

INICIO DE COBERTURA

Diversificación a prueba

Cementos Argos (BVC: CEMARGOS) es una compañía de materiales para el sector de la construcción que ofrece sus productos en Colombia, Estados Unidos (EEUU) y Centro América y el Caribe (CCA) dada su estrategia de diversificación geográfica, enfocada en economías con potencial de crecimiento a largo plazo. **Iniciamos la cobertura de Cementos Argos, con un precio objetivo de COP 8,909 para el cierre de 2019, resultado de un ejercicio de valoración fundamental. El potencial de valorización respecto al cierre del 31 de mayo es del 22.2% (23.3% en el caso de la acción preferencial) y la recomendación de SOBREPONDERAR**, recordando que el precio de mercado puede mantenerse alejado de nuestra estimación de valor fundamental.

› CONTEXTO (PAG. 7)

Cementos Argos lleva varios años ejecutando su plan de diversificación geográfica, que en parte responde a los retos que afronta la industria cementera en una economía globalizada. La consolidación de conglomerados regionales ha sido la práctica común de los jugadores más relevantes del sector.

› MERCADO (PAG. 11)

La cementera tiene la posición número 1 o 2 en la producción de cemento y concreto en CCA y Colombia. En EE. UU es el segundo mayor productor de concreto y el cuarto de cemento.

› INDUCTORES DE VALOR (PAG. 24)

Dada la elevada importancia que ha tenido el componente inorgánico en la expansión de Cementos Argos, resaltamos el efecto estabilizador que sobre los resultados ha tenido la distribución regional de sus operaciones, junto a su amplia disponibilidad de Clinker y su plan de ahorro.

› RIESGOS (PAG. 37)

El incumplimiento de los supuestos de crecimiento en infraestructura y vivienda para Colombia, CCA y EEUU, se destaca como uno de los factores de riesgo más relevantes, además de sobreestimar el impacto de programas gubernamentales sobre la demanda de cemento y concreto.

› VALORACIÓN (PAG. 43)

Se utilizaron diferentes escenarios y métodos de valoración, explicados en el capítulo correspondiente. El precio objetivo resulta de la metodología de Flujo de Caja Libre Descontado al Costo Promedio Ponderado del Capital.

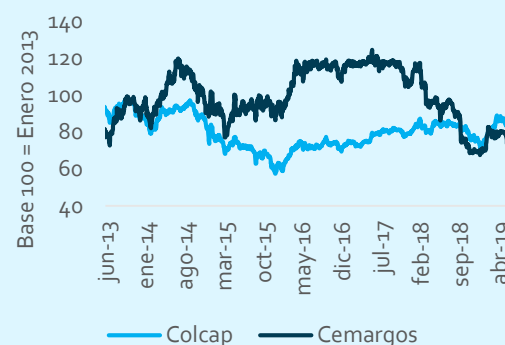
Cementos Argos

PO: COP 8,909

TICKER
CEMARGOSRECOMENDACIÓN
SobreponderarSECTOR
ConstrucciónINDUSTRIA
Cemento

Precio de cierre	7,290
Potencial de valorización	22.2%
Máximo de 52 semanas	9,850
Mínimo de 52 semanas	6,800
Retorno 12-meses	-22.5%
Retorno YTD	+6.0%
Capitalización bursátil (BII COP)	9.6
Flotante	36%
Vol. promedio Diario 6M (mm COP)	9,169

COMPORTAMIENTO ACCIONARIO (ORD.).



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

Roberto Carlos Paniagua Cardona

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

roberto.paniagua@corficolombiana.com

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Estados de Pérdidas y Ganancias

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Ingresos	8,533	8,418	9,330	9,629	10,178	10,657
Var %	0.2%	-1.4%	10.8%	3.2%	5.7%	4.7%
Utilidad Bruta	1,563	1,565	1,854	1,959	2,142	2,296
Var %	-18.7%	0.2%	18.4%	5.7%	9.4%	7.2%
Gastos Financieros	406	415	417	410	395	397
Utilidad antes de Impuestos	292	414	606	634	817	945
Var %	-56.5%	42.2%	46.3%	4.7%	28.7%	15.7%
Impuesto	213	123	128	132	168	191
%	73%	30%	21%	21%	21%	20%
Utilidad Neta Controladora	-11	179	358	376	485	563
Var %	0.0%	0.0%	100.2%	5.0%	29.2%	16.1%
EBITDA	1,424	1,537	1,749	1,822	1,970	2,093
Margen EBITDA	16.7%	18.3%	18.7%	18.9%	19.4%	19.6%
Margen Operacional	8.1%	9.8%	10.9%	11.0%	12.0%	12.7%
Margen Neto Controladora	-0.1%	2.1%	3.8%	3.9%	4.8%	5.3%

Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana. COP Miles MM

Múltiplo e Indicadores

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
EV / EBITDA	15.7 x	10.4 x	10.1 x	9.5 x	8.6 x	7.9 x
P/E	199.9 x	32.5 x	25.3 x	24.1 x	18.7 x	16.1 x
P/VL	2.6 x	1.5 x	2.0 x	1.9x	1.8x	1.7 x
ROE	0.9%	3.2%	5.4%	5.5%	6.9%	7.7%
ROA	0.4%	1.5%	2.6%	2.6%	3.3%	3.8%
Dividend Yield	3.4%	3.3%	2.7%			
FCF / EBITDA	22.1%	81.3%	63.8%	55.7%	55.5%	55.9%
Deuda Neta/ EBITDA	4.8 x	4.3 x	3.2 x	2.9 x	2.5 x	2.2 x
Deuda Bruta / FCF	23.4	5.8	6.5	7.2	6.7	6.3
Deuda/Patrimonio	84%	80%	81%	80%	78%	75%

Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana

Balance General

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Efectivo y Equivalentes	524	641	1,601	2,010	2,415	2,816
Activo Corriente	3,061	2,888	3,821	4,326	4,916	5,465
PP&E Neto	11,106	11,438	11,238	11,068	10,940	10,847
Activo No Corriente	15,734	15,982	14,842	14,705	14,606	14,542
Total Activo	18,795	18,870	18,663	19,031	19,523	20,007
Deuda Corto Plazo	1,965	1,274	1,062	1,080	1,099	1,119
Proveedores	1,080	1,177	1,288	1,326	1,396	1,459
Pasivo Corriente	3,675	3,092	2,703	2,820	2,981	3,058
Deuda Largo Plazo	5,413	5,952	6,206	6,221	6,236	6,249
Pasivo No Corriente	6,329	6,783	7,040	7,076	7,095	7,125
Total Pasivo	10,005	9,874	9,743	9,896	10,076	10,183
Utilidad Neta Controladora	(11)	179	358	376	485	563
Part. Controladora	8,045	8,165	7,969	8,057	8,205	8,392
Part. No Controladora	745	831	951	1,078	1,242	1,432
Total Patrimonio	8,790	8,996	8,920	9,135	9,447	9,824

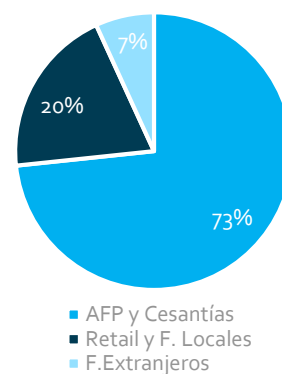
Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana. COP Miles MM

Alta Gerencia y Junta Directiva

Integrante	Cargo
Juan Esteban Calle	CEO
Carlos Horacio Yusty	VP. Financiero
Jorge M. Velásquez	Miembro JD
Camilo Abello	Miembro JD
Alejandro Piedrahíta	Miembro JD
Carlos G. Arrieta	Miembro JD
León Teicher	Miembro JD
Cecilia Rodríguez	Miembro JD
Esteban Piedrahíta	Miembro JD
Manuela Ramirez	Rel. Inversionista

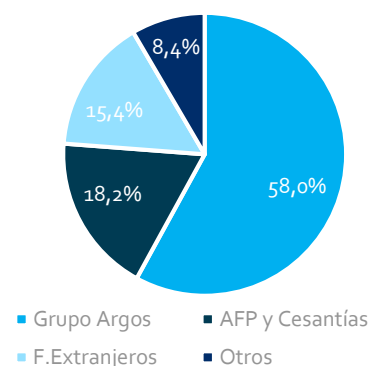
Fuente: Cementos Argos.

Gráfica 1. Composición Accionaria. Acción Preferencial



Fuente: Cementos Argos.

Gráfica 2. Composición Accionaria. Acción Ordinaria



Fuente: Cementos Argos.

Cementos Argos: Diversificación a prueba

El cemento es fácil de almacenar y transportar, por lo que en teoría se podría competir en cualquier mercado con la producción de un centro de bajo costo. Sin embargo, los márgenes del negocio, los costos del transporte y el esquema tarifario de cada país, hacen que para acceder al mercado de un país en particular—e inclusive de una región—, lo más conveniente sea producir localmente. En el caso del concreto—que utiliza cemento en su elaboración—, en algunos casos la producción se realiza al lado de la obra, justo antes de su utilización.

En línea con lo anterior, en cada uno de los países en donde Cementos Argos tiene operaciones (Colombia, EEUU, Panamá, Honduras, República Dominicana, Puerto Rico, Haití, Curazao, Surinam, Guyana Francesa, Santo Tomás, San Martín, Antigua, Dominica), a la producción local de cemento a menor escala, se le suma la producción de agentes globales como Cementos Argos (Cemargos), así como la oferta de cemento importado.

El efecto de la diversificación regional de Cemargos es más evidente en los momentos en los que el dólar se fortalece o debilita considerablemente frente al peso colombiano, toda vez que CCA se puede asumir como dolarizado¹. Por otro lado, hay fenómenos como el exceso de inventario turco, que han afectado a los mercados de cemento de CCA y Colombia al tiempo. Finalmente, en cuanto a la dinámica de la construcción, el comportamiento de CCA y Colombia no están en fase, como tampoco lo están con lo que pasa en EEUU a nivel de la construcción.

Los resultados financieros de Cemargos en pesos reflejan el hecho de que se trata de una empresa diversificada regionalmente, donde cada región responde a variables propias, con una probabilidad baja de que estas regiones muestren sincronía en la dinámica de la construcción (Ver sección Diversificación a Prueba).

El estado actual y punto de partida de la proyección realizada para esta valoración incluye: Una recuperación tenue del sector construcción de Colombia, en medio de un mayor crecimiento del PIB, una acentuada devaluación del peso colombiano (+4.0% entre el cierre 2018 y mayo 2019), mientras que el precio del petróleo permanece relativamente alto. Adicionalmente, tenemos el incremento en los costos de producción del cemento, en línea con el incremento en la cotización del carbón, explicado por el fenómeno del niño moderado en Colombia, y la esperada entrada de un nuevo competidor en la producción integrada de cemento hacia el

¹ En CCA, dentro de los principales países donde está Cementos Argos hay economías dolarizadas (Panamá y Puerto Rico), con tasa fija (Guyana Francesa y Surinam) y con banda cambiaria (Haití, Honduras y República Dominicana).

cierre del año, con la capacidad de incrementar la producción actual del país en 10% aproximadamente.

En cuanto a CCA, 2019 se configura como el punto bajo en la dinámica de la industria cementera, a partir de la importación de cemento, la ausencia de obras de infraestructura importantes junto con un exceso de inventario de vivienda y oficinas en Panamá, entre otras; mientras que, en EEUU, la inercia en la dinámica de la construcción, resultante de su muy extensa y lenta recuperación económica, podría verse alterada por el hecho de que en 2020 hay elecciones presidenciales.

Frente al cierre de 2019, la expectativa para la multinacional es levemente favorable a nivel consolidado, diferenciada a nivel regional, con CCA afrontando un año de crecimiento bastante moderado.

Contenido

Estados de Pérdidas y Ganancias.....	2
Múltiplo e Indicadores	2
Balance General	2
CEMENTOS ARGOS: DIVERSIFICACIÓN A PRUEBA	3
DESCRIPCIÓN GENERAL DE LA EMPRESA.....	7
<i>Cemargos dentro de Grupo Argos y dentro del GEA</i>	<i>7</i>
<i>Proceso de Internacionalización</i>	<i>9</i>
SITUACIÓN DE LOS MERCADOS EN DONDE TIENE PRESENCIA CEMENTOS ARGOS	11
<i>General</i>	<i>11</i>
<i>Desempeño reciente</i>	<i>11</i>
<i>Estrategia por región</i>	<i>11</i>
<i>Consideraciones bursátiles</i>	<i>12</i>
<i>Estados Unidos: Crecimiento inercial, elecciones presidenciales en camino.</i>	<i>13</i>
<i>Desempeño reciente</i>	<i>13</i>
<i>Participación de mercado</i>	<i>14</i>
<i>Colombia: ¿Pasando la página?</i>	<i>15</i>
<i>Participación de mercado</i>	<i>18</i>
<i>Estrategia</i>	<i>19</i>
<i>CCA, Panamá y Honduras como actores principales</i>	<i>19</i>
<i>Desempeño reciente</i>	<i>20</i>
<i>Participación de mercado</i>	<i>20</i>
DIVERSIFICACIÓN Y COBERTURA NATURAL.....	22
INDUCTORES DE VALOR Y PROYECCIONES.....	25
<i>Programa BEST</i>	<i>25</i>
<i>EE. UU: Política pública</i>	<i>26</i>
<i>Ubicación estratégica</i>	<i>26</i>
<i>Requerimientos de infraestructura generales y estatales</i>	<i>27</i>
<i>Requerimientos de infraestructura por concepto de catástrofes naturales ..</i>	<i>27</i>
<i>Proyección de volúmenes</i>	<i>28</i>

<i>Proyección de precios</i>	<i>29</i>
Colombia: Cuentas serias	29
<i>Infraestructura</i>	<i>30</i>
<i>Vivienda</i>	<i>31</i>
<i>Precios</i>	<i>32</i>
CCA: Oscuridad antes del amanecer	32
<i>Panamá: Convicción en Planes Gubernamentales</i>	<i>32</i>
<i>Honduras: Inercia discreta</i>	<i>34</i>
Capex, Generación de Caja y Financiación	35
Proyección de ingresos totales	38
FACTORES DE RIESGO	39
Factores Transversales	39
<i>Clima</i>	<i>39</i>
EEUU: ¿Ralentización a la vista?	39
<i>Vivienda: ¿Entrando a la fase de crecimiento bajo?</i>	<i>39</i>
<i>¿Mayor competencia?</i>	<i>40</i>
Colombia: Competencia certera	40
<i>Ejecución del programa de obras de infraestructura</i>	<i>43</i>
<i>Estancamiento residencial e impuestos que no ayudan</i>	<i>43</i>
<i>SIC y la libre competencia</i>	<i>43</i>
CCA: Eventos puntuales y diferenciados	44
<i>Panamá</i>	<i>44</i>
<i>Honduras</i>	<i>44</i>
VALORACIÓN	45
Flujo de Caja Descontado	45
Valoración relativa: ¿Relativamente cara?	47
ANEXOS	53
EQUIPO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS	56
CONTACTOS	57

Descripción general de la empresa

Cementos Argos (BVC: CEMARGOS) es una empresa multinacional, que nació de la fusión de 8 compañías cementeras colombianas. Constituida como una sociedad comercial anónima de acuerdo con las leyes colombianas el 14 de agosto de 1944, con domicilio principal en la ciudad de Barranquilla, listada en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).

Su objeto social es la explotación de la industria del cemento, la producción de mezclas de concreto y de cualesquiera otros materiales o artículos a base de cemento, cal o arcilla, la adquisición y la enajenación de minerales o yacimientos de minerales aprovechables en la industria del cemento y sus similares, de derechos para explorar y explotar minerales de los indicados, ya sea por concesión, privilegio, arrendamiento o cualquier otro título.

Cemargos tiene operaciones en Colombia, Estados Unidos (EEUU) y países de Centro América y el Caribe (CCA); Panamá, Honduras, Haití, República Dominicana, Puerto Rico, Santo Tomás, San Martín, Antigua, Dominica, Curazao, Surinam y Guayana Francesa). Esta multinacional tiene una posición competitiva dominante en los países en donde opera, con el desglose de su capacidad en la tabla 1.

El modelo de negocio de Cementos Argos está enfocado en un desarrollo económicamente viable, con operaciones flexibles, integradas verticalmente, que favorezcan su Red Logística. La compañía se ha caracterizado por una estrategia de expansión continental, mediante inversiones que considera claves para su nivel de competitividad y eficiencia.

Tabla 1. Capacidad Instalada

Regional	Capacidad instalada de Cemento (MM Ton)	Participación Capacidad Instalada Cemento	Capacidad instalada de Concreto (MM M3)	Participación Capacidad Instalada Concreto
EEUU	9.6	41.7%	13	73.4%
Colombia	8.7	37.8%	3.8	21.5%
CCA	4.7	20.4%	0.9	5.1%
Total	23	100%	18	100%

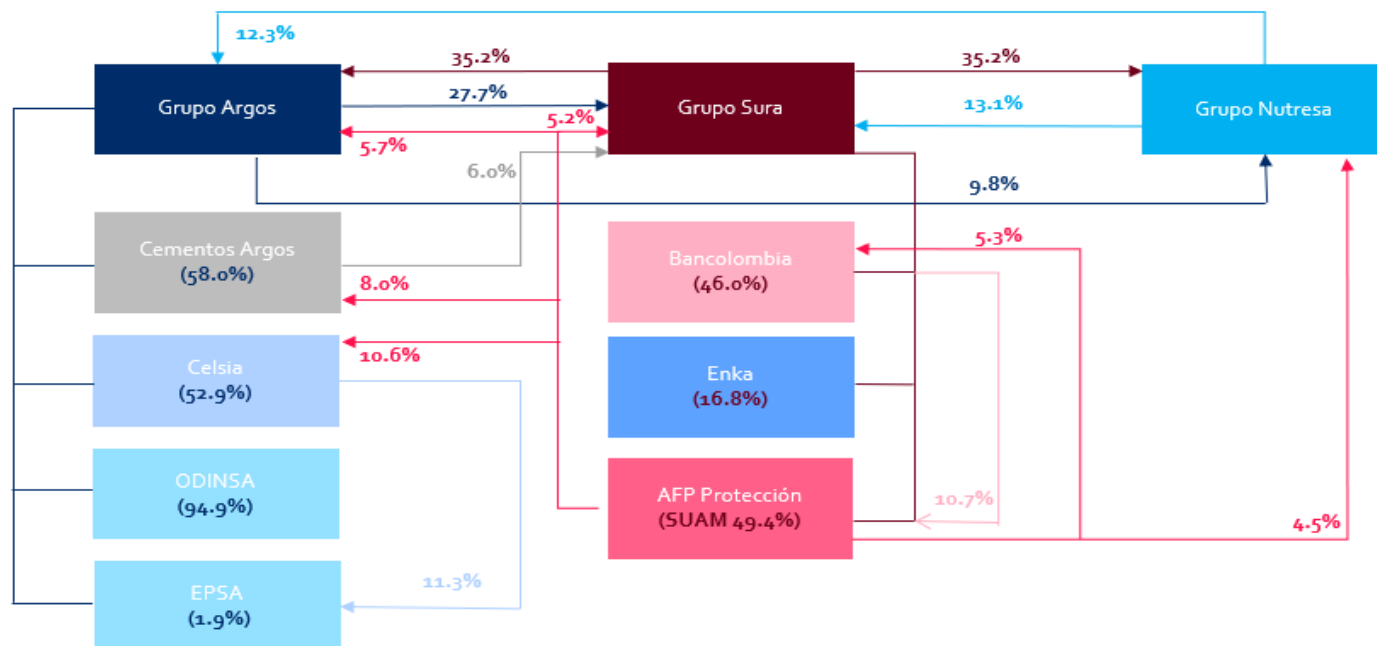
Fuente: Cementos Argos.

Cemargos dentro de Grupo Argos y dentro del GEA

Cementos Argos S. A. forma parte del Grupo Empresarial Argos cuya matriz es la sociedad denominada Grupo Argos S. A. La compañía desarrolla sus negocios a través de un conjunto de compañías subordinadas.

Grupo Argos es el principal accionista de Cementos Argos, siendo una matriz de inversiones, cuya naturaleza jurídica corresponde a una sociedad anónima, inscrita en la Bolsa de Valores de Colombia, al igual que sus filiales Cementos Argos y Celsia (energía), mientras que Odinsa (concesiones viales y aeroportuarias) fue deslistada en 2018.

Gráfica 3. GEA. Participaciones accionarias en acciones ordinarias.



Fuente: Superintendencia Financiera. Cálculos: Corficolombiana. Cifras al 31/12/2018

Tabla 2. Participación de los dividendos de Cemargos sobre el total de dividendos recibidos por Grupo Argos.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Provenientes de Cementos Argos	105,170	113,905	119,555	123,959	150,191	148,633
Total	244,170	263,435	275,696	244,267	343,224	410,926
Participación	43%	43%	43%	51%	44%	36%

Fuente: EE. FF Grupo Argos. Cálculos: Corficolombiana. Cifras en COP Millones.

Como parte de la reorganización estratégica, el 30 de mayo del 2012 se solemnizó la escisión por absorción por la cual Cementos Argos transfirió en bloque a Grupo Argos una parte de su patrimonio conformado por activos no cementeros vinculados a las actividades inmobiliaria, portuaria, carbonífera y de inversión de portafolio. En contraprestación Grupo Argos, entregó a los accionistas de Cementos Argos S. A., acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto.

Grupo Argos tiene el 58.0% de las acciones ordinarias de Cemargos, mientras tanto, dentro de las acciones preferenciales, que representan el 15% de las acciones en circulación, el 69% está en manos de los fondos de pensiones y cesantías. Al

cierre de abril, la proporción flotante de las acciones en circulación –tanto ordinarias como preferenciales- fue de 36%.

La composición accionaria de Cemargos le garantiza gobernabilidad a la empresa, en línea con el direccionamiento de la holding Grupo Argos en particular, y del Grupo Empresarial Antioqueño (GEA) en general (Gráfica 3). Adicionalmente, la pertenencia a estos grupos también incide positivamente en la liquidez de las acciones de Cemargos.

Finalmente, tal como ocurre con otros emisores del mercado colombiano, la ausencia de voto de las acciones preferenciales no es compensada con mayores dividendos por lo que el precio de la acción ordinaria mantiene un diferencial positivo con el de la acción preferencial.

Respecto a los dividendos, cabe mencionar que la gestión activa de Grupo Argos como Holding se refleja en que los dividendos provenientes de Cementos Argos han representado, en promedio, el 43% de los ingresos recibidos en caja por operación de Grupo Argos (tabla 2).

Para finalizar, la Junta Directiva de la compañía está compuesta por 7 miembros, cuatro de los cuales reúnen los requisitos de independencia establecidos en la Ley 964 de 2005.

Proceso de Internacionalización

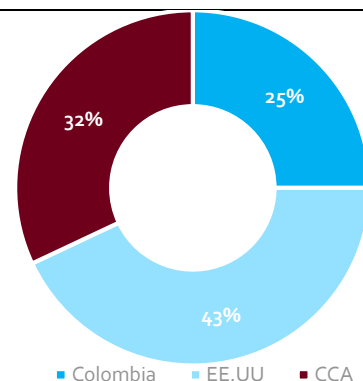
El grupo élite de las empresas más grandes de Colombia que han procurado y logrado expandir su operación internacionalmente, se compone principalmente de multilatinas. Cementos Argos se distingue al complementar su carácter de multilatina con una notable participación en EEUU.

El proceso inició a finales de los noventa, enfocado en mercados emergentes, en países cultural y geográficamente parecidos a Colombia, comenzando *con joint ventures* en Panamá y el Caribe. Posteriormente, en 2005 Cementos Argos absorbió a ocho empresas de cemento en Colombia, y cambió su nombre a Cementos Argos S.A. Durante este proceso, la empresa llevó a cabo una reorganización corporativa.

Aunque tiene presencia en EEUU desde 2005, fue en 2007, tras sufrir la expropiación de sus activos en Venezuela, cuando la cementera decidió enfocarse en expandir sus operaciones en EEUU, logrando una presencia considerable en los estados de Georgia, Carolina del Sur y Texas, entre otros.

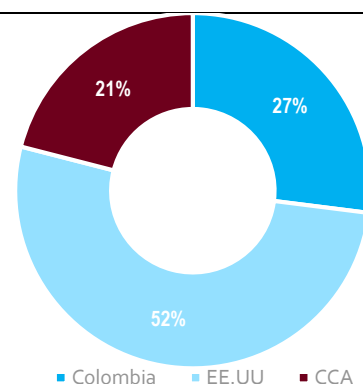
La cementera ha venido realizando un proceso enfocado en la asignación eficiente de capital a través de la diversificación de activos no estratégicos (Bancolombia y Compas, entre otros). La naturaleza inorgánica de la expansión llevada a cabo por Cemargos ha resultado en un alto nivel de apalancamiento, que la compañía ha procurado controlar mediante desinversiones en activos no estratégicos. En el

Gráfica 4. EBITDA por Regional



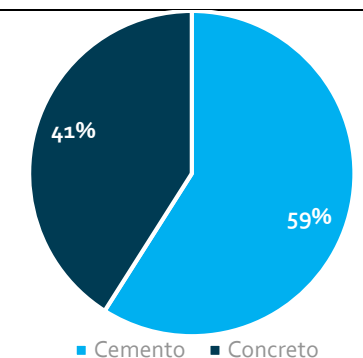
Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana. Cifras al 2018.

Gráfica 5. Ingresos por Regional



Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana. Cifras al 2018.

Gráfica 6. Ingreso por producto



Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana. Cifras al 2018.

“Anexo 1. Adquisiciones desde 2006” se muestra un resumen de las diferentes inversiones que ha realizado Cementos Argos en los últimos años, junto con la tabla 3, que detalla las transacciones de Cementos Argos en EE.UU.

Como resultado de las transacciones recientes, es decir 2011 con Greenfield y Lafarge, 2014 con la planta de cemento en Florida y los activos adquiridos a Vulcan Materials y 2016 con la adquisición de la planta ubicada en Martinsburgh, la multinacional ha mantenido un elevado nivel de apalancamiento, medido a través del indicador de endeudamiento Deuda Neta / (EBITDA + Dividendos recibidos), ubicado en cerca de 4.0x.

El último hito en el proceso de expansión de Cemargos fue la adquisición de Martinsburg², a través de la cual pudo ampliar en un 29% su capacidad instalada de cemento en EE.UU y aprovechar una planta de alta eficiencia energética, la cual fue reacondicionada en el año 2009. Cabe mencionar que, la adquisición incluye unas reservas de caliza que abarcan un total de 54 años a capacidad completa y un acuerdo de suministro para el uso de combustibles alternativos. (Ver Anexo 2. Importancia de Martinsburg).

A continuación, analizamos en detalle: 1) La situación del mercado, 2) los inductores de valor en los que basamos nuestra valoración y 3) los riesgos que pueden incidir negativamente en el desempeño operacional, financiero y/o bursátil de la compañía. El análisis se realiza para cada región de manera independiente, complementándolo con la revisión de los factores transversales con efecto sobre toda la compañía, y el efecto de la diversificación geográfica de esta multinacional.

Tabla 3. Principales transacciones en EEUU

Año	Operación	USD / TM
2011	Greenfield	400
2011	Lafarge	225
2014	Florida	247
2014	Vulcan	247
2016	Martinsburg	300

Fuente: Cementos Argos

² En el año 2016, tras la fusión entre Heidelberg Cement e Italcement y con el fin de cumplir las condiciones regulatorias en EE. UU, se realiza la desinversión de Martinsburg, la cual es tomada por Cementos Argos como una oportunidad de crecer en esta regional.

Situación de los mercados en donde tiene presencia Cementos Argos

A continuación, describimos el estado de los mercados en donde tiene presencia Cementos Argos, junto con su posición competitiva.

General

Desempeño reciente

La importancia que ha ganado EEUU a nivel de ingresos y generación de EBITDA se refleja en su participación en el consolidado, donde el cierre del 2018 se ubica como la principal regional para Cementos Argos, participando del 43% del EBITDA y del 52% de los ingresos en COP (gráfica 4 y 5). Por su parte, la cementera muestra participaciones similares en los ingresos provenientes de la venta de cemento y concreto (gráfica 6).

Por otro lado, la estrategia por región se especifica en la tabla 4, donde se evidencia el enfoque que ha tenido la compañía en el sector edificador (residencial, no residencial e infraestructura), en economías con perspectivas positivas de crecimiento a largo plazo mediante inversiones públicas y privadas.

Estrategia por región

Tabla 4. Negocio de Cemento

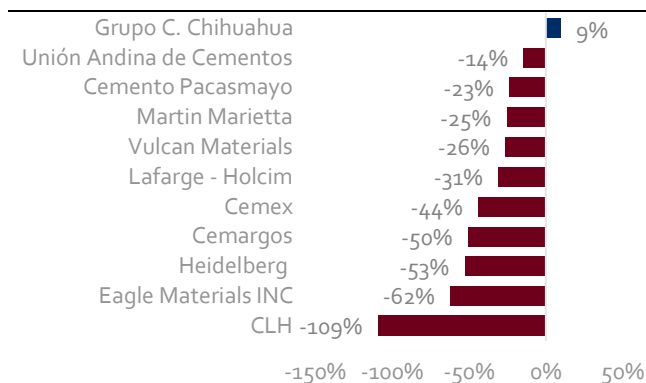
Regional	Características de la región	Estrategia
EEUU	- Sector residencial es el principal motor para la recuperación de la demanda de cemento. - Proyectos de inversión en Infraestructura a largo plazo.	- Adquisición de la planta de Martinsburg para convertirse en el cuarto productor de cemento más grande de los EEUU. - Plantas ubicadas estratégicamente cerca de centros de alto crecimiento y demanda. - Programa BEST: Buscar mejorar las eficiencias operativas.
Colombia	- Plan de inversiones del Gobierno en infraestructura (4G, APP, programas de vivienda) - Bajo consumo per cápita de cemento (265 kg vs 278 kg Latam). - Déficit de vivienda.	- Programa BEST: Buscar mejorar las eficiencias operativas. - Aproximadamente tienen un backlog del 70% en la adjudicación de unidades funcionales para proveer cemento para las 4G.
CCA	- Perspectiva de crecimiento a largo plazo. - Dinámica positiva por proyectos en curso, con apoyo gubernamental. - Interconexión de las regiones.	- Distribución de capital eficiente a través de una red logística flexible. - Control del 47% del Mercado comercial marítimo de Cemento y Clinker. - Programa BEST: Buscar mejorar las eficiencias operativas.

Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana.

Consideraciones bursátiles

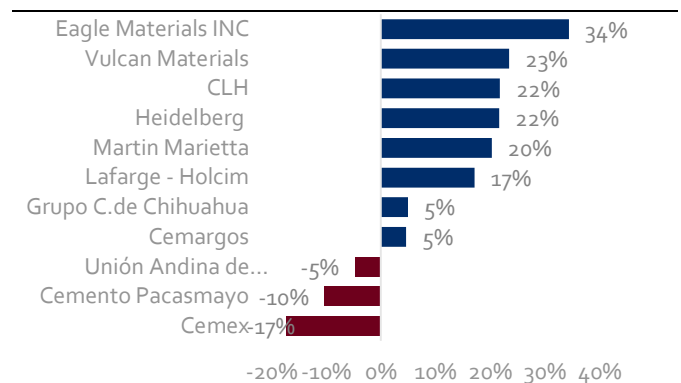
Además del entorno retador del sector cementero en Colombia, se presentaron cambios en la estrategia de inversión de Fondos extranjeros, buscando reducir su exposición a mercados emergentes, sumado a los rebalanceos y recomposiciones de diferentes ETFs: iShares Colcap, HCOLSEL, FTSE Russell y el MSCI EM. A lo anterior se debe sumar las desvalorizaciones del mercado accionario local, con el índice Colcap cayendo un 12.4% en el 2018.

Gráfica 7. Comportamiento accionario cementeras 2018



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana. Cifras al cierre mayo 2019

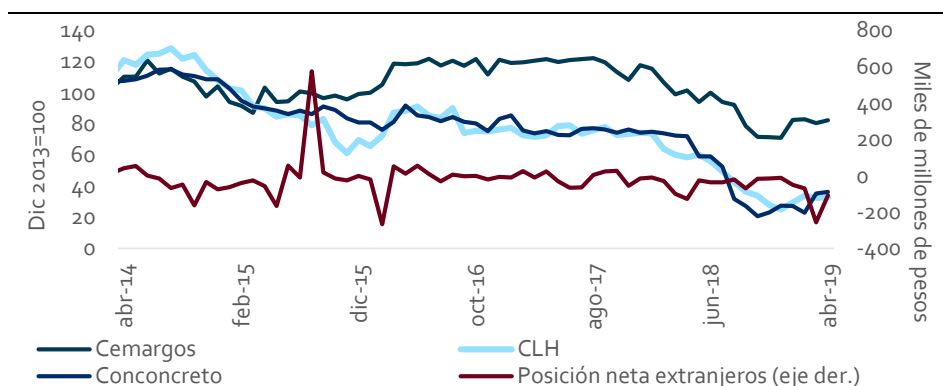
Gráfica 8. Comportamiento accionario cementeras 2019



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana. Cifras al cierre mayo 2019

Todo lo anterior se reflejó en la caída que presentó el precio de la acción de Cemargos, siendo una de las cementeras con mayores desvalorizaciones del mundo en el 2018 (gráfica 7 y 9). Por su parte, al corte de mayo del 2019, la recuperación en precios ha sido significativa para varias empresas del sector, como lo muestra la gráfica 8. En este punto, recordamos que la reducción de la tasa del impuesto corporativo en 2018 tuvo un impacto positivo sobre las utilidades de la cementera.

Gráfica 9. Posición neta extranjera y desempeño accionario: Construcción



Fuente: Bloomberg y BVC. Cálculos: Corficolombiana

Cabe mencionar que, al cierre del primer trimestre del 2019, es probable que algunos de estos fondos hayan salido de parte de sus posiciones sobre la compañía, reduciendo la incertidumbre sobre futuras presiones bajistas que pueda tener la

acción, originadas en ventas de inversionistas extranjeros. En cuanto a los inversionistas extranjeros, al cierre del 2018, la participación de fondos extranjeros en Cementos Argos era significativa (tabla 5).

Tabla 5. Principales Fondos Extranjeros con participación en Cementos Argos

Fondos	Participación Accionaria
Harbor Investment Fund	5.3%
Fondo Ishares Colcap	2.1%
Fondo Horizon Colombia Select	0.8%
Abu Dhabi Investment - JP Morgan	0.5%
JMRV & Cia	0.4%
Ishares Core MSCI Emerging Markets	0.3%
WGI emerging Markets Smaller Comp. Fund	0.3%
Ishares MSCI Emerging Markets ETF	0.2%
Blackrock Institutional Trust Company	0.0%
MSCI Equity Index Fund b - Colombia	0.2%
Total	10.0%

Fuente: Superintendencia Financiera. Cálculos: Corficolombiana. Cifras a diciembre 2018. Incluye acciones ordinarias y preferenciales.

Estados Unidos: Crecimiento inercial, elecciones presidenciales en camino.

Posterior a la última crisis financiera, cuyo punto más álgido se dio entre los años 2007 y 2008, EEUU ha tenido la fase expansiva más larga –y una de las más lentas– de su historia. Durante este periodo, el sector de la construcción en general y la industria cementera en particular han tenido un desempeño consecuente, creciendo este último de manera vegetativa, si bien la dinámica no es homogénea a lo largo de todo el país.

La mayoría de las operaciones de Cemargos se concentran en la zona sur de EEUU, por lo que concentramos nuestro análisis en dicha región, sin perder de vista factores transversales como la promesa incumplida de inversión en infraestructura que iba a realizar el actual presidente de EEUU iniciado su mandato, promesa que podría resurgir de cara a las próximas elecciones presidenciales (2020).

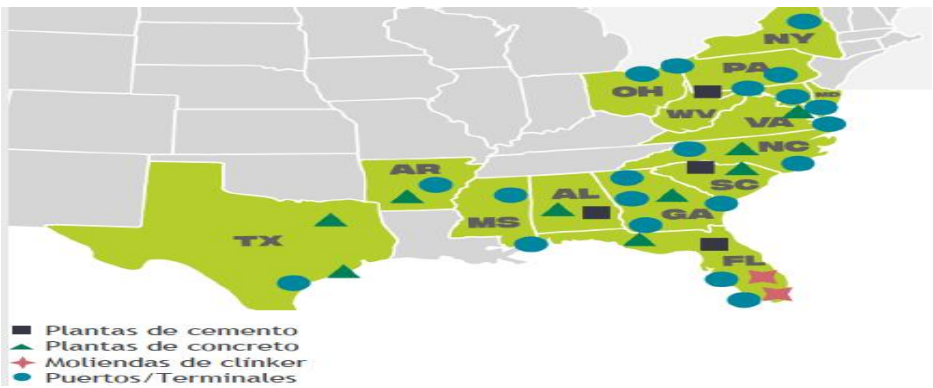
Desempeño reciente

Por un lado, **el segmento inmobiliario, donde el sector residencial, tras mostrar un repunte en las ventas de vivienda, llegando a niveles previos a la crisis del año 2007 - 2008**, junto a un desempeño creciente en los índices residenciales de inicios de vivienda, ha comenzado a mostrar señales de cansancio, con

desaceleraciones en los niveles de crecimiento. Mientras tanto, la no residencial muestra mayor estabilidad.

Sin embargo, el índice Dodge de Construcción, el cual hace seguimiento a los inicios de construcción tanto residenciales como no residenciales en EEUU y sirve de indicador para medir la actividad futura de construcción, se ubica cerca del máximo histórico alcanzado en junio de 2018 (190 puntos) lo cual se traduciría en una mayor actividad edificadora en próximos períodos (gráfica 10), beneficiando el segmento no residencial, el cual incluye comercial, oficinas y bodegas y representa cerca del 70% del volumen de concreto de Cementos Argos en el país norteamericano.

Gráfica 11a. Estados con presencia de Cementos Argos



Fuente: Cementos Argos.

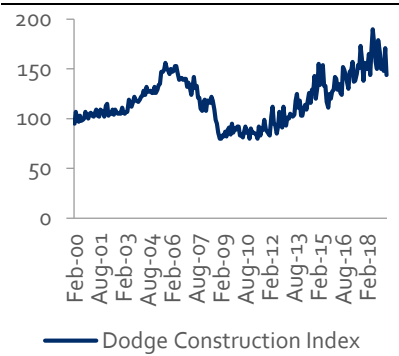
Sumado a lo anterior, en materia de construcción se debe tener en cuenta que el Architecture Billings Index, índice líder en actividad constructora no residencial para un plazo de ejecución entre 9 a 12 meses, muestra señales mixtas en algunos estados con presencia de Cementos Argos, ya que acorde a cifras del periodo marzo 2018 – 2019 se registran repuntes en la zona sur (54.2) y reducciones en la zona medio este (48.7) de Estados Unidos (puntaje mayor a 50 significa una mejora frente al mes anterior y por debajo de 50 significa un comportamiento menor al mes anterior).

Adicionalmente, teniendo en cuenta información publicada por la compañía Martin Marietta (compañía de materiales de construcción con presencia en EEUU) sobre el ciclo del sector de construcción en varios estados, algunos de los estados con presencia de Cementos Argos se encuentran en una fase temprana dentro del ciclo del sector constructor, como lo son Carolina del Norte, Georgia, Florida y Maryland (Gráfica 11b).

Participación de mercado

En EEUU Cemargos es el segundo mayor productor de concreto y el cuarto de cemento. El aporte del EBITDA consolidado en pesos de la regional pasó de cerca del 18% en 2015, al 43% en 2018. Dentro de la producción de Cementos Argos, en

Gráfica 10. Dinámica Sector Construcción



Fuente: Bloomberg Cálculos: Corficolombiana.

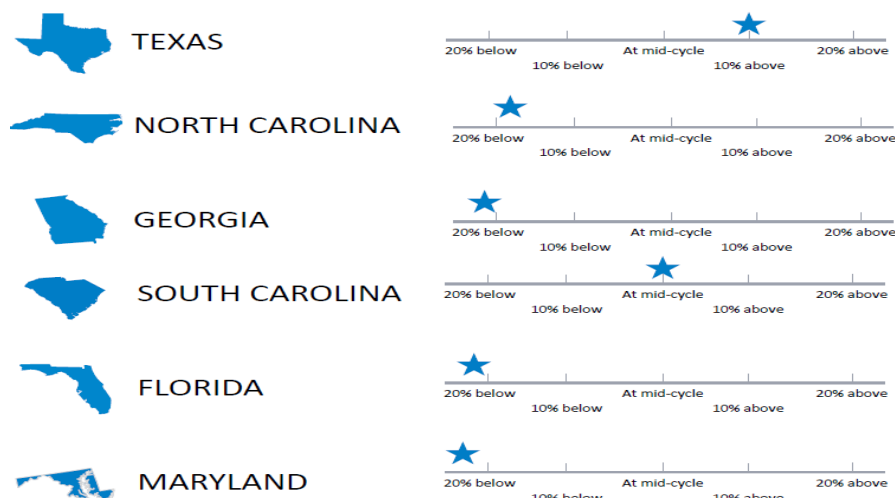
Tabla 6. Red de Distribución EEUU

Tipo	Cantidad
Plantas de Cemento	4
Plantas de Concreto	280
Moliendas de Clinker	3
Puertos / Terminales	21

Fuente: Cementos Argos

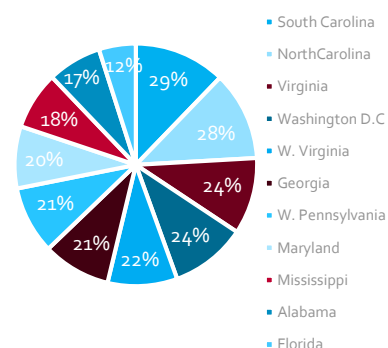
el 2018 esta regional tuvo una participación del 36% en volúmenes de cemento y del 68% en concreto.

Gráfica 11b. Fase del Ciclo de Construcción de acuerdo a la demanda agregada



Fuente: Martin Marietta. Presentación Corporativa. Enero 2019

Gráfica 11c. Mercado de Cemento. Market share EEUU



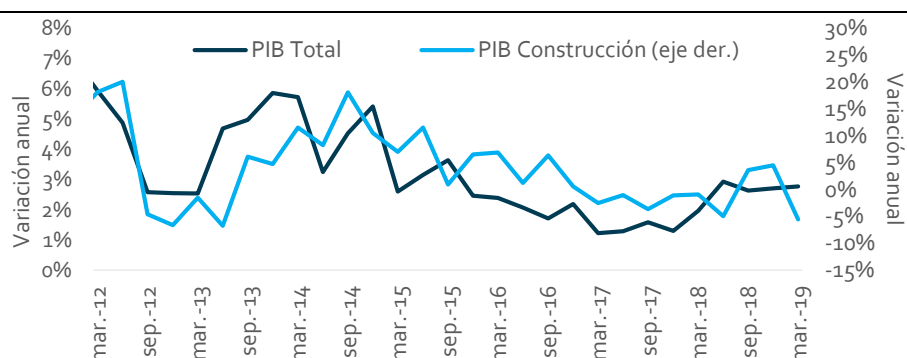
Fuente: Cemargos. Cálculos: Corficolombiana

Participación acorde a volúmenes de cemento en estados con presencia de Cemargos.

Colombia: ¿Pasando la página?

Durante 2016 y 2017 la industria cementera (en adelante, al referirnos a esta industria, estamos incluyendo tanto al cemento como al concreto) presentó una desaceleración importante (volúmenes de cemento con contracciones del 4.9% y 1.7%, respectivamente), en línea con la débil dinámica de la economía colombiana y la ciclicidad del sector construcción. (Gráfica 12).

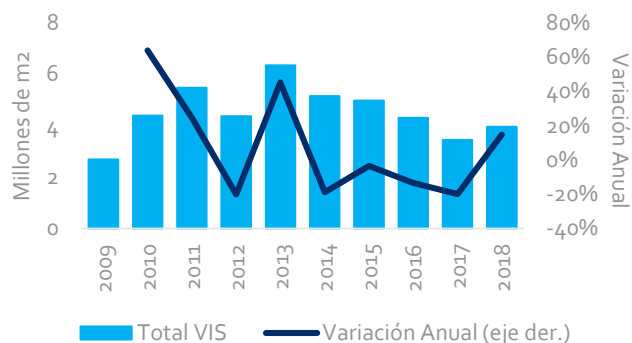
Gráfica 12. PIB Total y PIB de Construcción (real)



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

La disminución en la demanda local, junto con el deterioro en el nivel de precios se acentuó a comienzos del 2017. Al debilitamiento de la demanda interna se sumó un

Gráfica 13. Área aprobada Vivienda VIS



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

mayor nivel de oferta, debido al incremento en las importaciones de cemento y Clinker proveniente principalmente de Turquía. La desaceleración en la construcción en Turquía, el conflicto bélico en Siria (mercado natural del cemento turco), y niveles de flete históricamente bajos, contribuyeron al direccionamiento de los inventarios turcos hacia América Latina, afectando los precios a la baja. Las importaciones de cemento proveniente de Turquía fueron significativas en la primera mitad del 2017 y posteriormente tuvieron reducciones graduales en medio de un mayor nivel de fletes.

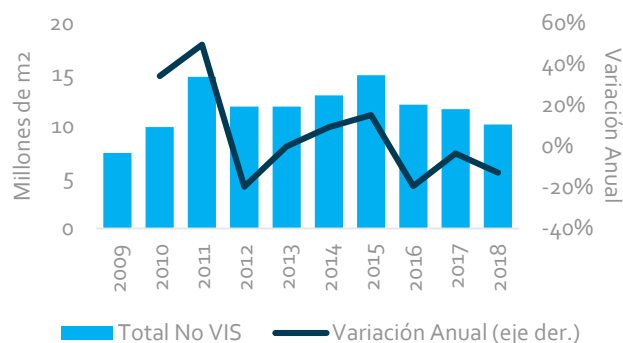
Desempeño reciente

A nivel inmobiliario, actualmente se presentan inventarios elevados y baja capacidad de absorción tanto a nivel no residencial como residencial. Las licencias para vivienda VIS (gráfica 13) cerraron el 2018 con variaciones positivas (15% a/a) en medio de programas de Gobierno como “Mi Casa Ya”, tras cuatro años consecutivos de contracciones, lo cual permitiría prever una mayor demanda por materiales de construcción como el cemento y concreto en próximos periodos.

Sin embargo, las licencias para vivienda No VIS (gráfica 14), cerraron el año con decrecimientos del 13% a/a, cumpliendo así su tercer año de contracciones, en medio de unos niveles de inventarios elevados, con una lenta rotación producto de la menor capacidad de absorción por parte del mercado. Una reactivación residencial mayor se facilitaría con la implementación de incentivos que no se limiten a segmento VIS, como el anuncio reciente del Gobierno de aumentar del 70% al 90% el porcentaje a financiar de los créditos hipotecarios para rangos de vivienda media y alta.

Al analizar en mayor detalle el comportamiento de los inventarios de algunos segmentos no residenciales en las 4 principales ciudades del país (Bogotá, Medellín, Cali y Barranquilla) al cierre del 2018, la dinámica muestra que, en el segmento de oficinas (tabla 7) la adición de m² viene en aumento en tres de las cuatro ciudades, exceptuando Barranquilla. Por su parte, en este segmento los niveles de vacancia

Gráfica 14. Área aprobada Vivienda No VIS



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

Tabla 7. Inventario de Oficinas

Ciudad	Inventario Miles de m²	Vacancia
Bogotá	2,726	11%
Medellín	703	9%
Cali	156	11%
B/ quilla	225	29%

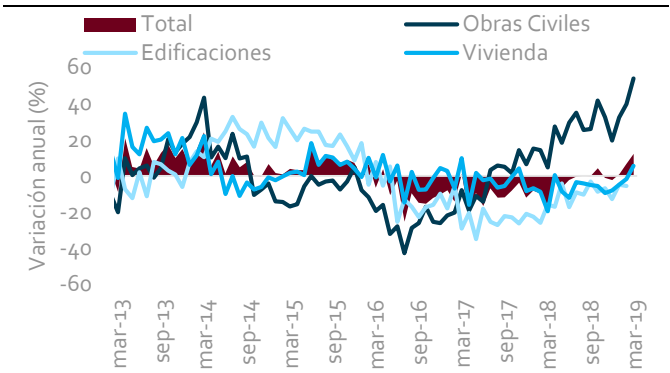
Fuente: PEI. Informe Anual 2018. * 12 meses a diciembre 2018.

Tabla 8. Inventario Bodegas

Ciudad	Inventario Miles de m²	Vacancia
Bogotá	3,828	18%
Medellín	705	9%
Cali	511	5%
B/ quilla	1,184	10%

Fuente: PEI. Informe Anual 2018. * 12 meses a diciembre 2018.

Gráfica 15. Producción de Concreto por destino



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

al cierre del 2018 alcanzan los dos dígitos en Bogotá, Cali y Barranquilla, reflejando una lenta rotación, junto a unos bajos niveles de absorción, mientras que en Medellín llega al 9%.

Respecto a Medellín, para el 2019 se espera la entrega de 4 proyectos que suman más de 46 mil m2, según información publicada por el PEI en su informe anual 2018.

Por otro lado, el segmento de bodegas (tabla 8) mantiene un ritmo de adición de m2 significativo, principalmente en Medellín (7% a/a), mientras que, en materia de vacancia, al cierre del 2018, la mayor vacancia la tiene Bogotá con el 18%, tras la desocupación de algunos inmuebles, dado el traslado hacia nuevas bodegas con mejores especificaciones y Barranquilla con el 10%, tras incrementarse la oferta en diferentes parques industriales.

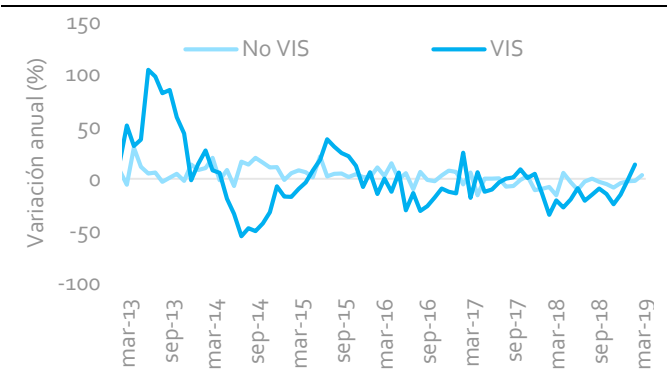
Al respecto, Medellín registra una vacancia del 8.5% y Cali del 5%, cuya menor vacancia se da tras el ingreso de empresas del sector de alimentos en la región, acorde al informe anual 2018 del PEI.

De esta manera, el comportamiento reciente de los inventarios en algunos segmentos permitiría prever que la dinámica de la demanda inmobiliaria podría evolucionar a paso lento en próximos trimestres, dada la adición de m2 y los altos niveles de vacancia de algunos segmentos en las principales ciudades de Colombia.

En cuanto a la infraestructura, la ejecución de los proyectos de las carreteras 4G (Cuarta Generación de Concesiones Viales de Colombia) y otras obras bajo la modalidad de Asociación Público-Privado (APP), han sufrido retrasos importantes, junto con la elevada dificultad de lograr los cierres financieros de los proyectos. Esta situación empeoró al evidenciarse la falta de una normatividad robusta en lo relacionado con la terminación anticipada de contratos.

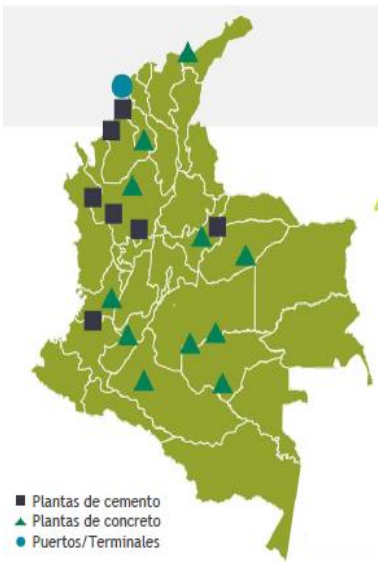
Se esperaba que la aprobación de la ley 1882 de enero de 2018 ayudara destrabar esta situación, pero la postura de los bancos locales no cambió demasiado y el artículo que trata sobre la terminación anticipada de los contratos fue demandado.

Gráfica 16. Producción de Concreto. VIS – No VIS



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

Gráfica 17. Presencia en Colombia.



Fuente: Cementos Argos

Tabla 9. Red de Distribución Colombia.

Tipo	Cantidad
Plantas de Cemento	7
Plantas de Concreto	48
Puertos / Terminales	1

Fuente: Cementos Argos.

El fallo comunicado por la Corte Constitucional en mayo de 2019 debería ayudar, toda vez que protege a los inversionistas y financiadores del sector. Adicionalmente, los despachos de concreto esperados por las principales cementeras –comenzando por Cemargos-, así como el seguimiento a la ejecución publicado por la ANI, permiten esperar una mayor dinámica durante los años 2020 y 2021.

Al analizar la evolución del sector constructor y cementero, resaltamos que la producción de concreto con destino a obras civiles ha mostrado variaciones positivas y crecientes en los últimos periodos, llegando a variaciones no vistas desde 2014 (gráfica 15). Mientras tanto, la producción de concreto enfocada en los segmentos de edificaciones y vivienda ha mostrado contracciones a lo largo de varios periodos, aunque registró variaciones positivas en marzo del 2019 (gráfica 16).

Adicionalmente, existen esfuerzos que viene realizado el Gobierno con mecanismos como “Obras por Impuestos”, creado tras la reforma tributaria de 2016, el cual busca que las empresas realicen su pago de impuesto de renta a través de la ejecución de inversiones en proyectos sociales de mejoramiento, dotación o construcción de infraestructura, en temas como infraestructura vial, educación pública, entre otros, en los municipios que constituyen las Zonas más Afectadas por el Conflicto Armado, Zomac.

Al evaluar los avances en la financiación de las obras de infraestructura, pese a problemas estructurales de los proyectos relacionados con estructura financiera, licencias y consultas, entre otros, al corte de mayo del 2019, la FDN muestra que, de 30 proyectos aprobados, 15 tenían cierre financiero definitivo y 4 o 5 proyectos adicionales podrían tener cierre al finalizar el 2019.

A lo anterior se suman iniciativas recientes, como la planteada por la FDN, sobre el lanzamiento de una plataforma de coinversión en infraestructura, donde la FDN y las administradoras de fondos de pensiones a través de un fondo de capital privado de cerca de COP 1.47 billones, coinvertirán con la Caisse de Dépôt et Placement du Québec (CDPQ), en una plataforma para realizar inversiones en el capital de proyectos o empresas de infraestructura.

Participación de mercado

El número de compañías cementeras pasó de 7 en el 2014 a 13 en 2016, donde durante ese periodo Cemargos se ha mantenido como el jugador más importante en cemento y concreto, con participaciones de mercado promedio del 45% (tomando los últimos 8 años). Tema sobre el cual profundizaremos en la sección de Riesgos “Colombia: Competencia certera”.

Cementos Argos es la principal cementera de Colombia, con una participación promedio del 45% en los volúmenes de ventas de cemento y de 43% en los de

concreto. La posición competitiva de Cemargos en Colombia hace que sea la llamada a liderar cambios a nivel de los precios de venta. Cemex Latam Holdings (en adelante CLH) y Holcim son los principales competidores; estas tres empresas deberían acaparar la mayor parte de la demanda de concreto de las principales obras de infraestructura del país, debido a los elevados y muy específicos requerimientos técnicos.

Esta posición dominante de mercado le permite a Cementos Argos aprovechar mejor las políticas del Estado enfocadas en crecimiento a través de infraestructura y vivienda. Pese a lo anterior, cabe mencionar que la participación de los comercializadores ha incrementado notablemente la competitividad del mercado colombiano, y la entrada de un productor integrado (quien produce cemento utilizando su propio Clinker) va a incrementar aún más esta competencia (Ver sección “Colombia: Competencia certera”). A lo anterior, se le suma el hecho de que la demanda de cemento del país está limitada por el crecimiento económico, y la recuperación de 2019 no se espera tan pronunciada. La capacidad de producción de Cemargos, incluyendo su capacidad de producir Clinker, hace que la capacidad instalada actual sea más que suficiente para satisfacer la demanda de los años de proyección explícita utilizados en el ejercicio de valoración. (Ver Anexo 3. Diferencias en el negocio cementero).

Estrategia

Cemargos maneja modelos de negocio para diferentes segmentos: Por el lado masivo, posee reconocimiento de marca por parte del público a nivel nacional, prestando un servicio diferenciado, manejando una amplia red de distribución. Por su parte, a nivel industrial maneja asistencia técnica especializada, optimización de tiempos, laboratorios en sitio y plantas móviles de concreto para atender zonas remotas, entre otros. La cementera busca reforzar su estrategia comercial para mejorar posición en el mercado (Go to Market).

Sumado a lo anterior, la operación de Cemargos es integrada verticalmente, autogenerando alrededor del 80% de su requerimiento energético. Adicionalmente, es el único productor que tiene presencia en los mayores centros de demanda con alto crecimiento, permitiéndole una amplia cobertura territorial, donde tiene más de 9 mil clientes en el segmento masivo, atendiendo 801 municipios (71% del territorio nacional).

De igual manera, un factor positivo para la compañía es la ubicación de sus plantas en zonas cercanas a los puntos de desarrollo de diversos proyectos para las diferentes Olas 4G.

CCA, Panamá y Honduras como actores principales

La estructura de mercado en la regional de CCA muestra a Cementos Argos como un actor consolidado en la estrategia de internacionalización en esta zona del

Tabla 10. Red de Distribución CCA

Red de Distribución	Número
Plantas de Cemento	2
Plantas de Concreto	16
Moliendas de Clinker	6
Puertos / Terminales	11

Fuente: Cementos Argos

Tabla 11. Red de Distribución total

Red de Distribución	Número
Plantas de Cemento	13
Plantas de Concreto	344
Moliendas de Clinker	9
Puertos / Terminales	33
Mixers	2,600
Instalaciones de despacho y bodegas	94

Fuente: Cementos Argos

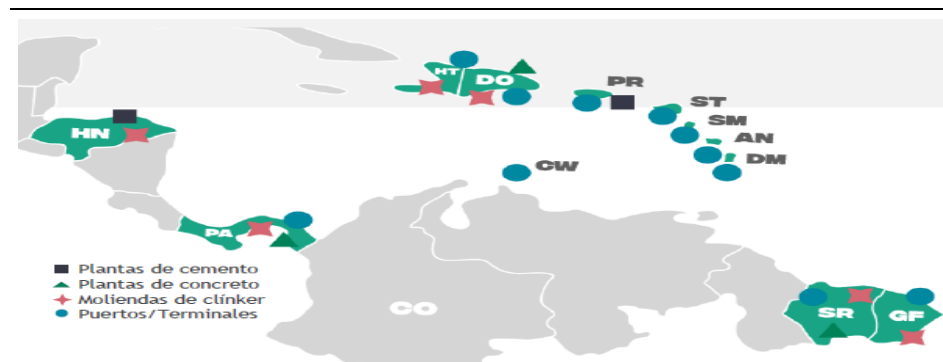
continente americano, con presencia en cerca del 80% del territorio del Caribe. La presencia en cada uno de estos países está en línea con el área geográfica estratégica de operaciones definida por la compañía, con la respectiva generación de sinergias operativas. CCA participa con cerca del 32% de los volúmenes de cemento y el 4% en concreto.

Adicionalmente, Cementos Argos ha ido construyendo una red logística y de distribución que le permite tener maleabilidad en las operaciones de sus regionales, con la opción de tener plantas de cemento con acceso a redes de distribución, marítimas y férreas, al igual que la posibilidad de proveer los diferentes mercados a través de puertos.

Desempeño reciente

La dinámica que presenta esta regional está sustentada en su diversidad, con presencia en 13 países y el aporte individual de los mercados que la conforman, abriendo la puerta a mayores niveles de crecimiento y rentabilidades importantes (Margen EBITDA en pesos por encima del 30% en los últimos años), donde Cementos Argos ha venido adaptando su oferta según las necesidades de cada mercado. Dentro de estos 13 países sobresale Panamá y Honduras, sus políticas fiscales han sido y serán un catalizador significativo en la demanda de cemento y concreto para esta regional.

Gráfica 18. Presencia en Centro América y el Caribe



Fuente: Cementos Argos.

Participación de mercado

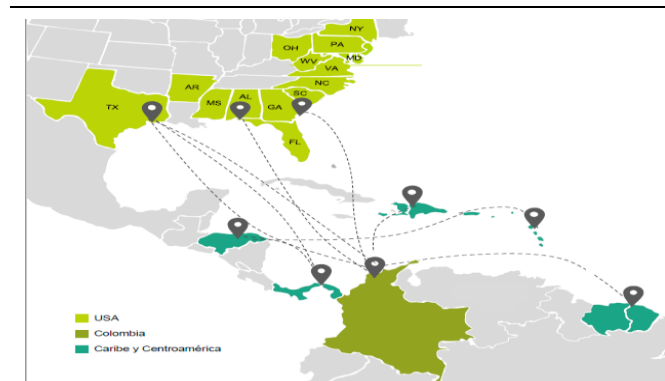
En Panamá y Honduras Cementos Argos tiene una participación de mercado cercana al 42% y 46% respectivamente. Sumado al hecho de ser el único productor de cemento en Haití, Surinam y Guayana Francesa, junto a la presencia que tiene en República Dominicana, entre otros.

Es así como, respecto a la posición por mercado, la cementera tiene la posición número 1 o 2 en los países donde tiene presencia. Acorde a la compañía, tiene el 47% de participación del comercio marítimo de cemento y Clinker, lo cual se

traduce en sinergias de transporte a través de la red de puertos que posee en esta regional. En suma, su ubicación permite la integración de cemento a través de plantas propias e interconectividad logística.

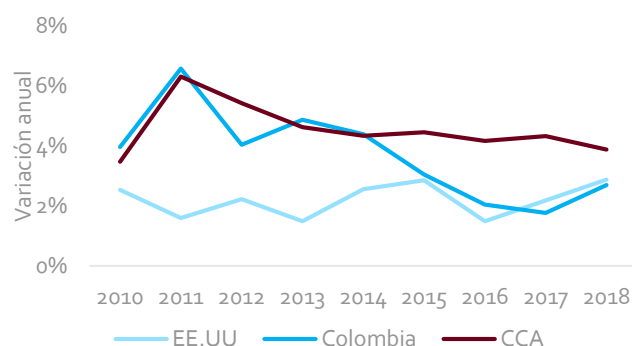
Diversificación y cobertura natural

Gráfica 19. Red Logística y de Distribución



Fuente: Cementos Argos

Gráfica 20. Evolución del PIB Anual por Regional



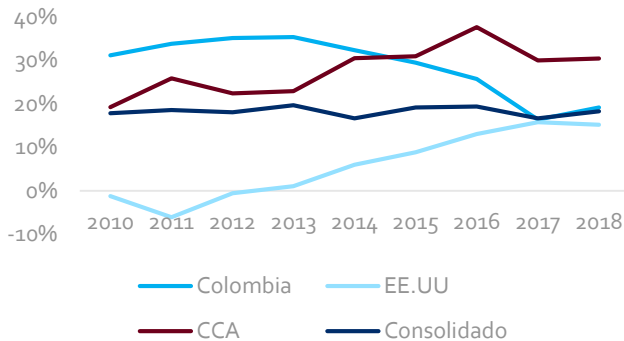
Fuente: DANE, FMI, U.S Bureau. Cálculos: Corficolombiana.

Para Cementos Argos, al carácter líder de la industria cementera y el sector de la construcción –en términos del crecimiento económico–, se le suma el hecho de operar en geografías con dinámicas económicas desacopladas en general (tasa de cambio, crecimiento, tasas de interés, etc.), y en particular al nivel de la dinámica de la construcción. Todo esto le da un carácter defensivo a la exposición en este emisor, que a nivel de los resultados consolidados tiende hacia el crecimiento en el volumen de su operación.

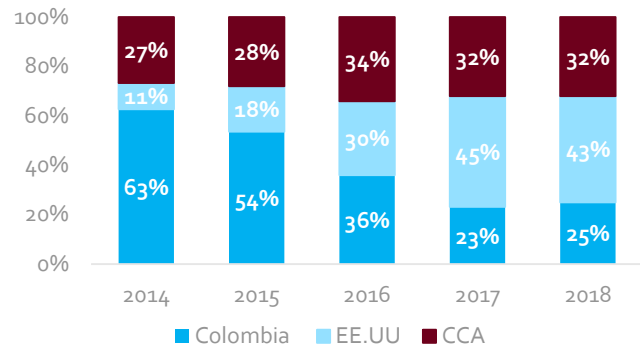
A continuación, evidenciamos esta tendencia positiva con menor volatilidad agregada, resultado de la eficiente cobertura natural, que viene de la diversificación de la operación de Cemargos.

Además de haber logrado posicionarse en mercados con alto potencial de crecimiento, y correlación negativa en sus ciclos económicos (gráfica 20), Cemargos ha conseguido consolidar sinergias logísticas a lo largo del continente americano (gráfica 19).

En primer lugar, el margen EBITDA de Cementos Argos se ha mantenido relativamente estable en los últimos 9 años (Gráfica 21), con un promedio de 18.3%, a pesar de las notables contracciones volumétricas y de precios ocurridas en Colombia. Destacamos el hecho de que la estabilidad del margen en mención se registró en medio del crecimiento inorgánico que caracteriza a la cementera.

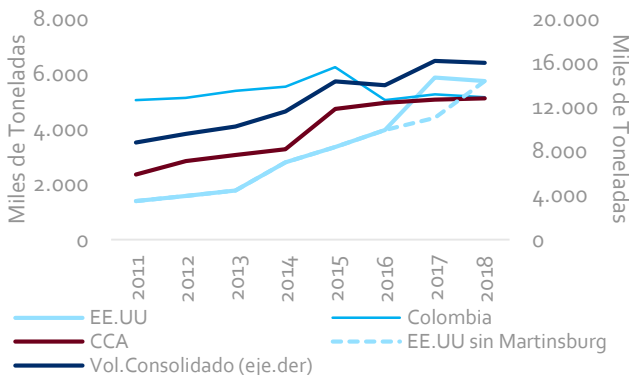
Gráfica 21. Margen EBITDA por regional

Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana.

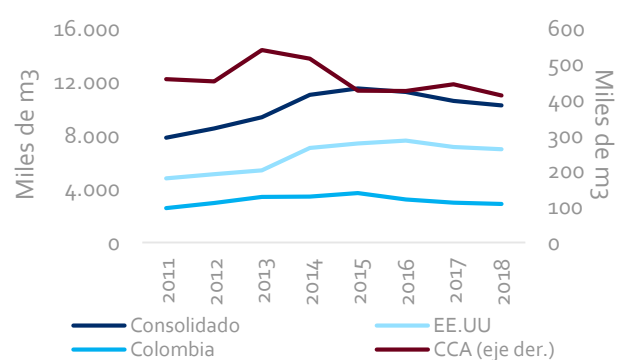
Gráfica 22. Evolución Participación EBITDA por regional

Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana.

El impacto de la estrategia inorgánica se refleja en los volúmenes, que muestran una tendencia positiva a pesar de las contracciones registradas en Colombia en 2016 –especialmente–, que fueron compensadas por las regionales de EE.UU y CCA. Bajo una óptica de mayor plazo, EE.UU pasó de participar del 16% de los volúmenes consolidados de cemento en 2011 al 36% en 2018, mientras que en CCA aumentó del 27% al 32% en el mismo periodo de análisis (gráfica 23). Adicionalmente, la participación de EE.UU en los volúmenes de concreto vendido pasó del 61% en 2010 al 68% en 2018 (gráfica 24).

Gráfica 23. Evolución volúmenes de cemento por regional

Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfica 24. Evolución volúmenes de concreto por regional

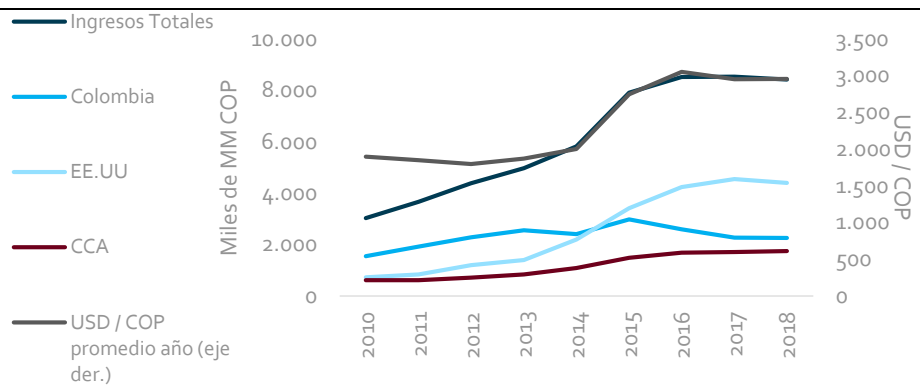
Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana.

En segundo lugar, la devaluación del peso colombiano ha sido determinante para los ingresos consolidados de Cementos Argos, especialmente durante 2015 y 2016, periodo durante el cual, la baja en los precios del petróleo presionó a la tasa de cambio de manera determinante (gráfica 25).

Efecto Diversificador: Cuando incrementa la aversión al riesgo de Colombia, mejoran los ingresos en dólares, cuando la dinámica volumétrica empeora en Colombia, en EE.UU están en otra fase del ciclo de la construcción, etc., y si bien los

efectos de la tasa de cambio no son operacionales, sí lo son en el sentido de que la empresa ha establecido el logro de estos efectos como parte de su misión.

Gráfica 25. Evolución ingresos en COP y comportamiento USD / COP



Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana.

Inductores de valor y proyecciones

En esta sección describimos y explicamos la base de nuestras proyecciones y de la valoración planteada. El punto de partida lo da la sección anterior, mientras que la sección siguiente (riesgos) revisamos los factores que pueden impedir el cumplimiento de nuestro escenario base.

Programa BEST

Durante los últimos años, Cemargos ha mejorado notablemente a nivel de eficiencia, márgenes, costos, etc., recortando, por ejemplo, la diferencia que tenía en 2015 frente a CLH en Colombia. **En general, el efecto de este esfuerzo va a resultar en que una recuperación o mejora a nivel de ventas en las regiones en las que la compañía viene aplicando el programa BEST, generará crecimientos en el EBITDA y en las utilidades superiores a los que la empresa lograba anteriormente, lo cual estamos incorporando en nuestro ejercicio de valoración** (capital de trabajo, márgenes de operación, etc.) (Ver Anexo 4. Efectos Adicionales del Programa BEST).

Dentro de los aspectos más importantes del programa BEST se encuentran las Sinergias Administrativas obtenidas mediante el programa “Fit to Grow” (rediseñar estructura administrativa y ajustar la fuerza laboral), el Centro de Servicios Compartidos y la optimización de Activos No Operativos, con una serie de desinversiones en Colombia y EEUU. Adicionalmente, sobresalen el ahorro por transformación productiva en las plantas de Sabanagrande y San Gil, equivalentes a COP 30 mil millones al año, junto al cierre en línea húmeda en Cartagena, con ahorros estimados de COP 15 mil millones, además de la reducción de personal y la parada planta de concreto en Mamonal – Cartagena, entre otros.

Sin embargo, es la disminución del costo de producción lo que ha tenido mayor impacto, resultando en una notable mejora en los márgenes de la compañía a largo plazo.

En primer lugar, toda vez que el Clinker es indispensable para la fabricación de cemento, y se trata del insumo más costoso utilizado en el proceso, destacamos que **Cemargos ha logrado una mayor sustitución de Clinker, mediante procesos como la utilización de arcillas calcinadas**, tanto en los procesos de producción integrados (donde se produce Clinker para la fabricación de cemento), como en los procesos de molienda (donde el Clinker utilizado para la fabricación es un insumo que no se produce internamente), dicho insumo resulta de la calcinación del crudo, que a su vez resulta de la trituración de caliza y otros materiales.

De acuerdo con la compañía, en Colombia la sustitución de Clinker es de aproximadamente 72%, y estiman que pueden incrementarla un poco más mediante la implementación de tecnologías livianas y de mezcla. **En todo caso, las**

iniciativas de sustitución corresponden a la optimización de costos de Cemargos, donde cuenta con disponibilidad de Clinker suficiente para su producción actual y futura.

De igual manera, el proceso de producción de cemento utiliza caliza (que emplea arcilla, yeso, escoria y puzolana), por lo que destacamos que ni la disponibilidad ni el costo de la caliza constituyen una preocupación para la operación de Cemargos, pues cuenta con títulos mineros y los trámites ambientales aprobados para obtener caliza. Habiendo aclarado esto, también debemos destacar que, con la adquisición de la planta de Martinsburg en EEUU, Cementos Argos adquirió reservas de caliza por 54 años a capacidad completa en dicho país.

Finalmente, **la compañía ha logrado disminuir sus costos por consumo de energía, que representan alrededor del 25% del costo total de producción.** La reducción la ha logrado a partir de autogeneración de electricidad y el uso de combustibles alternos dentro del proceso de mejora. Cabe recordar que, el uso de combustibles alternativos es favorecido por ventajas tributarias (surgidas a partir del Protocolo de Kioto).

EE. UU: Política pública

Ubicación estratégica

Las plantas de Cemargos están ubicadas cerca de centros de alto crecimiento, como Carolina del Sur, Carolina del Norte, Texas, Georgia y Florida. De igual manera, la compañía funciona bajo integración vertical en sus operaciones, a partir de una red logística integral a nivel marítimo, terrestre y ferroviario, complementada con la capacidad de satisfacer los requerimientos de importación de cemento.

Cemargos en la Florida: Tras la adquisición de activos en el 2014 con la Planta de Newberry, Cemargos tiene presencia en uno de los estados que históricamente ha registrado los mayores consumos de cemento en todo EEUU, permitiéndole además tener mayor interconexión con CCA y Colombia.

Cemargos en West Virginia: Tras su adquisición en 2016, la entrada en operación de la planta de Martinsburg en el Estado de West Virginia ha sido un catalizador importante en la producción de cemento, ampliando la capacidad instalada en un 29% en EEUU, la presencia de la cementera de nueve a trece estados, y un aumento del 39% en la población a la cual se tiene acceso en zonas urbanas.

La ubicación actual de Cemargos, le permitirá aprovechar la implementación de políticas públicas encaminadas a la mejora general de la infraestructura en EEUU, junto con los programas estatales, que se suman al hecho de que los estados en donde tiene presencia la cementera presentan una mayor dinámica relativa a los demás estados.

Tabla 12. Securing Florida's Future. Millones USD

Programa	2018 - 2019
Programa - Florida's Turnpike	1,371
Desarrollo del Sistema de Transporte	1,102
Programa - Operaciones de Autopistas	4,755
Total	7,228

Fuente:

www.fightingforfloridasfuturebudget.com

Tabla 13. Desglose del FAST ACT. Millones USD

Programa	Fondos a 5 años
Federal Highway Administration	226
Federal Transit Administration	61
Federal Motor Carrier Safety Administration	3
Pipeline and Hazardous Materials Administration	0
National Highway Traffic Safety Administration	5
Federal Railroad Administration	10
Total	305

Fuente:

www.fightingforfloridasfuturebudget.com

Requerimientos de infraestructura generales y estatales

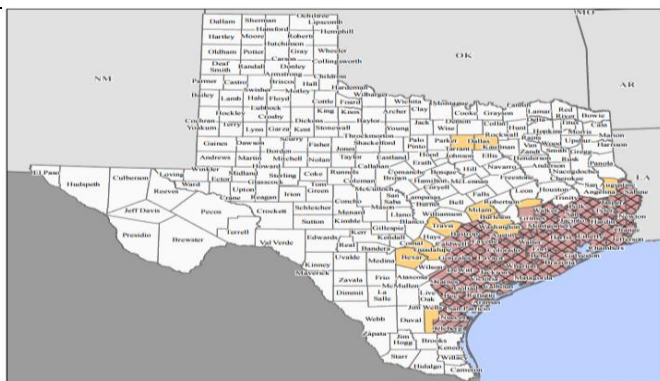
De acuerdo con Cementos Argos, un 10% de los puentes en EEUU tienen deficiencias estructurales, que se suma a la falta de inversiones de mantenimiento y actualización en carreteras y aeropuertos, por lo que la necesidad de inversión en infraestructura a nivel nacional es evidente.

Adicionalmente, sobresalen planes de desarrollo en estados donde Cementos Argos tiene presencia, como Florida, Virginia y Maryland, entre otros. En esta línea, de acuerdo con el Fails Management Institute, el gasto en infraestructura en estos estados va a tener tasas promedio de crecimiento de entre un 5% y un 10% de acá al 2022.

Requerimientos de infraestructura por concepto de catástrofes naturales

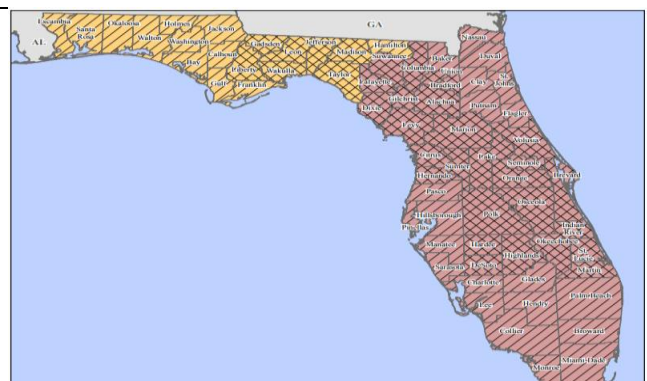
1). Considerando los planes de emergencia para huracanes aprobados, sobresale el del Estado de Texas, el cual declaró el estado de emergencia en agosto del 2017, tras el paso del huracán Harvey. Acorde a la Agencia Federal para el Manejo de Emergencias (FEMA) se destinará un total de USD 1,486 millones para la restauración de los diferentes condados afectados, parte del cual se debería destinar a infraestructura. Por su parte, tras el paso del huracán Irma por Florida, la FEMA estima una inversión total de USD 960 millones, que incluye la reconstrucción de diferentes tipos de infraestructura (gráficas 26 y 27).

Gráfica 26. Condados con asistencia tras paso del huracán Harvey (Texas)



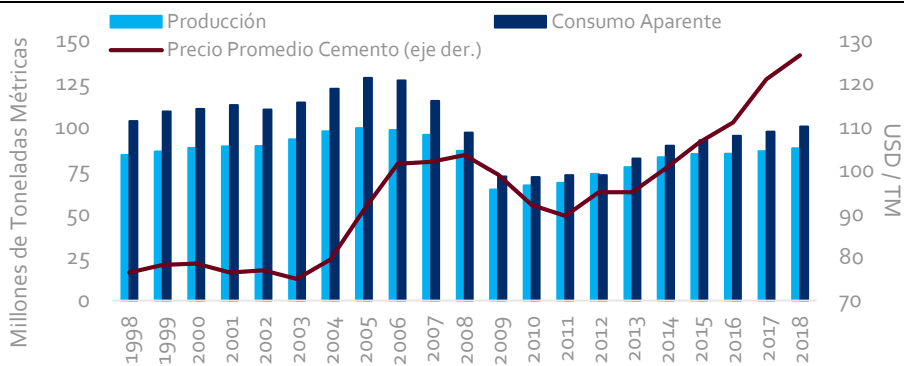
Fuente: FEMA.

Gráfica 27. Condados con asistencia tras paso del huracán Irma (Florida)



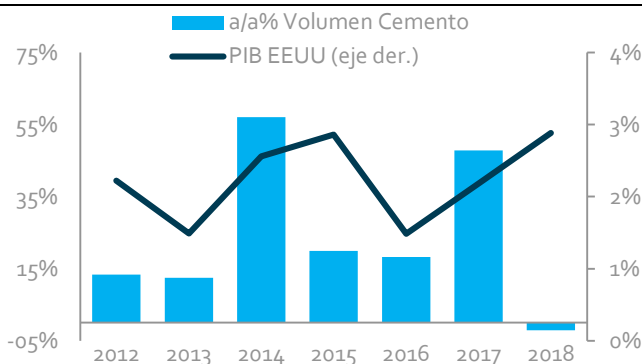
Fuente: FEMA.

2). Entre los proyectos de corto plazo para Estados como la Florida, de los USD 10.7 mil millones que se estiman para el periodo 2018 – 2019 entre los tres principales programas de transporte (Florida's Turnpike, Desarrollo del Sistema de Transporte y Operaciones de Autopistas), un monto superior a los USD 7 mil millones estará directamente comprometido con temas de infraestructura, que requieren de la utilización de cemento y/o concreto (tabla 12).

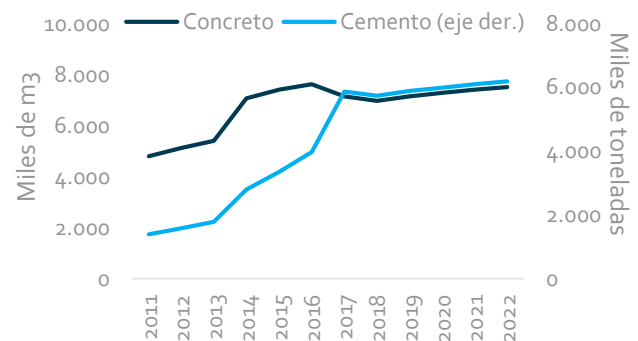
Gráfica 28. Producción y Precios (Miles de toneladas).

Fuente: US Geological Survey. Cálculos: Corficolombiana.

3). Respecto al plan aprobado por la anterior administración denominado Fixing America's Surface Transportation (FAST) Act, tenemos que cerca del 74% (USD 226 millones) están destinados a la administración de autopistas (tabla 13).

Gráfica 29. PIB y Producción de Cemento en EE.UU

Fuente: Bureau of Economic Analysis y Cemargos Cálculos: Corficolombiana.

Gráfica 30. Producción de Cemargos en EE.UU

Fuente: Cemargos Cálculos: Corficolombiana.

Proyección de volúmenes

El punto de partida de la valoración incluye a un sector inmobiliario que viene perdiendo el impulso. Impulso que podría ser más que compensado en caso de que implementen políticas públicas en relación con los planes de infraestructura, como los anunciados a finales de 2016. Para efectos de nuestra valoración, insistimos que la ejecución y el impacto de las obras, que están enfocadas en la mejora de la infraestructura vial, portuaria y aeroportuaria secundaria (local y rural), las tomamos como un *upside* que no estamos incorporando en el modelo de valoración, pues a la fecha no se evidencian planes concretos respecto a la posible inversión en infraestructura del Gobierno Trump por un billón de dólares en 10 años (*trillion*).

Así las cosas, nuestra proyección de volúmenes de cemento tuvo en cuenta el crecimiento proyectado del PIB de EEUU para el componente orgánico. Mientras que, para el crecimiento adicional se consideraron los planes estatales para el 2019 de algunos Estados donde Cementos Argos tiene presencia (Georgia, Florida, Virginia, Maryland), entre otros (tablas 12 y 13), aunque resaltamos que el efecto incremental sobre los volúmenes resultó marginal.

Proyección de precios

Por otro lado, los precios promedio en EEUU han incrementado de manera continua desde 2013 (gráfica 28), jalonados por la dinámica positiva del consumo aparente, ubicado en niveles cercanos a aquellos previos a los años de la crisis financiera (2007 - 2009). Proyectamos que esta situación se mantenga, con crecimientos anuales en línea con la inflación.

Tabla 14. Proyección de Ingresos – Regional EEUU

EEUU	2019e	2020e	2021e	2022e
Cemento	1,972	2,066	2,169	2,267
Concreto	3,019	3,163	3,321	3,471
Total	4,992	5,229	5,489	5,738
Var. a/a %		4.8%	5.0%	4.5%

Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana. Cifras en COP Miles MM.

Colombia: Cuentas serias

Para Colombia, esperamos que continúe la elevada y directa asociación entre el crecimiento económico y la dinámica de la construcción, por lo que proyectamos el crecimiento orgánico de volúmenes en línea con el crecimiento económico esperado, mientras que el crecimiento adicional se obtuvo a partir de nuestras estimaciones sobre el desarrollo de proyectos 4G y los programas de vivienda.

En 2020 captamos el efecto a la baja en los volúmenes de cemento de Cemargos por el ingreso de 2.3 MM de ton de cemento provenientes de CLH y Corona – Molins, teniendo en cuenta la capacidad utilizada a nivel nacional (65% al 2018) y el “market share” de Cemargos en Colombia (41% al 2018).

Infraestructura

Tabla 15. Proyectos 1ra Ola 4Gs.

APP	Proyecto	Inversión (Billones COP)	Longitud (Km)	Avance
1	Conexión Pacífico 1	1.8	49	17%
2	Conexión Pacífico 2	0.9	98	67%
3	Conexión Pacífico 3	1.3	146	59%
4	Autopista Río Magdalena 2	1.5	144	8%
5	Conexión Norte	1	145	43%
6	Girardot – Puerto Salgar	0.9	190	95%
7	Cartagena – Barranquilla	1	147	100%
8	Perimetral de Oriente	1.1	153	41%
9	Mulalo - Loboguerrero	1.3	32	N/A
10	Ocaña - Gamarra	1.3	80	NA
Total		12.1	1,184	

Fuente: ANI, CCI. Avances a marzo 2019. Cálculos Corficolombiana.

El componente de infraestructura se incorporó teniendo en cuenta la información suministrada por el SECOP sobre los proyectos de las diferentes Olas 4G (tablas 15 a la 18) junto a la información disponible al cierre de marzo del 2019 de la Cámara de la Infraestructura (CCI) sobre el avance de dichas obras y las iniciativas privadas.

Tuvimos en cuenta las obras que ya iniciaron construcción, asumiendo que la participación de Cemargos estará alrededor del 70% (estimación sobre las unidades funcionales). Esto equivale a una demanda cercana a 2.7 millones de m3 de concreto o 1 millón de toneladas de cemento, tomando en cuenta un escenario conservador a nivel de la ejecución (gráfica 31).

La demanda de concreto de la tabla 19 corresponde al total estimado de proyectos iniciados (incluyendo a Cementos Argos).

Tabla 16. Proyectos 2da Ola 4Gs

APP	Proyecto	Inversión (Billones COP)	Longitud (Km)	Avance
1	Transversal del Sisga	0.6	137	33%
2	Santana – Mocoa - Neiva	1.6	447	5%
3	Villavicencio - Yopal	2	262	N/A
4	Pta de Hierro – Cruz del Viso	0.5	202	27%
5	Autopista al Mar 1	1.6	176	30%
6	Autopista al Mar 2	1.5	254	2%
7	Rumichaca - Pasto	1.7	80	16%
8	Stder. Quilichao - Popayán	1.2	76	N/A
9	Bucaramanga - B/quilla	1.7	152	19%
Total		12.4	1,786	

Fuente: ANI, CCI. Avances a marzo 2019. Cálculos Corficolombiana.

A falta de 3ra generación, el “impulso” de la infraestructura lo completan las APPs:

Tabla 17. Asociaciones Público Privadas (APPs)

APP	Proyecto	Inversión (Billones COP)	Longitud (Km)	Avance
1	Ibagué - Cajamarca	1.02	225	44%
2	Malla Vial del Meta	1.26	325	0%
3	Chirajara – Villavicencio	1.9	85	50%
4	Cesar – La Guajira	0.37	350	N/A
5	Cambao – Manizales	1.3	256	0%
6	Antioquia – Bolívar	1.13	490	39%
7	Neiva - Girardot	0.8	193	22%
8	Vías del Nus	1.00	157.4	23%
9	Bogotá - Girardot (er carril)	1.71	144.8	2%
Total		8.78	2,226	

Fuente: ANI, CCI. Avances a marzo 2019. Cálculos Corficolombiana

La relación de las obras de la tercera ola de 4Gs la ponemos únicamente para contrastar con las anteriores olas y concluir que no estamos esperando mayor aporte de estas durante el periodo de proyección explícito planteado en el modelo. De acuerdo con la compañía, entre 2019 y 2021 se daría el pico en la demanda de concreto.

Tabla 18. Proyectos 3ra Ola 4G

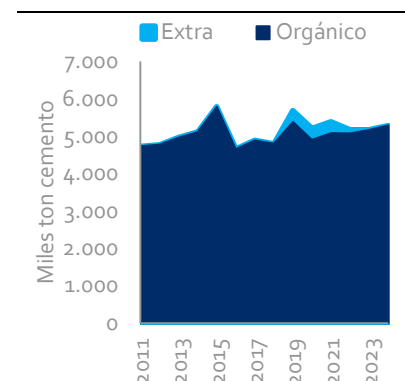
APP	Proyecto	Inversión (Miles de MM COP)	Longitud (Km)	Avance
1	B/manga –Pamplona	795	133	N/A
2	Pamplona – Cúcuta	1,203	47	3%
Total		1,998	180	

Fuente: ANI, CCI. Avances a marzo 2019. Cálculos Corficolombiana

Vivienda

Por otro lado, se incluyen los programas de vivienda a nivel nacional, enfocados en Viviendas de Interés Social (VIS), estimando una participación conservadora para Cemargos (tabla 20). Cabe mencionar que, el Programa de “Mi Casa Ya” únicamente aplica para la proyección del 2019, pues está planteado que finalice en este año. Las ampliaciones a estos planes por parte del gobierno las tomamos como un *upside* que no incluimos en la proyección.

Gráfica 31. Upside explicado por 4G y APPs



Fuente: SECOP y CCI. Cálculos: Corficolom.

Tabla 19. Demanda Total estimada Olas 4G y APPs

Ola	Concreto (m3)
1ra Ola 4G	2,101,935
2da Ola 4G	1,198,443
3ra Ola 4G	76,563
APPs	482,523
Total	3,859,463

Fuente: SECOP. Cálculos: Corficolombiana.

Tabla 20. Programas de Vivienda

Programas de Vivienda	Unidades (miles)
Viviendas Gratis	22
Casa digna vida digna	108
Mi casa ya	255
Semillero de Propietarios	200
Macroproyecto VIS - VIP	164

Fuente: Programas de Vivienda del Gobierno Nacional. Cálculos: Corficolombiana.

Precios

Tabla 21. Proyección de Ingresos – Regional Colombia

Colombia	2019e	2020e	2021e	2022e
Cemento	1,787	1,684	1,798	1,848
Concreto	774	830	889	952
Total	2,561	2,513	2,687	2,800
Var. a/a %		-1.9%	6.9%	4.2%

Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana. Cifras en COP Miles MM

Respecto a los precios, pese al aumento gradual que han presentado en el 2017 y en el 2018, aunque somos conservadores, tenemos en cuenta las expectativas de incrementos planteadas por la compañía, al igual que la dinámica esperada en materia de inflación, **sin perder de vista la posibilidad de un aumento en la oferta interna de cemento en Colombia y una lenta mejora en la dinámica del sector constructor**. Cabe mencionar que, no asumidos un cambio estructural.

Así las cosas, la proyección de ventas incorpora nuestras expectativas conservadoras relacionadas con los proyectos de infraestructura en Colombia con efecto considerable de 2019 a 2022, los programas de vivienda del Gobierno Nacional que van hasta 2023 y el efecto negativo sobre volúmenes que en 2020 tendría un aumento en la oferta proveniente de las plantas de Corona – Molins y de Maceo (CLH).

CCA: Oscuridad antes del amanecer

Para Centro América y el Caribe (CCA), el Pareto de crecimiento en volumen lo constituyen principalmente Panamá y Honduras; países en donde no esperamos recuperaciones significativas sino a partir de 2020 - 2021. El crecimiento de los volúmenes de la región corresponde principalmente al crecimiento esperado del producto interno de estos países ponderado por su participación en volúmenes en periodos anteriores.

Panamá: Convicción en Planes Gubernamentales

Tabla 22. Mega Proyectos Viales

Proyecto	Km	Monto Estimado (USD MM)	Fecha Inicio	Finalización
Línea 2 - Metro*	21	1,857	Octubre del 2015	1T - 2019
Línea 3 - Metro*	34	2,600	En licitación pública	
3er Puente sobre el Canal	4,6	450	Avance del 67%	
4to Puente sobre el Canal	6	1,200	En licitación pública	
Total		6,107		

Fuente: Dirección de Programación de Inversiones, MEF.

En Panamá, de acuerdo con el Ministerio de Obras Públicas, existen cerca de 300 proyectos en desarrollo, enfocados en la construcción y rehabilitación de

carreteras, calles y caminos en el territorio nacional. Además de lo ya ejecutado, el Gobierno desea habilitar y mejorar más de 1,800 kilómetros de red vial con el objetivo de crear un mejor ordenamiento urbano.

Tabla 25. Proyectos de Inversión Pública en Panamá

Proyecto	Monto Estimado (USD MM)
Construcción Tramo San Juan - La Pita	218.3
Ampliación David - Boquete	124.20
Construcción Tramo La Pita - David	118.35
Ampliación de la Carretera Paso Canoas – Puerto Armuelles	104.57
Ampliación a cuatro carriles Divisa - Chitré y Mantenimiento del Circuito de Herrera	86.81
Construcción Tramo San Félix - San Juan	86.55
Construcción Tramo Vigui - San Félix	52.60
Mantenimiento Circuito Coclé	42.43
Rehabilitación La Mesa-Las tablas	23.97
Rehabilitación Carretera de Los Olivos	23.54
Rehabilitación Camino Toza - Huaca de Quije	18.95
Rehabilitación Camino Cascajalillo La Arenita-Las Cabras	16.09
Rehabilitación de la Carretera Nuario - Cruce de El Cacao-Tonosí	13.62
Rehabilitación Camino Tranquilla Centro-Cerro de la Cruz	12.45
Rehabilitación Camino Portobelo - El Cruce - La Guayra y Cruce	
Nombre de Dios-Unión Santeña y Calles del Distrito de Portobelo y Santa Isabel	11.27
Total	953.7

Fuente: SIG para Proyectos de Inversión Pública.

Tras finalizar la ampliación del Canal, la desaceleración de la economía panameña, junto con el alto inventario de apartamentos y oficinas, limitan la expectativa de construcción de edificaciones.

Para Panamá se tuvo en cuenta la evolución del Plan Quinquenal de Inversiones para el quinquenio 2018 – 2022. Lo anterior en medio de proyectos que incluyen la construcción de la tercera línea del Metro, un cuarto puente sobre el Canal de Panamá, el proyecto de Regeneración Urbana de Colón, entre otros. El desglose de los proyectos se presenta de la tabla 22 hasta la 25.

Tabla 23. Mega Proyectos de Vivienda

Proyecto	Dato	Monto Estimado (USD MM)
Renovación Urbana de Colón	5,730 viviendas	569
Ciudad Esperanza	2,250 viviendas	137
Instituto Superior del Este (ITSE)	Institución Educativa	70
Total		776

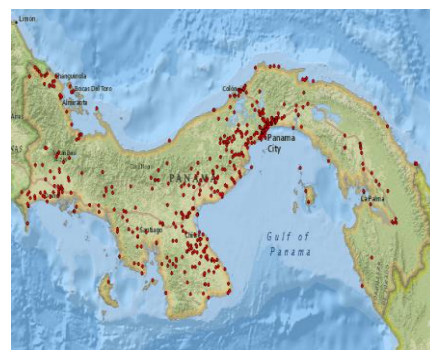
Fuente: Dirección de Programación de Inversiones, MEF

Tabla 24. Otros Mega Proyectos

Proyecto	Dato	Monto Estimado (USD MM)
Proyecto Hidroeléctrico Changuinola II	NA	1,050
Saneamiento de la Bahía	Avance: Etapa I: 93% Etapa II: 9% Etapa III Panamá Oeste: 3%.	791
Total		1,841

Fuente: Dirección de Programación de Inversiones, MEF

Gráfica 32. Panamá – Proyectos de Inversión Pública



Fuente: Portal SIG-SINIP. Solo incluye inversión en Infraestructura – Transporte.

Honduras: Inercia discreta

Tabla 27. Cartera de proyectos en Honduras

Proyecto	Longitud (Km)	Monto Estimado (USD MM)
Carretera Santa Rosa de Aguán	20	12.4
Carretera Bonito Oriental- Limón	36	22.5
Carretera Desvío de Braulio	10.5	8.4
Carretera El Triángulo- El Puente	5.5	6.3
Carretera Trujillo- Santa Fé	12	12.6
Carretera Planes Sonaguera-Desvío de Braulio	36.5	18.9
Carretera Corozza Alta-Buena Vista-Cuyamel	NA	2.6
Carretera Desvío de Limón-Iriona-San José de la Punta-El Castillo-Río Sico	77.6	20.5
Carretera Santa Fé- Balfate	44	3.9
Carretera Sonaguera- Balfate	20	2
Carretera Limones-Salamá-Mame-Desvío de Yocón-Desvío de Esquipulas del Norte	164.8	94.6
Carretera Sonaguera- Isleta Central	13	8.7
Carretera La Ceiba- Trujillo- Puerto Castilla	178	176
Carretera Guasaule- Júcaro Galán	NA	110
Total	617.9	499.4

Fuente: Coalianza. Cálculos: Corficolombiana.

Tabla 26. Proyecto por adjudicar en Honduras

Proyecto	Longitud (Km)	Monto Estimado (USD MM)
Carretera CA-4/Occidente	106	270

Fuente: Coalianza. Cálculos: Corficolombiana.

Tabla 28. Proyectos en Estructuración en Honduras

Proyecto	Longitud (Km)	Monto Estimado (USD MM)
Carretera CA-5/Sur	88,2	85
Carretera CA-13- Colón y Atlántida	336	237
Proyecto de Mejoramiento Islas de la Bahía	Etapa I: 15.2 Etapa II: Por definir	Etapa 1: 15,5 Etapa 2: Por definir
Libramiento de San Pedro Sula	97.1	70.3
Libramiento de Puerto Cortés	N/A	26.57
Libramiento de El Progreso	N/A	2.3
Total	537	436

Fuente: Coalianza. Cálculos: Corficolombiana.

El Gobierno de Honduras ha estructurado un programa de infraestructura (desglosado desde la tabla 26 hasta la 28) mediante inversiones público - privadas con el fin de mejorar la oferta energética y la conexión vial, que deberán incrementar la demanda de concreto. Sin embargo, la situación política y económica del país actualmente es complicada.

En general, para la proyección de los ingresos en CCA, tuvimos en cuenta la dinámica en mención junto a un comportamiento conservador en el nivel de precios de la regional (tabla 29).

Tabla 29. Proyección de Ingresos – Regional CCA

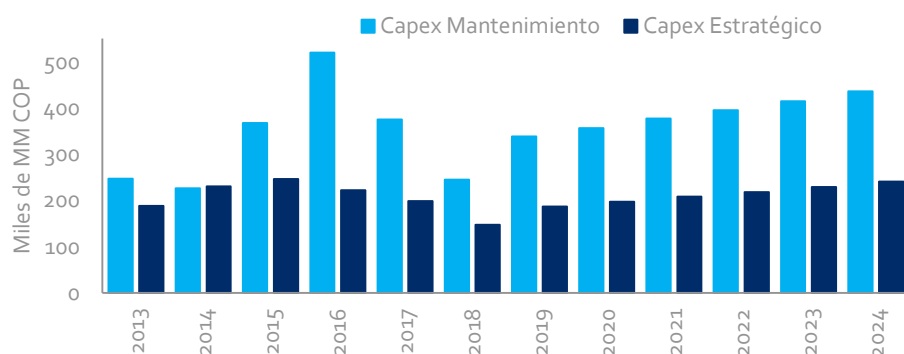
CCA	2019e	2020e	2021e	2022e
Cemento	1,657	1,756	1,863	1,972
Concreto	120	131	139	147
Total	1,777	1,887	2,001	2,119
Var. a/a %		6.2%	6.1%	5.9%

Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana. Cifras en COP Miles MM.

Capex, Generación de Caja y Financiación

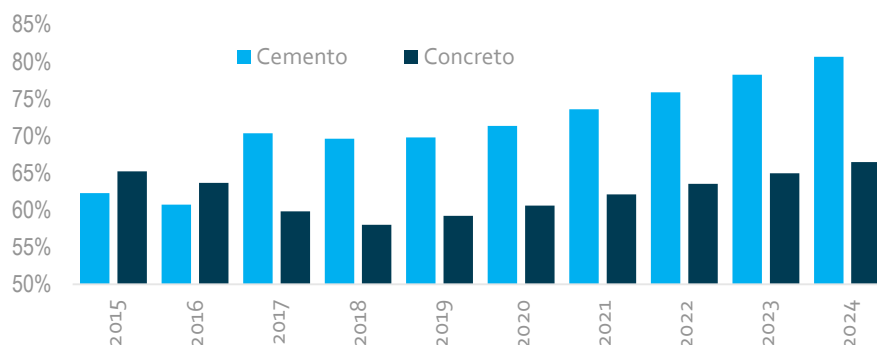
En nuestras proyecciones mantuvimos la dinámica del capex en proporción de las ventas (Gráfica 33), sin realizar inversiones adicionales en el periodo explícito de la proyección, pues no se estima crecimiento inorgánico, ni ampliaciones, toda vez que la capacidad utilizada no superaría el 80% en el periodo de proyección (gráfica 34).

Adicionalmente utilizamos nivel de caja mínima de 60 días (costos y gastos operacionales), a partir del cual no se incurre en nueva deuda, superado de manera holgada por la generación de caja proyectada. Además de la operación, en 2019 registramos la venta de las acciones sobre Grupo Sura a precios de mercado del 23 de abril del 2019, junto con la venta de las acciones de Cartón de Colombia, al precio establecido en la OPA (tabla 30).

Gráfica 33. Capex

Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana.

Además de la caja mínima, y la inclusión de la estructura de deuda al cierre de 2018 junto con su perfil de vencimientos, el modelo calcula el endeudamiento adicional para el mantenimiento de indicadores objetivo de Deuda / EBITDA, Deuda Neta / EBITDA y Deuda / Capital.

Gráfica 34. Utilización de Capacidad Instalada

Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana.

Evaluamos la situación financiera de Cemargos bajo esos indicadores, lo que resulta en una acumulación de caja innecesaria, por lo que no hacen parte del escenario base de valoración, tal como no estamos asumiendo una expansión inorgánica adicional durante el periodo de proyección explícito. Al cierre del 2018 cerca del 48% de la deuda financiera es denominada en USD, en línea con el hecho de que el 75% del EBITDA generado por la compañía proviene de EEUU (43%) y CCA (32%).

La más que apropiada generación de caja (la conversión de Flujo de Caja Libre respecto al EBITDA) asume la continuidad en la operación de las diferentes regionales. (tabla 31).

Tabla 30. Flujo de Caja

	2019e	2020e	2021e	2022e
Utilidad Neta	357,518	375,540	485,102	563,098
Total CFO	1,165,250	1,685,578	1,721,885	1,775,126
(-) Capex Mantenimiento	341,911	352,891	372,984	390,540
(-) Capex Estratégico	188,650	194,708	205,795	215,482
(+) Desinversiones (Inversiones y Activos)	1,029,674	-	-	-
Total CFI	499,113	(547,599)	(578,779)	(606,022)
Total CFF	(703,843)	(728,978)	(738,776)	(767,702)
Total Flujo del Accionista	960,519	409,001	404,331	401,402
Caja Final	1,601,356	2,010,357	2,414,688	2,816,091

Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana. COP MM

Es importante recordar que, tanto la adquisición de la planta de Martinsburg en EEUU de en 2016, como un desempeño más lento del esperado en algunas regionales, han afectado negativamente al apalancamiento de la compañía, incrementando la relación de Deuda Neta / (EBITDA + Dividendos) hasta niveles de 3.7x en el 2018 y 4.0x en el 1T19.

Consecuentemente con lo anterior, en abril del 2019 del presente año la Agencia de calificaciones Fitch Ratings revisó la perspectiva de Cementos Argos a negativa,

lo que no vemos problemático por las razones ya mencionadas, al punto de que esperamos que Cemargos reduzca gradualmente su nivel de apalancamiento (gráfica 35 y 36).

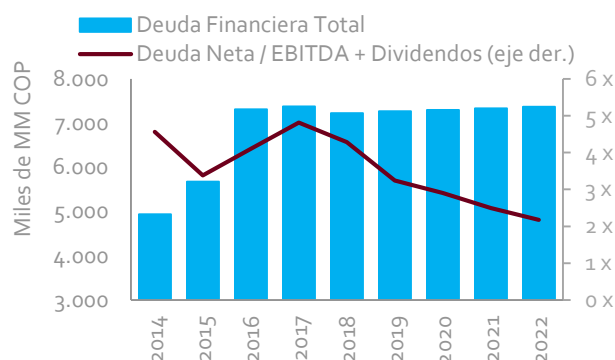
Tabla 31. Proyección de FCF, EBITDA y FCF / EBITDA

	2019e	2020e	2021e	2022e
FCF	1,115,065	1,015,182	1,094,273	1,170,745
EBITDA	1,748,935	1,822,353	1,970,270	2,093,108
FCF / EBITDA	64%	56%	56%	56%

Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana. COP MM

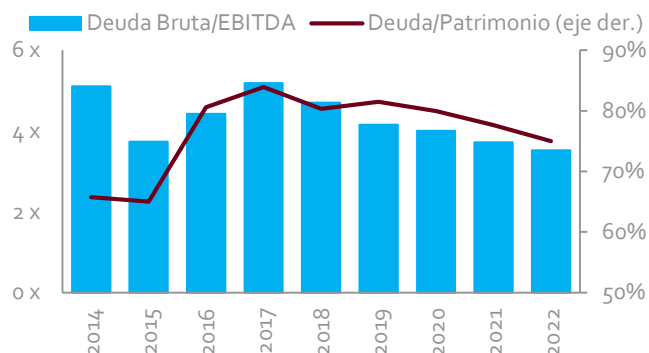
La generación de caja que proyectamos, también se beneficia de la incorporación de un aumento gradual en eficiencias operacionales, y una mejora en la situación de liquidez a partir de la gradual liberación de capital de trabajo (gráfico 38).

Gráfica 35. Deuda y Deuda Neta / (EBITDA + Dividendos)



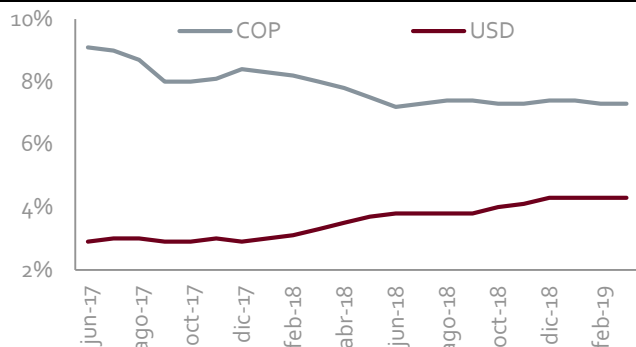
Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana

Gráfica 36. Deuda / EBITDA y Deuda / Patrimonio



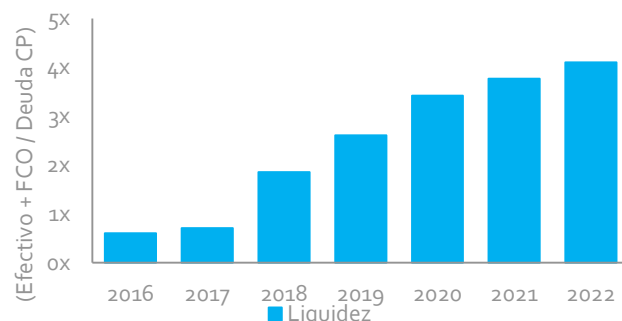
Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfica 37. Evolución Costo de la Deuda



Fuente: Cementos Argos.

Gráfica 38. Liquidez. (Efectivo + FCO) / Deuda Corto Plazo



Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana.

En relación con la participación de 48% de la deuda en dólares sobre el total, **el manejo contable que le da la empresa a la diferencia en cambio hace que la**

mayoría de este efecto no se refleje en el Estado de Resultados, sino en la cuenta de Otros Resultados Integrales (ORI).

Proyección de ingresos totales

Tabla 32. Proyección de Ingresos Totales

Total	2019e	2020e	2021e	2022e
Cemento	5,416	5,506	5,830	6,087
Concreto	3,914	4,124	4,348	4,570
Total	9,330	9,629	10,178	10,657
Var. A/A %		3.2%	5.7%	4.7%

Fuente: Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana. COP Miles MM

Nuestra proyección de ingresos resulta de la interacción de los factores – inductores- mencionados anteriormente. Creemos que los alejamientos de la tasa de cambio o la dinámica de una región en particular (por ejemplo, Centroamérica en 2019), se verán compensados teniendo en cuenta la estructura diversificada de la operación de la Cementera.

Tabla 33. Participación sobre ingresos.

	2019e	2020e	2021e	2022e
Colombia	27.5%	26.1%	26.4%	26.3%
EEUU	53.5%	54.3%	53.9%	53.8%
CCA	19.0%	19.6%	19.7%	19.9%

Fuente: Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana.

Factores de Riesgo

Factores Transversales

Clima

En los últimos años, factores climáticos como lluvias y huracanes, han afectado los volúmenes de venta y producción en EEUU y CCA. De esta manera, en ciertos trimestres, los días laborales en ciertos Estados de EEUU como Texas se han visto reducidos significativamente. Por ejemplo, en 1T17 y 2T17 por condiciones climáticas, apenas el 43% y 52% de los días hábiles en Houston fueron laborables (frente al 73% y 68% para los mismos periodos del 2016).

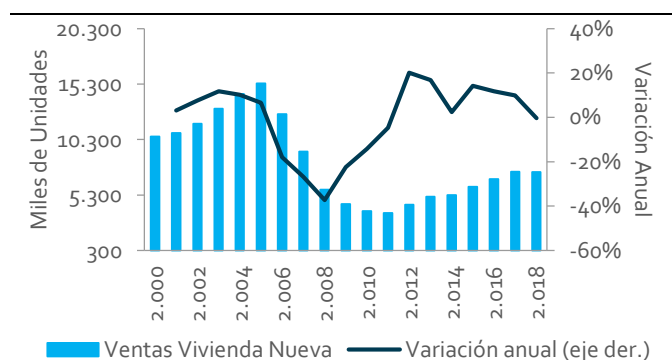
Posteriormente, en 3T17, la zona Sur – Centro presentó reducciones en los volúmenes de cemento y concreto por los efectos de la temporada de huracanes. Asimismo, en la regional CCA se presentaron afectaciones en las operaciones, y recientemente, el Huracán Florence afectó los volúmenes de concreto en Carolina del Norte y Sur en 3T18.

En conclusión, creemos que por lo menos en EEUU, se trata de riesgos de base estadística únicamente, pues a cada temporada de desastres le sigue una temporada de reconstrucción.

EEUU: ¿Ralentización a la vista?

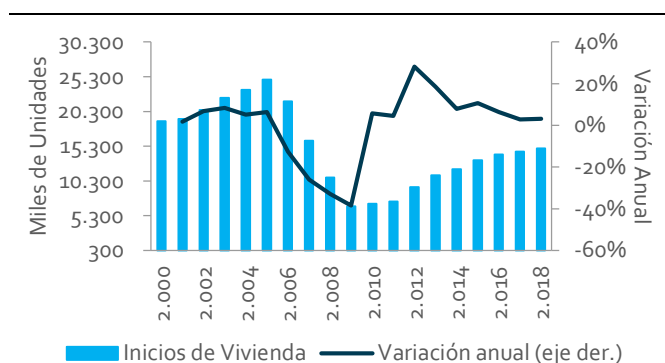
Vivienda: ¿Entrando a la fase de crecimiento bajo?

Gráfica 39. Ventas Vivienda Nueva



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

Gráfica 40. Inicios de Vivienda



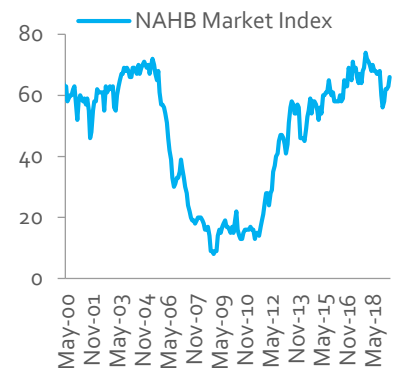
Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

El mercado de vivienda tuvo una recuperación importante luego de la crisis financiera del 2007 - 2009. Actualmente, las ventas de casas nuevas se ubican en niveles previos a la crisis, aunque su ritmo de crecimiento viene desacelerándose desde el 2015 (gráfica 39). Por su parte, los inicios de construcción de vivienda han

presentado variaciones positivas, aunque a tasas cada vez más moderadas (gráfica 40).

Durante los últimos años, el sector de vivienda ha registrado una desaceleración gradual, lo cual debe monitorearse, toda vez que dicho segmento representa cerca del 20 - 26% del volumen de concreto de Cementos Argos en EEUU. Por otro lado, el índice de la Asociación Nacional de Constructores de Vivienda (NAHB Index), que refleja la confianza de los constructores en el mercado, ha venido retrocediendo en los últimos meses (gráfica 41), a pesar de mantenerse en “zona expansiva” (por encima de los 50 puntos). El detonante de este riesgo es la tasa de interés, **donde el cambio reciente de la postura de la Fed aleja temporalmente la materialización del mismo.**

Gráfica 41. Confianza constructores de vivienda

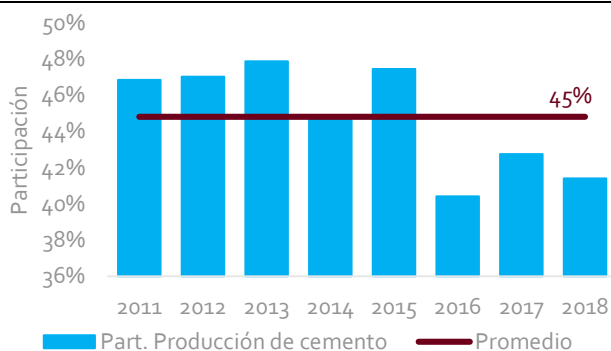


Fuente: Bloomberg.

¿Mayor competencia?

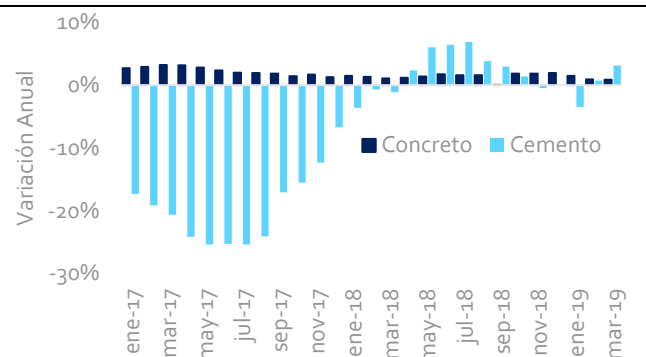
El riesgo de negocio se relaciona con una competencia más fuerte por parte de los principales actores del mercado de cemento en EEUU en las regiones en las que tiene presencia Cemargos (Lafarge, CEMEX, Heidelberg, entre otros), específicamente la modernización de la planta de cemento en Ravena – Nueva York por parte de Lafarge, para un total de producción de cemento de 2.2 MM ton, destinado a suplir la mayor demanda de la zona noreste de EEUU, zona de influencia de Cemargos a partir de su planta en el estado de Virginia del Oeste. Se suma la entrada en operación de la planta de cemento de McInnis en la zona noreste de EEUU (capacidad de 2.2 MM ton) ubicada en Port Daniel – Gascons, Canadá.

Gráfica 42. Cemargos - Part. producción cemento Colombia



Fuente: DANE y Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana

Gráfica 43. Evolución precios en Colombia



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

Colombia: Competencia certera

Dentro de los principales riesgos de negocio para Cemargos en Colombia, destacamos el Joint Venture entre Cementos Molins y Corona, para la construcción de una planta de cemento en el municipio de Sonsón, Antioquia,

con capacidad de 3.15 ton/día de Clinker y de producción de cemento de 1.35 millones de toneladas anuales, la cual debería entrar en funcionamiento a finales de 2019 o iniciado el 2020. La incertidumbre acá no está en la terminación de la planta y su entrada en funcionamiento, ni en la participación de mercado que necesaria y tal vez proporcionalmente le a los competidores locales, sino al nivel de precios al que se va a dar esta disputa. Consideramos que, en el caso de Corona – Mollins, su producción se enfocaría en el mercado de cemento en saco, dadas las características de su planta, nicho que representa cerca del 30% de los volúmenes de cemento de Cementos Argos en Colombia. La tabla 34 muestra las compañías Cementeras en Colombia por capacidad instalada.

Como es obvio, lo más conveniente para los competidores actuales es que la pérdida de participación frente a Corona Molins se dé al nivel de precios más alto posible, pero el funcionamiento de esta planta podría presionar los precios de entrada a la baja, si la nueva productora procura garantizar prontamente una participación de mercado. Adicionalmente, la entrada en funcionamiento de la planta de Maceo de CLH con capacidad de un millón de toneladas anuales de cemento, va a incrementar aún más la oferta, independientemente de la figura jurídica con la que CLH haga uso de dicha planta.³

Por su parte, pese a no tener información reciente, existe la posibilidad de una nueva molienda en el Valle del Cauca por parte de Holcim, con capacidad de 500 mil toneladas anuales de cemento y una inversión cercana a los USD 30 millones, la cual que debía entrar en funcionamiento a finales del 2018.

Más allá del efecto inmediato de la entrada de nueva producción, y del hecho de que la dinámica de mediano plazo en Colombia no necesariamente va a absorber la nueva producción, resaltamos que, a mediano plazo el incremento en precios estará limitado por esta producción adicional.

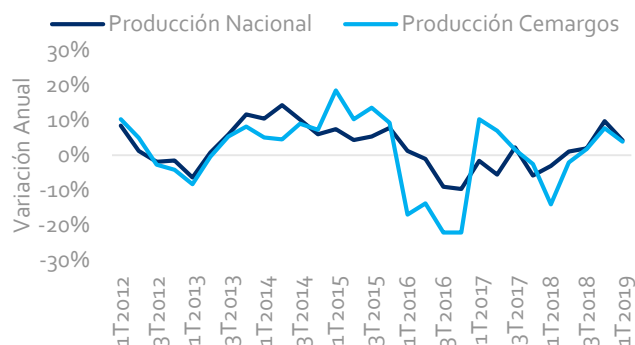
Aún sin incorporar la futura nueva producción, en los últimos años la participación de la compañía en los volúmenes de cemento se ha ubicado por debajo del promedio anual desde 2011 (gráfica 42), aunque el comportamiento de la cementera en Colombia parece haber alcanzado un punto de inflexión en el 1T18, movimiento que ha estado acompañado de ascensos graduales en trimestres posteriores (gráfica 44 y 45).

Tabla 34. Compañías Cementeras en Colombia

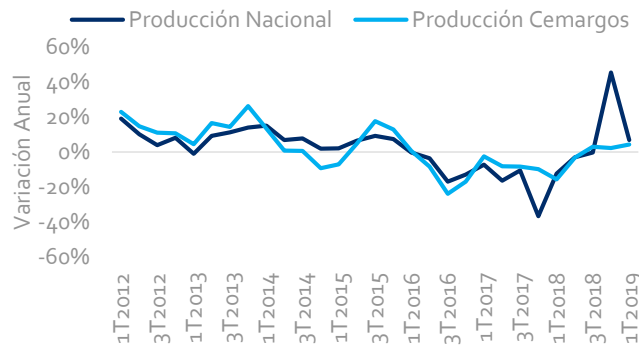
	Cemento - Capacidad Instalada Actual
Cementos Argos	8,700
CLH*	5,500
Holcim	2,100
Ultracem	1,000
Cementos Tequendama	480
Cementos San Marcos	400
Molsabana	400
Cementos Nacionales	200
Oriente Sogamoso	150
Cemento Vallenato	130
G&J	60
Tairona	25
Total	18,745

Fuente: Cemargos. CLH. Lafarge – Holcim. Revista Dinero. * Incluye 1 MM de Toneladas de Maceo. Cifras en miles de Toneladas

³ Seguramente CLH va a procurar evitar una baja en los precios de venta, y en todo caso, la importancia de esta planta tiene que ver más con que CLH va a lograr “autosuficiencia” en Clinker.

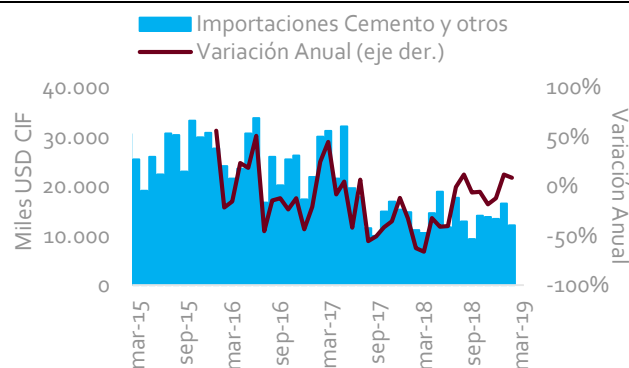
Gráfica 44. Producción de Cemento

Fuente: Cementos Argos y DANE. Cálculos: Corficolombiana.

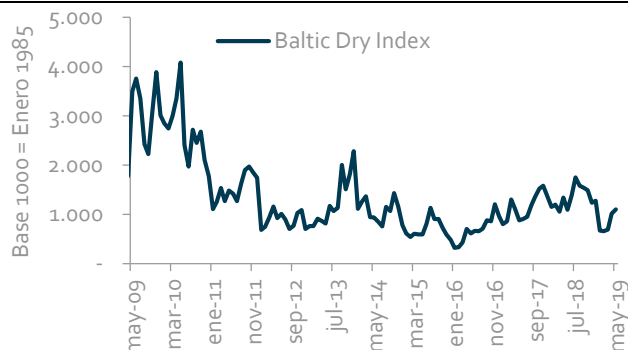
Gráfica 45. Producción de Concreto

Fuente: Cementos Argos y DANE. Cálculos: Corficolombiana.

Por su parte, los precios del cemento han registrado una reacción favorable en el 2018 y parte del 2019, tras los fuertes descensos en 2017, en medio de menores distorsiones de mercado y ajustes graduales de los principales participantes (gráfica 43).

Gráfica 46. Importación de cemento y otros

Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana. Incluye sal, azufre y otros

Gráfica 47. Baltic Dry Index

Fuente: Bloomberg.

Finalmente, aunque un menor ritmo de crecimiento de la importación de cemento en Colombia es evidente en los últimos periodos (gráfica 46), se trata de un riesgo a monitorear. Para esto, monitoreamos el Baltic Dry Index, que da una guía sobre los costos del transporte marítimo internacional.

Luego de repuntes significativos en el 2018, que desincentivaron las importaciones de cemento desde países como Turquía -principal factor que distorsionó el precio interno en el 2017, en 2019 se han registrado reducciones preocupantes (Gráfica 47).

Ejecución del programa de obras de infraestructura

Independientemente de las razones, la ejecución de los programas de infraestructura de cuarta generación, junto con su impacto sobre el PIB, está lejos de lo que estimamos cuando se lanzaron estos programas. Consecuentemente, hemos sobreestimado el impacto de estos programas sobre el desempeño de la industria cementera colombiana, por lo que, aunque creemos que nuestras estimaciones son realistas y corresponden a un “escenario base”, la baja ejecución sigue siendo uno de los principales riesgos, toda vez que nuestra estimación de precio requiere del cumplimiento del escenario proyectado.

Estancamiento residencial e impuestos que no ayudan

En relación con los programas de vivienda del Gobierno, planes como la construcción de más de 1 millón de viviendas nuevas, sumado a mejoras integrales en vivienda y un mayor presupuesto para el programa de “Mi Casa Ya”, junto con el fortalecimiento de programas como “Semillero de Propietarios”, serán claves para el segmento VIS, cuya rotación actual es cercana a los 6 meses.

Adicionalmente, consideramos que se debe estar atento a la lenta absorción de inventarios que ha registrado el segmento no VIS en estratos medio y alto, donde la rotación total del segmento se ubica en cerca de 15 meses, junto a los niveles de vacancia en el segmento no residencial. Es importante recordar que, en conjunto, el segmento residencial y no residencial representan cerca del 90-96% de los volúmenes de concreto de Cementos Argos en Colombia.

Finalmente, en el sector edificador existen ciertos riesgos a la baja, como **la implementación del Impuesto nacional al consumo de unidades de vivienda, con una tarifa del 2% sobre el precio de venta**, el cual se aplica sobre la venta de unidades de vivienda, nuevas o usadas, cuyo valor supere las 26,800 UVT, equivalente a COP 918.4 millones (UVT de COP 34,270 para 2019). Por su valor, dicho impuesto aplicaría en su mayoría a viviendas de estratos altos, cuya rotación ha sido muy lenta y podría ralentizarse aún más con esta carga tributaria.

SIC y la libre competencia

En Colombia, sobresalen las investigaciones realizadas por Superintendencia de Industria y Comercio (SIC) a las principales cementeras del país, por temas relacionados con la cartelización entre Cementos Argos, Cemex Colombia y Holcim Colombia (cartelización, participación en acuerdos de precios, acuerdos para determinar condiciones de venta y arreglos para impedir el acceso al mercado son el tipo de señalamientos e investigaciones realizados por la SIC), los cuales queremos mencionar, en caso que eventos similares ocurran en el futuro.

Respecto a la cronología presentada en el 2017, tenemos que en octubre el delegado para la Protección de la Competencia de la SIC dio a conocer que recomendaba sancionar a Cementos Argos, entre otras cementeras, con un monto aproximado de COP 140,000 millones. Posteriormente, en diciembre del 2017 la SIC impuso la multa a Cementos Argos por COP 73,771 millones (inferior a lo esperado).

Frente a lo anterior, Cementos Argos impuso una reposición contra la decisión de la SIC, donde en abril del 2018 la SIC confirmó la multa interpuesta y posteriormente, en agosto del 2018 el Consejo de Estado, confirmó la sanción impuesta por la SIC, donde según dicha Superintendencia, Cementos Argos integró junto con Holcim y CEMEX Colombia un cartel empresarial en la modalidad de paralelismo consciente para fijar artificialmente los precios del cemento entre junio y diciembre de 2005 y repartirse el mercado de cemento en Colombia, según lo expresado en el comunicado.

De acuerdo con lo expresado por el Consejo de Estado en su sentencia, quedaron ya resultas todas las demandas de nulidad que fueron interpuestas por las empresas cementeras. Sin embargo, recordamos el caso, toda vez que evidencia la dificultad para el análisis de la industria cementera en Colombia, donde es común que se tenga que adivinar las parejas de precio y volumen que generaron los resultados en ciertos periodos.

CCA: Eventos puntuales y diferenciados

Panamá

El alto nivel de inventarios en el sector inmobiliario, especialmente en apartamentos y oficinas y un desarrollo más lento en los proyectos de infraestructura, incidirán en una recuperación más lenta en 2020 (luego de otro año de deterioro en 2019), aun considerando proyectos como el 4to Puente sobre el Canal, la tercera línea del Metro y los Corredores de las Playas.

Honduras

Tras las elecciones presidenciales del 2017, Honduras ha tenido inestabilidad política en general, dificultando la ejecución de obras públicas destinadas a la construcción de carreteras, puentes, entre otros.

Valoración

La totalidad de la información descrita en las secciones previas, junto con los correspondientes análisis, fueron utilizados para el ejercicio de valoración de flujos de caja descontado, con lo que obtuvimos nuestro precio objetivo. Complementamos esto con un análisis de valoración relativa, en el que abordamos lo excesivamente alto que resulta la relación entre el precio de la acción y las ganancias por acción de Cementos Argos.

Flujo de Caja Descontado

Utilizamos un periodo de proyección explícito de 5 años para el cálculo de flujos de caja, junto con consideraciones de mercado (Beta y tasas de interés) para su descuento. La perpetuidad calculada en el año 2024 se estableció luego de cuatro años de crecimiento constante en el FCL. Como mencionamos al comienzo, mientras que el valor intrínseco puede incrementar o disminuir de acuerdo con el grado en el que se cumplan nuestros supuestos, este puede mantenerse por encima o por debajo del valor de mercado de la acción.

Tabla 35. Métricas de Valoración (COP MM)

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
EBIT	1,018,624	1,058,723	1,225,416	1,355,954	1,501,483	1,662,896
(-) Impuestos	214,940	220,439	251,717	274,736	304,223	336,927
NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)	803,684	838,285	973,699	1,081,218	1,197,260	1,325,968
(+) DD&A	754,093	742,460	730,562	722,749	716,425	713,371
(+/-) Var. Capital de Trabajo	87,851	(17,963)	(31,210)	(27,200)	(30,353)	(33,055)
(-) Capex de Mantenimiento	341,911	352,891	372,984	390,540	410,089	431,359
(-) Capex Estratégico	188,650	194,708	205,795	215,482	226,268	238,003
Flujo de Caja Libre	1,115,065	1,015,182	1,094,273	1,170,745	1,246,975	1,336,922
Variación FCL		-9%	8%	7%	7%	7%
Rolling WACC	11.7%	11.3%	10.9%	10.9%	11.1%	11.1%
VP Flujo de Caja Libre	-	912,441	890,067	858,073	818,371	788,743
Perpetuidad	22,300,238					
Σ VP FCL	4,267,695	24%				
VP Perpetuidad	13,156,466	76%				
Valor de la Firma	17,424,162					

Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana

Obtuvimos un precio objetivo al cierre del 2019 de COP 8,909 para la acción ordinaria, el cual implica un potencial de valorización del 22.2% desde el 31 de mayo del 2019 (23.3% para la acción preferencial). En caso de que el valor de la acción se ubique en nuestro precio estimado, el retorno total de 2019 sería superior en 2.7% por la incorporación del *dividend yield*. El 24% del valor corresponde a la porción explícita de la proyección (hasta el 2024) y el restante corresponde a la perpetuidad.

Tabla 36. Rolling WACC

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Prima de Riesgo País	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Tasa Tesoros a 10 años	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Stocks contra Bonds	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
TX	21.1%	20.8%	20.5%	20.3%	20.3%	20.3%
Beta desapalancado comparables	0.96					
Beta apalancado Cemargos	1.58	1.57	1.55	1.53	1.51	1.48
Ke (COP)	16.8%	16.2%	15.6%	15.5%	15.6%	15.4%
Kd (COP)	6.9%	6.4%	6.0%	6.0%	6.1%	6.1%
Deuda Libros	7,268,180	7,300,897	7,334,168	7,368,003	7,402,480	7,437,610
Patrimonio	8,920,099	9,134,787	9,446,821	9,824,238	10,294,259	10,860,402
Equity/D+E	55.1%	55.6%	56.3%	57.1%	58.2%	59.4%
Deuda/D+E	44.9%	44.4%	43.7%	42.9%	41.8%	40.6%
Rolling WACC	11.7%	11.3%	10.9%	10.9%	11.1%	11.1%

Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana

La diferencia entre el valor fundamental de la acción ordinaria y el de la acción preferencia, corresponde a la aplicación de un diferencial calculado a partir de junio de 2018 (diferencial negativo, toda vez que la acción preferencial no es reconocida con un mayor dividendo).

Tabla 37. Cálculos Valoración.

Valoración (COP MM)	P.O. Cierre 2019
Σ VP FCL	4,267,695
VP Valor Terminal	13,156,466
Enterprise Value	17,424,162
Caja y Equivalentes 2019E	1,601,356
Activos no operativos 2019E	1,029,674
Obligaciones Financieras 2019E	7,268,180
Interés Minoritario 2019E	951,412
Equity Value	11,835,600
Acciones en Circulación (MM)	1,361
Precio Objetivo COP (acción ordinaria)	8,909
Precio Actual COP	7,290
Potencial Valorización	22.2%
% explícito	24%
% terminal	76%

Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana.

La evolución de los múltiplos evidencia una mejora clara en el desempeño.

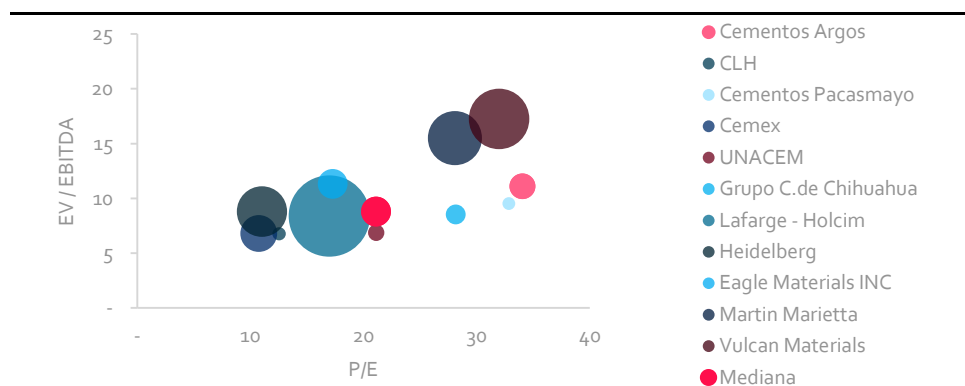
Tabla 38. Múltiplos de Valoración

	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
EV/EBITDA (x)	10.4	10.1	9.5	8.6	7.9
Precio/Ganancias (x)	32.5	25.3	24.1	18.7	16.1
Precio/Valor en Libros (x)	1.5	2.0	1.9	1.8	1.7

Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana.

Valoración relativa: ¿Relativamente cara?

Gráfica 48. EV / EBITDA vs P/E mercado. Tamaño Burbuja por Market cap en USD



Fuente: Bloomberg, EE.FF de las compañías y Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

Realizamos un análisis de valoración relativa para Cemargos y sus partes tomando en cuenta a un número elevado de compañías, con diferentes grados de “comparabilidad” respecto a Cemargos, con la información del cierre de 2018, junto con la información bursátil de mayo de 2019.

Al analizar los principales múltiplos de valoración, Cementos Argos se ve relativamente cara frente a sus pares, tanto a través del P/E como del EV/EBITDA, como se registra en la tabla 39.

Sin embargo, la rentabilidad del dividendo (*Dividend Yield*) sobresale por encima de la mediana de sus pares tanto de Latino América como de Estados Unidos.

Tabla 39. Múltiplos Cementos Argos vs Pares.

Compañía	Dividend Yield	P / E Mercado	EV / EBITDA	P / VL
Cementos Argos	3.1%	34.0 x	11.1 x	1.2 x
CLH	-	12.5 x	6.8 x	0.5 x
Cementos Pacasmayo	6.5%	32.8 x	9.5 x	1.7 x
Cemex	-	10.7 x	6.8 x	0.8 x
Unacem*	2.1%	21.1 x	6.9 x	1.0 x
Grupo C. de Chihuahua	0.7%	28.1 x	8.5 x	1.8 x
Mediana Latam	2.1%	21.1 x	6.9 x	1.0 x
Lafarge - Holcim	4.2%	17.0 x	8.4 x	1.1 x
Heidelberg *	2.9%	11.0 x	8.8 x	0.9 x
Mediana Globales	3.5%	14.0 x	8.6 x	1.0 x
Eagle Materials INC	0.5%	17.3 x	11.3 x	3.4 x
Martin Marietta	0.9%	28.1 x	15.5 x	3.0 x
Vulcan Materials	0.9%	32.0 x	17.3 x	4.0 x
Mediana EE.UU	0.9%	28.1 x	15.5 x	3.4 x
Mediana Total	1.5%	19.2 x	8.7 x	1.4 x
Prima sobre Mediana Total		77%	28%	

Fuente: EE.FF compañías y Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Precios: Al 31/05/2019.

* EE.FF septiembre 2018.

Respecto al P/E de Cementos Argos, su valor de mercado es significativamente mayor al de sus comparables (34x vs 19x mediana pares). Dado lo anterior, decidimos realizar un análisis a nivel fundamental de dicho múltiplo. Para lo cual, se tomó como punto de partida el modelo de crecimiento descontado de dividendos, ajustando el P/E en dicha fórmula, como se muestra a continuación:

Fórmula de P/E mediante modelo de crecimiento descontado de dividendos:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Payout} * (1 + g)}{ke - g}$$

donde,

$$\text{Payout} = \frac{\text{Dividendos pagados}}{\text{Utilidad Neta Total}}$$

$$g = (1 - \text{Payout}) * ROE$$

Ke: Costo del Equity

g: Crecimiento sostenible.

Para el ejercicio se tuvieron en cuenta los siguientes filtros: **1).** Solo se incluyeron aquellas compañías con una Utilidad Neta positiva en el último año fiscal para el pago del dividendo. **2).** Si el Payout es superior al 100%, se asume un crecimiento

sostenible (g) de cero, bajo el supuesto que en ese año la compañía no realizó reinversiones.

Tabla 40. P/E Fundamental.

	P / E Fundamental	Payout	ROAE	Crecimiento Sostenible (g)
Cementos Argos	25.1 x	396%	3.3%	0.0%
Cementos Pacasmayo	14.2 x	198%	5.1%	0.0%
Unacem*	3.7 x	39%	4.5%	2.8%
Grupo C. de Chihuahua	1.3 x	16%	6.4%	5.4%
Mediana Latam	3.7 x	39%	5.1%	2.8%
Heidelberg *	20.0 x	36%	7.2%	4.7%
Mediana Globales	20.0 x	36%	7.2%	4.7%
Martin Marietta	2.7 x	16%	9.8%	8.2%
Vulcan Materials	4.6 x	25%	10.1%	8.9%
MedianaEEUU	3.7 x	20%	10.0%	8.5%
Mediana Total	3.7 x	25%	6.4%	5.4%

Fuente: EE.FF compañías y Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. * Cifras a septiembre 2018.

Tomando en consideración los determinantes a nivel fundamental del P/ E y los supuestos en mención, **el múltiplo de mercado Cementos Argos se ve elevado frente a la mediana de sus pares (25.1x vs 3.7x mediana total)**, teniendo en cuenta que pese a que el nivel de P/E está directamente relacionado con el alto *payout* que registra Cementos Argos y esto podría justificar parcialmente su valor, el constantemente elevado *payout* podría llegar a repercutir en los niveles de reinversión (tabla 40). Respecto a lo anterior, el *payout* de Cementos Argos se ha ubicado continuamente por encima de la mediana de sus pares, como se observa en la tabla 41.

Tabla 41. Payout.

	2015	2016	2017	2018
Cementos Argos	83%	49%	58%	396%
Cementos Pacasmayo	63%	57%	131%	198%
Unacem	29%	-	87%	39%
Grupo C. de Chihuahua	39%	45%	18%	16%
Mediana Latam	39%	45%	87%	39%
Heidelberg	21%	26%	38%	36%
Mediana Globales	21%	26%	38%	36%
Eagle Materials INC	12%	12%	9%	7%
Martin Marietta	65%	37%	24%	16%
Vulcan Materials	26%	48%	31%	25%
MedianaEEUU	26%	37%	24%	16%
Mediana Total	29%	37%	31%	25%

Fuente: EE.FF compañías y Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

Creemos que el elevado *payout* de Cementos Argos puede estar relacionado con la participación mayoritaria de Grupo Argos en la cementera (58% de participación) y su gestión activa como Holding (ver sección "Cemargos dentro de Grupo Argos y dentro del GEA").

Adicionalmente, manteniéndonos en el marco de análisis fundamental del P/E, entendiendo el nivel de crecimiento como una relación positiva entre el nivel de reinversión y el retorno sobre el capital invertido (ROAE), un alto nivel de *payout* tendría repercusiones a la baja sobre el nivel de crecimiento de la empresa, lo cual debería ser compensado por un mayor nivel del ROAE, a pesar de lo cual, la rentabilidad del patrimonio de Cementos Argos al cierre del 2018 se ubica por debajo de la mediana de sus principales pares (3.3% v.s 6.4%) (tabla 40).

Respecto al ROAE de la compañía, integrando el análisis financiero mediante la fórmula DuPont, en la tabla 42 se puede observar que, luego de un 2017 con niveles significativamente bajos, al cierre del 2018 un menor pago de impuestos, la reducción en la carga financiera, junto a un mayor margen operacional, jalaron el ROE. Sin embargo, este se mantiene aún en niveles por debajo de los registros del 2015 y 2016.

Tabla 42. ROE Cementos Argos. Análisis DuPont.

	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018
Utilidad Neta / UAI	0.68	0.80	0.84	0.27	0.70
UAI / Utilidad Operativa	0.74	0.74	0.68	0.42	0.50
Margen Operacional	10.42%	11.87%	11.53%	8.14%	9.80%
Margen Neto Total	5.2%	7.0%	6.6%	0.9%	3.5%
Rotación Activos Totales	0.39	0.49	0.47	0.45	0.45
Apalancamiento Financiero (Activos / Patrimonio)	1.97	1.99	2.06	2.13	2.12
ROE	4.1%	6.8%	6.3%	0.9%	3.3%

Fuente: EE. FF Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana

Adicionalmente, como complemento al ejercicio planteado anteriormente sobre el P/E fundamental, se realiza una valoración por descuento de dividendos de dos fases (Modelo de Gordon) para Cementos Argos, tomando a Heidelberg como comparable de referencia.

En el caso de la cementera colombiana, se utilizó el dividendo propuesto de COP 242, un ke del 15.8% en COP, un crecimiento nominal del 1.2% para el periodo explícito, consistente con la mediana del crecimiento sostenible de los últimos 8 años y del 3.5% para la perpetuidad (tabla 43).

Tabla 43. Cementos Argos – Modelos de Dividendos de Gordon

Año	Dividendo por acción (COP)	Crecimiento Nominal	Ke	Valor presente
2018	228	1.2%	15.8%	
2019	242	1.2%		209
2020	245	1.2%		183
2021	248	1.2%		160
2022	251	1.2%		140
2023	254	1.2%		122
2024	262	3.5%		1,029
VP Dividendos				1,842
EPS 2018 (COP)				214
P/E				8.6 x

Fuente: EE.FF Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana. EPS cierre 2018.

En el caso de la cementera europea, se tomó un dividendo pagado en 2018 de EUR 1.9, un ke del 6.6% en euros, un crecimiento nominal del 4.2% para el periodo explícito, consistente con la mediana del crecimiento sostenible de los últimos 8 años y del 1.0% para la perpetuidad (tabla 44).

Es así como, tomando la Utilidad por acción (EPS) y el precio deducido del modelo de Gordon, el P/E de Cementos Argos es mayor que el Heidelberg (8.6x vs 6.6x).

No encontramos un sustento concluyente para que el múltiplo P/E para Cementos sea tan alto, por lo que nuestro **precio objetivo se basa en un modelo de Flujo de Caja Descontado 100%, sin consideraciones de valoración relativa.**

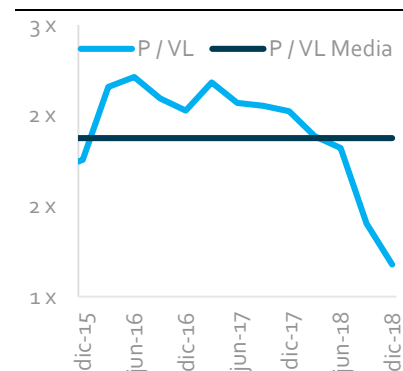
Tabla 44. Heidelberg – Modelos de Dividendos de Gordon

Año	Dividendo por acción (Euros)	Crecimiento Nominal	Ke	Valor presente
2018	1.9	4.2%	6.6%	
2019	2.0	4.2%		1.9
2020	2.1	4.2%		1.8
2021	2.1	4.2%		1.8
2022	2.2	4.2%		1.7
2023	2.3	4.2%		1.7
2024	2.4	1.0%		30.9
VP Dividendos				39.8
EPS 2018 (EUR)				6.0
P/E				6.6 x

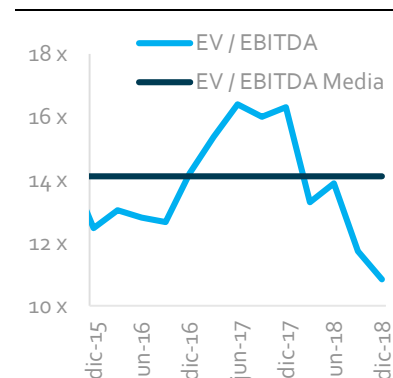
Fuente: EE.FF Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana. EPS LTM septiembre 2018.

Como complemento a todo el análisis anterior, comparando el EV / EBITDA de Cementos Argos frente a sus principales pares, la compañía registra una prima aproximada del 28% (tabla 39), cuya diferencia puede ser exagerada, dadas las diferencias entre el margen EBITDA de Cementos Argos y la selección de comparables.

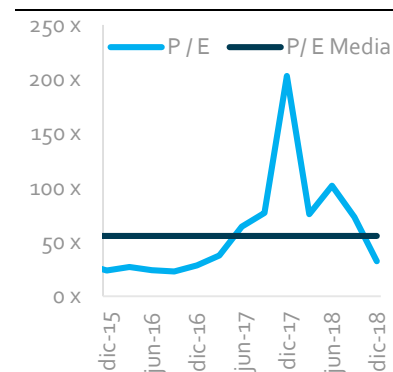
Siendo el cemento un bien básico poco diferenciado, cuyo precio de venta obedece al comportamiento de un mercado oligopólico, la diferenciación en los márgenes

Gráfica 49. Múltiplo P/VL

Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana. Cifras al 2018.

Gráfica 50. Múltiplo EV / EBITDA

Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana. Cifras al 2018.

Gráfica 51. Múltiplo P / E

Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Corficolombiana. Cifras al 2018.

de las empresas líderes debe darse a través de la estructura de costos y gastos, donde tomando en consideración el margen EBITDA de la regional de EEUU de Cementos Argos, este se ha ubicado cerca del 16% en el último año, mientras que la mediana actual de los pares bajo análisis en dicha regional es superior al 25% (tabla 45). No obstante, dicha diferencia se estrecha cuando se compara con compañías que hemos definido como globales, cuya mediana del Margen EBITDA es del 17.5%. De igual manera, frente a sus pares de América Latina, el margen de Cementos Argos, teniendo en cuenta CCA y Colombia, ha sido cercano al 24%, mientras que la de sus pares regionales es del 29%.

En todo caso, esperamos que el Margen EBITDA de Cemargos continúe mejorando con la implementación del programa BEST. Adicionalmente, la situación de “sobrevalorado” ha mejorado en el sentido de que frente a su histórico (*trailing*), tomando datos trimestrales desde el 2015, al cierre del 2018 el EV / EBITDA, P / E y P / VL se ubican aproximadamente un 30%, 71% y 59% por debajo del valor medio de los últimos 3 años.

Tabla 45. Márgenes, Rentabilidad, Generación de Caja y Endeudamiento Cementos Argos vs Pares

Compañía	Márgenes (LTM)		Rentabilidad		Indicadores de Endeudamiento	
	Margen EBITDA	Margen Neto	ROAE	ROAA	Deuda Neta / EBITDA (LTM)	Pasivo / Patrimonio
Cementos Argos	18.3%	3.5%	3.3%	1.5%	4.28 x	1.12 x
CLH	21.9%	5.7%	4.1%	2.0%	3.50 x	1.07 x
Cementos Pacasmayo	29.1%	6.0%	5.1%	2.6%	2.82 x	0.92 x
Cemex	17.4%	4.1%	5.2%	2.0%	3.67 x	1.75 x
Unacem*	31.4%	5.0%	4.5%	1.9%	3.37 x	1.42 x
Grupo Cementos de Chihuahua	29.0%	7.2%	6.4%	3.3%	1.56 x	0.93 x
Mediana Latam	29.0%	5.7%	5.1%	2.0%	3.37 x	1.07 x
Lafarge - Holcim	19.9%	6.3%	5.6%	2.8%	2.49 x	1.13 x
Heidelberg*	15.1%	6.6%	7.2%	3.3%	3.47 x	1.24 x
Mediana Globales	17.5%	6.4%	6.4%	3.1%	2.98 x	1.18 x
Eagle Materials INC	29.4%	16.8%	16.5%	10.0%	1.49 x	0.66 x
Martin Marietta	24.7%	11.1%	9.8%	5.1%	2.93 x	0.93 x
Vulcan Materials	25.6%	11.8%	10.1%	5.3%	2.57 x	0.90 x
Mediana EEUU	25.6%	11.8%	10.1%	5.3%	2.57 x	0.90 x
Mediana Total	25.2%	6.4%	6.0%	3.1%	2.87 x	1.00 x

Fuente: EE.FF de las compañías y Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Márgenes totales. *Cifras a septiembre 2018.

Anexos

Anexo 1. Adquisiciones desde 2006.

Tabla 46. Adquisiciones desde 2006

País / Región	Año	Inversión (USD Millones)	Descripción
Colombia	2006	264	Adquisición del 100% de las acciones en circulación de Cemento Andino.
Colombia	2010	13.6	Adquisición de la mina de agregados Saldaña.
Panamá y el Caribe	2009	136.4	Adquisición de la participación de Holcim en Panamá, Haití, R. Dominicana y otras islas del Caribe.
Panamá y el Caribe	2010	3.2	50% de la participación en Kersten En Co. N.V. en Surcol Cement Company
Panamá y el Caribe	2014	50*	Adquisición en la Guyana Francesa de molienda de 200 mil toneladas métricas por año y un puerto.
Panamá y el Caribe	2015	18.3	Adquisición en Puerto Rico del 60% de un terminal con capacidad de movilizar 250 mil toneladas métricas por año. Concesión hasta el 2020 prorrogable por dos periodos de 5 años.
EEUU	2005	245	Adquisición de Southern Star Concrete, Inc. (aproximadamente 50 plantas en Texas y Arkansas).
EEUU	2005	12.5	Adquisición de Concrete Express (aproximadamente 6 plantas en Georgia y Carolina del Sur).
EEUU	2006	435	Adquisición de Southern Equipment Company Inc. (utilizando el nombre comercial de RMCC) (aproximadamente 80 plantas en Carolina del Norte, Carolina del Sur y Virginia).
EEUU	2006	0.8	Adquisición de Cabot (una planta en Arkansas).
EEUU	2007	12	Adquisición de Central Aggregates LLC (reservas de arena en Texas).
EEUU	2007	43.5	Adquisición de HRM (cuatro plantas en Texas).
EEUU	2007	6.3	Adquisición de Chalico (una planta en Texas)
EEUU	2008	7	Adquisición de Santee Redi-Mix (una planta en Carolina del Sur)
EEUU	2011	760	Adquisición de ciertos activos de cemento y concreto premezclado en los Estados Unidos de Lafarge, incluyendo 2 plantas de cemento, una planta de molienda, 79 plantas de concreto premezclado, 347 Mixes, 5 terminales y un puerto. Cementos Argos se convierte en productor de cemento y concreto premezclado verticalmente integrado en el sureste de Estados Unidos.
EEUU	2014	720	Adquisición en Florida de la Planta de Newberry, incluyendo 1 planta de cemento, 2 moliendas, 69 plantas de concreto, 2 facilidades portuarias, 13 plantas prefabricadas de bloques.
EEUU	2016	660	Adquisición de la planta Martinsburgh en West Virginia.

Fuente: Cementos Argos. Prospecto de Emisión 2013. Informes Anuales. * Millones de Euros.

Anexo 2. Importancia de Martinsburg

Dentro de los aspectos a destacar de la planta de cemento en Martinsburg se encuentran:

1. A nivel logístico, el aumento de la red de plantas les permite mejorar el abastecimiento en el mercado estadounidense. Sumado a la redistribución de la producción y la demanda, optimizando la cadena de abastecimiento, junto a la adición de activos (puertos, terminales y vagones).
2. En temas operativos, dicha planta brinda la posibilidad de iniciar el negocio de Ready Mix Concret (RMC), lo cual podría generar mejoras en la integración vertical. Adicional a la integración de activos que requieren poco capex, sumado a ninguna fuerza laboral adicional.
3. En cuanto a conocimiento, se amplía el tema de eficiencias energéticas y combustibles alternativos.

Anexo 3. Diferencias en el negocio cementero

Consideramos que existe una amplia diferencia entre las compañías que presentan una integración vertical, como Cementos Argos y aquellas que dependen de la compra de Clinker por parte de un tercero o que únicamente comercializan cemento.

En el caso de Cementos Argos, acorde al prospecto de emisión del 2013, sus operaciones se encuentran integradas verticalmente, lo que permite capturar una porción mayor de la cadena de valor del cemento. De esta manera, obtienen su propia caliza y otras materias primas, siendo propietarios de sus propias plantas de cemento y concreto premezclado, operando una amplia red de logística y distribución que incluye puertos, mixers, entre otros.

La cementera tiene acceso a las materias primas necesarias para la producción de cemento y concreto premezclado, incluyendo reservas probadas y probables de caliza en Colombia y EE.UU. El acceso a la caliza les permite producir el Clinker en Colombia y EE.UU utilizado para abastecer sus operaciones en esos países sin incurrir en costos de transporte cuantiosos. El Clinker producido en Colombia, especialmente el de la planta de Cartagena, también es utilizado para abastecer operaciones de cemento en Panamá y el Caribe y si resulta necesario, a los mercados que abastecen en EE.UU.

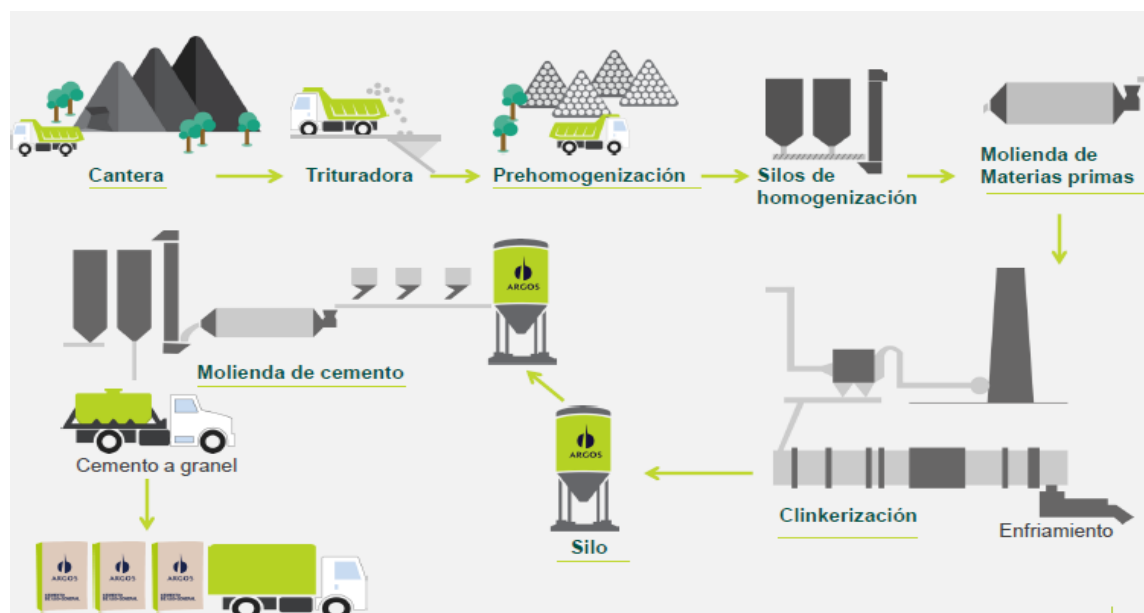
Profundizando un poco más, recordamos que las principales materias primas para la producción de cemento son la caliza y la arcilla para las plantas donde producen su propio Clinker y el Clinker para sus plantas de molienda, así como otros

minerales y aditivos. Las principales materias primas para la producción de concreto premezclado son cemento y agregados.

En Colombia proveen de fuentes propias toda la caliza que necesitan. De igual forma, proveen todo el cemento y la mayoría de los agregados que utilizan en sus plantas de concreto premezclado. En Panamá se proveen de una porción del Clinker usado en sus operaciones de cemento y compran a terceros el faltante por medio de contratos a largo plazo. En el resto del Caribe, se proveen de Clinker a través de sus plantas, operaciones de comercialización, o de terceros.

En EE.UU, proveen toda la caliza requerida para producir Clinker en sus plantas de cemento, así como una porción sustancial del cemento utilizado en las operaciones de concreto premezclado en algunas zonas de EE.UU.

Anexo 4. Proceso seco de producción de Cemento



Fuente: Cementos Argos.

Anexo 5. Eventos posteriores a la Valoración

El 13 de junio del 2019, la agencia Reuters dio a conocer el posible acercamiento entre Grupo Argos (accionista mayoritario de Cementos Argos) y la cementera estadounidense Summit Materials para una posible fusión de sus activos en EE.UU. En caso de materializarse dicho evento, este será incluido en una futura actualización de la cobertura de Cementos Argos.

Equipo de investigaciones económicas

José Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas.

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

jose.lopez@corficolombiana.com

Estrategia Macroeconómica

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

ana.vera@corficolombiana.com

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Cristhian Alejandro Cruz Moreno

Especialista Cambiario y Sectorial

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

cristhian.cruz@corficolombiana.com

Juliana Pinzón Tróchez

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

juliana.pinzon@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

María Camila Zambrano Rodríguez

Practicante Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

maria.zambrano@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Roberto Carlos Paniagua Cardona

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

roberto.paniagua@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Contactos

Alejandro Pieschacon

Director de Estrategia de Producto

(+57-1) 6062100 Ext. 22724

alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co

Análisis y Estrategia

Juan David Ballén

Director Análisis y Estrategia

(+57-1) 6062100 Ext. 22622

juan.ballen@casadebolsa.com.co

Diego Velásquez

Analista de Renta Fija

(+57-1) 6062100 Ext. 22710

diego.velasquez@casadebolsa.com.co

Santiago Clavijo

Analista de Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 22814

santiago.clavijo@casadebolsa.com.co

Omar Suárez

Gerente Estrategia de Renta Variable

(+57-1) 6062100 Ext. 22619

omar.suarez@casadebolsa.com.co

Juan Felipe D'luyz

Analista de Renta Variable

(+57-1) 6062100 Ext. 22703

juan.dluyz@casadebolsa.com.co

Deisi Zharik Cañon

Practicante Investigaciones Económicas

(+57-1) 6062100 Ext. 22814

deisi.cañon@casadebolsa.com.co

Mesa Institucional Acciones

Alejandro Forero

Head de acciones Institucional

(+57-1) 6062100 Ext. 22843

alejandro.forero@casadebolsa.com.co

Juan Pablo Serrano

Trader de acciones Institucional

(+57-1) 6062100 Ext. 22630

juan.serrano@casadebolsa.com.co

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.