



Concreto

## Sin repunte a la vista

Valor Justo:

**COP 980**

Mantener

Potencial: **294%** | Riesgo: **Muy Alto** | Cierre: **249**

### INFORMACIÓN DEL TÍTULO

Capitalización bursátil (COP Bn)	<b>0.28</b>
Flujo anual 2023E (COP)	<b>20</b>
Retorno por dividendo	<b>8.0%</b>
%MSCI Colcap	<b>N.A.</b>
# acciones (mm)	<b>1,134.0</b>
P/VL actual	<b>0.2x</b>
P/U actual	<b>5.2x</b>

Pese a que han pasado varios meses desde la terminación anticipada del proceso de reorganización, el precio de la acción de Concreto continúa por debajo de su valor justo, donde la confianza de los inversionistas y los volúmenes de negociación se mantienen limitados.

Estimamos que, con base en los contratos ya firmados por cerca de COP 3 billones y su ciclo esperado de ejecución, las cifras de la compañía continúen mostrando un repunte relevante que podrá ir permitiendo una recuperación en la percepción sobre el título, aunque reconocemos que la alta inflación podría limitar temporalmente la expansión de márgenes de rentabilidad.

## ¿POR QUÉ MANTENER?

Si bien la compañía logró surtir de manera favorable su principal riesgo (reorganización) y actualmente su precio no refleja ni siquiera su participación en Pactia, la ausencia de catalizadores de corto plazo, sumado a factores como una expectativa de retorno por dividendo menor a la del MSCI Colcap, le restan atractivo.

### Autores

Rodrigo Sánchez  
Analista Senior Acciones  
wsanchez@corredores.com

Katherine Ortiz  
Analista Líder Acciones  
kortiz@corredores.com



COMPARTIR





## CONCRETO / FICHA TÉCNICA

**Descripción de la compañía:** Concreto es una de las compañías más importantes y de mayor trayectoria en el desarrollo y construcción de proyectos de edificación e infraestructura en Colombia; Concreto cuenta además con un portafolio de inversiones de largo plazo. Dentro de este segmento se encuentra el negocio inmobiliario que se desarrolla a través del Fondo de Capital

Balance General Consolidado					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Activos	2,825	3,127	3,396	3,749	3,514
Pasivos	1,279	1,515	1,733	2,027	1,716
Int. Minoritario	4	5	5	6	7
Patrimonio	1,543	1,607	1,658	1,716	1,792
Deuda Total/Patrimonio	44.2%	44.4%	46.3%	56.7%	42.9%
Deuda Total/EBITDA	6.7x	5.1x	4.5x	4.7x	4.2x
Deuda Neta/EBITDA	4.6x	3.6x	3.8x	3.7x	3.4x
ROE	1.5%	3.0%	4.4%	4.7%	5.6%
ROA	0.8%	1.5%	2.2%	2.1%	2.9%
ROCE	2.4%	3.0%	3.5%	4.1%	3.7%
ROIC	1.9%	2.5%	2.9%	3.3%	3.0%

Privado Pactia (segundo por activos a nivel nacional), la operación y mantenimiento de concesiones viales, e Industrial Concreto y Participaciones, que incorporan compañías relacionadas al sector de la construcción.

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Ingresos Operacionales</b>	575	754	1,137	1,393	1,123
Costo de ventas	492	666	1,031	1,264	1,019
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>82</b>	<b>88</b>	<b>106</b>	<b>129</b>	<b>104</b>
Gastos adm. y comercial.	27	14	15	16	-1
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>55</b>	<b>74</b>	<b>91</b>	<b>113</b>	<b>104</b>
Utilidad antes de impuestos	42	93	119	125	157
Impuesto a la renta	19	43	46	44	55
<b>Utilidad Neta</b>	<b>23</b>	<b>48</b>	<b>73</b>	<b>80</b>	<b>101</b>
<b>EBITDA</b>	<b>102</b>	<b>139</b>	<b>170</b>	<b>209</b>	<b>182</b>
Margen Bruto	14.3%	11.7%	9.4%	9.3%	9.3%
Margen Operacional	9.6%	9.8%	8.0%	8.1%	9.3%
Margen EBITDA	17.8%	18.4%	14.9%	15.0%	16.2%
Margen Neto	4.0%	6.4%	6.4%	5.8%	9.0%



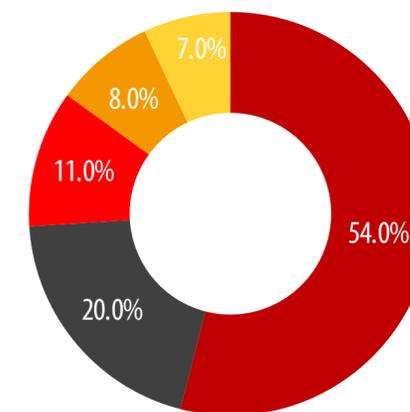
COMPARTIR

- Like
- Share
- Twitter
- Facebook
- WhatsApp



Resumen					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Acciones en circulación (mm)	1,134	1,134	1,134	1,134	1,134
Cap. Bursátil	498	329	282	282	282
Precio (COP/Acción)	439	290	249	249	249
VL (COP/Acción)	1,363	1,421	1,467	1,518	1,586
UPA (COP/Acción)	20	43	64	71	89
Total Deuda	683	714	768	972	769
Deuda Neta	466	499	641	774	616
EV	968	832	928	1,062	905
EV/EBITDA	9.4x	6.0x	5.5x	5.1x	5.0x
P/VL	0.3x	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x
P/U	21.5x	6.8x	3.9x	3.5x	2.8x
Retorno por dividendos	0.0%	0.0%	5.3%	8.0%	8.8%
Dividendo por acción	-	-	13.2	20.0	22.0

### Composición accionistas



- Socios fundadores
- Vinci
- Fondos de pensiones
- Fondos institucionales
- Personas naturales

Fuente: Concreto

COMPARTIR



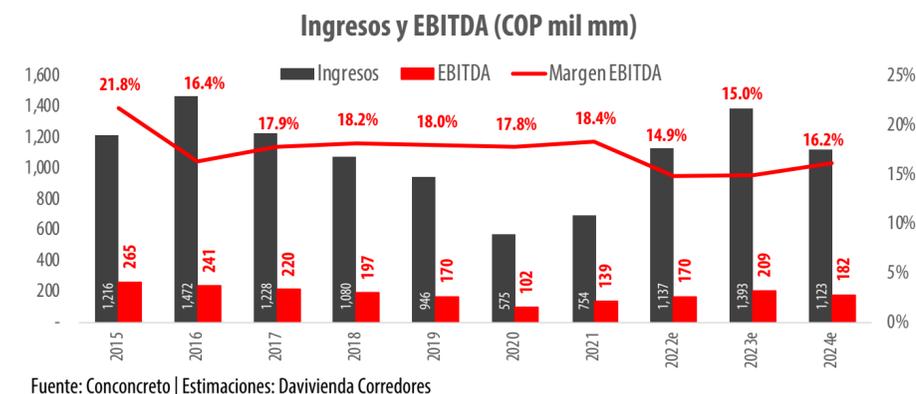


# TESIS DE INVERSIÓN

**Las cifras ya empiezan a ganar tracción.** Compañías como Concreto presentaron un freno importante a nivel de facturación en el periodo 2020-2021, producto no solo de la menor actividad por restricciones a la movilidad, sino también por el ciclo de contratación y ejecución de obras, que se encontraba en un punto entre la terminación de proyectos y el inicio de nuevas obras.

Para 2023, estimamos que Concreto logrará generar ingresos de casi COP 1.4 billones, cerca de un 110% superior al promedio de ingresos de 2020 y 2021. Dicha dinámica es el resultado de un mayor backlog de infraestructura y construcción, el cual actualmente equivale a cerca de 3 años de ventas, colchón suficiente para lograr una mayor estabilización de las cifras de la compañía.

El Backlog alcanza **COP 3 bn**



COMPARTIR

- Like
- Share
- Twitter
- Facebook
- Instagram



**Concentrado en ejecución y con mayor diversificación geográfica.** Concreto recientemente anunció la reducción del 60% al 25% de su participación como sponsor del proyecto que le fue adjudicado Doble Calzada Oriente (DCO), el cual tiene un valor de inversión cercano a COP 1 billón, y en el cual ingresaron socios como BlackRock y AC Capital. Este cambio reduce las necesidades de inversión con recursos propios de Concreto en el proyecto pero, a su vez, la compañía mantuvo su participación del 57% en el consorcio constructor, lo que le permitirá exponerse a la ejecución sin incurrir en las mismas necesidades de inversión.

Además, la compañía cuenta con cerca de una cuarta parte de sus proyectos por ejecutar por fuera de Colombia, principalmente en Estados Unidos, lo cual genera diversificación y oportunidades de crecimiento a futuro en mercados que atraviesan ciclos de construcción distintos al colombiano.

**Ni siquiera con un descuento en Pactia se justifica el precio:**

Dentro del análisis de valoración de Pactia, vehículo inmobiliario en el cual Concreto tiene una participación del 37.2%, al igual que en otros vehículos inmobiliarios hemos incorporado la valoración por múltiplos, lo cual resulta en un descuento justo del vehículo cercano al 20% frente a su valor proyectado para 2023. Esta es la principal razón de la reducción del Valor Objetivo frente a nuestra pasada actualización.

Estimamos que la participación de Concreto en Pactia a 2023 tiene un valor justo de COP 773 mil millones, lo cual representa el 40% del valor de la compañía. Como referencia, sin incorporar la valoración por múltiplos en Pactia, el valor justo de Concreto se incrementaría en COP 150/acción.



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



## RIESGOS

**Efectos secundarios de la reorganización, Hidroituango y Vía 40.** Si bien la compañía ha logrado solucionar temas de investigaciones (Vía 40 e Hidroituango) y de reorganización, el precio de la acción y sus volúmenes (promedio diario de COP 225 mm en 2022 hasta agosto) siguen evidenciando una baja confianza asociada a los impactos reputacionales. La Gran Encuesta de Activos Financieros Davivienda Corredores en varias de sus versiones ha evidenciado que, para los inversionistas institucionales, Concreto es uno de los emisores que, desde su perspectiva, cuenta con prácticas de gobierno corporativo menos robustas en el mercado local.

Algunos de los factores materiales que podrían contribuir al cambio de perspectivas de los inversionistas son la estabilización de ingresos por encima de COP 1 billón anual, la rentabilización de la operación por encima del costo del capital, el cierre financiero definitivo de Vía 40 y DCO y la demostración de la ausencia de culpa

del consorcio constructor en la emergencia en Ituango, donde todavía hay un tribunal de arbitramento internacional en curso.

Finalmente, consideramos que esfuerzos por parte de la compañía respecto a anuncios relevantes podrían ser clave, como por ejemplo el asociado a la terminación anticipada del proceso de reorganización el cual, pese a su gran importancia, apenas fue acompañado por un comunicado de 6 líneas en información relevante.

**Habría dividendos pero su retorno seguiría siendo moderado.** Tras la terminación anticipada del proceso de reorganización, la Asamblea aprobó la distribución de un dividendo para el 2022 por COP 13.2 / acción tras varios años sin dividendos. Para 2023, estimamos que la compañía podrá continuar haciendo distribuciones (COP 20 / acción), pero su retorno estaría por debajo del promedio del retorno distribuido por las compañías que componen el MSCI Colcap, por lo cual, este no es un factor que genere un importante atractivo relativo para esta acción.



COMPARTIR





# VALORACIÓN

Para estimar el valor de Concreto, utilizamos la metodología de suma de partes, que explicamos a continuación:

**Flujo de caja libre para el negocio de construcción, incluyendo vivienda:** flujo de caja libre descontado con un WACC de 16.1%, costo del equity (Ke) de 18.8% y un crecimiento a perpetuidad de 3%.

**Pactia:** flujo de caja operación ajustado, con una tasa de descuento de 10.8% y un *exit cap-rate* de 6.5%. En esta ocasión incorporamos valoración por múltiplos.

**Concesiones viales y otras inversiones:** Valoración de las concesiones viales Devimed y Vía 40 Express como un *Project finance* del flujo de caja del accionista. Por ahora, dada la etapa de pre-construcción de DCO, este proyecto no fue incluido en la

valoración. Otras inversiones fueron incluidas al valor en libros a cierre de junio de 2022.

Negocio	Valor (COP MM)	Valor por acción (COP)	Participación
Construcción	151,544	134	8%
Concesiones viales	820,374	723	43%
Pactia	772,874	681	41%
Otras inversiones	144,580	127	8%
<b>Total negocios</b>	<b>1,889,372</b>	<b>1,666</b>	<b>100%</b>
Deuda total	972,428	857	
Efectivo y equivalentes	198,454	175	
Interés minoritario	5,690	5	
<b>Total Concreto</b>	<b>1,109,709</b>	<b>980</b>	
# acciones (mm)	1,134		
<b>Precio Objetivo</b>	<b>980</b>		



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- f
- 💬