

Oráculo de Cemargos

Navegando en medio de la tormenta

La acción de Cementos Argos ha presentado una desvalorización mayor al 50% en lo corrido del año, explicado principalmente por el fuerte impacto que generaría la crisis económica actual sobre los volúmenes de cemento y concreto en los diferentes países donde tiene presencia. Adicional a lo anterior, el mercado ha manifestado inquietud por el alto nivel de apalancamiento de la compañía, el cual se vería deteriorado por una reducción en el EBITDA y un aumento en los créditos de corto plazo para fortalecer la posición de efectivo. La dificultad para continuar con su plan de desinversión de activos no estratégicos con el objetivo de reducir su endeudamiento, provocó una rebaja en la calificación por parte de Fitch Ratings, desde AA+ hasta AA.

Cementos Argos ha venido implementando diferentes medidas para mitigar el impacto de esta coyuntura como el desembolso de USD 160 millones para fortalecer la caja, un plan de ahorros de costos y gastos por USD 75-90 millones, disminución del CAPEX en USD 40 millones para el 2020, la centralización de la caja, entre otros.

Dado que esperamos una lenta recuperación del sector de construcción, especialmente en Colombia y Centroamérica, preferimos mantenernos al margen en este emisor.

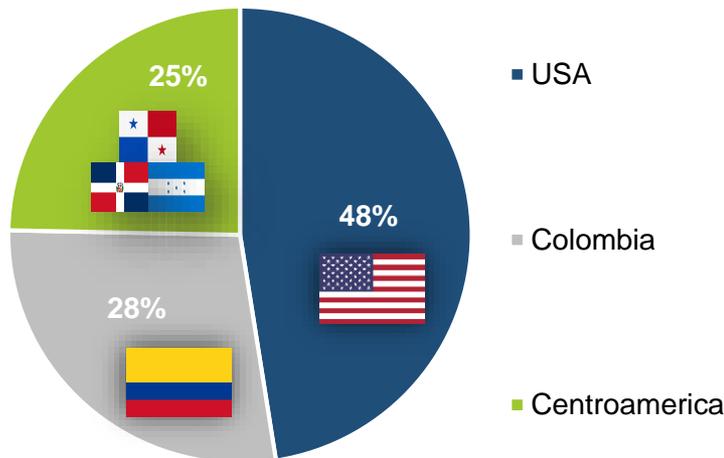
23 de junio de 2020

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

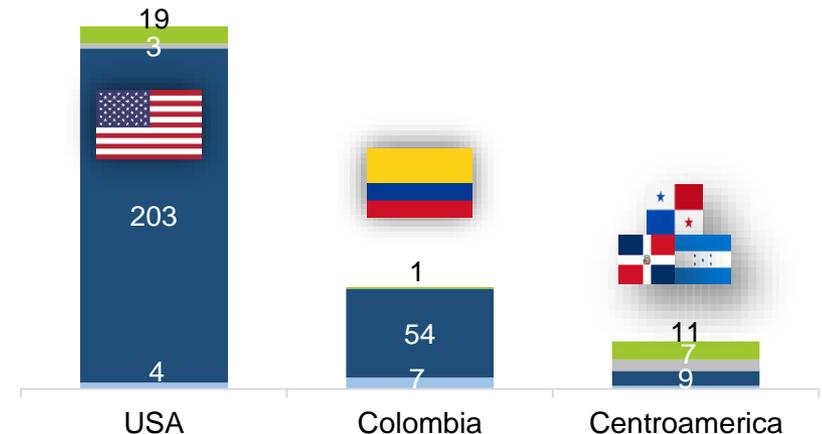
1. Ebitda por Regiones en % – Cemargos

A marzo de 2020



2. Capacidad Instalada por Regionales – Cemargos

A diciembre de 2019



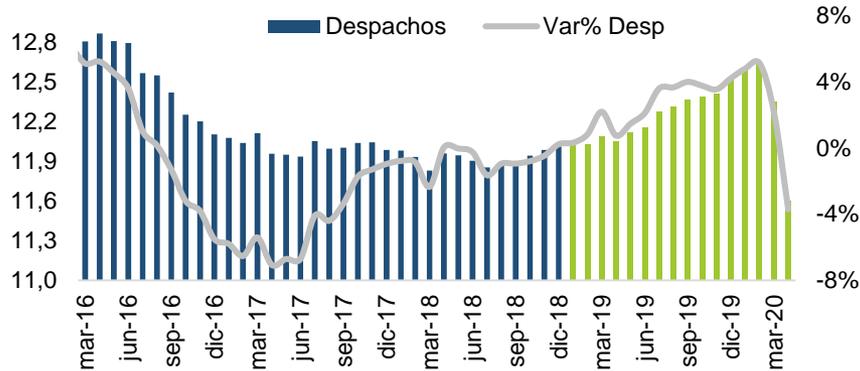
■ P. Cemento ■ P. Concreto ■ Moliendas ■ Puertos 1

Colombia pondría su fe en la infraestructura

Estados Unidos, la regional más resiliente

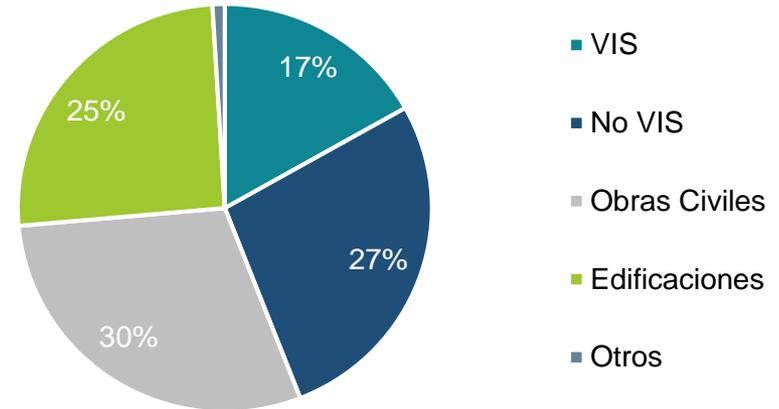
3. Despachos de Cemento en MM de toneladas 12 meses vs % Variación Despachos 12 meses A/A (Eje Derecho)

A abril de 2020



4. M3 de Concreto producido por destino

A marzo de 2020



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 en abril (-79,5%). 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 de cemento, 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.

Mercado de Estados Unidos continúa operando en medio de la tempestad: Destacamos que el sector de Construcción e Infraestructura se ha visto favorecido por las políticas del gobierno norteamericano, las cuales impidieron un cese de sus operaciones, al ser concebidos como sectores esenciales. Aunque si prevemos una ralentización relevante de la dinámica cementera y concretera en Estados Unidos, esperamos que sea la región menos impactada por esta coyuntura, apalancada por los proyectos de infraestructura que respaldarían la recuperación económica. Por otro lado, 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.

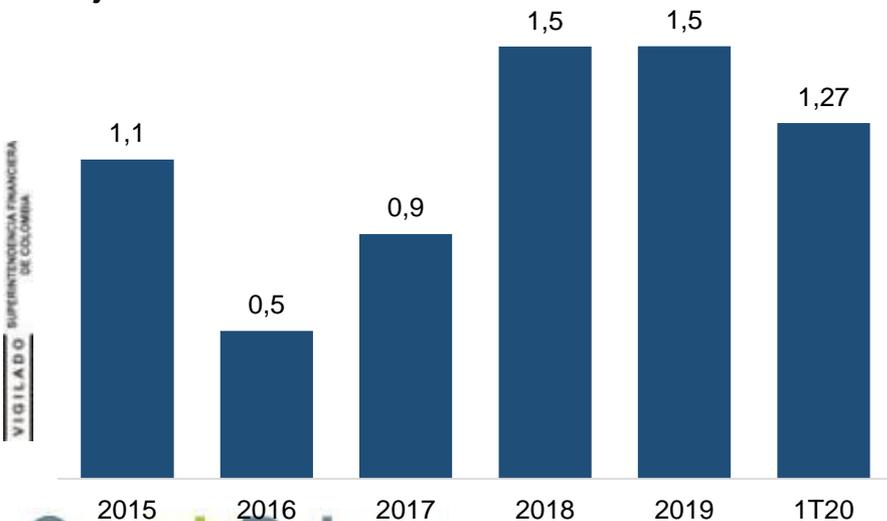
Cemargos busca fortalecer su posición de efectivo

Centralización de la caja le pone lupa a los gastos

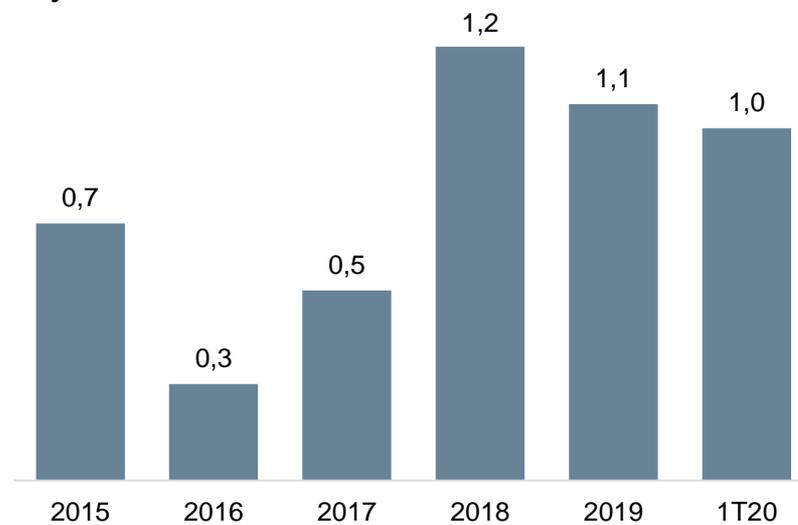
Liquidez se verá presionada por difícil coyuntura: Cementos Argos finalizó el primer trimestre con una posición de efectivo de COP 717.497 millones, favorecida por el desembolso de créditos de corto plazo por USD 160 millones (aunque aproximadamente USD 50 millones se desembolsaron en abril), con el objetivo de fortalecer la caja, preparándose para un año 2020 retador. A pesar de una mejora en la posición de efectivo, resaltamos que la deuda de corto plazo se encuentra en niveles altos, alcanzando COP 1,5 billones (teniendo en cuenta obligaciones financieras y bonos de corto plazo). Cuando calculamos el indicador Efectivo + FCO / Deuda de Corto Plazo, este se ubica alrededor de 1,27x para el primer trimestre, descendiendo frente al 1,54x observado en 2019. Dado que esperamos un impacto relevante sobre el Flujo de Caja Operacional en el año 2020, dados los menores volúmenes de venta, consideramos fundamental las renovaciones de los créditos de corto plazo, teniendo en cuenta su alto monto, medida que ha venido implementando la compañía para reducir las presiones sobre la liquidez.

Centralización de la caja y cupos de crédito buscan defender la posición de efectivo: Como respuesta a la difícil coyuntura actual, Cementos Argos decidió implementar una estricta política de caja, que por medio de su centralización, pretende controlar de manera detallada cualquier salida de efectivo, donde cualquier gasto debe ir con el visto bueno de alguna de las Vicepresidencias. Por otro lado, cabe la pena resaltar que la compañía cuenta con cupos de crédito por USD 450 millones y comprobado acceso al sistema financiero y al mercado de capitales, lo cual reduce el riesgo de refinanciación. Consideramos que el respaldo de Grupo Argos (accionista mayoritario) y del Grupo Antioqueño juegan un papel fundamental en la confianza del sector financiero.

5. Caja + FCO / Deuda de Corto Plazo



6. Caja + FCL / Deuda de Corto Plazo



Reducir apalancamiento, prioridad para la cementera

Fitch Ratings reduce la calificación

Coronavirus llega en momentos de alto apalancamiento: Cementos Argos continúa mostrando altos niveles de apalancamiento, ubicándose por encima de 4x Deuda Neta / EBITDA, situación que genera inflexibilidad financiera a la compañía en estos momentos de crisis. A pesar de que la cementera se encontraba implementando un proceso de desapalancamiento, donde contaba con un plan de desinversión de activos concreteros en Texas y algunos activos inmobiliarios en Colombia, la incertidumbre actual dificulta la venta de dichos activos, posponiendo la reducción de la deuda para el 2021, dependiendo las condiciones económicas de ese momento.

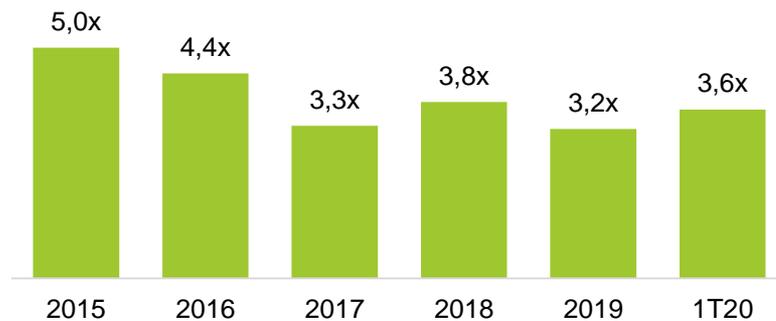
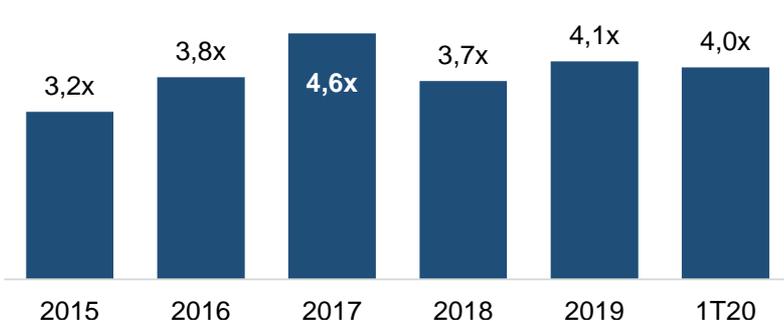
Teniendo en cuenta lo anterior, prevemos un incremento relevante del indicador de apalancamiento para Cementos Argos, superando 5x Deuda Neta/EBITDA, explicado principalmente por 2 razones: 1) Fuerte presión sobre el EBITDA, dada la relevante contracción esperada en los volúmenes; 2) Aumento de créditos de corto plazo para fortalecer la posición de efectivo. Dado este entorno retador, Fitch Ratings rebajó su calificación desde AA+ hasta AA, riesgo que habíamos mencionado en nuestro informe [Oráculo de Cemargos I Plan de desinversiones sigue su rumbo](#).

Dado el alto nivel de apalancamiento, el debilitamiento esperado del flujo de caja operacional y la presión que seguirán ejerciendo los gastos financieros sobre la utilidad neta, consideramos relevante monitorear de cerca el plan de ahorro sobre los costos y gastos de la compañía por USD 75-90 millones, eficiencias que buscarán contrarrestar el efecto negativo de la actual coyuntura y proteger la rentabilidad de la cementera. Adicionalmente, la compañía anunció una reducción de USD 40 millones en el CAPEX del 2020, enfocándose principalmente en CAPEX de Mantenimiento y posponiendo en gran medida el CAPEX de Mejoramiento, buscando proteger la caja. Por último, es importante monitorear la política de dividendos de la compañía, la cual debe ser razonable al impacto generado por la recesión económica, a pesar de las necesidades de recursos que demandará Grupo Argos, su accionista mayoritario.

Teniendo en cuenta lo anterior, resaltamos que el alto endeudamiento de Cementos Argos reduce la flexibilidad financiera necesaria en estos momentos de crisis, por lo cual esperamos que 2020 sea un año retador para la firma.

7. Deuda Neta / Ebitda + Dividendos – Cemargos

8. Ebitda / Gastos Financieros – Cemargos



Sector de Infraestructura, jalonador de la recuperación económica

Altos niveles de vacancia e inventarios generarían lenta reactivación

En conclusión, esperamos que el 2020 sea un año retador para Cementos Argos, caracterizado por una fuerte contracción en los volúmenes de cemento y concreto en todas las regionales. Por el lado de los precios en Colombia, a pesar de que estos no han registrado un retroceso, favorecidos por el incremento en el precio de paridad de compra de las importaciones, dada la rápida devaluación del peso colombiano, no descartamos presiones en dichos precios, dada la debilidad de la demanda y la mayor competencia local con la entrada de Ecocementos al mercado.

El entorno retador pondrá a prueba a Cementos Argos, cuyo alto nivel de apalancamiento le resta flexibilidad financiera, contrarrestado por el gran tamaño de la compañía, su diversificación geográfica y el respaldo por parte de su accionista mayoritario, Grupo Argos y el Grupo GEA. La importante participación de costos fijos en la estructura de costos totales y los altos gastos financieros serán contrarrestados con una mayor disciplina sobre la caja, por medio del plan de ahorros de costos y gastos, la importante reducción en el CAPEX, la centralización de la caja, el desembolso de créditos de corto plazo y la existencia de cupos de crédito de respaldo.

Esperamos una lenta recuperación del sector de la construcción en Colombia, dados los altos niveles de vacancia e inventarios esperados en el sector de edificaciones y vivienda, sumado a la aversión de los consumidores y empresas a realizar grandes gastos e inversiones. Consideramos que la velocidad y magnitud de la recuperación en los volúmenes de cemento y concreto dependerá en gran medida del impulso del sector de infraestructura y del éxito de las políticas de subsidio para vivienda VIS y no VIS del gobierno nacional.

En Estados Unidos, estaremos atentos a la velocidad en la recuperación de la economía norteamericana y al plan de infraestructura anunciado por la administración Trump, el cual jugará un papel fundamental en la reactivación económica.

En Panamá, aunque consideramos positivo el incremento del arancel a la importación de cemento y clinker, destacamos el entorno retador para este país en los próximos años, el cual ya se encontraba muy débil antes del inicio de la cuarentena, afectado por el retraso de importantes obras de infraestructura y el alto nivel de inventarios tanto en vivienda como en el segmento de edificaciones.

Estaremos monitoreando de cerca la dinámica económica en las diferentes regiones y los planes de reactivación implementados en el sector de construcción e infraestructura, los cuales juegan un papel fundamental, al ser intensivos en mano de obra y tener un multiplicador relevante en la economía.

¿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.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA