BURKENROAD

Latinoamérica - Colombia 2010

CEMENTOS ARGOS S.A
BVC/CEMARGO

Segunda cobertura.
Valoración con información financiera a cierre de Diciembre de 2011 y con proyección del valor esperado de la acción a Diciembre de2012

Recomendación: Vender

Precio de la Acción y Valor del IGBC

- **Valor del Índice:** IGBC; 14.190,01 COLCAP ; 1.746,0000
- **Precio de la Acción:** 8840.00
- Precio esperado a alcanzar en el mes 12 es COP 5197. La recomendación es vender debido a que el precio arrojado por el modelo es menor al cotizado en bolsa.
- Para año 2013 el sector de la construcción será uno de los sectores con mayor desempeño en el mercado bursátil Colombiano impulsado por las concesiones de curta generación y el crecimiento de proyectos de Infraestructura y vivienda.

Tabla de Valoración con los datos financieros más destacados

PERIODO EXPLICITO

	2007	2008	2009	2010	2011
FCL	30.592	-428.470	229.325	228.529	-743.573
RENOAI	238154	302801	153040	184526	74241
CAPEX	-63822	-609317	-246762	-164708	-1407466
WACC		9,46%	9,38%	7,72%	7,62%

PERIODO PROYECTADO

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
FCL	150.890	76.609	286.466	332.259	350.791	428.276	463.073	474.484	484.653
RENOAI	287625	317542	345534	374697	410631	454933	511455	576487	637315
CAPEX	-304325	-325903	-224801	-216122	-236244	-197683	-222243	-250502	-276934
WACC	7,65%	6,38%	7,28%	7,11%	7,14%	7,49%	8,14%	8,58%	8,84%

Capitalización del Mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización Bursátil:	*10,180 billones de pesos COP*
Acciones en Circulación:	*1.151.672.310*
Volumen Promedio diario DEL ÚLTIMO AÑO:	*4,065,467,025.41 COP*
Bursatilidad:	*Media*
Participación índice:	*IGBC; 2.236, COLCAP; 4.224%*
Cotiza en:	*Bolsa de Valores Colombia*
Rango último año:	*12300 COP - 6050 COP*

Apreciación global de la Compañía
Localización: *Colombia, Caribe (Haití, Panamá, República Dominicana), Estados Unidos.*
Industria: *Cemento y concreto.*
Descripción: *Compañía con base en Colombia, líder en la producción de cemento en este país con una participación del 51%.*
Productos y servicios: *producción de cemento, concreto, clinker y agregados.*
Sitio web de la Compañía: *www.Argos.com.co*

Analistas:
José Julián Vanegas Bedoya
María José Tascón Martinez
Mauricio Orozco Mora

Directora de la Investigación de Inversión:
Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de Investigación:
Óscar Eduardo Medina Arango

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y no pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Ilustración 1. Grafico Histórico precio de la acción Argos. Fuente: Bloomberg

Ilustración 2. Gráfico comparativo acción CEMARGOS, IGBC y COLCAP. Fuente: Bloomberg

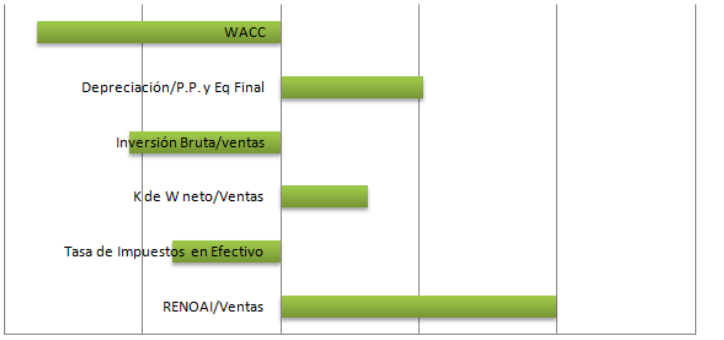
Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

En el modelo construido se incluyeron las principales variables macroeconómicas que afectaban el comportamiento del sector, mostrando como resultado un precio de la acción menor al que actualmente tiene la acción en el mercado, la mayor afectación se da por la lenta recuperación que tiene el mercado de Estados Unidos lo que afecta considerablemente el flujo de caja de Argos.

De acuerdo a los resultados arrojados por el modelo construido, se espera que el precio de la acción de Argos esté alrededor de los COP $5.197 para el 31 de Diciembre de 2012.

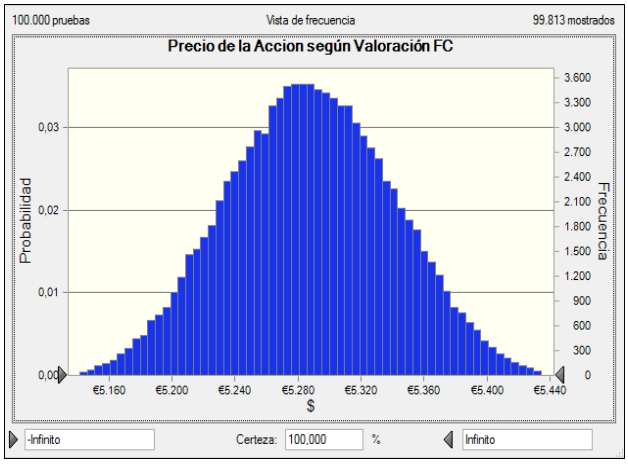
De acuerdo a los ejercicios de simulación realizados se pudo establecer que los generadores de valor afectan en mayor proporción el valor de la empresa son después del del RENOAI/Ventas, el WACC y la Inversión Bruta.



	RENOAI/Ventas	Tasa de Impuestos en Efectivo	K de W neto/Ventas	Inversión Bruta/ventas	Depreciación/P.P. y Eq Final	WACC
Contribución a la varianza	9.93%	-3.93%	3.15%	-5.50%	5.16%	-8.80%

Ilustración 3. Sensibilidad del precio de la acción a los generadores de valor.

De acuerdo a la valoración tenemos un precio esperado de la acción de argos de 5288 pesos para el 31 de Diciembre de 2012.



Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

TESIS DE INVERSIÓN

Recomendación: Vender

Los métodos de valoración, usados en esta investigación, estiman que el precio de la acción está por debajo del precio de cotización de la acción en el mercado de valores colombiano, por lo tanto desde el punto de vista del precio de la acción la recomendación es Vender.

Se llega a esta recomendación debido a que el precio de la acción mostrado por el modelo es menor al precio cotizado en la bolsa de valores de Colombia, esto indica que los agentes del mercado están siendo demasiado optimistas con el desempeño de la compañía en el futuro sin embargo estimamos que la acción tendrá una corrección en el precio reflejando el crecimiento moderado de la economía de los estados unidos, mercado en el que argos a colocado importantes recursos esperando la recuperación de este mercado.

La estrategia de crecimiento de Argos está basada en la expansión de sus mercados objetivo, El Caribe y Estados Unidos principalmente, sin embargo ésta expansión y crecimiento de ventas sólo será posible con la recuperación de éste último, la cual se prevé se reactivará a finales de 2014 e inicios de 2015 y con la efectiva inversión pública en la región Caribe y la consolidación de la economía Colombiana.

Ésta estrategia de expansión y crecimiento de mercado está siendo reforzada por la intención de centrar toda su estrategia en la potencialización del negocio cementero mediante la escisión de sus activos no operativos y las sucesivas inversiones que amplían su capacidad operativa y de producción.

VALORACIÓN

La metodología utilizada para la valoración fue la de flujo de caja descontado, tomando un periodo de análisis histórico de 6 años (2006 -2011) y un periodo de proyección de 8 años (2012-2020)

El flujo de caja proyectado se construyó con base en el volumen de producción y ventas de las tres regiones en las que opera la compañía: Colombia, Estados Unidos y el Caribe. El periodo de proyección se ve beneficiado por el crecimiento de las economías de Colombia y el Caribe, pero se ve afectado por la recuperación del mercado de los Estado Unidos y la apreciación del peso Colombiano con respecto al Dólar.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

La tasa de descuento fue calculada con la metodología de Costo promedio ponderado de capital, en donde se incluyó el cálculo del costo del patrimonio que se realizó utilizando la metodología CAPM.

Para el cálculo del valor a perpetuidad usamos como tasa de crecimiento la inflación esperada en el largo plazo por el Banco de la Republica de Colombia y como tasa de descuento el WACC del último año del periodo explícito, el cual se ubica en el 9,11%.

Al correr el modelo, se espera que el precio de la acción al 31 de diciembre de 2012 sea de COP $5.197

Limitantes de Modelo

La metodología utilizada para la valoración de Argos fue el método de flujo de caja descontado, éste método, si bien es uno de los más usados, puede conllevar a sobrevaluar los resultados por estimaciones demasiado optimistas y se puede correr el riesgo de que la información utilizada para realizar las proyecciones cambie el corto plazo debido a que ésta es dinámica.
Es de resaltar que se presentan múltiples metodologías para estimar una tasa de descuento que refleje el riesgo involucrado en el negocio, esto conlleva a que el precio obtenido sea una aproximación del precio real de la acción.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia, localización e infraestructura.

"Cementos Argos nace en Medellín (Colombia) el 27 de febrero de 1934, fue fundada por Claudino Arango Jaramillo, como sociedad anónima por acciones, con cerca de 100 accionistas. Desde 1938 inicia fusiones y adquisiciones de diferentes empresas nacionales como Cementos del Valle, Cementos Caribe, Cementos del Nare, Cementos El Cairo, Cementos de Caldas, Tolcemento, Colclinker, Cementos Rioclaro, Cementos Paz del Río, Cementos Andino y Concrecem. En 1988 empieza su internacionalización con las adquisiciones y alianzas de la Corporación de Cemento Andino en Venezuela Cimenterie Nationale d' Haiti en Haití y Corporación Incem en Panamá, la concretera ReadyMixed Concrete Company en Estados Unidos. En 2005 fusiona todas las compañías productoras y distribuidoras de cemento en Colombia bajo el nombre Cementos Argos S.A. y adquiere las compañías concreteras SouthernStar Concrete y Concrete Express en Estados Unidos. En el 2006 fusiona sus compañías productoras de concreto en Colombia (Agrecón, Concretos de Occidente y Metroconcreto) bajo el nombre Concretos Argos S.A" [1]

En 2010, Cementos Argos realizó dos grandes inversiones: una con el Grupo Kersten& Co., con el fin de administrar y operar el puerto y la estación de molienda y empacado en Paramaribo, y con el grupo holandés Janssen de Jong en Curazao, para adecuar las instalaciones de empacado y silos que posee para la importación y comercialización de cemento. Estas inversiones buscan aprovechar el crecimiento de los mercados en donde operan estas compañías.

[1] ARGOS S.A. (s.f.). *ARGOS S.A.* Recuperado el 24 de 02 de 2012, de www.Argos.com.co

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

La Compañía cuenta con una amplia infraestructura logística, tiene 3 puertos en Estados Unidos y 4 en Colombia. Adicionalmente posee facilidades portuarias con moliendas de clinker en Panamá, República Dominicana, Haití y Surinam, además de terminales de recepción y empaque de cemento en St. Marteen, St. Thomas, Antigua, Dominica y Curazao. La infraestructura de Argos está dividida en 11 plantas de cemento, 6 instalaciones de molienda de Clinker, 5 terminales de recepción y empaque de cemento, 300 plantas de concreto y 1974 mezcladoras de cemento.

Análisis FODA: Fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas.

Fortalezas • Alta participación de mercado en Colombia y estrategia de crecimiento en el mercado exterior. • Cuenta con una amplia estructura logística, compuesta por puertos, moliendas de clinker y terminales de recepción y empaque. • Amplia trayectoria en el mercado colombiano lo que le da estabilidad y renombre a la empresa y sus marcas. • Conocimiento del mercado de Estados Unidos, Adquisición de los activos de LaFarge	**Oportunidades** • Estrategia de crecimiento y concentración. • TLC con Estados Unidos. Se puede llegar a lograr una mejor profundidad en el mercado. • Altas Expectativas de crecimiento económico en los países de la región Latino América.
Debilidades • Baja participación y poca experiencia en mercados internacionales. Sus competidores directos tienen una amplia trayectoria en el mercado Internacional. • La compañía espera la recuperación del mercado estadunidense y si este no responde como se espera los efectos en los márgenes de rentabilidad podrían continuar.	**Amenazas** • Expectativas de caída en la tasa de cambio. El 49% de sus ingresos proviene de negocios en el exterior.[2] • Expectativas de crecimiento económico a nivel mundial. Desaceleración de la economía de los Estados Unidos. • Infraestructura vial del país. Esta se ve afectada con las temporadas invernales. • Promulgación de leyes antimonopolio por parte del Gobierno nacional[3] • Eliminación del arancel de importación de cemento por parte del gobierno nacional • Bajos precio y demanda del concreto en Estados Unidos

[2]CEMENTOS ARGOS S.A., Informe de Gestión 2010
[3] (BPR Benchmark, 2010, pág. 25)

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Productos y servicios.

Los productos ofrecidos por Cementos Argos son: Cemento, utilizado principalmente para la construcción de estructuras, pegas y revestimientos, obras civiles y prefabricadas; Concretas y Morteros.

Estrategia

La estrategia de Argos en los últimos años ha estado enfocada en la compra de empresas cementeras de Estados Unidos y América Latina con el fin de ganar participación de mercado en los países de la región, lo cual se evidencia en las inversiones realizadas en los últimos años en Panamá, República Dominicana y el sureste de Estados Unidos. La estrategia es clara en la medida que quiere profundizar y ganar competitividad en el mercado internacional por medio del negocio cementero, esto se ve reforzado por la desinversión en los negocios no cementeros que actualmente está realizando la compañía. Esta escisión ha permitido a Argos liberar recursos importantes que han apoyado la estrategia de internacionalización y profundización a través de inversiones de alto impacto estratégico y geográfico.

Desarrollos recientes

Según el reporte del segundo semestre de 2.012 emitido por Argos, en el segundo trimestre del mismo año se escindió ciertos activos no cementeros. Estos activos incluyen inversiones de portafolio, activos inmobiliarios, portuarios y de carbón. "Con este proyecto de escisión Cementos Argos pretende continuar consolidando su estrategia focalizada en la producción y comercialización de cemento y concreto" [4].

"Cementos Argos hizo la movida más grande en el exterior de una empresa manufacturera colombiana, al comprar activos en Estados Unidos para la producción de cemento y concreto, por 760 millones de dólares. Los adquirió de la empresa francesa Lafarge, la multinacional más grande del sector, y decidió concentrarse en la parte norte de ese país"[5], siguiendo su estrategia de diversificación de ingresos y riesgo planteada hace algunos años por Argos y que es de largo plazo.

[4]Casa Editoral El TIEMPO. (24 de 11 de 2011). Dividendo de cementera Argos crece. Portafolio.co . Bogota, Colombia.

[5]Casa Editoral El TIEMPO. (13 de Mayo de 2011). Argos hace mayor compra de industria en el exterior. Publicación eltiempo.com . Bogota, Colombia.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

país"[6], siguiendo su estrategia de diversificación de ingresos y riesgo planteada hace algunos años por Argos y que es de largo plazo.

Análisis de los Competidores

Los principales competidores de Cementos Argos son Cemex y Holcim. Cemex fue fundada en México en 1906, pasó de ser una empresa local hasta ser una compañía líder en su industria, con presencia en más de 50 países y relaciones comerciales con cerca de 100. La compañía llegó a Colombia en 1996 con la adquisición de Diamante, Samper, y Central de Mezclas. Actualmente tiene presencia en más de 20 ciudades del país y cuenta con 46.500 empleados en el mundo[7]. Holcim Fundada en 1.912, es una compañía perteneciente al grupo suizo Holcim, líder en la industria mundial del cemento y uno de los principales proveedores de cemento, concreto y agregados y de todos los servicios relacionados con la construcción. Tiene intereses mayoritarios y minoritarios en alrededor de 70 países de todos los continentes y cuenta con 80.967 empleados.[8]

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Gestión de Incentivos: Incentivos y remuneración de la Alta Gerencia.

Según el código del buen gobierno de Cementos Argos los ingresos de los Directivos de la empresa son establecidos por la Asamblea General de Accionistas de acuerdo al tiempo laborado dentro de la compañía y su experiencia.

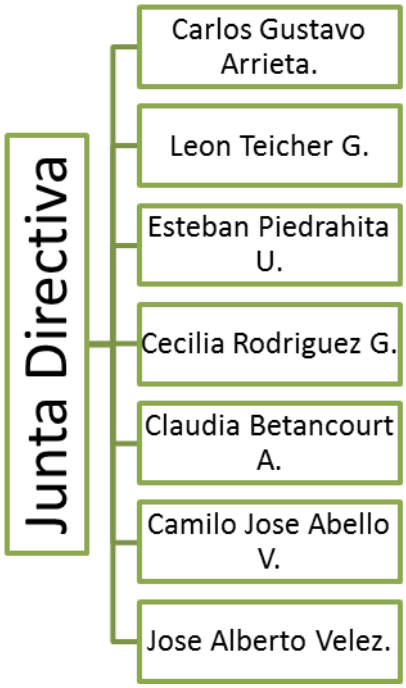
La retribución de los principales directivos de Argos; Vicepresidentes, Gerentes y Directores, tiene un componente variable mediante el cual se busca fundamentalmente premiar la generación de valor en la organización. Cuando se genera un EVA positivo s les remunera con unos bonos positivos, cuando no se logra el EVA esperado se genera un bono negativo (descuento de un porcentaje de lo que en años anteriores se había abonado a los ejecutivos como resultado del pago de bonos positivos).[9]

Miembros de la Junta Directiva

De acuerdo con la información publicada en la página web[10] de la compañía, los miembros de la junta directiva y sus perfiles son los siguientes:

[6]Casa Editoral El TIEMPO. (13 de Mayo de 2011). Argos hace mayor compra de industria en el exterior. Publicación eltiempo.com . Bogota, Colombia.
[7]CEMEX S.A.B. DE C.V. (s.f.). CEMEX de Colombia S.A. Recuperado el 24 de 01 de 2012, de http://www.cemexcolombia.com
[8]Holcim Colombia. (2010). Holcim Colombia. Recuperado el 14 de 04 de 2012, de http://www.holcim.com.co/
[9] CEMENTOS ARGOS S.A. (s.f.). CEMENTOS ARGOS S.A. Recuperado el 12 de 01 de 2012, de www.Argos.co.co
[10] Tomado del comunicado oficial de prensa de Argos de marzo de 2012

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.



"Carlos Gustavo Arrieta P., jurista de gran trayectoria, ha sido Procurador General de la Nación y candidato a Fiscal General de la Nación en dos oportunidades. Ha sido miembro del Consejo de Estado, embajador de Colombia ante el gobierno de los Países Bajos, profesor y decano de la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes. Se desempeñó también como miembro de junta de Cementos Paz del Río.

León Teicher G., experto en el sector minero, es economista de la Universidad de los Andes y obtuvo su MBA de la Universidad de Stanford (Estados Unidos). Fue vicepresidente de mercadeo y ventas de Carbocol, presidente de Unisys en Argentina y Uruguay, y luego en Colombia. También presidió Xeon Technology en Vancouver (Canadá) hasta mayo del 2006, cuando llegó a la presidencia de Carbones del Cerrejón a la cual renunció en septiembre de 2011.

Cecilia Rodríguez G., creadora de la Corporación Bioparque, fue Ministra de Ambiente (2002-2003) y Senadora de la República de Colombia (2001-2002). Es Administradora de Empresas de la Universidad de Los Andes y entrenadora certificada en Negociación y Resolución de Conflictos por Conflict Management Inc. Ha atendido con éxito casos de conflictos y desafíos ambientales del país, y ha sido jurado de los Premios de Responsabilidad Social Empresarial de ANDESCO y de la Embajada Británica.

Esteban Piedrahíta U., graduado de economía de la Universidad Harvard, fue editor económico de la Revista Semana y cofundador y presidente y la Revista Poder. Entre 2003 y 2005 fue asesor del embajador Luis Alberto Moreno en los temas centrales de la agenda bilateral con Estados Unidos: Plan Colombia y el TLC. Entre 2005 y 2009 trabajó en el BID como asesor de Luis Alberto Moreno. En 2009, fue nombrado como director general del Departamento Nacional de Planeación.

Claudia Betancourt A., economista del Colegio Mayor de Nuestra Señora del Rosario, ha sido vicepresidente de Portafolio de Inversiones y vicepresidente de Riesgos de la Corporación Financiera del Valle. Actualmente se desempeña como Gerente General de Amalfi S.A. Es miembro principal de las Juntas Directivas de Promigas, Proenergía, WWB Colombia y Gases de Occidente.

Camilo José Abello V., abogado egresado de la Pontificia Universidad Javeriana con estudios de postgrado en la Universidad de los Andes y de la Fundación Universidad del Norte, se desempeña actualmente como vicepresidente de Inversiones Argos y lleva más de 20 años vinculado con el Grupo Argos en donde ha sido miembro de la Junta Directiva de algunas compañías filiales, incluyendo a Cementos Colón en República Dominicana y Cimenterie Nacional en Haití.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

José Alberto Vélez C., ingeniero Administrador de la Universidad Nacional y con un Master of Science en Ingeniería en la Universidad de California (UCLA), es el presidente de Inversiones Argos y miembro principal de las juntas directivas de Grupo Suramericana de Inversiones, Bancolombia y Grupo Nutresa. Es además presidente del Consejo Empresarial Colombiano para el Desarrollo Sostenible (Cecodes), pertenece al World Business Council for Sustainable Development y es miembro de la America's Society - Council of The Americas."[11]

Análisis del Gobierno Corporativo

El Código de Buen Gobierno de Cementos Argos tiene por objeto "adoptar medidas respecto al gobierno de la sociedad, a las prácticas de administración y a la conducta de sus funcionarios, al manejo de su información, al conocimiento público de su gestión, de tal manera que se asegure el respeto de los derechos de quienes invierten en las acciones de la sociedad o en cualquier otro valor que ésta emita" [12]

El código consta de 5 puntos:

1. Relaciones con los Inversionistas y demás Accionistas.
2. Reglamento de funcionamiento de la Asamblea General de Accionistas.
3. Reglamento de Funcionamiento de la Junta Directiva.
4. Transparencia, Fluidez e Integridad en la Información.
5. Reglas de Conducta de los Funcionarios y Directivos de la Compañía – Código de Ética.

Es de resaltar que la empresa cumple a cabalidad con cada uno de los 5 puntos, Argos en su página de internet procura tener actualizada la información lo más detallada posible para que cualquier persona puede acceder a ella, hay una persona encargada de atener a los inversionistas, de suministrar información pertinente.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

En Colombia la industria del cemento se puede clasificar dentro de las estructuras económicas como un oligopolio, para el cual existen barreras de entrada importantes y el producto tiene un bajo nivel de diferenciación[13].

[11] CEMENTOS ARGOS S.A. (s.f.). CEMENTOS ARGOS S.A. Recuperado el 12 de 01 de 2012, de www.Argos.co.co.
[12] Tomado del Código del Buen Gobierno. Disponible en la página principal de Argos. www.Argos.com.co
[13] Tomado de Burkenroad Reports Latinamerica Cementos Argos 2010.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

La coyuntura económica Colombiana y el despliegue de inversión en proyectos comerciales, de vivienda e infraestructura hacen que la industria tenga una tendencia creciente en los últimos años. Adicionalmente cabe resaltar la importancia de la reciente aprobación del Tratado de Libre Comercio entre Colombia y su importante socio comercial Estados Unidos, ya que a la luz de la competitividad colombiana, las inversiones en infraestructura tomarán aún un mayor protagonismo en la agenda de inversiones del país, reflejando un alentador panorama para la demanda de cemento y concreto. Otro factor que refleja el interesante potencial de consumo de cemento al interior del país es la positiva tendencia en el poder adquisitivo de este material que se ha evidenciado en los últimos 10 años. Así, mientras que en el año 2001, con un salario mínimo mensual legal vigente se podían adquirir en Colombia, en promedio, 17 sacos de cemento de 50kg, hoy en día se pueden adquirir, en promedio, 25 sacos.[14]

Dado que la industria cuenta con un producto homogéneo con un nivel de diferenciación bajo, las empresas que están dentro de la industria deben generar valor a través de otras variables que impacten dentro de su negocio, es decir, la empresa con una capacidad instalada más amplia podrá generar una mayor producción, abastecer de forma más eficiente al mercado y a su vez posiblemente podrá reducir los costos, ya que el proceso de fabricación de cemento tiene unos altos costos de conversión y de distribución por su proceso continuo de producción, siendo intensivo en el consumo de recursos energéticos, en éste sentido el comportamiento de los costos de conversión y distribución condicionan el precio de la industria sumado a ello las estrategias de los participantes de dicho mercado. También existe la posibilidad de generar valor a través de la eficiencia en la distribución del producto, es decir la posibilidad de contar con flota terrestre, fluvial y marítima, hace que una empresa pueda generar mejor disponibilidad de llegar a abastecer parte importante del mercado.

La marca de la empresa, la recordación en el consumidor y la buena atención hacia los clientes forman parte vital para generar valor de las empresas de esta industria, al lograr tener una sinergia importante entre estos factores, cada empresa, la cual cuenta con un producto con baja diferenciación, pueden generar valor a su negocio de forma importante.

El PIB de la construcción y las tasas de interés son 2 de las variables macroeconómicas más importantes que influyen sobre la industria cementera[15]; diversos estudios desarrollados entre los que se encuentran los de Fedesarrollo en 2007 y Latorre Cañón 2008 permiten establecer estos dos indicadores como los condicionantes; ante una variación positiva en el PIB de la construcción la demanda de cemento de igual manera se incrementará a diferencia del comportamiento de la tasa de interés; un incremento en la tasa de interés conlleva a la contracción del consumo y la inversión y por ende la demanda de cemento.

A continuación se presenta el comportamiento de algunos indicadores de los tres principales competidores de la industria cementera en Colombia generados por las operaciones en este país:

[14] Informe de gestión y estados Financieros Argos 2011. www.argos.com.co
[15] Tomado de Burkenroad Reports Latinamerica Cementos Argos 2010.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Año	2007	2008	2009	2010	2011
Ingresos Operacionales					
Cementos Argos S.A.	1,524,415	1,423,875	1,410,293	1,378,250	1,602,469
Cemex Colombia S.A.	1,103,776	1,174,788	1,079,975	1,044,854	1,262,978
Holcim Colombia S.A.	440,776	490,486	485,161	482,203	601,371
Margen de Contribución					
Cementos Argos S.A.	24.55%	38.41%	42.29%	48.67%	50.21%
Cemex Colombia S.A.	56.39%	55.29%	59.92%	55.26%	55.89%
Holcim Colombia S.A.	40.60%	37.74%	35.97%	29.44%	33.79%
EBITDA					
Cementos Argos S.A.	365,294	327,835	369,882	539,000	682,000
Cemex Colombia S.A.	426,58	411,841	397,194	292,138	370,426
Holcim Colombia S.A.	131,48	144,239	157,038	1,087,452	1,169,540
Margen EBITDA					
Cementos Argos S.A.	23.96%	23.02%	26.23%	18.00%	19.00%
Cemex Colombia S.A.	38.65%	35.06%	36.78%	27.30%	26.56%
Holcim Colombia S.A.	29.83%	29.41%	32.37%	16.58%	15.79%
Activos					
Cementos Argos S.A.	9,757,337	9,934,626	13,284,562	14,732,805	15,760,938
Cemex Colombia S.A.	1,393,253	1,808,282	3,704,933	2,445,918	2,603,870
Holcim Colombia S.A.	339,27	517,938	615,184	653,038	636,716
Pasivos					
Cementos Argos S.A.	2,591,392	3,558,895	3,463,641	3,475,899	4,094,503
Cemex Colombia S.A.	306,05	382,943	2,215,462	1,113,716	1,225,315
Holcim Colombia S.A.	100,071	257,368	310,714	384,283	338,624
Patrimonio					
Cementos Argos S.A.	7,165,944	6,375,731	9,821,220	11,256,905	11,666,434
Cemex Colombia S.A.	1,087,203	1,425,339	1,489,471	1,332,201	1,378,555
Holcim Colombia S.A.	239,198	260,57	304,47	268,754	298,091

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Pasivos					
Cementos Argos S.A.	2,591,392	3,558,895	3,463,641	3,475,899	4,094,503
Cemex Colombia S.A.	306,05	382,943	2,215,462	1,113,716	1,225,315
Holcim Colombia S.A.	100,071	257,368	310,714	384,283	338,624
Patrimonio					
Cementos Argos S.A.	7,165,944	6,375,731	9,821,220	11,256,905	11,666,434
Cemex Colombia S.A.	1,087,203	1,425,339	1,489,471	1,332,201	1,378,555
Holcim Colombia S.A.	239,198	260,57	304,47	268,754	298,091

RIESGOS DE INVERSIÓN

De acuerdo a la información publicada en el Prospecto de Información de los Papeles Comerciales Argos 2010 de Febrero de 2010[16] y del Prospecto De Información Programa De Emisión Y Colocación de Bonos Ordinarios Y Papeles Comerciales De Marzo De 2012[17], los siguientes son los riesgos de inversión a los que se ve enfrentado Argos.

Riesgo[18]	Descripción	Como lo Mitigan
Macroeconómico	Ciclo de la construcción de los mercados en los que opera la compañía, que va ligado fuertemente al desempeño de la economía de cada país.	El proceso de internacionalización que ha adelantado Cementos Argos le ha permitido diversificar este riesgo, eliminando la dependencia de un solo mercado.
	Estabilidad Política	Invertir en países que además de contar con un potencial de crecimiento sean reconocidos por su estabilidad política, sobre todo en lo que respecta a inversión extranjera.

[16] Disponible en http://www.argos.com.co/wps/info/Cemargos/Prospecto_Papeles_Comerciales_Argos2010e.pdf
[17] Disponible en http://www.bvc.com.co/recursos/emisores/Prospectos/Bonos/Prospecto_Cementos_Argos_2012.pdf
[18] Tomado del Prospecto de Información de los Papeles Comerciales Argos 2010 de Febrero De 2010 Y del Prospecto De Información Programa De Emisión Y Colocación de Bonos Ordinarios Y Papeles Comerciales De Marzo De 2012.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

	Riesgo de tasa de Interés.	Argos cuenta con instrumentos del mercado de derivados que permiten una mayor certidumbre en el nivel de ingresos futuros. El riesgo de tasa de interés, se logra mitigar estableciendo cláusulas de prepago en tantos créditos como sea posible, para tener la oportunidad de beneficiarse de una disminución de tasas en el mercado si ésta se presentase. Los créditos que cuentan con tasa variable, sólo se pasan a tasa fija mediante swaps cuando el mercado ofrece oportunidades de fijarlos a tasas bajas. El portafolio de deuda a septiembre 2011 tiene un 39% de tasa fija y un 61% de tasa variable. Dentro de la tasa variable, la principal exposición está al IPC, con un 29% del total de la deuda. También se presenta exposición a Libor, IBR y DTF. Se ha establecido este porcentaje de distribución como óptimo para minimizar las posibles variaciones en las tasas de interés.
	Riesgo de Tipo de Cambio.	En el flujo de caja generalmente se presenta una cobertura natural, debido a que los ingresos por exportaciones de la compañía son similares a los egresos por importaciones. En ocasiones especiales, como aumento de pagos por importaciones relacionadas a proyectos, o ingreso de recursos extraordinarios en moneda extranjera se realizan operaciones de forwards para cubrir la operación específica que se está llevando a cabo. En lo que respecta al balance, la compañía cuenta con activos y pasivos en dólares. Para lograr una cobertura natural en el balance, las adquisiciones en dólares son generalmente financiadas con deuda en esa misma moneda, y de igual manera para las adquisiciones en pesos colombianos. Cuando esto no es posible, se cubre la deuda por medio de swaps o forwards dependiendo de las condiciones del mercado.
Operativo	Riesgo de interrupción de Operaciones de Producción	Al ser una empresa integrada verticalmente, incluyendo la generación de energía para sus procesos productivos, las concretaras que fabrican la mezcla lista de concreto, la flota que distribuye sus productos y los puertos de embarque en el país y el exterior, la empresa garantiza en todo momento su continuidad en la cadena de valor del negocio. Cementos Argos adquiere aproximadamente la mitad del consumo de carbón a sus filiales y es autosuficiente en la generación de energía para su proceso productivo en un 70%. Maneja también unos adecuados inventarios de materia prima para poder cubrir cualquier eventualidad en la cadena de abastecimiento

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

	Continuidad del Negocio. Licencias Mineras	La continuidad en las licencias mineras para la explotación de caliza y carbón es fundamental para la continuidad del negocio. Al igual que las autorizaciones y permisos ambientales para la operación de las plantas y las minas. Argos cuenta con un equipo dedicado a la renovación de dichos permisos.
	Dependencia de segmentos de negocios	A través del proceso de expansión internacional, la empresa minimizó la dependencia del mercado colombiano. Los segmentos de mercado a los que van dirigidos sus productos incluyen desde grandes constructoras, pre-fabricadores, mayoristas, detallistas, público en general, entre otros.
Sindical	Riesgo Sindical; Existen 3 Sindicatos SUTIMAC, SINTRAARGOS, SINTRACEARGOS.	Se firmó la convención única de Cementos Argos, que recogió los diferentes contratos colectivos precedentes en las cementeras asociadas a Argos antes de la fusión y cuya vigencia es de tres años, es decir, del 1 de septiembre de 2006 a 31 de agosto de 2009. Antes de su vencimiento las partes anticipándose a los términos legales para estos procesos, concertaron una nueva convención que se firmó en julio de 2009 y tiene una vigencia entre septiembre 1 de 2009 y el 31 de agosto de 2012.
De Procesos Internos	Abastecimiento: Contratos de suministro de Energía eléctrica y gas natural.	En el caso de un desabastecimiento de energía eléctrica, la empresa puede acceder a la bolsa de energía y comprar las cantidades requeridas. El país también tiene la posibilidad de adquirir energía eléctrica desde el Ecuador, y hay proyectos de interconexión con Venezuela. Esto minimiza el posible daño que pueda existir por un desabastecimiento general de energía eléctrica en el país. Otra fuente de energía importante para el proceso productivo es el Carbón. Cementos Argos S.A., tiene minas de Carbón que garantizan su suministro en el tiempo. También hay acuerdos de suministro a un año con diferentes Minas de Carbón.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Riesgo legal o de regulación	Regulación Ambiental. Normatividad Ambiental que si se llegara a incumplir conllevaría efectos adversos para la imagen, el patrimonio y las operaciones de Cementos Argos S.A.	Argos cuenta con un equipo técnico y legal dedicado a la verificación del cumplimiento de la normatividad ambiental, que actúa tanto en el estudio previo de la viabilidad de los proyectos, como en el seguimiento posterior una vez estos se están llevando a cabo. Todo proyecto que se inicia en Argos cuenta con un estudio viabilidad ambiental que es aprobado antes de dar inicio al mismo.
	Dependencia del Negocio Respecto a Licencias, Contratos, Marcas, y Demás Variables, que No Sean de Propiedad de Argos	Argos cuenta con un equipo técnico y legal altamente calificado que además de asegurar el trámite, ejecución, renovación y prórroga de los mencionados derechos e instrumentos, se ha encargado de diseñar una adecuada red de fuentes de materias primas de forma tal que la afectación de una de tales fuentes pueda ser rápidamente suplida por otra para evitar que se afecte la producción.
Relacionados con el Giro del Negocios	Desarrollos de nuevas tecnologías que permitan encontrar productos sustitutos.	Con el fin de mantenerse en la vanguardia de nuevas tecnologías y adelantos en procesos productivos, además de la permanente capacitación que recibe el equipo técnico en entidades de reconocido prestigio internacional alrededor del mundo, recientemente se ha creado la Vicepresidencia e Innovación la cual tiene a su cargo tanto la generación interna de nuevos desarrollos como la implementación adecuada de tecnologías desarrolladas por terceros.

Tabla 1. Riesgos de Inversión de Argos. Información suministrada en los prospectos de inversión de papeles comerciales 2010 y 2012

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

Principales accionistas

La composición accionaria de cementos Argos, Accionistas de Cementos Argos S.A. a Septiembre 30 de 2.011 es como se relaciona a continuación:

Descripción	No. de Acciones Poseídas	Participación
Inversiones Argos S.A.	707.138.265	61,40%
Fondo de Pensiones Obligatorias Protección	73.688.113	6,40%
Amalfi S.A.	62.593.875	5,44%
Fondo de Pensiones Horizonte	31.260.012	2,71%
ING Fondo de Pensiones	28.551.268	2,48%
Fondo de Pensiones Obligatorias Colfondos	26.310.532	2,28%
Fondo de Pensiones Obligatorias Porvenir	21.815.626	1,89%
Fondo de Pensiones Obligatorias Skandia S.A.	9.133.349	0,79%
Fondo Bursatil I-shares Colcap	6.940.500	0,60%
JMRV & Cia Sociedad en Comandita por Acciones	5.720.000	0,50%
Azurita S.A.	5.683.635	0,49%
Conscar & Cia S.C.A.	5.414.455	0,47%
Gloscar SAS y Cia S.C.A	4.605.365	0,40%
Lipu & cia S.C.A.	4.590.450	0,40%
Fidelity Funds SICAV	4.073.491	0,35%
Otros Accionistas con Menor Participacion	154.153.374	13,39%
Total Acciones Ordinarias en Circulación	**1.151.672.310**	

Tabla 2. Tomado del prospecto de Información programa de emisión y colocación de Bonos ordinarios y papeles comerciales 2012.

Liquidez accionaria

En el trimestre de Agosto a Octubre de 2.012 la acción de CemArgos ha estado dentro de las 10 acciones más negociadas (en pesos) y más valorizadas en la BVC (Informe Mensual Acciones BVC Agosto, Septiembre y Octubre de 2.012). En el primer semestre del año y antes de la escisión de la acción (03 de Enero a 31 de Mayo de 2.012) se negoció un total de $365.132.255.740 equivalente a 32.177.006 acciones. En lo corrido del segundo semestre y después de la escisión (08 de Junio a 09 de Noviembre de 2.012) se ha negociado un total de $531.609.717.730 equivalente a 71.936.199 acciones.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Libre flotación

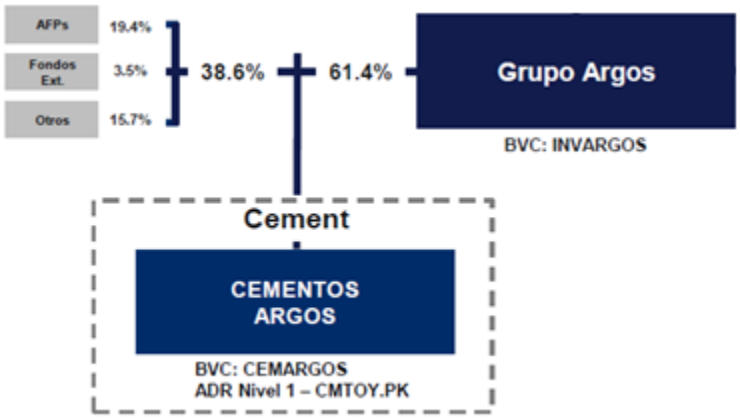


Ilustración 4. Tomado del Informe trimestral a marzo de 2012

De acuerdo con la información suministrada por revista Dinero[19] y Cementos Argos en su informe de Marzo de 2012[20], el porcentaje de libre flotación de la acción de Argos se encuentra ubicado entre el 37 y 39%.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

1. **Supuestos de Operación**

Ventas estimadas

La Proyección de las ventas se realizo con base al crecimiento esperado del volumen de producción en cada una de las regiones;

- **Región Estados Unidos.** Según los pronósticos del FMI[21] la recuperación de Estados Unidos en el 2012 y 2013 será moderada, en el orden de 2%, limitado por el desapalacamiento de los hogares, la austeridad fiscal y la demanda mundial insuficiente.
  El riesgo principal es que Estados Unidos caiga en un precipicio Fiscal, lo que conllevaría al recorte del gasto público, que afectaría de manera importante la inversión en infraestructura y el recorte a gran escala de los beneficios tributarios. Los precios de la vivienda indudablemente siguen deprimidos a pesar de que las tasas de interés se encuentran a un nivel muy bajo, pero es posible que la tendencia se esté revirtiendo finalmente, ya que los precios estuvieron en alza durante el primer semestre del año 2012. En términos generales, proyectamos que la actividad del sector retomara los niveles promedio previos a la crisis en unos 4–5 años.

[19] Revista Dinero (http://www.dinero.com/caratula/edicion-impresa/recuadro/cementos-Argos/98182)
[20] Disponible en www.Argos.com.co
[21] Boletín Digital Fondo Monetario Internacional 2 de Agosto de 2012.
http://www.imf.org/external/spanish/index.htm

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

- **Región Colombia.** En el año 2011 se alcanzaron máximos volúmenes de cemento y concreto comercializados en la región Colombia[22], desde que se estableció la compañía, el despliegue de inversión en proyectos comerciales de vivienda e infraestructura hicieron que los resultados de ésta región tuvieran una tendencia creciente en los últimos años, la firma del tratado de Libre comercio con Estados Unidos, impulsará las inversiones en infraestructura, debido a que el país deberá promover diferentes obras para ganar competitividad. En términos generales, proyectamos un crecimiento el volumen de producción del 7% para el mediano plazo y del 10% para el largo plazo, apoyado mayormente por la inversión en infraestructura y en vivienda de interés social.

- **Región Caribe.** Hoy en día Cementos Argos cuenta con una importante red logística en la cuenca del Caribe que le ha permitido potenciar las ventajas de la diversificación geográfica, flexibilidad comercial, tras su estrategia de expansión en estos mercados. El mercado panameño continua realizando fuertes inversiones en infraestructura y un sector de la construcción con interesantes perspectivas de crecimiento, obras como la expansión del canal, la ampliación del aeropuerto de ciudad de Panamá, las obras de saneamiento de la bahía y diversos proyectos de generación Hidroeléctrica[23]. Si bien el desarrollo de la región Caribe, estará enmarcada por la evolución del mercado laboral e inmobiliario de los Estados Unidos, se espera, en gran medida como resultado de la ejecución de obras de infraestructura de la región, un crecimiento superior ligeramente superior en volumen de producción a que se presentará en Estados Unidos.[24] Proyectamos, en términos generales, un crecimiento de la producción en un 4% en el corto plazo y del 6% para el largo plazo.

Costo de la mercancía vendida y gastos de administración y de comercialización.

La proyección de estos gastos se realizó con base a la participación de los mismos en los últimos 5 años. En la mayoría de las cuentas estas mostraron estabilidad por lo que la proyección se realizó con en esta participación las ventas las ventas proyectadas.

2. **Supuestos de Inversión**

- **CAPEX y Activos fijos**

De acuerdo a la información pública disponible, el capex se proyectó teniendo en cuenta los siguientes proyectos:

[22] Informe de gestión y estados Financieros Argos 2011. www.Argos.com.co
[23] Ibídem
[24] Boletín Digital Fondo Monetario Internacional 2 de Agosto de 2012. http://www.imf.org/external/spanish/index.htm

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

- Proyecto de inversión en ampliación productiva de equipos por valor de 167 mil millones en la planta de Rio Claro.[25]
- Proyecto de Inversión en ampliación productiva de la región Caribe. De acuerdo con la información suministrada por Jorge Mario Velásquez Argos, presidente de Argos, en la revista Dinero, Argos tiene planes de expansión en la región Caribe con una inversión aproximada de US10 millones.[26]
- Inversión Histórica en Activos Fijos; se tomó como base el promedio histórico de inversión de Argos el cual se encuentra en el 4.33% de las ventas y adicional se tuvo en cuenta la información suministrada por Argos en la que se informa que las inversiones de sostenimiento de Argos se encuentra en los US 120 millones. De acuerdo con esto determinamos una inversión de sostenimiento de 4.33% en el corto plazo y de 3.33% para el largo plazo.
- Inversión en ERP y plantas Móviles. De acuerdo con la información suministrada por Argos esta será una de las inversiones más importantes que llevara a cabo la compañía durante el año 2012.

3. Capital de Trabajo

El capital de trabajo neto operativo se proyectó con base en los inductores de valor de cada una de sus cuentas con respecto a los ingresos. Se analizan las variaciones año a año y se trabaja con los años comparables entre sí, los cuales no presentaron grandes variaciones.

4. Hipótesis financieras

Estructura financiera. D/E ratio

La estructura financiera de Argos en últimos años es como se relaciona a continuación;

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
DEUDA	1,351,964	1,266,327	1,779,910	1,306,397	1,183,548	1,534,717
PATRIMONIO	1,583,094	1,480,239	2,200,356	1,442,014	1,237,137	1,728,395
CIO	3,510,842	3,714,405	4,284,662	4,215,017	4,122,506	5,057,823
RELACION D/P	85%	86%	81%	91%	96%	89%

[25] Inversión en Planta de rio claro por valor de 167 mil millones, según Comunicado de prensa de Septiembre de 2012. De acuerdo con la Información de Ana Maria Ana Maria Pobeda, Profesional de relaciones con los Inversionistas, se ejecutaran el 85% en el 2013 y 15% en el 2014

[26] (Dinero.com)

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

De acuerdo con el informes de gestión de Argos de los año 2009 y 2010, el proyecto de ampliación de la Planta de Cartagena, cuya inversión ascendió a 400 millones de dólares, fue unos de los factores que más impacto en la relación D/P, de igual forma vale la pena destacar la consistencia que ha mostrado la empresa en su estrategia de enfoque durante los últimos años y que se evidenció en 2009. Para el 2010 la empresa realizo inversiones en Surinam y Curazao, buscando aprovechar el potencial de crecimiento de estos mercados.

1. **Impuestos**

Se realizó proyección de la base gravable de acuerdo a las ventas nacionales proyectas y el pasivo en moneda nacional, obteniendo así una tasa de impuesto en efectivo promedio del 20.17% para los primeros 4 años de proyección y del 30.65% para los años siguientes, este aumento de la tasa de impuestos pagados en efectivo se da por la absorción de una perdida fiscal acumulada, la cual se cubrió en los primeros 5 años para efectos de la valoración.
Tasa de impuestos a la que se graban las utilidades está determinada por el gobierno nacional de Colombia para los próximos años como se muestra a continuación;

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
34%	34%	34%	33%	33%	33%	33%	33%

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

ARGOS S.A. (s.f.). *ARGOS S.A.* Recuperado el 24 de 02 de 2012, de www.Argos.com.co
BPR Benchmark. (2010). *Reportes Sectoriales. Sector Concreto y Cemento.*
Cárdenas S., M., Mejía M., C., & García A., F. (2007). *LA INDUSTRIA DEL CEMENTO EN COLOMBIA.* Bogota: WORKING PAPERS SERIES.
Cárdenas, M., Mejía, C., & Garcia, F. (2007). *La industria del Cemento en Colombia.* Bogota D.C: Fedesarrollo.
Casa Editoral El TIEMPO. (24 de 11 de 2011). Dividendo de cementera Argos crece. *Portafolio.co* . Bogota, Colombia.
Casa Editorial El TIEMPO. (12 de 05 de 2011). Argos hace mayor compra de industria en el exterior. *Periodico EL TIEMPO* . Bogota, Colombia.
Casa Editorial el Tiempo. (02 de 11 de 2011). Argos Mantiene su nota de calificación. *Portafolio.co* . Bogota, Colombia.
CEMENTOS ARGOS S.A. (s.f.). *CEMENTOS ARGOS S.A.* Recuperado el 12 de 01 de 2012, de www.Argos.co.co

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

CEMENTOS ARGOS S.A. (2010). *Informe de Gestion 2010.*
CEMEX S.A.B. DE C.V. (s.f.). *CEMEX de Colombia S.A.* Recuperado el 24 de 01 de 2012, de http://www.cemexcolombia.com
DAVIVIENDA S.A. (s.f.). *Davivienda.Com*. Recuperado el 28 de 10 de 2012, de www.davivienda.com
Dinero.com. (s.f.). *Cementos Argos, un gigante en centroamerica*. Recuperado el 25 de 09 de 2012, de Dinero.Com: http://www.dinero.com/empresas/articulo/cementos-Argos-gigante-centroamerica/160549
GRUPO BANCOLOMBIA S.A. (s.f.). *Sala de Prensa Grupo Bancolombia*. Recuperado el 20 de 01 de 2011, de www.grupobancolombia.com.co
Holcim Colombia. (2010). *Holcim Colombia*. Recuperado el 14 de 04 de 2012, de http://www.holcim.com.co/
InterBolsa Comisionista de Bolsa. (2011). *Valoración Cementos Argos.*
LATORRE CAÑÓN, A. (2008). La industria del cemento en Colombia. Determinantes y Comportamiento de la demanda (1996-2005). Bogota, Colombia.
Ochoa Rodríguez, M., & Arango Botero, C. A. (2009). Valoración de Cementos Argos en un contesto Internacional. *Revista Soliciones de Posgrado EIA* (4), 143-170.
PORTAFOLIO.CO. (s.f.). *Portafolio.co* . Recuperado el 27 de 10 de 2012, de http://www.portafolio.co/negocios/holcim-ve-expansion-negocio-construccion-vivienda
Universidad EAFIT. (s.f.). *Canal de Egresados*. Recuperado el 20 de 01 de 2012, de www.eafit.edu.co

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

BALANCE HISTÓRICO. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda $)[27]

BALANCE GENERAL CONSOLIDADO
Años que terminaron el 31 de dicimbre . Millones de Pesos colombianos.
CEMENTOS ARGOS S.A.

	Total					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ACTIVOS						
Activos corrientes						
Disponible	190,296	115,638	226,625	155,816.00	241,058	262,952
Inversiones negociables	123,299	172,326	759,010	489,291.00	235,072	27,983
Deudores, neto	416,550	693,421	851,012	498,480.00	561,852	769,395
Inventarios, neto	393,303	355,317	402,296	361,135.00	289,475	414,863
Gastos pagados por anticipado	61,481	31,590	32,928	39,550.00	23,617	29,530
Total activos corrientes	**1,184,929**	**1,368,292**	**2,271,871**	**1,544,272**	**1,351,074**	**1,504,723**
Activos no corrientes						
Inversiones permanentes	520,752	437,566	445,517	334,677	340,108	299,457
Propiedades, planta y equipo, neto	2,394,420	2,324,674	2,833,568	2,880,021	2,910,095	4,177,137
Diferidos e Intangibles	1,809,165	1,837,295	2,105,995	1,908,881	1,634,481	1,466,387
Otros activos	24,706	17,284	72,850	76,995	44,319	26,933
Total activos no corrientes	**4,749,043**	**4,616,819**	**5,457,930**	**5,200,574**	**4,929,003**	**5,969,914**
Total activos	**5,933,972**	**5,985,111**	**7,729,801**	**6,744,846**	**6,280,077**	**7,474,637**
PASIVOS Y PATRIMONIO						
Pasivos corrientes						
Papeles comerciales	250,000	250,000	300,000	300,000.00	250,000	199,030
Proveedores y cuentas por pagar	429,681	377,291	848,692	467,899.00	474,999	618,347
Impuestos, gravámenes y tasas	15,203	64,946	46,509	29,125.00	34,138	141,209
Obligaciones laborales	15,822	32,924	30,121	28,520.00	36,419	87,072
Otros pasivos	127,042	202,687	265,960	266,636.00	249,145	322,083
Total pasivos corrientes	**1,095,544**	**1,053,617**	**1,639,150**	**1,208,176**	**1,071,708**	**1,369,259**
Pasivos a largo plazo						
Obligaciones financieras	1,546,943	1,569,867	1,251,583	1,717,759.00	1,382,349	1,989,140
Obligaciones laborales	194,275	199,819	216,176	222,826.00	224,990	253,366
Diferidos	27,318	24,401	163,609	7,700.00	7,668	7,640
Cuentas por pagar	296,668	243,972	224,584	175,395.00	136,850	111,122
Bonos en circulación	450,000	583,580	585,222	1,226,864.00	1,228,506	1,230,148
Otros pasivos	15,477	18,919	-		-	-
Total pasivos no corrientes	**2,530,681**	**2,640,558**	**3,667,745**	**3,350,544**	**2,980,363**	**3,591,416**
Total pasivos	**3,626,225**	**3,694,175**	**5,306,895**	**4,558,720**	**4,052,071**	**4,960,675**
Interés minoritario	231,130	213,912	420,446	136,617.00	53,589	193,678
PATRIMONIO	**2,076,617**	**2,077,024**	**2,002,460**	**2,050,509**	**2,174,417**	**2,320,284**
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	**5,933,972**	**5,985,111**	**7,729,801**	**6,744,846**	**6,280,077**	**7,474,637**
Cuentas de orden	3,159,598	5,288,482	3,160,019	1,936,832.00	3,358,117	3,517,113

[27] El balance general fue reclasificado por los analistas para realizar un mejor ejercicio de valoración es por este motivo que algunas cifras pueden no coincidir con el estado de resultados publicado por la compañía.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

ESTADO DE INGRESOS HISTÓRICO. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda $)[28]

CEMENTOS ARGOS S.A. ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO Años que terminaron el 31 de diciembre (Millones de pesos colombianos, excepto la utilidad neta por acción)	Total						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ingresos operacionales	$1,723,519	$3,430,023	$3,787,144	$3,805,007	$3,449,768	$3,023,069	$3,668,610
Costo de ventas	$1,406,186	$2,883,389	$2,983,399	$3,111,032	$2,693,035	$2,423,433	$2,904,365
UTILIDAD BRUTA	**$317,333**	**$546,634**	**$803,745**	**$693,975**	**$756,733**	**$599,636**	**$764,245**
Gastos operacionales							
Administración	**$168,494**	**$221,920**	**$305,288**	**$288,963**	**$322,030**	**$253,709**	**$282,230**
Amortizaciones		$18,378	$38,310	$37,356	$40,155	$24,725	$13,979
Depreciaciones		$11,547	$26,846	$23,985	$23,266	$9,329	$8,790
Provisiones		$1,250	$7,726	($507)	$28,522	$3,075	$440
Otros		$190,745	$232,406	$228,129	$230,087	$216,580	$259,021
Ventas	**$106,416**	**$61,653**	**$169,873**	**$150,855**	**$133,896**	**$127,327**	**$134,722**
Amortizaciones		$9,015	$6,056	$8,291	$18,060	$23,725	$25,651
Depreciaciones		$912	$16,834	$6,165	$5,536	$5,048	$5,282
Provisiones		$0	$1,429	$5,079	$10,284	$7,190	$4,814
Otros		$51,726	$145,554	$131,320	$100,016	$91,364	$98,975
Total gastos operacionales	**$274,910**	**$283,573**	**$475,161**	**$439,818**	**$455,926**	**$381,036**	**$416,952**
UTILIDAD OPERACIONAL ANTES DE DETERIORO DE ACTIVOS	**$42,423**	**$263,061**	**$328,584**	**$254,157**	**$300,807**	**$218,600**	**$347,293**
Deterioro de activos				$74,786	$81,691	$88,343	$74,460
UTILIDAD OPERACIONAL DESPUÉS DE DETERIORO DE ACTIVOS	**$42,423**	**$263,061**	**$328,584**	**$179,371**	**$219,116**	**$130,257**	**$272,833**
Otros ingresos (gastos) no operacionales							
Ingresos financieros	$44,095	$23,668	$51,978	$59,528	$38,773	$12,981	$18,785
Dividendos y participaciones recibidas	$79,360	$60,463	$61,229	$83,363	$69,957	$81,374	$72,283
Gastos financieros	($73,833)	($216,976)	($203,490)	($256,859)	($279,662)	($192,208)	($195,963)
Diferencia en cambio	($19,199)	$10,874	$78,040	($206,520)	($51,360)	$758	($15,848)
Otros ingresos	**$530,911**	**$273,245**	**$223,700**	**$491,875**	**$697,010**	**$592,268**	**$746,023**
Otros gastos	**($285,950)**	**($173,266)**	**($238,106)**	**($236,730)**	**($389,284)**	**($295,491)**	**($493,335)**
Corrección monetaria	($19,334)	$4,683	$0	$0	$0	$0	$0
Utilidad antes de la provisión para impuesto sobre la renta	**$298,473**	**$245,752**	**$301,935**	**$114,028**	**$304,550**	**$329,939**	**$404,778**
Provisión para impuesto sobre la renta	$27,894	$64,964	$68,072	$14,018	$61,738	$31,947	$25,024
UTILIDAD ANTES DE INTERÉS MINORITARIO	**$270,579**	**$180,788**	**$233,863**	**$100,010**	**$242,812**	**$297,992**	**$379,754**
Participación de intereses minoritarios en utilidades de compañías subordinadas	($31,220)	($27,837)	($21,827)	($29,373)	($32,985)	($9,114)	($9,780)
UTILIDAD NETA CONSOLIDADA	**$239,359**	**$152,951**	**$212,036**	**$70,637**	**$209,827**	**$288,878**	**$369,974**
Utilidad neta por acción (expresada en pesos colombianos)	$1,039	$181	$184	$61	$182	$251	$251

[28] Ibídem

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la University of Texas at Austin, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

ESTADO DE INGRESOS PROYECTADO. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda $)

REGRESAR AL MENU

CEMENTOS ARGOS S.A.
ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO
Años que terminaron el 31 de diciembre
(Millones de pesos colombianos, excepto la utilidad neta por acción)

	TOTAL								
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos operacionales	$3,744,113	$4,120,690	$4,471,196	$4,836,253	$5,289,436	$5,863,820	$6,614,709	$7,484,349	$8,269,795
Costo de ventas	$2,979,830	$3,279,537	$3,558,495	$3,849,033	$4,209,707	$4,666,843	$5,264,454	$5,956,576	$6,581,689
UTILIDAD BRUTA	**$764,282**	**$841,153**	**$912,701**	**$987,220**	**$1,079,728**	**$1,196,976**	**$1,350,255**	**$1,527,774**	**$1,688,106**
Gastos operacionales									
Administración	**$296,694**	**$326,535**	**$354,311**	**$383,239**	**$419,150**	**$464,666**	**$524,169**	**$593,082**	**$655,323**
Amortizaciones	$30,527	$33,598	$36,456	$39,432	$43,127	$47,810	$53,932	$61,023	$67,427
Depreciaciones	$18,087	$19,906	$21,600	$23,363	$25,552	$28,327	$31,954	$36,155	$39,950
Provisiones	$7,286	$8,019	$8,701	$9,411	$10,293	$11,411	$12,872	$14,565	$16,093
Otros	$240,794	$265,012	$287,554	$311,032	$340,178	$377,118	$425,409	$481,338	$531,852
Ventas	**$137,366**	**$151,182**	**$164,041**	**$177,434**	**$194,061**	**$215,134**	**$242,683**	**$274,589**	**$303,406**
Amortizaciones	$16,525	$18,187	$19,734	$21,345	$23,345	$25,880	$29,195	$33,033	$36,499
Depreciaciones	$6,893	$7,586	$8,231	$8,903	$9,737	$10,795	$12,177	$13,778	$15,224
Provisiones	$5,232	$5,758	$6,248	$6,758	$7,391	$8,194	$9,243	$10,458	$11,555
Otros	$108,716	$119,651	$129,828	$140,428	$153,587	$170,266	$192,069	$217,320	$240,127
Total gastos operacionales	**$434,060**	**$477,717**	**$518,352**	**$560,673**	**$613,211**	**$679,800**	**$766,852**	**$867,671**	**$958,728**
UTILIDAD OPERACIONAL ANTES DE DETERIORO DE ACTIVOS	**$330,223**	**$363,436**	**$394,350**	**$426,547**	**$466,516**	**$517,176**	**$583,403**	**$660,103**	**$729,378**
Deterioro de activos			$69,195	$74,844	$81,858	$90,747	$102,367	$115,826	$127,981
UTILIDAD OPERACIONAL DESPUÉS DE DETERIORO DE ACTIVOS	**$330,223**	**$363,436**	**$394,350**	**$426,547**	**$466,516**	**$517,176**	**$583,403**	**$660,103**	**$729,378**
Otros ingresos (gastos) no operacionales									
Dividendos y participaciones recibidas	$76,507	$84,202	$91,364	$98,824	$108,084	$119,821	$135,164	$152,935	$168,984
Gastos financieros	($138,238)	($199,218)	($147,378)	($137,882)	($130,645)	($143,643)	($141,132)	($132,846)	($124,605)
Diferencia en cambio	$0	$0	$0	$0	$0	$0	$0	$0	$0
Otros ingresos	**$0**	**$0**	**$0**	**$0**	**$0**	**$0**	**$0**	**$0**	**$0**
Otros gastos	**($98,829)**	**($108,769)**	**($118,021)**	**($127,657)**	**($139,619)**	**($154,781)**	**($174,601)**	**($197,556)**	**($218,289)**
Corrección monetaria	$0	$0	$0	$0	$0	$0	$0	$0	$0
Utilidad antes de la provisión para impuesto sobre la renta	**$169,662**	**$139,651**	**$220,314**	**$259,831**	**$304,336**	**$338,573**	**$402,834**	**$482,635**	**$555,469**
Provisión para impuesto sobre la renta	($20,285)	($22,949)	($20,080)	($29,369)	($44,862)	($80,275)	($102,426)	($128,092)	($151,167)
UTILIDAD ANTES DE INTERÉS MINORITARIO	**$189,947**	**$162,600**	**$240,394**	**$289,200**	**$349,197**	**$418,848**	**$505,259**	**$610,727**	**$706,636**
Participación de intereses minoritarios en utilidades de compañías subordinadas	$0	$0	$0	$0	$0	$0	$0	$0	$0
UTILIDAD NETA CONSOLIDADA	**$189,947**	**$162,600**	**$240,394**	**$289,200**	**$349,197**	**$418,848**	**$505,259**	**$610,727**	**$706,636**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

FLUJO DE CAJA HISTÓRICO. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda $)

FLUJO DE CAJA LIBRE

FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL

	2007	2008	2009	2010	2011
1. GENERACIÓN FONDOS OPERACIONALES:					
Utilidad Operacional	$302,801	$153,040	$184,526	$74,241	$189,961
Depreciaciones	$133,568	$100,423	$200,309	$134,634	$140,424
Amortizaciones	$23,410	($4,446)	$31,852	$52,858	$83,039
Sub-Total Fondos Operacionales	$459,779	$249,017	$416,687	$261,733	$413,424
2. MOVIMIENTO DE KWOp.					
Sin Pasivo por Impuesto de Renta	($113,152)	$185,238	($49,144)	($62,826)	$189,120
Flujo de Caja Operacional	$346,627	$434,255	$367,543	$198,907	$602,544
3. EGRESO POR IMPUESTO OPERACIONAL					
Impuesto Operacional Pagado	($200,673)	$10,846	($56,718)	($27,212)	($23,706)
Flujo de Caja Antes de Inversión en Activos Fijo	$145,954	$445,101	$310,825	$171,695	$578,838
4. INVERSIÓN EN ACTIVOS FIJOS NETOS					
Inversión Bruta	($63,822)	($609,317)	($246,762)	($164,708)	($1,407,466)
5. INVERSIÓN EN OTROS ACTIVOS					
Diferidos e Intangibles	($51,540)	($264,254)	$165,262	$221,542	$85,055
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL	**$30,592**	**($428,470)**	**$229,325**	**$228,529**	**($743,573)**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

FLUJOS DE CAJA PROYECTADOS. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda $)

REGRESAR AL MENU

Proyección FCL

	2,012	2,013	2,014	2,015	2,016	2,017	2,018	2,019	2,020
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL									
1. Generación Fondos Operacionales									
RENOAI	286,722.96	315,561.10	342,402.74	370,358.68	405,063.21	449,049.43	506,552.28	573,149.05	633,298.23
+ Depreciación y Amortizaciones	170,854.25	178,973.83	184,549.63	189,891.38	195,718.81	200,596.97	206,099.80	212,326.08	219,205.79
Sub-Total Fondos Operacionales	**$457,577**	**$494,535**	**$526,952**	**$560,250**	**$600,782**	**$649,646**	**$712,652**	**$785,475**	**$852,504**
2. Inversión en Capital de Trabajo	30,886.78	-37,866.97	52,380.45	46,433.86	67,896.36	86,601.11	133,575.41	125,269.15	112,858.75
3. Impuestos Operacionales	-35,780.69	-57,859.16	-73,028.31	-63,804.10	-88,207.57	-115,319.71	-162,690.57	-184,386.12	-207,437.42
4. Inversión en Capital Fijo	-304,325.00	-324,783.25	-223,031.85	-213,670.17	-233,097.21	-195,126.28	-220,113.10	-249,051.52	-275,188.25
FLUJO DE CAJA LIBRE OPERACIONAL	**$148,358**	**$74,026**	**$283,273**	**$329,210**	**$347,374**	**$425,802**	**$463,424**	**$477,307**	**$482,737**
FLUJO DE CAJA FINANCIERO									
1. PASIVOS FINANCIEROS									
Egresos por Gastos Financieros MN	-200,134.01	-181,787.21	-178,184.01	-183,677.77	-196,876.43	-204,567.77	-202,524.23	-190,581.77	-180,103.79
Egresos por Gastos Financieros MEx.	42,185.39	-62,158.68	-9,149.06	17,097.99	29,861.76	11,288.98	-5,381.42	-5,272.16	-5,195.82
Ahorro en Impuestos por Gastos Financieros.	19,710.70	44,728.28	39,954.76	28,697.78	36,369.53	49,635.63	66,773.54	63,007.60	60,695.06
Neto Gastos Financieros	**($138,238)**	**($199,218)**	**($147,378)**	**($137,882)**	**($130,645)**	**($143,643)**	**($141,132)**	**($132,846)**	**($124,605)**
Variación Principal de Obligaciones									
En Moneda Nacional	58,279.62	-652,659.95	247,146.77	149,544.07	144,352.73	110,676.26	-163,164.00	-143,574.64	-125,549.53
En Moneda Extranjera	128,047.25	781,233.42	-377,560.39	-271,040.27	-269,954.20	-273,057.79	-11,956.21	-8,854.37	-5,687.63
Movimiento Pasivo Neto Financiero	**$186,327**	**$128,573**	**($130,414)**	**($121,496)**	**($125,601)**	**($162,382)**	**($175,120)**	**($152,429)**	**($131,237)**
3. PATRIMONIO									
Variación Capital y Superávit	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Incremento del Capital requerido	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Pago de Dividendos	-161,234.12	-49,116.39	-25,487.38	-53,165.72	-73,507.26	-81,150.26	-82,839.45	-88,349.26	-111,528.08
Neto Patrimonio	**($161,234)**	**($49,116)**	**($25,487)**	**($53,166)**	**($73,507)**	**($81,150)**	**($82,839)**	**($88,349)**	**($111,528)**
4. INVERSIONES EN SOCIEDADES									
Inversiones Permanentes	-35,213.14	45,734.97	20,006.67	-16,665.73	-17,619.72	-38,626.59	-64,332.05	-103,682.05	-115,367.32
Inversión Neta	**($35,213)**	**$45,735**	**$20,007**	**($16,666)**	**($17,620)**	**($38,627)**	**($64,332)**	**($103,682)**	**($115,367)**
FLUJO DE CAJA FINANCIERO	**($148,358)**	**($74,026)**	**($283,273)**	**($329,210)**	**($347,374)**	**($425,802)**	**($463,424)**	**($477,307)**	**($482,737)**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Millones de Pesos (Miles con punto, decimales con coma, moneda $) **A DICIEMBRE DE 2012**

REGRESAR AL MENU

VALOR DE LA EMPRESA

VALORACIÓN PATRIMONIAL

		2,012	2,013	2,014	2,015	2,016	2,017	2,018	2,019	2,020
FCL		148,358.30	74,025.55	283,272.65	329,209.64	347,373.59	425,801.52	463,423.82	477,306.65	482,737.11
Crecimiento del FCL			-50.10%	282.67%	16.22%	5.52%	22.58%	8.84%	3.00%	1.14%
Crecimiento Ponderado FCL	30.72%									
WACC cada Período		6.38%	7.28%	7.11%	7.14%	7.49%	8.14%	8.58%	8.84%	9.11%
WACC Ponderado	7.52%									
Tasa de Crecimiento (g) (1)	2.70%									
VPN del FCL @ WACC Ponderado		1,739,713.86								
VPN del FCL @ WACC c/Período		1,759,546.63								
Valor Terminal (WACC Ponderado)		7,533,703.60								
VPN del Valor Terminal @ WACC Ponderado		4,217,659.05								
Valor Terminal (WACC c/Período)		7,533,703.60								
VPN del Valor Terminal @ WACC c/Período		4,187,570.14								
Valor de la Operación @ WACC Ponderado		**$5,957,373**								
Valor de la Operación @ WACC c/Período		**$5,947,117**								
- Pasivos Financieros		**($3,425,958)**								
Valor de la Empresa @ WACC Ponderado		**$2,531,415**								
Valor de la Empresa @ WACC c/Período		**$2,521,159**								
Acciones en Circulación		1,151,672,310								
Precio de la Acción según Valoración		**$5,173**								

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Millones de Pesos (Miles con punto, decimales con coma, moneda $) **A DICIEMBRE DE 2012**

REGRESAR AL MENU

VALOR DE LA EMPRESA

VALORACIÓN POR EVA

	2,012	2,013	2,014	2,015	2,016	2,017	2,018	2,019	2,020
Capital Invertido Inicial	5,057,823.00	5,160,406.97	5,344,083.35	5,330,185.12	5,307,530.06	5,277,012.11	5,184,940.31	5,065,378.20	4,976,834.48
Rentabilidad del Capital Invertido	4.96%	4.99%	5.04%	5.75%	5.97%	6.32%	6.63%	7.67%	8.56%
Costo de Capital	6.38%	7.28%	7.11%	7.14%	7.49%	8.14%	8.58%	8.84%	9.11%
Spread de Rentabilidad	-1.42%	-2.28%	-2.07%	-1.39%	-1.52%	-1.81%	-1.95%	-1.16%	-0.55%
EVA del Año	-71,694	-117,864	-110,702	-74,153	-80,823	-95,669	-100,888	-58,981	-27,414

VPN del EVA @ WACC Ponderado	-525,084.45
VPN del EVA @ WACC c/Período	-531,928.69
Valor Terminal (WACC Ponderado)	-427,834.14
VPN del Valor Terminal @ WACC Ponderado	-239,518.12
Valor Terminal (WACC c/Período)	-301,001.66
VPN del Valor Terminal @ WACC c/Período	-167,310.21
Capital Inicial Invertido	5,057,823.00
Valor de la Operación @ WACC Ponderado	**$4,293,220**
Valor de la Operación @ WACC c/Período	**$4,358,584**
- Pasivos Financieros	**($3,425,958)**
Valor de la Empresa @ WACC Ponderado	**$867,262**
Valor de la Empresa @ WACC c/Período	**$932,626**
Acciones en Circulación	1,151,672,310
Precio de la Acción según Valoración	**$3,728**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

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

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.