

REINICIO DE COBERTURA

Complejidad Latinoamericana

Cemex Latam Holdings (BVC: CLH) es una compañía de materiales para el sector de la construcción que ofrece sus productos en Colombia, Panamá, Costa Rica, Nicaragua, El Salvador y Guatemala. Nuestra tesis de inversión se basa en el impacto positivo de los proyectos de infraestructura y vivienda en la región sobre la demanda de cemento y concreto de CLH. Sin embargo, el choque derivado del COVID-19, el retraso en el inicio y ejecución de las obras, las dinámicas de construcción más conservadoras, junto con algunos riesgos corporativos, nos hacen menos optimistas respecto a la mejora en el negocio, los resultados de la compañía y el potencial de valorización de la acción. **Reiniciamos la cobertura de CLH, con un precio objetivo de COP 3,601 para el cierre de julio de 2021 y la recomendación de "SOBREPONDERAR". El potencial de valorización respecto al cierre de julio de 2020 es del 103.4%, si bien el precio de mercado puede mantenerse alejado de la valoración fundamental.**

› COLOMBIA Y CCA: EXPANSIÓN ACOTADA (PAG. 6)

El crecimiento de CLH se limita al tamaño y al desarrollo económico de Centroamérica y Colombia; una región en vías de desarrollo, con un alto potencial de crecimiento en proyectos de infraestructura y vivienda. Sin embargo, durante los últimos años, el crecimiento regional y las condiciones que determinan la dinámica de la compañía en cada país han resultado nefastas, resultando en un efecto diversificador pobre a nivel de resultados financieros. La matriz Cemex (CX), limitó Colombia y Centroamérica como la región de influencia de CLH, atendiendo a los demás países del continente -y el mundo- a través de otras filiales.

› POTENCIAL, PROBLEMÁTICA Y EXPECTATIVAS (PAG. 19)

CLH mantiene importantes ventajas competitivas en la región, siendo el 1er o 2do jugador en los distintos países donde tiene presencia. Las métricas de desempeño de CLH con su matriz son en USD, condición que en ocasiones le dificulta enfrentar la problemática específica de cada país.

› PROYECCIONES GENERALES (PAG. 38)

Nuestras proyecciones volumétricas son conservadoras: en Colombia incluimos los proyectos de infraestructura y los programas de vivienda; en Panamá y Costa Rica, incorporamos los Planes quinquenales de inversión; en los demás países se incluyen consideraciones ajustadas al crecimiento orgánico esperado.

› VALORACIÓN (PAG. 42)

Utilizamos la metodología de Flujo de Caja del Accionista descontado al Costo del Patrimonio (Ke) para obtener nuestro precio objetivo a un año.

CEMEX LATAM HOLDINGS

PO: COP 3,601

TICKER
CLH

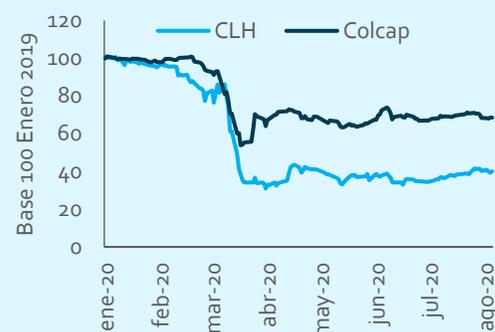
CALIFICACIÓN
Sobreponderar

SECTOR
Construcción

INDUSTRIA
Cemento

Precio de cierre	1,770
Potencial de valorización	103.4%
52 semanas máximo	4,800
52 semanas mínimo	1,360
Retorno 12-meses	-57.9%
Retorno YTD	-59.8%
Capitalización bursátil (Billones COP)	0.9
Flotante	24%
Vol. promedio Diario 6M (MM COP)	580

COMPORTAMIENTO ACCIONARIO



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

Roberto Carlos Paniagua Cardona

Analista Renta Variable II

(+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

Estado de Pérdidas y Ganancias (USD Millones)

	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Ingresos	1,108	989	830	928	978	1,046
Var. (%)	-8.1%	-10.8%	-16.1%	11.9%	5.4%	7.0%
Utilidad Bruta	460	383	306	372	400	427
Var. (%)	-14.2%	-16.8%	-19.9%	21.4%	7.5%	6.9%
Resultado de la Operación	174	103	75	108	128	143
Var. (%)	-15.0%	-40.9%	-50.2%	111.2%	18.7%	11.6%
Gastos Financieros	-61	-52	-36	-39	-38	-35
Utilidad Antes de Impuestos	109	34	9	67	88	107
Var. (%)	-20.3%	-68.8%	-72.4%	613.0%	32.5%	20.4%
Impuestos a la Utilidad	-37	-29	-11	-20	-26	-31
%	33.6%	86.8%	117.4%	29.5%	29.0%	29.0%
Utilidad Neta Controladora	62	4	-2	47	63	75
Var. (%)	-9.2%	-93.8%	-	-	33.5%	20.4%
EBITDA	249	199	149	174	194	222
Var. (%)	-20.9%	-20.0%	-37.3%	39.6%	11.4%	14.6%
Margen EBITDA	22.4%	20.1%	18.0%	18.8%	19.8%	21.2%
Operacional	15.7%	10.4%	9.1%	11.6%	13.1%	13.6%
Neto	5.6%	0.5%	-0.2%	5.1%	6.4%	7.2%

Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana.

Múltiplos e Indicadores

	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
EV / EBITDA (x)	6.1	7.6	8.4	6.9	5.9	4.7
P / E (x)	10.2	167.7	-	11.5	8.8	7.4
P / VL (x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
ROE	4.1%	0.3%	-0.1%	3.1%	3.9%	4.5%
ROA	2.0%	0.1%	-0.1%	1.6%	2.1%	2.5%
FCF / EBITDA	45.8%	64.9%	82.3%	53.0%	56.2%	58.8%
Deuda neta / EBITDA (x)	3.5	3.8	4.8	3.8	3.0	2.2
Deuda / Patrimonio	60.0%	50.4%	57.0%	53.6%	45.2%	37.8%

Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana.

Balance General (USD Millones)

	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Efectivo y Equivalentes	37	23	128	162	140	149
Total Activo Corriente	309	284	353	405	393	417
PP&E neto	1,178	1,131	1,018	1,013	1,018	1,006
Total Activo No Corriente	2,756	2,710	2,597	2,591	2,596	2,585
Total Activo	3,065	2,994	2,950	2,997	2,990	3,002
Total Pasivo C. Plazo	297	261	245	348	738	548
Total Pasivo L. Plazo	1,255	1,190	1,230	1,121	649	769
Total Pasivo	1,553	1,450	1,475	1,469	1,387	1,317
Part. Controladora	1,507	1,539	1,470	1,522	1,597	1,680
Part. No Controladora	5	5	5	5	6	6
Total Patrimonio	1,512	1,544	1,475	1,527	1,603	1,686

Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana.

Tabla 1. Gerencia

Miembro	Cargo
Jesús González	Director General
Eugenio Barquet	Consejero
Alejandro Ramírez	Presidente Colombia
Andrés Jiménez	Director General Panamá
Enrique García	Director General Costa Rica
Yuri de los Santos	Director de operaciones en Nicaragua, Guatemala y El Salvador.

Fuente: CLH.

Contenido

VALOR ATRAPADO EN LA COMPLEJIDAD LATINOAMERICANA + COVID - 19	4
COLOMBIA Y CENTRO AMÉRICA: EXPANSIÓN ACOTADA	6
<i>Constitución de CLH</i>	6
<i>Gobierno corporativo: prevalencia del interés de CX sobre CLH</i>	6
<i>Desempeño consolidado y algunas particularidades</i>	8
<i>Bursátil</i>	16
POTENCIAL REGIONAL, PROBLEMÁTICA LOCAL Y EXPECTATIVAS	19
Colombia	19
Posicionamiento: 2do puesto con participación de mercado volátil	19
Dinámica y problemática: Desarrollo procrastinado	20
Expectativas y Riesgos	25
Panamá	31
Posicionamiento: Líder potencializado por el Clinker	31
Dinámica y problemática: la pandemia se suma a la menor ejecución	31
Expectativas y Riesgos: menos que antes	33
Costa Rica	34
Posicionamiento	34
Dinámica y problemática: reforma fiscal y competencia.....	34
Expectativas y Riesgos: vulnerabilidad	35
Resto de CLH	36
Posicionamiento	36
Dinámica y problemática	37
Expectativas y Riesgos	37
PROYECCIONES GENERALES	38
<i>Supuestos para la operación consolidada y riesgos</i>	38
VALORACIÓN	42
<i>Comparables y múltiples históricos</i>	42
<i>Valoración por Flujo de Caja</i>	42
ANEXOS	46
EQUIPO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS	49

Valor atrapado en la complejidad Latinoamericana + COVID - 19

En línea con la promesa de valor de la matriz Cemex (CX), desde su configuración en 2012, Cemex Latam Holdings (CLH) ha apoyado el desarrollo regional, mediante la oferta de materiales de alta calidad para la industria de la construcción. Asimismo, CX limita el alcance de CLH a Centroamérica y Colombia, atendiendo a las demás regiones a través de otras filiales.

La limitación regional de CLH implica una apuesta sobre el desarrollo de Centroamérica (CA) y Colombia. Tratándose de países en vías de desarrollo, es razonable esperar un crecimiento elevado frente al de regiones más desarrolladas, especialmente en construcción, dada la enorme brecha en infraestructura y vivienda, frente a regiones más desarrolladas.

En este sentido, la expectativa de un crecimiento en construcción, junto con un mayor consumo -y desarrollo- de productos, bienes y servicios básicos, una mayor inclusión financiera, etc., hacen parte de la “promesa de crecimiento latinoamericano”, en la que se basan las empresas multinacionales con presencia en la región.

Sin embargo, la promesa de valor se basa en el desarrollo esperado de la región, cuyo comportamiento reciente no fue positivo, especialmente para los negocios de CLH, debido a condiciones particulares de cada país, que se tradujeron en un decrecimiento continuo en los volúmenes consolidados de cemento desde el 2015 a una tasa anual promedio del 5%, destacándose negativamente a Colombia, con contracciones aproximadas del 6% a/a en 2017 y 2018.

El deterioro en ventas hasta 2018 se explica por un estancamiento en la demanda del sector construcción, los eventos de sobreoferta de cemento a nivel mundial, y la estrategia de compensar la revaluación del dólar (moneda funcional de CLH) con incrementos en los precios de venta locales, entre otros.

En 2019, los volúmenes continuaron deteriorándose en Centroamérica, con Panamá y Costa Rica decreciendo -15% a/a y -21% a/a respectivamente, y estimábamos que a partir de 2020 comenzara la recuperación regional, a pesar de los retrasos en la ejecución de proyectos de infraestructura y la lenta rotación de inventarios del sector inmobiliario. Mientras tanto, Colombia mostró una recuperación notable en 2019 (+9% a/a), que esperábamos continuara en 2020.

Así las cosas, luego de varios años de espera, el efecto del COVID-19 al inicio de 2020, se interpuso al cumplimiento de nuestra expectativa de crecimiento, a partir de una contracción dramática en volúmenes, debido al cierre de la construcción en abril, especialmente en Panamá y Colombia, seguido por el reinicio parcial y diferenciado por país, de la construcción y la actividad económica. De esta

manera, partimos de una base mucho menor, con la contracción anual registrada en los volúmenes de cemento y concreto para 1S20 de -22% y -42% respectivamente.

El COVID -19 se sumó a otros factores que impedían una mejor valoración, como el disminuido interés de la banca colombiana por los proyectos 4G y el elevado inventario de vivienda al cierre de 2019; la rigidez fiscal de Costa Rica que limita la inversión; la crisis sociopolítica en Nicaragua; y la persistencia de algunos riesgos corporativos CLH, entre otros.

Lo anterior no elimina el beneficio esperado de la presencia regional que tiene la compañía, pero lo posterga y ralentiza, incidiendo negativamente en nuestra valoración. Hacia adelante, balanceamos la expectativa de que la construcción se utilice como motor de recuperación, con la posibilidad de un efecto negativo post COVID-19 más prolongado en Latinoamérica frente a las economías desarrolladas.

Así mismo, CLH mantiene una elevada competitividad, junto con la capacidad de atender proyectos de mayor escala y complejidad, como por ejemplo la ejecución del 58% faltante de los proyectos 4G en Colombia; la primera ola de los proyectos 5G, que incluyen Capex de aproximadamente COP 4.57 BN en proyectos aeroportuarios, COP 8.83 BN en carreteras y otros proyectos por COP 4.33 BN (Anexo 1); y la construcción del metro de Bogotá, cuya demanda de concreto puede oscilar entre 1.2 y 1.3 MM de metros cúbicos de concreto. De hecho, aún sin tener en cuenta lo anterior, creemos que CLH es una de las acciones colombianas más subvaloradas del índice COLCAP.

Incorporando el contexto descrito, reiniciamos nuestra cobertura de Cemex Latam Holdings con un precio objetivo de COP 3,601 a 12 meses y la recomendación de SOBREPONDERAR, con un potencial de valorización de 103.4% en un año. El precio corresponde a la metodología de valoración de empresas descrita en este documento, el valor de mercado puede no ajustarse -e inclusive alejarse- de nuestra estimación durante el siguiente año.

Colombia y Centro América: Expansión acotada

Constitución de CLH

CEMEX LatAm Holdings (BVC: CLH) es una compañía de materiales para la industria de la construcción, con presencia en Colombia, Panamá, Costa Rica, Nicaragua, El Salvador y Guatemala. La compañía opera sus negocios de cemento, concreto premezclado y agregados a través de empresas filiales.

CLH se organizó y constituyó en España como una sociedad anónima a término indefinido el 17 de abril de 2012, subordinada de CEMEX España, S.A, que a su vez es 99.88% de CEMEX, S.A.B. de C.V. (CX), una de las compañías de cemento más grandes del mundo, que cotiza tanto en la Bolsa Mexicana de Valores (MEXBOL), como en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE).

El grupo de subordinadas operativas de CLH comprende a CEMEX Colombia, CEMEX Panamá, CEMEX Costa Rica, CEMEX Nicaragua, CEMEX Guatemala y CEMEX El Salvador. La sociedad está administrada por un Consejo de Administración conformado por nueve miembros, de los cuales tres son consejeros independientes. Su composición accionaria se desglosa en la gráfica 1.

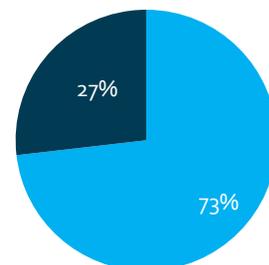
Gobierno corporativo: prevalencia del interés de CX sobre CLH

Cemex Latam Holdings es una compañía española listada en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). La compañía no se encuentra listada en España, por lo que no le aplica la normativa de ese país en materia de buen Gobierno Corporativo aplicable a las sociedades anónimas listadas. Tampoco está sujeta a las mismas disposiciones de mejores prácticas aplicables a emisores colombianos cuyas acciones estén listadas en la BVC; sin embargo, la empresa adoptó voluntariamente el Código Unificado de Buen Gobierno Español ("CUBG"), diligencia la encuesta "Código País" sobre gobierno corporativo, y está incluida dentro del índice IR (Investor Relations) de la BVC en reconocimiento a sus buenas prácticas de revelación de información y relación con inversionistas.

Las relaciones de CLH con su controlante directa Cemex España (a su vez controlada por CX), están reguladas por un Acuerdo Marco (Anexo 2). Asimismo, "Como sociedad española, CLH se rige principalmente por lo dispuesto en la Ley de Sociedades de Capital española (Real Decreto Legislativo 1/2010, del 2 de julio), así como por lo dispuesto en sus Estatutos Sociales, Reglamentos de la Junta General y del Consejo y, por las restantes normas de código de buen gobierno corporativo que aprueben los órganos competentes de la sociedad" (www.cemexlatam.com).

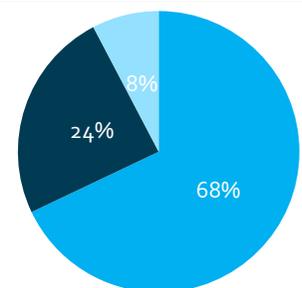
Por otro lado, CLH ha adoptado diversos acuerdos y medidas en procura de la protección a los inversionistas minoritarios. Sin embargo, más que entrar a analizar

Gráfica 1. Composición Accionaria



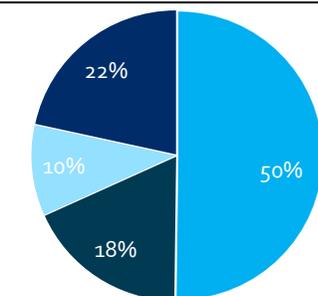
■ Cemex España S.A ■ Otros
Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfica 2. Ingresos por producto



■ Cemento ■ Concreto ■ Otros
Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana.
Otros: Incluye Agregados y Eliminaciones.

Gráfica 3. Ingreso por País



■ Colombia ■ Panamá
■ Costa Rica ■ Resto de CLH
Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana.

esto, o las demás prácticas de gobierno corporativo, nos concentramos en la relación entre CLH y CX que limita las proyecciones de crecimiento de CLH.

Relación entre CLH y CX: El capital obtenido con el listado de CLH a finales del 2012 (precio de oferta de COP 12,250 mediante construcción de libro de ofertas) se utilizó en su totalidad para pagar la deuda de su matriz CX, en un momento en el que la relación Deuda/EBITDA de la compañía superaba las diez veces (CX triplicó su pasivo en 2007 con la adquisición de la australiana Rinker, justo antes de que estallara la burbuja hipotecaria estadounidense).

CLH y las demás filiales de CX se rigen por acuerdos de no competencia en los mercados en los que operan, limitando a CLH a la región en la que está. En general, ante oportunidades de inversión, CX tendrá prelación sobre CLH, prelación que a la fecha no ha sido requerida. Adicionalmente, hay acuerdos respecto a la estructura de capital de CLH, por lo que CX debe aprobar cualquier cambio de estructura; específicamente, CLH debe tener el consentimiento de CX y CEMEX España para, entre otros:

1. Cualquier consolidación, fusión o acuerdo con un tercero.
2. Cualquier venta, arrendamiento, intercambio o cualquier otra disposición, adquisición a cualquier persona distinta de CX.
3. La declaración, decreto o pago de dividendos u otra distribución por CLH.
4. La creación, asunción, otorgamiento o garantía por parte de CLH de cualquier tipo de deuda, y/o la constitución de gravámenes o cargas sobre sus activos, por un monto total superior a USD 25 millones en cualquier momento para ambos conceptos.
5. Conceder préstamos o convertirse en acreedor con respecto a cualquier tipo de deuda.
6. Tomar cualquier acción que pueda resultar en que CX caiga en incumplimiento de algún contrato o acuerdo, bajo sus acuerdos de financiamiento y refinanciamiento.

En conclusión, CLH se rige por los requerimientos e intereses de su matriz CX, sin que se presenten conflictos de interés, toda vez que, por acuerdo y constitución, el interés primario es el de CX. Esto no quiere decir que CLH sea prescindible para CX, como explicamos en seguida, CLH es de hecho un activo importante para el holding.

En el pasado, el elevado endeudamiento de CX fue un factor de incertidumbre para los accionistas minoritarios de CLH, llegándose a especular sobre la venta de participación por parte de CX, evento que se ha hecho menos probable, teniendo en cuenta el fortalecimiento financiero logrado por el holding con la aplicación de su plan "A Stronger CEMEX".

Dicho plan incluye: 1) Venta de activos no estratégicos, en línea con su meta de USD 1,500 MM – USD 2,000 MM para el 2020, donde al cierre de 2019 había alcanzado USD 1,600 MM; 2) Reducción de costos anuales por USD 230 MM al 2020, llegando a USD 170 MM en 2019; 3) Disminución de deuda y notas perpetuas,

en línea con su meta de disminuir su deuda total en USD 3,500 MM al 2020, (reducción de USD 407 MM al 2019). Además, al cierre del 2019 CX realizó la recompra de 157.5 millones de Certificados de Participación Ordinarios (CPOs) en la Bolsa Mexicana de Valores.

Finalmente, y aunque se trata de un problema de la industria, no solo de CLH, debe destacarse la dificultad para el análisis la compañía: la información de precios de mercado es difícil de encontrar y depende en gran medida del tipo y la calidad de la información que los emisores estén dispuestos a brindar.

Desempeño consolidado y algunas particularidades

Mas allá de que la constitución de CLH se dio en respuesta al sobreendeudamiento de CX, es importante recordar que CLH es una filial importante para CX a nivel global, participando de aproximadamente el 8% de los ingresos y del EBITDA en 2019. Adicionalmente, a nivel consolidado registró uno de los mayores márgenes EBITDA dentro de las compañías del grupo (20%), detrás de la filial en México (35%) y por encima del total registrado en el consolidado de CEMEX (18%) (tabla 2).

Otro aspecto para destacar destacamos que CLH cuenta con la marca de CX, accede a su logística, disfruta del resultado de la inversión en investigación y desarrollo de CX, mejorando la propuesta de valor que puede presentar CLH frente a sus competidoras en la región. Así las cosas, consideramos razonables las regalías que le paga CLH a CX (5% de las ventas brutas).

Respecto a la posición de mercado, la cementera tiene posiciones líderes en los diferentes países donde tiene presencia, con la posición número 1 o 2 en Colombia, Panamá y Costa Rica. Al cierre del 2019 la cementera tiene una concentración significativa de sus ingresos derivados de la venta de cemento (68%) como lo muestra la gráfica 2. Mientras tanto, su capacidad instalada se concentra ampliamente en Colombia, seguido de Panamá y Costa Rica (tabla 3).

Al cierre del 2019 **Colombia se ubica como la principal fuente de ingresos de CLH, con una participación del 50%** (gráfica 3). Sin embargo, esta participación se ubica por debajo de su promedio histórico (52%), tomando cifras entre 2011 y 2019. Por su parte, la ubicación denominada "Resto de CLH", compuesta por Guatemala, El Salvador y Nicaragua, se ubica como la segunda fuente de ingresos con el 22%, aumentando levemente frente al 18,9% que muestra su promedio histórico.

La presencia de CLH en diferentes mercados de la región le permite participar como proveedor de los proyectos relacionados con iniciativas públicas y privadas enfocadas en infraestructura y vivienda, las cuales deberían venir acompañadas de incrementos en la demanda de cemento y concreto, siempre y cuando la coyuntura respectiva lo permita.

Tabla 2. Relevancia de CLH para CX

País	Ingresos	EBITDA	Margen
CLH	8%	8%	20%
Colombia	4%	4%	18%
Panamá	1%	2%	27%
C. Rica	1%	1%	35%
R. CLH	2%	3%	28%
SCA&C	5%	7%	24%
México	21%	41%	35%
EE. UU	29%	26%	17%
Europa	23%	17%	14%
UK	6%	5%	16%
Francia	7%	4%	11%
Alemania	3%	3%	16%
España	2%	1%	5%
Resto	5%	5%	19%
AMEA	11%	9%	15%
Filipinas	3%	5%	26%
Israel	5%	4%	13%
Resto	2%	0%	3%
Otros	4%	-10%	n/a
Total	100%	100%	18%

Fuente: CEMEX SAB. Reporte 2019. Cálculos: Corficolombiana.

Tabla 3. Capacidad Instalada de Cemento

Ubicación	C. Instalada Cemento	Part.
Colombia*	4,500	60%
Panamá	2,100	23%
Costa Rica	900	10%
Resto CLH	600	7%
Total	8,100	

Fuente: CLH. Miles de toneladas / año * No incluye la Planta de Cemento en Maceo.

Dentro de las iniciativas de reducción de costos de la compañía se encuentra la sustitución de Clinker, pues este es un material costoso, tanto en el proceso integrado de fabricación de cemento, como en la molienda, siendo la materia prima de mayor capex, con la capacidad de molienda como el principal obstáculo en el proceso de producción. **CLH ha logrado una relación Clinker/cemento del 73%, constituyéndose en un factor de ahorro.**

Cabe recordar que, en algunos periodos CLH ha tenido que adquirir Clinker de terceros. En el caso de Colombia, la compra de Clinker (incluyendo material importado) ha estado relacionado con menores costos logísticos frente a los costos relacionados con transportar Clinker propio desde la planta de Ibagué hacia algunas regiones del norte del país.

De igual manera, dentro del proceso de producción, la caliza resulta importante. **Destacamos que ni la disponibilidad ni el costo de la caliza constituyen una preocupación a nivel de la estructura de costos.** La caliza es una de las principales materias primas para la fabricación del cemento, que emplea igualmente arcilla, yeso, escoria y puzolana. Por lo general, al menos para los principales agentes del mercado en cada país, las cementeras tienen acceso a minas de piedra caliza para su explotación. En el caso colombiano, esto implica la consecución de títulos mineros y unos trámites ambientales para la explotación minera, que en sí mismos son una barrera de entrada. De esta manera, la caliza incrementa su importancia en la estructura de costos de las compañías que no poseen canteras propias.

Otras medidas para reducir costos incluyen el uso de combustibles alternativos, donde, en el caso de CLH, se ubica en el 19.5%, sumado a la autogeneración eléctrica. De la electricidad que genera actualmente todo CLH, 50% de la energía eléctrica consumida en sus plantas de cemento proviene de fuentes renovables, lo que es un esfuerzo importante, teniendo en cuenta que la electricidad puede llegar a representar hasta la tercera parte de los costos fijos (de venta). El uso de combustibles alternativos es favorecido por ventajas tributarias (surgidas a partir del Protocolo de Kioto).

Como ejemplo de fuentes renovables, con una tasa de sustitución mayor al 25%, está la Planta Caracolito en Colombia, que cada año utiliza más de 20 mil toneladas de cascarilla de arroz como combustible. Esta práctica reduce el consumo de carbón, commodity que en algunos periodos ha incrementado los costos de energía de la compañía en países como Colombia y Panamá.

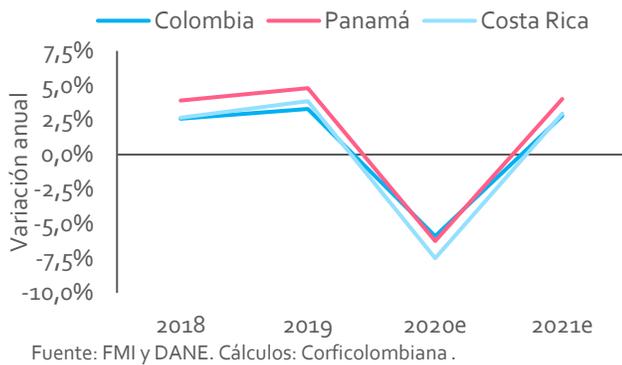
Tabla 4. Proyección de FCF, EBITDA y FCF / EBITDA

	2020e	2021e	2022e	2023e
FCF	122,695	92,167	108,888	130,726
EBITDA	149,093	174,057	193,916	222,287
FCF/EBITDA	82%	53%	56%	59%

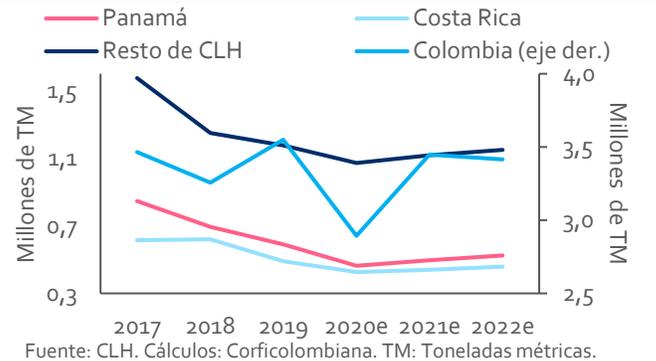
Fuente: CLH. Cálculos Corficolombiana.

Por su parte, resaltamos que la generación de caja en nuestra proyección (la conversión de Flujo de Caja Libre respecto al EBITDA) se ubica por encima del 50% y esto le permitirá a CLH mantener la continuidad de su negocio (tabla 4).

Gráfica 4. PIB principales países CLH



Gráfica 5. Volumen Cemento Gris Doméstico



Expansión acotada: Al analizar más a fondo las implicaciones que tiene para CLH su ubicación geográfica y la estrategia de su casa matriz, como lo mencionamos con anterioridad, concluimos que el crecimiento adicional que pueda tener la compañía en el mediano plazo estará limitado por los países donde tiene presencia actualmente y su ritmo de crecimiento económico (gráfica 4).

Sumado a lo anterior, los volúmenes tendrían incrementos graduales en la medida en que las políticas públicas de vivienda e infraestructura abran la puerta a una mayor demanda, aunque su crecimiento puede variar como respuesta a los choques recientes derivados de las medidas de cuarentena (gráfica 5).

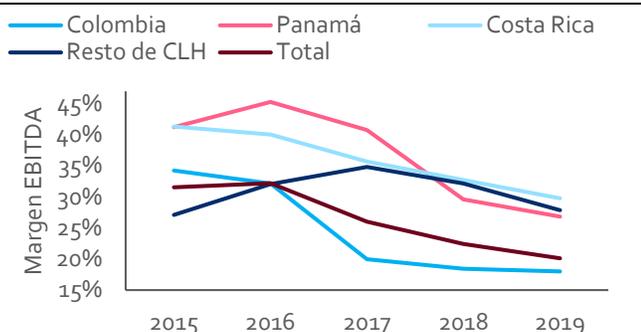
El acotamiento que tiene CLH para expandirse se refleja en el desempeño histórico de su EBITDA, el cual entre 2015 y 2019 ha mostrado una Tasa de Crecimiento Anual Compuesto (TACC) del -18.5%, con Colombia registrando una variación del -22.2%, seguido de Panamá con -19.8%, sin que se hayan presentado mayores cambios en la participación de mercado.

Por su parte, el Margen EBITDA se ha visto presionado a la baja debido a una mayor competencia y un incremento en los precios de algunas materias primas, entre otros aspectos. Tomando el periodo 2015 - 2019 (gráfica 6), es evidente la compresión que se ha presentado en la mayoría de los países, exceptuando "Resto de CLH", principalmente por las obras de infraestructura en Nicaragua y las obras residenciales, industriales y comerciales en Guatemala que se han dado en los últimos años.

El descenso más significativo entre 2015 y 2019 se ha presentado en Colombia (pasando de un margen del 37% al 18%), en medio de una dinámica menor a la esperada en obras de infraestructura, junto al bajo nivel de demanda del segmento

de edificaciones, principalmente en los segmentos industrial y comercial. Sumado al menor consumo de cemento por parte de los proyectos de vivienda, mayoritariamente de viviendas de ingreso medio y alto.

Gráfica 6. Margen EBITDA por País



Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana

Por su parte, en Panamá la reducción más pronunciada del margen EBITDA se ha presentado entre 2017 y 2018, donde factores como menores volúmenes, la reducción en precios del concreto y agregados y el mayor factor de Clinker a cemento se han reflejado en el margen. A lo cual se debe sumar la huelga de los trabajadores de la construcción en 2018 y una menor demanda en el sector edificador, mayoritariamente residencial, industrial y comercial, junto a una mayor competencia.

Adicionalmente, la carga de costos fijos ha resultado en un deterioro más que proporcional en el EBITDA ante la disminución de las ventas. Entre 2018 y 2019, según nuestros cálculos el nivel de costos fijos / ingresos tuvo un incremento de 112 pbs, pasando del 23.4% al 24.5%, el costo variable / ingresos se ubicó en 36.8% (+169 pbs) mientras que el margen EBITDA se redujo en 230 pbs, hasta 20.1%.

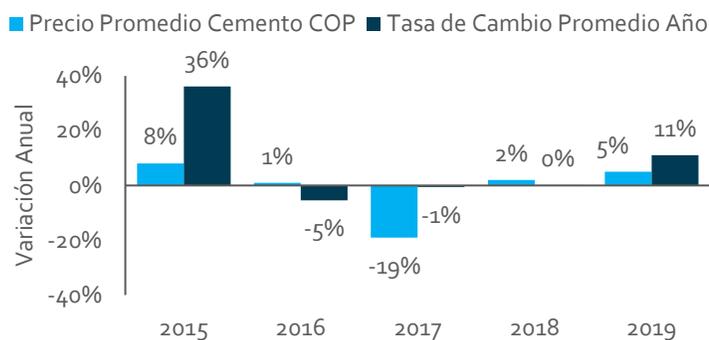
El costo de la energía también afecta el margen EBITDA considerablemente: en el caso colombiano, CLH ha tenido que importar carbón, pues su compra en el mercado local en algunos periodos no es eficiente, debido a la ubicación de sus plantas en el interior del país. Adicionalmente, en periodos del Fenómeno "El Niño", el precio local del carbón tiende a incrementarse dada la mayor demanda por parte de las Termoeléctricas, generando mayores costos variables.

En Costa Rica, el margen EBITDA muestra descensos constantes en los últimos años, donde una reducción en la demanda de los sectores residencial y de infraestructura han afectado el margen, sumado a un aumento en la competencia tras la entrada de nuevos jugadores.

Por otro lado, respecto al efecto de la tasa de cambio sobre los precios (gráfica 7), dada la consolidación en USD de los negocios de CLH, teniendo en cuenta que en el pasado CLH presentó deterioro en ventas volumétricas y en el resultado operativo luego de defender su generación de EBITDA en dólares (año 2015),

mientras que el peso colombiano registraba una depreciación, incorporamos dentro del modelo de valoración una sensibilidad del precio de venta frente a la devaluación y otra sensibilidad del volumen de ventas en relación con el ajuste en precios.

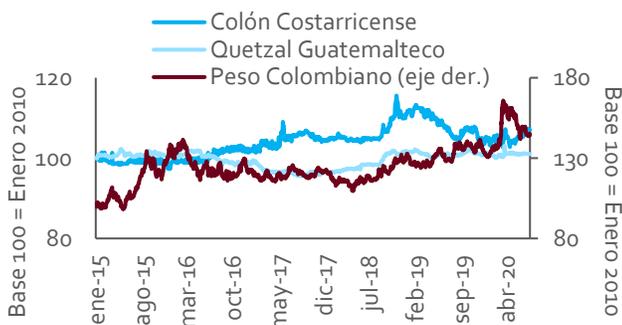
Gráfica 7. Variación Tasa de Cambio y Precio Cemento



Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana.

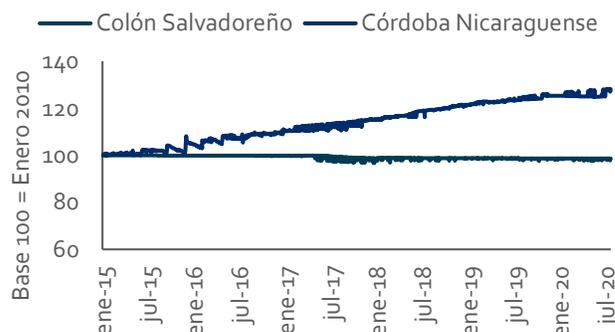
La exposición al riesgo cambiario es relevante para CLH, pues a pesar de que su producción es local (ya sea en Colombia o en Centroamérica), la moneda funcional de la compañía y de los objetivos financieros es el dólar.

Gráfica 8. Tasas de cambio flexibles vs dólar



Fuente: Reuters. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfica 9. Bandas cambiarias vs dólar



Fuente: Reuters. Cálculos: Corficolombiana.

Siendo este el caso, en algunos momentos la empresa debe ajustar sus precios de acuerdo con el comportamiento de la tasa de cambio en los países donde el tipo cambiario es flexible (gráfica 8), algo que no necesariamente tiene que hacer la competencia, mientras que también está ubicada en otras economías con bandas cambiarias o tasas fijas (gráfica 9).

Al cruzar la información de la variación anual de los precios del cemento de CLH en COP y de la tasa de cambio, se observa una relación positiva entre ambas variables en la mayoría de los periodos (gráfico 7). Sus competidores pueden ajustarse en menor grado, ganando participación de mercado a partir un precio de venta más favorable para el consumidor. Este fue el caso de CLH durante la primera mitad de

2015 en Colombia cuando incrementó sus precios para conservar la generación de EBITDA en dólares, bajo un escenario de fuerte devaluación del peso colombiano frente a esa moneda. Es así como, durante un periodo de depreciación del peso, la debilidad de CLH (venta local, el dólar como moneda funcional, y objetivos de rentabilidad en dólares), puede traducirse en una fortaleza para competidores como Cementos Argos (denominación en pesos y una proporción importante de las ventas en EE. UU en dólares), quien puede incrementar su participación de mercado en la medida en que no se ve obligado a realizar los ajustes en precio de CLH.

A nivel de activos, consideramos importante profundizar sobre el principal activo de CLH, el Crédito Mercantil, el cual ha tenido una participación cercana al 50% sobre los activos totales de CLH en los últimos años (tabla 5).

Tabla 5. Histórico. Crédito Mercantil y Activos Totales

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Crédito Mercantil	1,704,635	1,575,396	1,563,836	1,551,684	1,488,216	1,503,970
Activos Totales	3,483,940	3,196,930	3,294,646	3,293,989	3,047,781	2,994,203
Part %	49%	49%	47%	47%	49%	50%

Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana.

Acorde a las notas de los EE. FF del 2019, las adquisiciones de negocios se reconocen mediante el método de compra, asignando el precio pagado para tomar el control de la entidad a los activos adquiridos y pasivos asumidos con base en sus valores razonables a la fecha de adquisición. Los activos intangibles adquiridos se identifican y reconocen a su valor razonable. **La porción del precio de compra no asignada representa el crédito mercantil, el cual no se amortiza y queda sujeto a evaluaciones periódicas por deterioro.** Siguiendo con las notas, dicha evaluación por deterioro se presenta ante cambios adversos significativos o al menos una vez al año, durante el último trimestre, calculando el valor de recuperación de los grupos de unidades generadoras de efectivo (UGEs).

Tal como lo mencionan las notas, las evaluaciones de deterioro son muy sensibles, entre otros factores, a las estimaciones de los precios futuros de los productos, la evolución de los gastos de operación, las tendencias económicas locales e internacionales en la industria de la construcción, las expectativas de crecimiento de largo plazo en los distintos mercados, así como a las tasas de descuento y de crecimiento en la perpetuidad utilizadas. La tabla 6 muestra el desglose del Crédito Mercantil para cada país.

Por lo anterior, se esperaría que el deterioro del Crédito Mercantil fuera mayor en aquellos años donde la compañía tenga un entorno retador, reflejado en

contracciones en volúmenes y / o precios, y, por ende, en un menor valor de los segmentos de negocio.

Tabla 6. Desglose del Crédito Mercantil por segmento de operación (miles de USD)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Costa Rica	449,504	450,048	437,031	428,283	400,846	425,363
Panamá	354,581	344,703	344,703	344,703	344,703	344,703
Colombia	344,703	303,971	311,901	312,840	299,036	297,740
Guatemala	239,128	237,297	241,503	247,333	234,794	235,957
Nicaragua	235,504	224,289	213,610	203,437	193,749	185,119
El Salvador	15,088	15,088	15,088	15,088	15,088	15,088
Total	1,704,635	1,575,396	1,563,836	1,551,684	1,488,216	1,503,970

Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana.

Al respecto, como se muestra en las tablas 7, 8 y 9 en periodos de contracciones significativas en volúmenes y / o precios, el deterioro del Crédito Mercantil muestra reducciones más tenues o en algunos casos permanece estable. Para el periodo 2014 – 2019, tomando el TACC, tenemos que mientras el Crédito Mercantil ha variado - 2.5% a/a, los volúmenes de cemento gris doméstico lo han hecho en -3.8% a/a. Es más, dado que las ventas netas consolidadas en USD vienen contrayéndose continuamente desde el 2014 a un TACC del -10.5% (tabla 10), se esperaría un deterioro mucho más notable en el Crédito Mercantil respecto al real.

Tabla 7. Deterioro Crédito Mercantil. Var a/a %

	2015	2016	2017	2018	2019
Costa Rica	0.1%	-2.9%	-2.0%	-6.4%	6.1%
Panamá	-2.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Colombia	-11.8%	2.6%	0.3%	-4.4%	-0.4%
Guatemala	-0.8%	1.8%	2.4%	-5.1%	0.5%
Nicaragua	-4.8%	-4.8%	-4.8%	-4.8%	-4.5%
El Salvador	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Total	-7.6%	-0.7%	-0.8%	-4.1%	1.1%

Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana.

Tabla 8. Volúmenes de Cemento Gris Doméstico. Var a/a %

	2015	2016	2017	2018	2019
Costa Rica	7.0%	-12.0%	3.0%	1.0%	-21.0%
Panamá	-9.0%	-14.0%	3.0%	-18.0%	-15.0%
Colombia	-9.0%	0.0%	-6.0%	-6.0%	9.0%
Resto de CLH	-2.0%	10.0%	9.0%	-2.0%	-6.0%
Cemento	-6.2%	-1.0%	-5.0%	-6.2%	-0.3%

Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana.

Consideramos que, dado que dicha cuenta corresponde al principal activo de la compañía, podría tener un comportamiento mucho más ajustado a la coyuntura que presenta cada país y al comportamiento anual de volúmenes, precios e ingresos. Por ende, debido a que una proyección adecuada del Crédito Mercantil implicaría, según las notas financieras, calcular el valor razonable del grupo de UGEs, menos costos de disposición, y su valor en uso, representado por el VPN de los flujos de efectivo relativos a las UGEs, consideramos que lo adecuado es mantener constante dicho rubro en el tiempo.

Otro tema importante es el análisis comparativo de la compañía frente a sus pares. Siendo el cemento un bien básico poco diferenciado, cuyo precio de venta obedece al comportamiento de un mercado oligopólico, la diferenciación en los márgenes de las empresas líderes debe darse a través de la estructura de costos y gastos, reflejándose como última instancia en sus márgenes.

Tabla 9. Precios del Cemento en USD. Var a/a %

	2015	2016	2017	2018	2019
Costa Rica	3.0%	-5.0%	-7.0%	2.0%	-4.0%
Panamá	4.0%	2.0%	0.0%	-1.0%	-6.0%
Colombia	-22.0%	-8.0%	-17.0%	1.0%	-5.0%
Resto de CLH	-6.0%	-2.0%	0.0%	-2.0%	-2.0%

Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana.

Tabla 10. Ventas Netas. Var a/a %

	2015	2016	2017	2018	2019
Costa Rica	9.5%	-9.3%	-1.7%	-6.6%	-26.8%
Panamá	-9.7%	-9.9%	3.9%	-16.6%	-18.4%
Colombia	-27.0%	-8.2%	-15.0%	-7.3%	-3.9%
Resto de CLH	-3.0%	-1.9%	-5.4%	-4.2%	-9.2%
Total	-17.3%	-7.8%	-8.3%	-8.1%	-10.8%

Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana.

Acorde a los datos de la tabla 11, tomando el promedio de la información trimestral de 1T17 a 1T20, el Margen EBITDA de CLH es mayor que la mediana de sus comparables, ubicándose por encima de su principal competidor en Colombia (Cementos Argos). Caso similar ocurre tanto con el retorno sobre el patrimonio (ROE), cuyo promedio se ubica por encima de su principal competidor colombiano (2.8% vs 2.7%), como con el retorno sobre el activo (ROA) (1.3% vs 1.1%).

Tabla 11. Promedios de Márgenes y Rentabilidad vs Pares

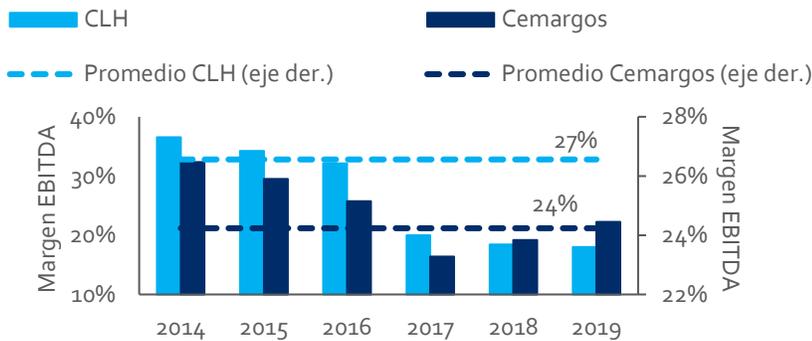
Compañía	Márgenes (LTM)		Rentabilidad	
	Margen EBITDA	Margen Neto	ROE	ROA
CLH	23.5%	0.7%	2.8%	1.3%
Cementos Argos	17.9%	0.4%	2.7%	1.1%
Cementos Pacasmayo	28.6%	1.6%	6.8%	3.6%
Cemex	18.7%	1.6%	6.9%	2.2%
Unacem	30.9%	1.4%	5.1%	2.1%
Grupo Cementos de Chihuahua	23.7%	1.7%	7.4%	4.2%
Elementia	15.7%	0.3%	-	-
Mediana	21.2%	1.5%	6.8%	2.2%

Fuente: EE. FF compañías y Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Márgenes promedio anuales 1T17 al 1T20.

Respecto al análisis de márgenes que mencionamos anteriormente, decidimos realizar un comparativo del margen EBITDA en Colombia de CLH frente Cemargos, su principal competidor (gráfica 10). Es así como, tomando datos anuales, en los últimos 6 años el margen EBITDA de CLH ha superado, en promedio, en 232 pbs al de Cementos Argos (26.6% vs 24.2%). Sin embargo, entre 2018 y 2019 Cementos Argos registró un repunte importante, en medio de la implementación del programa BEST enfocado en una mayor eficiencia operativa, entre otras iniciativas. En general, el margen de CLH evidencia eficiencias en su estructura de costos y

gastos que podrían continuar con programas como “CEMEX Initiative” y “A Stronger CEMEX”.

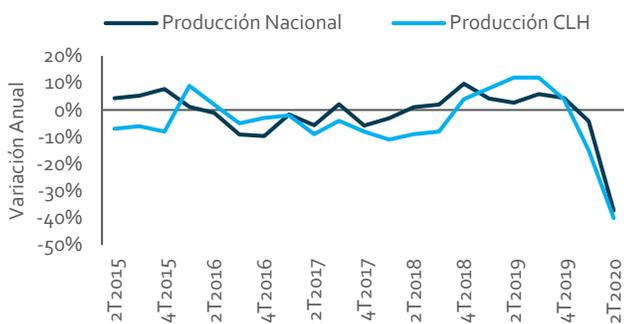
Gráfica 10. Margen EBITDA Colombia



Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana

Por otro lado, acorde al comportamiento anual de los volúmenes de cemento y concreto de CLH, luego haber alcanzado un punto de inflexión en el 1T18 y mejoras paulatinas durante 2019, principalmente por el avance de obras civiles y vivienda VIS, los efectos del confinamiento desde finales del 1T20 han afectado significativamente los volúmenes, con contracciones de dos dígitos en 1T20 y 2T20. (gráfico 11 y 12).

Gráfica 11. Producción de Cemento



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfica 12. Producción de Concreto



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

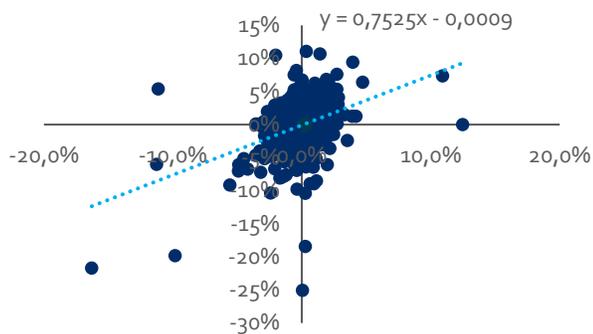
Bursátil

Acción de CLH vs COLCAP: Realizamos una regresión lineal teniendo en cuenta datos históricos desde finales del 2012, donde encontramos un Beta de 0.75 (gráfica 13), lo que implica que ante cambios en el índice la acción presentará variaciones en la misma dirección, pero en una menor proporción.

Acción de CLH vs USD/COP: Por su parte, la regresión de CLH y el dólar se muestra en la gráfica 14, donde se obtiene un Beta de -0.13, reflejando que la acción de CLH tiene una relación negativa con la tasa de cambio. Es decir que, en periodos con

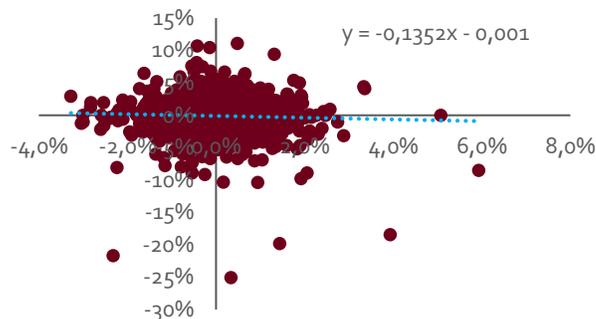
devaluación del peso colombiano frente al dólar, la acción tiende a tener un comportamiento a la baja, lo cual tendría sentido, dado el papel del dólar como moneda funcional de CLH, donde la debilidad del peso colombiano afecta los ingresos consolidados de la Holding.

Gráfico 13. Relación Colcap y Acción CLH



Fuente: Capital IQ. BVC. BanRep. Cálculos: Corficolombiana

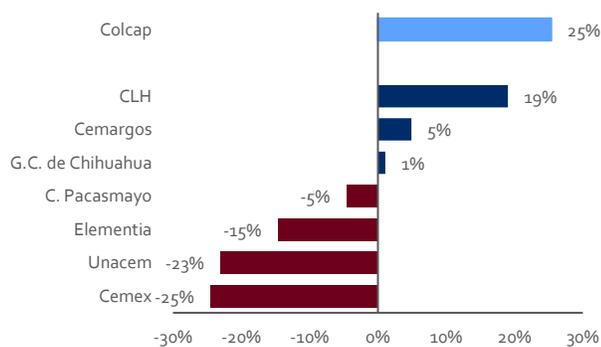
Gráfico 14. Relación Acción USD / COP y Acción de CLH



Fuente: Capital IQ. BVC. BanRep. Cálculos: Corficolombiana

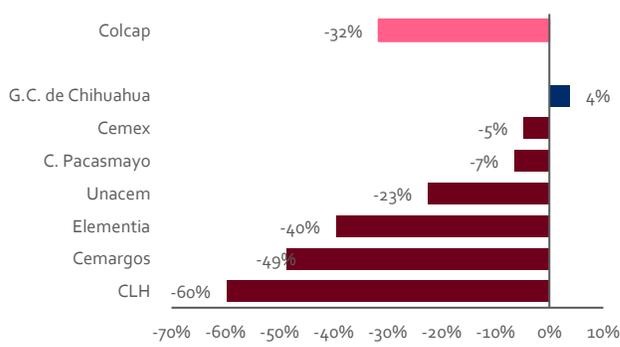
Por otra parte, durante 2018, se sumaron distintos eventos de riesgo corporativo mencionados a lo largo del documento, que afectaron notablemente el desempeño de la acción, llevando a que al cierre de ese año CLH tuviera una variación del -66%. En 2019 dicha tendencia se revertió parcialmente y CLH registró una valorización importante frente a sus pares, aunque inferior al incremento alcanzado por el índice COLCAP (gráfica 15).

Gráfica 15. Comportamiento accionario cementeras 2019



Fuente: BVC. Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Moneda local

Gráfica 16. Comportamiento accionario cementeras 2020



Fuente: BVC. Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. Moneda local

Las cifras a julio del 2020 muestran fuertes desvalorizaciones en la mayoría de cementeras bajo análisis, sobresaliendo Cemargos y CLH como las más desvalorizadas en lo corrido del año (-49% y -60% respectivamente), superando - para mal- ampliamente al índice COLCAP (-32%) en medio de las dificultades del sector construcción para funcionar en medio de las medidas de confinamiento (gráfica 16).

Al analizar el comportamiento de la acción de CLH en un lapso más amplio, es evidente que su precio se ha visto presionado de manera continua desde comienzos del 2016, en medio de un entorno retador en varias de las economías donde tiene presencia la cementera, sumado a riesgos corporativos mencionados en el documento, con posiciones netas vendedores por parte de extranjeros en el sector construcción en los últimos periodos (gráfica 17). Por su parte, la posición neta de Fondos de Pensiones (AFPs) en el sector construcción también ha registrado ventas en los últimos periodos (gráfica 18).

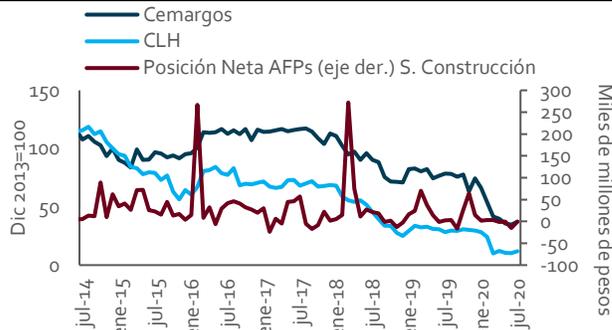
Lo anterior se presenta como un reto adicional para la recuperación del precio de las acciones del sector, dado que la participación de inversionistas institucionales es muy relevante en el mercado accionario colombiano y un bajo apetito por emisores del sector demoraría aún más la corrección esperada de los precios.

Gráfica 17. Posición neta extranjera y desempeño accionario (Sector Construcción)



Fuente: BVC. Cálculos: Corficolombiana. Construcción: Incluye Concreto

Gráfica 18. Posición neta AFPs y desempeño accionario (Sector Construcción)



Fuente: BVC. Cálculos: Corficolombiana. Construcción: Incluye Concreto

Potencial Regional, problemática local y expectativas

A continuación, los principales aspectos coyunturales en los distintos países donde tiene presencia la cementera. La información descrita en las subsecciones de “dinámica y problemática” y “riesgos y expectativas” por región, la incorporamos en nuestro ejercicio de valoración.

Colombia

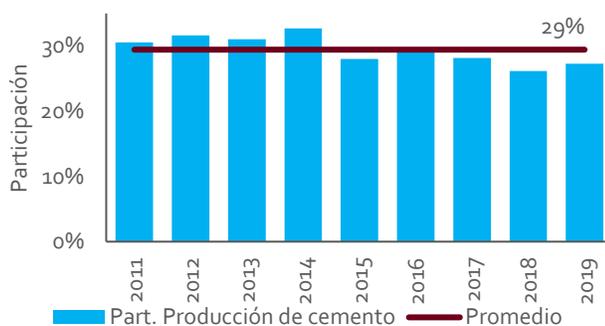
Posicionamiento: 2do puesto con participación de mercado volátil

CLH es el segundo jugador más importante en cemento y concreto, luego de Cementos Argos, donde ha tenido una participación de mercado promedio de aproximadamente el 29% en los últimos años, aunque tomando como referencia datos del DANE y de la cementera, la participación de la compañía en los volúmenes de cemento se ha reducido, pasó del 32% en 2012 al 27% en 2019 (gráfica 19). Consideramos que la volatilidad de la participación de mercado se puede explicar en buena medida por los ajustes en precio realizados por la compañía en respuesta a la tasa de cambio.

Al cierre del 2019, CEMEX Colombia era propietaria de dos plantas de cemento operativas y tres molinos, con una capacidad instalada anual total de 4.5 millones de toneladas, sin incluir la planta de cemento en Maceo (tabla 12). Para ese mismo año, la compañía operaba 14 centros de distribución terrestre, dos plantas de mortero, 52 plantas de concreto premezclado (siete estuvieron temporalmente inactivas) y diez operaciones de agregados (nueve estuvieron temporalmente inactivas). También era propietaria de 18 canteras de piedra caliza.

CLH tiene presencia en el Triángulo Urbano que abarca Bogotá, Medellín y Cali.

Gráfica 19. CLH - Part. Producción Cemento en Colombia



Fuente: DANE y CLH. Cálculos: Corficolombiana.

Dinámica y problemática: Desarrollo procrastinado

General: Durante los últimos años el sector de construcción ha presentado una desaceleración importante, en línea con la débil dinámica de la economía colombiana y la ciclicidad del sector en mención, lo cual se ha reflejado en los volúmenes de cemento y concreto.

4G: En Colombia, luego de un arranque bastante lento, los proyectos de infraestructura 4G han repuntado gradualmente desde finales del 2017, con avances importantes en los cierres financieros (gráfica 20), aunque por debajo de lo que se tenía pensado inicialmente. De los 29 proyectos adjudicados, 22 proyectos presentan cierres financieros.

Por su parte, la aprobación de la ley 1882 de 2018 (Ley de Infraestructura), relacionada con la protección a terceros de buena fe, incentivos a la inversión, mecanismo de transparencia y un mejoramiento en la adquisición predial, no resultó en la esperada reactivación del crédito bancario local para infraestructura.

Adicionalmente, la sentencia del Tribunal de Arbitraje Colombiano que compensó a Concesionaria Ruta del Sol II en una fracción de lo que se esperaba, fue publicada en agosto de 2019, cuya provisión para la cartera comercial afectará negativamente la rentabilidad sobre el patrimonio de los bancos. La participación de la banca local en la financiación de las obras de infraestructura 4G y APP es muy importante, dado el elevado monto de los recursos requeridos, así como por el hecho de incentivar y facilitar la participación de la banca internacional, en obras cuya construcción se financia de manera privada 100%, con aportes de Equity del Concesionario (30%) y Deuda (70%).

Por su parte, la participación del gobierno –en el caso de las carreteras- consiste en pagarle al concesionario con los peajes y las vigencias futuras, siempre y cuando las unidades funcionales hayan sido entregadas.

Por otro lado, luego de registrarse atrasos en los proyectos de infraestructura de las 4G y APP, donde acorde a la Financiera de Desarrollo Nacional (FDN), se venían presentando debilidades del marco APP, relacionado con *"la ausencia de procedimientos para la liquidación de un contrato y toma de posesión de los financiadores, ante eventos de nulidad derivados de actos de corrupción"*. Estos atrasos se han ido acentuando paulatinamente con la aprobación de temas como la Ley de Infraestructura.

Inmobiliario: Por su parte, a nivel inmobiliario se presentan inventarios elevados y baja capacidad de absorción tanto a nivel no residencial como residencial, exceptuando por el segmento VIS, el cual se ha visto jalonado por los programas de Vivienda del Gobierno Nacional.

Tabla 12. Plantas de Cemento Colombia

Ubicación	Capacidad (MM Ton)
Ibagué	2.8
Caribe	1.7
Total	4.5

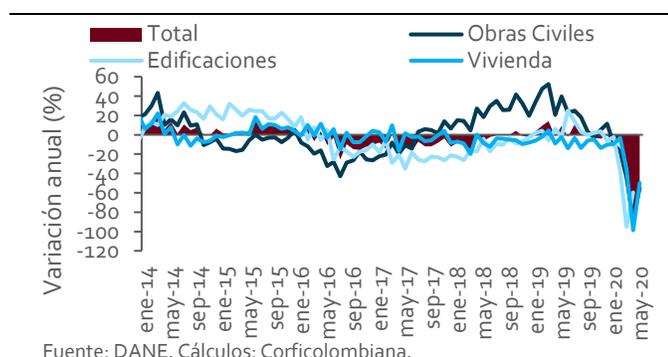
Fuente: CLH.

Gráfica 20. Evolución Cierres Financieros Programa 4G

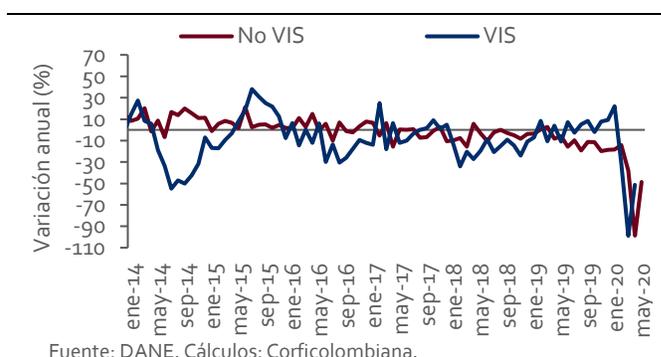


Destino de la producción: Al analizar la evolución del sector, vemos algunos hechos que consideramos relevantes, dentro de los cuales se encuentra que la producción de concreto con destino a obras civiles, luego de registrar un comportamiento favorable en 2018 y gran parte de 2019 tuvo una baja importante desde marzo de 2020, resultado de las medidas de confinamiento. Por su parte, la producción de concreto enfocada en los segmentos de edificaciones y vivienda se han visto más afectados en los últimos meses, dado que ya traían una débil dinámica de años previos. (gráfica 21). Es así como, dentro del segmento de vivienda, tanto la VIS como la No VIS se habían ubicado en terreno contractivo en 2018 y gran parte de 2019, acelerando la caída en meses recientes (gráfica 22).

Gráfica 21. Producción de Concreto por destino

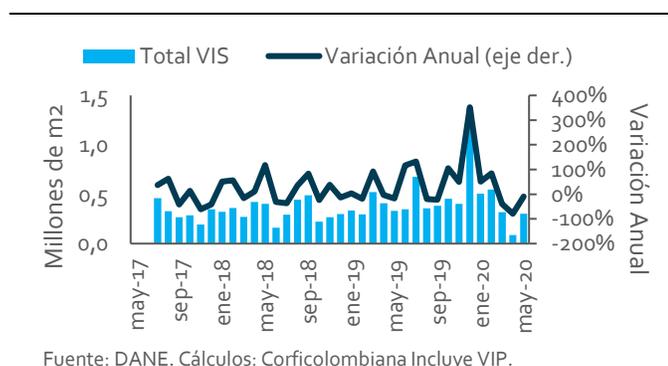


Gráfica 22. Producción de Concreto. VIS - No VIS

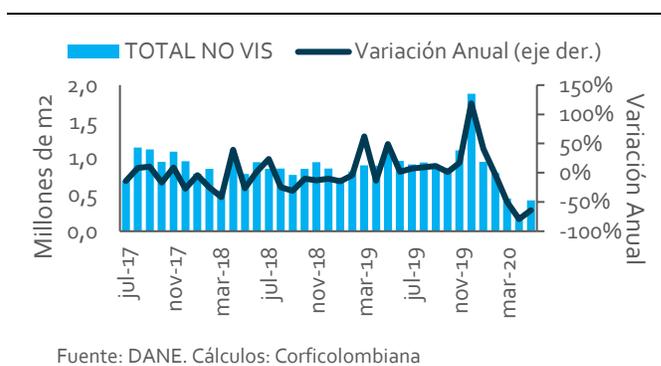


Licencias de construcción: Por su parte, las licencias de construcción destinadas a vivienda mostraron señales de recuperación en 2019, especialmente las licencias para vivienda VIS (gráfica 23), cuyas contracciones derivadas del confinamiento podrían revertirse gradualmente en medio de programas de Gobierno como “Mi Casa Ya”, entre otros, lo cual podría ayudar generar una mayor demanda por materiales de construcción como el cemento y concreto.

Gráfica 23. Área aprobada para vivienda VIS

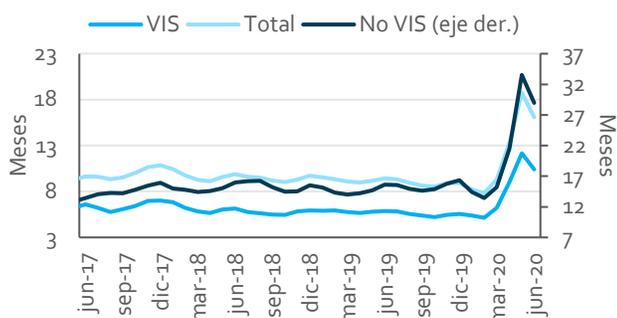


Gráfica 24. Área aprobada para No VIS



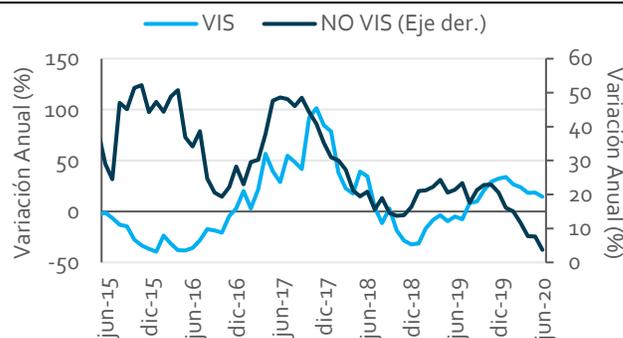
Entre tanto, las licencias para vivienda No VIS (gráfica 24), luego de cerrar 2018 con decrecimientos del 13%, cumpliendo así su tercer año de contracciones, tuvieron un 2019 con repuntes en el segundo semestre. Las fuertes contracciones en lo corrido del 2020 se dan como consecuencia de la cuarentena, sumado a un segmento que traía retos relacionados con unos niveles de inventarios elevados, con una lenta rotación, producto de la menor capacidad de absorción por parte del mercado, problema acrecentado por los choques recientes (gráfica 25).

Gráfica 25. Rotación de Inventarios



Fuente: Camacol. Cálculos: Corficolombiana.

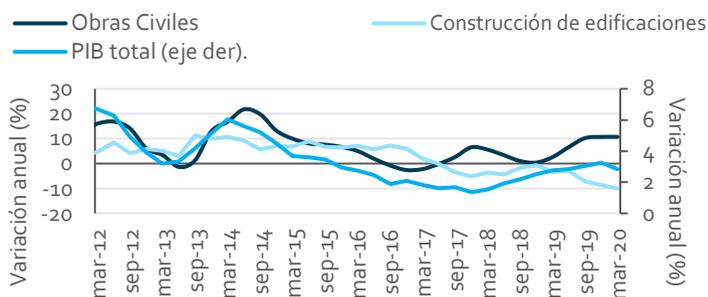
Gráfica 26. Unidades Terminadas por Vender (UTV)



Fuente: Camacol. Cálculos: Corficolombiana.

Unidades terminadas por vender (UTV): Otro factor importante es el relacionado con el comportamiento de las UTV, que corresponden a la parte del stock de la oferta cuyo ciclo de construcción ha culminado (inventarios). Las medidas de cuarentena recientes han generado incertidumbre sobre la evolución que pueda tener el nivel de inventarios (gráfica 26), donde los oferentes de vivienda en Colombia están des acumulando primero su inventario terminado, antes de decidirse por iniciar la construcción de nuevas unidades. Todo lo anterior se refleja en una débil dinámica de la economía colombiana y la ciclicidad del sector de construcción (gráfica 27). Por lo anterior, la velocidad con la que se reactive la demanda del sector determinará en gran medida la recuperación del crecimiento del segmento residencial.

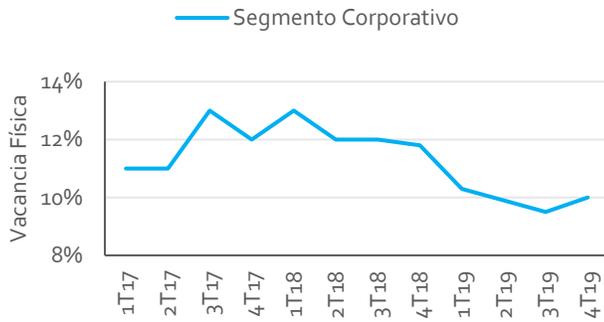
Gráfica 27. Colombia - PIB Total y PIB de Construcción



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

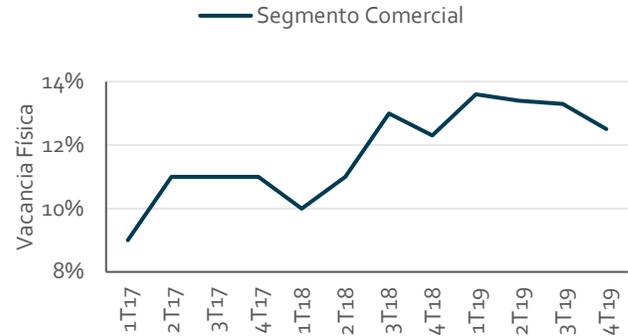
Tasas de vacancias física: Por su parte, al analizar algunos segmentos no residenciales a nivel nacional encontramos que el segmento Corporativo viene reduciendo gradualmente su nivel de vacancia física hasta llegar al 10%, según cifras disponibles al 4T19, lo cual puede variar durante 2020 como efecto del choque derivado de las medidas de cuarentena (gráfica 28).

Gráfica 28. Vacancia Segmento Corporativo



Fuente: PEI.

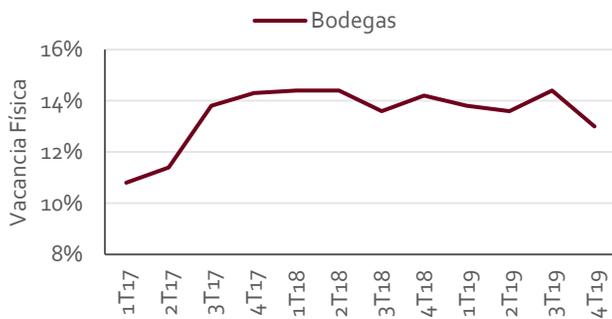
Gráfica 29. Vacancia Segmento Comercial



Fuente: PEI.

En el segmento Comercial, luego de un repunte en 2018, durante 2019 hubo una leve reducción hasta el 12.5%, la cual puede verse desdibujada en el 2020 (gráfica 29). Por último, en el segmento de Bodegas (gráfica 30) la vacancia se había mostrado relativamente estable, con una leve disminución hacia finales del 2019, hasta el 13%.

Gráfica 30. Vacancia Bodegas



Fuente: PEI.

De esta manera, el comportamiento reciente del nivel de vacancia en algunos segmentos permite prever que la dinámica de la demanda inmobiliaria evolucionaría a paso lento en próximos trimestres, más aún al incluir el choque reciente derivado de la cuarentena.

Incentivos: La desaceleración del sector constructor de los últimos años en Colombia fue más marcada durante el 2017, dado un efecto de doble vía, con una menor demanda interna y a su vez mayores niveles de oferta en línea con el

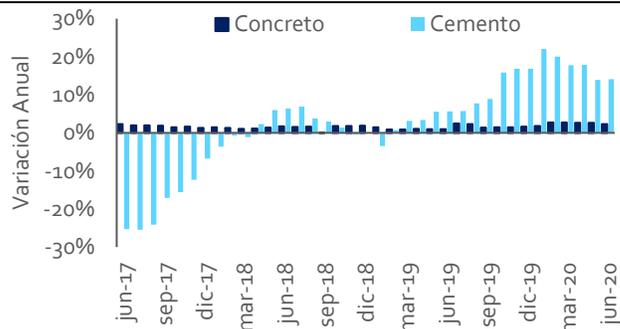
incremento en las importaciones de cemento y Clinker proveniente principalmente de Turquía, condición que dejó de presentarse (gráfica 31), repercutiendo positivamente en los niveles de precio, los cuales se han incrementado dadas las estrategias implementadas por las compañías (gráfica 32).

Gráfica 31. Importaciones de Cemento y otros



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana. Rubro incluye Sal; azufre

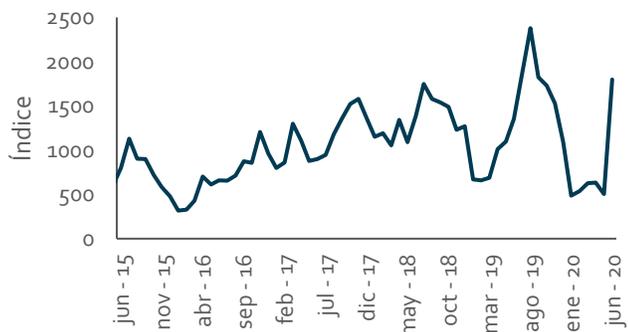
Gráfica 32. Precios Colombia



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

En línea con las importaciones de cemento, es importante monitorear el Baltic Dry Index (gráfica 33), el cual da una guía sobre los costos de transporte marítimo internacional. Repuntes significativos del índice en el 2018, lo cual fue un factor importante para desincentivar las importaciones de cemento desde países como Turquía, principal factor que distorsionó el precio interno en el 2017, se registraron nuevamente en la segunda mitad del 2019 y podrían permanecer hacia adelante en medio de cambios regulatorios realizados por la Organización Marítima Internacional (IMO por sus siglas en inglés), donde se limitarán las emisiones de óxido de azufre de los buques, encareciendo los precios del transporte marítimo.

Gráfica 33. Baltic Dry Index



Fuente: Reuters.

Acorde a CLH, si contamos sólo con la capacidad actual de 4 – 4.5 millones de toneladas de cemento en Colombia, una demanda mayor a las 3.3 millones de toneladas obliga a la compra de Clinker a terceros (incluyendo importaciones), pues actualmente la producción de Clinker se realiza en las plantas de Ibagué y Cúcuta y

estas alcanzarían máxima producción bajo dicho escenario. Este fue uno de los incentivos para la construcción de la planta de Maceo que explicamos en la sección de “riesgos”.

Iniciativas: 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).

El retraso en la ejecución de las obras de infraestructura vial en años anteriores (principalmente del programa 4G) ha generado que el Gobierno se mueva en la búsqueda de alternativas. Ejemplo de esto es la Iniciativa 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 capital de proyectos o empresas de infraestructura.

Expectativas y Riesgos

Legales varios: Haciendo un recuento, dentro de otros aspectos legales y sancionatorios que se han presentado en los últimos periodos se encuentran: 1) La sanción impuesta por la Superintendencia de Industria y Comercio (SIC) hacia finales de 2017 a CEMEX Colombia por supuesta cartelización y acuerdo de precios; 2) En abril del 2018 la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) presentó rechazos a ciertas deducciones incluidas en la declaración del impuesto de renta del año gravable 2012. La DIAN determinó un incremento en los impuestos a pagar y una multa por un monto total de COP 248 mil millones. El evento aún no tiene un fallo judicial y no lo incluimos en nuestras proyecciones.

Cabe mencionar que, respecto a temas de cartelización, las investigaciones realizadas por la SIC fueron realizadas a las principales cementeras del país, dentro de las cuales se encuentran CEMEX Colombia, Cementos Argos y Holcim Colombia. De esta manera, se trataría de un fenómeno de la industria en el país, no sólo de CEMEX Colombia. Es así como, 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. Al respecto, en junio del 2018 el Consejo de Estados ratificó la sanción.

Planta de cemento en Maceo - Antioquia: Sumado a la menor dinámica de los proyectos 4G, CLH ha tenido problemas legales relacionados con la planta de Cemento en el Municipio de Maceo, departamento de Antioquía. Acorde a las notas de los Estados Financieros de CLH, en 2016 CEMEX Colombia concluyó la

construcción de la planta de cemento en el municipio de Maceo, con un valor en libros de USD 280 MM para el cierre del 2018 y de USD 278 MM al 2019, cuando la planta no había entrado en operación comercial.

En estas mismas notas se menciona que, en agosto de 2012, CEMEX Colombia firmó un memorando de entendimiento (MDE) con el mandatario de CI Calizas y Minerales S.A, para la adquisición y cesión de activos consistentes en los terrenos, la concesión minera, permiso ambiental y las acciones de Zomam (titular de la declaratoria de zona franca y los derechos para construir la planta de cemento). Posterior a la firma del MDE, uno de los antiguos socios de CI Calizas fue vinculado a un proceso de extinción de dominio por la Fiscalía General de la Nación. Entre otras medidas, la Fiscalía suspendió el poder dispositivo de CI Calizas y ordenó el embargo de los bienes objeto del MDE. Lo anterior dio lugar a diferentes investigaciones a nivel local y en el exterior, las cuales aún se encuentran en curso.

Respecto a los avances sobre el tema legal de Maceo, a mediados de abril del 2019 CEMEX Colombia llegó a un acuerdo con la Sociedad de Activos Especiales (SAE) para utilizar la planta, inicialmente, por un periodo de 21 años, independientemente de la decisión que se tome en el proceso de extinción de dominio de este activo.

El acuerdo económico incluye algunos pagos que debe realizar la cementera colombiana: 1) Un fee anual de USD 16 mil por el uso del inmueble. 2) Pagos retroactivos por USD 85 mil. 3). Un pago único de USD 320 mil (ya realizado). Adicionalmente, CEMEX Colombia debe pagar USD 1,2 millones por el consumo de Caliza (pagaderos entre 2019 y 2020). De igual manera, tras el inicio de la operación de Maceo (CLH estima que se presente a finales del 2022, según conference del 2T20), la compañía debe pagar un “fee” del 1.7% de las ventas originas por la planta o 1.2% de las ventas de la compañía (efecto que no incluimos en nuestra proyección), si Maceo no mantiene su estatus de Zona Franca.

Posteriormente, en septiembre del 2019 se conoció que Corantioquia aprobó la sustracción del Distrito de Manejo Integrado de los Recursos Naturales Renovables del área donde se encuentra ubicada la Planta de cemento. Lo anterior representa un avance importante para lograr la operación de la Planta, permitiendo que se continúe con los trámites para la obtención de los permisos, dentro de los cuales está la modificación de la licencia ambiental para aumentar la producción, la modificación del uso de suelo, entre otros, los cuales están pendiente de resolución.

Con la entrada de Maceo, CLH no necesitaría comprar Clinker a terceros, pues podrían producir el Clinker necesario. La compañía ha informado que el diferencial entre el costo de producción y el de adquisición a un tercero puede estar alrededor de USD 40 / ton. Los menores costos potenciales derivados de la menor compra de Clinker pueden llegar a representar ahorros anuales por USD 2 MM.

Es así como, **la entrada de Maceo incrementa tanto la capacidad de molienda (la cual se divide actualmente entre Santa Rosa, Bucaramanga y Clemencia) como la producción de Clinker**, concentrando dicha producción en Ibagué y Maceo, con

La entrada de Maceo incrementa tanto la capacidad de molienda como la producción de Clinker.

posibles efectos positivos a nivel de costos operacionales. Cabe mencionar que, en nuestra proyección incorporamos la capacidad de 950 mil toneladas de Maceo en 2023 (si se quisiera ampliar hasta 1.1 millones de toneladas deben pedir permiso a la Asociación Nacional de Licencias Ambientales).

Consideramos importante monitorear la solicitud realizada por la Comisión de Valores de Estados Unidos (SEC, por sus siglas en inglés) en marzo del 2018 a CEMEX sobre información que ayude a determinar si había incurrido o no en una violación a la ley de prácticas corruptas en el extranjero que se aplica en ese país (U.S. Foreign Corrupt Practices Act).

Cambios en la participación por competencia y/o por estrategia: Dentro de los riesgos de negocio más importantes, se encuentra la pérdida de participación de mercado de la cementera, en caso de tener que ajustar sus precios en Colombia (más que la competencia), en línea con la depreciación del peso, debido a los objetivos de generación de EBITDA en dólares para su matriz, CEMEX.

Podemos establecer dentro de los riesgos de negocio el aumento acelerado que se ha presentado en el número de compañías cementeras, las cuales pasaron de 7 en el 2014 a cerca de 12 en el 2015. A lo anterior se le debe sumar 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 3.150 ton/día de Clinker, una producción inicial de cemento de 1.35 millones de toneladas anuales de cemento y una inversión aproximada de USD 370 millones, la cual entró en operación a finales del 2019. Así las cosas, llegamos a una capacidad instalada total superior a los 20 millones de toneladas. (tabla 13).

Finalmente, pese a no tener información reciente, en el pasado se tenía la posibilidad de una nueva molienda en el Valle del Cauca por parte de Holcim, con capacidad de 500mil toneladas anuales de cemento y una inversión cercana a los USD 30 millones.

Otros regulatorios: Adicionalmente -en ausencia de nuevas reformas tributarias-, bajo la Ley de crecimiento económico, el impuesto de renta tendrá variaciones significativas con un efecto positivo sobre las utilidades de la cementera. Dicho impuesto pasa del 33% en 2019 (eliminación de la sobre tasa), al 32% en 2020, 31% en 2021 y 30% desde el 2022 en adelante.

Demanda proyectada: Somos conservadores y consideramos que la demanda de cemento y concreto para los proyectos 4G y APP tendrán un incremento paulatino entre el 2020 y 2024 (tablas 14, 15, 16, 17), mientras que la reactivación en el sector inmobiliario tomará más tiempo, debido a una lenta absorción de los inventarios actuales tanto en el segmento no residencial, como en no VIS.

Actualmente hay un estímulo a la vivienda en ejecución por parte del Gobierno, relacionado con subsidios habitacionales y “Mi Casa Ya”, entre otros, los cuales podrían acelerarse como medida de choque para reactivar la economía.

Tabla 13. Compañías Cementeras en Colombia (Miles de Toneladas)

	Cemento - Capacidad Instalada
Cementos Argos	8,700
CEMEX	4,750
Colombia	
Holcim	2,100
Corona - Mollins	1,350
Ultracem	1,000
Cementos Tequendama	480
Cementos San Marcos	400
Molsaban	400
Cementos Nacionales	200
Oriente	150
Sogamoso	
Cemento Vallenato	130
G&J	60
Tairona	25
Total	19,875

Fuente: Cemargos. CLH. Lafarge – Holcim. Revista Dinero. Con capacidad inicial de Maceo.

Tabla 14. Proyectos 1ra Ola 4G

APP	Proyecto	Inversión (Billones COP)	Longitud (Km)	Avance
1	Conexión Pacífico 1	2.3	49	37%
2	Conexión Pacífico 2	1.4	98	83%
3	Conexión Pacífico 3	1.9	146	73%
4	Autopista Río Magdalena 2	1.4	144	11%
5	Conexión Norte	1.4	145	55%
6	Girardot – Puerto Salgar	1.3	190	99%
7	Cartagena – Barranquilla	1.7	147	96%
8	Perimetral de Oriente	2.4	153	42%
9	Mulalo - Loboguerrero	1.9	32	N/A
Total		15.7	1,184	

Fuente: ANI, CCI. Avances al 1T20. Cálculos Corficolombiana.

Tabla 15. Proyectos 2da Ola 4G

APP	Proyecto	Inversión (Billones COP)	Longitud (Km)	Avance
1	Transversal del Sisga	0.6	137	57%
2	Santana – Mocoa - Neiva	1.5	447	5%
3	Villavicencio - Yopal	2.2	262	11%
4	Pta de Hierro – Cruz del Viso	0.7	202	61%
5	Autopista al Mar 1	1.7	176	59%
6	Autopista al Mar 2	1.7	254	15%
7	Rumichaca - Pasto	2.2	80	45%
8	Stder. Quilichao - Popayán	1.5	76	N/A
9	Bucaramanga - B/quilla	2.0	152	49%
Total		14.1	1,786	

Fuente: ANI, CCI. Avances al 1T20. Cálculos Corficolombiana.

Para la proyección de volúmenes, utilizamos la información suministrada por el SECOP sobre los proyectos de las diferentes Olas 4G junto a la información disponible por parte de la Cámara de la Infraestructura (CCI) sobre el avance de dichas obras y las iniciativas privadas. En este punto, destacamos como un factor positivo para la demanda de productos de CLH la ubicación de sus plantas en zonas cercanas a los puntos de desarrollo de algunos proyectos para las diferentes Olas 4G, como lo denota la gráfica 34.

Tabla 16. Proyectos 3ra Ola 4G

APP	Proyecto	Inversión (Billones COP)	Longitud (Km)	Avance
1	B/manga –Pamplona	1.0	133	3%
2	Pamplona – Cúcuta	1.7	47	14%
Total		2.7	180	

Fuente: ANI, CCI. Avances al 1T20. Avances a septiembre 2019. Cálculos Corficolombiana.

Tabla 17. Asociaciones Público-Privadas (APPs)

APP	Proyecto	Inversión (Billones COP)	Longitud (Km)	Avance
1	Ibagué - Cajamarca	1.4	225	43%
2	Malla Vial del Meta	1.5	325	0%
3	Chirajara – Villavicencio	1.9	85	67%
4	Cambao – Manizales	0.5	256	0%
5	Antioquia – Bolívar	1.4	490	50%
6	Neiva - Girardot	0.9	193	47%
7	Vías del Nus	1.2	157.4	59%
8	Bogotá - Girardot (tercer carril)	2.1	144.8	3%
9	Acceso Bogotá norte	0.5	66	29%
Total		11.3	1,942	

Fuente: ANI, CCI. Avances al 1T20. Cálculos Corficolombiana.

Tabla 18. Colombia – Proyectos en Estructuración

	Proyecto	Inversión (Billones COP)	Estado
1	ALO Sur	0.7	Proceso de aprobación
2	Acceso Norte II	1.2	Inicio en 2020
3	Autopista del Caribe	1.6	Estudio de factibilidad
4	Villeta – Guaduas – El Koran	1.4	Prefactibilidad
5	Pereira - La Victoria	0.3	Estudio de factibilidad
6	Santuario - Caño Alegre	3.2	Estudio de factibilidad

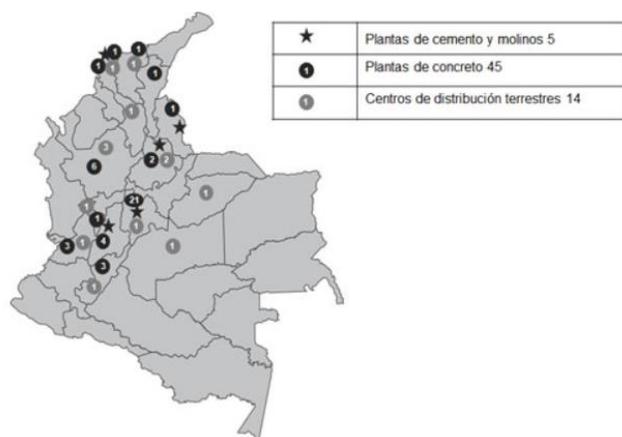
Fuente: KMPG. Colombia infrastructure opportunities.

Tuvimos en cuenta las obras que ya iniciaron construcción, con una participación aproximada del 40% de CLH dentro de los volúmenes esperados para proyectos 4G y APP (gráfica 35), lo cual equivale a una demanda cercana a 1.4 millones de m3 de concreto, tomando en cuenta un escenario conservador de distribución en el tiempo (hasta el año 2024), en línea con estimaciones de la compañía. La información de la tabla 19 corresponde a la demanda total estimada de concreto para 4G y APPs, incluyendo lo que le corresponde a CLH.

Por otro lado, incluimos los programas de vivienda a nivel nacional, enfocados principalmente en Viviendas de Interés Social (VIS), tomando participaciones conservadoras para CLH en cada uno de estos programas, pues el volumen de cemento destinado a estas obras depende del tipo de obra, su ubicación, los terrenos sobre los cuales se desarrolle el proyecto, entre otros. El total de cada programa se desglosa en la tabla 20.

Adicionalmente, planes como el relacionado con la construcción de viviendas nuevas, sumado a mejoras integrales en vivienda y un mayor presupuesto para el programa de “Mi Casa Ya”, junto al fortalecimiento de programas como “Semillero de Propietarios”, darían un impulso significativo al sector en los próximos años.

Gráfica 34. Activos en Colombia



Fuente: CLH.

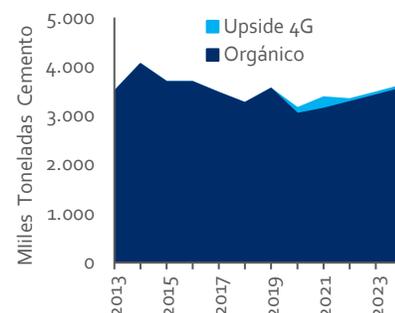
Tabla 21. Proyectos de Infraestructura en Bogotá

Proyecto	Inversión (MM USD)	Contratación	Estado
Transporte e infraestructura vial			
Metro de Bogotá	4,200	Concesión Integral	Adjudicado
ALO Sur	387	APP Pública	Adjud. Diseños
Calle 13	900	APP Pública	Documentos
Accesos Norte	500	APP Pública	Pliegos
Regiotram	500	por definir	Estruct. Integral
Expansión Aeropuerto	3,200	APP Privada	Prefactibilidad ANI
Infraestructura social			
Hospital Bosa	80	APP Privada	Precalificación
Hospital Usme	91	Obra Pública	Convenio
Hospital Santa Clara	160	Concesión DBOMT	Aprob. Vigencias Futuras
Centros de Felicidad	110	Obra Pública	Desarrollo
Agua y Saneamiento			
PTAR Canoas	1,500	Concesión	Estruct. Integral
Renovación Urbana			
Bronx	58	Concesión	Estruct. Integral
Lagos de Torca	1.300	Fideicomiso	Aporte Terrenos
Triángulo de Fenicia	280	Fideicomiso	Convocatoria Privada

Fuente: IDU. Obras Bogotá. Invest in Bogotá.

Monitoreo y factores no incluidos en la valoración: Existen otros proyectos en estructuración que serán importantes para el desarrollo de la infraestructura y la demanda de material de construcción, como los desglosados en la tabla 18, los cuales no incluidos en nuestra valoración. Así mismo, pese a que no lo incluimos en nuestra proyección, consideramos importante monitorear la evolución de los distintos proyectos en **ciudades con una participación de mercado importante de CLH, como Bogotá, donde acorde a la compañía, su participación de mercado,**

Gráfica 35. Upside 4G y APPs



Fuente: SECOP y CCI. Cálculos: Corficolombiana.

Tabla 19. Demanda estimada Olas 4G e iniciativas privadas

Ola	Concreto (Miles m3)
1ra Ola 4G	2,102
2da Ola 4G	1,198
3ra Ola 4G	77
APPs	483
Total	3,859

Fuente: SECOP. Cálculos: Corficolombiana.

Tabla 20. Programas de Vivienda (Unidades)

Programa	Unidades o Subsidios
Vivienda Gratis	22
Mi Casa Ya (VIS – VIP)*	255
Macroproyectos (VIS – VIP)	164

Fuente: Programas de Vivienda del Gobierno Nacional. En Miles. *Subsidios.

Cálculos: Corficolombiana.

medida por volúmenes, es cercana al 40%. En esta ciudad es importante estar atentos a proyectos de transporte como la primera línea del Metro de Bogotá, la ALO Sur, entre otros, junto a proyectos de renovación urbana (tabla 21).

Sobre el Metro de Bogotá, con más de 23,9 km, será una de las primeras líneas más extensas del continente, siendo mayor a ciudades como Quito (22 km), Panamá (21 km), Sao Paulo (20,4 km), entre otros. La estructura de la obra y su altura (13,5 metros a nivel de riel), serían factores que podrían incrementar la demanda de concreto. **Acorde a CLH, la demanda estimada sería cercana a los 1.2 millones de m3 de concreto, iniciando su construcción en 2021 con posible finalización entre 2026 – 2027.**

Panamá

Posicionamiento: líder potencializado por el Clinker

La estructura de mercado ubica a CLH como uno de los principales jugadores en este país, **con una participación de mercado cercana del 43%** (medida a través de los volúmenes de cemento). El principal riesgo de negocio se relaciona con la mayor competencia, tanto con su principal competidor (Cemargos), como con la entrada de un nuevo jugador desde el 2018 (Ultracem), presionando la participación de mercado de CLH.

CEMEX Panamá opera una planta de cemento, con una capacidad anual instalada de 2.1 millones de toneladas de cemento. Adicional a la operación de 10 plantas de concreto premezclado (una estuvo temporalmente inactiva), tres canteras de agregados (las cuales actualmente están inactivas) y cuatro centros de distribución terrestre. En este país es el principal, sino único, productor de Clinker, lo cual le permite tener una ventaja competitiva al vender la mayoría del Clinker que utiliza uno de sus principales competidores en este país, Cementos Argos.

Dinámica y problemática: la pandemia se suma a la menor ejecución

Respecto a las obras públicas, acorde al Ministerio de Obras Públicas (gráfica 36), en los últimos años se han registrado cerca de 300 proyectos en desarrollo, enfocados en la construcción y rehabilitación de carreteras, calles y caminos en el territorio nacional. Dentro de lo ejecutado, se ha logrado rehabilitar y mejorar aproximadamente 389,435 km de carreteras, 346,170 km de caminos y 84,966 km de calles. Sumado a lo anterior, el Gobierno desea habilitar y mejorar más de 1,800 kilómetros de red vial con el objetivo de crear un mejor ordenamiento urbano. El desglose se detalla desde la tabla 22 hasta la 25.

Tras finalizar la ampliación del Canal, el Gobierno de Panamá ha continuado con planes de infraestructura y vivienda, los cuales serán el principal catalizador para el sector constructor a mediano plazo. Es importante recordar que actualmente **cerca**

Gráfica 36. Megaproyectos Vivienda.



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

Tabla 22. Megaproyectos Vivienda

Proyecto	Unidades*	Monto (USD MM)
Renov.Urbana Colón	5,730	569
Ciudad Esperanza	2,250	137
ITSE	-	70
Total		776

Fuente: Dirección de Programación de Inversiones, MEF. *Número de viviendas.

Tabla 23. Otros Megaproyectos

Proyecto	Monto Estimado
Hidro.Changuinola II	1,050
Saneamiento de la Bahía	791
Total	1,841

Fuente: Dirección de Programación de Inversiones, MEF. Millones USD.

del 80% de sus volúmenes de cemento tienen como destino el segmento residencial, un 15% infraestructura y 5% el Industrial y Comercial.

Tabla 24. Megaproyectos Viales

Proyecto	Km	Monto Estimado
Línea 3 - Metro	34	2,600
Cuarto Puente sobre el Canal	6	1,200
Total		3,800

Fuente: Dirección de Programación de Inversiones, MEF. Millones USD

Tabla 25. Megaproyectos Viales

Proyecto	Monto Estimado
Construcción Tramo San Juan - La Pita	218.3
Ampliación David - Boquete	124.2
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	52.6
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. Millones USD.

El sector constructor panameño registró contracciones anuales importantes en las licencias de construcción en el 2018 y 2019 (-48% y -12% respectivamente), (gráfica 37). Cabe recordar que, la fuerte reducción en el 2018 estuvo ampliamente ligada a la huelga sindical de trabajadores de sector constructor entre abril y mayo de ese año, lo cual paralizó el sector constructor, donde en el 2019 la reducción en la dinámica del sector se mantuvo. Adicionalmente, en 2020 Panamá ha sido uno de los países que mantuvo por más tiempo paralizada la actividad de construcción, sin actividad en abril y mayo, como medida de contención frente a los contagios de COVID – 19, lo cual plantea un reto adicional para un sector que venía con dificultades.

Por su parte, luego de registrar mayores importaciones de cemento a comienzos del 2019 provenientes de países como China, lo cual generó distorsiones en la oferta local y, por ende, en el nivel de precios del cemento, durante 2020 están han

disminuido a raíz de medidas impuestas por el Gobierno como un nuevo arancel del 30% al cemento importado desde abril diciembre de 2020. (gráfica 38).

Expectativas y Riesgos: menos que antes

Respecto a los volúmenes de cemento, por el lado orgánico tuvimos en cuenta el crecimiento estimado de la economía, ajustado al choque derivado del COVID – 19 y factores como mayores inventarios en algunos segmentos del sector edificador. Por su parte, el crecimiento extra proviene de la evolución del Plan Quinquenal de Inversiones (que puede reemplazarse por uno nuevo sin haber terminado la vigencia del plan en curso), principalmente los recursos destinados al Ministerio de Obras Públicas y de Vivienda para el quinquenio 2018 – 2022 frente al del periodo 2016 – 2020 (tabla 26). Dentro de los principales proyectos en el país se tiene la tercera línea del Metro y un cuarto puente sobre el Canal de Panamá, entre otros.

Así las cosas, se vislumbra un 2020 retador para CLH en este país, tanto por la menor dinámica en edificaciones, un alto inventario de apartamentos y oficinas (principal riesgo no controlable), como por la mayor competencia tras la entrada de Ultracem. Sin embargo, el cambio de Gobierno realizado en la primera mitad del 2019 podría permitir un mayor dinamismo al sector en los próximos años, al igual que la ley de subsidios de tasas de interés a vivienda entre USD 120 mil y USD 180 mil.

Tabla 26. Plan Quinquenal Panamá 2018 – 2022 (Miles de Balboas)

Ministerio	2018	2019	2020	2021	2022	Total
Obras Públicas	1,001,553	982,772	1,052,152	1,016,353	918,605	4,971,435
Vivienda	363,168	305,266	332,431	305,302	296,326	1,602,493
Total	1,364,721	1,288,038	1,384,583	1,321,655	1,214,931	6,573,928

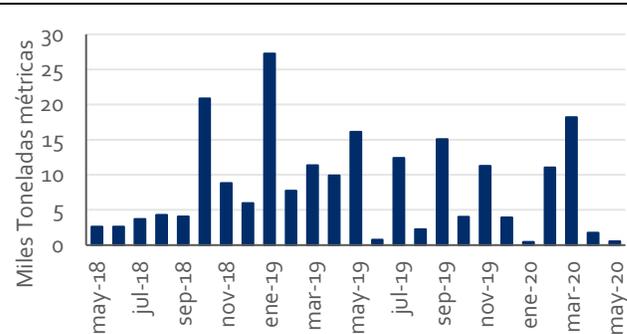
Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas (MEF). Cálculos: Corficolombiana.

Gráfica 37. Área de Construcción



Fuente: INEC. Cálculos: Corficolombiana. 2020: Acumulado mayo

Gráfica 38. Panamá – Importaciones de Cemento



Fuente: INEC. Cálculos: Corficolombiana.

Costa Rica

Posicionamiento

Al cierre del 2019, CEMEX Costa Rica tenía en operación una planta de cemento en Colorado, con una capacidad instalada anual total de 0.9 millones de toneladas y un molino en Patarra. Sumado a siete plantas operativas de concreto premezclado, una cantera de agregados y un centro de distribución terrestre. La planta de cemento se ubica cerca de uno de los principales puertos de la zona y del centro de distribución que está próximo a San José, capital y principal ciudad del país (gráfica 39).

La menor rotación que han presentado los inventarios de oficinas y apartamentos, junto a la mayor incertidumbre fiscal, han permeado la demanda de cemento y concreto de CLH en Costa Rica. Respecto al primer factor, **su importancia radica en que cerca del 48% del volumen de cemento se centra en el sector comercial e industrial y otro 48% en el residencial**, siendo los principales focos de materiales en este país. Por su parte, los proyectos de infraestructura tienen apenas alrededor del 5% de participación en los volúmenes de cemento. Es importante mencionar que, aunque en su mayoría son financiados por la Banca Multilateral, la incertidumbre sobre la actual situación fiscal del país puede repercutir en la dinámica de dichas obras, sobre lo cual hablaremos más adelante.

Dinámica y problemática: reforma fiscal y competencia

CLH ha venido presentando una menor participación de mercado (la cual medida a través de volúmenes de cemento, ronda el 50%) tras la entrada de un nuevo competidor en 2018 (la mexicana Elementia a través de su marca Cementos Fortaleza), la cual inició la instalación de una molienda de cemento en Costa Rica a mediados del 2017, con una inversión cercana a los USD 20 millones y una capacidad de más de 250 mil toneladas / año. Dicha molienda entró en operación en el 1S18, según el reporte anual de la compañía.

Con lo anterior, Elementia busca autoabastecerse de la principal materia prima usada en la fabricación de los productos de fibrocemento de su Unidad de Negocio de Constru - sistemas y comercializar parte de la producción en el mercado de Costa Rica.

Por su parte, nos parece importante hablar un poco sobre la Reforma Fiscal del 2018 (la primera en cerca de 20 años), aprobada en la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas, la cual entró en vigor desde el segundo semestre del 2019, donde consideramos importante hacer una breve mención de algunos aspectos que pueden relacionarse con CEMEX Costa Rica. Acorde al informe de Deloitte "La

Gráfica 39. Activos en Costa Rica



Fuente: CLH.

En Costa Rica, incertidumbre fiscal, mayor competencia e inventarios afectarían volúmenes.

reforma fiscal del 2018: un repaso a los cambios en impuestos” la Ley crea un nuevo impuesto que grava las ganancias del capital (las variaciones en el valor del patrimonio del contribuyente que se realicen con motivo de cualquier alteración en la composición de este). La reforma mantiene la tasa del impuesto sobre la renta en 30%.

Así las cosas, si al vender un bien por encima de su valor contable, se obtiene una ganancia, esta se gravaría con el 15%. Dicho gravamen también aplicaría para las diferencias cambiarias originadas en activos o pasivos realizadas que no estén afectas al impuesto sobre las utilidades. Por su parte, se sustituye el actual Impuesto General sobre las Ventas (IGV) con el Impuesto al Valor Agregado (IVA) y grava todas las ventas de bienes y la prestación de servicios. Dicho IVA mantiene la tarifa del 13%, con una tarifa especial de hasta el 1% para algunos bienes de la canasta básica (al parecer no se incluyen materiales de construcción). Por otro lado, se incluyó una norma para obviar la limitación del 20% del EBITDA; dicha limitación correspondía a una deducibilidad máxima por gastos financieros netos del 20% del EBITDA.

Por su parte, los permisos de construcción en Costa Rica registraron contracciones continuas de 2016 a 2018, con un crecimiento del 9.5% a/a al cierre del 2019 (gráfica 40). El segmento de vivienda registró un repunte importante en 2019 (+12.8% a/a) luego de presentar una menor dinámica en los m² licenciados en 2017 y 2018 (-18.4% y -7.6% respectivamente) (gráfica 41).

Esta menor dinámica en las licencias de construcción ha estado impactada por una mayor acumulación de inventarios y una ralentización en la demanda. Así las cosas, en Costa Rica CLH se enfrenta a un entorno retador proveniente tanto de una desaceleración en el sector edificador, como por la mayor competencia.

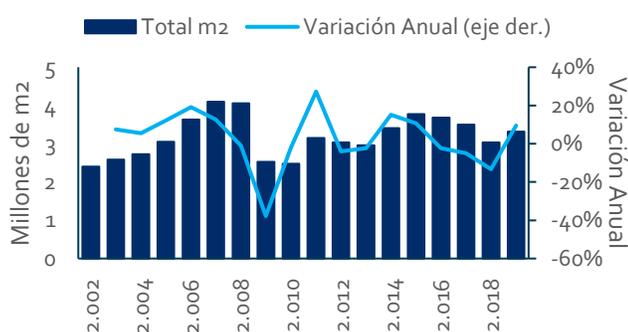
Expectativas y Riesgos: vulnerabilidad

En materia de coyuntura económica, según lo expresado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su Consulta del Artículo IV sobre Costa Rica, un déficit fiscal persistentemente elevado y el rápido aumento de la deuda pública generan vulnerabilidades sobre la economía costarricense. Adicionalmente, a comienzos del 2019 Fitch Ratings redujo la calificación soberana de BB a B+, con perspectiva negativa, pese a la reforma fiscal, en medio de necesidades de financiamiento significativas y las restricciones para fundear el presupuesto. Posteriormente, en mayo del 2020 la calificadora bajo nuevamente la calificación de B+ a B, con perspectiva negativa.

Para los años de proyección incluimos, por el lado orgánico, el crecimiento estimado para la economía, considerando el choque derivado del COVID – 19, mientras que el crecimiento extra estaría relacionado con la evolución del Plan Nacional de Desarrollo, para el periodo 2019 – 2022.

A nivel de proyectos de inversión pública Costa Rica tiene proyectos como el mejoramiento de la Ruta Nacional No. 3 sección Intersección Pozuelo, la Intersección Jardines del Recuerdo, mejoramiento de la ruta nacional 606 sección Guacimal-Santa Elena, Construcción del Centro Nacional Congresos y Convenciones, entre otros. En el segmento de vivienda, el Gobierno tiene la meta de reducción del déficit habitacional a nivel nacional, el cual se encontraba en 186,517 viviendas en 2017 y buscan reducirlo gradualmente hasta 167,865 viviendas en el 2022.

Gráfica 40. Permisos de Construcción



Fuente: INEC. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfica 41. Permisos de Construcción de vivienda



Fuente: INEC. Cálculos: Corficolombiana.

Resto de CLH

Posicionamiento

Guatemala: CEMEX Guatemala es propietario y opera un molino de cemento con una capacidad instalada de 0.5 millones de toneladas por año, el cual está ubicado cerca de la capital, Ciudad de Guatemala. Adicionalmente, tiene cinco centros de distribución terrestre, un silo de Clinker cerca de la terminal marina al sur del país y tres plantas de concreto premezclado. En este país, la compañía no tiene planta de cemento.

El Salvador: Las operaciones consisten en una oficina comercial en San Salvador, centro de la mayoría de la demanda por cemento del país. El centro de distribución tiene una capacidad de almacenamiento de 250 toneladas métricas. Dicha oficina comercial distribuye principalmente cemento producido en México, Costa Rica y Nicaragua. En este país, la cementera no cuenta con planta de cemento.

Nicaragua: CEMEX Nicaragua opera la única planta fija de cemento (planta San Rafael) y un molino con una capacidad instalada total de 0.6 millones de toneladas cerca de Managua, capital y principal nicho de mercado. Además, opera seis plantas de concreto premezclado (tres estuvieron temporalmente inactivas) y dos centros de distribución. A su vez, desde el 2003, CEMEX Nicaragua también ha

arrendado una planta de molienda de 100 mil toneladas en Managua, utilizada exclusivamente para la molienda de coque de petróleo.

Dinámica y problemática

Guatemala: Las elecciones gubernamentales llevadas a cabo a mediados de agosto del 2019 pueden generar estímulos adicionales para la actividad constructora. Sumado a una leve mejora en los volúmenes destinados al sector residencial. Sin embargo, estaría aminorado por los posibles efectos que pueda tener el confinamiento en la dinámica de la construcción.

Nicaragua: El entorno retador a nivel socio – político continúa reflejándose en la contracción de los volúmenes, con la inversión privada paralizada luego de conocerse a finales del 2018 la Ley de Derechos Humanos y Anticorrupción de Nicaragua (Nica Act) decretada por el Gobierno de Estados Unidos, la cual restringe la participación de los Fondos de la Banca Multilateral en este país.

Expectativas y Riesgos

El Salvador: No se visualizan cambios significativos frente a la dinámica actual, con estabilidad en volúmenes.

Guatemala: En línea con las expectativas de la compañía, la llegada de un nuevo Gobierno será un factor clave para que se dé un crecimiento acorde a la dinámica económica de este país.

Proyecciones Generales

Supuestos para la operación consolidada y riesgos

Utilizamos la información descrita en las subsecciones de posicionamiento, dinámica y expectativas en cada región, para el escenario proyectado en el periodo de proyección explícito de cinco años que incluimos en nuestra valoración.

La proyección de ventas incorpora nuestra expectativa conservadora relacionada con los volúmenes: En Colombia, estarán influenciados por los proyectos de infraestructura y los programas de vivienda del Gobierno Nacional, los cuales incidirán en los volúmenes hasta el 2024, aportando un crecimiento inorgánico leve a la proyección. De igual manera, se tuvo en cuenta el efecto a la baja para los volúmenes con la entrada de la planta de Corona – Molins (Ecocementos).

En Panamá y Costa Rica, tuvimos en cuenta la evolución de los Planes Quinquenales de Inversión y Desarrollo. Para el resto de CLH incorporamos un crecimiento orgánico acorde al desempeño económico de los países que lo componen, incluyendo el efecto del COVID – 19 (tablas 27, 28 y Anexo 3).

Tabla 27. Proyección de Ingresos Totales

Total	2020e	2021e	2022e	2023e
Cemento	616,383	686,125	720,249	771,080
Concreto	159,609	184,059	196,716	210,272
Total Países	829,664	928,038	978,044	1,046,374
a/a %		11.9%	5.4%	7.0%

Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana. Miles USD. Total, incluye Agregados.

Tabla 28. Participación sobre ingresos

Part sobre ingresos	2020e	2021e	2022e	2023e
Colombia	51%	53%	54%	54%
Panamá	15%	15%	15%	15%
Costa Rica	8%	8%	8%	8%
Resto de CLH	25%	24%	23%	23%

Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana.

En condiciones habituales de precio y bajo un mercado oligopólico, como el que se presenta en los diferentes países donde CLH tiene presencia, no debería esperarse demasiada variación en la participación de los diferentes agentes, cuyo incremento en ingresos estaría relacionado con el aumento de la demanda.

Respecto a los precios, para el 2020 tenemos en cuenta las expectativas planteadas por la compañía para cada país, aunque en una medida conservadora, al igual que la dinámica esperada en materia de inflación para años posteriores, 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 en este país.

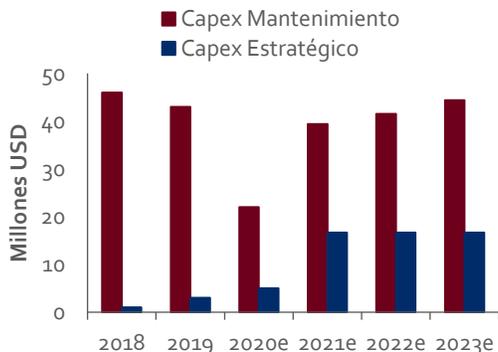
Nuestra proyección de precio y volúmenes utilizada para la valoración incorpora la opción de un ajuste por devaluación cuando ésta supera ciertos niveles; el ajuste implica un incremento en el precio y una disminución en el volumen, tal como aconteció con CLH durante la primera parte de 2015.

En línea con las metas establecidas por su casa matriz, CLH ha venido implementando estrategias para tener mayores eficiencias operativas, dentro de los cuales ha logrado ahorros en la estructura de costos y gastos, mediante servicios digitales como CEMEX GO, a través del cual reciben cerca del 73% de las órdenes de compra de cemento y el 49% de las órdenes totales de todos sus productos.

A lo anterior se suma una mejora en el manejo de su capital de trabajo, donde han registrado periodos con ciclo de efectivo más cortos o negativos, dadas reducciones en sus cuentas por cobrar en Colombia, Costa Rica y Nicaragua.

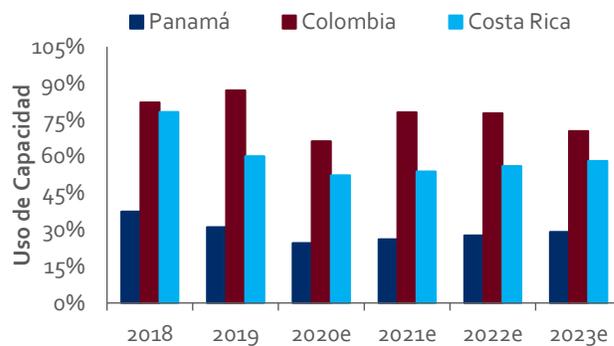
Al respecto, **somos conservadores en nuestro periodo explícito de proyección donde estimamos mejoras graduales a nivel de rotación del capital de trabajo.**

Gráfica 42. Capex



Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfica 43. Utilización de capacidad instalada



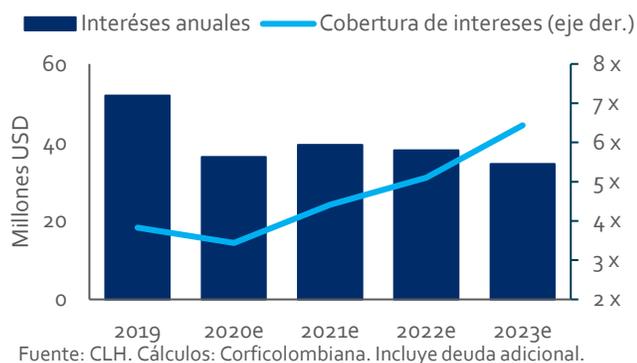
Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana.

Importancia de Maceo: Al incluir la planta de cemento de Maceo, CLH alcanzará 6 plantas de producción de cemento (incluyendo molinos), todas con tecnología de horno seco (dry kiln technology). Este no es el caso de los demás competidores locales que utilizan tanto horno seco como húmedo. La tecnología de horno seco requiere de menos tiempo y de aproximadamente 30% menos consumo de energía por unidad de **Clinker**. **En las estimaciones incluimos mayores eficiencias operativas tras la entrada de Maceo en 2023 y una fracción de los USD 37 MM de ahorros operacionales que estimada la compañía para 2020.**

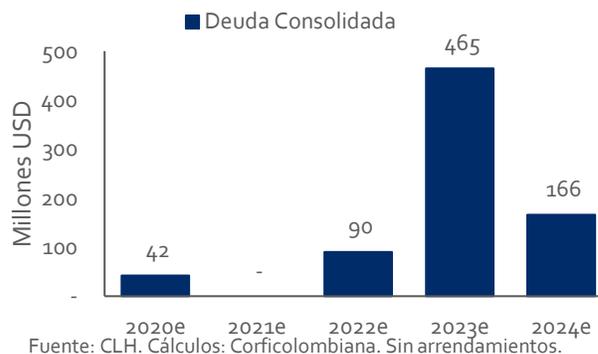
En nuestras proyecciones mantuvimos la dinámica del Capex acorde al comportamiento establecido por las ventas (gráfica 42), tomando métricas conservadoras en 2020, normalizado en periodos posteriores, **donde se incluye la**

inversión para la construcción de más de 30 kilómetros de vía de acceso a la planta de Maceo.

Gráfica 44. Intereses y Cobertura de intereses



Gráfica 45. Deuda Consolidada CLH



No estimamos inversiones adicionales en el periodo explícito de la proyección, pues no se visualizan expansiones extras en producción. Por su parte, mantenemos la capacidad actual de la compañía en sus diferentes países, dado que según nuestras estimaciones **la capacidad utilizada se ubicaría por debajo del 80% en el periodo de proyección, donde incluimos la planta de cemento de Maceo en Colombia desde el 2023** (gráfica 43).

Respecto al endeudamiento, teniendo en cuenta la deuda financiera de corto y largo plazo de la compañía, este se ubicaba en USD 785 MM al 2T20, el cual corresponde mayoritariamente a Cuentas por Pagar a Partes Relacionadas (CEMEX y filiales) (gráficas 44 y 45).

Consideramos que, acorde a nuestros flujos estimados, la empresa debe recurrir en endeudamiento adicional, donde actualmente las cuentas por pagar a largo plazo con partes relacionadas tienen vencimientos importantes entre 2022 y 2024. Adicionalmente, en el periodo explícito de proyección, incluimos una optimización relacionada con un nivel de caja mínima operativa de 60 días.

Recordamos que el modelo cuenta con la capacidad de optimización según un nivel de caja mínima, un objetivo de Deuda / EBITDA y/o Deuda / Patrimonio estimado para cada año, pero con el objetivo de no sobre dimensionar los recursos adicionales otorgados, los cuales podrían no ser necesarios bajo la coyuntura y expectativas operativas, decidimos utilizar la caja mínima como medida de optimización, la cual se refleja en el Flujo de Caja (tabla 29).

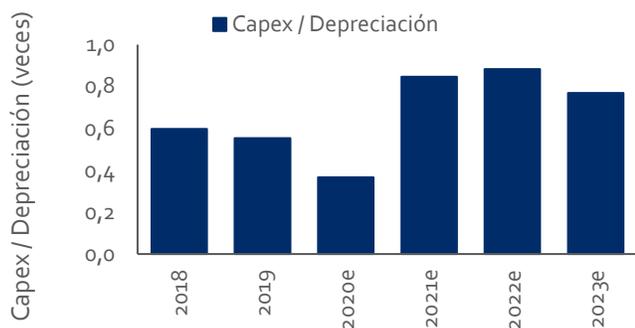
Cabe mencionar que, procuramos mantener un nivel de Capex que permita tener una relación con la depreciación cercana a 1.0x en la mayoría de los periodos de proyección (gráfica 46), que se suma al hecho de que la empresa no repartirá dividendos mientras mantenga la deuda con su matriz.

Tabla 29. Flujo de Caja

	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Utilidad Neta Controladora	4,467	-1,624	46,953	62,659	75,447
Total Flujo de Caja Operación	171,457	106,438	151,157	168,171	192,000
Total Flujo de Caja Inversión	-46,000	-26,985	-56,037	-58,159	-61,057
Total Flujo de Caja Financiación	-180,871	25,930	-61,550	-131,840	-122,144
Caja Final	22,606	127,989	161,558	139,730	148,529

Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana. Miles USD.

Respecto al tema de los dividendos, como se mencionó, sabemos que mientras CLH no haya pagado su deuda con CEMEX S.A.B. C.V., la empresa no repartiría dividendos. Dado lo anterior, y acorde a lo expresado por la compañía recientemente, en el caso que se presente mayor generación de caja, CLH buscaría pagar gradualmente el principal de su deuda y reducir el gasto de intereses. Es así como, **no proyectamos pago de dividendos en nuestro periodo explícito de proyección.**

Gráfica 46. Capex / depreciación

Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana

Valoración

Comparables y múltiplos históricos

Al analizar los principales múltiplos de valoración relativa, CLH luce barata frente a sus pares en algunos múltiplos, dadas las diferencias que registra la compañía frente a la mediana de sus comparables, **con un descuento del 65% respecto al P / VL y del 16% en múltiplo EV / EBITDA** (tabla 30 y gráfica 47). Nuestro análisis incluyó cifras al 1T20 para la mayoría de las compañías, con los precios de las acciones al cierre de julio 2020.

Adicionalmente, el múltiplo actual de Precio / Valor en Libros de 0.2x, refleja un castigo excesivo por parte del mercado frente al fundamental de la compañía. Por su parte, la compañía es de las pocas cementeras que no reparte dividendos. Es así como, si se tomara únicamente el análisis de múltiplos, CLH luce más atractiva que su principal competidor en Colombia, Cementos Argos en términos de P / VL y EV / EBITDA, aunque a nivel de P / E CLH luce débil frente a sus pares.

Tabla 30. Múltiplos CLH vs Pares

Compañía	Div. Yield	P / E Mercado	EV / EBITDA	P / VL
CLH	-	-10.2 x	5.7 x	0.2 x
Cementos Argos	6.9%	38.1 x	7.6 x	0.4 x
Cementos Pacasmayo	6.3%	21.6 x	9.9 x	1.7 x
Cemex	3.3%	31.6 x	7.0 x	0.5 x
Unacem	3.4%	10.0 x	6.0 x	0.6 x
Grupo Cementos de Chihuahua	0.8%	12.1 x	6.4 x	1.5 x
Elementia	-	-5.3 x	3.0 x	0.3 x
Mediana Latam	3.3%	16.8 x	6.7 x	0.5 x
Diferencia sobre Mediana Total			-16%	-65%

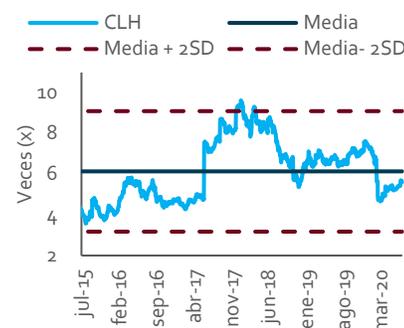
Fuente: EE. FF compañías y Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana. CLH al 2T20.

Otra parte del análisis corresponde al análisis de los múltiplos de CLH frente a su histórico. Tomando datos trimestrales desde el 2015, al 2T20 el P / VL y el EV / EBITDA se ubican aproximadamente un 84% y 9% por debajo del valor medio, mientras que el P / E se sitúa en terreno negativo, dadas las pérdidas recientes de la compañía (gráficas 48, 49 y 50).

Valoración por Flujo de Caja

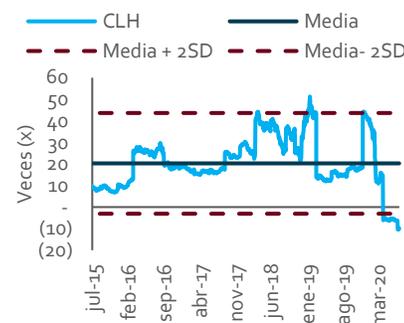
La valoración se realiza a través de la metodología de Flujo de Caja libre para el Accionista (FCFE) descontado al Costo del Equity (Ke). Consideramos que es lo más apropiado dadas las necesidades de recursos de la compañía, al tener que cumplir, en nuestra proyección, con una caja mínima operativa asumida en 60 días, y un perfil de vencimiento de su deuda con partes relacionadas, especialmente

Gráfica 48. Múltiplo EV / EBITDA



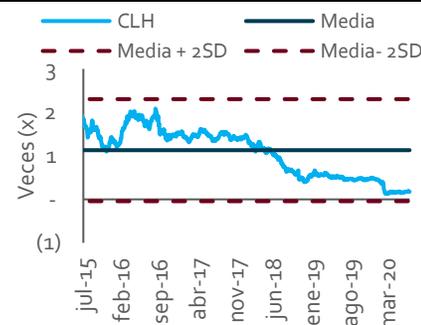
Fuente: BVC y Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana

Gráfica 49. Múltiplo P / E



Fuente: BVC y Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana

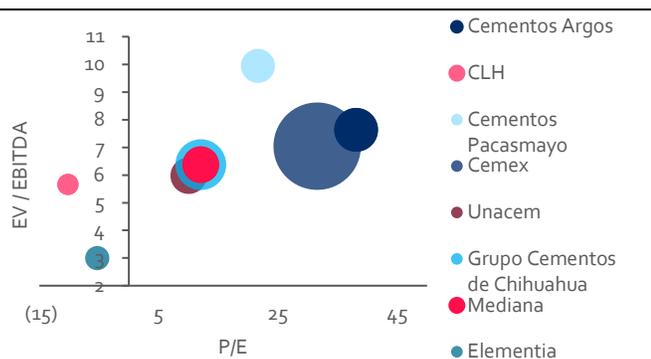
Gráfica 50. Múltiplo P / VL



Fuente: BVC y Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana

entre 2022 y 2024, generándose el pago de la deuda respectiva para cada año, acorde a las condiciones determinadas por CLH, generando desembolsos adicionales en nuestro modelo para varios años (tabla 31).

Gráfica 47. EV / EBITDA vs P/E mercado



Fuente: BVC. Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.
Burbujas según Marketcap en USD.

Es importante mencionar que, **incluimos un castigo por riesgo corporativo (factor de ajuste) que corresponde a la desviación histórica de la rentabilidad de la acción de CLH frente al índice COLCAP, con un valor inicial de 2.03x y un decrecimiento gradual en el periodo explícito de proyección hasta el periodo de la perpetuidad.**

Este valor impacta el Ke a través de una mayor prima de riesgo total (Prima de riesgo país * Factor de ajuste) (tabla 32).

La decisión de no incluir este factor adicional a través de un mayor costo de la deuda radica en que CEMEX SAB es el principal acreedor de CLH y por ende es menos probable que ante escenarios de stress, su Casa Matriz eleve significativamente la tasa de sus préstamos.

Tabla 31. Métricas de Valoración

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
EBITDA	174,057	193,916	222,287	257,848	258,920	271,732
(+/-) Var. Capital de Trabajo	-6,185	-1,251	344	-2,804	1,550	101
Capex	-56,037	-58,159	-61,057	-47,902	-49,113	-51,298
Impuestos	-15,087	-22,990	-28,891	-37,030	-44,842	-48,341
Deuda neta*	-61,550	-131,840	-122,144	-160,746	-154,752	-127,727
FCFE	35,197	-20,324	10,538	9,366	11,763	44,468
Tasa de Descuento (Ke)	11.8%	11.4%	11.2%	10.9%	10.9%	10.5%
VP Flujo de Caja Accionista	33,598	-17,451	8,149	6,575	7,434	25,830
Perpetuidad						824,093
Crecimiento a perpetuidad (g)	4.7%					
∑ VP FC Accionista	64,135	12%				
VP Valor Terminal	478,686	88%				

Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana. Miles USD. *Desembolsos – pagos de deuda.

Tabla 32. Costo del Equity (Ke)

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Factor de ajuste	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6
Prima de Riesgo País	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Prima de Riesgo total	4.0%	3.9%	3.7%	3.5%	3.3%	3.2%
Tesoros a 10 años	1.0%	1.0%	1.3%	1.5%	2.0%	2.0%
Stocks contra Bonds	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
Tasa de Impuestos	29.5%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%
Beta desapalancado	0.78					
Beta apalancado CLH	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
Rolling Ke	11.8%	11.4%	11.2%	10.9%	10.9%	10.5%

Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana.

Tabla 33. Cálculos de la Valoración

Valoración (Miles USD)	P.O Julio 2021
∑ VP FC	64,135
VP Valor Terminal	478,686
Total	542,821
Interés Minoritario	5,406
Equity Value (EqV)	537,415
Tasa de Cambio	3,735
EqV en COP MM	2,007,244
Acciones en Circulación (MM)	557
Precio Objetivo COP	3,601
Precio cierre julio 2020	1,770
Potencial Valorización	103%
% explícito	12%
% terminal	88%

Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana.

Tabla 34. Múltiplos de Valoración

	2020e	2021e	2022e	2023e
EV / Ebitda (x)	8.4	6.9	5.9	4.7
Precio / Ganancias (x)	-	11.5	8.8	7.4
Precio / Valor en Libros (x)	0.4	0.4	0.3	0.3

Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana.

Incorporamos los elementos descritos en el documento, obteniendo un **precio objetivo de COP 3,601 para el cierre de julio 2021**. Esto implica un potencial de valorización de 103.4% frente al cierre de julio de 2020. El 12% del valor corresponde a la porción explícita de la proyección (hasta el 2026) y el restante corresponde a la perpetuidad (tabla 33). Cabe mencionar que, en el caso de un cálculo por Flujo de Caja Libre se tendría un período explícito del 22% y una perpetuidad del 78%. Sin el castigo por riesgo corporativo, el Precio Objetivo por

Flujo de Caja libre del Accionista se ubicaría en COP 4,536 (+ 20.6% respecto al precio con castigo).

El menor peso del periodo explícito se relaciona con un periodo de proyección bastante conservador, relacionado tanto con la dinámica esperada en los países donde la compañía tiene presencia, dado su entorno retador, especialmente tras el COVID-19, como con los pagos de deuda elevados entre 2022 - 2024, lo cual reduce de forma significativa el Flujo de Caja libre del Accionista.

De igual manera, la perpetuidad de la valoración incorpora una mejora en las expectativas de crecimiento a mediano plazo en los principales mercados donde se encuentra CLH tras el choque de la pandemia.

El potencial de valorización es significativo y consideramos que el valor fundamental de la compañía deberá reflejarse en el precio de la acción, si bien puede que el precio de mercado se demore en ajustar.

Cabe mencionar que, manteniendo todo constante, en un escenario conservador donde se incluya la demanda de concreto del metro de Bogotá (~ 1-2 millones de m³ acorde a CLH) entre 2021 y 2026, ajustado por la participación de mercado de CLH en Bogotá (~ 40%) el precio objetivo con castigo se incrementaría cerca de un 9%. En la tabla 34 se muestran los múltiplos de valoración.

Anexos

Anexo 1. Proyectos 5G – Primera Ola.

Tabla 35. Proyectos Aeroportuarios

Proyectos Aeroportuarios	Capex (Billones COP)
IP Aeropuerto de Suroccidente	1.2
IP Aeropuerto de Cartagena	0.5
IP Nuevo Aeropuerto de Cartagena	2.9
Total	4.6

Fuente: ANI. Cálculos: Corficolombiana.

Tabla 36. Proyectos carreteros

Proyectos carreteros - 1er Ola	Capex (Billones COP)
IP ALO Sur	0.4
Acceso Norte II	1.2
Acceso Cali - Palmira	1.2
Buga - Loboguerrero - Buenaventura	2.5
Puerto Salgar - Barrancabermeja	2.0
Barrancabermeja - San Roque	1.6
Total	8.8

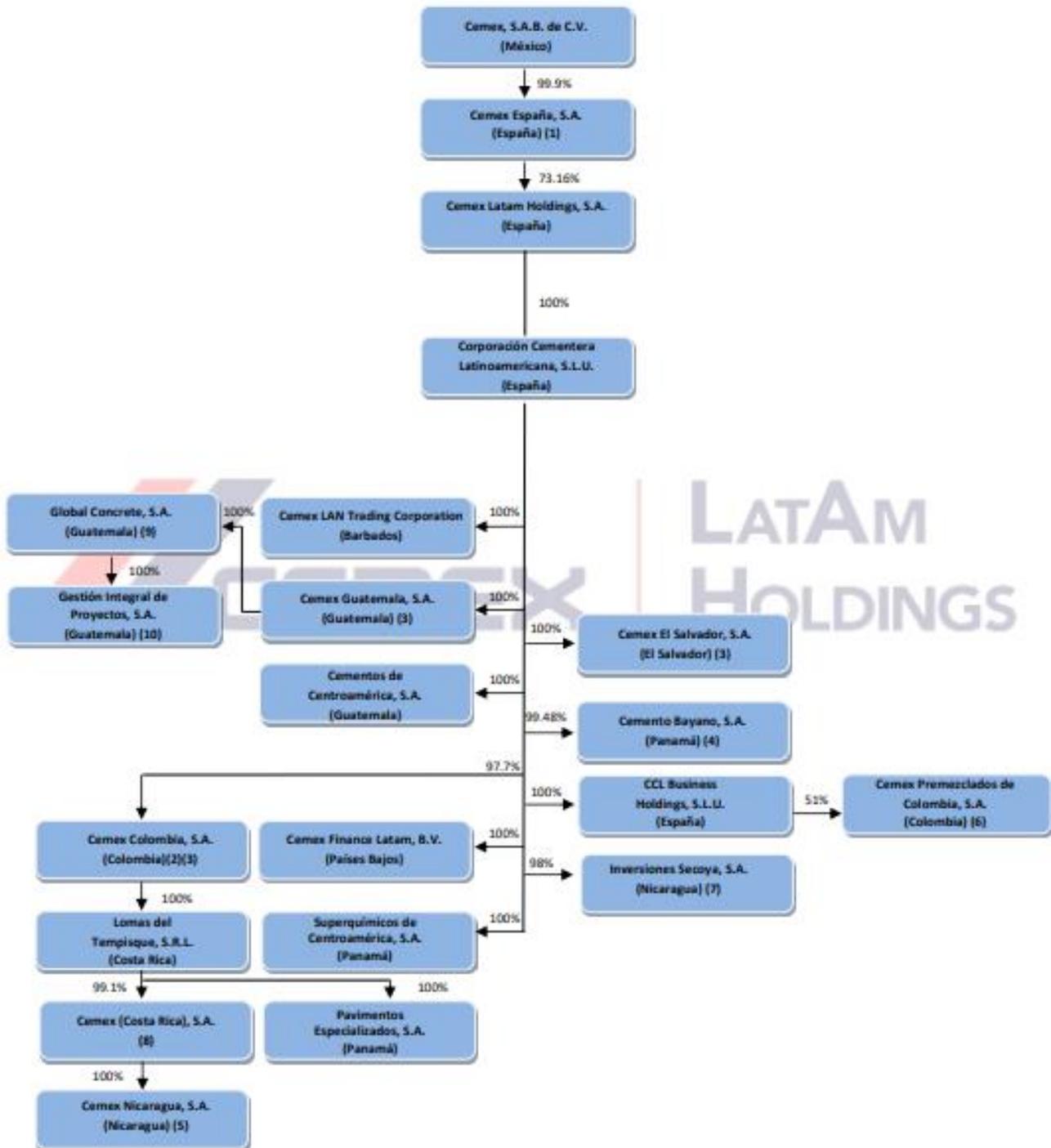
Fuente: ANI. Cálculos: Corficolombiana.

Tabla 37. Otros proyectos

Otros Proyectos	Capex (Billones COP)
Río Magdalena	0.6
Canal del Dique	2.0
Dorada - Chiriguana	1.8
Total	4.3

Fuente: ANI. Cálculos: Corficolombiana.

Anexo 2. Estructura Corporativa



Fuente: CLH. Estructura Corporativa al 30 de junio de 2020.

Anexo 3. Volúmenes y precios

Tabla 38. Volúmenes Cemento Gris Doméstico

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Colombia	3.4	3.4	3.6	3.7	3.7	3.8
Var a/a%	19.1%	-0.9%	4.1%	4.1%	-0.3%	4.3%
Panamá	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
Var a/a%	6.9%	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Costa Rica	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Var a/a%	3.0%	4.3%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
Resto CLH	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3
Var a/a%	4.3%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
Total	5.5	5.5	5.8	6.0	6.1	6.3
Var a/a%	13.3%	0.8%	3.9%	3.9%	1.1%	4.0%

Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana. Millones de toneladas métricas.

Tabla 39. Precio Cemento (USD / Toneladas métricas)

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Colombia	91	96	101	108	107	106
Var a/a%	-0.3%	6.0%	4.9%	7.4%	-0.9%	-0.9%
Panamá	167	170	174	177	181	184
Var a/a%	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
C. Rica	144	147	150	153	156	159
Var a/a%	2.3%	2.2%	2.3%	2.1%	2.0%	2.0%
R. CLH	161	163	166	168	170	173
Var a/a%	0.2%	1.6%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%

Fuente: CLH. Cálculos: Corficolombiana.

Equipo de investigaciones económicas

Jose 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

Juan Camilo Pardo

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

juan.pardo@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

José Luis Mojica

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

Jose.mojica@corficolombiana.com

Maria Paula Campos

Practicante Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

maria.campos@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 II

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

roberto.paniagua@corficolombiana.com

Daniel Felipe Duarte Muñoz

Analista Renta Variable II

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

daniel.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Daniel Espinosa Castro

Analista Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

daniel.espinosa@corficolombiana.com

Sergio Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Contactos

Alejandro Pieschacon

Director Estrategia - Producto

(+57-1) 6062100 Ext. 22724

alejandro.pieschacon@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

Análisis y Estrategia

Juan David Ballén

Director Análisis y Estrategia

(+57-1) 6062100 Ext. 22622

Juan.ballen@casadebolsa.com.co

Mariafernanda Pulido

Analista Renta Fija

(+57-1) 6062100 Ext. 22710

maria.pulido@casadebolsa.com.co

Santiago Clavijo

Analista Junior Renta Fija

(+57-1) 6062100 Ext. 22602

santiago.clavijo@casadebolsa.com.co

Omar Suarez

Gerente Estrategia Renta Variable

(+57-1) 6062100 Ext. 22619

omar.suarez@casadebolsa.com.co

Juan Felipe D'luyz

Analista Junior Renta Variable

(+57-1) 6062100 Ext. 22703

juandluyz@casadebolsa.com.co

Sergio Segura

Analista Junior Renta Variable

(+57-1) 6062100 Ext.

sergio.segura@casadebolsa.com.co

Miguel Zapata

Practicante Renta Fija

(+57-1) 6062100 Ext. 23632

miguel.zapata@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.