

El Oráculo de CLH

Panorama nublado en Colombia y Centroamérica

Cemex Latam Holdings ha sido una de las acciones más desvalorizadas en lo corrido del año, lo cual refleja el fuerte impacto generado por la recesión económica tanto en Colombia como en Centroamérica. La incertidumbre sobre la profundidad y duración de la crisis, sumado a un desempleo históricamente alto y menor poder adquisitivo, han minado la confianza de empresas y consumidores, generando que las decisiones de consumo e inversión se enfoquen en productos de primera necesidad, tratando de minimizar al máximo los gastos extra e innecesarios. De esta manera, decisiones como la compra de vivienda, locales comerciales y oficinas ha sido pospuesta por gran parte de los interesados, provocando un efecto negativo relevante en los volúmenes de cemento y concreto, que se suma al impacto en la parálisis de operaciones en marzo y abril. Sin embargo, consideramos que el sector de construcción e infraestructura se convertirán en la apuesta del gobierno colombiano para la recuperación económica, dado que son intensivos en mano de obra y su efecto multiplicador positivo para la economía, evidenciado en los subsidios anunciados para vivienda VIS y no VIS, los que mitigarán en parte el choque.

Por otro lado, destacamos que a pesar de que la compañía no tiene presiones de liquidez importantes y evidencia un Precio-Valor en Libros muy llamativo, preferimos ser prudentes y mantenernos alejados del emisor, dada la débil expectativa para Colombia y Centroamérica, los ruidos del entorno al gobierno corporativo y la posible multa con la Dian.

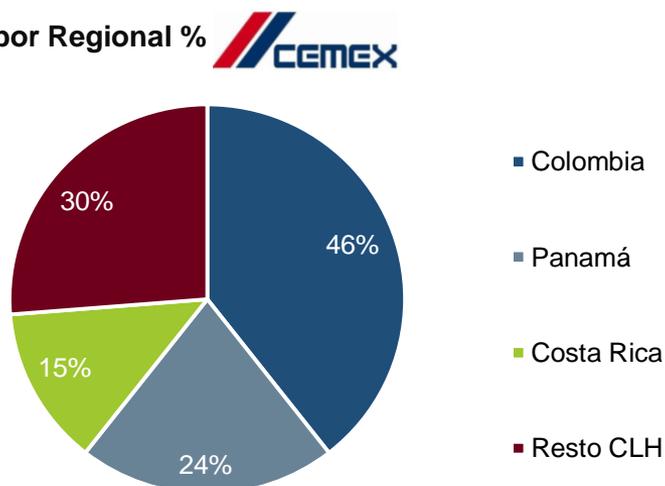
31 de julio de 2020

Sergio Segura
Analista de Renta Variable
sergio.segura@casadebolsa.com.co
6062100 Ext 22636

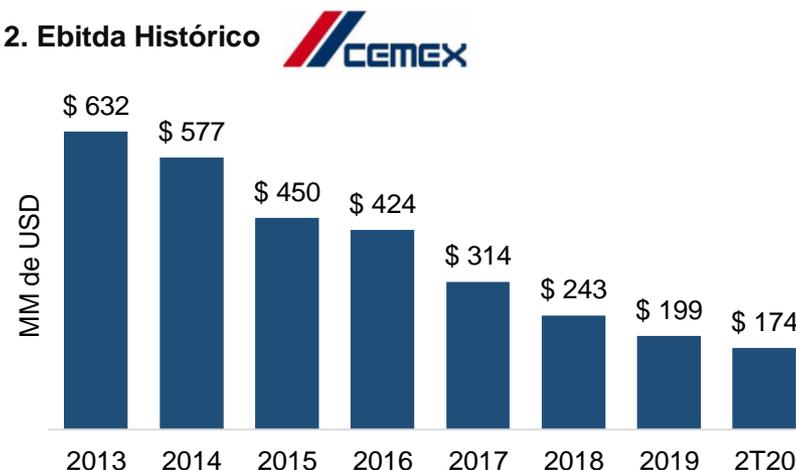
Omar Suárez
**Gerente de Estrategia
Renta Variable**
omar.suarez@casadebolsa.com.co
6062100 Ext 22619

1. Ebitda por Regional %

Al 2019



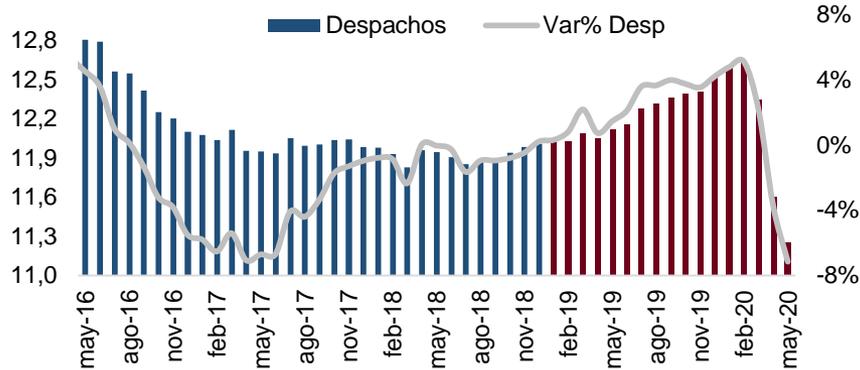
2. Ebitda Histórico



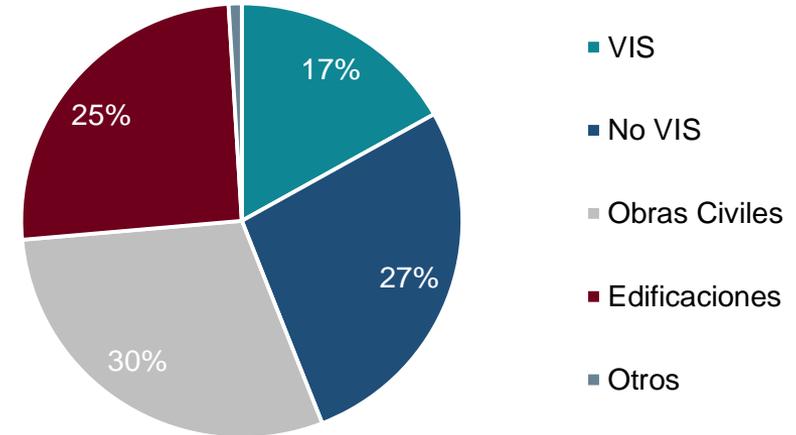
Colombia pondría su fe en la infraestructura

Centroamérica con un Outlook retador

3. Despachos de Cemento en MM de toneladas 12 meses vs % Variación Despachos 12 meses A/A (Eje Derecho)



4. M3 de Concreto producido por destino



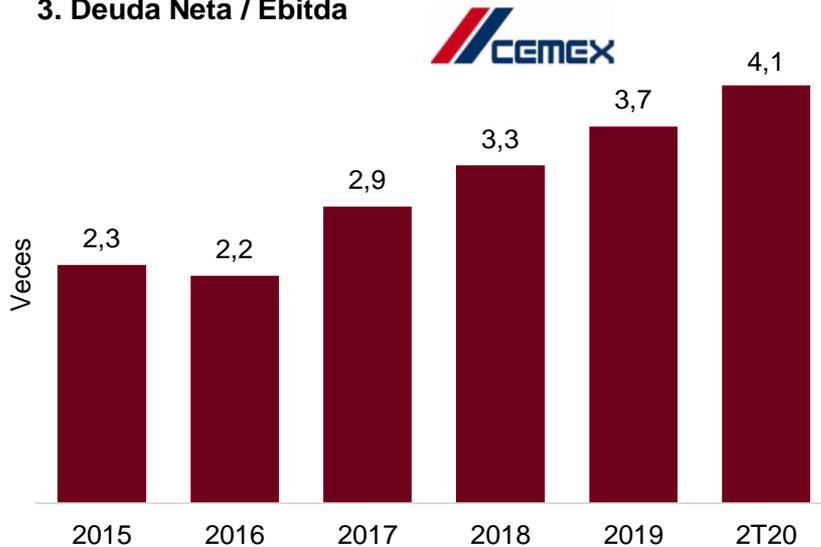
Colombia, la fe puesta en proyectos de infraestructura: A pesar de que los volúmenes de cemento venían mostrando una recuperación gradual en 2019 y en los 2 primeros meses del 2020, el inicio de la cuarentena a finales de marzo generó una fuerte contracción en la producción de cemento durante dicho mes (-25,6%) y si bien se han reiniciado las operaciones de construcción en el país, dicho indicador sigue reflejando contracción para el mes de mayo (-30,4%). Aunque esperamos una recuperación gradual en los despachos de cemento, consideramos que esta será lenta y demorará tiempo en alcanzar los niveles previos, dado que no prevemos una buena dinámica de la demanda, especialmente por parte de Edificaciones (en mayor medida por el segmento comercial) y Vivienda (especialmente No VIS). Sin embargo, consideramos positiva la implementación de subsidios anunciada por el gobierno para el segmento VIS, pero también para el No VIS en vivienda nueva menor a 500 SMMLV. Por otro lado, prevemos que el sector de obras civiles no se vea tan impactado por la actual coyuntura y se convierta en uno de los principales ejes de gobierno en la recuperación económica, convirtiéndose en el mayor jalonador de los volúmenes, compensando por el débil desempeño esperado para los otros sectores. En términos de precios, favorece el aumento del precio paridad de compra por la devaluación del peso colombiano.

Entorno retador para región de Centroamérica: Prevemos un débil desempeño de la regional de Centroamérica, afectada principalmente por Panamá, país que fue el último en reactivar las operaciones, que junto con el alto nivel de inventarios observado en el segmento de Edificaciones y de Vivienda previo a la crisis, genera un entorno retador en los próximos períodos. Al observar las cifras de la cementera en esta región a 2019 veníamos evidenciando que, sus volúmenes de cemento, concreto y agregados venían contrayéndose a dos dígitos, dado, la desaceleración económica específicamente presentada en Panamá (-15%, -28% y -29% A/A) y la incertidumbre y lenta ejecución de proyectos en Costa Rica, donde a su vez, dichos volúmenes han venido sufriendo fuertes contracciones. (-21% , -30% y 13% A/A). Como resultado, es importante resaltar que el Ebitda de esta región también ha sufrido contracciones a dos dígitos.

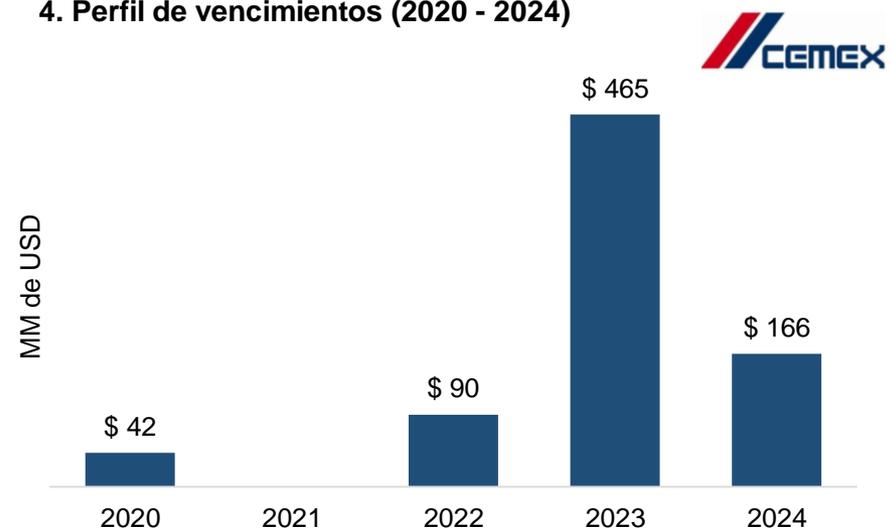
Liquidez favorecida por buen Perfil de Vencimientos de Deuda

Nivel de apalancamiento seguiría escalando

3. Deuda Neta / Ebitda



4. Perfil de vencimientos (2020 - 2024)



Liquidez favorecida por buen Perfil de Vencimientos de Deuda: Si analizamos el perfil de vencimientos de la cementera al 2T20, observamos que solo concentra cerca de 5% del total de sus obligaciones (USD 42 MM) en el 2020 y no hay vencimientos en el 2021, brindándole flexibilidad financiera para afrontar el entorno retador actual. Del mismo modo, debemos resaltar que la compañía ha buscado incrementar sus niveles de liquidez vía créditos bancarios en los últimos meses por medio de sus subsidiarias en Colombia y Panamá (cerca de USD 29 MM), sin que esto represente un incremento significativo de su deuda a corto plazo.

Sin embargo, si miramos su apalancamiento Deuda Neta / Ebitda (4,1 veces al 1S20), debemos mencionar que a pesar de la reducción en sus niveles de deuda desde el año 2016 desde USD 1.107 MM a USD 785 MM en 1S20, este indicador se encuentra en niveles relativamente altos y seguirá viéndose presionado por su débil capacidad para generar flujo de caja operacional en esta coyuntura, ya que este se verá afectado por la lenta dinámica del sector construcción en Colombia y Centroamérica, sumado a las presiones generadas por la entrada en volúmenes y precios por Ecocementos.

Del mismo modo, resaltamos que la mayoría de la deuda contraída por la cementera tiene como contraparte la compañía Cemex S.A.B de C.V., lo cual consideramos positivo, dada la mayor flexibilidad que la Holding le pueda brindar. Sin embargo, esta concentra gran parte de su deuda en dólares (96%) frente a su generación de Ebitda, que en su mayoría proviene de sus operaciones en Colombia (Grafico 1). En este sentido, vale la pena resaltar el descalce cambiario que existe entre sus obligaciones contraídas y su generación de flujo de operación, el cual ha presionado los gastos financieros y niveles de deuda.

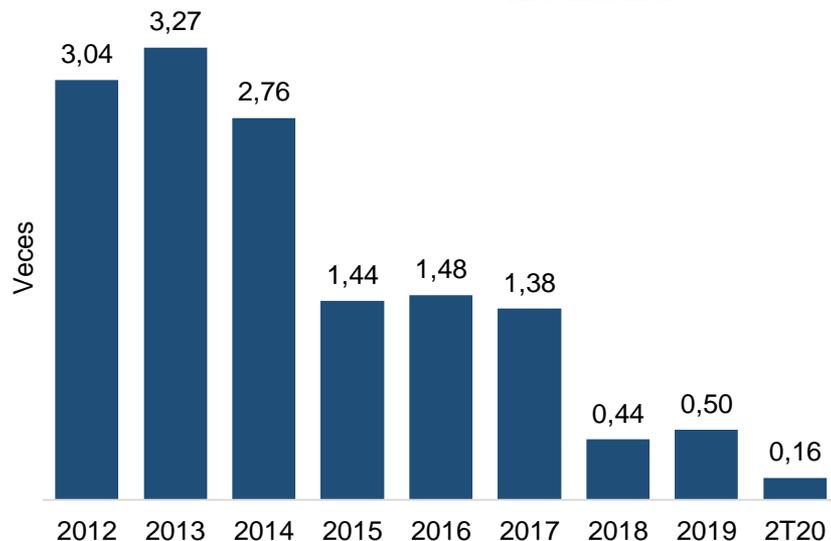
PVL suena atractivo

Múltiplo EV/ton refleja desvalorización en la acción

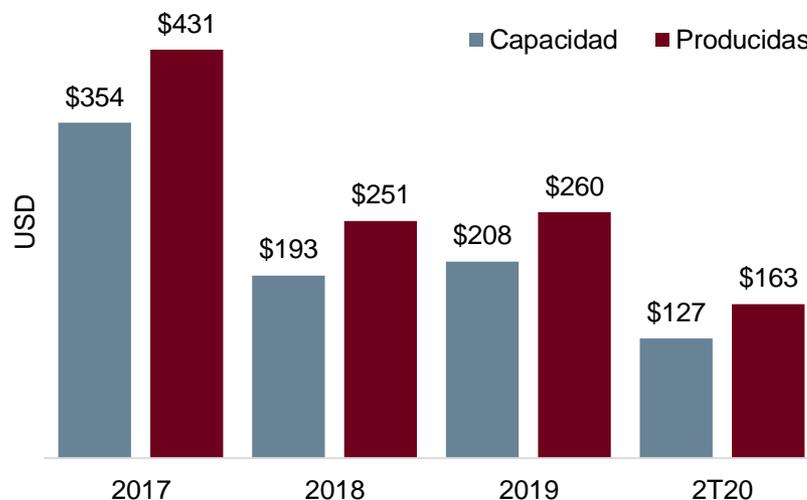
Mercado valora a la compañía muy por debajo de su valor patrimonial: Posterior al impacto que tuvo la crisis petrolera de 2015-2016 en el sector de la construcción en Colombia y el débil desempeño de las operaciones en Centroamérica, el indicador de la compañía Precio-Valor en Libros ha venido mostrando una contracción hasta reflejar para el 2T20 0,2 veces su valor patrimonial. Observamos que dicho indicador luce muy atractivo frente a sus pares regionales y su historia. Sin embargo, preferimos mantener una posición conservadora frente a este emisor, debido al escenario retador, donde esperamos un impacto muy relevante en los volúmenes de cemento y concreto, sumado a una lenta recuperación tanto en Colombia como en Centroamérica, que demorará varios años en alcanzar los niveles observados en 2019. Adicionalmente, el alto apalancamiento, los escándalos jurídicos que han afectado la imagen del gobierno corporativo y una posible multa de la DIAN seguirán generando ruido en la acción.

EV/ton refleja descenso de la acción: Resaltamos que el múltiplo EV/Capacidad Instalada (ton) se encuentra por debajo de sus pares (USD 127 / Tonelada vs USD 166 / Tonelada) y de su historia (USD 221 / Tonelada), lo cual refleja que el valor de la compañía se encuentra relativamente bajo cuando se compara en términos de capacidad instalada de Cemento, reflejo de un entorno retador para Colombia y Centroamérica, cuyos resultados financieros en los últimos años habían venido generando un deterioro continuo en el EBITDA consolidado.

5. Precio Valor en Libros (2012 - 2020) 

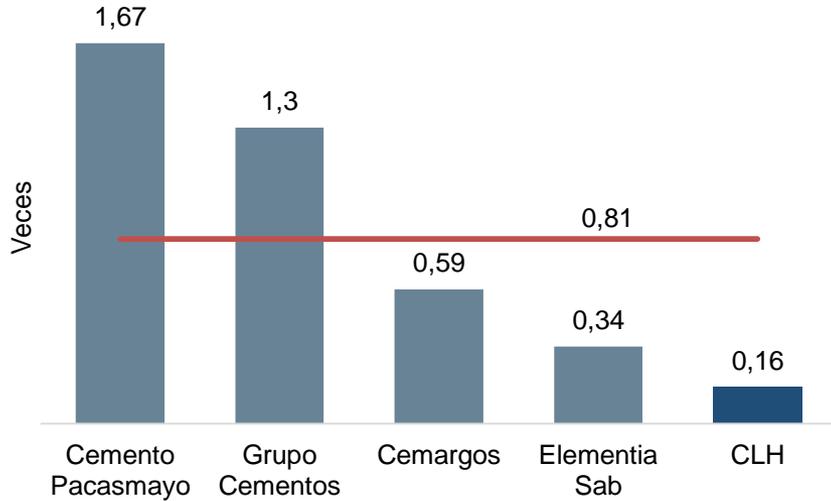


6. EV / Capacidad Toneladas de Cemento vs Toneladas producidas 

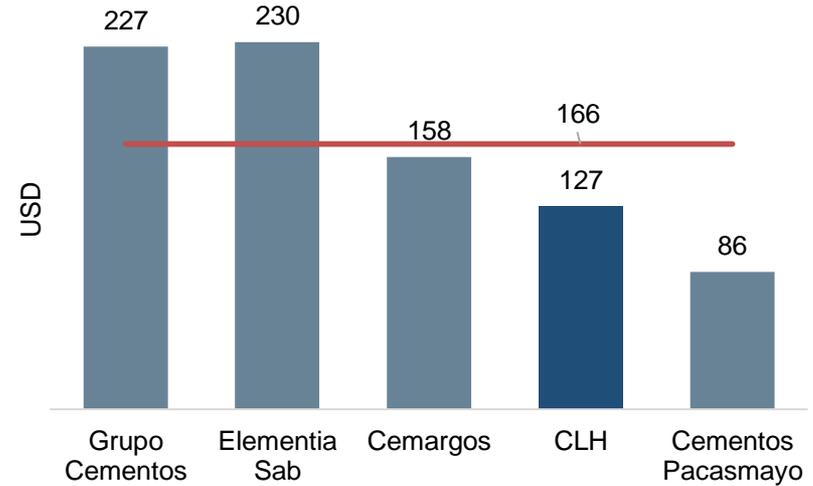


CLH frente a sus pares luciría atractiva, no obstante, persisten un escenario retador

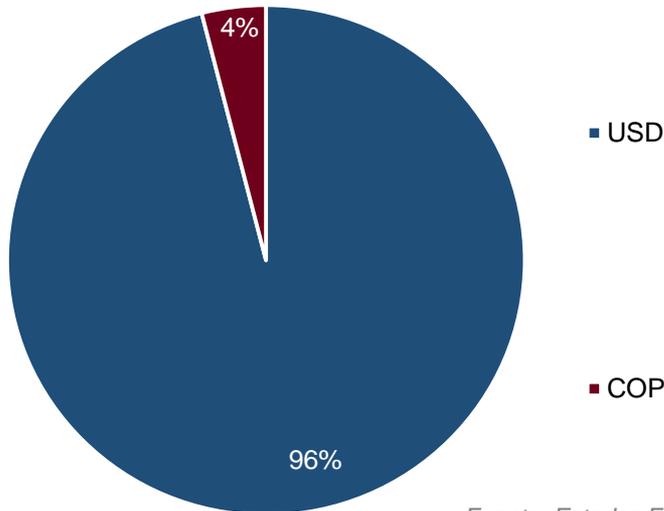
7. Precio Valor en libros CLH vs Pares



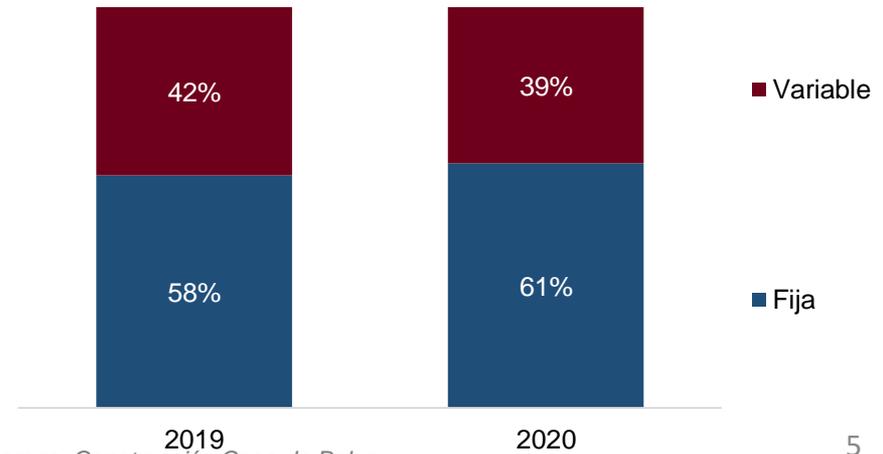
8. EV / Capacidad Toneladas de Cemento de CLH vs Pares



9. Denominación de la Deuda



10. Tasa de Interés de la deuda



Fuente: Estados Financieros Cemargos. Construcción Casa de Bolsa

¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Cargo	Nombre	e-mail	Teléfono
Director Análisis y Estrategia	Juan David Ballén	juan.ballen@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22622
Analista Renta Fija	Mariafernanda Pulido	maria.pulido@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22710
Analista Junior Renta Fija	Santiago Clavijo	santiago.clavijo@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22602
Practicante Renta Fija	Miguel Zapata	miguel.zapata@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 23632
Gerente de Renta Variable	Omar Suarez	omar.suarez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22619
Analista Junior Acciones	Juan Felipe D'luyz	juan.dluyz@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22703
Analista Junior Acciones	Sergio Segura	sergio.segura@casadebolsa.com.co	602100 Ext 22636

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