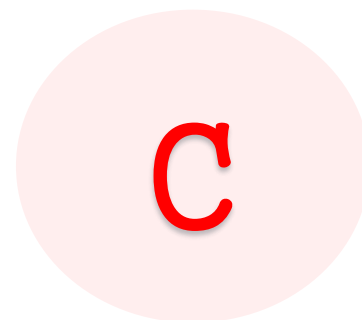


Consideramos los resultados financieros de Cemargos como NEGATIVOS. En el 4T17 los volúmenes de cemento aumentaron un 17,6% A/A, favorecidos por una mejor dinámica de la regional de Estados Unidos y Centroamérica y el Caribe (CCA). Respecto al concreto, su reducción de 3,9% A/A en volúmenes se da en medio de menores despachos en Colombia y Estados Unidos. Llama la atención el nivel relativamente alto del indicador Deuda Neta / (Ebitda + Dividendos), el cual se deterioró a 4,6x, lo que consideramos podría abrir la puerta para analizar nuevas desinversiones importantes en activos no estratégicos. La compañía informó sobre un repunte del 5% en los precios de cemento en Colombia en enero del 2018, con el objetivo de proteger su rentabilidad, lo cual generó un impacto negativo sobre su participación de mercado. En esta regional, la compañía prevé un leve aumento (1%-2%) en los volúmenes de cemento para el año 2018. Por su parte, espera un repunte del 4% en precios para EE.UU en el 2018. Por último, la **cementera propuso un dividendo ordinario de COP 228 por acción (+4,6% A/A)** a pesar de registrar una pérdida neta durante el año 2017.



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

13 de febrero de 2018

HECHOS RELEVANTES

• **Harvey le da la mano a EE.UU:** Excluyendo a Martinsburg, los volúmenes de cemento variaron un 20% A/A en el 4T17, impulsados por una coyuntura favorable y por los programas de reconstrucción tras el paso de los huracanes. El concreto (-1,6% A/A) se vio afectado particularmente por una lenta dinámica en el Estado de Houston. Por su parte, el margen Ebitda tuvo una variación positiva, incluyendo ingresos por venta no recurrente de activos del negocio de bloques por USD 17 millones (MM). Cabe mencionar que, la disminución en la tasa impositiva por la reforma tributaria del Gobierno Trump tuvo un efecto negativo en la utilidad neta, como consecuencia del recalculeo contable del impuesto diferido por las pérdidas acumuladas de años anteriores.

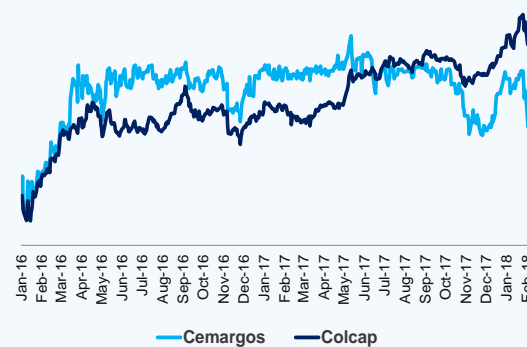
• **Sector constructor sin repunte en Colombia:** El panorama en Colombia continúa nublado pese a las mejoras en eficiencias a través del programa BEST, el cual permitió que el margen Ebitda del 4T17 (20%) fuera el mayor del año (aunque este registró una reducción anual). Los volúmenes de cemento y concreto registraron contracciones anuales del 1,3% y 9,8% respectivamente, donde la estrategia de recuperación de precios, buscando la protección de márgenes, generó una pérdida parcial de participación de mercado. Cabe mencionar que la compañía informó sobre un repunte del 5% en los precios para enero del 2018, beneficiado en gran parte por la reducción en las importaciones de cemento y clinker. Respecto a la multa por COP 73.771 MM de la SIC, la cementera aún no ha realizado la provisión respectiva y está atenta a un derecho de petición interpuesto.

• **Nivel de endeudamiento sigue siendo antagonista:** El indicador Deuda Neta / (Ebitda + Dividendos) se ubicó en 4,6x para el cierre del 2017, muy por encima de la meta del 3,8x, siendo el mayor nivel de endeudamiento en los últimos 6 años, limitando la capacidad de la compañía para realizar cualquier crecimiento orgánico o inorgánico. Esto podría abrir la puerta para analizar desinversiones adicionales en activos no estratégicos, como el portafolio de inversión por COP 1.13 BN en Grupo Sura y COP 12.500 MM en Cartón Colombia.

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	11,300
Recomendación	Subponderar
Cap. Mcdto (COP bn)	14.10
Último Precio (COP)	10,640
% Precio YTD	-7.64%
Participación Colcap	4.17%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua C.

Analista de Acciones

• **Clima no da tregua en CCA:** Pese a un comportamiento favorable en los volúmenes de cemento en Honduras y Panamá, el margen Ebitda se vio afectado por el mantenimiento de 12 días del horno en Honduras y el impacto del huracán María en Puerto Rico, el cual afectó la operación de la planta en 153 días.

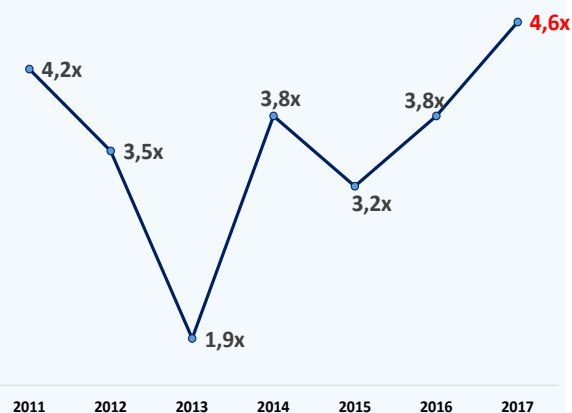
• **Expectativas en medio de un entorno retador:** Respecto al Guidance para el 2018 dado por la compañía, llama la atención que el punto medio del Guidance del Ebitda consolidado (COP 1.85 billones) incluyendo desinversiones, tendría un aumento del 30% A/A frente al cierre del 2017, el cual puede ser relativamente optimista si lo comparamos con los COP 1.5 y COP 1.6 billones de años anteriores, aunque puede estar vinculado con la posibilidad de implementar el programa de eficiencias BEST en EE.UU y CCA. En EE.UU se plantea un Guidance Ebitda promedio de USD 275 MM, con un aumento del 14,6% A/A, en medio de un comportamiento favorable en el sector residencial y de infraestructura, sumado a expectativas de un aumento del 4% en el precio para esta regional. Respecto a Colombia, la compañía espera vender por 4G entre 200 – 300 mil ton de cemento en el 2018 y aproximadamente 500 mil ton en el 2019 y 2020 (reduciendo sus estimados de trimestres anteriores, de 700 – 800 mil ton para ese periodo).

• **Un 2018 ajustado en Colombia y alentador en EE.UU en CCA:** Respecto al trimestre anterior, no hubieron muchos cambios en las estimaciones: En Colombia se prevé que continúe la débil dinámica en los volúmenes de cemento, con crecimiento entre 1% - 2% en el año. Esperamos que los proyectos de infraestructura 4G y APP tengan mayor impacto sobre los volúmenes de cemento en el 2019 y 2020, en medio de la ley de infraestructura y la reactivación de los cierres financieros. En EE.UU, a la dinámica favorable en el sector de vivienda y la reconstrucción de las zonas afectadas por los huracanes, deben sumarse la reforma fiscal y los planes de infraestructura de la administración Trump, con su posible inversión de USD 1 Bll –1.5 Bll a 10 años, lo cual podría impulsar los volúmenes en esta regional a mediano plazo.



Decreten expectativas de volúmenes por 4G

	Toneladas	
	Expectativa al 3T17	Expectativa al 4T17
2018	200.000 - 300.000	200.000 - 300.000
2019	700.000 - 800.000	500.000
2020	700.000 - 800.000	500.000

Deuda Neta / (EBITDA + Dividendos)



CEMARGOS

Cifras en COP miles millones	4T17	4T16	3T17	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	2.017	2.004	2.194	● 1%	● -8%
Costo de ventas	1.582	1.616	1.744	● -2%	● -9%
Gastos de administración	177	188	132	● -6%	● 34%
Utilidad operacional	184	182	222	● 1%	● -17%
Utilidad Neta (Controladora)	(80)	27	65	● -397%	● -223%
EBITDA	362	397	407	● -9%	● -11%
Margen Operacional	9%	9%	10%	● 4 pbs	● -100 pbs
Margen Neto	-4%	1%	3%	● -532 pbs	● -693 pbs
Margen EBITDA	18%	20%	19%	● -186 pbs	● -60 pbs
 Volumen de cemento (M TM)	4.042	3.441	4.151 ↑	17%	↓ -3%
 Volumen de concreto (M m3)	2.567	2.671	2.666 ↓	-4%	↓ -4%

Contactos

Gerencia de Inversiones

Alejandro Pieschacon

Director de Inversiones

alejandra.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

alejandra.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. 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.