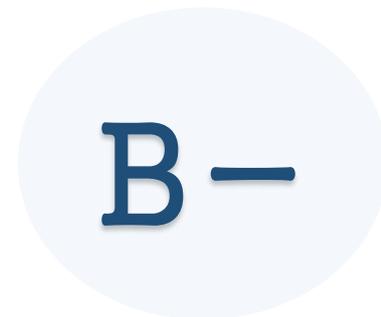


**Consideramos los resultados financieros de Cementos Argos como NEUTRALES, con Sesgo Negativo.** Mantenemos nuestra perspectiva conservadora sobre el sector cementero para el 2018, con un entorno retador en Colombia, el cual podría repuntar ligeramente tras las elecciones presidenciales. En EE.UU, pese a los efectos climáticos negativos sobre los volúmenes, la dinámica de vivienda se muestra favorable para los próximos trimestres, sumado a planes de infraestructura de mediano y largo plazo. En Centroamérica y el Caribe (CCA), los planes de infraestructura en diferentes países de la región apoyados en el gasto público, mantienen la dinámica positiva. De esta manera, los ingresos consolidados se redujeron -8,2% A/A, aunque destacamos que mayores eficiencias en Colombia a través del programa BEST y la venta de activos energéticos en esta regional (USD 57 MM), jalaron el margen neto hasta 2,9% (frente a pérdidas del 1T17) y el margen EBITDA (19,5% sin ajustar). Sin el efecto no recurrente de la venta de activos, estos márgenes hubiesen sido respectivamente del 1,05% y 15,7%. **De esta manera, actualizamos nuestro precio objetivo desde COP 11.300 a COP 10.080.**



A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo  
+/-: Sesgo

15 de mayo de 2018

### HECHOS RELEVANTES

• **Condiciones Climáticas afectan EE.UU:** Factores estacionales relacionados con la temporada de invierno afectaron en mayor medida algunos estados con presencia operativa de Cemargos, generando contracciones del 6,6% A/A en ingresos, con menores volúmenes de cemento y concreto (-6,8% A/A y -4,1% A/A respectivamente). Pese a lo anterior, resaltamos el buen desempeño del margen EBITDA hasta el 9,8% (+79 pbs A/A) y que la compañía observa signos de normalización para el 2018 con un aumento del 10% en volumen de concreto en la zona sur – centro y una mejor dinámica en Houston durante el mes de abril. Respecto a planes de infraestructura tanto estatales como nacionales, solamente se conocen anuncios públicos de algunos de ellos, pero aún nada concreto para definir posibles despachos.

• **Colombia no arranca:** Prevalece el panorama retador para el sector constructor en Colombia, con una menor demanda de materiales para construcción de vivienda, donde una contracción significativa en los volúmenes de cemento (-14% A/A) y concreto (-15,6% A/A) generaron una reducción del 13% A/A en ingresos, pese a un aumento promedio del 5% en los precios, dada la estrategia de recuperación de precios, generando una pérdida parcial de participación de mercado (40% 1T18 vs 45% 1T17). La compañía estima entre uno y dos incrementos adicionales en el precio en el año, ajustándolo al valor de la Paridad de Importación (promedio de USD 92 al 1T18). Por su parte, mayores eficiencias provenientes del programa BEST (-20% A/A en SG&A) y la venta de los activos eléctricos (USD 57 MM) jalaron los márgenes de la regional. Descontando estas ventas no recurrentes, el margen EBITDA hubiera sido del 19,6%, una mejora frente al 1T17 (+397 pbs).

• **Utilidad Neta en terreno positivo:** En el 1T18 la utilidad neta de la compañía se ubicó en COP 55 mil MM (COP 20 mil MM excluyendo venta de activos energéticos), destacando que la compañía vuelve a generar ganancias, frente a pérdidas del 1T17, donde pese a menores ingresos operacionales, las mayores eficiencias del programa BEST y menores gastos financieros favorecieron la utilidad neta.

Información de la especie	
<b>Precio Objetivo (COP)</b>	<b>10.080</b>
<b>Recomendación</b>	<b>Neutral</b>
Cap. Mcd (COP bn)	12,75
Último Precio (COP)	9.600
% Precio YTD	-16,67%
Participación Colcap	3,70%



— Cemargos — Colcap



**Omar Suarez**

Gerente de Renta Variable

**Roberto Carlos Paniagua C.**

Analista de Acciones

• **CCA permanece estable:** La estabilidad presentada en Honduras en el 1T18, sumado a una buena dinámica en mercados más pequeños como R. Dominicana (+9% A/A) y Haití (+24% A/A), permitieron que los volúmenes de cemento aumentaran un 6% A/A en CCA. Por su parte, la contracción en los despachos de concreto (-3% A/A) se dio en medio de menos días laborales en Panamá. Cabe mencionar que desde el 18 de abril, el Suntracs, principal sindicato de la construcción en Panamá, se encuentra en huelga, demandando mayores salarios, deteniendo proyectos a lo largo del país. Por otra parte, Cemargos comentó que no considera como un riesgo latente el aumento de las importaciones de cemento provenientes de China en varios de sus mercados de CCA.

• **Apalancamiento continúa elevado:** El indicador Deuda Neta / (Ebitda + Dividendos) se ubicó en 4,4x en el 1T18, mostrando una ligera reducción frente al cierre del 2017, aunque se mantiene en niveles elevados, limitando la capacidad de la compañía para realizar cualquier crecimiento orgánico o inorgánico. La cementera espera lograr un nivel de apalancamiento entre 3,5x – 3,6x al cierre del 2018, en medio del plan de desinversión que lleva en curso. Por su parte, el costo de la deuda consolidado en COP muestra una reducción, la cual en marzo se ubicó en 8,0% frente al 10,4% un año atrás, aunque la denominada en USD se ubicó en 3,3% (+60 pbs A/A). Respecto a la estructura de la deuda, la compañía espera ampliar sus plazos a través de la negociación con sus acreedores.

• **Un 2018 retador:** En Colombia consideramos que la débil dinámica de la construcción se mantendrá en el año, con una leve mejora tras disiparse la incertidumbre política generada por las elecciones presidenciales. En EE.UU, la dinámica de vivienda se muestra favorable, sumado a planes de infraestructura de mediano y largo plazo. En Panamá, el paro desde el 18 de abril de los trabajadores del sector constructor y sus efectos negativos en los proyectos de infraestructura, podrían repercutir en los volúmenes de cemento y concreto en la regional de CCA para el 2T18. Sin embargo, los planes de infraestructura en diferentes países de la regional CCA apoyados en el gasto público, generan perspectivas favorables. Resaltamos los posibles efectos positivos que la implementación del programa BEST en EE.UU y CCA puedan tener en la eficiencia operativa de Cemargos, adicionales a los ya presentados en Colombia.



### CEMARGOS

Cifras en COP miles millones	1T18	1T17	4T17	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	1.907	2.077	2.017	-8%	-5%
Costo de ventas	1.572	1.774	1.582	-11%	-1%
Gastos de administración	131	146	177	-10%	-26%
Utilidad operacional	206	89	184	131%	12%
Utilidad Neta (Controladora)	55	(46)	(80)	-	-
EBITDA	371	283	362	31%	2%
Margen Operacional	11%	4%	9%	652 pbs	168 pbs
Margen Neto	3%	-2%	-4%	510 pbs	685 pbs
Margen EBITDA	19%	14%	18%	583 pbs	151 pbs

 Volumen de cemento (M TM)	3.686	3.842	4.042	-4%	-9%
 Volumen de concreto (M m3)	2.440	2.638	2.567	-8%	-5%

# Contactos

## Gerencia de Inversiones

**Alejandro Pieschacon**  
Director de Inversiones  
alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22724

## Análisis y Estrategia

**Juan David Ballén**  
Director de Investigaciones  
juan.ballen@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22622

**Angela Pinzón**  
Analista de Renta Fija  
Angela.pinzon@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22814

**Omar Suarez**  
Gerente de Renta Variable  
omar.suarez@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22619

**Lina Cuéllar**  
Analista de Renta Fija  
lina.cuellar@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

**Roberto Paniagua**  
Analista de Renta Variable  
Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22703

**Raúl Moreno**  
Practicante  
raul.moreno@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22602

## Mesa Institucional

**Alejandro Forero**  
Head de acciones Institucional  
alejandro.forero@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22843

**Juan Pablo Serrano**  
Trader de acciones Institucional  
juan.serrano@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22630

**Enrique Fernando Cobos**  
Gerente Mesa Institucional  
enrique.cobos@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22717

**Ivette Cepeda**  
Gerente Comercial  
i.cepeda@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23624

## Distribución

**Ricardo Herrera**  
Vicepresidente Comercial  
ricardo.herrera@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 2226

**Guillermo A. Magdalena Buitrago**  
Gerente Comercial Cali  
gmagdalena@casadebolsa.com.co  
Tel: (572) 898 06 00 Ext. 3881

**Juan Pablo Vélez**  
Gerente Comercial Medellín  
jvelez@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22861

**Adda Padilla**  
Gerente Comercial  
adda.padilla@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22607

## Inversiones

**Carlos E. Castro Leal**  
Gerente Fondos de Inversión Colectiva  
ccastro@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22641

**Diana Serna**  
Gerente APTs  
diana.serna@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22772

**Oscar Mauricio López**  
Gerente Mercados Globales  
oscar.lopez@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22972

**Andrés Angarita**  
Gerente Divisas y Derivados  
andres.angarita@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22726

### ADVERTENCIA

Este material no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A.

Este material no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. La información contenida en este documento se presume confiable, pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza su total precisión, los datos utilizados son de conocimiento público. En ningún momento se garantizan las rentabilidades estimadas asociadas a los diferentes perfiles de riesgo. Variables asociadas al manejo de las posiciones, los gastos y las comisiones asociadas a su gestión pueden alterar el comportamiento de la rentabilidad. Es posible que esta estrategia de inversión no alcance su objetivo y/o que usted pierda dinero al invertir en ella. La rentabilidad pasada no es garantía de rentabilidad futura.

Ninguna parte de la información contenida en el presente documento puede ser considerada como una asesoría legal, tributaria, fiscal, contable, financiera, técnica o de otra naturaleza, o recomendación u opinión acerca de inversiones, la compra o venta de instrumentos financieros o la confirmación para cualquier transacción, de modo que, este documento se distribuye únicamente con propósitos informativos, y las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. 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.

En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos.

Certificación del analista: El (los) analista(s) que participó (arón) en la elaboración de este informe certifica(n) respecto a cada título o emisor a los que se haga referencia en este informe, que las opiniones expresadas se hacen con base en un análisis técnico y fundamental de la información recopilada, que 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.