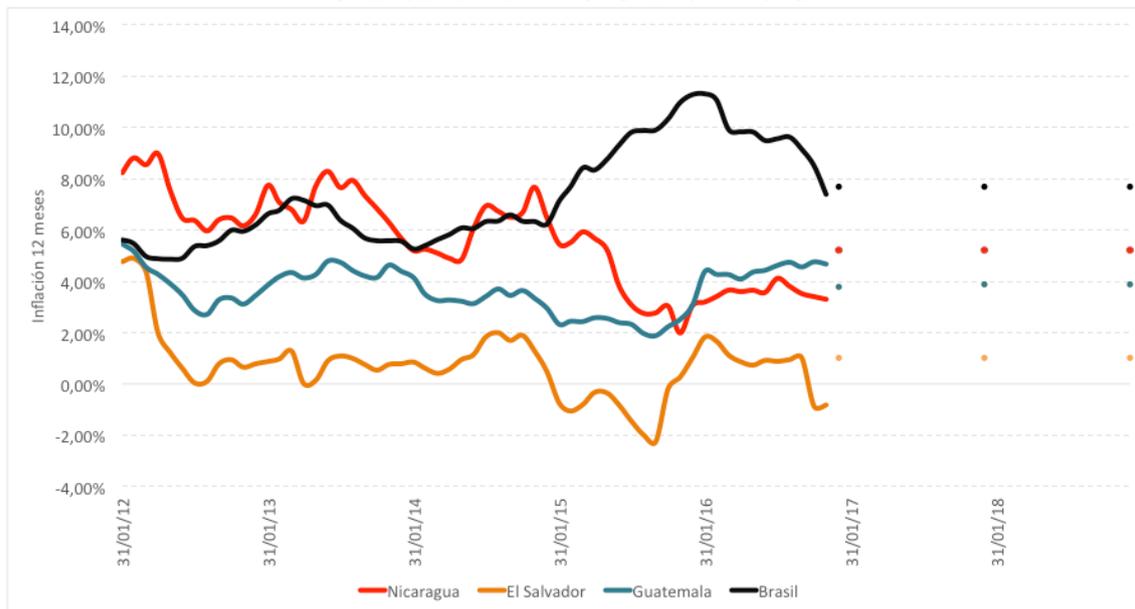
En cuanto a la inflación, se observa que los países han logrado mantener esta variable bajo control, a excepción de Colombia, que ha enfrentado un mejor repunte de esta variable desde mediados de 2014. El Banco de la República ha enfrentado esta situación con un ciclo contractivo de política monetaria que finalizó en septiembre de 2016, de esta manera espera que en el año 2017 la inflación retorne al rango meta de 2% a 4%. A

⁵ Contraloría General de la República de Panamá. Producto Interno Bruto (PIB) Trimestral de la República: II trimestre 2016. Recuperado de http://www.contraloria.gob.pa/inec/Publicaciones/Publicaciones.aspx?ID_SUBCATEGORIA=26&ID_PUBLICACION=756&ID_IDIOMA=1&ID_CATEGORIA=4

⁶ Fondo Monetario Internacional.(2016).Perspectivas Económicas Las Américas. Recuperado de <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/reo/2016/whd/pdf/wreo0416s.pdf>

noviembre de 2016 la inflación anualizada se ubicaba en 5.96%⁷ y se espera que a finales del año se encuentre en 5,69%⁸.

Grafica 4: INFLACIÓN 2011-2018P



Fuente: Datos Bancos Centrales; Construcción propia

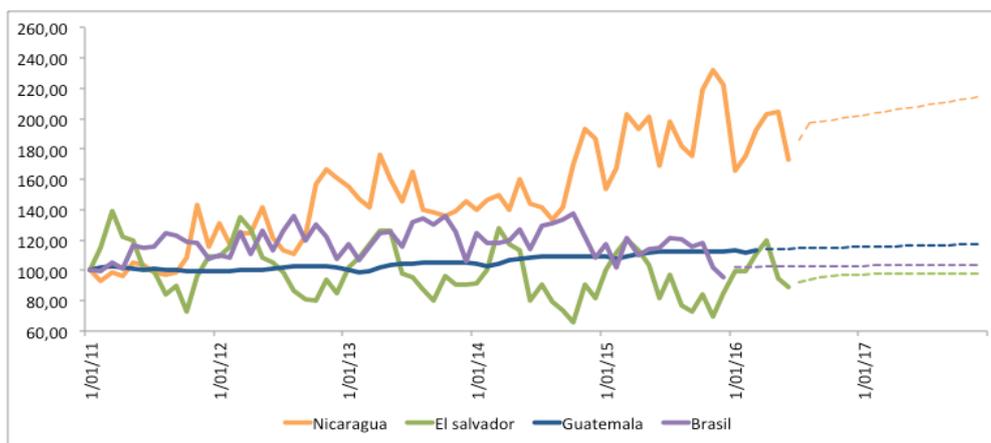
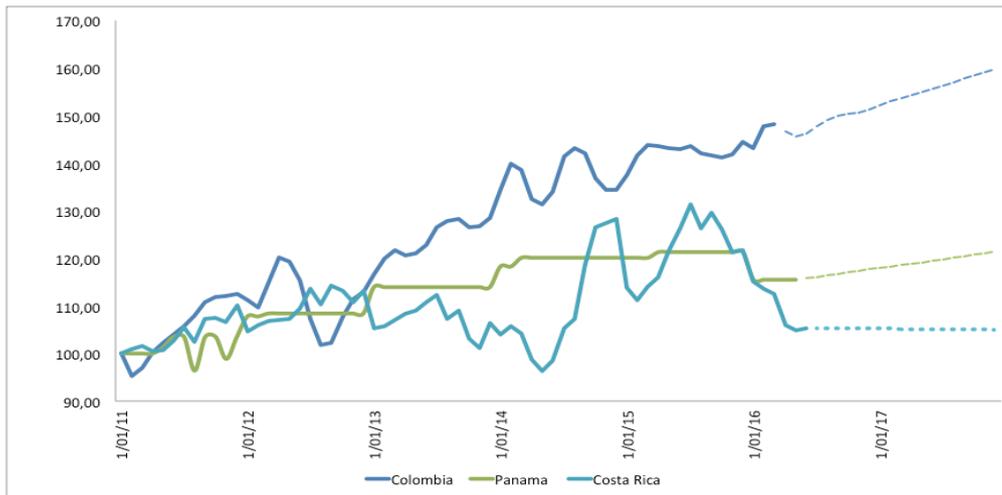
En Nicaragua, la inflación registró para el tercer trimestre de 2016 un 3,8%⁹, y como proyección para finales de 2016 se espera un 5,2%; por otra parte está El Salvador, que a lo largo del último año presentó deflaciones, a pesar de haber presentado niveles de 7% en el 2011, se debe tener en cuenta que la economía está dolarizada, y por ende, la inflación no es uno de los objetivos del Banco Central.

Grafica 5: SECTOR CONSTRUCCIÓN 2011-2017P

⁷ Banco de la Republica. Diciembre 2016. Meta de Inflación. Recuperado de <http://www.banrep.gov.co/es/ipc>

⁸ Banco de la Republica. Noviembre 2016. Resultados mensuales de la encuesta de expectativas de analistas económicos. Recuperado de <http://www.banrep.gov.co/resultados-mensuales-expectativas-analistas-economicos>

⁹ Banca Central de Nicaragua. Agosto 2016. Informe Mensual de Inflación. Recuperado de http://www.bcn.gob.ni/publicaciones/periodicidad/mensual/inflacion/inflacion_agosto.pdf



Fuente: Datos de Bancos Centrales, Construcción propia

Para Colombia, en el sector de construcción a diferencia del 2015, se ha impulsado por el sector privado, se debe tener en cuenta que debe iniciar las siguientes fases de vivienda gratis y otros programas como VIPA y MI CASA YA, además de las inversiones en la optimización de planta de agua potable, acueducto y alcantarillado.

Además, teniendo en cuenta los proyectos asociados al programa de cuarta generación (4G) de concesiones viales, iniciado en el 2016, estos se verán totalmente reflejados en 2017 cuando todos los proyectos estén en ejecución, este sector deberá recuperar su dinamismo por los sub-sectores que forman su cadena de valor; de igual manera CLH ya aseguró más de una docena de contratos para proveer la construcción de la primera ola de 4G. En cuanto a Panamá, dentro de las planes de inversión para el 2016 está el desarrollo de los proyectos comerciales, los megaproyectos (Ciudad del la salud, Hospitales en Colón, Bugaba, Meteti y los Santos, ciudad deportiva en Chiriqui, el edificio Ave Fenix en El Chorrillo, la carretera Cuango-Santa Isabel, en Colón, ampliación a cuatro carriles de la vía Pacora – Chepo extensión de 20km, la construcción de 1.000 viviendas de interés social en el Este y 5.000 viviendas con el proyecto Alto de los Lagos de Colón como parte de la Renovación Urbana). Los permisos de construcción de vivienda han tenido un crecimiento aproximado de doble dígito en lo corrido del año 2016 Vs. 2015, convirtiéndose en el principal sector consumidor de cemento.

Sobre Costa Rica se espera que el sector privado promueva la demanda de los productos que ofrece CLH, ya que la parte de vivienda, industria y comercio se encuentra estable con respecto al 2015 y el único proyecto que sería grande es el Terminal Portuario de Moin.

En Guatemala el sector se ve impulsado por la parte industrial y comercial, no obstante la inversión pública está débil; en relación con Nicaragua, permanece solida por el sector de infraestructura, ejecutándose proyectos como el Estadio de Béisbol y la Avenida Rio Blanco Mulukukú.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia, localización e infraestructura.

Cemex Latam Holdings, es una sociedad anónima (S.A), constituida conforme las leyes de España, empresa dedicada a los materiales de la construcción, se encuentra localizada en Colombia, Panamá, Costa Rica, Nicaragua, El Salvador, Guatemala y Brasil. Goza de una cadena productiva integral, que va desde el abasto de materias primas en canteras, hasta la aplicación de estos, además cuenta con 4.391 empleados en la región, 7,7 millones de toneladas de capacidad de producción anual de cemento, 10 plantas de cemento, 75 instalaciones de concreto premezclado, 13 canteras de agregados, 17 centros de distribución terrestre, 2 terminales marítimas /fluviales, 290 Construramas¹⁰, y 2 plantas de mortero seco.

Análisis FODA: Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas.

FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
<ul style="list-style-type: none"> • Diversificación geográfica , lo cual le permite gestionar el riesgo en cuanto a tasa de cambio y las desaceleraciones económicas • Reducción de los costos por utilización de energía eléctrica, lo cual incrementa su eficiencia operativa, además de la disminución del CO2. • El cambio de ser una empresa únicamente dedicada a los materiales para la construcción, pasando a ser una empresa dedicada a las soluciones en el sector de la construcción. • Cuenta una cadena de ferreterías “Construrama” líder en Latinoamérica dedicada a la nueva era de materiales para la construcción que brinda CHL, 	<ul style="list-style-type: none"> • El proyecto de infraestructura de 4G, el cual se puso en marcha en el segundo semestre del 2016, lo cual ayudará al incremento de las ventas de cemento y premezclado. • En Colombia, además del proyecto 4G, están estructurando otros proyectos de gran envergadura, como, el Metro de Bogotá, Proyecto de navegabilidad por el Rio Magdalena y viviendas de interés social. • En Panamá, también se contemplan obras de gran impacto, como la ampliación del Aeropuerto Tocumen, sistema de transporte masivo de Panamá Oeste.

¹⁰ Construrama es la red de Distribución de Materiales para Construcción de mayor cobertura en México y con presencia en Latinoamérica. Fue creada por CEMEX en el año 2001 con el objetivo de unificar las fuerzas de sus distribuidores para estar más cerca del mercado de la Construcción.

enfocada a la satisfacción de los clientes.	
DEBILIDADES	AMENAZAS
<ul style="list-style-type: none"> En Colombia el líder del mercado es Cementos Argos, en cemento y concreto con participaciones de mercado del 46% y 44% respectivamente. Hace parte de un sector altamente cíclico, por lo que los precios se pueden ver afectados ante desmejoras en la situación económica de los países en donde se encuentra localizada. Su producto es un commodity, que ofrece pocas posibilidades de diferenciación frente a la competencia. 	<ul style="list-style-type: none"> Sus precios se verán afectados por las variaciones en el tipo de cambio. La región enfrenta un proceso de desaceleración económica, lo que podría afectar los volúmenes vendidos. En la actualidad enfrenta con una investigación por competencia desleal, que en caso de fallarse desfavorablemente acarrearía una sanción de \$20MM de dólares. Caída del valor de la acción en la Bolsa de Valores de Colombia, por la compra de terrenos en Maceo Antioquia, que posiblemente estén involucrados con el lavado de activos, lo cual impacta el gobierno corporativo y la conducta ética de la empresa.

Portafolio de productos, servicios y soluciones diversificar

El portafolio de CLH consiste en productos que hacen frente a las necesidades de la industria de la construcción, como son el cemento, concreto, concretos especiales, aditivos, mortero seco y agregados, por otro lado también cuentan con servicios que le dan valor agregado, haciéndolos más eficientes en su cadena productiva, tales como asistencia técnica y capacitación, concreto en el sitio de obra, gestión integral de los residuos de construcción, además brinda soluciones en infraestructura, pavimentos, estructura prefabricada y modelos industrializados de construcción de vivienda.

Estrategia

Su motor principal para la generación de valor es la estrategia de precios “value before volume”, impulsados por la segmentación de los productos y cargos adicionales a los servicios prestados, junto con “grow pie”, una estrategia de posicionamiento que busca cambiar la percepción de sus clientes mediante un precio más formal y transparente, buscando el liderato en los países que opera la empresa, acompañado de su portafolio de soluciones integrales para la construcción y de esta manera ser más eficientes operativamente, permitiendo así mejores rendimientos para los accionistas de Cemex Latam Holdings.

Desarrollos recientes

La empresa Cemex Latam Holdings está enfocada en la introducción de soluciones en materia de construcción al mercado, tanto en el cuidado ambiental como en una mayor productividad, y más aún en condiciones especiales de construcción, así por ejemplo, **Pervia**; un concreto que proporciona la infiltración del agua en el suelo, **Insularis**; que

incrementa el aislamiento térmico de pisos, **Promptis**; el cual permite una compresión a las 4 horas diferente al convencional que dura 18 horas, entre otros.

Análisis de los Competidores

Cementos Argos: compañía que se encuentra en 15 países, entre ellos Colombia, Centro América y el Caribe, con unos ingresos en el 2015 de \$2.98 billones de COP, y \$240.000 de dólares, respectivamente, entre sus principales productos está el cemento, el concreto y los agregados¹¹.

La FargeHolcim: compañía que está localizada en 90 países con sede principal en Suiza, entre ellos, Brasil, Colombia, Costa Rica, Nicaragua y el Salvador, entre sus principales productos se encuentran: cemento, agregados, concreto premezclado, hormigón y asfalto, con ventas de cemento en los países con presencia en Latinoamérica en el 2015 de 27,9 millones de toneladas y con un margen Ebitda de 27%.¹²

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Cemex Latam Holdings en los últimos años ha incrementado su generación de flujo de y EBITDA, donde mantiene un crecimiento sostenible en el mediano y largo plazo. Se fortalecen y expanden desde el 2013, ampliando su portafolio de soluciones para la construcción, acercamiento con clientes y mejora de retorno sobre el capital por medio de sus innovaciones de construcción, experiencia en la industria y productos, cumplen con soluciones sostenibles, disminuyendo costos y propiciando eficiencia en los proyectos. Su iniciativa de Construrama se inicia porque su principal distribuidor son las PYMES, incrementando la lealtad de los clientes, más solidez el canal de distribución y la promoción de empleo formal. Su objetivo principal es convertirse en la cadena más importante de ferreterías de la región, cuenta con más 300 puntos en Colombia y está creciendo en Nicaragua, Costa Rica y el Salvador.

Desde el año 2013, Cemex Latam Holdings ha participado en la instalación de más de 2 millones de m² (metros cuadrados) de pisos industriales y pavimentos de concreto. Los proyectos que se destacan son: En Nicaragua: la construcción de la carretera Nejapa-Puerto Sandino, donde se utilizaron 54.000 metros cúbicos de concreto hidráulico. Costa Rica: suministró 150.000 toneladas de cemento especial para la expansión de la carretera Cañas-Liberia. Panamá: abastecimiento de 130.000 metros cúbicos de concreto especial para uso marítimo de extra resistencia en la construcción de la carretera Cinta Costera. En Colombia: suministro el 100% del concreto premezclado, aproximadamente 37.000 metros cúbicos y vigas prefabricadas para la construcción del puente más largo del país que cruza el Río Magdalena. Actualmente adelantan la estructuración de proyectos de asociación público privada, vías urbanas y pasos urbanos. De igual forma, continúan contribuyendo al desarrollo de proyectos de infraestructura vial de gran magnitud.

Cemex Latam Holding se encuentra en los mercados más dinámicos, por su capacidad de producción, liderazgo y operación tecnológica avanzada es el líder en soluciones para la industria de la construcción; En Colombia: Lanzaron CEMEX Energy para

¹¹ Cementos Argos. <http://www.argos.co/ir>

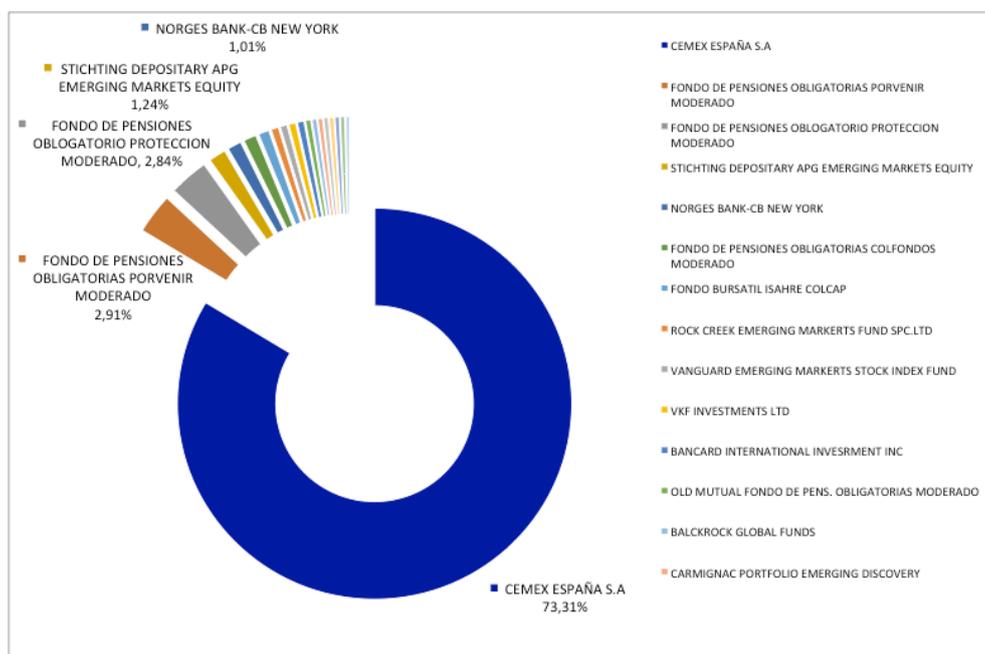
¹² LaFargeHolcim. <http://www.lafargeholcim.com/who-we-are>

incrementar capacidad de auto-abasto de energía. Actualmente están presentes en 31 ciudades. Construyen nuevas plantas de cemento en los municipios de Clemencia y Antioquia, triplicando las plantas de concreto y duplicando la flota de camiones mezcladores. Nicaragua: construyen una nueva planta de molienda de cemento. En Costa Rica: nueva planta de molienda de cemento.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

Las acciones de Cemex Latam Holdings cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia desde el 2012, su principal accionista es Cemex España S.A., con el 73% de las acciones en circulación de la Compañía. A continuación se presenta la composición detallada de los accionistas al cierre del 30 de junio de 2016.

Tabla 7: COMPOSICIÓN ACCIONARIA DE CEMEX LATAM HOLDINGS



Fuente: Datos Superintendencia financiera, Construcción propia

Liquidez accionaria: Al pertenecer al índice COLCAP, la acción de CLH es una de las 24 más líquidas del mercado accionario colombiano. Durante el promedio anual (18dic2015 – 19dic2016) de negociación, en promedio diario, ha sido de 314.000 acciones, para un volumen promedio de \$3.763.913.047.

Libre flotación: A diciembre 19 del 2016, y de acuerdo a datos de Bloomberg, la compañía reportó 556.4 millones de acciones, de las cuales el flotante se calculaba en 141,1 millones de acciones, para un porcentaje de flotación de 25,36%.

Política de Dividendos: La política de dividendos está centrada en la no distribución a los accionistas hasta que no haya cancelado su deuda con Cemex SAB CV, el cual tiene vencimiento en el 2018, teniendo presente que la empresa no requiera más endeudamiento ni inversiones adicionales. Después de esta fecha la compañía debería repartir dividendos, dándole un atractivo a las acciones. De igual manera, hay incertidumbre en cuanto a si esta política podría cambiar a mediano plazo, ya que los

litigios que tienen en curso resulten desfavorables y el pago de las sanciones consume flujo de caja, que de otra forma pudiera ser utilizado para el pago de dividendos.

RIESGOS DE INVERSIÓN

- Riesgo de Mercado:** Uno de los principales riesgos de mercado que enfrenta Cemex Latam Holding, es una posible caída en precio del cemento o en las ventas de la compañía. Esta caída sería consecuencia de un decremento en la demanda interna y externa de su portafolio de productos. Colombia actualmente se encuentra en proceso de desaceleración económica y de ajuste a la nueva realidad internacional. De un lado, la caída en los precios de petróleo desde finales de 2014 ha repercutido negativamente en el ingreso nacional y en la capacidad del gobierno de apalancar el gasto público, lo cual impactaría negativamente los sectores de la construcción, tanto residencial como comercial, las obras civiles y los grandes proyectos de infraestructura. De otro lado, la desaceleración de las economías emergentes, especialmente China, configurarían un panorama de crecimiento bajo, que hará lenta la recuperación de la economía colombiana y de los países donde Cemex Latam Holdings realiza operaciones.

El siguiente gráfico muestra la importante relación existente entre el crecimiento de la economía y el crecimiento de los despachos nacionales de cemento; estos últimos son altamente sensibles a las variaciones del producto interno bruto. La correlación que han presentado desde el segundo trimestre de 2010 hasta el segundo trimestre de 2016, es de 0.66.

Gráfico 6: CRECIMIENTO DEL PIB vs DESPACHOS NACIONALES DE CEMENTO



Fuente: Datos del DANE, construcción propia

Por otra parte, en la reunión de política monetaria del mes de diciembre, la Junta Directiva del Banco de la República en diciembre de 2016, estableció la disminución del nivel contracciones y de esta manera recortó 25 pbs la tasa de intervención, fijándola en 7,5%. La encuesta mensual de expectativas económicas de los agentes de mercado señala que a diciembre de 2017, la tasa de intervención estará en 6%, pronosticando una disminución de 150 pbs, lo cual, a mediano plazo incentivaría los créditos hipotecarios, además de suponer un ahorro en el servicio de la deuda de la compañía.

La empresa mitiga este riesgo fortaleciendo su enfoque hacia el servicio al cliente, mediante la diversificación de su oferta comercial procurando el empaquetamiento de productos intentando generar valor agregado a las necesidades de sus clientes.

- **Riesgo de tipo de cambio:** La producción de CLH es local, pero su moneda funcional y la de sus objetivos financieros es el dólar, donde la empresa debe ajustar sus precios de acuerdo al comportamiento de la tasa de cambio, cuando el peso colombiano se deprecia, los volúmenes de venta se disminuyen, la empresa se enfoca en su estrategia centrada en el cliente y en las soluciones de construcción, de igual manera no debe ser un tema recurrente como medida de corto plazo.
- **Riesgo Operativo:** Un paro en el sector de transporte de carga por las exigencias que este tiene hacia el gobierno, afectaría el abastecimiento de las materias necesarias para la operación de la empresa, perturbando directamente los volúmenes de producción y distribución para atender la demanda.
- **Riesgo Financiero:** Cemex Latam Holdings maneja tasas preferenciales con sus relacionadas, siendo una de sus fortalezas. Los préstamos son manejados con intereses fijos del 7%, tiene la posibilidad de bajar esta tasa con entidades financieras, donde encontraría tasas más bajas para deuda en dólares, este tipo de interés fijo expone a CLH a riesgos de intereses de valor razonable.
- **Riesgo Legal ó de Regulación:** La Superintendencia de Industria y Comercio realizó acusaciones hacia Cemex Colombia por la presunta cartelización por fijación de precios y la distribución del mercado cementero en Colombia con las compañías Holcim, Cementos Argos, Cementos Tequendama y Cementos San Marcos. La decisión final se conocerá en el primer trimestre del 2017, y de ser demostrado la multa que tendrá que afrontar la empresa Cemex Colombia, podría ser de alrededor de 30 millones de dólares por cada acusación.

Además, la notificación especial que emitió la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacional (DIAN), en la cual rechaza deducciones realizadas en el 2009 por la empresa, que al ser ejecutoriada, esta tendría que pagar un incremento en el impuesto sobre la renta de un aproximado de 29 millones de dólares, y a su vez imponer una multa por aproximadamente 46 millones de dólares.

Adicionalmente, las investigaciones de la Superintendencia Financiera le está efectuando a Cemex Latam Holdings, por las denuncias de una auditoria interna de la casa matriz Cemex México, por medio del cual se evidenciaron pagos de 20 millones de dólares, no canalizados de la manera idónea para la compra de un predio en Maceo Antioquia, el cual se encontraba en proceso de extinción de dominio, y que sería utilizado para construir su segunda planta más grande en el mundo, esto no sólo afecta su imagen corporativa, también la posible sanción que le podrían hacer efectiva y que además el retraso de la construcción de esta planta generaría una capacidad instalada insuficiente para ser frente a las demandas para los mega proyectos en los cuales se encuentran involucrados.

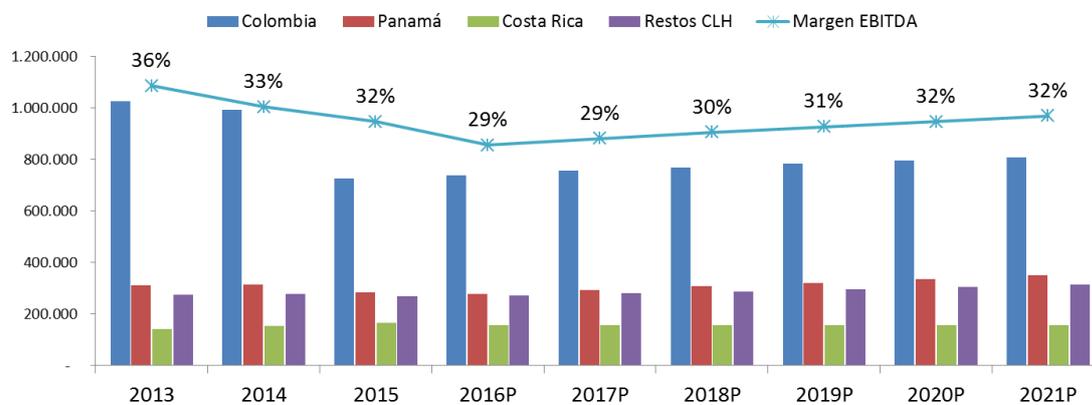
EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Ventas:

Los pronósticos de crecimiento en las ventas está fundamentado en:

- Colombia: proyectos de infraestructura pública, programas de vivienda (Mi casa YA y vivienda no VIS), infraestructura educativa y proyectos 4G de la docena de contratos firmados de la primera ola comunicados por CLH en sus resultados del 2T16.
- Panamá: las obras relacionadas con la segunda línea del Metro y la renovación urbana de Ciudad Colón.
- Costa Rica: tiene proyectos significativos que a medida que se acercan las elecciones se reflejará por su aumentó en el gasto público de infraestructura.

Gráfico 7: Proyección de Ingresos por País y Margen EBITDA



Fuente: Construcción Propia

Costos

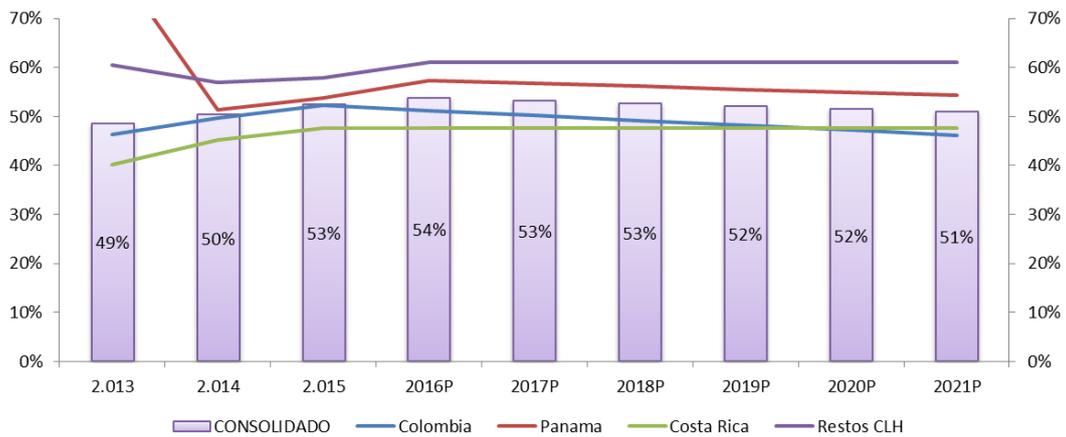
Los costos en este sector juegan un papel importante, ya que la diferenciación con los competidores se daría por esta vía.

CLH viene disminuyendo sus costos por las iniciativas de:

- Autogeneración de electricidad: En el primer semestre del 2015 generó un ahorro de \$1.2Millones de dólares, se pretende llegar a un 80% de autogeneración y se ha llegado al 65%.
- La tecnología de horno seco: requiere menos tiempo y 30% menos energía por unidad de *clinker*, generando una ventaja frente a sus competidores, ya que aún estos utilizan horno seco y húmedo, en términos de tiempo y costos.
- Uso de combustibles alternativos dentro de la autogeneración eléctrica, aunque este último su importancia ha disminuido ya que el esfuerzo se justifica bajo un escenario de altos precios del petróleo.
- Relación clínker/cemento: CLH ha logrado una relación del 70% menor a la que manejan sus competidores (Cemento Argos), optimizando sus costos y gastos.

Los costos mantendrán en la proyección un comportamiento eficiente y acorde con respecto a las ventas, con unos costos promedio del 2016 al 2017 del 52%.

Grafico 8: % de Costos sobre las ventas por País y Consolidado

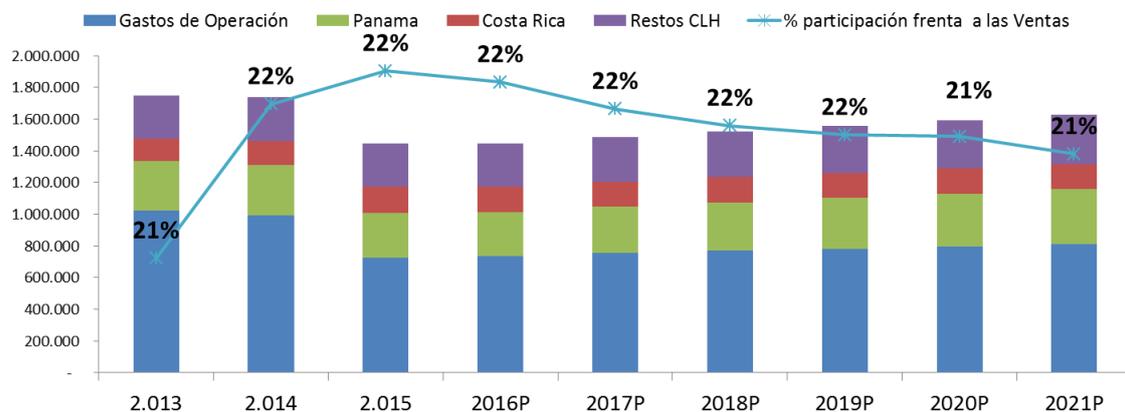


Fuente: Construcción Propia

Gastos Operacionales

Este rubro no presenta crecimientos significativos durante el 2013-2015, de igual manera, el cálculo se ha realizado tomando como base los gastos de estos ultimo 3 años y promediando el crecimiento del PIB según la economía de los países donde se encuentra CLH, inclusive se ve una menor participación frente a las ventas.

Grafico 9: % de Gastos de Operación sobre las ventas por País y Consolidado



Fuente: Construcción Propia

Capex y Activos fijos

En las proyecciones se tuvo en cuenta:

- Colombia: planta de cemento en el municipio de Maceo (Antioquia).
- Nicaragua: molino de cemento con una capacidad de molienda de 440 toneladas terminando la segunda fase en el 2016.

Adicionalmente se incluye Capex de mantenimiento como un porcentaje de los ingresos para mantener las actividades a los niveles que está requiriendo CLH.

Capital de Trabajo

CLH en los últimos cuatro trimestres ha recuperado cerca de USD\$70mill de inversión en capital de trabajo, por lo tanto, se tuvieron en cuenta estos promedio para realizar la proyección y mantener su tendencia de mejora.

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.

Grafico 10: Capital de Trabajo Neto



Fuente: Construcción Propia

Estructura Financiera

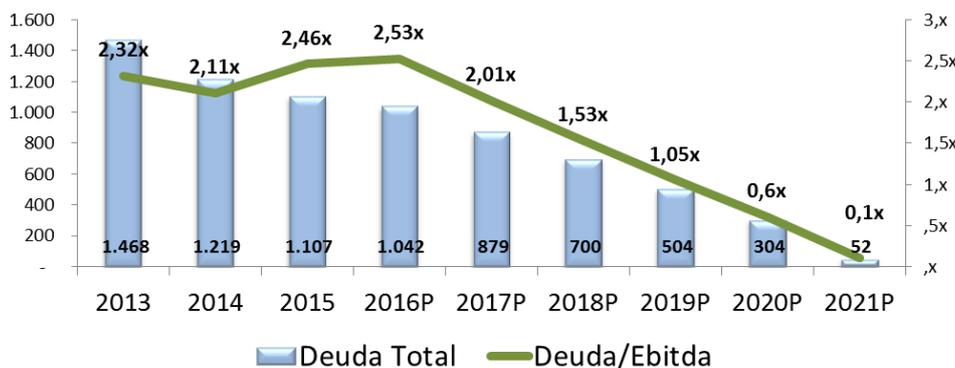
La deuda de la CLH, al cierre del 2015, estaba en \$1.107Millones de dólares, donde la deuda con partes relacionadas representa el 98.5% de la deuda total y la diferencia es leasing, con un indicador Deuda/Ebitda de 2,46x., este endeudamiento es positivo para CLH porque genera mejores condiciones de crédito y beneficios que con entidades financieras no se adquiere, a excepción de las tasas de interés porque el 60% de la deuda se encuentra a tasa fija del 7% E.A. en dólares y actualmente en el mercado se podrían encontrar tasas del 6% E.A en dólares.

La proyección se realizó teniendo en cuenta la caja mínima que debe tener CLH, por lo tanto, la deuda con cumplimiento para el 2016 por \$257Millones de dólares se proyectó así: 2016 pagó por \$86Millones de dólares y al 2020 \$172Millones de dólares para evitar un crecimiento en la deuda y poder cumplir con los requerimientos de caja.

Las tasas bases que se tuvieron en cuenta son las del 7% E.A para el 60% de la deuda, el 20% a Libor de 3 meses y el restante a Libor de 6 meses con un *spread* adicional, la Libor actualmente se encuentra en un promedio de 0,63% y 0,90% respectivamente. El promedio del indicador Deuda/Ebitda del 2016 al 2021, sin tener incremento en la deuda a largo plazo es del 1,3X.

Grafico 11: Deuda Total y Deuda/Ebitda

Cifras en Millones de USD



Fuente: Construcción propia

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 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.

Impuestos

Los impuestos incluidos en la proyección que se tuvieron en cuenta, son los siguientes:

- Desde el 2015 se generó el impuesto a la riqueza en Colombia, tomando como base el patrimonio neto fiscal del 01-01-2015, este impuesto estará en vigencia del 2015 al 2018 y con una sobretasa para la equidad (CREE), teniendo la misma vigencia.
- Se incluyen los efectos por las diferentes tasas de impuestos a la utilidad vigente del resto de países de CLH, por medio de promedio ponderado según la participación de las utilidades por país al 2015, y las tasas impositivas donde se encuentra las operaciones de CLH.

Tabla 8: Impuestos para la proyección

PAIS	% Part. Utilidad 2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Colombia	61%	42%	41%	38%	33%	33%	33%
Panamá	27%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Costa Rica	17%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Restos de CLH	19%	32%	32%	32%	32%	32%	32%
TASA IMPOSITIVA		43%	43%	41%	38%	38%	38%

Fuente: Construcción Propia

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES**Páginas Web de consulta general:**

- Agencia Nacional de Infraestructura - ANI <https://www.ani.gov.co/>
- Banco Central de Reserva del Perú www.bcrp.gob.pe
- Banco Central de Nicaragua <http://www.bcn.gob.ni/>
- Banco Central de la Republica Dominicana <http://www.bancentral.gov.do/>
- Banco de la República Central de Colombia <http://www.banrep.org/>
- Banco Mundial <http://www.bancomundial.org/>
- Banco Nacional de Brasil <http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home>
- Bloomberg
- Bolsa de Valores de Colombia <https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc>
- Cámara Brasileira de la Industria de la Construcción <http://www.cbicdados.com.br/home/>
- Cámara Colombiana de la Infraestructura <http://www.infraestructura.org.co/>
- Cemex Latam Holding <http://www.cemexlatam.com/>
- Damodaran <http://people.stern.nyu.edu/adamodar>
- Ministerio de planificación, presupuesto y gestión de Brasil <http://www.planejamento.gov.br/>
- Superintendencia Financiera de Colombia <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/index.jsf>

Documentos consultados en la Web

Banco Central de la República Dominicana. (2007). Recuperado en octubre de 2016, de Subíndice Diversificado Global EMBI:
www.bancentral.gov.do/entorno_int/Serie_Historica_Spread_del_EMBI.xlsx

Banco Central de Reserva del Perú. (1998). Recuperado octubre de 2016, de Indicadores de Riesgo para Países Emergentes:
www.bcrp.gob.pe/docs/Estadisticas/Cuadros-Estadisticos/NC_037.xls

Bolsa de Valores de Colombia. (2016). Recuperado noviembre de 2016, de Información historica de la acción:
<https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/acciones>

Cemex Latam Holding. (2013). Recuperado agosto de 2015, de Informe Anual 2013:
<http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/2013/CemexLatAmInformeAnual2013.pdf>

Cemex Latam Holding. (2014). Recuperado agosto de 2015, de Informe Anual 2014:
<http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/2014/4Q14CLHEstadosFinancieros.pdf>

Cemex Latam Holding. (2015). Recuperado agosto de 2016, de Informe Anual 2015:
<http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/ConsolidatedFinancialStatementsDic15.pdf>

Cemex Latam Holding. (2015). Recuperado agosto de 2016, de Informe de Desarrollo Sostenible:
<http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/2015/CemexLatAmSDR2015.pdf>

Cemex Latam Holding. (2016). Recuperado agosto de 2016, de Perfil de la Compañía:
<http://www.cemexlatam.com/ES/AcercaNosotros/DatosRelevantes.aspx>

Contraloría General de la Republica de Panamá. (Junio de 2016). Recuperado octubre 2016, de Producto Interno Bruto (PIB) Trimestral de la República:
http://www.contraloria.gob.pa/inec/Publicaciones/Publicaciones.aspx?ID_SUBCATEGORIA=26&ID_PUBLICACION=756&ID_IDIOMA=1&ID_CATEGORIA=4

Fondo Monetario Internacional . (s.f.). Recuperado octubre 2016, de Perspectivas Economicas Las Americas:
<http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/reo/2016/whd/pdf/wreo0416s.pdf>

BALANCE HISTÓRICO. Miles de dólares (000 USD)

Cemex Latam Holdings S.A. y Subsidiarias
(Miles de dólares americanos)

Balance General Consolidados	31 de diciembre						
	2013	2014	% Crec	Var	2015	% Crec	Var
Activo							
Activo Circulante							
Efectivo y equivalente de efectivo	76.691	51.772	-32%	(24.919)	53.635	4%	1.863
Ciente, neto de estimaciones incobrables	164.195	122.003	-26%	(42.192)	91.568	-25%	(30.435)
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	895	270	-70%	(625)	3.222	1093%	2.952
Otras cuentas por cobrar	21.048	19.523	-7%	(1.525)	12.694	-35%	(6.829)
Impuestos por recuperar	64.080	13.959	-78%	(50.121)	25.695	84%	11.736
Inventarios, neto	103.683	102.821	-1%	(862)	86.134	-16%	(16.687)
Otros activos circulantes	19.227	18.347	-5%	(880)	14.421	-21%	(3.926)
Total del Activo Circulante	449.819	328.695	-27%	(121.124)	287.369	-13%	(41.326)
Activo no Circulante							
Otros activos y cuentas por cobrar	18.623	24.215	30%	5.592	20.868	-14%	(3.347)
Propiedades, maquinaria y equipo, neto	1.205.574	1.114.921	-8%	(90.653)	1.093.359	-2%	(21.562)
Crédito mercantil, activos intangibles y activos diferidos, neto	2.154.652	2.005.474	-7%	(149.178)	1.786.895	-11%	(218.579)
Impuestos diferidos	7.644	10.635	39%	2.991	8.439	-21%	(2.196)
Total del Activo no Circulante	3.386.493	3.155.245	-7%	(231.248)	2.909.561	-8%	(245.684)
Total del Activo	3.836.312	3.483.940	-9%	(352.372)	3.196.930	-8%	(287.010)
Pasivo y capital contable							
Pasivo circulante							
Deuda a corto plazo	6.805	5.259	-23%	(1.546)	8.067	53%	2.808
Proveedores	129.427	103.095	-20%	(26.332)	120.274	17%	17.179
Cuentas por pagar a partes relacionadas	336.084	165.246	-51%	(170.838)	268.512	62%	103.266
Impuesto por pagar	93.240	71.303	-24%	(21.937)	50.634	-29%	(20.669)
Otras cuentas y gastos acumulados por pagar	76.317	62.010	-19%	(14.307)	76.758	24%	14.748
Total del Pasivo Circulante	641.873	406.913	-37%	(234.960)	524.245	29%	117.332
Pasivo a largo plazo							
Deuda a largo plazo	18.797	10.510	-44%	(8.287)	8.046	-23%	(2.464)
Cuentas por pagar a partes relacionadas a largo plazo	1.106.199	1.037.923	-6%	(68.276)	822.388	-21%	(215.535)
Beneficios a los empleados	63.418	50.769	-20%	(12.649)	32.384	-36%	(18.385)
Impuestos diferidos	635.903	565.517	-11%	(70.386)	484.522	-14%	(80.995)
Otros pasivos	12.143	11.375	-6%	(768)	8.530	-25%	(2.845)
Total del Pasivo a largo plazo	1.836.460	1.676.094	-9%	(160.366)	1.355.870	-19%	(320.224)
Total del Pasivo	2.478.333	2.083.007	-16%	(395.326)	1.880.115	-10%	(202.892)
Capital contable							
Participación de la controladora:							
Capital social	718.124	718.124	0%	-	718.124	0%	-
Prima en colocación de acciones	744.689	745.225	0%	536	746.862	0%	1.637
Otras reservas de capital	(473.821)	(695.574)	-47%	(221.753)	(876.387)	-26%	(180.813)
Utilidades retenidas	89.895	353.998	294%	264.103	627.396	77%	273.398
Utilidad Neta	264.103	273.398	4%	9.295	95.491	-65%	(177.907)
Total de la participación controladora	1.342.990	1.395.171	4%	52.181	1.311.486	-6%	(83.685)
Participación no controladora							
	14.989	5.762	-62%	(9.227)	5.329	-8%	(433)
Total del capital contable	1.357.979	1.400.933	3%	42.954	1.316.815	-6%	(84.118)
Total pasivo y capital contable	3.836.312	3.483.940	-9%	(352.372)	3.196.930	-8%	(287.010)

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.

Cemex Latam Holdings S.A. y Subsidiarias
(Miles de dólares americanos)

Balance General Consolidados	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Activo						
Activo Circulante						
Efectivo y equivalente de efectivo	33.307	23.306	26.487	33.397	47.926	48.633
Cliente, neto de estimaciones incobrables	84.247	86.669	80.254	82.141	84.076	86.072
Cuentas por cobrar a partes relacionadas	4.012	4.127	4.224	4.323	4.425	4.530
Otras cuentas por cobrar	12.035	12.381	12.672	12.970	13.275	13.590
Impuestos por recuperar	24.071	20.635	21.120	21.616	22.125	22.650
Inventarios, neto	84.276	83.513	84.514	83.291	84.321	83.081
Otros activos circulantes	16.047	16.508	16.896	17.293	17.700	18.120
Total del Activo Circulante	257.995	247.140	246.166	255.030	273.848	276.677
Activo no Circulante						
Otros activos y cuentas por cobrar	21.173	21.483	21.797	22.116	22.439	22.767
Propiedades, maquinaria y equipo, neto	1.243.616	1.281.331	1.318.083	1.353.853	1.388.622	1.413.941
Crédito mercantil, activos intangibles y activos diferidos, neto	1.765.067	1.743.349	1.721.644	1.699.939	1.678.235	1.656.530
Impuestos diferidos	8.461	8.483	8.505	8.527	8.548	8.570
Total del Activo no Circulante	3.038.318	3.054.646	3.070.029	3.084.435	3.097.844	3.101.808
Total del Activo	3.296.313	3.301.785	3.316.195	3.339.465	3.371.692	3.378.485
Pasivo y capital contable						
Pasivo circulante						
Deuda a corto plazo	3.871	1.000	3.175	8.792	8.983	9.179
Proveedores	131.816	134.060	137.891	141.820	139.015	140.776
Cuentas por pagar a partes relacionadas	202.681	160.408	96.598	32.801	33.336	33.887
Impuesto por pagar	51.862	52.745	53.377	54.027	54.694	55.387
Otras cuentas y gastos acumulados por pagar	79.954	81.315	82.290	83.291	84.321	85.389
Total del Pasivo Circulante	470.184	429.528	373.331	320.731	320.349	324.618
Pasivo a largo plazo						
Deuda a largo plazo	12.592	15.822	14.012	8.769	8.960	9.155
Cuentas por pagar a partes relacionadas a largo plazo	822.388	701.453	586.596	453.504	252.496	-
Beneficios a los empleados	33.157	33.965	34.892	35.971	37.276	39.030
Impuestos diferidos	484.522	484.522	484.522	484.522	484.522	484.522
Otros pasivos	8.584	8.638	8.698	8.765	8.842	8.941
Total del Pasivo a largo plazo	1.361.244	1.244.399	1.128.720	991.531	792.095	541.648
Total del Pasivo	1.831.428	1.673.927	1.502.051	1.312.263	1.112.445	866.266
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	746.862	746.862	746.862	746.862	746.862	746.862
Otras reservas de capital	(876.387)	(876.387)	(876.387)	(876.387)	(876.387)	(876.387)
Utilidades retenidas	722.887	870.389	1.032.779	1.218.467	1.430.913	1.662.331
Utilidad Neta	147.502	162.389	185.688	212.446	231.418	252.331
Total de la participación controladora	1.458.988	1.621.378	1.807.066	2.019.512	2.250.930	2.503.262
Participación no controladora	5.897	6.481	7.079	7.690	8.317	8.958
Total del capital contable	1.464.885	1.627.858	1.814.144	2.027.203	2.259.247	2.512.219
Total pasivo y capital contable	3.296.313	3.301.785	3.316.195	3.339.465	3.371.692	3.378.485

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.

Cemex Latam Holdings S.A. y Subsidiarias
(Miles de dólares americanos)

31 de diciembre

Estados de Resultados Consolidados	2013	%	2014	%	% Crec	Var.	2015	%	% Crec	Var.
Ingresos	1.750.116	100%	1.724.710	100%	-1%	(25.406)	1.427.058	100%	-17%	(297.652)
Costo de ventas	(852.161)	49%	(869.388)	50%	2%	(17.227)	(749.646)	53%	-14%	119.742
Utilidad Bruta	897.955	51%	855.322	50%	-5%	(42.633)	677.412	47%	-21%	(177.910)
Gastos de administración y ventas	(246.422)	14%	(240.731)	14%	-2%	5.691	(208.918)	15%	-13%	31.813
Gastos de distribución	(116.237)	7%	(133.460)	8%	15%	(17.223)	(103.676)	7%	-22%	29.784
Gastos de Operación	(362.659)	21%	(374.191)	22%	3%	(11.532)	(312.594)	22%	-16%	61.597
Resultados de la operación antes de otros gastos, neto	535.296	31%	481.131	28%	-10%	(54.165)	364.818	26%	-24%	(116.313)
Otros gastos, neto	(15.742)	1%	(2.758)	0%	-82%	12.984	(83.360)	6%	2922%	(80.602)
Resultados de la operación	519.554	30%	478.373	28%	-8%	(41.181)	281.458	20%	-41%	(196.915)
Gastos de Depreciación	(97.386)	6%	(95.809)	6%	-2%	1.577	(84.954)	6%	-11%	10.855
EBITDA	632.682	36%	576.940	33%	-9%	(55.742)	449.772	32%	-22%	(127.168)
Gastos financieros	(113.762)	7%	(90.449)	5%	-20%	23.313	(73.748)	5%	-18%	16.701
Otros gastos financieros neto	(2.090)	0%	(2.196)	0%	5%	(106)	(1.016)	0%	-54%	1.180
Resultados por fluctuación cambiaria	(1.138)	0%	33.349	2%	-3030%	34.487	(18.173)	1%	-154%	(51.522)
Utilidad antes de impuestos	402.564	23%	419.077	24%	4%	16.513	188.521	13%	-55%	(230.556)
Impuestos a la utilidad	(137.837)	8%	(144.706)	8%	-5%	(6.869)	(92.469)	6%	-36%	52.237
UTILIDAD NETA CONSOLIDADA	264.727	15%	274.371	16%	4%	9.644	96.052	7%	-65%	(178.319)
Participación no controladora	624	0%	973	0%	56%	349	561	0%	-42%	(412)
UTILIDAD NETA DE LA PARTICIPACIÓN CONTROLADOR	264.103	15%	273.398	16%	4%	9.295	95.491	7%	-65%	(177.907)

Cemex Latam Holdings S.A. y Subsidiarias
(Miles de dólares americanos)

Estados de Resultados Consolidados	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Ingresos	1.444.243	1.485.749	1.520.606	1.556.352	1.593.015	1.630.829
Var Crec. %	1,2%	2,9%	2,3%	2,4%	2,4%	2,4%
Costo de ventas	(777.930)	(791.174)	(800.656)	(810.401)	(820.417)	(830.809)
Utilidad Bruta	666.313	694.575	719.949	745.951	772.599	800.020
Margen Bruto %	46,1%	46,7%	47,3%	47,9%	48,5%	49,1%
Gastos de administración y ventas	(210.755)	(215.130)	(219.099)	(223.648)	(228.806)	(233.028)
Gastos de distribución	(104.588)	(106.759)	(108.729)	(110.986)	(113.545)	(115.641)
Gastos de Operación	(315.342)	(321.888)	(327.828)	(334.633)	(342.351)	(348.669)
Resultados de la operación antes de otros gastos, neto	350.971	372.687	392.121	411.318	430.247	451.352
Otros gastos, neto	(21.998)	(22.630)	(23.161)	(23.705)	(24.264)	(24.840)
Resultados de la operación	328.973	350.057	368.960	387.613	405.983	426.512
Margen de la Operación %	22,8%	23,6%	24,3%	24,9%	25,5%	26,2%
Gastos financieros	(67.505)	(62.806)	(52.868)	(42.172)	(30.201)	(17.314)
Otros gastos financieros neto	(1.028)	(1.058)	(1.083)	(1.108)	(1.134)	(1.161)
Resultados por fluctuación cambiaria	-	-	-	-	-	-
Utilidad antes de impuestos	260.440	286.193	315.010	344.333	374.649	408.036
Impuestos a la utilidad	(112.370)	(123.220)	(128.724)	(131.274)	(142.604)	(155.064)
UTILIDAD NETA CONSOLIDADA	148.070	162.973	186.286	213.058	232.045	252.972
Margen Neto %	10,3%	11,0%	12,3%	13,7%	14,6%	15,5%
Participación no controladora	568	584	598	612	626	641
UTILIDAD NETA DE LA PARTICIPACIÓN CONTROLADORA	147.502	162.389	185.688	212.446	231.418	252.331
Tasa Efectiva de Impuestos	43%	43%	41%	38%	38%	38%

Cemex Latam Holdings S.A. y Subsidiarias
(Miles de dólares americanos)

Flujo de Caja Libre Historico	2013	2014	2015
Utilidad Operativa	535.296	481.131	364.818
(-) Impuestos	(118.000)	(110.000)	(107.000)
UODI	417.296	371.131	257.818
(+) Depreciaciones y Amortizaciones	97.386	95.809	84.954
Flujo de Caja Bruto	514.682	466.940	342.772
Var en KTNO	(35.000)	(64.000)	44.000
CAPEX	(94.000)	(143.000)	(196.000)
Flujo de Caja Libre	385.682	259.940	190.772

Cemex Latam Holdings S.A. y Subsidiarias
(Miles de dólares americanos)

Flujo de Caja Libre Proyectado	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Utilidad Operativa	350.971	372.687	392.121	411.318	430.247	451.352
(-) Impuestos	(151.430)	(160.460)	(160.234)	(156.812)	(163.767)	(171.525)
UODI	199.540	212.227	231.887	254.506	266.480	279.826
(+) Depreciaciones y Amortizaciones	61.000	63.658	66.476	69.375	72.341	75.075
Flujo de Caja Bruto	260.540	275.885	298.363	323.880	338.822	354.901
Var en KTNO	25.011	5.343	9.592	3.626	(5.396)	1.400
CAPEX	(189.429)	(79.655)	(81.523)	(83.440)	(85.405)	(78.689)
Flujo de Caja Libre	96.122	201.573	226.432	244.066	248.020	277.612

Cemex Latam Holdings S.A. y Subsidiarias

(Miles de dólares americanos)

Valoración por Flujo de Caja Libre Descontado

Tasa de Crecimiento a perpetuidad Datos (g)

g	
Promedio Crecimiento	1,07%
Inflación Promedio LP 70% de participación	2,48%
g hallada con Tasa de Inversión	0,15%
ROIC	25,22%
Tasa de Crecimiento a perpetuidad (g)	1,71%

Valoración por Flujo de Caja Libre Descontado	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
WACC en dólares	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%	8,20%
Factor de descuento	1,00	1,08	1,17	1,27	1,37	1,48
FCL	96.122	201.573	226.432	244.066	248.020	277.612
Valor Terminal						4.272.503
Valor Presente del valor terminal						2.880.637
Valor presente del FCL	96.122	186.292	193.402	192.660	180.939	187.174

Valor presente de los FCL del Período relevante 940.466

Valor presente del valor Terminal 2.880.637

VALOR DE LAS OPERACIONES 3.821.103,417

Deuda neta 1.041.533

Otros pasivos 526.263

Demanda DIAN 80.000

Pagos irregulares de Planta MACEO 20.000

VALOR DEL PATRIMONIO 2.153.308

Acciones en Circulación 556.377

Precio Objetivo 2017 en USD 3,870

Tasa de cambio (FX) 3.000,75

Precio Objetivo 2017 11.614

Precio de Cierre (02ene2017) 11.240

Potencial de Valoración 3,32%

COLCAP 1.341,72

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