

**CEMEX LATAM HOLDINGS**

BVC: CLH

**Primera Cobertura**

Fecha de Valoración: 27/01/2015

**Recomendación:** Compra**Precio de la Acción y Valor del COLCAP****Valor del índice:** COLCAP: 1,423.89 Puntos**Precio de la acción:** CLH: \$16,000 COP

Se recomienda comprar debido a que el precio arrojado por el modelo muestra que la acción tiene un potencial de valorización cercano al 57% lo anterior respaldado en que se espera que el sector de la construcción en Colombia y Costa Rica sea muy dinámico debido a la inversión por parte del gobierno en infraestructura especialmente por las concesiones de vías 4G lo cual aumentara los flujos de efectivo de la empresa. El precio esperado a alcanzar en el mes 12 de 2015 es \$ 24,240.

**Tabla de Valoración con los datos financieros más destacados**

| Miles de Dólares | 2014    | 2015    | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| UODI             | 439,782 | 474,805 | 506,853 | 539,751 | 582,368 | 605,094 | 630,315 | 652,384 | 678,971 | 702,081 |
| WACC             | 9.71%   | 9.71%   | 9.71%   | 9.71%   | 9.71%   | 9.71%   | 9.71%   | 9.71%   | 9.71%   | 9.71%   |
| VP de los FCL    | 349,133 | 290,628 | 352,152 | 430,581 | 435,646 | 418,360 | 401,955 | 383,799 | 366,836 | 349,155 |
| ROIC             | 37.79%  | 38.06%  | 36.19%  | 36.32%  | 39.67%  | 42.07%  | 44.82%  | 47.57%  | 50.94%  | 54.30%  |
| Margen Ebitda    | 37.61%  | 37.50%  | 37.03%  | 36.58%  | 36.25%  | 35.84%  | 35.40%  | 35.03%  | 34.61%  | 34.24%  |

**Capitalización del Mercado, datos financieros y accionarios****Capitalización Bursátil:** 8,507,724,426,000 (17/12/2014)**Acciones en Circulación:** 556,060,420**Volumen Promedio diario (Último año):** 5,261'825,208**Bursatilidad:** Alta**Participación índice:** COLCAP 2.4%**Cotiza en:** Bolsa de Valores de Colombia**Beta:** 0.87**Rango último año:** \$12,760 COP - \$19,820 COP**Dividendos:** política de no entrega de dividendos hasta el año 2018**Apreciación global de la Compañía****Localización:** Colombia, Panamá, Costa R., Nicaragua, El Salvador, Guatemala y Brasil.**Industria:** Construcción

**Descripción:** Compañía dedicada a la explotación de materiales de construcción, son fabricantes de cemento, concreto premezclado y agregados. Cuenta con plantas de cemento posicionadas estratégicamente en Latinoamérica principalmente Colombia y actualmente con alrededor de un 25% del mercado en el sector construcción y diferenciándose ya que produce cemento y también presta servicios de construcción.

**Productos y servicios:** Cemento, concreto premezclado, agregados, mortero, construcción y demolición

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

Carlos Eduardo Londoño Zuleta

José Fernando Álvarez Restrepo

**Directora de la Investigación de Inversión:**

Sandra Constanza Gaitán Riaño

**Asesor de Investigación:**

Luis Fernando Mondragón

## DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Al analizar el comportamiento de la acción durante el último año se observa una valorización de la acción que llegó a rondar los COP \$20,000. Se presentó un rally desde el mes de enero hasta el mes de junio de 2014, una clara tendencia alcista que luego se frena y la acción toma una tendencia lateral estabilizándose alrededor de los COP \$18,000, con unos volúmenes de compra estables hasta el mes de noviembre donde la tendencia lateral se rompe e inicia una tendencia a la baja donde el precio de la acción se acerca a los COP \$14,000 a principios del mes de diciembre para luego tener un rebote de aproximadamente COP \$2,000 y logrando así al finalizar diciembre de 2014 cerca a los COP \$16,000 con volúmenes de compra satisfactorios.



Gráfico basado en los datos publicados en el informe diario del mercado accionario de la Superintendencia Financiera de Colombia ([www.superfinanciera.gov.co](http://www.superfinanciera.gov.co))

Fuente: Infocapitales

## RESUMEN DE LA INVERSIÓN

1. Sustentar la recomendación con los principales resultados obtenidos en el análisis.

De acuerdo al modelo construido, donde se incluyeron variables macroeconómicas como libros históricos, proyecciones del PIB, producción de la construcción e IPC, las cuales se utilizaron como base de las proyecciones de los ingresos, se pudo establecer que la empresa CLH está en la capacidad de mejorar a futuro sus ingresos operacionales siempre y cuando la empresa continúe con su política de crecimiento en capacidad instalada y se ejecuten los mega proyectos viales en el país, donde la empresa no sólo genera flujo por ventas de materiales sino además de prestar servicios de construcción y demolición.

De acuerdo a los resultados arrojados por el modelo, se espera que el precio de la acción de Cemex Latam Holdings esté alrededor de los COP \$24,240 en el mediano plazo aproximadamente a diciembre de 2015.

## TESIS DE INVERSIÓN

El modelo de valoración por flujos de caja libre arroja un valor de la acción de COP \$24,240, lo que indica que actualmente la acción está subvalorada por el mercado debido a que el precio comercial es de COP \$15,540, con un potencial de valorización cercano al 57%, y que en el último año el precio de la acción ha estado en un rango entre COP \$12,760 - COP \$19,820 por lo que se recomienda comprar acciones de CLH, sustentándose en el actual panorama del sector construcción donde están avalados megaproyectos de redes viales en donde se anticipa que la capacidad instalada de producción de cemento en Colombia no cubrirá la demanda generada internamente, por lo que a futuro se observa un panorama optimista para que la empresa siga creciendo y generando valor debido a la posibilidad de expansión que tiene y a la facilidad de generar utilidades operacionales, esto dado que ha aumentado su EBITDA 2.2 veces desde 2010. Sin embargo, hay que tener en cuenta que existen factores tales como la competencia, principalmente ARGOS, ya que esta posee un poco más de la mitad sobre la participación de mercado y a su vez, no se puede asegurar que no hayan hechos violentos por parte de grupos armados al margen de la ley.

Según EnterpriseValue / EBITDA, CLH con un valor de 9.82 está muy bien posicionada respecto al promedio del sector construcción que es 10.93.

## VALORACIÓN

La empresa se valoró contrastando método de valoración dinámica de flujos de caja descontados y el método de valoración por múltiplos, ya que estos son los métodos que comúnmente son más aceptados. Por su parte el método de valoración dinámica de flujos de caja descontados consiste en realizar una estimación de los flujos de caja futuros que serían generados por la empresa teniendo en cuenta las proyecciones macroeconómicas de entidades tales como el Banco de la República y el Fondo Monetario Internacional para un horizonte desde el año 2014 hasta el año 2023, indexados al valor presente y a su vez teniendo en cuenta los riesgos operativos, políticos y financieros que afectan directamente al negocio. El resultado arrojado no tiene en cuenta las sinergias ya que actualmente no hay evidencia de una posible opción de fusión o de compra de la empresa.

Por su parte, también se realizó valoración por múltiplos bursátiles con la cual se encontró un valor justo de la acción de CLH utilizando 4 de estos:

- P/B (Precio sobre valor en libros)
- P/E (Precio sobre ganancias por acción)
- Ev/EBITDA (Valor de la compañía sobre EBITDA)
- P/EBITDA (Precio sobre EBITDA)

Se calculan los valores de estos múltiplos respecto a sus similares en el sector construcción donde adicionalmente no solo se tomaron empresas en el ámbito nacional sino también en el contexto mundial y por consiguiente con su Benchmark.

### Cálculo de tasa de descuento:

Para calcular el costo promedio ponderado del capital (WACC) se tuvo en cuenta el promedio de los últimos 10 años de la tasa de los bonos del gobierno de los Estados Unidos, una tasa de impuestos (29.6%) que resulta del promedio ponderado de las tasas de los diferentes países donde la empresa realiza su actividad y se asume un beta desapalancado del sector construcción

de 0.79 y para el caso de CLH un beta apalancado de 0.87.

| Variable                              | Valor        |
|---------------------------------------|--------------|
| Tasa de impuestos                     | 29.6%        |
| Relación D/E                          | 0.15         |
| Tasa libre de riesgo                  | 3.4%         |
| Beta Apalncado CLH                    | 0.87         |
| Riesgo de mercado(*)                  | 5.5%         |
| Costo patrimonio (USD)                | 10.2%        |
| Costo de deuda (Después de impuestos) | 9.0%         |
| <b>WACC</b>                           | <b>9.71%</b> |

Fuente: Equipo de valoración.

### Resultado de la valoración:

En cuanto a la metodología del flujo de caja libre descontado y los datos anteriores se obtiene un valor presente neto de la compañía de USD \$ 9,175,521,000 y descontando su deuda y otros pasivos el valor es de USD \$7,060,665,000. Teniendo en cuenta el número de acciones en circulación, el precio justo de la acción es de USD 12.70 el cual para Colombia se ve afectado por la TRM ya que esta transa en la bolsa colombiana y bajo el promedio del último año se tomó para el modelo una TRM de COP \$1,940 por lo que el precio justo en COP es de \$24,240.

### Análisis de sensibilidad:

A continuación se presentan los escenarios resultantes ante las variaciones del WACC y el “g” de perpetuidad en 0.5%. Bajo la sensibilización de estas dos variables, el precio de la acción oscila entre COP \$20,100 y COP 35,700.

|      |        | "g" Perpetuidad |        |        |        |        |
|------|--------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
|      |        | 0.13%           | 0.63%  | 1.13%  | 1.63%  | 2.13%  |
| WACC | 8.71%  | 26,240          | 28,180 | 30,480 | 33,260 | 36,700 |
|      | 9.21%  | 23,640          | 25,230 | 27,110 | 29,340 | 32,030 |
|      | 9.71%  | 21,390          | 22,720 | 24,240 | 26,080 | 28,230 |
|      | 10.21% | 19,430          | 20,550 | 21,840 | 23,330 | 25,080 |
|      | 10.71% | 17,700          | 18,650 | 19,740 | 20,980 | 22,430 |

Fuente: Equipo valoración

Vale la pena anotar los casos más extremos con un Wacc de 10.71% y un “g” de 0.13% el precio objetivo de la acción descendería a COP \$17,700 y en caso contrario de tener un Wacc bajo de 8.71% y un “g” de 2.13% el precio de la acción subiría a COP \$36,700.

## ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

En Colombia Cementos Argos, Cemex Latam Holdings y Holcim lideran el mercado local, Juntos representan el 94% de la capacidad instalada en Colombia con un 57%, 26% y 12% respectivamente.”<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Agudelo, J. J., & Posada, M. (s.f.). *Crossing the Andes*. Reporte Internacional, Grupo Bancolombia.

En los diferentes países donde Cemex Latam Holdings participa respectivamente, se observa una industria de cemento que se puede clasificar como un oligopolio, para el cual existen barreras de entrada importantes y el producto tiene un bajo nivel de diferenciación.<sup>2</sup>

“Colombia ha experimentado una transformación dramática en la última década. El (GDP) producto interno bruto ha crecido a una tasa media anual del 4.5% desde 2004; la (FDI) inversión extranjera directa se ha recuperado significativamente alcanzando los US\$16.5 billones en 2013, pasando de US\$2.4 billones en el 2000; y el desempleo cayó a 9.6% en 2013”<sup>3</sup>, y según el Dane, esta tasa se ubica a diciembre del 2014 en 7.7%.

### Tasa de Desempleo en Colombia (Promedio Anual)



Fuente: DANE

“Moody’s InvestorService y Fitch Ratings elevaron la calificación crediticia de Colombia a (BBB-) en 2011, esto soportado por los sólidos resultados económicos del país en el último par de años.

La competitividad de Colombia ha aumentado. Sin embargo, se ha visto limitada por su red de infraestructura subdesarrollada, el objetivo del gobierno es agregar un promedio de 1.5% de crecimiento anual del PIB del país, y la industria del cemento está siendo visto como uno de los principales beneficiarios, pues el sector de la construcción ha venido ganando importancia en términos de su contribución al PIB, aumentando de un 4% en el año 2000, a un 7% en el año 2013. El sector de ha venido creciendo a una tasa más rápida que la de la economía completa, una tendencia que debería continuar con los planes expansivos del gobierno colombiano.

<sup>2</sup>Vanegas Bedoya, J. J., Tascón Martínez, M. J., & Orozco Mora, M. (2012). *Reporte Burkenroad Cementos Argos S.A.* Universidad Eafit, Antioquia, Medellín. Recuperado el 5 de 12 de 2014, de <http://www.eafit.edu.co/escuelas/economiayfinanzas/laboratorio-financiero/burkenroad/burkenroad2012/cementos-argos-2012.pdf>

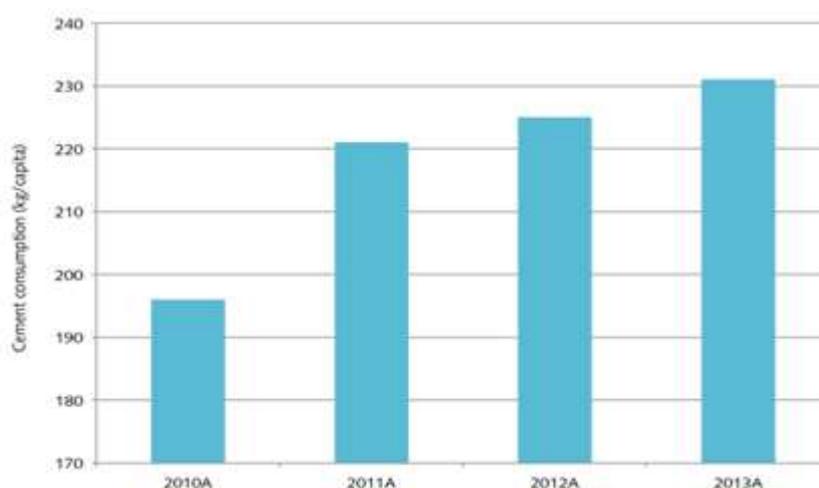
<sup>3</sup>Agudelo, J. J., & Posada, M. (s.f.). *Crossing the Andes*. Reporte Internacional, Grupo Bancolombia.

Para mejorar las redes viales, el gobierno está planeando implementar las carreteras de cuarta generación 4G, lo cual cuesta alrededor de 2.5 billones de pesos. El objetivo es construir y reparar cerca de 8,000 km de carreteras en el territorio colombiano, y se espera producir cerca de 400,000 empleos directos. Además de reducir los costos de transporte.

## DEMANDA DE CEMENTO

El consumo de cemento en Colombia se ha recuperado significativamente desde 2009. En 2010, Colombia consumió 8.9 Mt (Millones de toneladas) de cemento con un promedio per cápita de consumo de 196 kg. En 2013 la demanda rosó un tope de 10.9 Mt con una demanda per cápita de 231 kg. El consumo promedio per cápita mundial es de 515 kg y el de Latinoamérica es de 270 kg.<sup>4</sup>

### Consumo de cemento per cápita en Colombia (2010 – 2013)



Fuente: DANE

### Principales empresas productoras de cemento en Colombia

| Empresas               | Ingresos Operacionales (Billones) | Participación Ingresos Operacionales | Capacidad Instalada (mts) |
|------------------------|-----------------------------------|--------------------------------------|---------------------------|
| Argos                  | 5                                 | 66%                                  | 9.88                      |
| CLH                    | 1.8                               | 24%                                  | 4.48                      |
| Holcim                 | 0.7                               | 9%                                   | 2.1                       |
| Tequendama             | 0.09                              | 1%                                   | 0.98                      |
| <b>Total Industria</b> | <b>7.59</b>                       | <b>100%</b>                          | <b>17.44</b>              |

Fuente: BVC

<sup>4</sup>Agudelo, J. J., & Posada, M. (s.f.). *Crossing the Andes*. Reporte Internacional, Grupo Bancolombia.

## Principales plantas y moliendas de cemento en Colombia:



Fuente: Agudelo, J. J., & Posada, M. (s.f.). Crossing the Andes . Reporte Internacional, Grupo Bancolombia.

Con base a la grafica anterior, se puede observar la ubicación estratégica de las plantas de cemento y moliendas por parte tanto de CLH como de la competencia, ubicadas cercanas a los puertos y a las principales ciudades en este caso de Colombia.

## DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

### 1. Historia, localización e infraestructura.

Fue constituida en España y ofrece productos a clientes en Colombia, Panamá, Costa Rica, Nicaragua, El Salvador, Guatemala y Brasil. Las acciones se negocian en la Bolsa de valores de Colombia y actualmente tiene 556,060,420 acciones en circulación.<sup>5</sup> La compañía se rige por la ley de sociedades de Capital española (Real decreto legislativo 1/2010, del 2 de julio de 2010).

“Por ser una compañía española no listada a cotización en España, CEMEX Latam Holdings no está sujeta a la normativa española en materia de buen gobierno corporativo aplicable a las sociedades anónimas cotizadas en las bolsas de Valores españolas, pero sí en la bolsa de Valores de Colombia. Como compañía española listada en la Bolsa de Valores de Colombia, no están sujetos a las mismas disposiciones de mejores prácticas aplicables a emisores colombianos, cuyas acciones estén listadas en la Bolsa de Valores del país.”<sup>6</sup>

<sup>5</sup>Bolsa de Valores de Colombia. (2012). *BVC*. Recuperado el 7 de 06 de 2014, de Características de la Acción-CHL: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/acciones>

<sup>6</sup>Cemex LatAm Holdings. (2014). *Cemex LatAm Holdings*. Obtenido de Informe Anual 2013 pág:27: <http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/2013/CemexLatAmInformeAnual2013.pdf>

CEMEX Latam Holdings, S.A. (CLH) es una empresa de participación indirecta dedicada a la producción de cemento, concreto premezclado y agregados, y cuyas actividades principales se encuentran en Colombia, Panamá, Costa Rica, Nicaragua, Guatemala, El Salvador y Brasil. Es subsidiaria de CEMEX España, S.A (quien es propietaria del 73.35% de las acciones en circulación de CLH) así como subsidiaria indirecta de CEMEX, S.A.B. de C.V. Está listada en la Bolsa de Valores de Colombia bajo la clave CLH<sup>7</sup>

CLH tiene el respaldo de CEMEX que se encuentra en el top 10 de las compañías más grandes de concreto premezclado en el mundo. La relación de CLH con CEMEX sirve para obtener acceso a experiencia, tecnologías, KnowHow en técnicas de producción, comercialización, estrategia de ventas, sinergias y explotación de oportunidades en ventas cruzadas. CLH paga a CEMEX una tarifa equivalente al 5% de sus ingresos netos consolidados esto principalmente a cambio de contar con el buen prestigio de la marca CEMEX y acceso a créditos más baratos que los ofertados por el sector financiero.<sup>8</sup>

### Ranking de las principales empresas cementeras a nivel mundial:

| Rank | Company/Group      | Country     | Capacity (Mt/yr) | No. Of plants |
|------|--------------------|-------------|------------------|---------------|
| 1    | Anhui Conch        | China       | 217              | 26            |
| 2    | Lafarge            | France      | 205              | 134           |
| 3    | Holcim             | Switzerland | 174              | 117           |
| 4    | CNBM               | China       | 128              | 80            |
| 5    | HeidelbergCement   | Germany     | 90               | 100           |
| 6    | Italcementi        | Italy       | 80               | 60            |
| 7    | Cemex              | Mexico      | 76               | 55            |
| 8    | Taiwan Cement Corp | Taiwan      | 64               | 6             |
| 9    | China Resources    | China       | 59               | 17            |
| 10   | Sinoma             | China       | 53               | 4             |

Fuente: The Global Cement Directory 2013 and work Directory 2014 conducted towards publication of the Global Cement <sup>9</sup>

Se observa que China es el país donde se encuentran el mayor número de cementeras entre las diez más grandes del mundo, sin embargo se evidencia presencia de CEMEX (Matriz en México) en este Ranking.

<sup>7</sup>Cemex LatAm Holdings . (2014). *Cemex LatAm Holdings* .Obtenido de Informe Anual 2013 pág:39:  
<http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/2013/CemexLatAmInformeAnual2013.pdf>

<sup>8</sup>Cemex LatAm Holdings. (2014). *Cemex LatAm Holdings*.Obtenido de Informe Anual 2013 pág:28:  
<http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/2013/CemexLatAmInformeAnual2013.pdf>

<sup>9</sup>Saunders, A. (09 de 12 de 2013). *global Cement* . Recuperado el 1 de 12 de 2014, de Top 75 global cement companies: <http://www.globalcement.com/magazine/articles/822-top-75-globalcementcompany>

## 2. Análisis FODA: Fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas.

| FORTALEZAS  | OPORTUNIDADES  |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Sólida participación en el mercado latinoamericano, especialmente Colombia con un 25%.</li> <li>• Respaldo de la marca CEMEX que cuenta con amplia trayectoria en el sector construcción</li> <li>• Cuenta con una amplia estructura de producción y ventas localizada estratégicamente en países centro y sur americanos.</li> <li>• Genera valor agregado a la empresa al incluir servicios de construcción y no limitándose solo a vender el producto.</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Expectativas de expansión y crecimiento de volúmenes del 8% en Colombia gracias a mega proyectos del gobierno.</li> <li>• Altas expectativas de mejoramiento vial en los países donde CLH participa.</li> <li>• Posibilidad de crear plantas de producción en países donde CLH solo vende cemento importado.</li> </ul> |
| DEBILIDADES   | AMENAZAS   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• Es una empresa nueva en el mercado.</li> <li>• Su principal competidor Cementos Argos tiene 56% del mercado Colombiano.</li> <li>• Está limitada al mercado latino.</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Caída en la demanda de Panamá debido a culminación del canal de Panamá.</li> <li>• Conflicto armado en Colombia (atentados a las vías).</li> <li>• Bajos precios y demanda del cemento en el contexto latinoamericano.</li> <li>• La desaceleración a nivel mundial especialmente China.</li> </ul>                     |

Fuente: Equipo valoración

### 3. Productos y servicios.

“El portafolio de productos de CLH consiste en cemento, concreto premezclado, agregados y mortero hechos a la medida para diferentes aplicaciones. CEMEX Latam Holdings desarrolla productos innovadores para algunos de los mercados más dinámicos de Centro y Sudamérica.”<sup>10</sup>

Adicionalmente, tienen un negocio de residuos de construcción y demolición en Colombia, donde los materiales resultantes de este negocio se transforman en nuevos materiales de construcción.<sup>11</sup>

### 4. Estrategia

La oferta comercial de CLH combina sistemas de construcción innovadores con productos especiales de concreto. Captura flujo de efectivo adicional al participar en las diferentes fases de la construcción, lo que resulta en un mayor retorno sobre capital empleado.<sup>12</sup>

### 5. Desarrollos recientes

Actualmente CLH está en proceso de cambiar su tecnología “húmeda” de producción de cemento por una tecnología denominada “seca” la cual es más eficiente ahorrando costos en utilización de agua y siendo más amable con el medio ambiente.

### 6. Análisis de los Competidores

#### Principales competidores Colombia:

- **Cementos Argos:** Fundada en Medellín en 1934. Desde sus comienzos, la compañía ha venido creciendo significativamente hasta el punto de convertirse hoy en día en el productor líder de cemento en Colombia, y una de las principales empresas en Centro América, el Caribe y el Sur de EE.UU. Cuenta con alrededor de 10 plantas de producción en el país de origen, construidas estratégicamente, y una gran molienda en la Costa Atlántica.

---

<sup>10</sup>Cemex LatAm Holdings . Visitado (15 de 07 de 2014). *Cemex LatAm Holdings* . Obtenido de Soluciones de construcción: portafolio de productos:  
<http://www.cemexlatam.com/ES/SolucionesConstruccion/PortafolioProductos.aspx#sthash.2omZHfW4.dpuf>

<sup>11</sup>Cemex LatAm Holdings. (2014). *Cemex LatAm Holdings*. Obtenido de Informe Anual 2013:  
<http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/2013/CemexLatAmInformeAnual2013.pdf>

<sup>12</sup>Cemex LatAm Holdings. (2014). *Cemex Latam Holdings*. Obtenido de Informe Anual 2013 pág:25:  
<http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/2013/CemexLatAmInformeAnual2013.pdf>

Entre los planes de Cementos Argos está el incremento de su capacidad de producción en 2.3 millones de toneladas de cemento, para poder abastecer la demanda originada por las concesiones de las vías 4G.<sup>13</sup>

- **Holcim:** “es una compañía perteneciente al grupo suizo Holcim con 100 años en el mercado. Líder en la industria mundial del cemento, considerado uno de los principales proveedores de cemento, concreto y agregados, y de todos los servicios relacionados con la construcción.”<sup>14</sup>

“Tiene intereses mayoritarios y minoritarios en alrededor de 70 países de todos los continentes, y cuenta con una nómina de unos 80,000 empleados a nivel mundial.”<sup>15</sup>

“Cuenta con una planta de producción de cemento en Nobsca (Boyacá), y con 3 certificaciones ISO 9001, ISO 14001 e ISO 18001.

También cuenta con plantas de concreto con modernas y amplias instalaciones y cuenta con las certificaciones ISO 9001:2008 e ISO 14001:2004.”<sup>16</sup>

---

<sup>13</sup> Agudelo, J. J., & Posada, M. (s.f.). *Crossing the Andes*. Reporte Internacional, Grupo Bancolombia.

<sup>14</sup> Holcim Colombia. (s.f.). *Holcim Colombia*. Obtenido de Nuestra empresa : .” <http://www.holcim.com.co/nuestra-empresa/nuestra-empresa.html>

<sup>15</sup> Holcim Colombia. (s.f.). *Holcim Colombia*. Obtenido de Nuestra empresa : .” <http://www.holcim.com.co/nuestra-empresa/nuestra-empresa.html>

<sup>16</sup> Holcim Colombia. (s.f.). *Holcim Colombia*. Obtenido de Nuestra empresa : .”  
<http://www.holcim.com.co/nuestra-empresa/localizacion-plantas/plantas-de-concretos.html>

### Principales competidores Panamá:

- **Argos Panamá:** Antiguamente conocido como Cementos Panamá. Funcionó con este nombre por 70 años hasta que fue adquirida por la multinacional Colombiana Cemento Argos.<sup>17</sup>

### DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

CLH prácticamente ha doblado su flujo en 3 años, el margen operativo ha aumentado 6 puntos durante este tiempo. El negocio ha cambiado significativamente, la compañía ya no es solo empresa de productos en específico, sino de soluciones de infraestructura y vivienda para las empresas. En 2013, CLH desarrolló 6,000 viviendas de interés prioritario en la región latina.<sup>18</sup>

Durante el año 2013, CLH ha experimentado crecimientos importantes tanto en la infraestructura como en el sector residencial, potencializando la demanda de sus productos y servicios, logrando crecimientos importantes entre ellos, 16% en el flujo de operación y 10% en las ventas netas comparado con el año anterior debido al incremento en ventas de los principales productos como cemento gris, hormigón y áridos para contribuir a las soluciones de vivienda en Colombia. En cuanto al flujo de operación estuvo impulsado por mayores volúmenes, menores gastos de distribución y menores costes de mantenimiento y combustibles.

A su vez, CLH ha aumentado por tercer año consecutivo a dos dígitos su flujo de operación y ventas netas.

En noviembre del año 2013, la compañía anunció la apertura oficial de una nueva planta de molienda localizada en la costa Caribe de Colombia con una inversión aproximadamente de 50 millones de dólares contando con una capacidad instalada de 450,000 toneladas métricas de cemento, generando 500 empleos directos, y una alta tecnología para su operación teniendo en cuenta los altos estándares de calidad y regulaciones ambientales.<sup>19</sup>

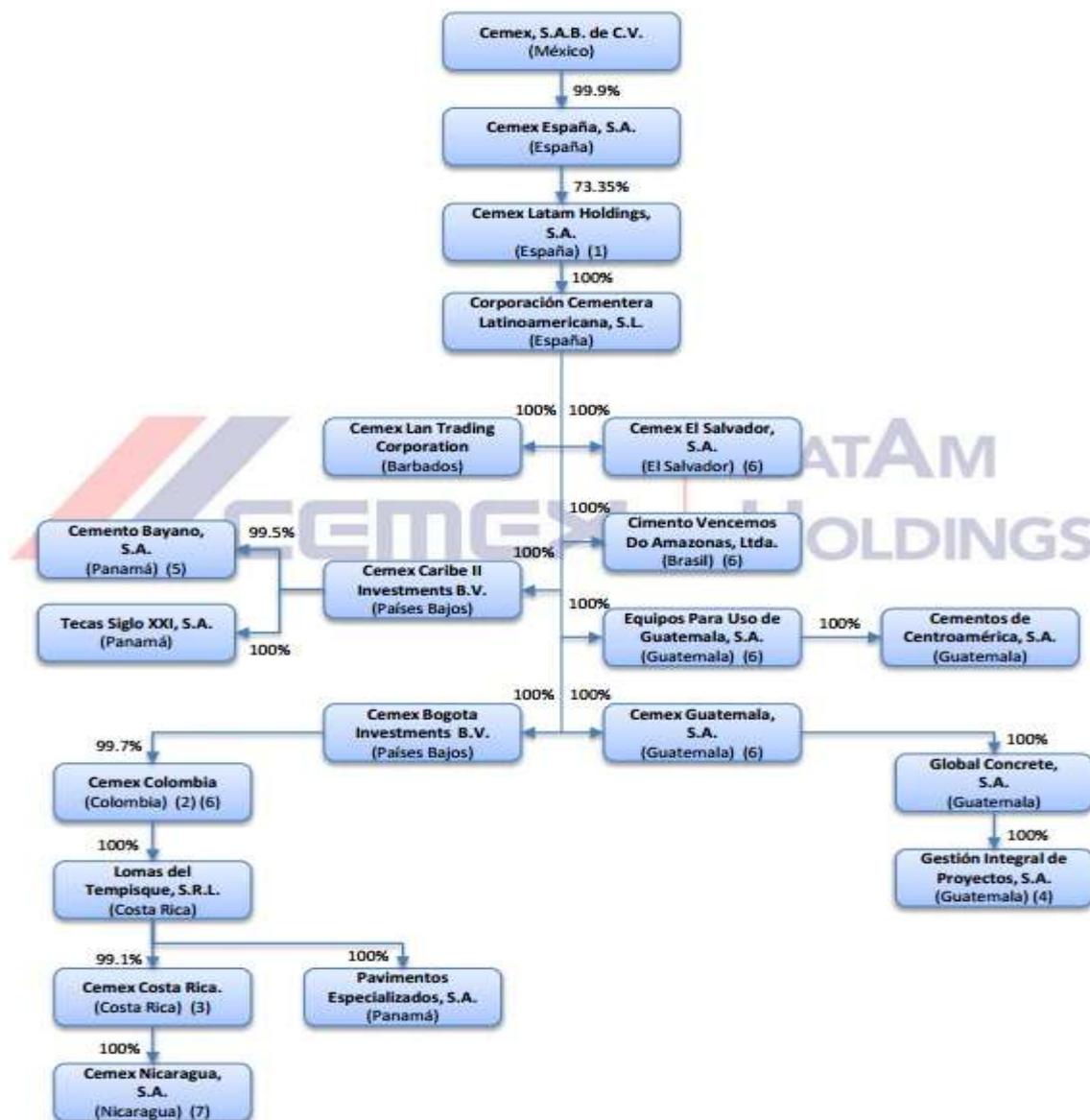
<sup>17</sup> Periódico La Prensa- Panamá. (26 de 08 de 2013). Cemento Panamá cambia a Argos. *La Prensa*. Obtenido de [http://impresa.prensa.com/economia/Cemento-Panama-cambia-Argos\\_0\\_3739126393.html](http://impresa.prensa.com/economia/Cemento-Panama-cambia-Argos_0_3739126393.html)

<sup>18</sup> Cemex LatAm Holdings. (2014). *Cemex LatAm Holdings* pág: 6. Recuperado el 09 de 2014, de <http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/2013/CemexLatAmInformeAnual2013.pdf>

<sup>19</sup> Cemex LatAm Holdings. (2013). *Informe de Gestión*. Gestión. Recuperado el 16 de 12 de 2014, de <http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/Jga2014/InformeGestion2013.pdf>

“El actual consejo de administración fue nombrado por el entonces accionista único de la sociedad el día 4 de octubre de 2012, por un mandato de 3 años. Las acciones de la sociedad fueron admitidas a cotización en la Bolsa de Valores de Bogotá el día 16 de noviembre de 2012. A efectos prácticos, puede entenderse que el ejercicio de 2013 ha sido el primer ejercicio completo durante el cual los miembros del Consejo de Administración han desempeñado las funciones propias del cargo.”<sup>20</sup>

## ESTRUCTURA CORPORATIVA



Fuente: <http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/EstructuraCorporativa.pdf>

<sup>20</sup>Cemex LatAm Holdings. (2013). *Informe de Gestión*. Gestión. Recuperado el 16 de 12 de 2014, de <http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/Jga2014/InformeGestion2013.pdf>

EQUIPO DIRECTIVO



ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

La acción de CLH es transada en la Bolsa de Valores de Colombia desde el año 2012. Es una acción de alta bursatilidad y cuenta con 556'060,420 de acciones en circulación, durante el último año ha tenido en promedio un volumen de negociación diario de \$5,261'825,208 COP. La empresa cuenta actualmente con una política de no entregar dividendos hasta el año 2018.

| CEMEX LATAM HOLDINGS S.A.   |                        |  |  |
|---|------------------------|--|--|
| INFORMACIÓN SOBRE LOS 20 PRINCIPALES ACCIONISTAS POR TIPO DE ACCIÓN |                        |  |  |
| ACCIONISTAS   | # DE ACCIONES POSEIDAS | % PARTICIPACIÓN (Incluida autocartera) | % PARTICIPACIÓN (Excluida autocartera) |
| CEMEX ESPAÑA S.A.   | 407.890.342            | 70,54%                                 | 73,35%                                 |
| CLASSROOM INVESTMENTS INC   | 17.402.197             | 3,01%                                  | 3,13%                                  |
| STICHTING DEPOSITARY APG EMERGING MARKETS EQUITY P                  | 11.091.572             | 1,92%                                  | 1,99%                                  |
| FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PORVENIR MODERADO                   | 8.151.587              | 1,41%                                  | 1,47%                                  |
| FDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCION MODERADO                   | 4.575.284              | 0,79%                                  | 0,82%                                  |
| FONDO BURSATIL ISHARES COLCAP                                       | 4.384.224              | 0,76%                                  | 0,79%                                  |
| CITIGROUP GLOBAL MARKETS LTD  | 3.153.000              | 0,55%                                  | 0,57%                                  |
| VANGUARD EMERGING MARKETS STOCK INDEX FUND                          | 3.001.538              | 0,52%                                  | 0,54%                                  |
| ABU DHABI INVESTMENT AUTHORITY                                      | 2.738.856              | 0,47%                                  | 0,49%                                  |
| BANK OF AMERICA N.A.  | 2.676.370              | 0,46%                                  | 0,48%                                  |
| WASATCH INTERNATIONAL GROWTH FUND                                   | 2.625.819              | 0,45%                                  | 0,47%                                  |
| MORGAN STANLEY INVESTMENT FUNDS                                     | 2.601.657              | 0,45%                                  | 0,47%                                  |
| JP MORGAN FUNDS   | 2.477.230              | 0,43%                                  | 0,45%                                  |
| FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS COLFONDOS MODERADO                  | 2.430.279              | 0,42%                                  | 0,44%                                  |
| FINDLAY PARK LATIN AMERICAN FUND                                    | 2.225.000              | 0,38%                                  | 0,40%                                  |
| BLACKROCK GLOBAL FUNDS  | 2.103.400              | 0,36%                                  | 0,38%                                  |
| WASATCH EMERGING MARKETS SMALL CAP FUND                             | 1.654.138              | 0,29%                                  | 0,30%                                  |
| ROCK CREEK EMERGING MARKETS FUND SPC, LTD.                          | 1.545.000              | 0,27%                                  | 0,28%                                  |
| VKF INVESTMENTS LTD   | 1.503.540              | 0,26%                                  | 0,27%                                  |
| MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT EMERGING MARK                  | 1.453.390              | 0,25%                                  | 0,26%                                  |
| ACCIONES ORDINARIAS READQUIRIDA                                     | 22.217.922             | 3,84%                                  | 4,00%                                  |
| Otros accionistas con menor participación                           | 70.375.997             | 12,17%                                 | 12,66%                                 |
| <b>Subtotal Acciones Ordinarias</b>                                 | <b>578.278.342</b>     | <b>100%</b>                            | <b>100%</b>                            |
| ACCIONES PREFERENCIALES READQUIRIDAS                                | -                      | -                                      | -                                      |
| Otros accionistas con menor participación                           | -                      | -                                      | -                                      |
| <b>Subtotal Acciones Preferenciales Sin Derecho a Voto</b>          | <b>-</b>               | <b>-</b>                               | <b>-</b>                               |
| ACCIONES PRIVILEGIADAS READQUIRIDAS                                 | -                      | -                                      | -                                      |
| Otros accionistas con menor participación                           | -                      | -                                      | -                                      |
| <b>Subtotal Acciones Privilegiadas</b>                              | <b>-</b>               | <b>-</b>                               | <b>-</b>                               |
| <b>Total Acciones en Circulación</b>                                | <b>556.060.420</b>     | <b>96,10%</b>                          | <b>100%</b>                            |
| <b>Total Acciones Readquiridas</b>                                  | <b>22.217.922</b>      | <b>3,84%</b>                           | <b>-</b>                               |
| <b>Total Acciones Emitidas</b>                                      | <b>578.278.342</b>     | <b>100%</b>                            | <b>100%</b>                            |

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

Cemex Latam Holdings no pretende declarar o pagar dividendos en el futuro próximo hasta pagar deuda con CEMEX México (Matriz). La junta de accionistas de Cemex Latam Holdings determinará el pago de dividendos.

Las utilidades de la empresa van dirigidas al crecimiento estratégico de la empresa, y para CLH van enfocadas principalmente para cubrir el pago de la deuda y el Capex de expansión.

## RIESGOS DE INVERSIÓN

**“Riesgo de mercado:** La sociedad opera en el ámbito internacional y por tanto está expuesta a riesgo de tipo de cambio por operaciones con divisas. Actualmente el riesgo es bajo debido que por tener parte de los ingresos y costos en pesos y dólares se genera cobertura natural, por ende las coberturas no son utilizadas. La empresa actualmente tampoco cuenta con alta deuda financiera, generando un indicador Deuda/Ebitda de 0.04 que indica que por cada peso generado de Ebitda solo tiene 0.04 pesos de deuda financiera, por lo que no presentan coberturas.

**El riesgo de tipo de cambio:** surge, fundamentalmente, de las inversiones netas en negocios en el extranjero. La sociedad posee inversiones en negocios en el extranjero, cuyos activos netos están expuestos al riesgo de conversión de moneda extranjera.

**Riesgo de liquidez:** La sociedad lleva a cabo una gestión prudente del riesgo de liquidez, fundada en el mantenimiento de suficiente efectivo y la disponibilidad de financiación mediante un importe suficiente de facilidades de crédito comprometidas.

Así, el departamento de tesorería de la sociedad y del grupo CEMEX, tiene como objeto mantener la flexibilidad en la financiación mediante la disponibilidad de la línea de crédito contratada con empresas del grupo.

**Riesgo de tipo de interés en los flujos de efectivo:** El riesgo de tipo de interés en la sociedad surge de los recursos ajenos (préstamos y líneas de crédito) con empresas del grupo. Los préstamos a tipo de interés fijo exponen a riesgos de tipo de interés de valor razonable.

**Riesgos derivados de coberturas:** dado que los recursos obtenidos en la OPV fueron denominados en pesos colombianos y estaban destinados al pago de deuda denominada en dólares, existió una exposición cambiaria a una depreciación del peso colombiano. Por esta razón, durante septiembre y octubre de 2012, la sociedad contrató con CEMEX, S.A.B. de CV, coberturas derivadas de cambio para protegerse de una potencial depreciación del peso en relación a los recursos de la OPV. Estas coberturas económicas, que no cumplieron con los requisitos de contabilidad de cobertura, fueron liquidadas en noviembre de 2012 por lo que, a 31 de diciembre, la sociedad tiene registrada, únicamente, una pérdida por importe de 1570 miles de euros como resultado de esta liquidación.”<sup>21</sup>

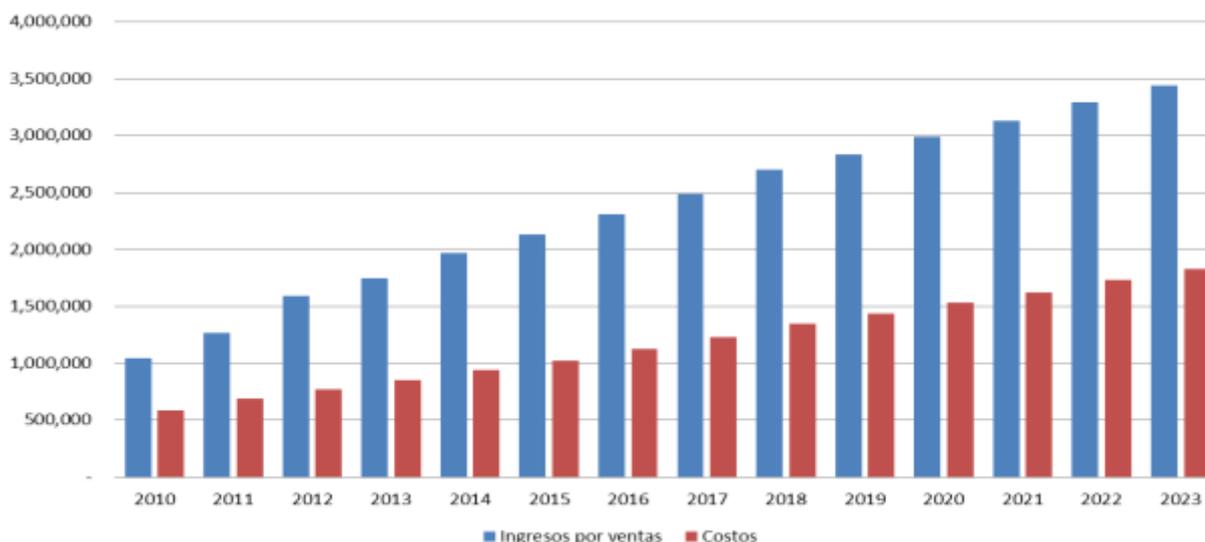
## EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Las proyecciones de los ingresos por ventas donde se muestra una relación del crecimiento del sector construcci muestran un incremento desde su historia con tendencia positiva al futuro, impulsado por el crecimiento en infraestructura en los países involucrados, debido a la fuerte inversión en infraestructura por parte de los países donde opera la compañía. Colombia y Panamá, Por su parte, el alto crecimiento a futuro va a estar dado por las concesiones viales 4G y las 100,000 viviendas prioritarias en Colombia, debido a que el sector de la construcción ha venido creciendo a una tasa más rápida que la de la economía completa. Una tendencia que debería continuar con

<sup>21</sup>Cemex LatAm holdings. (2012). *Informe de gestión*. Gestión. Obtenido de [http://www.cemexlatam.com/InvestorCenter/files/Jga/CLH-JGA2013-INFORMEDEGESTIONDELEJERCICIO2012\(DOCUMENTOSEPARADO\).pdf](http://www.cemexlatam.com/InvestorCenter/files/Jga/CLH-JGA2013-INFORMEDEGESTIONDELEJERCICIO2012(DOCUMENTOSEPARADO).pdf)

los planes expansivos del gobierno colombiano, resaltando que las operaciones en este país representan cerca del 50% de los ingresos de la compañía.<sup>22</sup>

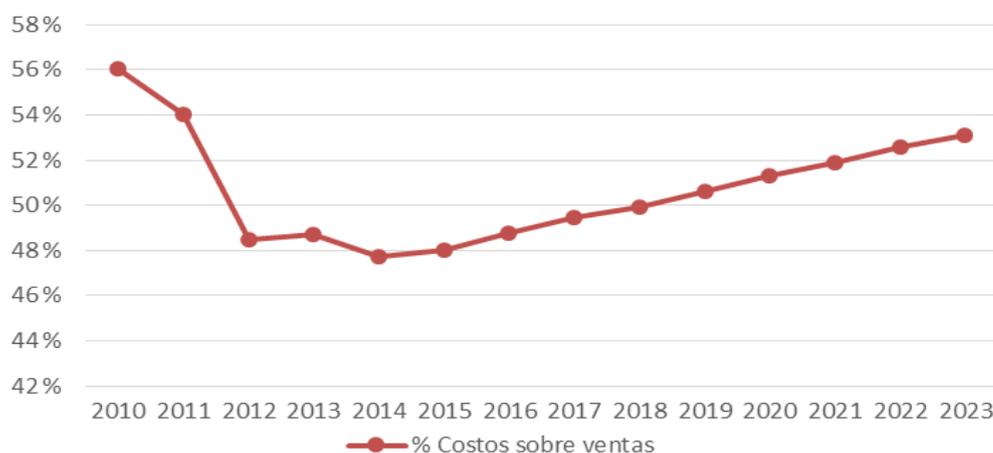
Ingresos vs Costos



Fuente: Equipo valoración

A su vez, la empresa presenta planes de expansión con la construcción de dos plantas de cemento, una en Colombia y la otra en Nicaragua de 1'000,000 y 440,000 toneladas respectivamente. Esto con el fin de poder suplir con toda la demanda que se viene a futuro.

% Costos sobre ventas



Fuente: Equipo valoración.

En cuanto a los costos, se podría decir que presentan un comportamiento acorde y eficiente con respecto a las ventas, y se deduce un aumento natural a raíz del alto crecimiento en las ventas. A este aumento se le suma que la empresa no solo comercializa sus materiales para construcción, sino que también se está encargando del proceso de construcción, manteniendo una proporción sana entre los costos y las ventas, se justifica que el porcentaje de costos sobre ventas vaya

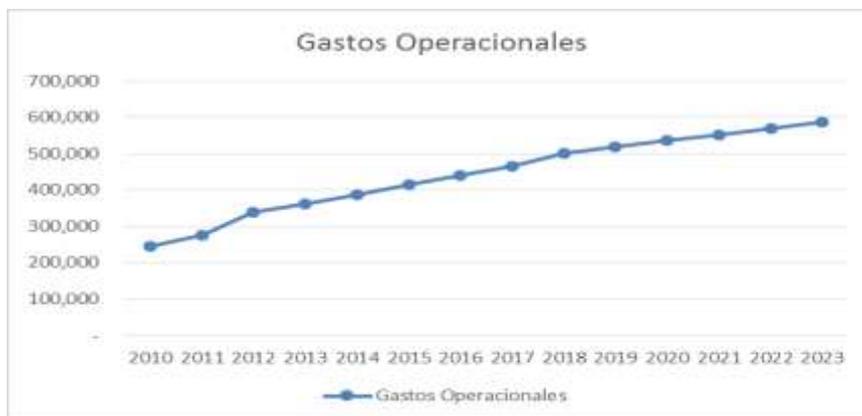
<sup>22</sup>Agudelo, J. J., & Posada, M. (s.f.). *Crossing the Andes*. Reporte Internacional, Grupo Bancolombia.



aumentando del 48% en 2014 a cerca del 53% en 2023 debido a que CLH está dedicada no solo a producir cemento sino a prestar recientemente el servicio de construcción donde cada vez tiene más mercado y los márgenes de ganancia se reducen pero al ser mayor volumen de ventas se genera mayor utilidad. Esto sin contar el hecho de que la empresa ha incurrido en mejoras tecnológicas y tienen procesos más eficientes en producción. La minimización de los costos, será también el resultado del proyecto de construcción de las dos plantas que contarán con nuevos avances tecnológicos.

### Gastos operacionales de efectivo:

Se evidencia una tendencia alcista en este rubro, lo cual puede explicarse por la alta demanda que se espera y la expansión en capacidad instalada. Lo anterior está acorde con el incremento en las ventas. No se incluyen depreciaciones, amortizaciones y provisiones.

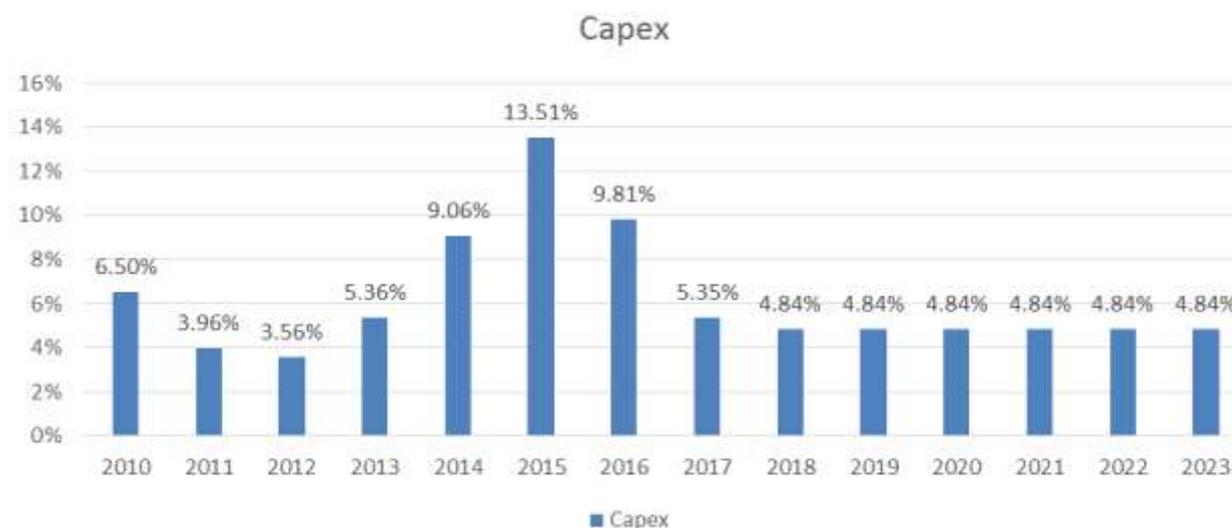


Fuente: Equipo valoración

### Capex:

En los próximos años, CLH se ha propuesto invertir en bienes de capital, tanto en Colombia como en Nicaragua, con el fin de aumentar su capacidad instalada con la construcción de dos plantas de cemento entre el 2014 y el 2017. Luego de este periodo, la empresa aún no ha notificado de nuevos planes de expansión por lo que solo se tiene en cuenta el mantenimiento.

Nótese que en el año 2015 se realiza una inversión significativa para prepararse para la creciente demanda que se viene en el corto plazo, jalonado por los proyectos de infraestructura tales como las vías 4G y las 100,000 viviendas de interés prioritario en Colombia, y el empalme Nejapa Puerto Sandino en Nicaragua (Autopista) con un 13.51% de Capex como porcentaje de las ventas frente a un 4.84% en los últimos años.



Fuente: Equipo valoración

**Capital de trabajo neto operativo:**

Este rubro presenta un comportamiento particular en su historia, ya que en los años 2010 y 2012 muestra resultados inferiores a “0”, debido a que las cuentas por cobrar fueron inferiores a las cuentas por pagar. A partir del año 2013, el comportamiento se normaliza, presentando un comportamiento muy similar a lo largo de las proyecciones. Al aumentarse el monto de ventas en un 75% del año 2010 al 2013, las cuentas por cobrar se triplican impulsando a que el capital de trabajo neto operativo siga aumentando y más aún porque la empresa tiene planes de expansión.



Fuente: Equipo valoración

**Margen EBITDA:**

Los niveles de EBITDA representan una de las principales fortalezas de la empresa, pues muestra una alta capacidad de generación de caja. Gracias a los altos niveles de caja, la compañía ha cumplido satisfactoriamente con sus gastos financieros, y se plantea desarrollar las inversiones de Capex de expansión.



Fuente: Equipo valoración

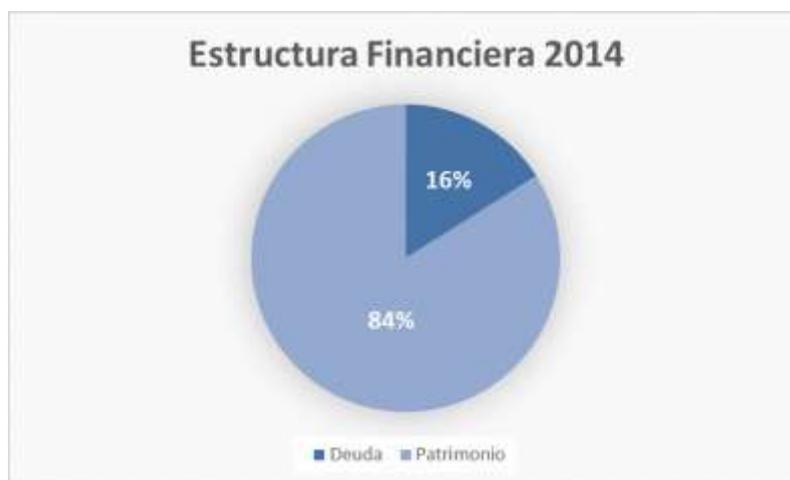
**Margen Neto:**

La compañía presenta un comportamiento al alza desde el año 2010 al año 2019, mostrando eficiencia operativa. Sin embargo, en los últimos años de proyección presenta un leve estancamiento debido a que la empresa ya llega a su tope de producción por lo que las ventas se estabilizan, razón por la cual el margen se normaliza. No se conocen hasta el momento proyectos de expansión de la empresa para estos últimos años de proyección que pudieran contribuir con la tendencia alcista en su margen neto.



Fuente: Equipo valoración

**Estructura Financiera:** La empresa presenta un ratio D/E de 0.19 en la actualidad, sin embargo, según las políticas de la empresa y el informe anual, las utilidades de la empresa están destinadas principalmente para el pago de deuda y para el año 2018 la empresa no tendrá deuda financiera, en este caso, la deuda financiera de la compañía es con la matriz ya que presentan un comportamiento similar a una deuda con cualquier entidad financiera.



Fuente: Equipo valoración

## Impuestos:

- **Impuesto sobre la Renta:** Según datos históricos el impuesto sobre la renta (tasa efectiva) fue en promedio 34.2% ponderado para los países más representativos de la Holding.
- **Impuesto Corporativo:** La tasa de impuesto corporativo es calculada utilizando las tasas de los países más representativos dentro de la organización según su participación Ebitda obteniendo una cifra ponderada de 29.6%.

**BIBLIOGRAFÍA:**

Agudelo, J. J., & Posada, M. (s.f.). *Crossing the Andes* . Reporte Internacional, Grupo Bancolombia.

Bolsa de Valores de Colombia. (2012). *BVC*. Recuperado el 7 de 06 de 2014, de Características de la Acción-  
CHL:<http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/acciones>

Cemex LatAm Holdings . (15 de 07 de 2014). *Cemex LatAm Holdings* . Obtenido de Soluciones de construcción: portafolio de productos: <http://www.cemexlatam.com/ES/SolucionesConstruccion/PortafolioProductos.aspx#sthash.2omZHfW4.dpuf>

Cemex LatAm Holdings . (2014). *Cemex LatAm Holdings* . Obtenido de Informe Anual 2013  
pág:39:<http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/2013/CemexLatAmInformeAnual2013.pdf>

Cemex LatAm holdings. (2012). *Informe de gestión*. Gestión. Obtenido de [http://www.cemexlatam.com/InvestorCenter/files/Jga/CLH-JGA2013-INFORMEDEGESTIONDELEJERCICIO2012\(DOCUMENTOSEPARADO\).pdf](http://www.cemexlatam.com/InvestorCenter/files/Jga/CLH-JGA2013-INFORMEDEGESTIONDELEJERCICIO2012(DOCUMENTOSEPARADO).pdf)

Cemex LatAm Holdings. (2014). *Cemex Latam Holdings*. Obtenido de Informe Anual 2013  
pág:25: <http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/2013/CemexLatAmInformeAnual2013.pdf>

Cemex LatAm Holdings. (2014). *Cemex LatAm Holdings*. Obtenido de Informe Anual 2013: <http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/2013/CemexLatAmInformeAnual2013.pdf>

Cemex LatAm Holdings. (2014). *Cemex LatAm Holdings*. Obtenido de Informe Anual 2013  
pág:27: <http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/2013/CemexLatAmInformeAnual2013.pdf>

Cemex LatAm Holdings. (2014). *Cemex LatAm Holdings*. Obtenido de Informe Anual 2013  
pág:28: <http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/2013/CemexLatAmInformeAnual2013.pdf>

Cemex LatAm Holdings. (15 de 07 de 2014). *Cemex Latam Holdings* . Obtenido de Perfil de la Compañía:<http://www.cemexlatam.com/ES/AcercaNosotros/DatosRelevantes.aspx>

Cemex LatAm Holdings. (2014). *Cemex LatAm Holdings* pág: 6. Recuperado el 09 de 2014,  
de <http://www.cemexlatam.com/ES/Inversionistas/files/2013/CemexLatAmInformeAnual2013.pdf>

Cemex LatAm Holdings. (s.f.). *Portafolio de Productos*. Recuperado el 5 de 07 de 2014, de Soluciones de construcción: <http://www.cemexlatam.com/ES/SolucionesConstruccion/PortafolioProductos.aspx>

Corredores Asociados SA. (2014). *Cemex LatAm Holdings*. Reporte. Obtenido de <https://www.corredores.com/Corredores/Library/Resource/Documents/Informes/Informes%20por%20Sector/Industrial/Cemargos/Actualización%20PO%20CLH%20mayo%2020147484.pdf>

Escobar, P. A. (14 de 08 de 2014). *Cemex Colombia*. Obtenido de Cemex LatAm Holdings anuncia nueva planta de cemento en Colombia: <http://www.cemexcolombia.com/NuestraEmpresa/Comunicados/Comunicado20140814.aspx>

Holcim Colombia. (s.f.). *Holcim Colombia*. Obtenido de Nuestra empresa : .” <http://www.holcim.com.co/nuestra-empresa/nuestra-empresa.html>

Jacks, C. (18 de 06 de 2014). Presidente de Cemex en Colombia. *Inside La República*. (D. L. República, Entrevistador)

Membreño, C. (13 de 05 de 2014). La expansión de Cemex. *Confidencial*. Obtenido de <http://www.confidencial.com.ni/articulo/17410/la-expansion-de-cemex>

Periódico El País. (11 de 06 de 2014). La Autoridad del Canal de Panamá aplaza a 2016 el final de las obras de ampliación. *El País*. Obtenido de [http://economia.elpais.com/economia/2014/06/11/actualidad/1402470910\\_929631.html](http://economia.elpais.com/economia/2014/06/11/actualidad/1402470910_929631.html)

Periódico La Prensa- Panamá. (26 de 08 de 2013). Cemento Panamá cambia a Argos. *La Prensa*. Obtenido de [http://impresa.prensa.com/economia/Cemento-Panama-cambia-Argos\\_0\\_3739126393.html](http://impresa.prensa.com/economia/Cemento-Panama-cambia-Argos_0_3739126393.html)

Salsedo Porras, M. P., Ortega Burgos, K., & Rodríguez Guio, D. (2014). *Características del mercado laboral en el sector de la construcción: potencialidades y propuestas*. Camacol, Cundinamarca. Bogotá: Edwin Chirivi Bonilla.

Saunders, A. (09 de 12 de 2013). *global Cement*. Recuperado el 1 de 12 de 2014, de Top 75 global cement companies: <http://www.globalcement.com/magazine/articles/822-top-75-globalcementcompany>

Vanegas Bedoya, J. J., Tascón Martínez, M. J., & Orozco Mora, M. (2012). *Reporte Burkenroad Cementos Argos S.A.* Universidad Eafit, Antioquia, Medellín. Recuperado el 5 de 12 de 2014, de <http://www.eafit.edu.co/escuelas/economiayfinanzas/laboratorio-financiero/burkenroad/burkenroad2012/cementos-argos-2012.pdf>

|  | 2010             | 2011             | 2012             | 2013             |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Activo Circulante</b>   |                  |                  |                  |                  |
| Efectivo y equivalentes de efectivo  | 160,564          | 324,839          | 75,902           | 76,691           |
| Clientes, neto de estimaciones por incobrables (Cuentas por cobrar)        | 53,476           | 76,867           | 97,128           | 164,195          |
| Cuentas por cobrar a partes relacionadas                                   | 6,045            | 6,398            | 113              | 895              |
| Otras cuentas por cobrar   | 6,904            | 15,626           | 21,378           | 21,048           |
| Impuestos por recuperar  | 29,045           | 36,563           | 42,016           | 64,080           |
| Inventarios, neto  | 77,255           | 88,867           | 93,147           | 103,683          |
| Otros activos circulantes  | 25,295           | 26,380           | 21,209           | 19,227           |
| <b>Total del activo circulante</b>   | <b>358,584</b>   | <b>575,540</b>   | <b>350,893</b>   | <b>449,819</b>   |
| <b>Activo no circulante</b>  |                  |                  |                  |                  |
| Otros activos y cuentas por cobrar   | 13,111           | 14,731           | 32,813           | 18,623           |
| Cuentas por cobrar a partes relacionadas                                   | -                | 31,504           | -                | -                |
| Propiedades, maquinaria y equipo, neto                                     | 1,060,712        | 1,005,426        | 1,229,803        | 1,205,574        |
| Crédito mercantil, activos intangibles y activos diferidos, neto           | 426,078          | 430,282          | 2,306,507        | 2,154,652        |
| Impuestos diferidos  | 11,809           | 8,945            | 17,973           | 7,644            |
| <b>Total del activo no circulante</b>                                      | <b>1,511,710</b> | <b>1,490,888</b> | <b>3,587,096</b> | <b>3,386,493</b> |
| <b>Total del activo</b>  | <b>1,870,294</b> | <b>2,066,428</b> | <b>3,937,989</b> | <b>3,836,312</b> |
| <b>Pasivo y capital contable</b>   |                  |                  |                  |                  |
| <b>Pasivo circulante</b>   |                  |                  |                  |                  |
| Deuda a corto plazo (Obligaciones financieras)                             | 13,599           | 2,000            | 8,337            | 6,805            |
| Proveedores (Cuentas por pagar)  | 82,867           | 93,984           | 118,320          | 129,427          |
| Cuentas por pagar a partes relacionadas (Deuda financiera con las matrice) | 32,491           | 59,269           | 192,463          | 336,084          |
| Impuestos por pagar (impuestos diferidos)                                  | 26,826           | 44,766           | 74,016           | 93,240           |
| Otras cuentas y gastos acumulados por pagar                                | 69,957           | 72,974           | 69,906           | 76,317           |
| <b>Total del pasivo circulante</b>   | <b>225,740</b>   | <b>272,993</b>   | <b>463,042</b>   | <b>641,873</b>   |
| <b>Pasivo a largo plazo</b>  |                  |                  |                  |                  |
| Deuda a largo plazo  | 5,000            | 3,044            | 26,345           | 18,797           |
| Cuentas por pagar a partes relacionadas a largo plazo                      | 629,297          | 636,762          | 1,461,207        | 1,106,199        |
| Beneficios a los empleados   | 53,751           | 52,720           | 71,349           | 63,418           |
| Impuestos diferidos  | 324,817          | 305,855          | 671,183          | 635,903          |
| Otros pasivos  | 9,783            | 25,788           | 19,245           | 12,143           |
| <b>Total del pasivo a largo plazo</b>                                      | <b>1,022,648</b> | <b>1,024,169</b> | <b>2,249,329</b> | <b>1,836,460</b> |
| <b>Total del pasivo</b>  | <b>1,248,388</b> | <b>1,297,162</b> | <b>2,712,371</b> | <b>2,478,333</b> |
| <b>Capital contable</b>  |                  |                  |                  |                  |
| Participación controladora:  |                  |                  |                  |                  |
| Capital social   | 188,259          | 188,275          | 718,124          | 718,124          |
| Prima en colocación de acciones  | 461,088          | 462,728          | 745,213          | 744,689          |
| Otras reservas de capital  | 13,781           | - 1,033          | - 333,948        | - 473,821        |
| Utilidades retenidas   | - 167,386        | - 43,692         | -                | 89,895           |
| Utilidad neta  | 123,710          | 161,223          | 89,895           | 264,103          |
| <b>Total de la participación controladora</b>                              | <b>619,452</b>   | <b>767,501</b>   | <b>1,219,284</b> | <b>1,342,990</b> |
| Participación no controladora  | 2,454            | 1,765            | 6,334            | 14,989           |
| <b>Total del capital contable</b>  | <b>621,906</b>   | <b>769,266</b>   | <b>1,225,618</b> | <b>1,357,979</b> |
| <b>Total del pasivo y capital contable</b>                                 | <b>1,870,294</b> | <b>2,066,428</b> | <b>3,937,989</b> | <b>3,836,312</b> |

|  | 2014             | 2015             | 2016             | 2017             | 2018             | 2019             | 2020             | 2021             | 2022             | 2023             |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Activo Circulante</b>   |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| Efectivo y equivalentes de efectivo  | 215,789          | 311,924          | 530,324          | 891,782          | 823,374          | 1,479,524        | 2,163,231        | 2,871,194        | 3,606,856        | 3,944,466        |
| Clientes, neto de estimaciones por incobrables (Cuentas por cobrar)        | 184,865          | 200,287          | 216,395          | 233,151          | 253,511          | 266,349          | 280,841          | 293,668          | 309,366          | 323,229          |
| Cuentas por cobrar a partes relacionadas                                   | 3,692            | 4,000            | 4,322            | 4,656            | 5,063            | 5,319            | 5,609            | 5,865            | 6,178            | 6,455            |
| Otras cuentas por cobrar   | 24,803           | 27,073           | 28,674           | 31,231           | 33,939           | 35,543           | 37,565           | 39,261           | 41,341           | 43,214           |
| Impuestos por recuperar  | 60,299           | 66,615           | 75,669           | 78,374           | 86,061           | 91,030           | 95,243           | 99,884           | 105,291          | 109,855          |
| Inventarios, neto  | 116,647          | 125,205          | 137,894          | 151,115          | 165,367          | 176,206          | 188,432          | 199,145          | 212,623          | 224,540          |
| Otros activos circulantes  | 29,613           | 27,994           | 30,083           | 34,115           | 35,923           | 37,914           | 40,289           | 41,849           | 44,168           | 46,193           |
| <b>Total del activo circulante</b>   | <b>635,708</b>   | <b>763,097</b>   | <b>1,023,360</b> | <b>1,424,424</b> | <b>1,403,237</b> | <b>2,091,885</b> | <b>2,811,210</b> | <b>3,550,865</b> | <b>4,325,823</b> | <b>4,697,951</b> |
| <b>Activo no circulante</b>  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| Otros activos y cuentas por cobrar   | 19,227           | 20,391           | 21,171           | 21,411           | 21,617           | 21,837           | 22,072           | 22,318           | 22,581           | 22,856           |
| Cuentas por cobrar a partes relacionadas                                   | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                |
| Propiedades, maquinaria y equipo, neto                                     | 1,327,193        | 1,549,781        | 1,703,130        | 1,758,986        | 1,808,772        | 1,860,897        | 1,915,983        | 1,972,962        | 2,033,066        | 2,095,122        |
| Crédito mercantil, activos intangibles y activos diferidos, neto           | 2,142,069        | 2,129,486        | 2,116,904        | 2,104,321        | 2,091,738        | 2,079,155        | 2,066,572        | 2,053,990        | 2,041,407        | 2,028,824        |
| Impuestos diferidos  | 7,892            | 8,370            | 8,690            | 8,788            | 8,873            | 8,963            | 9,060            | 9,161            | 9,269            | 9,381            |
| <b>Total del activo no circulante</b>                                      | <b>3,496,382</b> | <b>3,708,028</b> | <b>3,849,895</b> | <b>3,893,506</b> | <b>3,931,000</b> | <b>3,970,852</b> | <b>4,013,687</b> | <b>4,058,431</b> | <b>4,106,323</b> | <b>4,156,183</b> |
| <b>Total del activo</b>  | <b>4,132,089</b> | <b>4,471,125</b> | <b>4,873,255</b> | <b>5,317,931</b> | <b>5,334,237</b> | <b>6,062,736</b> | <b>6,824,897</b> | <b>7,609,296</b> | <b>8,432,146</b> | <b>8,854,134</b> |
| <b>Pasivo y capital contable</b>   |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| <b>Pasivo circulante</b>   |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| Deuda a corto plazo (Obligaciones financieras)                             | 1,880            | 1,880            | 1,880            | 1,880            | 1,880            | 1,880            | 1,880            | 1,880            | 1,880            | 1,880            |
| Proveedores (Cuentas por pagar)  | 138,691          | 154,685          | 168,786          | 183,759          | 202,599          | 215,276          | 230,069          | 243,477          | 259,776          | 274,339          |
| Cuentas por pagar a partes relacionadas (Deuda financiera con las matrice) | 143,373          | 143,373          | 143,373          | 557,304          | -                | -                | -                | -                | -                | -                |
| Impuestos por pagar (impuestos diferidos)                                  | 84,862           | 100,998          | 111,779          | 118,075          | 132,214          | 140,463          | 149,364          | 158,608          | 169,125          | 178,474          |
| Otras cuentas y gastos acumulados por pagar                                | 89,864           | 94,209           | 103,844          | 114,649          | 124,808          | 133,124          | 142,513          | 150,457          | 160,695          | 169,722          |
| <b>Total del pasivo circulante</b>   | <b>458,669</b>   | <b>495,144</b>   | <b>529,662</b>   | <b>975,666</b>   | <b>461,501</b>   | <b>490,743</b>   | <b>523,826</b>   | <b>554,422</b>   | <b>591,475</b>   | <b>624,415</b>   |
| <b>Pasivo a largo plazo</b>  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| Deuda a largo plazo  | 16,917           | 15,038           | 13,158           | 11,278           | 9,399            | 7,519            | 5,639            | 3,759            | 1,880            | -                |
| Cuentas por pagar a partes relacionadas a largo plazo                      | 1,186,368        | 1,042,995        | 899,622          | 342,318          | 342,318          | 342,318          | 342,318          | 342,318          | 342,318          | -                |
| Beneficios a los empleados   | 68,307           | 73,912           | 80,560           | 87,911           | 88,180           | 100,223          | 112,822          | 125,789          | 139,392          | 146,368          |
| Impuestos diferidos  | 684,931          | 741,129          | 807,785          | 881,495          | 884,197          | 1,004,953        | 1,131,288        | 1,261,309        | 1,397,703        | 1,467,652        |
| Otros pasivos  | 13,079           | 14,152           | 15,425           | 16,833           | 16,884           | 19,190           | 21,603           | 24,086           | 26,690           | 28,026           |
| <b>Total del pasivo a largo plazo</b>                                      | <b>1,969,603</b> | <b>1,887,226</b> | <b>1,816,550</b> | <b>1,339,834</b> | <b>1,340,978</b> | <b>1,474,203</b> | <b>1,613,670</b> | <b>1,757,261</b> | <b>1,907,983</b> | <b>1,642,045</b> |
| <b>Total del pasivo</b>  | <b>2,428,272</b> | <b>2,382,370</b> | <b>2,346,212</b> | <b>2,315,500</b> | <b>1,802,479</b> | <b>1,964,946</b> | <b>2,137,496</b> | <b>2,311,683</b> | <b>2,499,458</b> | <b>2,266,460</b> |
| <b>Capital contable</b>  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| Participación controladora:  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| Capital social   | 718,124          | 718,124          | 718,124          | 718,124          | 718,124          | 718,124          | 718,124          | 718,124          | 718,124          | 718,124          |
| Prima en colocación de acciones  | 744,689          | 744,689          | 744,689          | 744,689          | 744,689          | 744,689          | 744,689          | 744,689          | 744,689          | 744,689          |
| Otras reservas de capital  | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                |
| Utilidades retenidas   | 353,998          | 698,681          | 1,082,293        | 1,519,010        | 1,992,661        | 2,521,924        | 3,085,111        | 3,671,743        | 4,278,890        | 4,910,750        |
| Utilidad neta  | 344,683          | 383,613          | 436,717          | 473,651          | 529,263          | 563,187          | 586,632          | 607,147          | 631,860          | 653,338          |
| <b>Total de la participación controladora</b>                              | <b>1,687,673</b> | <b>2,071,285</b> | <b>2,508,002</b> | <b>2,981,653</b> | <b>3,510,916</b> | <b>4,074,103</b> | <b>4,660,735</b> | <b>5,267,882</b> | <b>5,899,742</b> | <b>6,553,079</b> |
| Participación no controladora  | 16,145           | 17,469           | 19,040           | 20,778           | 20,842           | 23,688           | 26,666           | 29,731           | 32,946           | 34,594           |
| <b>Total del capital contable</b>  | <b>1,703,817</b> | <b>2,088,754</b> | <b>2,527,043</b> | <b>3,002,431</b> | <b>3,531,758</b> | <b>4,097,791</b> | <b>4,687,401</b> | <b>5,297,613</b> | <b>5,932,687</b> | <b>6,587,674</b> |
| <b>Total del pasivo y capital contable</b>                                 | <b>4,132,089</b> | <b>4,471,125</b> | <b>4,873,255</b> | <b>5,317,931</b> | <b>5,334,237</b> | <b>6,062,736</b> | <b>6,824,897</b> | <b>7,609,296</b> | <b>8,432,146</b> | <b>8,854,134</b> |

|   | 2010           | 2011           | 2012           | 2013           |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ventas  | 1,044,725      | 1,269,801      | 1,591,748      | 1,750,117      |
| Costos  | - 585,601 -    | 685,698 -      | 771,663 -      | 852,161        |
| <b>= Utilidad Bruta</b>                                     | <b>459,124</b> | <b>584,103</b> | <b>820,085</b> | <b>897,956</b> |
| Gastos de administración y venta                            | - 179,386      |                | -              | 246,422        |
| Gastos De Distribución                                      | - 66,116       |                | -              | 116,237        |
| = Gastos De Operación                                       | - 245,502 -    | 274,832 -      | 340,071 -      | 362,659        |
| <b>= Resultado de operación antes de otros gastos, neto</b> | <b>213,622</b> | <b>309,271</b> | <b>480,014</b> | <b>535,297</b> |
| Otros gastos, neto  | - 6,714        | - -            | 2,885 -        | 15,742         |
| <b>= Resultado de operación</b>                             | <b>206,908</b> | <b>309,271</b> | <b>477,129</b> | <b>519,555</b> |
| Gastos financieros  | - 86,293 -     | 45,673 -       | 117,262 -      | 113,762        |
| Otros Ingresos (Gastos) financieros, neto                   | - 3,738 -      | 3,233          | 50,314 -       | 2,090          |
| Resultado por fluctuación cambiaria                         | 17,409 -       | 661            | - -            | 1,138          |
| <b>= Utilidad antes de impuestos a la utilidad</b>          | <b>134,286</b> | <b>259,704</b> | <b>410,181</b> | <b>402,565</b> |
| Impuestos a la utilidad                                     | - 10,659 -     | 78,308 -       | 144,535 -      | 137,837        |
| <b>= Utilidad Neta</b>                                      | <b>123,627</b> | <b>181,396</b> | <b>265,646</b> | <b>264,728</b> |
| <b>= Resultado de operación</b>                             | <b>206,908</b> | <b>309,271</b> | <b>477,129</b> | <b>519,555</b> |
| Depreciación y amortización                                 | 72,777         | 69,899         | 67,607         | 97,386         |
| <b>EBITDA (Flujo de la operación)</b>                       | <b>286,399</b> | <b>379,170</b> | <b>547,621</b> | <b>632,682</b> |
| Margen Bruto  | 43.95%         | 46.00%         | 51.52%         | 51.31%         |
| Margen Operacional  | 19.81%         | 24.36%         | 29.98%         | 29.69%         |
| Margen EBITDA   | 27.41%         | 29.86%         | 34.40%         | 36.15%         |
| Margen Neto   | 11.83%         | 14.29%         | 16.69%         | 15.13%         |
| Tasa efectiva de impuestos                                  | 7.9%           | 30.2%          | 35.2%          | 34.2%          |

|   | 2014             | 2015             | 2016             | 2017             | 2018             | 2019             | 2020             | 2021             | 2022             | 2023             |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Ventas  | 1,970,432        | 2,134,810        | 2,306,500        | 2,485,105        | 2,702,111        | 2,838,949        | 2,993,425        | 3,130,136        | 3,297,464        | 3,445,223        |
| Costos  | - 940,753        | - 1,025,224      | - 1,124,779      | - 1,229,526      | - 1,349,470      | - 1,436,295      | - 1,535,600      | - 1,623,763      | - 1,733,176      | - 1,830,332      |
| <b>= Utilidad Bruta</b>                                     | <b>1,029,679</b> | <b>1,109,585</b> | <b>1,181,721</b> | <b>1,255,579</b> | <b>1,352,641</b> | <b>1,402,654</b> | <b>1,457,824</b> | <b>1,506,373</b> | <b>1,564,288</b> | <b>1,614,890</b> |
| Gastos de administración y venta                            |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| Gastos De Distribución                                      |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |                  |
| = Gastos De Operación                                       | - 387,044        | - 415,705        | - 440,757        | - 466,261        | - 500,815        | - 517,304        | - 535,247        | - 551,207        | - 569,837        | - 586,273        |
| <b>= Resultado de operación antes de otros gastos, neto</b> | <b>642,636</b>   | <b>693,880</b>   | <b>740,964</b>   | <b>789,318</b>   | <b>851,826</b>   | <b>885,350</b>   | <b>922,577</b>   | <b>955,166</b>   | <b>994,450</b>   | <b>1,028,617</b> |
| Otros gastos, neto  | - 17,724         | - 19,202         | - 20,747         | - 22,353         | - 24,305         | - 25,536         | - 26,925         | - 28,155         | - 29,660         | - 30,989         |
| <b>= Resultado de operación</b>                             | <b>624,912</b>   | <b>674,678</b>   | <b>720,217</b>   | <b>766,965</b>   | <b>827,520</b>   | <b>859,814</b>   | <b>895,651</b>   | <b>927,011</b>   | <b>964,790</b>   | <b>997,628</b>   |
| Gastos financieros  | - 98,409         | - 88,779         | - 53,359         | - 43,729         | - 19,457         | -                | -                | -                | -                | -                |
| Otros Ingresos (Gastos) financieros, neto                   | - 2,353          | - 2,549          | - 2,754          | - 2,968          | - 3,227          | - 3,390          | - 3,575          | - 3,738          | - 3,938          | - 4,114          |
| Resultado por fluctuación cambiaria                         | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                | -                |
| <b>= Utilidad antes de impuestos a la utilidad</b>          | <b>524,150</b>   | <b>583,350</b>   | <b>664,104</b>   | <b>720,268</b>   | <b>804,837</b>   | <b>856,423</b>   | <b>892,077</b>   | <b>923,273</b>   | <b>960,852</b>   | <b>993,514</b>   |
| Impuestos a la utilidad                                     | - 179,467        | - 199,737        | - 227,387        | - 246,618        | - 275,574        | - 293,237        | - 305,444        | - 316,126        | - 328,993        | - 340,176        |
| <b>= Utilidad Neta</b>                                      | <b>344,683</b>   | <b>383,613</b>   | <b>436,717</b>   | <b>473,651</b>   | <b>529,263</b>   | <b>563,187</b>   | <b>586,632</b>   | <b>607,147</b>   | <b>631,860</b>   | <b>653,338</b>   |
| <b>= Resultado de operación</b>                             | <b>624,912</b>   | <b>674,678</b>   | <b>720,217</b>   | <b>766,965</b>   | <b>827,520</b>   | <b>859,814</b>   | <b>895,651</b>   | <b>927,011</b>   | <b>964,790</b>   | <b>997,628</b>   |
| Depreciación y amortización                                 | 106,966          | 128,543          | 148,180          | 164,907          | 181,571          | 198,442          | 215,546          | 232,857          | 250,421          | 268,208          |
| <b>EBITDA (Flujo de la operación)</b>                       | <b>741,006</b>   | <b>800,528</b>   | <b>854,147</b>   | <b>909,098</b>   | <b>979,562</b>   | <b>1,017,580</b> | <b>1,059,810</b> | <b>1,096,636</b> | <b>1,141,123</b> | <b>1,179,653</b> |
| Margen Bruto  | 52.26%           | 51.98%           | 51.23%           | 50.52%           | 50.06%           | 49.41%           | 48.70%           | 48.12%           | 47.44%           | 46.87%           |
| Margen Operacional  | 31.71%           | 31.60%           | 31.23%           | 30.86%           | 30.62%           | 30.29%           | 29.92%           | 29.62%           | 29.26%           | 28.96%           |
| Margen EBITDA   | 37.61%           | 37.50%           | 37.03%           | 36.58%           | 36.25%           | 35.84%           | 35.40%           | 35.03%           | 34.61%           | 34.24%           |
| Margen Neto   | 17.49%           | 17.97%           | 18.93%           | 19.06%           | 19.59%           | 19.84%           | 19.60%           | 19.40%           | 19.16%           | 18.96%           |
| Tasa efectiva de impuestos                                  | 34.2%            | 34.2%            | 34.2%            | 34.2%            | 34.2%            | 34.2%            | 34.2%            | 34.2%            | 34.2%            | 34.2%            |

|   | 2010            | 2011            | 2012             | 2013             |
|---|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| Utilidad Operativa (EBIT)                               | 206,908         | 309,271         | 477,129          | 519,555          |
| - Impuestos operativos (del EBIT)                       | 72,777          | 69,899          | 67,607           | 97,386           |
| <b>= Utilidad operativa despues de impuestos (UODI)</b> | <b>286,399</b>  | <b>379,170</b>  | <b>547,621</b>   | <b>632,682</b>   |
| + Depreciaciones y amortizaciones                       | - 86,293        | - 45,673        | - 117,262        | - 113,762        |
| <b>= Flujo de caja bruto</b>                            | <b>- 3,738</b>  | <b>- 3,233</b>  | <b>50,314</b>    | <b>- 2,090</b>   |
| CAPEX   | 17,409          | - 661           | -                | - 1,138          |
| Variación en capital de trabajo neto operativo          | 134,286         | 259,704         | 410,181          | 402,565          |
| <b>= Flujo de caja libre</b>                            | <b>- 10,659</b> | <b>- 78,308</b> | <b>- 144,535</b> | <b>- 137,837</b> |

|   | 2014           | 2015           | 2016           | 2017           | 2018           | 2019           | 2020           | 2021           | 2022           | 2023           |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Utilidad Operativa (EBIT)                               | 624,912        | 674,678        | 720,217        | 766,965        | 827,520        | 859,814        | 895,651        | 927,011        | 964,790        | 997,628        |
| - Impuestos operativos (del EBIT)                       | 185,130        | 199,873        | 213,364        | 227,213        | 245,153        | 254,720        | 265,337        | 274,627        | 285,819        | 295,547        |
| <b>= Utilidad operativa despues de impuestos (UODI)</b> | <b>439,782</b> | <b>474,805</b> | <b>506,853</b> | <b>539,751</b> | <b>582,368</b> | <b>605,094</b> | <b>630,315</b> | <b>652,384</b> | <b>678,971</b> | <b>702,081</b> |
| + Depreciaciones y amortizaciones                       | 106,966        | 128,543        | 148,180        | 164,907        | 181,571        | 198,442        | 215,546        | 232,857        | 250,421        | 268,208        |
| <b>= Flujo de caja bruto</b>                            | <b>546,748</b> | <b>603,347</b> | <b>655,033</b> | <b>704,658</b> | <b>763,938</b> | <b>803,536</b> | <b>845,861</b> | <b>885,241</b> | <b>929,392</b> | <b>970,288</b> |
| CAPEX   | 178,439        | 288,401        | 226,217        | 132,868        | 130,879        | 137,506        | 144,989        | 151,610        | 159,715        | 166,872        |
| Variación en capital de trabajo neto operativo          | 19,175         | - 3,909        | 4,935          | 3,166          | 1,868          | 1,008          | - 130          | - 719          | - 390          | - 723          |
| <b>= Flujo de caja libre</b>                            | <b>349,133</b> | <b>318,856</b> | <b>423,881</b> | <b>568,625</b> | <b>631,192</b> | <b>665,021</b> | <b>701,002</b> | <b>734,350</b> | <b>770,067</b> | <b>804,140</b> |

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

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

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

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 proporcionando información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

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

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

<http://www.eafit.edu.co/escuelas/administracion/laboratoriofinanciero/Paginas/Burkenroad.aspx>

<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 Ext. 9585