

CEMENTOS ARGOS
BVC: CEMARGOS**Primera cobertura**

Fecha de valoración: junio 30 de 2016

Recomendación: COMPRAR**Precio de la acción y valor del IGBC**

Precio de la acción: \$ 9.750

Valor del IGBC: \$ 8.547

Cementos Argos tiene presencia en zonas geográficas y mercados con un potencial de crecimiento alto, que se espera tenga un impacto importante en el crecimiento de los ingresos. Adicionalmente, se observa un panorama de crecimiento en el sector de la construcción, producto de las 4G en Colombia, el crecimiento sostenido de la economía norteamericana y la expansión en infraestructura en Centroamérica.

Nuestro precio esperado a alcanzar en junio de 2016 es de \$ 12.390.

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
FCL	457,999	1,079,944	1,001,396	1,272,632	1,320,318	1,720,643	1,680,045	2,856,122	2,056,925
CAPEX	13,235,878	13,275,457	13,193,899	13,186,957	13,281,020	13,287,553	13,362,147	12,985,527	12,921,979
NOPLAT	794,156	895,169	1,065,259	1,326,449	1,491,304	1,652,185	1,874,636	2,071,490	2,328,095
WACC	25.57%	5.70%	8.81%	8.94%	8.97%	8.98%	9.00%	8.96%	8.97%

Cifras en millones de pesos, excepto el WACC.

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil:	11,229 billones de pesos COP
Acciones en circulación:	1.151.672.310
Volumen promedio diario DEL ÚLTIMO AÑO:	3.129.606.920 COP
Bursatilidad:	ALTA
Participación índice:	4.85% COLCAP, 6.00% IGBC
Cotiza en:	Bolsa de Valores de Colombia
Beta:	0,87
Rango último año:	11.480 – 7.780 COP

Apreciación global de la Compañía

Localización: Colombia, Estados Unidos, Centroamérica y el Caribe.

Industria: Cemento y concreto.

Descripción: Compañía colombiana líder en la producción de cemento y concreto.

Productos y servicios: Cemento, concreto, Clinker y agregados.

Sitio web de la Compañía: www.argos.com.co

Analistas:

Edwin Lozano García

Edwin Novoa Duarte

Directora de la investigación de inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de investigación:

Álvaro Hernández Bonnet

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Gráfica 1. Comportamiento del precio de la acción de CEMARGOS



Fuente: Bloomberg (2016)

Gráfica 2. Comparación de la acción de CEMARGOS, índices IGBC y COLCAP



Fuente: Bloomberg (2016)

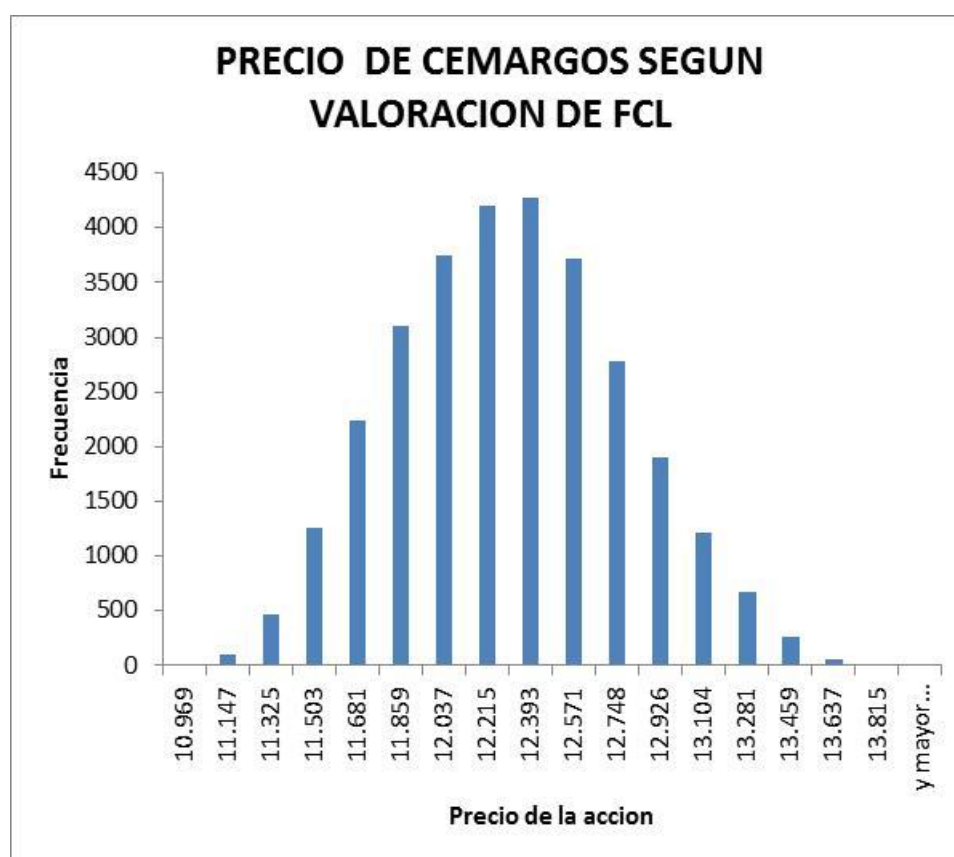
VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Millones de Pesos ('000.000 COP)

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Para la construcción del modelo se tuvieron en cuenta las principales variables macroeconómicas que afectan a la compañía y el sector, el aporte en el crecimiento de los ingresos que tienen los proyectos 4G en Colombia, el crecimiento acelerado del sector de la construcción en Estados Unidos, producto de un efecto de desatraso del sector luego de la depresión que tuvo durante la década pasada como efecto de la crisis suprime, también se tuvo en cuenta el proceso de conversión a producción en seco que está ejecutando la compañía, que generó un efecto positivo en el margen operacional en el mediano plazo; todo esto da como resultado un precio de la acción de 12.390 COP, mayor al que actualmente se transa en el mercado.

En el proceso de simulación de las principales variables de proyección, se pudo establecer que los principales generadores de valor para la compañía son el WACC, el CAPEX y la devaluación del peso con respecto al dólar.

Gráfica 3. Precio de la acción según valoración



Fuente: Construcción propia del equipo de trabajo de valoración

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Millones de Pesos ('000.000 COP)

TESIS DE INVERSIÓN

La compañía ha realizado un proceso de expansión internacional en los últimos años en medio de una crisis mundial, aprovechando la buena posición de caja y de capacidad de endeudamiento que tenía. El reto ahora es aprovechar tanto esa capacidad instalada acumulada con las adquisiciones realizadas y la situación de crecimiento potencial que presenta el sector de la construcción en las tres zonas geográficas donde la compañía tiene participación de mercado.

El proyecto en que se embarcó Colombia de actualización de su infraestructura vial, llamado 4G, representa una inversión en los próximos años de \$50.000M, más las iniciativas privadas que suman otros \$12.000M. Se estima que aportará un crecimiento adicional de PIB entre 1,0% y 1,5%. La perspectiva de crecimiento de la vivienda en Colombia también es buena, si bien el déficit habitacional del país se ha reducido de un 12,6% a un 5,5%, entre 2005 y 2012 según cifras oficiales del gobierno nacional, el ingreso per cápita del país ha pasado también de US\$6.620 en el 2000 a US\$13.460 en 2014, provocando que la población ubicada entre clase media y alta pase del 13% al 20% en el mismo periodo. Este aumento de la clase media-alta aún tiene una demanda potencial de vivienda si se revisa que alrededor de un 40% de esta población todavía vive en arrendamiento (BBVA. 2015)¹.

Luego de siete años de crisis, Estados Unidos ha venido mostrando signos de recuperación en el crecimiento de su economía y de su mercado laboral. El crecimiento de consumo de cemento en el país creció un 6% anualizado durante el primer trimestre de 2015 y en los estados donde la compañía tiene presencia, el crecimiento fue de 17,8% en Carolina del Sur y del 21,7% en Georgia. Durante esos años de crisis el sector de la construcción presentó un retraso en su crecimiento; es por esto que se hace necesario un plan de actualización de la infraestructura vial del país. Según informes del gobierno norteamericano, el 65% de las carreteras se encuentran por debajo del nivel óptimo, un 25% de los puentes necesitan reparación y el 45% de los estadounidenses no tiene acceso decente al sistema de tránsito (Bancolombia 2016)². Esta es una gran oportunidad para Argos, quien hizo grandes adquisiciones en los últimos años en la región sur-este de Estados Unidos acumulando una capacidad instalada, la cual solo está utilizando actualmente a un 50%, dándole un potencial de crecimiento importante para atender la demanda creciente y una ventaja comparativa con respecto a sus competidores.

En la región de Centroamérica y el Caribe, la reciente compra de la terminal de cemento en Puerto Rico consolidó su red de producción y abastecimiento en la región que le dan una fortaleza importante frente a la competencia. Se espera que en el área se desarrollen grandes proyectos de infraestructura que impulsen la demanda de cemento.

VALORACIÓN

Se tomaron las cifras históricas de cierre de año del 2009 al 2015 para el análisis histórico de las cifras y una proyección de nueve años para determinar un precio teórico de la acción utilizando la metodología de valoración por flujo de caja descontado.

¹ Informe "Situación Inmobiliaria 2015" BBVA Research <https://www.bbvarsearch.com/wp-content/uploads/2015/03/2Estructuraactual.pdf>

² <http://investigaciones.bancolombia.com/InvEconomicas/home/homeinfo.aspx>

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Millones de Pesos ('000.000 COP)

Este método se soporta en unas estimaciones de crecimiento y entorno macroeconómico y demás variables que aunque tengan un sustento cuantitativo, estas pueden variar en el tiempo o esperarse demasiado positivos, lo cual podría llevar a un sesgo en los resultados; sin embargo esta metodología es la más utilizada para este tipo de estudios, cuyo objetivo es aproximarse al precio real de la acción.

La proyección del flujo de caja se hizo con base en la estimación del crecimiento en las ventas de cada una de las tres regiones donde opera la compañía; el periodo de proyección se ve afectado positivamente por el crecimiento esperado de la construcción en Colombia y Centroamérica, así como la posible recuperación sostenida de la economía norteamericana. El efecto cambiario afecta positivamente los ingresos provenientes de afuera de Colombia durante los primeros dos años, pero con base en las proyecciones cambiarias tomadas de los análisis del departamento de investigaciones económicas del grupo Bancolombia, se espera que para los años 2018 a 2020 tengamos un nuevo ciclo de revaluación del peso colombiano; esto arrojaba que el WACC para los periodos de esta posible reevaluación fueran negativos, por lo que se decidió tomar como devaluación el spread entre las tasas libres de riesgo a 10 años de Colombia y Estados Unidos.

El costo promedio ponderado de capital se calculó bajo la metodología de CAPM, utilizando el beta histórico tomado de la plataforma bloomberg, de la acción de la compañía comparado contra el índice accionario S&P de los Estados Unidos.

Para el cálculo del valor a perpetuidad se tomó un gradiente de crecimiento cero, con un WACC terminal de 8.97%.

De acuerdo al análisis de la simulación del modelo, el 100% de los datos arrojados están en un rango entre 10.969 COP y 13.815 COP concentrándose el 80% de los resultados en un rango entre 11.859 COP y 12.926 COP.

Tabla 1. Sensibilidad del valor terminal al WACC y G

		WACC				
		7.97%	8.47%	8.97%	9.47%	9.97%
g	1.00%	24,353,774	22,723,119	21,297,128	20,039,545	18,922,200
	0.50%	22,610,628	21,191,696	19,940,339	18,828,525	17,834,147
	0.00%	21,086,265	19,841,133	22,937,600	17,745,420	16,855,254
	-0.50%	19,741,928	18,641,177	17,656,693	16,770,978	15,969,879
	-1.00%	18,547,503	17,567,966	16,686,702	15,889,628	15,165,231

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

El consumo mundial de cemento para 2015 estuvo cercano a los 4.300 millones de toneladas anuales, de las cuales el 75% se consume en Asia; América participó con el 7%, de los cuales un 2,5% estuvo en Norteamérica y un 4,5% en Latinoamérica; es decir que Argos está en un mercado americano, cuyo consumo anual esta por el orden de 300 millones de toneladas.

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Millones de Pesos (’000.000 COP)

La industria cementera va de la mano del desarrollo en infraestructura y cobertura de vivienda de los países, es por esto que el mayor consumo se concentra en las economías emergentes y con capacidad de desarrollo como China, India y Brasil entre otros. En las economías desarrolladas va correlacionado directamente con el crecimiento que estas tengan, ejemplos muy claros, son los atrasos en infraestructura vial que presenta actualmente Estados Unidos, producto de un ciclo de recesión, seguido de crecimientos bajos.

Uno de los grandes retos de los gobiernos democráticos es el de propiciar ambientes de desarrollo económico favorables, en los cuales los diversos participantes de los mercados puedan encontrar mecanismos de crecimiento financiero y social, en un marco regulatorio para la industria y la sociedad en general. Es así como, en algunos países del Continente Americano, los gobiernos se han enfocado en la ejecución de proyectos en sectores sensibles para el PIB. Un ejemplo de ello es el de Colombia, que ha tenido dentro de su plan de gobierno la construcción de 100.000 viviendas gratis³, (Minvivienda, s.f.), así como la construcción de las obras de 4G, que en sus dos primeras olas contempla la construcción de 3.260 kilómetros de vías y las iniciativas privadas que ya tienen 1733 kilómetros de vías aprobadas (Argos, pp. 10-14)⁴.

Lo anterior trae consigo un crecimiento en la industria de la construcción y de las obras civiles, y por consiguiente de los sectores relacionados que proveen materias primas como es la industria cementera. Por lo cual, podríamos afirmar que la industria es altamente sensible al desarrollo económico del país donde solo los grandes competidores de talla mundial y regional son los que tienen una mayor participación en el mercado. Esta participación de grandes competidores, se da como consecuencia de las altas barreras de entrada, entre las cuales podríamos enunciar la inversión en activos de capital para la fabricación de cemento y los costos de producción.

De otro lado, debido a la fuerte rivalidad de los competidores, la relación con los clientes y proveedores es parte esencial de la rentabilidad y del crecimiento sostenido de cada una de las compañías. Se debe buscar generar de esta manera el valor agregado, lo cual no es tan fácil de entregar al cliente final en el producto. Adicionalmente, es importante contar con aliados estratégicos que permitan disminuir los costos de producción, que como se mencionó son de un valor considerable. Aunque se ha venido invirtiendo en los últimos años en investigación y desarrollo, los grandes competidores aún no han generado un producto sustituto para el cemento o el concreto (“Entrevista al CEO de Grupo Argos”, 2015)⁵.

Si bien la industria cementera no es una industria regulada a través de las legislaciones locales en los países, ni controlada a través de la fijación de precios en el mercado, sí es un oligopolio, en el que los pocos y grandes competidores que se distribuyen el mercado, deben estar constantemente monitoreando las acciones de los demás, ya que un movimiento estratégico de un competidor, influye de manera importante en el resto de los competidores y en el mercado.

³ Tomado del documento de Plan de Desarrollo del Gobierno Nacional 2010 a 2014 y 2014 a 2018
www.minvivienda.gov.co

⁴ Presentación de resultados de 1 Trimestre Cementos Argos. Pag 10-11 www.argos.com.co

⁵ Entrevista al CEO de Grupo Argos, periódico EL TIEMPO de Ago.14 /15.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia

Cementos Argos nació en Medellín el 14 de febrero de 1934. Comenzó su expansión pocos años después, con la creación de otras cementeras en diferentes regiones del país. En 1938 Cementos del Valle, en 1944 Cementos Caribe y Cementos Caldas en 1955. En la década del ochenta adquirió la cementera Paz del Río e inició su proceso de internacionalización con la adquisición de Cementos Andino en Venezuela, donde se originó la expansión por el Caribe, realizando inversiones en Panamá, República Dominicana y Haití. Por lo anterior, la empresa decidió implementar una estrategia de integración vertical para abarcar toda la cadena productiva de los negocios de cemento y concreto. En 2003 se fusionan las 8 compañías cementeras de Colombia, en una sola: Cementos Argos.

En 2005, se toma la decisión de entrar al mercado norteamericano con la adquisición de Southern Star Concrete y Concrete Express; luego Rady Mixes Concrete Company en 2006.

Siguiendo con su estrategia de integración vertical, en 2006 fusiona sus compañías productoras de concreto en Colombia, bajo el nombre Concretos Argos y en 2007 lanza su marca unificada ARGOS.

Producto de la expedición de la ley 1004 de 2005, donde reglamenta en Colombia la creación de las zonas francas especiales, Cementos Argos crea en Cartagena una zona franca especial donde construye una planta de producción de cemento en seco con capacidad de 1.8MM de toneladas anuales, con el objetivo principal de atender las necesidades de cemento para sus operaciones de concreto en Estados Unidos, la cual entra en producción en 2010. En el mismo año amplía también su participación en la región Caribe con la adquisición de la totalidad de Cementos Colón en Panamá. En 2011 adquiere en Estados Unidos la compañía Lafarge por USD 760MM, la cual poseía dos plantas de cemento, una molienda de clinker, tres terminales férreos, un puerto marítimo y 79 plantas de concreto; con esta adquisición Cementos Argos incrementó su capacidad instalada anual a 16MM de toneladas de cemento y a 14MM de metros cúbicos de concreto, convirtiéndose en el segundo productor de cemento más grande del sureste en ese país y el segundo mayor productor de concreto de todo el país. En el mismo año, la Asamblea de Accionistas decidió escindir los activos no cementeros de la compañía, como su participación en entidades del Grupo Empresarial Antioqueño, títulos mineros y activos inmobiliarios, entre otros.

En 2013, realizó una emisión de acciones preferenciales, donde logró captar \$1.6 billones. Un 36.2% de la emisión fue adquirida por fondos internacionales a través de su programa de ADR que tiene en Estados Unidos, siendo la primera emisión de acciones de una compañía colombiana que se hacía simultáneamente en el mercado local e internacional. Durante este mismo año, Cementos Argos logró la distinción de ingresar al índice DJSI, (Dow Jones Sustainability Index), índice que monitorea el desempeño de las empresas líderes en términos de sostenibilidad económica, social y ambiental.

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Millones de Pesos ('000.000 COP)

Actualmente, está en desarrollo el proyecto Brownfield⁶ en la planta de Sogamoso en Boyacá, convirtiendo esta planta a producción en seco, disminuyendo los costos de producción y de toda la cadena logística cumpliendo los más altos estándares ambientales. Esta decisión está encaminada a tener un mejor abastecimiento de cemento en el centro del país donde se concentra la mayor parte de la demanda interna, aprovechando su ubicación geográfica para la construcción de las obras de 4G en el país.

Por último en 2015 culminaron la compra del terminal logístico en Puerto Rico, el cual les asegura el enlazar una gran cadena de producción y abastecimiento en todo el Centroamérica y el caribe.

Localización e infraestructura

Cementos Argos tiene actualmente una capacidad instalada total anual de 20MM de toneladas de cemento y 18MM de metros cúbicos de concreto. Cuenta con trece plantas de cemento, 390 plantas de concreto, nueve plantas de molienda y veintitrés puertos y/o terminales de distribución ubicados en las tres grandes regiones según su división de operaciones(“Estado de Flujo de Efectivos”, 2015):

1. Región Colombia, donde es líder en el mercado de cemento y concreto.
2. Región Caribe, productores líderes. Cuenta con un 47% de participación en el comercio marítimo de cemento y clinker.
3. Región Estados Unidos, tiene operación en ocho estados del país, con un participación del 34% del consumo nacional de cemento (en 2014).

Productos y servicios

Cemento: material utilizado para la construcción compuesto de caliza, arcilla y otras sustancias, que al contacto con el agua actúa como aglutinante. Presenta propiedades de adherencia y cohesión, produciendo compuestos que son muy resistentes.

- Cemento blanco: producido para obras que deben cumplir especificaciones estructurales y arquitectónicas, puede ser utilizado a la vista en todo tipo de elementos y se subdivide en:
 - Cemento blanco tradicional: utilizado en la construcción y remodelación para áreas como baños, cocinas y otros usos domésticos.
 - Cemento blanco concretero: utilizado para la elaboración de concretos blancos que se usan en obras civiles con importantes requisitos arquitectónicos.
- Cemento gris: es el más utilizado para la construcción en sus cuatro calidades:
 - De uso petrolero: usado en obras en las que deba soportar condiciones extremas de temperatura o presión.
 - Concretero: utilizado en la elaboración de concretos y morteros en plantas y centrales de mezclas.
 - De uso estructural: usado para la construcción de las bases de una edificación, como muros, vigas o pisos.

⁶ Proyecto en el cual se transforman las instalaciones o infraestructuras existentes que son mejoradas tras su adquisición por nuevos inversores.

- De uso general: utilizado para la construcción en general.
- Concreto: es el material resultante de la mezcla de cemento con agregados y agua, utilizado para estructuras que pueden soportar grandes cargas; se producen de diferentes clases:
 - Avanzados: son concretos versátiles, utilizados como una solución para el desarrollo urbano y grandes proyectos de infraestructura.
 - Especiales: son concretos expuestos a alta exigencia como temperatura, peso o presión.
 - Convencionales: concretos para el uso general.

Análisis FODA (Fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas)

Cuadro 1. Análisis DOFA

<u>FORTALEZAS</u> ✓ Posicionamiento de la marca ARGOS. ✓ Alta participación en los mercados de cemento y concreto. ✓ Solidez patrimonial y de caja. ✓ Amplio conocimiento de los mercados donde opera. ✓ Equipo directivo con experiencia probada en el sector	<u>OPORTUNIDADES</u> ✓ Desarrollo de infraestructura 4G en Colombia ✓ Repunte de los indicadores económicos de crecimiento en Estados Unidos, especialmente los indicadores relacionados a la construcción. ✓ Incremento de la demanda per cápita de cemento en Colombia y el Caribe.
<u>DEBILIDADES</u> ✓ Menor trayectoria internacional que su competencia. ✓ Presencia en estados petroleros en Estados Unidos. ✓ Alta exposición al dólar en sus ingresos	<u>AMENAZAS</u> ✓ La debilidad actual de economías desarrolladas en el mundo. ✓ Cambio de política monetaria en Estados Unidos, que puede afectar el crecimiento económico que se espera. ✓ Incertidumbre tributaria en Colombia ✓ Demoras en el inicio de las obras de 4G ✓ Fusión de Holcim y Lafarge.

Estrategia

De acuerdo con la presentación corporativa de julio de 2015 (Cementos Argos, 2015), la estrategia actual es la de enfocarse en el negocio principal, con el objetivo de mantener el liderazgo. Un desarrollo sostenible con la búsqueda constante de eficiencias operativas y reducción de costos, el mejoramiento continuo de los canales de distribución y red logística que generen valor agregado a sus clientes, la búsqueda selectiva de nuevas adquisiciones, así como continuar con la estrategia de integración vertical para mejorar la flexibilidad, estabilidad y rentabilidad de la compañía; hacen parte de toda una actitud corporativa que se prepara para el crecimiento potencial que tienen las regiones en las cuales se encuentra.

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Millones de Pesos (’000.000 COP)

En Colombia ha iniciado un proceso de conversión de su planta de Sogamoso a producción en seco, aumentando su capacidad instalada, buscando prepararse para la demanda de cemento que tendrán los proyectos de infraestructura 4G que se van a desarrollar en el país. En Estados Unidos, la economía está mostrando signos de recuperación de su economía, luego de la desaceleración que provocó la crisis *subprime*; aunque estos signos no son una prueba de confirmación de un crecimiento sostenible de la economía norteamericana, se han venido presentando unos crecimientos saludables en la demanda de cemento, sobre todo en los estados del sureste donde la compañía tiene presencia. Para el Caribe se proyecta también una crecimiento en la demanda potencial debido al déficit de infraestructura que presenta la región, proyectos como la ampliación del Canal de Panamá, la construcción del primer transporte subterráneo también en Panamá y la reconstrucción de Haití luego del terremoto, son algunas de las razones para proyectar una demanda creciente en los próximos años en esta región.

Análisis de los competidores

Dentro de los principales competidores de la compañía a nivel nacional se encuentran Cemex y Holcim, en su orden, de acuerdo con el nivel de ventas (“5 mil empresas”, 2015, p.194), siendo Argos la compañía líder en Colombia. A nivel de consolidado mundial el líder del sector es Holcim-Lafarge, seguido por Cemex. El mercado latinoamericano se encuentra distribuido entre estos grandes competidores.

En el segundo trimestre de 2015, se terminó el proceso de fusión de Holcim y Lafarge, creando una compañía multinacional productora de cemento y de concreto con presencia en más de noventa países y de mayor facturación a nivel mundial, seguida por Cemex y la compañía Alemana Heidelberg Cement.

Por su parte, Cemex es una compañía multinacional de origen mexicano, con presencia en más de cincuenta países, que ingresó a Colombia en 1996 con la adquisición de Cementos Samper y Cementos Diamante. En el último año se han realizado importantes inversiones en el país para aumentar su capacidad de producción y participar en los proyectos de infraestructura 4G. La facturación consolidada de Cemex asciende a USD 15.000MM anuales y tiene una capacidad instalada de producción anual de cemento de 93,7MM de toneladas y 56MM de metros cúbicos de concreto. La mayor participación de sus ventas está en el norte de Europa, Norteamérica y México.

Por lo anterior, la sensibilidad de la compañía frente a sus competidores es bastante alta, pues estos hacen presencia en los mercados donde Argos tiene operaciones, y se encuentran en la capacidad de participar en grandes negocios en desarrollo, como licitaciones de proveeduría de cementos y de concreto para la construcción del Canal de Panamá, la construcción de carreteras de última generación, la construcción de vivienda de interés social para disminuir el déficit habitacional, entre otros.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Incentivos y remuneración de la alta gerencia

De acuerdo con el Reporte Integrado de 2014 y el Informe de Gobierno Corporativo del mismo año, la remuneración mensual de la Junta Directiva es establecida por la Asamblea de Accionistas, teniendo en cuenta los compromisos adquiridos por cada uno, así como su perfil profesional y personal, entre otros. Dicha remuneración es de carácter fijo y no se tiene contemplado ningún porcentaje variable. Adicionalmente, debido a que cada miembro de la Junta Directiva hace parte de uno de los tres comités de apoyo (Auditoría y Finanzas, Nombramientos y Retribuciones, y de Sostenibilidad y Gobierno Corporativo) recibe una retribución adicional.

Por su parte, para los altos ejecutivos que conforman la Administración de la Compañía se tiene implementado un sistema de compensación variable, alineado con el cumplimiento de los objetivos estratégicos financieros y de sostenibilidad, como seguridad industrial y salud ocupacional y de gestión ambiental, entre otros (Argos, 2016a).

Trayectoria de la Alta Gerencia: formación y experiencia

La compañía cuenta con un equipo directivo y gerencial de altas capacidades e idóneo para llevar la dirección; su junta directiva está conformada por profesionales con experiencia en áreas financieras, jurídicas, de medio ambiente y, por su puesto, profesionales con amplia experiencia en la industria cementera y sus derivados.

Planes de sucesión

Dentro de la compañía se tiene establecido formalmente un programa de sucesión de la Alta Gerencia. El diseño de este programa está a cargo del Comité de Nombramientos y Retribuciones compuestos por dos miembros de la Junta Directiva, uno de ellos independiente. Este comité, se encarga de la evaluación del desempeño del Presidente de la compañía y propone la remoción del mismo. De acuerdo con lo anterior, se observa que dentro del Gobierno Corporativo se tiene contemplada la minimización del riesgo de dejar a la compañía en interinidad en el evento de que el actual Presidente deje su cargo.

Análisis del Gobierno Corporativo

Dentro de las declaraciones de Gobierno Corporativo de la compañía, se observa una amplia preponderancia de los principios y valores que deben regir tanto en su relacionamiento interno y externo, como en la ejecución del negocio. Estos principios y valores se han definido como “integridad, el trato equitativo, el respeto de los derechos y la regulación de las relaciones con los accionistas, el mercado, los diferentes grupos de interés y la sociedad en general” (“Informe de Gobierno Corporativo”, 2016a).

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

Principales accionistas

De acuerdo a la información suministrada en la página web de Argos, estos son los principales accionistas, entre los cuales se concentra el 80% de las acciones en circulación.

Tabla 2. Principales accionistas

Nombre del accionista	Acciones	% Participación
GRUPO ARGOS S.A.	637.323.670	55,34%
HARBOR INTERNATIONAL FUND	62.617.411	5,44%
AMALFI S.A.	62.593.875	5,44%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PORVENIR MODERADO	60.569.347	5,26%
FDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PROTECCION MODERADO	51.928.599	4,51%
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS COLFONDOS MODERADO	24.368.172	2,12%
CARTICA INVESTOR, L. P	17.702.684	1,54%
CARTICA CAPITAL PARTNERS MASTER, L.P.	15.151.013	1,32%

Fuente: Presentación Gobierno Corporativo

Liquidez accionaria

La acción de la compañía, transa en la Bolsa de Valores de Colombia, bajo el nemotécnico de CEMARGOS, y está clasificada como de alta bursatilidad. Durante el último semestre se han transado operaciones por \$1.096MM y la acción tiene actualmente una ponderación de 6% y 4,85% en los índices IGBC y COLCAP, que calcula la bolsa de valores de Colombia y que sirve como benchmark del mercado accionario colombiano.

Análisis de libre flotación

De acuerdo a la información encontrada en la plataforma Bloomberg, el 29,8% del total de las acciones están en libre flotación.

Política de dividendos

En la asamblea de accionistas realizada el 20 de marzo de 2015 se decretó un dividendo de \$178 por año por acción ordinaria, pagaderos en 4 cuotas trimestrales de \$44,50.

RIESGOS DE INVERSIÓN

Para Cementos Argos la gestión de riesgos es un punto fundamental para que su operación sea sostenible. Basándose en estándares internacionales, ha construido un Sistema de Gestión Integral de Riesgos, donde la compañía identifica, monitorea y controla todos los riesgos asociados a su operación estableciendo responsables al interior de la compañía. (Argos, 2014, p. 42).

A continuación resumimos los riesgos que actualmente enfrenta la compañía y la forma de mitigarlos.

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Millones de Pesos (’000.000 COP)

- **Riesgo de mercado:** actualmente existe un creciente apetito por el mercado de la construcción en las regiones donde opera la compañía. En Estados Unidos, los indicadores líderes de construcción han venido recuperándose desde la anterior crisis, en Colombia el anuncio de las obras 4G de infraestructura y el déficit actual de vivienda, fenómeno que también está presente en la región Caribe, hacen que los competidores estén aumentando sus inversiones en estas regiones y esto pueda verse reflejado en la pérdida de participación y/o en la caída en los precios de sus productos. Ante este riesgo, como estrategia corporativa está la constante expansión, analizando nuevas adquisiciones y llevando los mercados en los cuales actualmente está a su mayor explotación.
- **Riesgo de tipo de cambio:** la compañía cuenta con negocios en varios países de Latinoamérica, pero su consolidación de balances se hacen en pesos colombianos, por tanto el riesgo de tasa de cambio está presente en toda su operación. Para mitigar este riesgo de re expresión de sus activos e ingresos fuera de Colombia, la compañía cuenta en primera medida con una cobertura natural al tener un 56% de su deuda actual (Argos 2016c) en dólares y en segunda medida contando con un departamento de tesorería encargada de mitigar ese riesgo vía coberturas cambiarias.
- **Riesgo de escasez de recursos naturales:** el riesgo de desabastecimiento de caliza y arcilla, principal materia prima en la producción de cemento, es el riesgo de escasez más importante que tiene una cementera. Para esto Cementos Argos cuenta con canteras y minas propias que permiten el autoabastecimiento de sus materias primas naturales.
- **Riesgo operativo:** la compañía desde hace carios años atrás, tiene en una estrategia de integración vertical que va desde la materia prima, pasando por un abastecimiento propio de energía, carbón, hasta llegar a sus canales de distribución; todo este proceso hace que se mitigue en gran medida el riesgo de que su cadena de valor se vea afectada ante la falta de alguno de sus eslabones.
- **Riesgo financiero:** asociado a la probabilidad de que un evento tenga consecuencias negativas en los resultados de la organización, que pueden verse reflejados en un riesgo de liquidez, riesgo de financiación, riesgo de crédito o riesgo sistémico. Para esto la compañía cuenta internamente con diferentes instancias que monitorean y gestionan este riesgo, partiendo de su Junta Directiva con el apoyo del Comité de Auditoría y Finanzas, hasta su Equipo Directivo.
- **Riesgo sindical:** la compañía cuenta actualmente con once sindicatos en el total de sus compañías y un 27% de sus colaboradores son sindicados. Dentro de su política de gestión humana y código de conducta permiten y generan el espacio para que sus colaboradores tengan derecho a afiliarse, constituir, y establecer negociaciones colectivas. Dentro de su estrategia corporativa está el compromiso con la promoción y respeto de los derechos humanos de sus colaboradores.
- **Riesgo legal o de regulación:** Cementos Argos tiene presencia en varios países del continente, por ende el riesgo legal y de regulación de las diferentes jurisdicciones donde opera es bastante amplio si no se gestiona de la mejor manera. Dentro de la cadena de valor de la compañía está la explotación de recursos naturales utilizados como materia prima. De igual manera el proceso de transformación de sus plantas deben cumplir los estándares ambientales exigidos en las distintas geografías donde opera. Para esto la compañía cuenta con todo un equipo técnico encargado de gestionar estos riesgos y monitorear el cumplimiento de las normas y regulaciones tanto legales y ambientales que los afecten.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Ventas estimadas

El crecimiento en las ventas de la compañía se estimó con base en los crecimientos esperados en las tres grandes regiones en las que la compañía opera, dando como resultado un crecimiento promedio para los próximos nueve años del 8,85% anual, teniendo en el 2016 un crecimiento afectado positivamente por la devaluación esperada del 21,8%. Los estimados tomados por regiones fueron:

Colombia: se espera que la economía colombiana tenga al sector de la construcción como un motor fuerte de crecimiento, este crecimiento se proyectó con base en un aumento del PIB de la construcción del 14,25% en promedio durante los primeros cuatro años y luego un crecimiento estable del 8% en promedio para los siguientes años. El crecimiento de los primeros años es mayor, teniendo en cuenta que los proyectos de 4G estarán en ejecución.

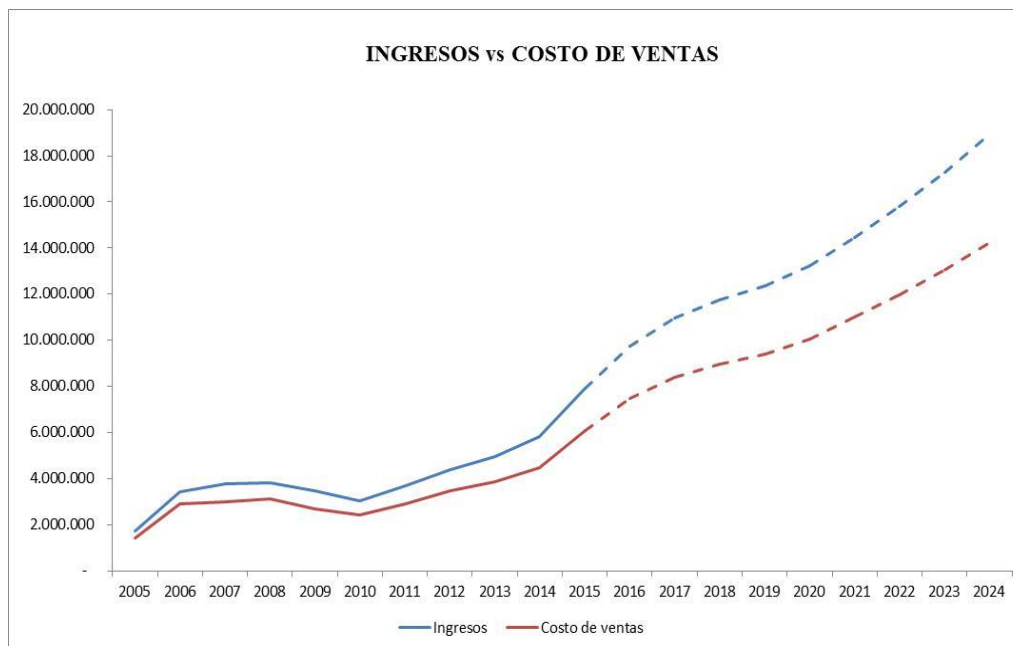
Estados Unidos: para esta región se tomó un crecimiento igual a la proyección de crecimiento del PIB, según lo estimado en la última encuesta de miembros de la FED publicada en marzo de 2016. Aunque podemos quedarnos cortos en la estimación de este crecimiento, la economía norteamericana, aunque ha mostrado signos de recuperación, no dan aún la confianza para pensar que tendrá un crecimiento sostenido que permitan proyectar unos ingresos mayores. Sin embargo si se compara en las proyecciones de crecimiento en ventas en pesos, los crecimientos de la región son mayores a los estimados para Colombia debido al efecto devaluacionista que se está esperando para los próximos años.

Centroamérica: en esta región los países que más pesan en las ventas actuales de la compañía son Panamá y Honduras, proyectos como la ampliación del Canal, los déficit habitacionales que tiene la región y la intención manifiesta de los diferentes gobiernos de la región de acortar la brecha de atraso de infraestructura vial, son razones para esperar un buen crecimiento de las ventas; situación para la cual se ha preparado estratégicamente la compañía con la última adquisición del terminal de cemento en Puerto Rico, consolidando así una red de producción y abastecimiento en la región que le da una ventaja comparativa con respecto a sus pares. Sumado todo esto nos da pie para esperar estimar un crecimiento en ventas por encima del 6%, en los próximos años.

Costo de ventas

Para estimar el costo de la mercancía vendida se partió del promedio de los últimos cinco años, el cual fue del 78,6%, disminuido de manera gradual por el impacto que tendrá el proyecto de producción en seco que se está implementando en Colombia, fenómeno que debería acercarlo al costo de ventas que maneja la competencia. Para Cemex por ejemplo observamos en sus balances consolidados de México que este costo ha oscilado entre el 62% y 67% de los ingresos totales.

Gráfica 4. Ingresos y costo de ventas histórico y proyectado



Capital de trabajo

La proyección del capital de trabajo se ha realizado de acuerdo con el comportamiento de los ingresos. Por lo cual, se espera que este vaya creciendo a través de los años como consecuencia, principalmente de la cartera y de los inventarios, según los niveles propios del crecimiento de la operación.

Capex

La proyección de 2016 y 2017 se realizó con base en el Plan Estratégico que tiene la compañía en la expansión del centro del país, donde aumentara su capacidad instalada de producción de cemento en 2.3 Millones de toneladas, con una inversión total de 450 Millones de USD para todo el proyecto, la cual comenzó en 2014. Para los años 2018 en adelante se han proyectado gastos de mantenimiento y *overhaul* de alguna de la maquinaria que se encuentra en producción, con lo cual se pretende mantener la operación. No se proyectaron más inversiones por dos razones, primero porque no están explícitas en el Plan Estratégico de la compañía y segundo porque con las adquisiciones y expansiones de los últimos años, la compañía tiene una capacidad instalada que debe ocupar antes de pensar en nuevas inversiones.

De acuerdo con la información disponible, observamos que los intangibles se componen del crédito mercantil sobre las inversiones en Honduras y Estados Unidos, activos que de acuerdo con la normatividad vigente no se amortizan contra el estado de resultados, sino que se monitorea que no haya pérdida de valor del activo. Para la proyección no contemplamos pérdida de valor en estas inversiones por lo cual se deja el valor a futuro constante.

Hipótesis financieras

La estructura financiera de la compañía durante los últimos años, se ha comportado de la siguiente manera:

Tabla 3. Estructura de Deuda / Patrimonio

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Deuda %	27.49%	27.68%	26.38%	25.49%	25.02%	24.79%	24.52%
Patrimonio %	72.51%	72.32%	73.62%	74.51%	74.98%	75.21%	75.48%
Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Teniendo en cuenta que la ampliación en Sogamoso y las últimas adquisiciones en Puerto Rico, se han realizado con recursos propios generados por el negocio, no se proyectó una variación significativa de la estructura financiera utilizada en los últimos años.

Gastos

Los supuestos tomados para los gastos de ventas se determinaron por el promedio histórico del estado de resultados, el cual se ha mantenido alrededor del 4%. Los gastos de administración crecen de acuerdo a la inflación proyectada.

Impuestos

Se calculó un promedio ponderado de la tasa de impuestos en las tres áreas geográficas de donde provienen los ingresos de la compañía, Colombia, Estados Unidos y Centroamérica, para este último se tomó como referencia la tasa de impuestos de Panamá y Honduras que son los países más representativos de la región para la compañía y se ponderó de acuerdo a la distribución de ventas por cada región durante el último año. Esto arrojó una tasa efectiva de impuestos para cada año de:

Tabla 4. Proyección de tarifa de Impuestos consolidada

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Tarifa de Imp. ponderada	37.2%	38.0%	38.4%	34.6%	34.6%	34.6%	34.6%	34.6%	34.6%

Referencias bibliográficas

Alianza Valores (2015). “Cemargos sonrío mientras le echa un vistazo al dólar, las 4G y la economía”. Recuperado de

<http://www.alianzavalores.com.co/documents/12976/61264/Cemargos%20>

Argos (2014). “Informe de Gestión 2014”. Recuperado de www.argos.com.co

——— (2016a). “Informe de Gobierno Corporativo”. Recuperado de <http://www.argos.co/ir/gobierno-corporativo/Informe-de-Gobierno-Corporativo>

——— (2016b). “Presentación corporativa 2015”. Recuperado de www.argos.com.co

——— (2016c). “Reporte del tercer trimestre de 2015”. Recuperado de <http://www.argos.co/ir/informacion-financiera/reportes>

Bancolombia (2016). “Investigaciones Bancolombia”. Recuperado de <http://investigaciones.bancolombia.com/InvEconomicas/home/homeinfo.aspx>

BBVA (2015). “Situación inmobiliaria España”. Recuperado de <https://www.bbvaresearch.com/wp->

Bloomberg (2016). Recuperado de <http://www.bloomberg.com/>

Cámara Colombiana de Infraestructura (2014). “Concesiones de Infraestructura de Cuarta Generación (4G): requerimientos de inversión y financiamiento público-privado”.

Cementos Argos (2015). “Presentación Corporativa 2015” [PP]. Recuperado de http://www.argos.co/ir/Media/Default/images/Presentaci%C3%B3n%20Corporativa%20Cementos%20Argos_Sep%202015_VF.pdf

CEMEX México (2016). “Informe anual 2014”. Recuperado de <http://www.cemex.com>

“5 mil empresas” (2015). *Dinero*, (471).

“Entrevista al CEO de Grupo Argos” (2015). *El Tiempo*. Bogotá.

“Estado de Flujo de Efectivos” (2015). Recuperado de http://www.argos.co/ir/Media/Default/images/Cementos%20Argos_Presentacion_1T15.pdf

Grupo Bancolombia (s.f.). “Sala de Prensa Grupo Bancolombia”. Recuperado de www.grupobancolombia.com.co

Minvivienda (s.f.). “Plan de Desarrollo del Gobierno Nacional 2010-2014 y 2014-2018”. Recuperado de <http://www.minvivienda.gov.co/>

Cementos Argos S.A. (CEMARGOS CB)

BALANCES HISTÓRICOS CONSOLIDADOS (Millones de Pesos)

Al 31 de diciembre de cada año

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Activo Circulante							
Efectivo y equivalentes	155,816	241,058	262,952	155,106	366,769	532,371	545,708
Inversiones a corto plazo	489,291	235,072	27,983	1,759	161,244	26,020	-
Cuentas por cobrar - Operacionales	752,349	687,873	837,267	796,519	826,294	1,063,152	1,350,546
Inventarios	361,135	289,475	376,626	355,379	402,435	554,745	727,709
Gastos prepagados (corto plazo)	39,550	23,617	29,530	24,910	28,240	63,409	90,058
Total Activos Circulantes	1,798,141	1,477,095	1,534,358	1,333,673	1,784,982	2,239,697	2,714,021
Activo no circulante							
Inversiones a largo plazo	334,677	340,108	353,272	184,813	186,152	1,850,065	2,070,977
Cuentas por cobrar - Largo plazo	57,522	38,230	-	-	-	233,992	35,628
Activos totales intangibles - Netos	1,908,881	1,634,481	1,466,387	1,375,489	2,047,755	2,497,235	1,202,700
Propiedad, planta y equipo - Netos	2,880,021	2,870,683	4,177,137	3,779,319	4,070,292	7,847,415	9,393,424
Otros activos no corrientes	7,718,373	9,120,270	9,249,912	3,593,422	3,542,537	219,323	2,030,248
Total Activos No Circulantes	12,899,474	14,003,772	15,246,708	8,933,043	9,846,736	12,648,030	14,732,977
	-	-	-	-	-	-	-
Activos totales	14,697,615	15,480,867	16,781,066	10,266,716	11,631,718	14,887,727	17,446,998
Pasivos Circulantes							
Préstamos a corto plazo	1,058,099	932,182	1,692,455	730,508	481,865	902,754	1,612,667
Cuentas por pagar - Operacionales	606,263	500,749	618,347	560,779	629,937	1,040,215	988,134
Obligación de jubilación	28,520	36,419	87,072	51,106	69,347	115,130	145,041
Impuestos por pagar	194,225	46,445	121,499	124,320	195,940	182,167	323,805
Otro pasivo corriente	266,636	249,145	322,083	302,963	344,758	156,646	286,029
Total Pasivos Circulantes	2,153,743	1,764,940	2,841,456	1,769,676	1,721,847	2,396,912	3,355,676
Pasivo no circulante							
Deuda a largo plazo	2,186,524	1,928,673	1,725,863	2,300,305	1,961,813	4,055,098	4,065,282
Gastos diferidos	131,623	160,869	87,074	38,166	38,189	445,140	663,992
Otro pasivo no corriente	398,221	361,840	427,969	362,229	297,562	588,623	624,542
Total Pasivos No Circulantes	2,716,368	2,451,382	2,240,906	2,700,700	2,297,564	5,088,861	5,353,816
Total Pasivos	4,870,111	4,216,322	5,082,362	4,470,376	4,019,411	7,485,773	8,709,492
Capital							
Capital social total	9,740,380	11,176,077	11,617,399	5,713,485	7,242,551	6,937,314	8,105,460
Interés minoritario	87,124	88,468	81,305	82,855	369,756	464,640	632,046
Total Capital	9,827,504	11,264,545	11,698,704	5,796,340	7,612,307	7,401,954	8,737,506
Total pasivo + capital	14,697,615	15,480,867	16,781,066	10,266,716	11,631,718	14,887,727	17,446,998

Cementos Argos S.A. (CEMARGOS CB)

ESTADO DE INGRESOS HISTORICOS CONSOLIDADOS (Millones de Pesos)

Por los años terminados el 31 de diciembre

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos	3,449,768	3,023,069	3,668,610	4,380,393	4,968,414	5,802,885	7,912,003
Coste de ventas	2,693,035	2,423,433	2,904,365	3,468,457	3,860,411	4,468,032	6,097,927
Beneficio Bruto	756,733	599,636	764,245	911,936	1,108,003	1,334,853	1,814,076
Gastos Operativos							
Administrativos	322,030	253,709	282,230	327,095	327,155	449,955	598,662
Ventas	133,896	127,327	134,722	170,274	199,733	211,643	275,995
Total Gastos Operativos	455,926	381,036	416,952	497,369	526,888	661,598	874,657
Beneficio antes de Deterioro de Activos	300,807	218,600	347,293	414,567	581,115	673,255	939,419
Deterioro de Activos	81,691	88,343	74,460	-	-	-	234
Beneficio después de Deterioro de Activos	219,116	130,257	272,833	414,567	581,115	673,255	939,185
Otros ingresos (gasto) no operativos							
Ingresos Financieros	38,773	12,981	18,785	12,498	13,020	9,574	33,107
Gastos Financieros	(279,662)	(192,208)	(195,963)	(223,942)	(162,454)	(188,559)	(274,963)
Otros Ingresos	326,323	378,909	309,123	43,393	(228,107)	(161,986)	(787)
Total Ingreso (Gasto), neto	85,434	199,682	131,945	(168,051)	(377,541)	(340,971)	(242,643)
Beneficio antes de Impuestos de Renta	304,550	329,939	404,778	246,516	203,574	332,284	696,542
Gasto de Impuesto de Renta	61,738	31,947	25,024	17,083	211,684	193,528	140,220
Beneficio antes de Interés Minoritario	242,812	297,992	379,754	229,433	(8,110)	138,756	556,322
Interés Minoritario	32,985	9,114	9,780	12,088	7,913	58,584	64,965
Beneficio Neto	209,827	288,878	369,974	217,345	(16,023)	80,172	491,357

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Millones de Pesos (’000.000 COP)

Cementos Argos S.A. (CEMARGOS CB)
ESTADO DE INGRESOS PROYECTADO (Millones de Pesos)
Por los años terminados el 31 de diciembre

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos	9,685,011	10,709,912	12,094,922	13,694,771	14,920,244	16,255,379	17,709,988	19,294,762	21,021,349
Coste de ventas	7,409,033	8,193,082	9,216,331	10,435,415	11,339,386	12,354,088	13,388,751	14,586,840	15,829,076
Beneficio Bruto	2,275,978	2,516,829	2,878,591	3,259,355	3,580,859	3,901,291	4,321,237	4,707,922	5,192,273
Gastos Operativos									
Administrativos	625,003	644,378	664,354	684,285	704,813	725,957	747,736	770,168	793,273
Ventas	387,400	428,396	483,797	547,791	596,810	650,215	708,400	771,790	840,854
Total Gastos Operativos	1,012,404	1,072,775	1,148,151	1,232,075	1,301,623	1,376,173	1,456,136	1,541,959	1,634,127
Beneficio antes de Deterioro de Activos	1,263,574	1,444,055	1,730,441	2,027,280	2,279,236	2,525,118	2,865,101	3,165,963	3,558,146
Deterioro de Activos	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Beneficio después de Deterioro de Activos	1,263,574	1,444,055	1,730,441	2,027,280	2,279,236	2,525,118	2,865,101	3,165,963	3,558,146
Otros ingresos (gasto) no operativos									
Ingresos Financieros	58,110	64,259	72,570	82,169	89,521	97,532	106,260	115,769	126,128
Gastos Financieros	(520,638)	(163,062)	(207,163)	(167,031)	(338,881)	(388,101)	(388,342)	(392,765)	(389,267)
Otros Ingresos (Gastos), neto	(117,965)	(165,422)	(148,795)	(217,712)	(308,031)	(244,862)	(312,320)	(312,320)	(312,320)
Total Ingreso (Gasto), neto	(580,493)	(264,225)	(283,389)	(302,575)	(557,390)	(535,430)	(594,402)	(589,317)	(575,460)
Beneficio antes de Impuestos de Renta	683,081	1,179,830	1,447,052	1,724,705	1,721,846	1,989,688	2,270,699	2,576,646	2,982,686
Gasto de Impuesto de Renta	253,765	448,453	556,247	596,231	595,242	687,835	784,981	890,747	1,031,115
Beneficio antes de Interés Minoritario	429,317	731,377	890,805	1,128,475	1,126,604	1,301,853	1,485,719	1,685,900	1,951,572
Interés Minoritario	96,850	107,099	120,949	136,948	149,202	162,554	177,100	192,948	210,213
Beneficio Neto	332,467	624,277	769,856	991,527	977,401	1,139,299	1,308,619	1,492,952	1,741,358

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Millones de Pesos (’000.000 COP)

Cementos Argos S.A. (CEMARGOS CB)

BALANCES PROYECTADOS CONSOLIDADOS (Millones de Pesos)

Al 31 de diciembre de cada año

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Activo Circulante									
Efectivo y equivalentes	107,894	299,875	174,896	184,789	165,498	173,259	186,548	194,390	191,528
Inversiones a corto plazo	67,842	46,715	43,257	56,487	50,487	57,215	65,823	66,427	66,586
Cuentas por cobrar - Operacionales	1,646,452	1,713,586	1,935,188	2,191,163	2,387,239	2,600,861	2,833,598	2,894,214	3,153,202
Inventarios	1,015,266	1,023,028	1,166,560	1,320,866	1,576,490	1,717,561	1,914,591	1,896,289	2,057,780
Gastos prepagados (corto plazo)	41,205	39,157	35,683	35,970	41,910	42,257	41,465	41,049	41,002
Total Activos Circulantes	2,878,659	3,122,361	3,355,584	3,789,276	4,221,623	4,591,153	5,042,026	5,092,370	5,510,098
Activo no circulante									
Inversiones a largo plazo	1,850,779	1,850,479	1,850,498	1,850,501	1,850,491	1,850,489	1,850,492	1,850,499	1,850,503
Cuentas por cobrar - Largo plazo	71,890	72,002	71,899	71,889	90,524	90,512	101,571	91,457	75,479
Activos totales intangibles - Netos	2,421,587	2,405,413	2,401,652	2,399,264	2,387,954	2,390,457	2,378,543	2,364,241	2,355,421
Propiedad, planta y equipo - Netos	9,800,354	9,689,331	9,304,477	8,933,163	8,578,373	8,199,539	7,787,294	7,352,675	6,896,802
Otros activos no corrientes	198,523	199,541	195,421	190,243	201,547	210,542	215,430	201,879	182,453
Total Activos No Circulantes	14,343,133	14,216,766	13,823,947	13,445,060	13,108,889	12,741,539	12,333,330	11,860,751	11,360,658
Activos totales	17,221,792	17,339,127	17,179,531	17,234,336	17,330,512	17,332,692	17,375,356	16,953,120	16,870,756
Pasivos Circulantes									
Préstamos a corto plazo	1,016,086	1,040,348	1,047,951	1,016,826	1,074,492	1,091,960	1,129,398	1,085,000	1,062,858
Cuentas por pagar - Operacionales	1,016,086	1,005,669	1,047,951	1,051,295	1,074,492	1,022,629	1,007,771	991,758	995,375
Obligación de jubilación/laborales	96,442	95,365	92,769	91,342	90,119	88,397	88,614	86,461	86,041
Impuestos por pagar	275,549	190,730	206,154	241,281	225,297	259,990	208,504	194,961	194,014
Otro pasivo corriente	499,432	502,835	498,206	499,796	502,585	502,648	503,885	491,640	489,252
Total Pasivos Circulantes	2,903,594	2,834,947	2,893,033	2,900,539	2,966,984	2,965,624	2,938,173	2,849,820	2,827,539
Pasivo no circulante									
Deuda a largo plazo	4,665,383	4,705,839	4,647,063	4,654,994	4,660,175	4,674,627	4,673,971	4,672,233	4,668,758
Impuestos diferidos	129,163	131,777	132,282	129,258	131,712	133,462	135,528	135,528	133,790
Otro pasivo no corriente	669,928	667,556	652,822	666,969	674,157	658,642	672,426	686,327	679,376
Total Pasivos No Circulantes	5,464,474	5,505,173	5,432,168	5,451,221	5,466,043	5,466,731	5,481,925	5,494,087	5,481,925
Total Pasivos	8,368,069	8,340,120	8,325,201	8,351,759	8,433,027	8,432,355	8,420,097	8,343,907	8,309,463
Capital									
Capital social total	8,337,069	8,478,833	8,338,944	8,365,547	8,377,569	8,380,357	8,433,998	8,087,953	8,040,032
Interés minoritario	516,654	520,174	515,386	517,030	519,915	519,981	521,261	521,261	521,261
Total Capital	8,853,723	8,999,007	8,854,330	8,882,577	8,897,485	8,900,337	8,955,258	8,609,213	8,561,292
Total Pasivo + Capital	17,221,792	17,339,127	17,179,531	17,234,336	17,330,512	17,332,692	17,375,356	16,953,120	16,870,756

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Millones de Pesos (’000.000 COP)

Cementos Argos S.A. (CEMARGOS CB)

FLUJO DE CAJA PROYECTADO

Al 31 de diciembre de cada año

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ingresos	9,685,011	10,709,912	12,094,922	13,694,771	14,920,244	16,255,379	17,709,988	19,294,762	21,021,349
Coste de ventas	7,409,033	8,193,082	9,216,331	10,435,415	11,339,386	12,354,088	13,388,751	14,586,840	15,829,076
Utilidad Bruta	2,275,978	2,516,829	2,878,591	3,259,355	3,580,859	3,901,291	4,321,237	4,707,922	5,192,273
Total Gastos Operativos	1,012,404	1,072,775	1,148,151	1,232,075	1,301,623	1,376,173	1,456,136	1,541,959	1,634,127
Utilidad Operacional	1,263,574	1,444,055	1,730,441	2,027,280	2,279,236	2,525,118	2,865,101	3,165,963	3,558,146
IRO	469,418	548,885	665,181	700,831	787,932	872,933	990,466	1,094,473	1,230,051
Utilidad Neta Operativa (NOPLAT)	794,156	895,169	1,065,259	1,326,449	1,491,304	1,652,185	1,874,636	2,071,490	2,328,095
Depreciacion	485,234	492,578	491,847	487,639	494,839	493,824	492,104	491,000	491,000
FCL para inversiones operativas	1,279,390	1,387,747	1,557,106	1,814,088	1,986,143	2,146,009	2,366,740	2,562,490	2,819,095
Cuentas x Cobrar	1,646,452	1,713,586	1,935,188	2,191,163	2,387,239	2,600,861	2,833,598	2,894,214	3,153,202
Inventarios	1,015,266	1,023,028	1,166,560	1,320,866	1,576,490	1,717,561	1,914,591	1,896,289	2,057,780
Gastos prepagados (corto plazo)	41,205	39,157	35,683	35,970	41,910	42,257	41,465	41,049	41,002
Cuentas por pagar - Operacionales	(1,016,086)	(1,005,669)	(1,047,951)	(1,051,295)	(1,074,492)	(1,022,629)	(1,007,771)	(991,758)	(995,375)
Obligación de jubilación/laborales	(96,442)	(95,365)	(92,769)	(91,342)	(90,119)	(88,397)	(88,614)	(86,461)	(86,041)
Impuestos por pagar	(275,549)	(190,730)	(206,154)	(241,281)	(225,297)	(259,990)	(208,504)	(194,961)	(194,014)
Otro pasivo corriente	(499,432)	(502,835)	(498,206)	(499,796)	(502,585)	(502,648)	(503,885)	(491,640)	(489,252)
Capital de Trabajo Neto Operativo	815,415	981,172	1,292,350	1,664,287	2,113,146	2,487,015	2,980,880	3,066,733	3,487,303
Variación del capital de trabajo (\$)	390,111	165,757	311,178	371,937	448,860	373,868	493,865	85,852	420,571
Variación del capital de trabajo (%)	92%	20%	32%	29%	27%	18%	20%	3%	14%
FCL disponible para inv. en Act. fijos	1,669,501	1,553,504	1,868,284	2,186,025	2,435,003	2,519,877	2,860,605	2,648,342	3,239,665
Activo fijo Neto	9,800,354	9,689,331	9,304,477	8,933,163	8,578,373	8,199,539	7,787,294	7,352,675	6,896,802
Intangibles y Otros Activos, Netos	2,620,110	2,604,954	2,597,073	2,589,507	2,589,501	2,600,999	2,593,973	2,566,120	2,537,874
Inversión en Activos Fijos Netos	13,235,878	13,275,457	13,193,899	13,186,957	13,281,020	13,287,553	13,362,147	12,985,527	12,921,979
Inversión Neta	(336,157)	184,775	(63,864)	(53,817)	(170,985)	68,458	(194,591)	784,633	(271,169)
Flujo de caja libre	457,999	1,079,944	1,001,396	1,272,632	1,320,318	1,720,643	1,680,045	2,856,122	2,056,925

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA. Millones de Pesos (’000.000 COP)

Cementos Argos S.A. (CEMARGOS CB)
VALORACION
Al 31 de diciembre de cada año

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
--	------	------	------	------	------	------	------	------	------

VARIABLES GENERADORAS DE VALOR

NOPLAT	794.156	895.169	1.065.259	1.326.449	1.491.304	1.652.185	1.874.636	2.071.490	2.328.095
ROIC	6,1%	6,8%	8,0%	10,1%	11,3%	12,4%	14,1%	15,5%	17,9%
IR	-42,3%	20,6%	-6,0%	-4,1%	-11,5%	4,1%	-10,4%	37,9%	-11,6%
G	-2,6%	1,4%	-0,5%	-0,4%	-1,3%	0,5%	-1,5%	5,9%	0,0%

ESTRUCTURA FINANCIERA

Pasivo									
Préstamos a corto plazo	932.182	1.692.455	730.508	481.865	902.754	1.612.667	1.016.086	1.040.348	1.047.951
Deuda a largo plazo	4.665.383	4.705.839	4.647.063	4.654.994	4.660.175	4.674.627	4.673.971	4.672.233	4.668.758
Deuda	5.597.565	6.398.294	5.377.571	5.136.859	5.562.929	6.287.294	5.690.056	5.712.581	5.716.709
Interes	520.638	163.062	207.163	167.031	338.881	388.101	388.342	392.765	389.267
Abono	383.768	(557.463)	387.505	587.135	(2.514.174)	(720.097)	(3.520)	(64.718)	51.172
Cuota	904.406	(394.401)	594.668	754.166	(2.175.293)	(331.996)	384.822	328.047	440.440
Kd	16,05%	5,70%	6,06%	5,51%	13,87%	7,83%	6,84%	6,91%	6,77%

WACC

Tasa Libre de Riesgo (US\$)	1,77%	1,77%	1,77%	1,77%	1,77%	1,77%	1,77%	1,77%	1,77%
Rendimiento del Mercado (US\$)	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%
Riesgo País (\$)	2,45%	2,45%	2,45%	2,45%	2,45%	2,45%	2,45%	2,45%	2,45%
Beta (Bloomberg)	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87
Ke (US\$)	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Devaluación proyectada	21,80%	-0,70%	2,76%	2,76%	2,76%	2,76%	2,76%	2,76%	2,76%
Ke (\$)	30,93%	6,75%	10,46%	10,46%	10,46%	10,46%	10,46%	10,46%	10,46%
Kd	18,20%	4,77%	6,84%	6,84%	6,84%	6,84%	6,84%	6,84%	6,84%
WACC	25,57%	5,70%	8,81%	8,94%	8,97%	8,98%	9,00%	8,96%	8,97%

FCL sin VT	457.999	1.079.944	1.001.396	1.272.632	1.320.318	1.720.643	1.680.045	2.856.122	2.056.925
Valor Terminal									22.937.600
FCL con VT	457.999	1.079.944	1.001.396	1.272.632	1.320.318	1.720.643	1.680.045	2.856.122	24.994.526

Valor Operativo de la Empresa (A Jun.30/16)	16.861.857
No de Acciones	1.360.872.310
Valor por acción (valoración)	12.390
Valor de Acción en el Mercado (A Dic.31/15)	9.720,00
Recomendación	COMPRAR

ADVERTENCIA

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT, de Medellín, Colombia, son análisis financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Economía y Finanzas, bajo la supervisión de profesores de las áreas de Finanzas, Economía y Contabilidad de las Escuelas de Economía y Finanzas y de Administración de la mencionada universidad.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), la Universidad de los Andes, de Bogotá, Colombia, la Universidad ICESI, de Cali, Colombia, la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), de Guayaquil, Ecuador, y la Universidad Francisco Marroquín, de Guatemala, junto con la A. B. Freeman School of Business de Tulane University, de New Orleans, Louisiana, Estados Unidos, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento mediante el suministro de información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia se distribuyen a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También se distribuyen solo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas se les presentan a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

Para información adicional sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite una de las dos páginas web siguientes:

<http://www.eafit.edu.co/Burkenroad>

<http://www.latinburkenroad.com/>

Sandra C. Gaitán Riaño

sgaitanr@eafit.edu.co

Directora de Investigación

Reportes Burkenroad Colombia

Departamento de Finanzas

Universidad EAFIT

Medellín – Colombia – Suramérica

Tel (57) (4) 2619500, extensión 9585