



Cementos Argos

## Rentabilidad presionada por la inflación

Valor Justo:  
**COP 5,500**  
Vender

Potencial: 62% | Riesgo: **Muy Alto** | Cierre: 3,400

### INFORMACIÓN DEL TÍTULO

Capitalización bursátil (COP Bn)	4.7
Flujo anual 2023E (COP)	295
Retorno por dividendo	8.7%
%MSCI Colcap	3.00%
# acciones (mm)	1,379.7
P/VL actual	0.5x
P/U actual	19.7x

Durante los últimos trimestres, Cementos Argos ha logrado reducir de manera relevante uno de sus principales riesgos, el alto apalancamiento. Sin embargo, un panorama de crecimiento moderado en la demanda de materiales, sumado a los efectos inflacionarios y su impacto en la rentabilidad de la compañía son retos no menores.

Uno de los riesgos a nuestra recomendación es el listamiento de las acciones de Argos USA en la bolsa de Nueva York. Estimamos que el valor que le podría reconocer dicho mercado a esas operaciones justificaría un mayor precio de la acción en el mercado colombiano. Sin embargo, las condiciones de mercado a nivel internacional y local, sumados a los retos a nivel sectorial podrían dificultar el reconocimiento de dicho precio.

## ¿POR QUÉ VENDER?

Si bien el valor justo de Cemargos está por encima de su precio, en el corto plazo percibimos más riesgos que oportunidades a nivel económico, sectorial, de estructura operativa y de capital.

En un contexto en el que la rentabilidad exigida a las acciones debe ser alta, Cemargos no ofrecería el suficiente atractivo frente a otros emisores.

### Autores

Rodrigo Sánchez  
Analista Senior Acciones  
wsanchez@corredores.com

Katherine Ortiz  
Analista Líder Acciones  
kortiz@corredores.com



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



## CEMENTOS ARGOS / FICHA TÉCNICA

**Descripción de la compañía:** Cementos Argos produce cemento, concreto y agregados, en Colombia, EEUU y el Caribe. Adicionalmente, realiza exportaciones de cemento y clínker a 39 países. La compañía es líder en el mercado colombiano, con una participación de mercado cercana a 37%, mientras que en la región Caribe es uno de los dos productores líderes.

Balance General Consolidado					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Total Activos	18,575	19,570	20,468	20,486	20,812
Total Pasivos	9,863	9,365	10,143	10,342	10,618
Interés minoritario	873	955	982	1,055	1,210
Patrimonio	7,839	9,250	9,343	9,090	8,985
Deuda Total/Patrimonio	96%	76%	80%	84%	88%
Deuda Total/EBITDA	4.7x	3.3x	3.8x	3.7x	3.2x
Deuda Neta/EBITDA	4.3x	3.0x	3.5x	3.4x	3.0x
ROE	1.1%	4.7%	0.9%	1.6%	3.5%
ROA	0.5%	2.2%	0.4%	0.7%	1.5%
ROCE	4.3%	7.6%	6.4%	6.4%	8.2%
ROIC	2.9%	5.0%	2.5%	3.6%	4.6%

En EEUU, tras las adquisición en Virginia Occidental, Cemargos cuenta con el ~6% de la participación de mercado de cemento del país y es uno de los jugadores más importantes en su área de operación.

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ingresos Operacionales	9,001	9,818	11,072	11,288	11,840
Costo de ventas	7,368	7,912	9,080	9,064	9,252
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>1,633</b>	<b>1,906</b>	<b>1,992</b>	<b>2,224</b>	<b>2,588</b>
Gastos adm. y comercial.	938	689	923	1,107	1,164
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>695</b>	<b>1,217</b>	<b>1,069</b>	<b>1,118</b>	<b>1,424</b>
UNAI	222	818	400	423	899
Impuesto a la renta	81	294	247	201	427
<b>Utilidad Neta</b>	<b>88</b>	<b>431</b>	<b>88</b>	<b>149</b>	<b>317</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,609</b>	<b>2,156</b>	<b>1,983</b>	<b>2,067</b>	<b>2,441</b>
Margen Bruto	18.1%	19.4%	18.0%	19.7%	21.9%
Margen Operacional	7.7%	12.4%	9.7%	9.9%	12.0%
Margen EBITDA	17.9%	22.0%	17.9%	18.3%	20.6%
Margen Neto	1.0%	4.4%	0.8%	1.3%	2.7%



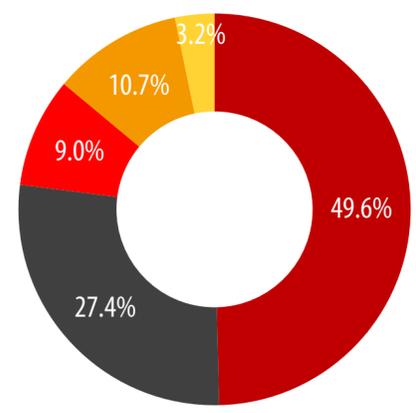
COMPARTIR





Resumen					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Acciones en circulación (mm)	1,361	1,380	1,380	1,380	1,380
Cap. Bursátil	8,410	8,430	4,691	4,691	4,691
Precio (COP/Acción)*	6,180	6,110	3,400	3,400	3,400
VL (COP/Acción)	5,760	6,705	6,772	6,588	6,512
UPA (COP/Acción)	65	313	64	108	230
EV	15,313	14,944	11,629	11,636	12,113
EV/EBITDA	9.5x	6.9x	5.9x	5.6x	5.0x
P/VL	1.1x	0.9x	0.5x	0.5x	0.5x
P/U	95.4x	19.5x	53.1x	31.5x	14.8x
Retorno por dividendos	4.1%	3.4%	8.3%	8.7%	9.1%
Dividendo por acción	251	208	281	295	310
Volumen cemento (miles ton)	14,673	17,061	16,303	16,384	16,851
Volumen concreto (miles de m3)	8,373	7,765	7,648	7,567	7,739

### Composición accionistas



■ Grupo Argos ■ AFPs ■ Extranjeros ■ Otros ■ Retail y locales

Fuente: Cementos Argos

COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
- 





## TESIS DE INVERSIÓN

**Listamiento en Nueva York.** Argos USA aporta el 55% del EBITDA consolidado y el 50% de utilidad antes de impuestos. La administración adelanta el proceso de listar estas operaciones en NY, buscando un adecuado reconocimiento del precio de la acción, lo que en teoría podría generar una referencia de valor que también se reflejaría en el mercado local.

Las compañías comparables de Cemargos en EE.UU. negocian a un EV/EBITDA 2023 de 9.4x, mientras que Argos lo hace a 5.8x. Si se le reconociera el mismo múltiplo que el de sus pares, la acción podría valorizarse cerca de un 60%, aunque también es importante mencionar que en los últimos 12 meses, la operación de EE.UU generó un margen EBITDA 870 pbs inferior al promedio de sus comparables. Además, al evaluar el múltiplo en la región (5.4x), la acción estaría transando a un nivel muy similar al de compañías de Latinoamérica.

Partiendo de supuestos de proporcionalidad de los aportes de EE.UU. al consolidado y reconociendo un menor costo del capital, estimamos que el valor justo del equity de Cemargos USA estaría cercano a ~USD 1,400 mm, equivalente a 8.3x su EBITDA. De momento, no contamos con información completa para hacer una estimación más precisa.

Un levantamiento de capital podría permitir reducir el apalancamiento o incluso contribuir al desarrollo y crecimiento de la compañía. En particular, dichos recursos podrían destinarse a la modernización de la infraestructura portuaria de la compañía para aprovechar su capacidad importadora.

Ante las condiciones de mercado actuales, parece difícil lograr un equity story atractivo en este sector y que la emisión se complete en 2022. A septiembre en EE.UU. se han adelantado 153 IPOs, un 15% del total realizado en 2021 y un 51% por debajo del promedio anual desde 2010.



COMPARTIR

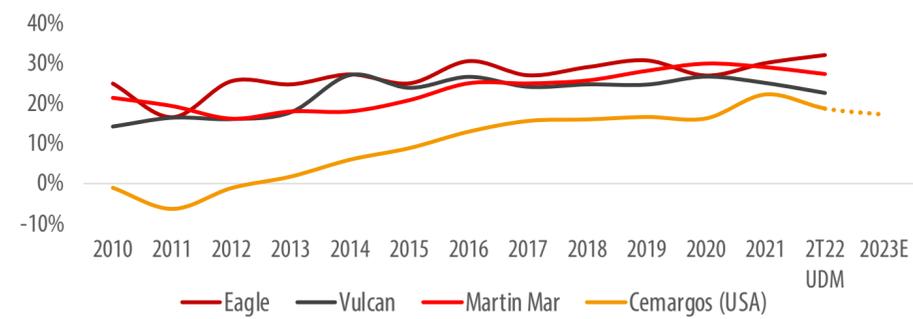




COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️

### Margen EBITDA Cemargos (USA) y competencia



Fuente: Capital IQ | Estimaciones: Davivienda Corredores

### Estimación preliminar del valor de Argos USA

Metodología	Valor del equity (USD mm)
Comps EV/EBITDA fwd @9.36x	1,615
Comps P/E fwd @16.2x	303
DCF @ WACC 9%	1,376
<b>Promedio</b>	<b>1,098</b>
<b>Market Cap actual Cementos Argos</b>	<b>USD 1,195 mm</b>
Estimaciones Davivienda Corredores	



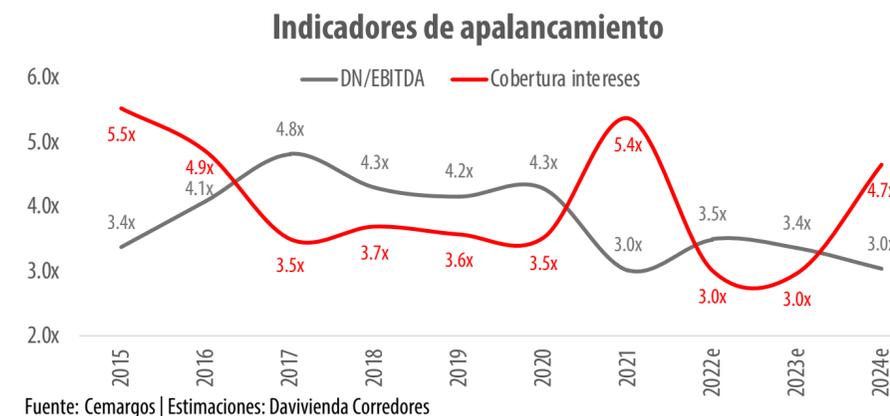


COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷

**El riesgo de apalancamiento se ha reducido.** Al cierre del segundo trimestre de 2022, la deuda financiera de Cementos Argos se redujo en cerca de COP 1 billón frente al stock promedio entre 2019 y 2021, lo cual fue logrado en parte gracias a desinversiones adelantadas de algunos activos de concreto en EE.UU. Considerando además el crecimiento en resultados operativos de regionales como EE.UU., la relación deuda neta / EBITDA se ubicó en 3.0x, nivel muy inferior al observado en años como 2019 y 2020, cuando se registraron indicadores de 4.3x. Además, destacamos el anuncio reciente del reperfilamiento de USD 750 mm de deuda, lo cual reduce los riesgos de refinanciamiento.

Esta disminución de la deuda le permite a la compañía afrontar con mayor flexibilidad el contexto actual de tasas de interés. Sin embargo, estimamos que el indicador de cobertura de intereses se mantendrá por debajo de 5x hasta mediados de 2024, considerando el incremento en gastos financieros vía tasa. Además, en 2023, estimamos que el 62% de la utilidad operativa será destinada al pago de intereses.





## RIESGOS

**Variables macro presionan al sector.** La naturaleza del sector de materiales es altamente procíclica, es decir que las fluctuaciones del ciclo económico suelen trasladarse con mayor sensibilidad al sector. En este sentido, considerando el riesgo de recesión, el ritmo de demanda podría verse limitado y así el apetito por el sector.

Factores como la desaceleración en vivienda, particularmente en EE.UU., generan incertidumbre para el sector, y para los mercados, donde las tasas de interés serán su principal determinante.

Por el lado de la inflación, la estructura de costos del sector tiene una alta dependencia en combustibles, aunque la compañía ha venido gestionando distintas alternativas de coberturas. En lo corrido de 2022 hasta septiembre, el precio del gas a nivel internacional subía ~120% y en carbón ~160%. A lo anterior se suman factores como la disponibilidad de carbón de menor calidad en Colombia, ante su mayor dinámica exportadora hacia Europa.

Estimamos crecimiento de volúmenes en 2023 de +0.5% en cemento y -1.1% en concreto. Algunas cifras que soportan esta expectativa incluyen: i) el crecimiento de demanda para los estados del sureste y de la zona central sur de EE.UU. que promediarían -2.5% anual, de acuerdo a la Portland Cement Association, siendo estas las principales zonas de influencia de Cemargos y, ii) el número de viviendas comercializadas en julio de 2022, el cual se redujo en un 31.7% frente a julio de 2021.

Sin embargo, dado que en EE.UU. el factor de utilización de las plantas es casi total y la capacidad importadora limitada, es posible que los precios puedan mantener una dinámica positiva y para Cemargos, su exceso de capacidad exportadora desde Colombia sería una oportunidad. Además, con el objetivo de reactivar la economía es posible que países como EE.UU. utilicen la infraestructura como mecanismo de recuperación, dado su efecto multiplicador.

COMPARTIR

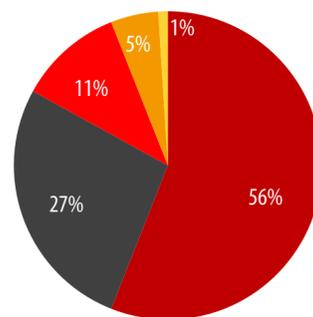
- 
- 
- 
- 
- 





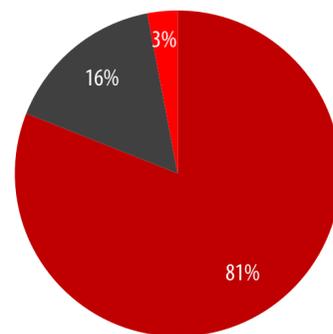
## MATRIZ DE COMBUSTIBLES

USA

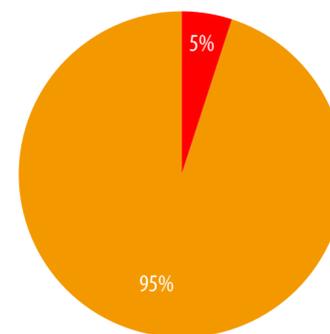


■ Carbón ■ Gas ■ Alternativos ■ PetCoke ■ Otros

Colombia



Centroamérica y El Caribe



Fuente: Cemargos



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



**Rentabilidad aún lejos de los niveles requeridos.** Al evaluar los indicadores de rentabilidad desde el frente operativo y financiero, la compañía continúa enfrentando grandes retos para lograr indicadores que muestren una relación riesgo/retorno atractiva.

El contexto actual exige un margen de maniobra lo suficientemente amplio para poder enfrentar los choques que representa una alta inflación a nivel operativo y financiero. Estimamos que por cada punto porcentual de margen bruto que la compañía pueda perder en 2023, la erosión en utilidad neta puede ser de alrededor de COP 100 mil mm, equivalente a cerca del 60% de la utilidad neta estimada para 2023.

Por el otro lado, si bien la compañía ha logrado un desapalancamiento importante, el impacto vía tasas es muy representativo, lo cual lleva a que su relación precio/utilidad esperada en 2023 sea de más de 30x, mientras que para sus comparables, este indicador en promedio es de 14x.

La política de distribución de dividendos de la compañía podría nuevamente retornar a niveles muy por encima de los deseables en el largo plazo. Un crecimiento en dividendos del 5% en 2023 (COP 295/acción) representaría un payout de más del 400% frente a las utilidades estimadas en 2022.

Finalmente, la principal razón de la disminución en nuestra estimación de valor justo de Cemargos responde principalmente a un contexto de mayores tasas de interés y primas de riesgo, lo cual está alejando las métricas de rentabilidad de su costo de capital (ROCE 2023: 6.4%).

**Una OPA por el control de Cemargos no luce muy probable.** Si bien recientemente algunas compañías que hacen parte del GEA han sido objeto de operaciones de mercado a través de OPAs, en el caso de Cemargos, el derecho de voto de Grupo Argos en la compañía es del 58.5%. Por lo anterior, la toma del control por parte de un tercero no luce muy probable.



COMPARTIR





# VALORACIÓN

Para estimar el valor de Cementos Argos utilizamos una metodología de flujo de caja descontado (70% del Precio Objetivo) y una valoración ponderada por los múltiplos EV/ EBITDA y P/U (30% del Precio Objetivo). Los parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 12.1%, beta apalancado de 1.7x, costo del equity (Ke) de 15.5% y crecimiento a perpetuidad (g) de 2.4%.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Valor Justo 2023FA de COP 5,500/acción. Sin embargo, dados los mayores riesgos relativos que enfrenta la compañía y el sector para lograr una relación de rentabilidad adecuada frente a otras alternativas del MSCI Colcap, hemos reducido nuestra recomendación a VENDER.

Valoración	Ponderación	2023
DCF	70%	5,917
Fwd - EV/EBITDA	15%	7,541
Fwd - P/E	15%	1,514
<b>Valor justo</b>		<b>5,500</b>
Precio de mercado		3,400
Potencial de valorización		61.8%
Dividendo proyectado		295
Dividend yield		8.7%
<b>Retorno total</b>		<b>70.4%</b>



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷