



Grupo Argos

## Regulación y desaceleración, los vientos en contra

Valor Justo:

**COP 13,400**

Mantener

Potencial: 33% | Riesgo: **Muy Alto** | Cierre: 10,100

### INFORMACIÓN DEL TÍTULO

Capitalización bursátil (COP Bn)	8.8
Dividendo anual 2023E (COP)	520
Retorno por dividendo	5.1%
%MSCI Colcap	5.8%
# Acciones (mm)	869
P/VL actual	0.5x
P/U actual	12.7x

Durante los últimos trimestres, Grupo Argos ha puesto en marcha diferentes estrategias, como asociaciones, plataformas de inversión y venta de activos, que han permitido reducir las presiones de apalancamiento de sus inversiones y han liberado recursos que podrán ser destinados a su crecimiento futuro.

Sin embargo, la menor expectativa de demanda de materiales y de alta inflación que limita la rentabilización de la operación cementera, al igual que la posibilidad de cambios regulatorios en tarifas de energía y de peajes, representan riesgos que podrían afectar el valor de algunas inversiones. Finalmente, a nivel del holding, el costo promedio del capital de sus inversiones continuaría superando la rentabilidad generada por el Grupo.

## ¿POR QUÉ MANTENER?

Si bien hoy el precio de la acción de Grupo Argos no reconoce su valor fundamental y el riesgo por apalancamiento se ha reducido, algunas de sus inversiones en cemento, energía y concesiones afrontan grandes retos, que le restan atractivo al activo frente a otras alternativas. A lo anterior se suma un dividendo con un retorno inferior al del grueso de compañías del MSCI Colcap.

### Autores

Rodrigo Sánchez  
Analista Senior Acciones  
wsanchez@corredores.com

Katherine Ortiz  
Analista Líder Acciones  
kortiz@corredores.com



COMPARTIR





## GRUPO ARGOS / FICHA TÉCNICA

**Descripción de la compañía:** Grupo Argos es una de las sociedades de inversión más grandes de Colombia con un portafolio de inversiones con cerca de COP 51 billones en activos consolidados. La compañía invierte principalmente en tres sectores: industrial a través de su participación del 49% en Cementos Argos, energético a

través del 53% en la participación en Celsia e Infraestructura, a través de su participación de 99.8% en Odinsa. Grupo Argos también tiene inversiones en servicios financieros y alimentos a través de su participación en Grupo Sura y el Grupo Nutresa.

Balance General Consolidado					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Total Activos	50,774	52,589	50,567	50,802	51,262
Total Pasivos	24,544	23,783	24,005	23,892	23,877
Patrimonio	16,648	18,456	17,018	17,241	17,545
Interés Minoritario	9,582	10,350	9,544	9,669	9,839
Deuda Total/Patrimonio	105%	93%	102%	100%	99%
Deuda Total/EBITDA	5.3x	4.0x	3.3x	3.4x	3.1x
Deuda Neta/EBITDA	4.5x	3.4x	2.8x	2.9x	2.6x
ROE	-0.6%	3.2%	4.7%	4.8%	5.5%
ROA	-0.2%	1.1%	1.6%	1.6%	1.9%
ROCE	3.7%	5.9%	7.2%	6.8%	7.7%

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ingresos Operacionales	14,020	16,309	19,693	18,767	19,816
Costo de ventas	10,654	11,848	14,279	13,319	13,801
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>3,366</b>	<b>4,461</b>	<b>5,414</b>	<b>5,448</b>	<b>6,015</b>
Gastos adm. y comercial.	1,730	1,843	2,256	2,546	2,692
Utilidad Operacional	1,636	2,617	3,158	2,902	3,323
Utilidad Neta	- 100	590	805	823	968
<b>EBITDA</b>	<b>3,337</b>	<b>4,336</b>	<b>5,248</b>	<b>5,054</b>	<b>5,648</b>
Margen Bruto	24.0%	27.4%	27.5%	29.0%	30.4%
Margen Operacional	11.7%	16.0%	16.0%	15.5%	16.8%
Margen EBITDA	23.8%	26.6%	26.6%	26.9%	28.5%
Margen Neto	-0.7%	3.6%	4.1%	4.4%	4.9%



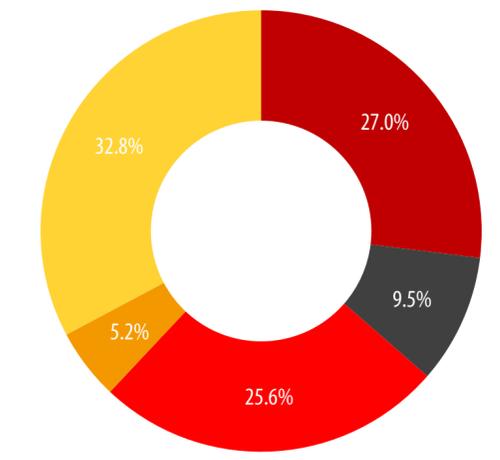
COMPARTIR

- Like
- Share
- Twitter
- Facebook
- WhatsApp



Resumen					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Acciones en circulación (mm)	857	869	869	869	869
Cap. Bursátil	11,915	11,781	8,782	8,782	8,782
Precio (COP/Acción)	13,900	13,550	10,100	10,100	10,100
VL (COP/Acción)	19,421	21,227	19,573	19,830	20,180
UPA (COP/Acción)	-117	678	926	947	1,114
Total Deuda	17,562	17,238	17,399	17,317	17,307
Deuda Neta	14,861	14,555	14,733	14,776	14,624
EV	36,358	36,687	33,058	33,226	33,245
EV/EBITDA	10.9x	8.5x	6.3x	6.6x	5.9x
P/VL	0.7x	0.6x	0.5x	0.5x	0.5x
P/U	N.A.	20.0x	10.9x	10.7x	9.1x
Retorno por dividendos	2.7%	2.8%	5.0%	5.1%	5.4%
Dividendo por acción	376	382	500	520	541

### Composición accionistas



■ Grupo Sura ■ Nutresa ■ AFPs y Cesantías ■ ETFs ■ Otros

Fuente: Grupo Argos

COMPARTIR





---

## TESIS DE INVERSIÓN

**Liberación de recursos podría permitir mayor crecimiento futuro.** En actualizaciones pasadas, una de nuestras preocupaciones sobre Argos era la baja disponibilidad de flujos, producto del apalancamiento de la compañía y sus subsidiarias, en particular Odinsa y Cemargos, sumado a su política de distribución de dividendos que no estaba alineada a sus utilidades.

En el caso de Odinsa, su alianza con Macquarie, las desinversiones en Costa Rica y el cash-out de Pacífico II, han llevado a que su deuda neta individual pasara de COP 1 billón al cierre de 2021 a COP 32 mil millones al 2T22, incluso considerando el dividendo ya pagado por COP 380 mil millones, donde además resaltamos la mejora en la calificación por parte de Fitch hasta AA(col). Lo anterior, en conjunto con la naturaleza de uso de apalancamiento para proyectos de infraestructura, implica que Odinsa cuenta con espacio suficiente para aprovechar oportunidades de inversión futuras.

Sin embargo, hoy luce complejo encontrar proyectos cuya rentabilidad supere el costo de capital. De todas maneras, y más en este contexto, es mejor tener un problema de exceso de liquidez a tener un apalancamiento excesivo. De hecho, Grupo Argos actualmente cuenta con papeles de renta fija por más de COP 300 mil mm, que le permiten generar un carry positivo.

Por otro lado, la administración espera adelantar proyectos que pueden liberar recursos adicionales como la constitución de una plataforma de activos aeroportuarios, similar a Odinsa Vías, o listar algunos activos en la NYSE, como Cementos Argos o una plataforma que agrupe a Celsia, Odinsa y Pactia.

En el caso de Cemargos, la reducción del apalancamiento también ha sido substancial frente a años anteriores.



COMPARTIR

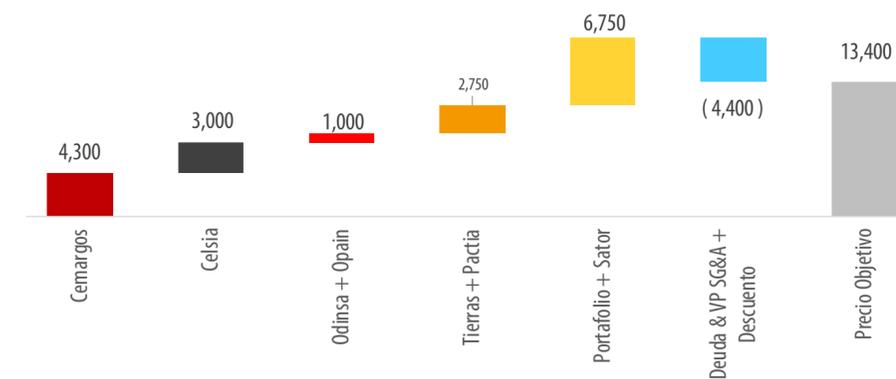
- 
- 
- 
- 
-



**La diversificación juega un rol fundamental.** Estimamos que ninguna de las inversiones de Grupo Argos representa más del 30% del valor de su portafolio y si bien el enfoque de la compañía ha sido infraestructura, otros negocios como el financiero (26%) y alimentos al consumidor (10%) permiten generar un efecto de diversificación relevante en el portafolio y así mitigar posibles choques a sectores específicos.

Nos encontramos en un contexto de desaceleración económica global, pero seguramente la velocidad de recuperación no será igual en todas las latitudes. Directa, o indirectamente, Grupo Argos tiene un portafolio con inversiones distribuidas geográficamente. Los ingresos del holding provienen en un 50% de Colombia, mientras que cerca del 20% de Estados Unidos y el porcentaje restante de otros 16 países.

Composición de valor (COP/acción)

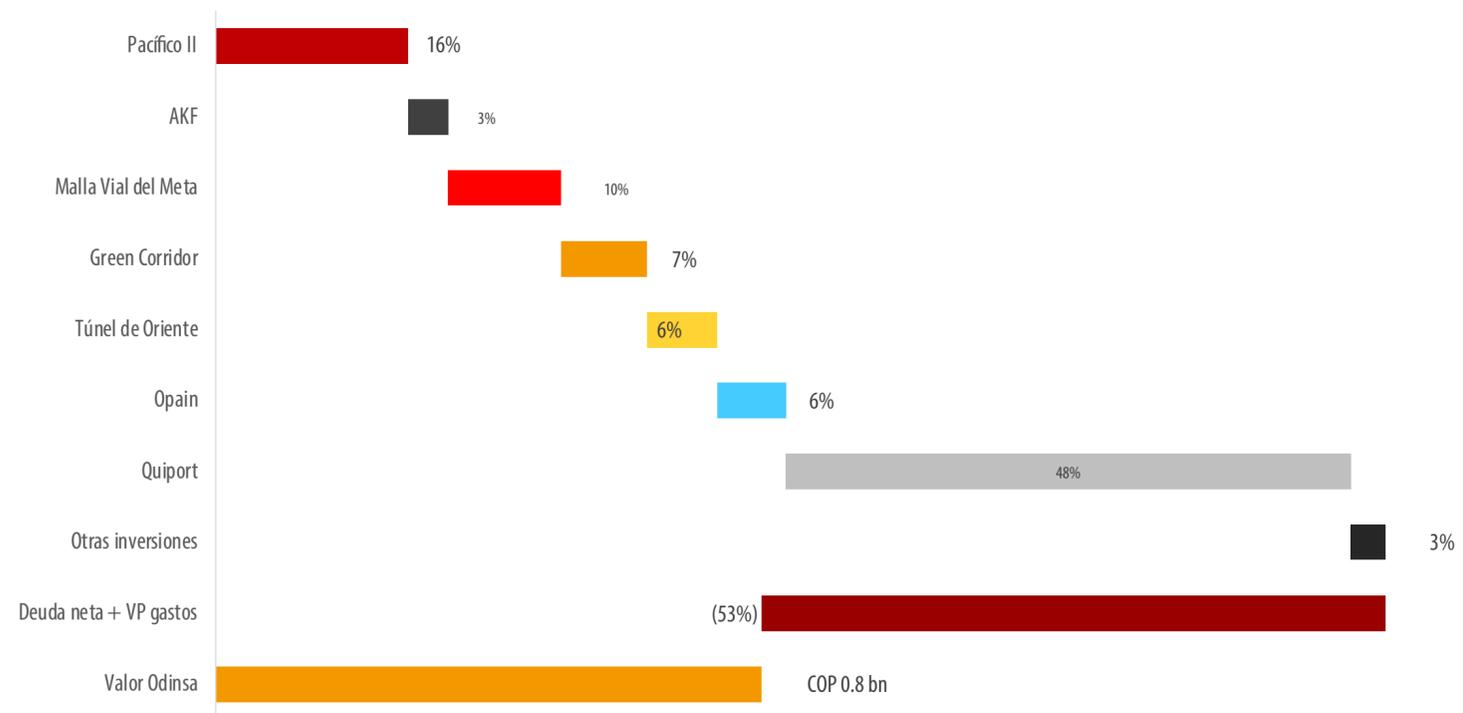


COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️



### Composición de de valor Odinsa



COMPARTIR

- 
- 
- 
- 
-



## RIESGOS

**Riesgos regulatorios en varias líneas de negocio.** Algunas de las propuestas del nuevo gobierno en Colombia podrían tener impactos transitorios o de largo plazo en los negocios de energía y carreteras. En particular, se han planteado posibles ajustes a las tarifas de energía, que podrían no solo impactar el negocio de distribución de Celsia, sino también al de generación, bien sea por menores ingresos o por mayores necesidad de capital de trabajo.

Por el lado de las carreteras, se habla de iniciativas, incluyendo un proyecto de ley que busca reducir las tarifas y el número de peajes en Colombia. Esto no solo podría impactar algunas concesiones en operación, sino también generar desincentivos a la inversión privada en infraestructura y mayores costos para los concesionarios y *sponsors*.

**Inflación presionaría la rentabilidad de algunos negocios.** Si bien el ajuste en precios del cemento y concreto ha sido relevante en todas las regionales de Cemargos, con alzas promedio de más de 10% anual, el alto precio de los combustibles, la dinámica de gastos de personal y el efecto de los mayores precios de venta sobre la demanda, resultarían en presiones a la rentabilidad de la compañía.

Además, proyectos como la Malla Vial del Meta, que apenas inició su construcción en 2022, podrían tener que incurrir en sobrecostos de insumos y mayores gastos financieros que podrían poner en riesgo la rentabilidad esperada de este proyecto, particularmente considerando que esta APP de iniciativa privada tiene un porcentaje de ejecución bajo y que no cuenta con garantía de tráfico.

Finalmente, estimamos que a nivel consolidado, el retorno sobre el capital empleado del Grupo para 2023 sea de 6.8%, por debajo del WACC promedio de sus inversiones en infraestructura.



COMPARTIR





**Cambios tributarios en tierras y desarrollo urbano.** El gobierno ha insistido en su propósito de mejorar las condiciones socioeconómicas de poblaciones vulnerables. Sin embargo, aún es incierto si el esquema actual de subsidios de vivienda se mantendrá, pero de modificarse podría alterar la dinámica de desarrollo y velocidad de desinversión de terrenos por parte de Grupo Argos.

En particular, aspectos críticos como la eliminación o modificación del beneficio de la devolución del IVA del (4%) para la Vivienda de Interés Social podrían generar afectaciones a la demanda de terrenos que hacen parte del plan de desarrollo de Argos en la costa Caribe.

Por otro lado, el gobierno ha mencionado que como parte de su política de incrementar el recaudo y dinamizar el sector agrícola, se buscará implementar la herramienta del catastro multipropósito, que podría resultar en cambios tributarios de algunos de los predios que hacen parte del banco de tierras de Grupo Argos, los cuales estimamos aportan cerca del 10% del valor del *holding*.

**La materialización del valor de Pactia luce retador.** El grueso de los vehículos inmobiliarios que hacen parte del mercado de valores colombiano está negociando con descuentos significativos, de hasta el 65%. Si bien Pactia no es un activo listado, sino un fondo de capital privado, una estrategia de salida al mercado de valores que le permita a sus accionistas capturar el valor patrimonial del portafolio de activos luce complejo en el contexto actual.

Considerando esta situación, para esta actualización hemos sumado la metodología de valoración por múltiplos para determinar el valor justo de Pactia. El resultado fue un descuento frente al valor proyectado de su valor neto para 2023 del 21%.

Sin embargo, la administración de Argos ha insistido que su intención es que Pactia, junto con otros activos como Odinsa y Celsia, hagan parte del portafolio de un Asset Manager listado en Nueva York, aunque en las condiciones actuales de los mercados financieros, un listamiento en el corto plazo luce retador.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗨️



# VALORACIÓN

**Para estimar el valor de Grupo Argos, utilizamos la metodología de suma de partes así:**

1. Utilizamos los Precios Objetivo de Cemargos y Celsia.
2. Utilizamos el precio de mercado promedio de los últimos 12 meses de Grupo Sura y Nutresa.
3. Valoramos Pactia mediante la metodología de Flujo de Caja de Operación Ajustado y de múltiplos de mercado.
4. Los activos del portafolio inmobiliario fueron incluidos a valor razonable a 2T22, con un descuento del 31.7% asociado a un costo adicional de iliquidez, planteado por Amihud y Mendelson.
5. Odinsa fue valorada mediante una metodología de Suma de Partes, incorporando cada una de las concesiones, valoradas por flujos de caja descontados. Además, se descontó el valor presente de los gastos del holding y su deuda neta.
6. Descuento de holding del 4.5%, asociado al diferencial entre el costo del capital ponderado de las inversiones y el retorno sobre el capital invertido proyectado a 2023.
7. En el ejercicio de valoración se incluye la deuda neta del Holding y el valor presente de los gastos administrativos descontados a un Ke del 10%.



COMPARTIR





SOTP	% Participación	Valor participación	Valor por acción	Peso en el portafolio
Infraestructura		7,259,883	8,350	46.8%
Cemargos	50%	3,766,385	4,332	24.3%
Celsia	53%	2,605,148	2,996	16.8%
Odinsa	100%	802,266	923	5.2%
Opain	30%	86,084	99	0.6%
Portafolio		8,243,823	9,482	53.2%
Grupo Sura	22%	4,103,708	4,720	26.5%
Nutresa	10%	1,581,983	1,820	10.2%
Situm (NDU)	100%	1,608,642	1,850	10.4%
Pactia	37%	771,835	888	5.0%
Sator	100%	177,655	204	1.1%
<b>Total negocios</b>		<b>15,503,707</b>	<b>17,831</b>	<b>100.0%</b>
Gastos administrativos		2,012,239	2,314	
Deuda Neta		1,264,021	1,454	
Equity Value (SOTP)		12,227,447	14,063	
Descuento holding		545,524	627	
# Acciones en mm	869			
<b>Precio Objetivo</b>	<b>13,400</b>			

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗨️

