

Noviembre 2024

Actualización de cobertura Cemargos y Grupo Argos

Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercados

Juan Camilo Dauder
Gerente Renta Variable

Simón Londoño
Analista Acciones



Cemargos: *Quikrete* adquiere *Summit Materials*

Neutral, PO COP11.600

Actualizamos nuestra cobertura con un precio objetivo de COP11.600 por acción y estrategia neutral. De este modo, para 2025 el activo ofrecería un retorno total de 23,8%, del que 4,7% correspondería al dividendo.

Nuestra actualización se da por el acuerdo definitivo entre *Summit Materials* y *Quikrete Holdings* a un precio de USD52,5 por acción, valor que actualizamos tras el anuncio como proxy del precio por acción de *Summit*. En la valoración previa usábamos USD49,4 por acción, cifra del consenso de analistas. Conservamos una TRM de COP4.215.

No descartamos un eventual dividendo extraordinario. Estimamos que, como resultado de la materialización de una ganancia extraordinaria por la operación, podría haber lugar a un dividendo extraordinario. En 2024, por efecto de la combinación de negocios con *Summit*, este alcanzó COP324 por acción. Si aplicamos este mismo dividendo en términos nominales como extraordinario hablaríamos de un eventual dividendo total cercano a los COP448 por acción y un *dividend yield* de 4,7%, pagadero entre 2025 y 2026, según los tiempos de la transacción.

La transacción se hace a 11,6x EV/EBITDA LTM. Este múltiplo resulta superior a los registros históricos de transacciones con criterios similares, como fusiones y adquisiciones en el sector de materiales de construcción en Estados Unidos y Canadá. Asimismo, al comparar el múltiplo frente al promedio histórico, continúa siendo superior ([ver tabla](#)).

Otro hito de SPRINT. El anuncio significa una revelación material de valor en un corto periodo. En diciembre de 2023 el anuncio de combinación de negocios de Argos USA y *Summit Materials* reveló que Cemargos recibió 54,7 mn de acciones de *Summit* a USD36,66 por acción, además de USD1.200 mn en efectivo. Esto significa que en menos de un año la porción correspondiente a acciones de *Summit* se valorizó hasta USD52,5 por acción, con una rentabilidad de 43,2%, por lo que, de concretarse la transacción, Cemargos recibiría alrededor de USD2,8 bn.

Quikrete Holdings adquirirá *Summit Materials* a USD52,50 por acción. Esto, tras un acuerdo logrado con negociaciones que venían ejecutándose desde el 25 de octubre de 2024, cuando se conoció la intención de compra. Vale mencionar que la acción de *Summit* se ha incrementado 12,8% desde ese momento. La transacción se cerraría en la primera mitad de 2025, y estaría sujeta a la aprobación de los accionistas y otras condiciones habituales de cierre.

Resumen valoración

| COP mn | 2025E |
|----------------------------------|-------------------|
| EV | 5.109.862 |
| Caja | 14.289.063 |
| Deuda total | -3.403.325 |
| Interés minoritario | -359.798 |
| Ajuste leases | -1.355.659 |
| Portafolio | 958.276 |
| <i>Summit Materials acciones</i> | 0 |
| Valor patrimonio | 15.238.419 |
| Acciones en circulación (mn) | 1.316 |
| Precio objetivo | 11.600 |
| Precio cierre (25/11/2024) | 9.740 |
| Potencial de valorización | 19,1% |
| Retorno del dividendo | 4,7% |
| Retorno total | 23,8% |

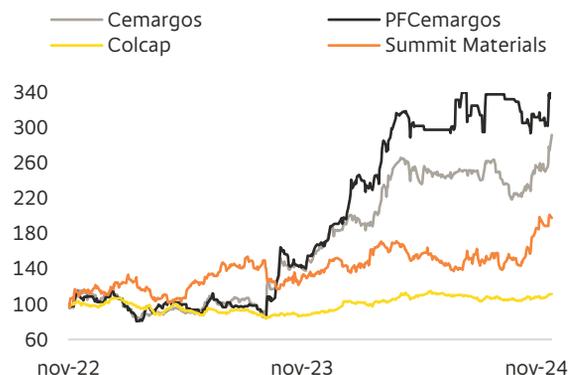
Fuente: Cementos Argos, cálculos Grupo Bancolombia.

Sensibilidad precio objetivo

| | | Variación en margen bruto | | | | |
|-----------------------------|------|---------------------------|--------|---------------|--------|--------|
| | | -15% | -10% | 0% | 10% | 15% |
| (%) Volumen escenario base | 40% | 11.100 | 11.100 | 11.200 | 11.300 | 11.400 |
| | 80% | 11.300 | 11.400 | 11.500 | 11.600 | 11.600 |
| | 100% | 11.400 | 11.500 | 11.600 | 11.700 | 11.700 |
| | 120% | 11.500 | 11.500 | 11.700 | 11.800 | 11.800 |
| | 160% | 11.600 | 11.700 | 11.800 | 11.900 | 12.000 |

Fuente: Grupo Bancolombia.

Activos del emisor vs. Colcap (Base 100 = nov. 22)



Fuente: LSEC, cálculos Grupo Bancolombia.

Estados Financieros

Estado de resultados

| COP mn | 2023* | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Ventas | 5.317.528 | 5.352.512 | 5.671.876 | 6.025.392 |
| Utilidad Bruta | 1.317.420 | 1.398.124 | 1.674.668 | 1.724.112 |
| Utilidad Operativa | 633.223 | 700.648 | 934.832 | 953.309 |
| EBITDA | 1.101.441 | 1.144.529 | 1.328.974 | 1.368.057 |
| Gastos Financieros Netos | 669.911 | 486.970 | -90.060 | -548.819 |
| Utilidad antes de Impuestos | -88.276 | 542.846 | 1.287.867 | 1.500.146 |
| Utilidad Neta | 319.945 | 5.662.182 | 4.832.478 | 805.820 |
| Margen Bruto | 24,8% | 26,1% | 29,5% | 28,6% |
| Margen Operativo | 11,9% | 13,1% | 16,5% | 15,8% |
| Margen EBITDA | 20,7% | 21,4% | 23,4% | 22,7% |
| Margen neto | 6,0% | 105,8% | 85,2% | 13,4% |
| Utilidad por acción | 232,8 | 4.301 | 3.671 | 612 |
| Dividendo por acción ord. | 229,8 | 285 | 281 | 130 |
| Dividendo por acción pf. | 229,8 | 285 | 281 | 130 |
| Acciones en circulación | 1.374,4 | 1.316,5 | 1.316,5 | 1.316,5 |

Balance general

| COP mn | 2023* | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Efectivo y equivalentes | 690.610 | 1.758.479 | 14.289.063 | 14.891.414 |
| Activos corrientes | 2.332.224 | 3.319.800 | 15.872.880 | 16.567.781 |
| Activos fijos netos | 4.977.082 | 5.040.460 | 4.995.182 | 4.950.147 |
| Total activos | 19.510.739 | 19.732.983 | 23.624.988 | 24.239.410 |
| Total deuda financiera | 5.332.112 | 4.382.408 | 3.403.325 | 3.282.250 |
| Total pasivos | 10.435.740 | 6.616.900 | 6.046.036 | 6.025.287 |
| Patrimonio total | 9.074.999 | 13.116.082 | 17.578.952 | 18.214.123 |
| Total pasivo y patrimonio | 19.510.739 | 19.732.983 | 23.624.988 | 24.239.410 |

Razones financieras

| | 2023* | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| RPG ajustado (x) | -3,3x | 0,7x | 0,8x | 4,8x |
| EV/EBITDA ajustado (x) | 4,0x | 6,2x | 11,5x | 11,7x |
| P/VL (x) | 0,9x | 0,3x | 0,2x | 0,2x |
| P/Ventas (x) | 1,5x | 2,4x | 2,3x | 2,1x |
| ROE ajustado (%) | 3,8% | 49,0% | 30,1% | 4,6% |
| ROA ajustado (%) | 1,9% | 30,2% | 21,5% | 3,7% |
| Rentabilidad del dividendo ord. (%) | 3,8% | 2,9% | 2,9% | 1,3% |
| Rentabilidad del dividendo pref. (%) | 5,1% | 3,2% | 3,2% | 1,5% |
| Deuda Total/Patrimonio (%) | 58,8% | 35,5% | 20,3% | 18,8% |

Fuente: Cementos Argos, cálculos Grupo Bancolombia.
*Se utiliza dato proforma que excluye la operación de EE.UU.

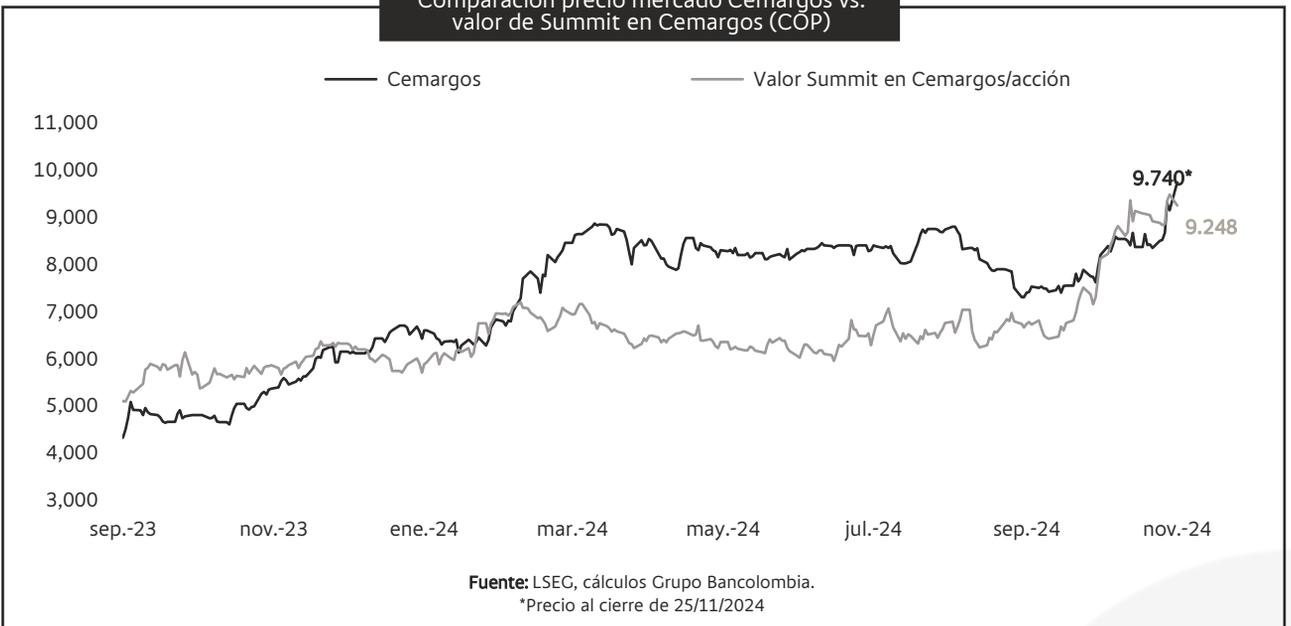
Cemargos: *Quikrete* adquiere *Summit Materials*

Comparativo EV/EBITDA implícito (x) en transacciones similares

| | Comprador(es) | Vendedor(es) | Monto (USD mn) | EV/EBITDA implícito transac. (x) |
|-------------|--|---|----------------|----------------------------------|
| 7/09/2023 | Summit Materials, Inc. | Argos SEM LLC; Cementos Argos S.A.; Valle Cement Investments, Inc. | 3.200 | 10,7x |
| 6/03/2024 | Breedon Group PLC | BMC Enterprises, Inc. | 301 | 8,5x |
| 12/12/2019 | Arcosa, Inc. | Cherry Industries, Inc. | 284 | 8,0x |
| 22/02/2021 | Quikrete Holdings, Inc. | Lone Star Americas Acquisitions, Inc. | 2.753 | 10,2x |
| 14/02/2018 | CEMEX, Inc. ; Aalborg Cement Comp., Inc. | Heidelberg Materials AG | 141 | 10,6x |
| 7/06/2021 | Vulcan Materials Company | BlackRock, Inc.; Dimensional Fund Advisors LP; The Vanguard Group, Inc. | 2.175 | 11,3x |
| | Promedio | | | 9,9x |
| 25/11/2024* | Quikrete Holdings, Inc. | Summit Materials, Inc. | 11.500 | 11,6x |

Fuente: Capital IQ, cálculos Grupo Bancolombia.
*Operación pendiente por completarse.

Comparación precio mercado Cemargos vs. valor de Summit en Cemargos (COP)



Grupo Argos: venta de *Summit* favorece valoración

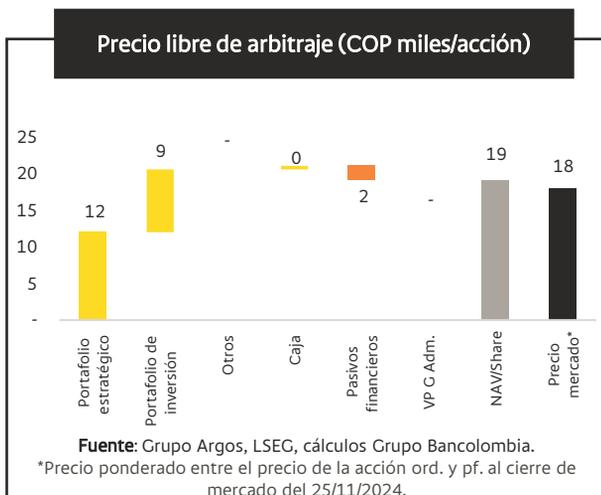
Neutral, PO COP23.000

Actualizamos la cobertura con un precio objetivo de COP23.000 por acción y estrategia neutral, con una expectativa de retorno total de 31,4%, del cual 3,7% se explicaría por el dividendo. Esta valoración representa un incremento de 7% frente a nuestra valoración previa publicada en la [Guía 2025 de renta variable](#).

La actualización responde al acuerdo definitivo entre *Summit Materials* y *Quikrete Holdings*. Esta negociación tuvo efectos positivos en el valor fundamental de Cementos Argos, que aumentó 6,4%, hasta COP11.600, desde COP10.900 por acción en nuestra publicación previa. Con lo anterior, la valoración de Grupo Argos también se ve favorecida dado que se reconoce un mayor valor en su portafolio estratégico. Asimismo, se incrementó el valor del portafolio de inversión, derivado del aumento en el precio promedio de mercado de Grupo Sura.

Portafolio estratégico cosecha otro hito de revelación de valor. Durante el último año, las compañías que conforman este portafolio han logrado hitos relevantes: i) la combinación de Argos USA y *Summit Materials*, ii) el inicio de la segunda fase del túnel Aburrá-Oriente, iii) valorización de Celsia (56,8%), desde la Guía 2024, y iv) la venta de *Summit* a *Quikrete Holdings*, transacción por la cual Cemargos recibiría cerca de USD2,8 bn.

Además, se destaca el avance en los programas de recompras de Celsia, Cemargos y el mismo Grupo Argos, por un monto cercano a COP600.000 mn. Estos logros, junto con las iniciativas de devolución de valor al accionista, evidencian la solidez de la holding y su potencial para desarrollar nuevos negocios.



Resumen valoración

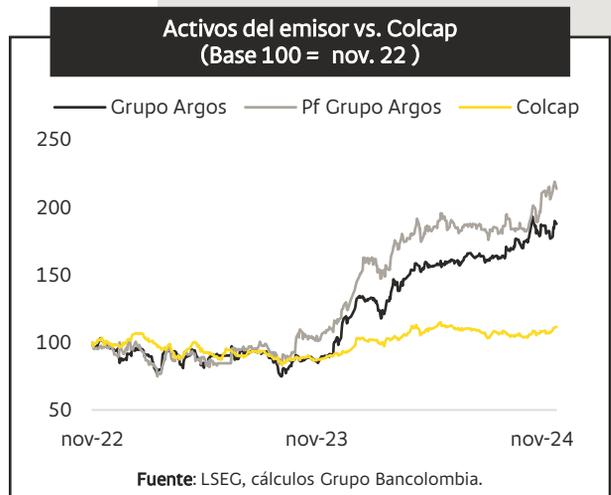
| COP mn | 2025E |
|------------------------------|-------------------|
| Inversiones estratégicas | 13.729.457 |
| Inversiones de portafolio | 9.626.065 |
| Otras inversiones | 223.516 |
| Deuda neta y gastos holding | -3.874.296 |
| Valor patrimonio | 19.704.743 |
| Acciones en circulación (mn) | 842 |
| Descuento ASG | 1,7% |
| Precio objetivo | 23.000 |
| Precio cierre* (25/11/2024) | 18.009 |
| Potencial de valorización | 27,7% |
| Retorno del dividendo | 3,7% |
| Retorno total | 31,4% |

Fuente: Grupo Argos, cálculos Grupo Bancolombia.
*Precio promedio ponderado Ord. y Pf.

Sensibilidad precio objetivo

| PO Cemargos | PO Celsia | | | | |
|-------------|-----------|--------|---------------|--------|--------|
| | 3.960 | 4.180 | 4.400 | 4.620 | 4.840 |
| 10.440 | 21.800 | 21.900 | 22.000 | 22.200 | 22.300 |
| 11.020 | 22.200 | 22.400 | 22.500 | 22.700 | 22.800 |
| 11.600 | 22.700 | 22.900 | 23.000 | 23.100 | 23.300 |
| 12.180 | 23.200 | 23.300 | 23.500 | 23.600 | 23.800 |
| 12.760 | 23.700 | 23.800 | 24.000 | 24.100 | 24.200 |

Fuente: Grupo Bancolombia.



Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado

Laura Clavijo Muñoz
Directora
laclavij@bancolombia.com.co

Investigaciones Económicas

Santiago Espitia Pinzón
Gerente Macroeconómico
sespitia@bancolombia.com.co

José Luis Mojica Agudelo
Especialista Macroeconómico
jlmojica@bancolombia.com.co

Valentina Guáqueta Sterling
Analista de Banca Central
vaguaque@bancolombia.com.co

Lisa Daniela Salgado Ortegón
Analista Macroeconómica
ldsalgad@bancolombia.com.co

María Paula González Rodríguez
Analista Internacional y de Tasa de Cambio
mapgonza@bancolombia.com.co

Manuela Bernal Rojas
Analista Regional
maberna@bancolombia.com.co

Omar Esneider Velasco Orjuela
Estudiante en Práctica
ovelasco@bancolombia.com.co

Investigaciones Sectoriales

Jhon Fredy Escobar Posada
Gerente Sectorial Agroindustria
jhescoba@bancolombia.com.co

Óscar Camilo Roperó Osorio
Analista Sectorial Agroindustria
oropero@bancolombia.com.co

Daniel Jiménez Cardona
Analista Sectorial Agroindustria
dajimen@bancolombia.com.co

Santiago Gómez Monsalve
Auxiliar Administrativo
sgmonsa@bancolombia.com.co

Andrea Atuesta Meza
Gerente Sector Financiero y Gobierno
aatuesta@bancolombia.com.co

Daniel Felipe Ramírez Cadavid
Especialista Sector Gobierno y Salud
dracadavi@bancolombia.com.co

Andrés Camilo Miranda
Analista Sector Financiero
acmirand@bancolombia.com.co

Nicolás Pineda Bernal
Gerente Construcción y Recursos Naturales
nipineda@bancolombia.com.co

Mateo Andrés Rivera Arbeláez
Analista Construcción e Infraestructura
marivera@bancolombia.com.co

Matthew Diez Aguirre
Analista Recursos Naturales
matdiez@bancolombia.com.co

Daniel Cárdenas Carmona
Analista Sectorial
daniecar@bancolombia.com.co

Paolo Betancur Montoya
Gerente Sectorial Comercio y Consumo
pabetanc@bancolombia.com.co

Diego Alberto Sáenz Cubillos
Analista Sectorial Comercio
disaenz@bancolombia.com.co

Laura Natalia Capacho Camacho
Analista Sectorial Comercio
lcapacho@bancolombia.com.co

María José Bustamante Grajales
Analítica
mabustam@bancolombia.com.co

Investigaciones de Mercado

Juan Camilo Dauder Sánchez
Gerente Investigaciones Renta Variable
jdauder@bancolombia.com.co

Ricardo Andrés Sandoval Carrera
Analista Acciones
rsandova@bancolombia.com.co

Javier David Villegas Restrepo
Analista Acciones
javilleg@bancolombia.com.co

Simón Londoño Duque
Analista Acciones
silondon@bancolombia.com.co

Valentina Marín Quintero
Analista Acciones
valmarin@bancolombia.com.co

Luisa Fernanda Lambis Hernández
Estudiante en Práctica
llambis@bancolombia.com.co

Analítica

Arturo Yesid González Peña
Gerente Cuantitativo y de Analítica
arygonza@bancolombia.com.co

Sebastián Ospina Cuartas
Analítico
Sospina@bancolombia.com.co

Edición

Alejandro Quiceno Rendón
Editor de Investigaciones
aqrendo@bancolombia.com.co

Juan Esteban Echeverri Agudelo
Comunicaciones
jueagude@bancolombia.com.co

Condiciones de Uso: Este informe ha sido preparado por la Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado, un área de investigación y análisis del Grupo Bancolombia. No debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa del Grupo Bancolombia, ni debe ser utilizado para cualquier fin distinto a servir como material informativo, el cual no constituye una oferta, asesoría financiera o económica, recomendación personalizada o sugerencia del Grupo Bancolombia para la toma de decisiones de inversión o la realización de cualquier tipo de transacciones o negocios en el mercado público de valores o cualquier otro. 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. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad de su receptor, por lo que será responsabilidad de cada usuario el análisis que desarrolle y las decisiones que se tomen con base en la información que en este documento se relaciona. Antes de tomar una decisión de inversión, usted deberá evaluar múltiples factores tales como los riesgos propios de cada instrumento, su perfil de riesgo, sus necesidades de liquidez, entre otros. El presente informe o documento es tan sólo uno de muchos elementos que usted debe tener en cuenta para la toma de sus decisiones de inversión. Para ampliar el contenido de esta información, le solicitamos comunicarse con su gerente comercial. Le recomendamos no tomar ninguna decisión de inversión hasta no tener total claridad sobre todos los elementos involucrados en una decisión de este tipo. Los valores, tasas de interés y demás datos que allí se encuentren, son puramente informativos y no constituyen una oferta, ni una demanda en firme, para la realización de transacciones. Así mismo, de acuerdo con la regulación aplicable, las estrategias de largo plazo presentadas en este informe no constituyen un compromiso o garantía de rentabilidad para el inversionista.

La información y opiniones del presente informe constituyen un análisis a la fecha de publicación y están sujetas a cambio sin previo aviso. Por ende, la información puede no estar actualizada o no ser exacta. Las proyecciones futuras, estimados y previsiones, están sujetas a varios riesgos e incertidumbres que nos impiden asegurar que las mismas resultarán correctas o exactas, o que la información, interpretaciones y conocimientos en los que se basan resultarán válidos. En ese sentido, los resultados reales pueden diferir sustancialmente de las proyecciones futuras acá contenidas. Debe tener en cuenta que la inversión en valores o cualquier activo financiero implica riesgos. Los resultados pasados no garantizan rendimientos futuros. Las entidades que hacen parte del Grupo Bancolombia pueden haber adquirido y mantener en el momento de la preparación, entrega o publicación de este informe, para su posición propia o la de sus clientes, los valores o activos financieros a los que hace referencia el reporte. El Grupo Bancolombia cuenta con políticas de riesgo para evitar situaciones de concentración en sus posiciones y las de sus clientes, las cuales contribuyen a la prevención de conflictos de interés. En relación con tales conflictos de interés, declaramos que (i) Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa y/o Banca de Inversión Bancolombia S.A. Corporación Financiera han participado en la estructuración y/o colocación de valores de renta variable para Bancolombia S.A. (ii) el Grupo Bancolombia es beneficiario real del 10% o más del capital accionario emitido por Valores Simesa S.A., y Protección S.A. (iii) Bancolombia es uno de los principales inversionistas del Fondo Inmobiliario Colombia – FIC. (iv) Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa es filial de Bancolombia S.A. No obstante, lo anterior, este informe ha sido preparado por nuestra área de Análisis Bancolombia con base en estrictas políticas internas que nos exigen objetividad y neutralidad en su elaboración, así como independencia frente a las actividades de intermediación de valores y de banca de inversión. La información contenida en este reporte no se fundamenta, incluye ha sido estructurada con base en información privilegiada o confidencial. Cualquier opinión o proyección contenida en este documento es exclusivamente atribuible a su autor y ha sido preparada independiente y autónomamente a la luz de la información que hemos tenido disponible en el momento.

Escala de Estrategias de Largo Plazo: La estrategia de largo plazo de inversión sobre los emisores bajo cobertura por parte de Análisis Bancolombia, se rigen por la siguiente Escala de Estrategia de Largo Plazo que está sujeta a los criterios desarrollados a continuación:

El potencial de valorización es la diferencia porcentual que existe entre el precio objetivo de los títulos emitidos por un determinado emisor y su precio de mercado. El precio objetivo no es un pronóstico del precio de una acción, sino una valoración fundamental independiente realizada por el área de Análisis Bancolombia, que busca reflejar el precio justo que debería pagar el mercado por las acciones en una fecha determinada.

A partir de un análisis de potencial de valorización relativo entre los títulos de las compañías bajo cobertura y el índice COLCAP, se determinan las estrategias de largo plazo de los activos, así:

•**Sobreponderar:** se da cuando el potencial de valorización de una acción supera por 5% o más el potencial de retorno del índice COLCAP.

•**Especulativo:** se da en aquellos activos cuyo caso de inversión representa un riesgo por encima de la media del COLCAP. Implica para el inversionista asumir riesgos superiores.

•**Neutral:** se da cuando el potencial de valorización de una acción no difiere en más de 5% del potencial de retorno del índice COLCAP.

•**Subponderar:** se da cuando el potencial de valorización de una acción se encuentra 5% o más por debajo del potencial de retorno del índice COLCAP.

•**Bajo Revisión:** la cobertura de la compañía se encuentra bajo revisión y por lo tanto no tiene una estrategia de largo plazo ni precio objetivo.

Adicionalmente, a criterio del analista, se podrá ajustar la recomendación de Sobreponderar a Neutral, teniendo en cuenta los riesgos que se vean en el desempeño del activo, su desarrollo futuro y la volatilidad que pueda presentar el movimiento de la acción.

El potencial fundamental del índice se determina con base en la metodología establecida por la BVC para el cálculo del índice COLCAP, considerando los precios objetivo publicados por Análisis Bancolombia. Esto se realizará con la canasta vigente del COLCAP en las fechas de cálculo mayo y noviembre de cada año. Para las compañías que hacen parte del índice, y que no se tienen bajo cobertura, se tomará el consenso de los analistas del mercado.

Actualmente, el área de Análisis Bancolombia tiene 16 compañías bajo cobertura, distribuidas de la siguiente manera:

| | Sobreponderar | Neutral | Neutral Especulativo | Subponderar |
|--|---------------|---------|----------------------|-------------|
| Número de emisores con estrategia de largo plazo de: | 8 | 4 | 1 | 3 |
| Porcentaje de emisores con estrategia de largo plazo de: | 50% | 25% | 6.25% | 18.75% |

*Nota: Se actualizará cuando el emisor cumpla 15 jornadas consecutivas en la misma estrategia.