

En medio de un alto apalancamiento, consideramos positivo el anuncio de Cementos Argos de vender 28 plantas de concreto para reducir dicho indicador. A pesar de que no existe información suficiente para dar una opinión sobre el precio de la transacción ni el impacto en los ingresos, la producción o EBITDA, vemos favorable la venta de dichos activos por USD 95 millones desde el punto de vista del proceso de desapalancamiento en el cual está trabajando la compañía para llevar su indicador (Deuda Neta / EBITDA + Dividendos recibidos) desde 4,25x actual a 3,2x en el primer semestre del 2020. Asimismo, recordamos que Fitch Ratings cuenta con una Perspectiva Negativa en la calificación de Cementos Argos, la cual podría ser revisada hacia abajo en caso de que su endeudamiento (Deuda Bruta / EBITDA operativo + Dividendos) se ubique por encima de 4x al cierre de 2019. No obstante, resaltamos la dificultad de Cementos Argos para reducir su apalancamiento, debido en gran parte por la débil dinámica del EBITDA, el cual se ha visto impactado por el entorno retador en Centroamérica, y márgenes menores a nuestras expectativas en Colombia y Estados Unidos.

Hechos relevantes

• **Crecimiento inorgánico genera incremento en el endeudamiento:**

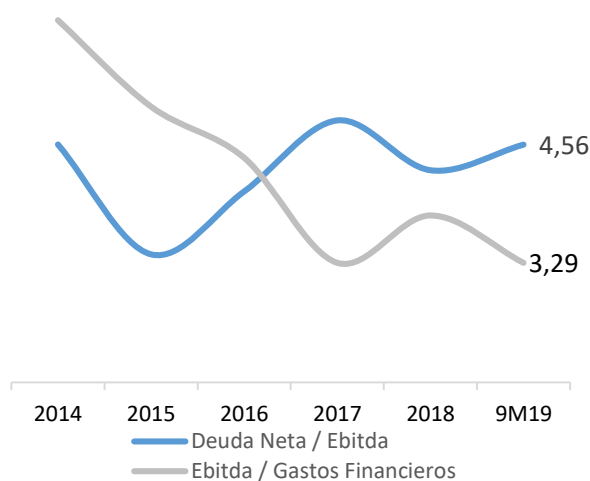
Cementos Argos ha experimentado un importante aumento en su nivel de deuda desde el año 2014 como consecuencia de su estrategia de consolidación y expansión del negocio, en donde decidió adquirir por medio de emisión de bonos y distintos créditos sindicados activos en los Estados Unidos y Centroamérica, bajo la visión de crecimiento estratégico dentro de su región. Teniendo en cuenta lo anterior, la compañía culminó su plan de expansión hasta el año 2016, en donde se observaron adquisiciones en Estados Unidos, Guayana Francesa y Puerto Rico, las cuales incrementaron la deuda neta de la firma desde 2014 hasta lo corrido del 2019 (3T19) en un 58%, pasando de COP 4,4 BN a COP 6,9 billones respectivamente. El dinámico crecimiento inorgánico de Cementos Argos ha buscado aumentar la diversificación geográfica y fortalecer su presencia en sus diferentes regionales, especialmente en Estados Unidos, cuyo protagonismo ha venido ganando terreno.

• **Venta de activos no estratégicos en línea con plan de desinversiones:**

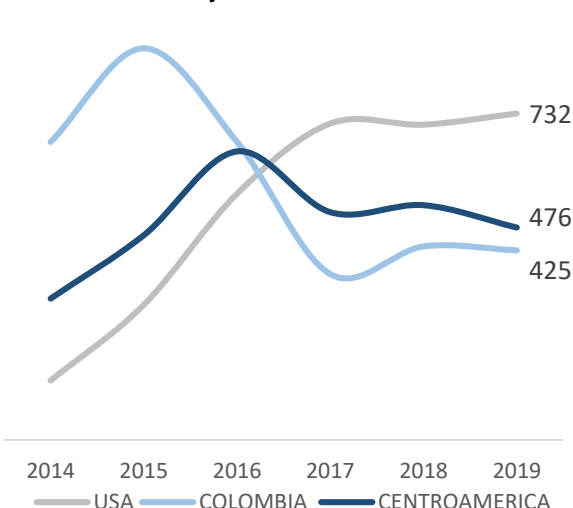
Resaltamos como positiva la decisión de Cementos Argos de seguir reduciendo su balance de activos no estratégicos con el objetivo de disminuir su nivel de apalancamiento y mejorar el retorno sobre el capital empleado. De esta manera, a la compañía le entrarían USD 95 millones de la venta de 28 plantas localizadas a lo largo de los Estados Unidos, ubicadas en mercados rurales, poblaciones pequeñas y de poca integración con las plantas de cementos existentes, con lo cual serian destinados a pagar deuda bancaria.

• **Fitch pone el ojo en apalancamiento de Cemargos:** Hay que recordar que Fitch Ratings mantiene una Perspectiva Negativa sobre la calificación actual de Cementos Argos (AA+), la cual puede ser revisada a la baja si el indicador de apalancamiento construido por ellos (Deuda Bruta / EBITDA operativo + dividendos) cierra por encima de 4x en el año 2019. Por esta razón es indispensable la continuidad en la desinversión de activos no estratégicos destinados a disminuir la deuda y una mejora operacional que se vea reflejada en un incremento del EBITDA. Es así como el programa BEST, el desempeño de precios y volúmenes, y la eficiencia alcanzada en la estructura de costos de todas las regionales jugarán un papel fundamental en la velocidad y magnitud en la disminución del indicador de apalancamiento en el corto y mediano plazo, lo cual se verá reflejado en la calificación asignada por Fitch Ratings.

Gráfica 1. Deuda Neta / Ebitda vs Ebitda / Gastos Financieros
Sin IFRS 16.



Gráfica 2. EBITDA por Regiones
COP mil MM y SIN IFRS16.



Sergio Segura

Analista Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua
Analista II Renta Variable

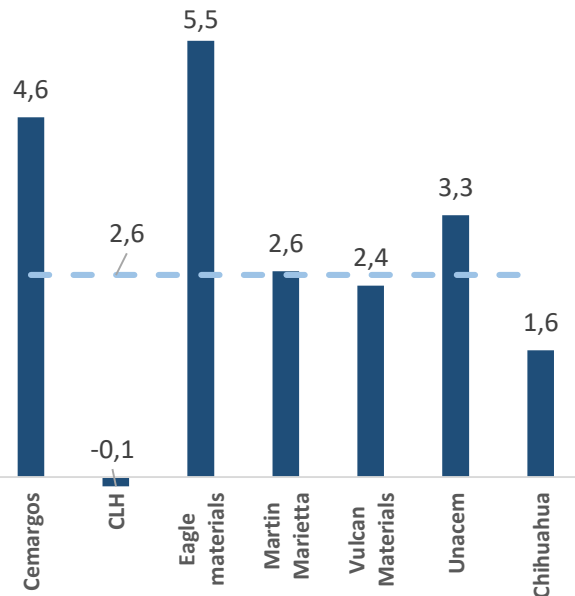
Omar Suarez
Gerente Renta Variable

Oráculo de Cemargos

EBITDA, ficha clave del apalancamiento

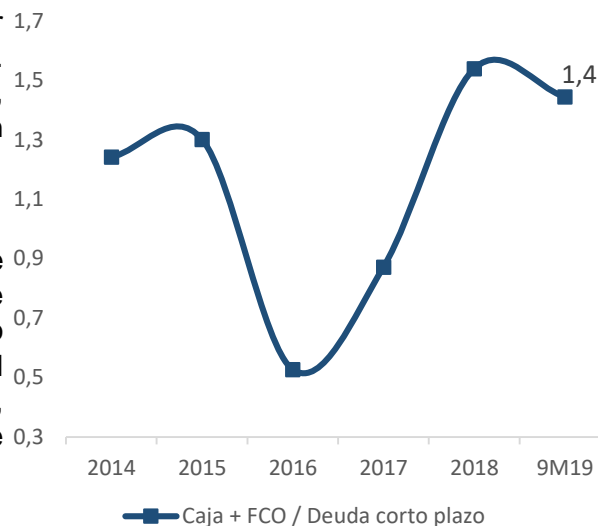
- **Venta de activos reduciría apalancamiento, no obstante, deberá continuar optimizando operación y desinversiones:** Según nuestros cálculos, la transacción anunciada de la venta de 28 plantas de concreto generaría una reducción del indicador Deuda Neta / EBITDA (sin IFRS 16) de 4,56x a 4,35x, tomando datos al 3T19. Aunque consideramos positiva la disminución del endeudamiento, este indicador permanece en niveles altos, ubicándose por encima de sus comparables (2,6x), razón por la cual consideramos fundamental que la compañía continúe con su plan de desinversiones de activos no estratégicos, hecho que estaremos monitoreando, junto con su impacto en los indicadores de apalancamiento. Asimismo, la Cobertura de Intereses (EBITDA / Gastos Financieros) también se ha venido deteriorando en los últimos años, pasando de 6x en 2013 a 3,29x al 3T19, lo cual contrasta con una recuperación del indicador de liquidez (Caja+FCO / Deuda Corto Plazo), el cual se encuentra de nuevo por encima de 1x (1,4x al 3T19).

Gráfica 3. Apalancamiento del sector cementero a 3T19.



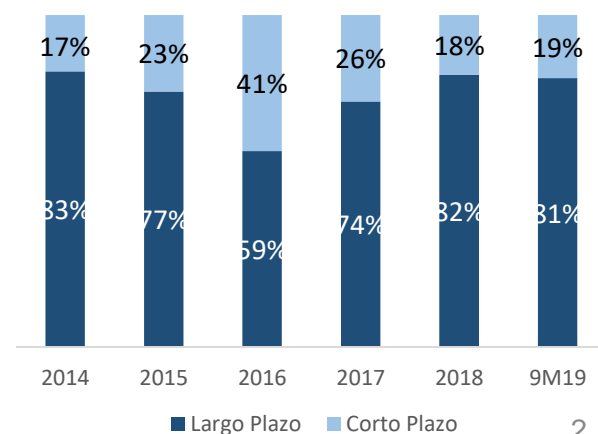
- **EBITDA, ficha clave para el indicador de apalancamiento:** Es importante tener en cuenta que la coyuntura retadora en Centroamérica, mayores costos de energía en Colombia y una dinámica menor a la esperada en Estados Unidos no han permitido que el EBITDA muestre un mejor comportamiento, afectando el indicador de apalancamiento. Teniendo en cuenta lo anterior, no prevemos un incremento sustancial del EBITDA para 2020, el cual se verá desfavorecido por la entrada en operación de un nuevo competidor a Colombia (Ecocementos), provocando una pérdida en la participación de mercado de Cemargos y presión sobre los precios del cemento, compensado por una mayor demanda de cemento por parte del segmento de infraestructura. Asimismo, esperamos que continúe el entorno retador en Centroamérica, mientras que prevemos un desempeño estable para la operación norteamericana.

Gráfica 4. Caja + FCO / Deuda Corto Plazo.



- **Grupo Sura, un as bajo la manga:** Es importante tener en cuenta que Cemargos cuenta con una participación de COP 930 mil millones de Grupo Sura en su portafolio de inversiones, el cual podría vender en caso de ser necesario, tal como lo hizo con su posición en Bancolombia en el 2017. Según nuestros cálculos, en caso de materializarse dicho escenario, el nivel de apalancamiento Deuda Neta / EBITDA (sin IFRS 16), se ubicaría cercano a 3,9-4x.

Gráfica 5. Concentración de la deuda a 3T19.



Gerencia de Inversiones

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

Análisis y Estrategia

Juan David Ballén
Director Análisis y Estrategia
juan.ballen@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22622

Mariafernanda Pulido
Analista Renta Fija
maria.pulido@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

Santiago Clavijo
Analista Junior Renta Fija
santiago.clavijo@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22602

Deisi Cañon
Practicante Renta Fija
santiago.clavijo@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23632

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

Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable
juan.dluyz@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22703

Sergio David Segura
Analista Renta Variable
Sergio.segura@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext.

Mesa Distribución

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

Mesa Institucional Acciones

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

Mesa Institucional Renta Fija

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

Olga Dossman
Gerente Comercial
Olga.dossman@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23624

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

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.