

julio de 2023

**CasadeBolsa**  
la comisionista de bolsa de Grupo Aval



Estrategia Renta Variable  
**Navegando debajo  
de sus pares**

Brayan Andrey Alvarez Diaz  
Omar Javier Suarez Triviño



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA



# Múltiplos Cementos Argos

## Navegando debajo de sus pares

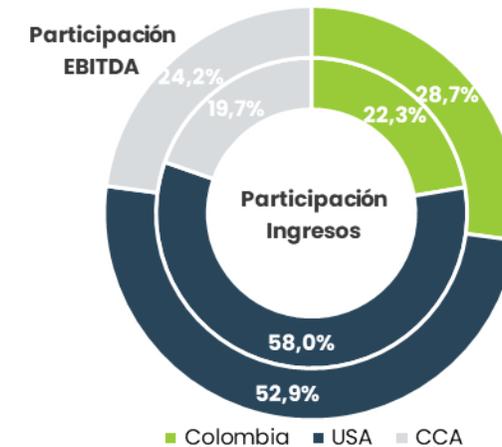
Realizamos un análisis de múltiplos para la acción de Cementos Argos, donde examinamos el comportamiento del Precio/Valor en Libros (PVL), EV/EBITDA, EV/Ventas, además de sus fundamentales actuales y esperados (Margen EBITDA). Se tuvo en cuenta el desempeño histórico de los múltiplos y su comparación frente a los pares de la industria, dado sus fundamentales. Por último, realizamos un ejercicio con el modelo de dividendos de Gordon de 1 etapa, el cual nos arroja un precio mínimo de cotización en la acción.

Dado lo anterior, observamos que la acción de Cementos Argos se encuentra cotizando a múltiplos históricamente bajos, alejado tanto de sus comparables en América Latina como de Estados Unidos. Aunque el Margen EBITDA de la cementera colombiana se ubica por debajo de los pares de la industria, argumentando en parte los menores múltiplos de transacción, la acción se encuentra en la zona de activos subvalorados cuando lo miramos con diferentes múltiplos.

Destacamos que la estabilización de las operaciones en Estados Unidos ha permitido un avance significativo en la eficiencia, mejorando el Margen EBITDA en esta regional, algo que se ha visto contrarrestado por retrocesos del margen en Colombia y Centro América, manteniendo estable el Margen EBITDA consolidado. Por último, resaltamos que la operación de Estados Unidos ha venido ganando cada vez más participación en las Ventas y EBITDA Consolidados de Cementos Argos, representando el 58% y 53% respectivamente, convirtiéndose de lejos en la regional más importante de la compañía. A pesar de la importancia del país norteamericano para Cementos Argos, los múltiplos de la acción cada vez se alejan más de sus comparables en Estados Unidos, lo cual constituye una de las principales razones por las cuales la compañía quiere realizar una emisión de acciones de su operación del norte en la bolsa de Nueva York.

### Participación de Ingresos y EBITDA por geografía L12M

Cifras en %



### Precio Cementos Argos

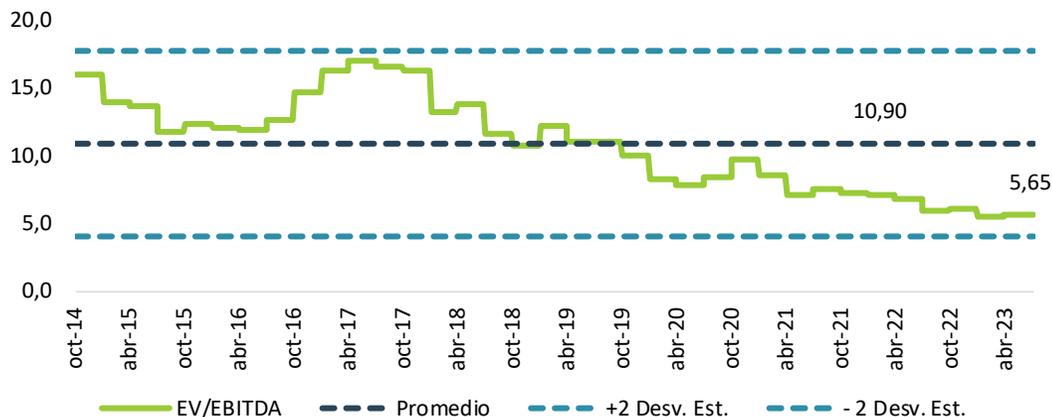
Cifras en COP



**Múltiplos de Cemargos en mínimos históricos:** Al analizar los múltiplos de valoración PVL, EV/EBITDA y EV/Ventas, y compararlos frente a su promedio de los últimos 10 años, se evidencia un retroceso significativo desde el 2018, dado, en parte, por la salida de Harbor International, quien era el 3er mayor accionista de la compañía a cierre del 2018, junto a la expansión de operaciones, principalmente en Estados Unidos, desde el 2012, que ocasionó un aumento relevante en el apalancamiento e indicadores como EBITDA/Gastos Financieros, se vieran deteriorados, ubicándose en 3,2x, siendo el mínimo de los últimos 10 años, mismo nivel que en el IT23, dado el fuerte incremento en el Costo de la Deuda. Luego vino la crisis del Covid-19, donde la acción se vio fuertemente impactada. Actualmente se está cotizando a un PVL 69% menor al promedio histórico de 1,46x, así como, un EV/Ventas y un EV/EBITDA siendo sólo el 42% y 54% de sus respectivas medias históricas. Si Cemargos cotizara a sus múltiplos promedio históricos, la acción debería transar a un precio de COP 12.646.

### EV/EBITDA Histórico

Cifras en número de veces



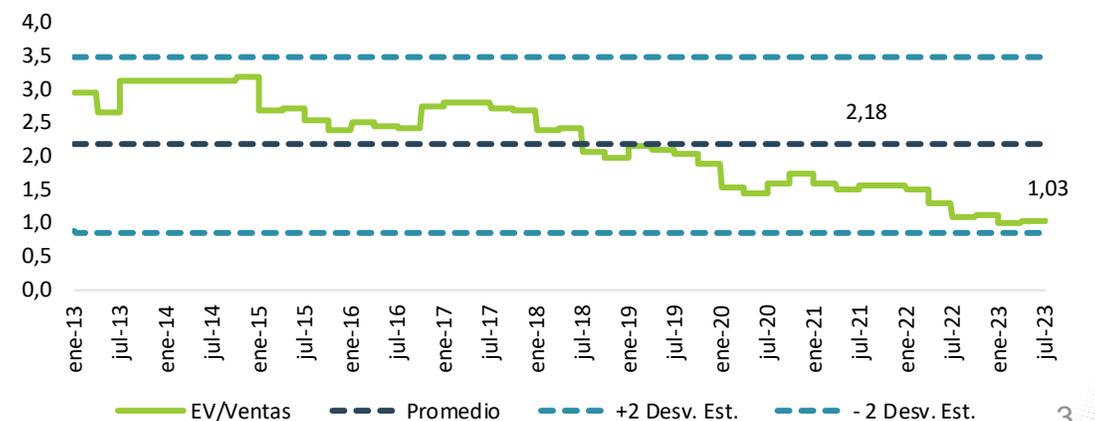
### PVL Histórico

Cifras en número de veces



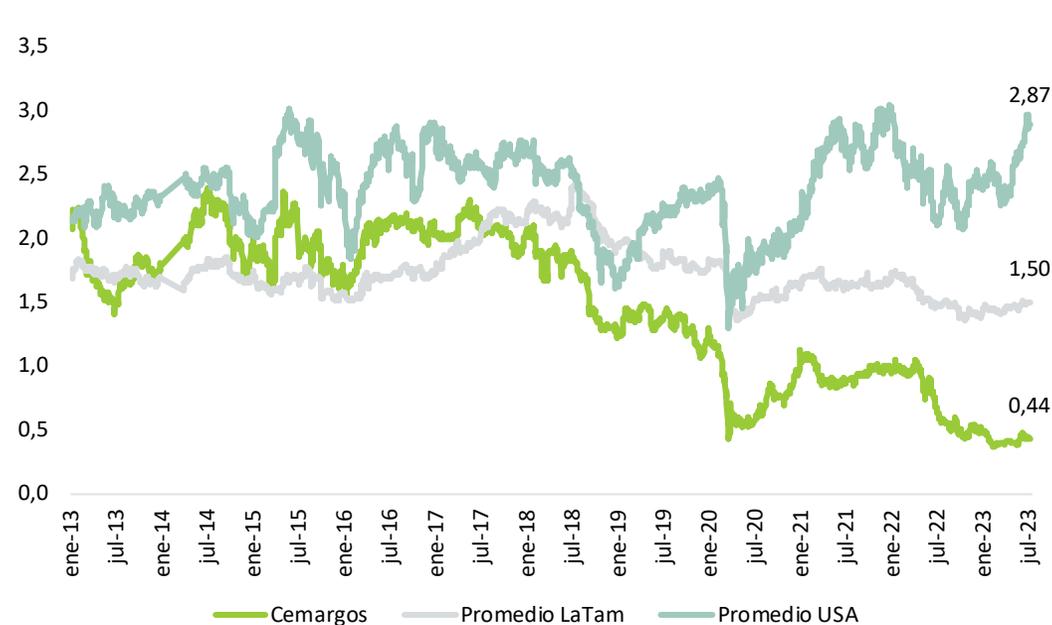
### EV/Ventas Histórico

Cifras en número de veces



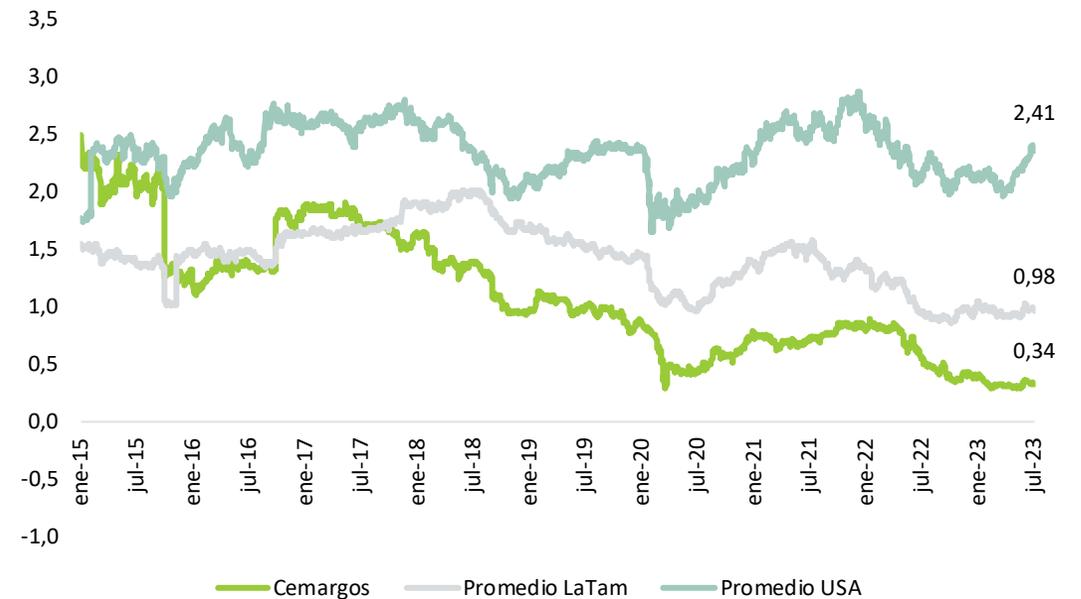
### Múltiplo Precio / Valor en Libros (PVL) Histórico vs. Comparables

Cifras en Número de veces



### Múltiplo Precio / Ventas (P/V) por acción vs. Comparables

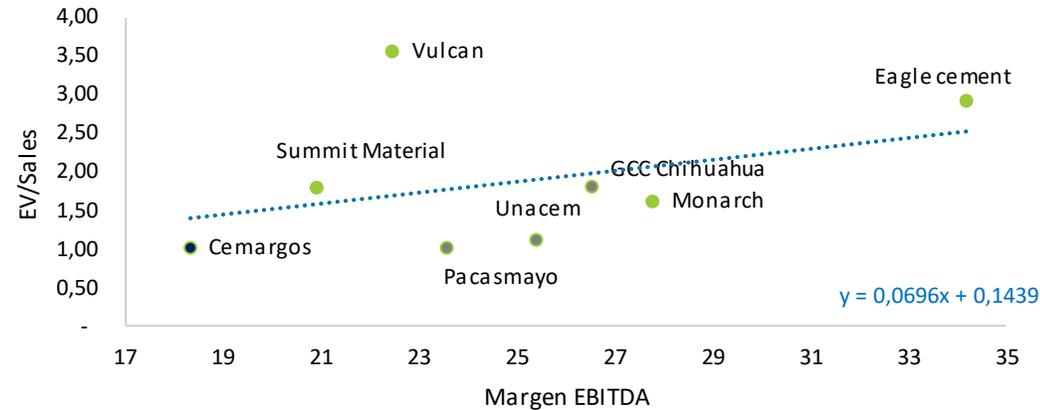
Cifras en Número de veces



**Múltiplos de Cemargos por debajo de sus comparables en América Latina y Estados Unidos:** Una vez iniciadas las operaciones de la compañía en Estados Unidos, se observa cómo la acción fue transando a múltiplos superiores al promedio de empresas de Latinoamérica y por debajo de las Norteamericanas, guardando relación con la diversificación geográfica de la empresa, donde una vez estabilizada la operación en dicho país, este ha participado con más del 50% del Ingreso Total (58,5% en el 1T23 y 56% promedio entre 2018-2022), algo similar a lo que ocurre con el EBITDA (52,7% 1T23 y 48,6% entre 2018 - 2022). Sin embargo, se ve reflejado un descuento significativo frente a la industria, no sólo respecto a las cementeras en Estados Unidos, sino también frente a las Latinoamericanas, llegando a cotizar a un múltiplo PVL 70% menor a estas, mientras que el Precio / Ventas por Acción cotiza al 35% de la muestra de Centro y Sur América. Tomando en consideración que Cemargos cotice a múltiplos cercanos al promedio de los comparables latinos, el Precio Estimado sería de COP 10.968, mientras que, si lo hiciera a múltiplos de US, este sería COP 23.839, ponderando estos Precio Estimados por la participación de Ingresos por geografía, el Precio Estimado sería COP 18.433.

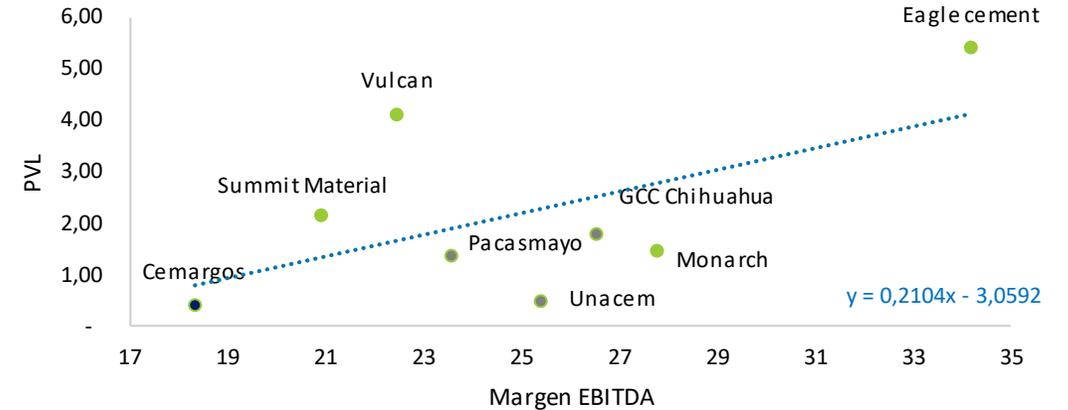
### Margen EBITDA vs. EV/Ventas

Cifras en % (Eje Y) y Número de veces (Eje X)



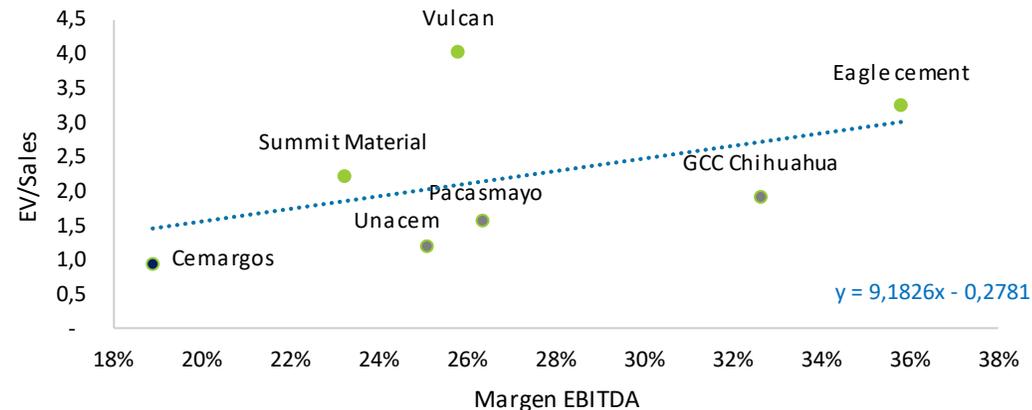
### Margen EBITDA vs. Precio / Valor en libros

Cifras en % (Eje Y) y Número de veces (Eje X)



### Margen EBITDA Forward vs. EV/Ventas

Cifras en % (Eje Y) y Número de veces (Eje X)



**Acción de Cemargos en zona de subvaloración:** Al momento de comparar los diferentes múltiplos de valoración frente a los fundamentales de las compañías de la muestra, se puede evidenciar que, a pesar de que Cementos Argos cuenta con un Margen EBITDA por debajo de los comparables, la acción está en la zona de activos subvalorados, pues sus múltiplos cotizan muy por debajo de los comparables de la industria.

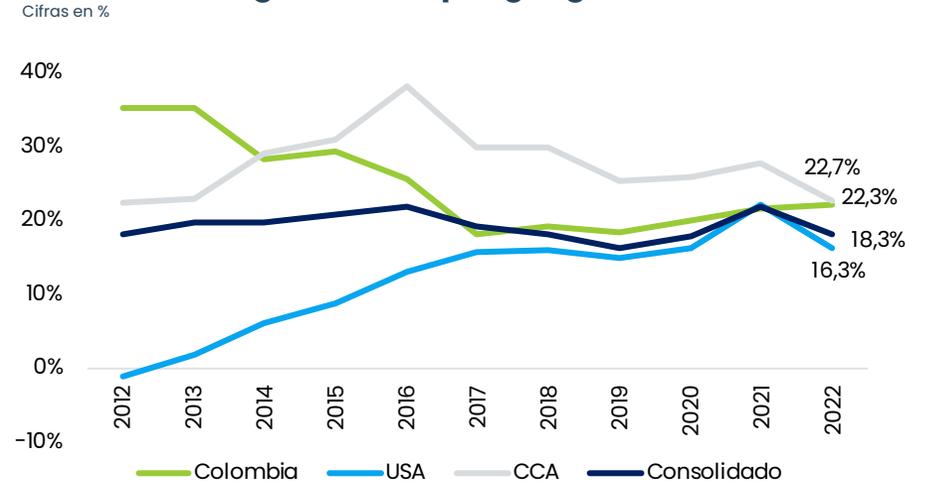
**Teniendo en cuenta el anterior ejercicio econométrico, si Cementos Argos cotizara a unos múltiplos en línea con sus fundamentales, la acción tendría un potencial de valorización importante, estimando un precio de COP 6.755. Al realizar el ejercicio con un EBITDA esperado 12 meses, se estimaría cercano a los COP 7.777, representando un potencial de rentabilidad de 110% y 141% respectivamente, teniendo en cuenta el dividendo pagado por la compañía.**

**Aumento en Margen EBITDA de Estados Unidos compensa reducción en Colombia y Centroamérica:**

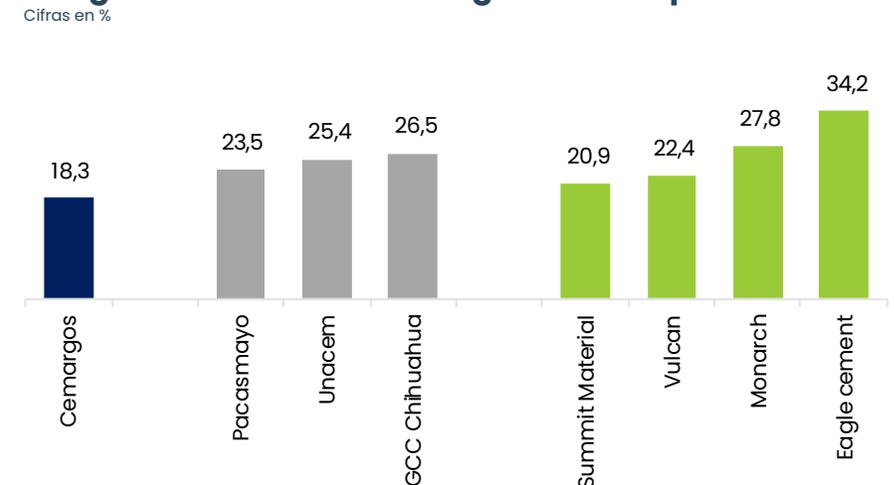
A través de los últimos 10 años se evidencia un Margen EBITDA Consolidado que oscila en un rango entre 16,5% (2017) y 21,8% (2021), relativamente estable frente a la volatilidad observada de dicho indicador en las diferentes regionales. Sin embargo, cuando se observa a nivel de las diferentes geografías, se evidencia un crecimiento importante del margen en la regional Estados Unidos, contrarrestada por retrocesos tanto en Colombia, como en Centra América y Caribe. Del mismo modo, comparándolo con el promedio de la industria Latinoamericana y Estadounidense, se denota un menor margen, no sólo en la actualidad, sino también históricamente, lo que justificaría, en parte, el comportamiento más débil de sus múltiplos.

**Múltiplos de transacciones superiores:** Por su parte, las transacciones del sector Cementero y de Materiales en América, se han realizado por múltiplos superiores a los que está cotizando actualmente Cemargos, con un PVL de 1,25x, EV/EBITDA de 10x y un EV/Ventas de 1,51x, vs. El PVL de 0,44x, EV/EBITDA igual a 5,65x y EV/Ventas de 1,03x de la cementera colombiana. Asumiendo que cotice a los múltiplos promedio de las transacciones del sector, el Precio Estimado para la acción de Cementos Argos se ubicaría alrededor de COP 9.936.

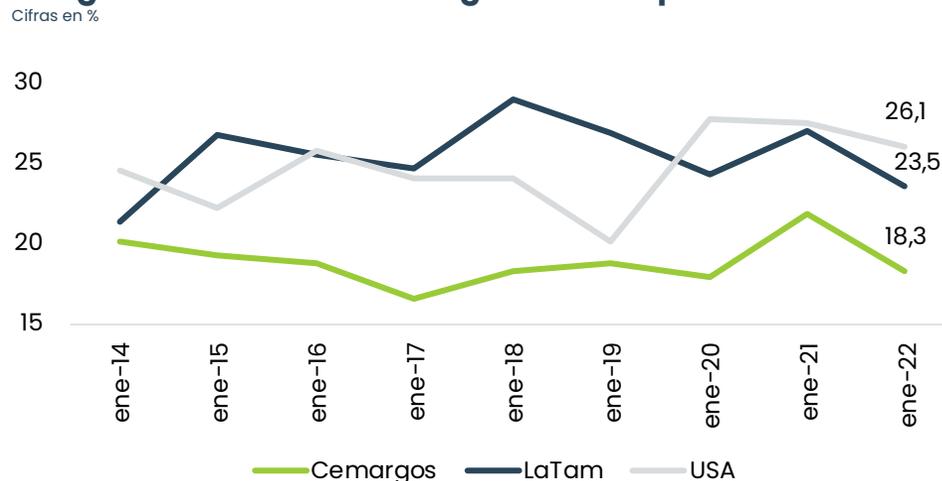
**Evolución Margen EBITDA por geografías**



**Margen EBITDA L12M Cemargos vs. Comparables**



**Margen EBITDA L12M Cemargos vs. Comparables histórico**



## Escenarios modelo de dividendos 1 etapa

Cifras en COP

		Ke											
		10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%	14,5%	15,0%	15,5%
G	4,0%	3.949	3.645	3.385	3.159	2.962	2.787	2.633	2.494	2.369	2.256	2.154	2.060
	4,5%	4.308	3.949	3.645	3.385	3.159	2.962	2.787	2.633	2.494	2.369	2.256	2.154
	5,0%	4.739	4.308	3.949	3.645	3.385	3.159	2.962	2.787	2.633	2.494	2.369	2.256
	5,5%	5.265	4.739	4.308	3.949	3.645	3.385	3.159	2.962	2.787	2.633	2.494	2.369
	6,0%	5.923	5.265	4.739	4.308	3.949	3.645	3.385	3.159	2.962	2.787	2.633	2.494
	6,5%	6.769	5.923	5.265	4.739	4.308	3.949	3.645	3.385	3.159	2.962	2.787	2.633
	7,0%	7.898	6.769	5.923	5.265	4.739	4.308	3.949	3.645	3.385	3.159	2.962	2.787
	7,5%	9.477	7.898	6.769	5.923	5.265	4.739	4.308	3.949	3.645	3.385	3.159	2.962
	8,0%	11.846	9.477	7.898	6.769	5.923	5.265	4.739	4.308	3.949	3.645	3.385	3.159
	8,5%	15.795	11.846	9.477	7.898	6.769	5.923	5.265	4.739	4.308	3.949	3.645	3.385
	9,0%	23.693	15.795	11.846	9.477	7.898	6.769	5.923	5.265	4.739	4.308	3.949	3.645
9,5%	47.386	23.693	15.795	11.846	9.477	7.898	6.769	5.923	5.265	4.739	4.308	3.949	

**Costo del Patrimonio (Ke) y crecimiento de dividendos implícito (g):** Finalmente, realizamos un ejercicio sencillo de un modelo de valoración por dividendos de una etapa, donde se hizo una evaluación de escenarios con diferentes Costos del Patrimonio (Ke) y Tasa de crecimiento perpetuo de los dividendos (G), en donde se encontró que, a precio de mercado, teniendo en cuenta nuestra estimación de Ke de largo plazo, de alrededor de 14,3%, siendo menor al actual dada la naturaleza de largo plazo del modelo, se estaría descontando un G implícito entre 6,5% y 7%, ubicándose en línea con nuestra estimación de 6,5%. Con lo anterior, se estimaría un precio mínimo por acción entre COP 2.962 y COP 3.385. Es importante recordar que este modelo arroja un precio piso de valoración, más no el precio justo para la acción, el cual debe ser superior a este rango mencionado.

# ¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



**Juan David Ballén**  
Director de Análisis y Estrategia  
[juan.ballen@casadebolsa.com.co](mailto:juan.ballen@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22622



**Juan Camilo Gutiérrez**  
Practicante  
[juan.gutierrez@casadebolsa.com.co](mailto:juan.gutierrez@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 23632



**Omar Suárez**  
Gerente Estrategia Renta Variable  
[omar.suarez@casadebolsa.com.co](mailto:omar.suarez@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22619



**Angie Katherine Rojas**  
Analista de Renta Variable  
[angie.rojas@casadebolsa.com.co](mailto:angie.rojas@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22703



**Brayan Andrey Álvarez**  
Analista de Renta Variable  
[brayan.alvarez@casadebolsa.com.co](mailto:brayan.alvarez@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22636



**Roberto Paniagua**  
Analista de Renta Variable  
[roberto.paniagua@casadebolsa.com.co](mailto:roberto.paniagua@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22703

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen. Tampoco representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa forma parte del Conglomerado Financiero Aval.

# Contáctenos

[analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co](mailto:analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co)

## Síguenos:

 @CasadeBolsaSCB

 CasadeBolsaGrupoAval

   Casa de Bolsa SCB Grupo Aval

 [www.casadebolsa.com.co](http://www.casadebolsa.com.co)

Accede a todos  
nuestros informes  
**escaneando** el  
siguiente código QR



### Bogotá

**t.** (601) 606 21 00

**f.** 755 03 53

**d.** Cra 13 No 26-45, Oficina  
502, Edificio  
Corficolombiana

### Medellín

**t.** (604) 604 25 70

**f.** 321 20 33

**d.** Cl 16 A sur No 43A-49,  
Piso 11, Edificio  
Corficolombiana

### Cali

**t.** (602) 898 06 00

**f.** 889 01 58

**d.** Cl 10 No 4-47, Piso 21  
Edificio Corficolombiana

### Bucaramanga

**t.** (602) 898 06 00

**f.** 889 01 58

**d.** Cl 10 No 4-47, Piso 21  
Edificio Corficolombiana

# ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. (“Corficolombiana”) y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa (“Casa de Bolsa”). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores. La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente. La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción. Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

## **CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA**

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

## **INFORMACIÓN DE INTERÉS**

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

**Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.**