

Cementos Argos

# Una combinación estratégica

Valor Justo:  
**COP 8,800**  
 Mantener

Potencial: 99.1% Riesgo: Alto Cierre: 4,220

## INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN

Capitalización bursátil (COP bn)	5.8
Dividendo anual 2024E (COP)	364
Retorno por dividendo:	8.64%
% MSCI COLCAP:	3.9%
# Acciones	1,380 mm
P/VL actual:	0.60x
P/U actual:	19.80x

Luego de la transacción con sus activos en EE.UU. será una compañía muy diferente, al eliminar uno de sus principales riesgos; el elevado endeudamiento. Esto le permitirá mejorar su generación de utilidades y mayores niveles de rentabilidad. Sumado a esto, la subvaloración en el mercado de capitales se hace aún más evidente pues su operación listada en EE.UU. supera la capitalización de mercado en Colombia.

No obstante, Colombia será su principal reto, ya que el panorama que se avizora para el sector de la construcción no es alentador. La caída en las ventas de vivienda y la escasez de proyectos de infraestructura hacen prever una importante disminución en los volúmenes de venta y el EBITDA de la operación local.

## > ¿POR QUÉ MANTENER?

Si bien el valor justo de Cemargos está por encima de su precio, en el corto plazo esperamos débiles resultados, impactados por el débil desempeño de Colombia y la menor tasa de cambio, lo que representa un importante reto dado que Summit Materials no reparte dividendos; por lo que la generación de caja dependerá del desempeño de Colombia y Centroamérica.

### Autor(a)

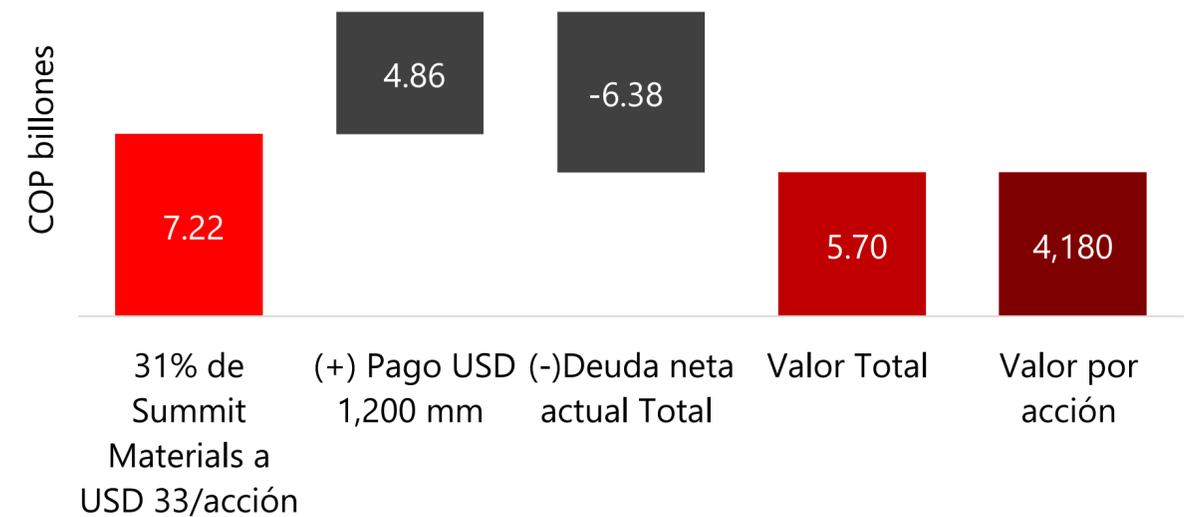
Katherine Ortiz  
 Líder Renta Variable  
 kortiz@corredores.com

# > TESIS DE INVERSIÓN

**Combinación de activos con Summit Materials, una transacción que libera valor.** En el primer trimestre de 2024 se perfeccionará el acuerdo de combinación de los activos de Cementos Argos en EE.UU con Summit Materials. Una transacción que pone en evidencia la subvaloración del activo en el mercado local.

Cementos Argos recibirá aproximadamente USD 1,200 millones en efectivo y 54.7 millones de acciones ordinarias de Summit Materials equivalentes al 31% de la participación en la compañía combinada. De hecho, si tomamos el valor de mercado del 31% de Summit (que corresponde a la participación post transacción de Cementos Argos), y le restáramos toda la deuda neta completa de la compañía a cierre de junio, y sumáramos el efectivo que se recibiría de la transacción, y no le asignáramos ningún valor (es decir un valor de cero) a la operación de Colombia y Centroamérica, el valor por acción correspondería a COP 4,180/acción, cerca al precio de mercado actual (COP 3,952/acción).

**Valoración proforma sin incorporar Colombia y Centroamérica**

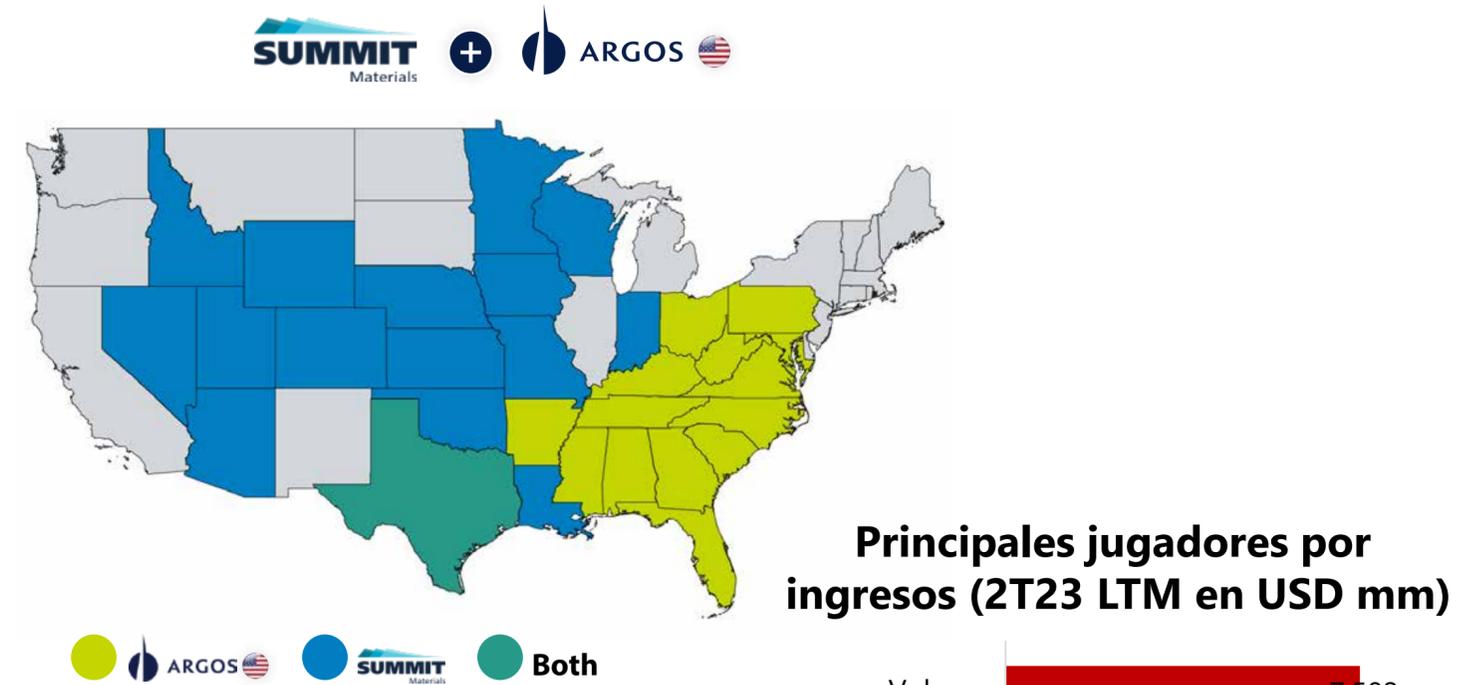


Fuente: Cálculos Davivienda

**Una combinación estratégica.** Una vez materializada la transacción con Summit Materials, se conformará una de las empresas de materiales de construcción más grandes de Estados Unidos. De la transacción sobresalen varios hitos:

1. Cementos Argos va a pasar de ser un operador muy importante en nueve estados, a ser el accionista más importante de una compañía que opera en 30 Estados.
2. La compañía combinada contará con 5,500 millones de toneladas cortas de reservas de agregados, equivalente a más de 90 años de reservas, 11.8 millones de toneladas de capacidad instalada de cemento, 224 plantas de concreto, 32 plantas de asfalto.
3. Va a ser el cuarto productor de cemento en Estados Unidos, y uno de los más importantes de agregados.
4. Será el tercer jugador más importante a nivel de ingresos.
5. La expansión del mercado y la red de terminales portuarias representan una importante oportunidad de exportación para las operaciones de Argos en Colombia y Centroamérica (Acuerdo de Suministro en Cartagena).

**Operación combinada Argos + Summit**

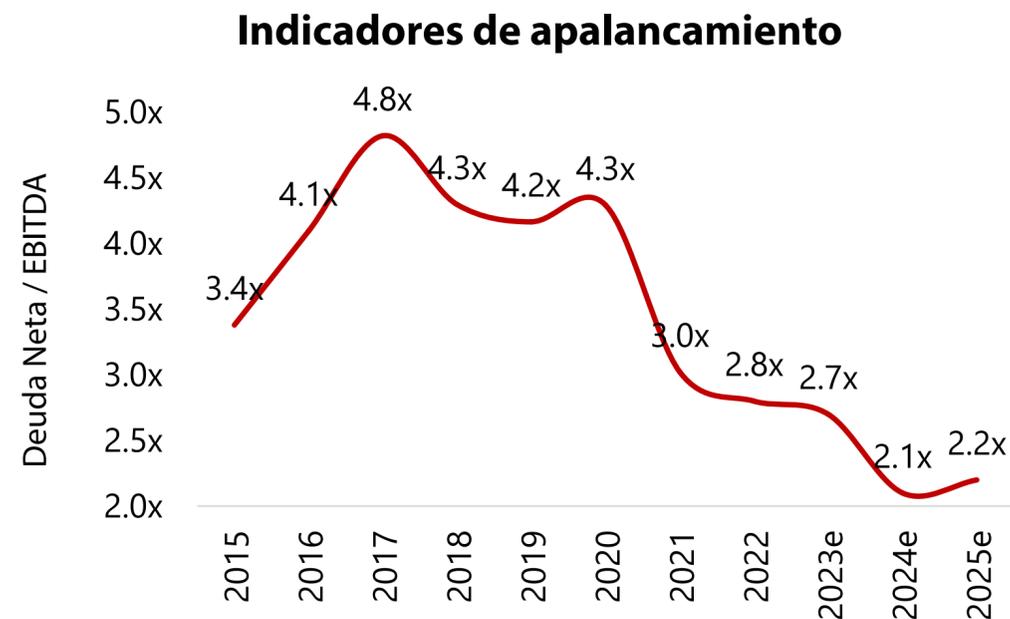


Fuente: Summit Materials

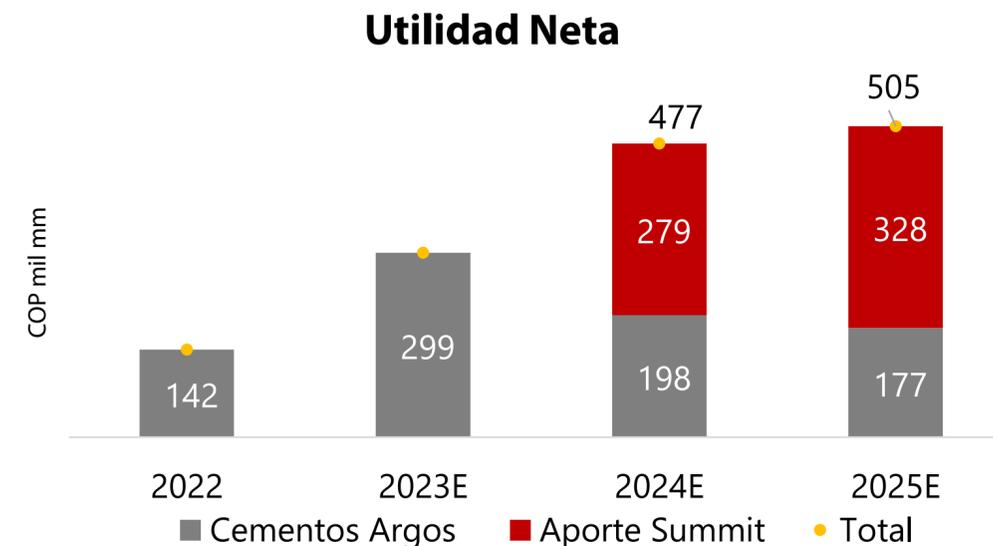
**Menor endeudamiento será la palanca para una mayor generación de utilidades y distribución de dividendos.**

Uno de los principales retos durante varios años para la compañía fue disminuir sus niveles de apalancamiento, que en el caso del indicador Deuda Neta/EBITDA, entre 2017 y 2020 promedió 4.4x. Ante este reto Cementos Argos ha venido implementando una serie de estrategias que incluyen planes de eficiencia, desinversiones y, la más reciente, la combinación de sus activos de EE.UU. con Summit Materials.

Con esta última transacción, Cementos Argos recibirá USD1,200 millones en efectivo que serán utilizados en su totalidad para desapalancar la compañía, con lo que la deuda total pasará de COP 7.6bn a cierre de 2023 a COP 2.9 bn a cierre de 2024; y el indicador deuda Neta/EBITDA de 2.9x a 2.1x en el mismo periodo. Este cambio representará un importante aumento en la generación de utilidades, y en el flujo de caja, permitiendo mayor flexibilidad financiera para seguir avanzando en la estrategia de generación de valor a los accionistas vía dividendos, recompras de acciones, entre otros.



Fuente: Cemargos | Estimaciones: Davivienda Corredores

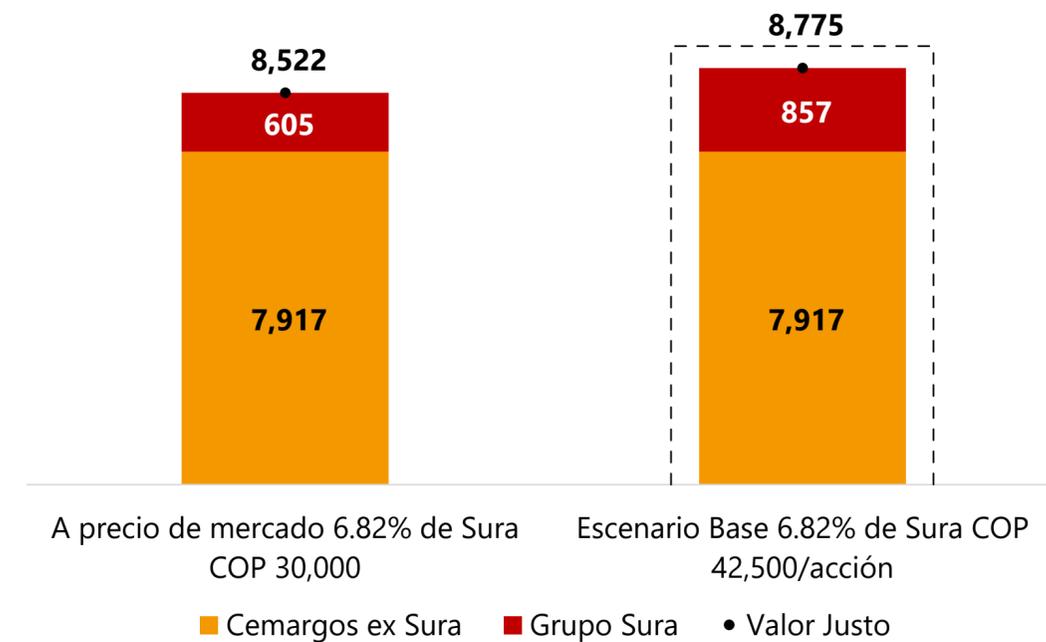


Fuente: Cálculos Davivienda Corredores

**Cambios en estructura del Grupo Empresarial Antioqueño y una eventual venta de Grupo Sura.** Actualmente avanza el acuerdo marco firmado entre Grupo Argos, Grupo Sura, el Grupo Gilinski e inversionistas árabes, el cual resultará en importantes cambios para la estructura societaria de este grupo de compañías. En el marco de la transacción, Cementos Argos pasaría de tener el 6.1% de las acciones ordinarias de Grupo Sura al 8%-10%. Esta posición valorada a precios de mercado equivale a COP 1.15 bn (COP 605/acción – 7% del valor de la compañía) y a nuestro ejercicio de Valor Justo para Grupo Sura a COP 1.18bn (COP 857/acción -9.7% del valor de Cemargos).

Post transacción, Grupo Argos ha hecho declaraciones públicas de que su objetivo no es controlar a Grupo Sura y que buscarán disminuir su participación y la de Cementos Argos en el activo, por lo que, no descartamos transacciones adicionales que impliquen nuevamente la materialización tangible del valor del portafolio de activos de la compañía ( ver detalle de enroque GEA en sección de Grupo Argos).

### Escenarios aporte al valor de Grupo Sura



Fuente: Cálculos Davivienda Corredores

# > R I E S G O S

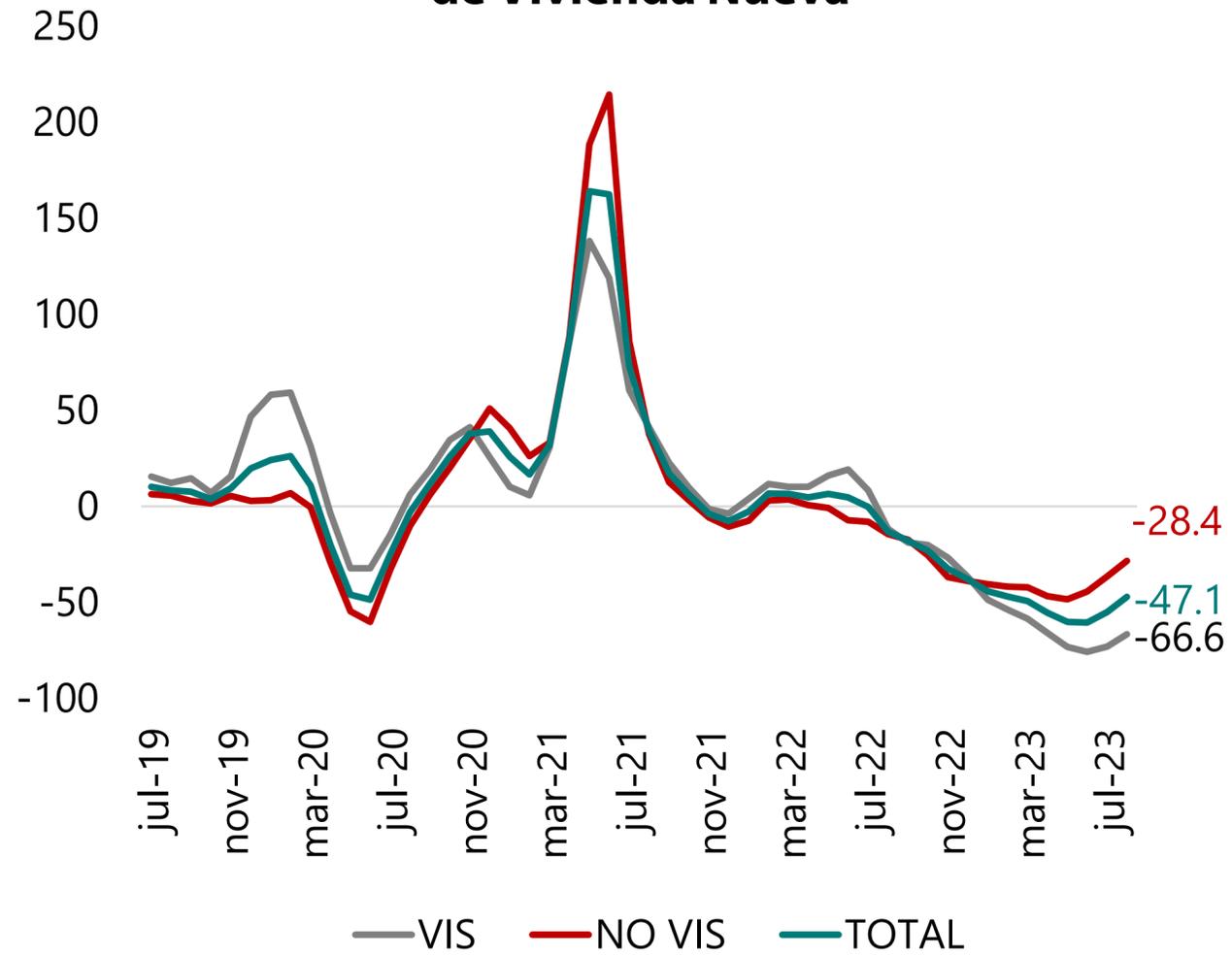
**Retos importantes para la demanda de cemento en Colombia.** La economía colombiana ya presenta señales importantes de desaceleración. En el caso del sector de la construcción, después de que este creciera 6.5% en 2022, para el 2023 estimamos una caída de -4.3% y para 2024 de -2.1%. Esta caída estaría explicada principalmente por el mal desempeño esperado para el sector de edificaciones que en 2024 presentaría una contracción de -4%.

Las altas tasas de interés, la escasez de proyectos de infraestructura de gran tamaño, y el impacto del cambio en las políticas para el otorgamiento de subsidios por parte del gobierno, son algunos de los principales factores que impactan la dinámica del sector de la construcción y que, al tomar como guía las ventas de vivienda de los últimos meses o la evolución de las licencias de construcción, hacia adelante el panorama no luce muy alentador. Es así como destacamos algunas estadísticas que soportan el escenario retador para las ventas de cemento de la compañía para lo que resta de 2023 y 2024:

- Las ventas netas de vivienda a cierre de agosto de 2023 caen 67% anual en VIS y -47% en No VIS.
- Los lanzamientos de nuevos proyectos de vivienda están cayendo 27% anual en No VIS y -55% en VIS a agosto de 2023
- El gasto con tarjetas de crédito con destino “remodelaciones” está cayendo 19.3 anual a julio de 2023.
- El área licenciada de vivienda cayó 71% anual en julio de 2023.

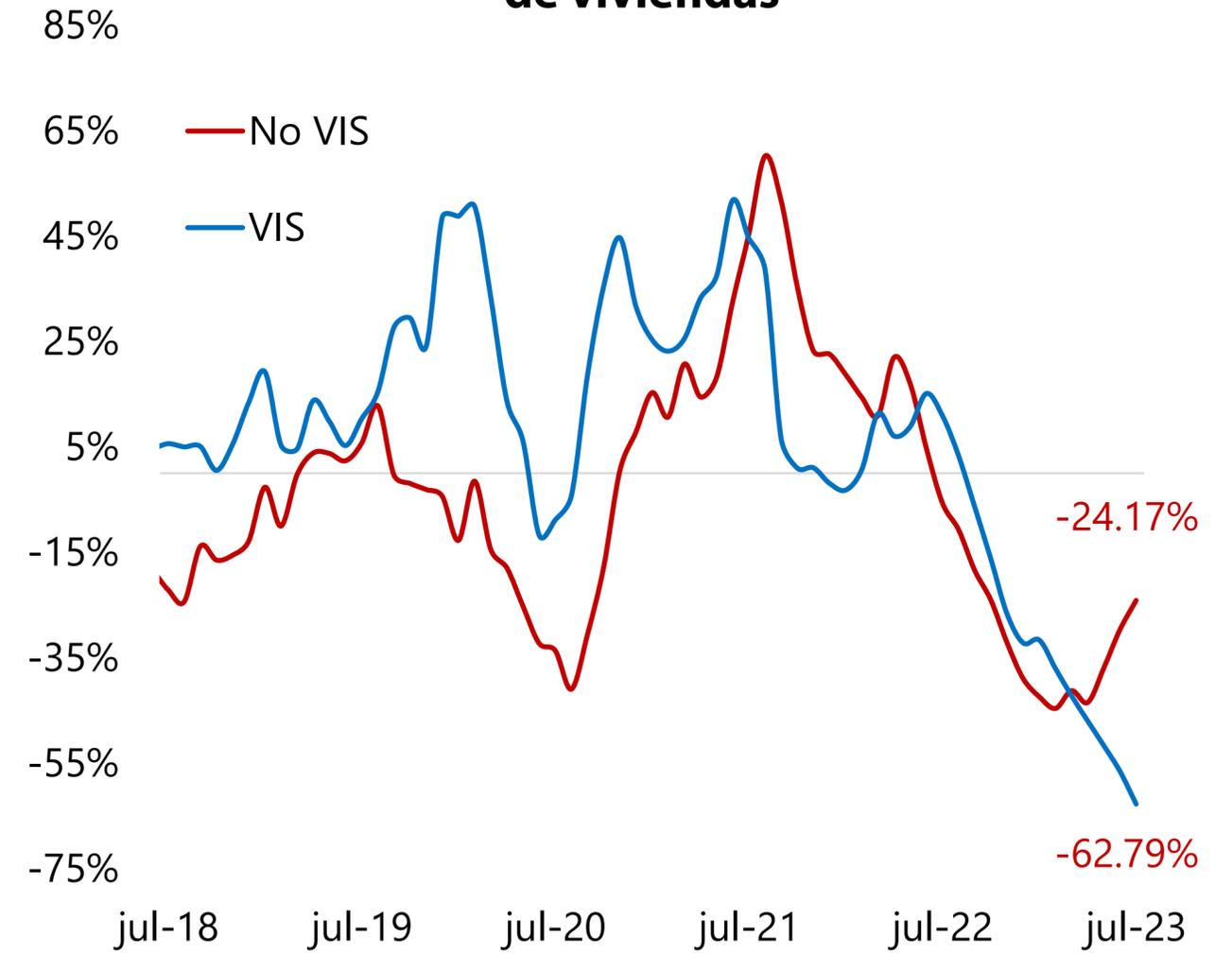
Sobre esta base, estimamos una caída en los volúmenes en Colombia de 9.6% anual en el segundo semestre de 2023 y de 10.5% en 2024. Con esto, el EBITDA de Colombia caería 4% en 2023 y 11% en 2024. Vale la pena destacar que Summit Materials no distribuye dividendos, por lo que para el flujo de caja y la distribución de dividendos cobra mucha relevancia el desempeño de la operación local.

**Indicador Real de Ventas (netas) de Vivienda Nueva**



Fuente: Dirección de Estudios Económicos del Grupo Bolívar

**Variación anual lanzamientos de viviendas\***



Fuente: Camacol

# > R I E S G O S

## **Menor crecimiento de EE.UU. no se puede perder de vista.**

Aunque la economía norteamericana ha mostrado fortaleza durante 2023 a pesar de los continuos aumentos en las tasas de interés, no se puede perder de vista que el riesgo de ocurrencia de una recesión sigue presente. En ese escenario, la dinámica de la demanda podría verse limitada significativamente y, así, el apetito por el sector de materiales de construcción cuya naturaleza es altamente cíclica, es decir, que las fluctuaciones del ciclo económico determinan en gran proporción la dinámica de este. Vale la pena destacar que los retos fiscales que presenta la economía de Estados Unidos y las presiones por recortes de gastos también pueden limitar el gasto público asociado al plan de infraestructura.

Asimismo, no se puede dejar de lado que los países de Centroamérica presentan una elevada dependencia en sus economías del desempeño de EE.UU; por lo que un menor

dinamismo de este país podría impactar el crecimiento económico de la región centroamericana y consecuentemente las operaciones de Cementos Argos.

## **Menor participación de inversionistas extranjeros en la compañía.**

Los bajos niveles de liquidez de las acciones en Colombia ha desencadenado ventas importantes por parte de los extranjeros en diferentes compañías del mercado local. Cementos Argos no ha sido la excepción y, en lo corrido del año, acumula ventas netas por COP 34 mil millones y los Fondos de Pensiones, han vendido COP 56.6 mil millones; esto influenciado por la salida de los índices FTSE y MSCI. Con esto, la participación de los extranjeros en la compañía que alcanzó el 6.79% en el 2018, ahora equivale a tan solo el 0.37%. Es posible que luego de la transacción el atractivo del activo se incremente, pero la baja exposición de los extranjeros seguirá siendo un limitante para la liquidez de la compañía.

## > 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. 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	2022	2023e	2024e	2025e
Ingresos Operacionales	9,001	9,818	11,684	12,947	7,142	5,809
Costo de ventas	7,368	7,912	9,627	10,298	5,592	4,593
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>1,633</b>	<b>1,906</b>	<b>2,057</b>	<b>2,649</b>	<b>1,549</b>	<b>1,216</b>
Gastos adm. y comercial.	938	689	881,237	1,250	799	663
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>695</b>	<b>1,217</b>	<b>1,176</b>	<b>1,399</b>	<b>750</b>	<b>552</b>
Metodo de participación ( SUMMIT	-	-	-	-	279	328
UNAI	222	818	580	518	652	662
Impuesto a la renta	81	294	366	146	120	107
<b>Utilidad Neta</b>	<b>88</b>	<b>431</b>	<b>142</b>	<b>299</b>	<b>477</b>	<b>505</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,609</b>	<b>2,156</b>	<b>2,138</b>	<b>2,387</b>	<b>1,250</b>	<b>1,062</b>
Margen Bruto	18.1%	19.4%	17.6%	20.5%	21.7%	20.9%
Margen Operacional	7.7%	12.4%	10.1%	10.8%	10.5%	9.5%
Margen EBITDA	17.9%	22.0%	18.3%	18.4%	17.5%	18.3%
Margen Neto	1.0%	4.4%	1.2%	2.3%	6.7%	8.7%

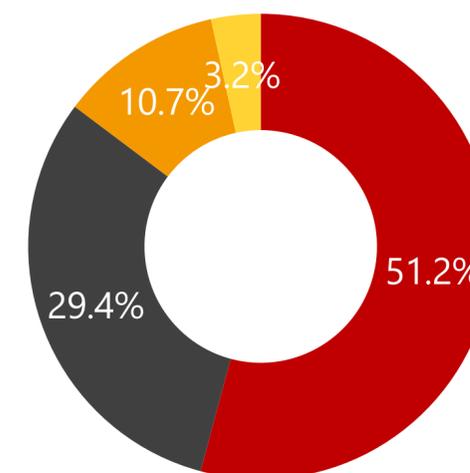
# > Cementos Argos

## Ficha técnica

Resumen					
COP mil mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Acciones en circulación (mm)	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380
Cap. Bursátil	8,430	4,691	5,822	5,822	5,822
Precio (COP/Acción)*	6,110	3,400	4,220	4,220	4,220
UPA (COP/Acción)	313	103	217	346	366
Deuda Neta	5,838	6,660	6,519	2,684	2,356
Deuda Neta/ EBITDA	2.7x	3.1x	2.7x	2.1x	2.2x
EV	14,944	12,401	13,224	9,389	9,061
EV/EBITDA	6.9x	5.8x	6.2x	3.9x	7.2x
P/U	19.5x	33.0x	19.5x	12.2x	11.5x
Retorno por dividendos	3.4%	8.3%	7.6%	8.6%	9.5%
Dividendo por acción	208	281	323	364	401
Volumen cemento (miles ton)	17,061	16,205	15,293	10,738	9,553
Volumen concreto (miles de m3)	7,765	7,534	7,241	3,636	2,646

\*Precio cierre del 22 de septiembre para 2023e, 2024e y 2025e

### Composición accionistas



■ Grupo Argos ■ AFPs ■ Otros ■ Retail y locales

Fuente: Cementos Argos

# > VALORACIÓN

La valoración de Cementos Argos se realizó por Suma de Partes así:

## Colombia + Centroamérica

Para estimar el valor de las operaciones de Colombia y Centroamérica 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 13.1%, beta apalancado de 1.4x, costo del equity (Ke) de 15.5% y crecimiento a perpetuidad (g) de 2.0%.

## Summit Materials

Realizamos una valoración ponderada por los múltiplos EV/ EBITDA 9.8x y P/U forward 2024 y 2025, para incorporar las cifras estimadas teniendo en cuenta la operación combinada de activos.

Summit Material (Operación Combinada)*					
USD mm	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Ingresos	2,409	2,412	2,485	4,016	4,570
EBITDA	493	481	562	923	1,058
Utilidad Neta	131	131	158	225	264

\* Se asume la combinación de activos a partir del 2T24

Finalmente, Grupo Sura fue incorporada teniendo en cuenta nuestro escenario base de la valoración.

## Descomposición del Valor Justo por acción

