

Fitch Afirma Calificación de Grupo Argos en 'AA+(col)'; Perspectiva Estable

Fitch Ratings - Bogotá - (Julio 15, 2016): Fitch Ratings afirmó en 'AA+(col)' y 'F1+(col)' las calificaciones nacionales de largo y corto plazo, respectivamente de Grupo Argos S.A. (Grupo Argos). La Perspectiva es Estable.

FACTORES CLAVE DE LAS CALIFICACIONES

Las calificaciones de Grupo Argos reflejan la calidad crediticia de su portafolio de inversiones y el desempeño y diversificación del flujo de dividendos recibidos. Las calificaciones también incorporan la capacidad de la empresa de mantener indicadores adecuados de liquidez, derivada de la estructura manejable de amortización de deuda financiera, además de contar con un portafolio robusto de empresas listadas. La capacidad de Grupo Argos de mantener niveles bajos de deuda a valor del portafolio (*Loan To Value* - LTV) está incorporada como un factor clave de las calificaciones. Asimismo, contemplan la subordinación estructural de la deuda de la empresa a la deuda de sus subsidiarias. Esto es compensado con el control ejercido sobre sus subsidiarias principales.

Las calificaciones incorporan la expectativa de que Grupo Argos continuará con niveles de apalancamiento altos durante 2016, superiores a los anticipados por Fitch en su última revisión, derivados de la reducción esperada de los dividendos recibidos durante el año, así como por el entorno económico más retador en Colombia. Sin embargo, Fitch considera que la empresa mantiene la flexibilidad para reducir sus niveles de deuda en el mediano plazo, a través de desinversiones de su portafolio de inversiones y acceso al mercado de valores.

Perfil Crediticio Adecuado de Inversiones Principales:

Las calificaciones de Grupo Argos están fundamentadas en el perfil crediticio de sus inversiones principales. La empresa tiene posiciones controlantes en Cementos Argos S.A. y en Celsia S.A. Cementos Argos mantiene una calificación 'AA+(col)' con Perspectiva Positiva, asignada por Fitch. Durante el año 2015, los dividendos recibidos de Cementos Argos representaron 47% de los dividendos totales recibidos por la empresa. Cementos Argos tiene una posición competitiva sólida con una participación de mercado cercana a 47% en Colombia y se constituye como el quinto productor de cemento de América Latina. Las calificaciones de Cementos Argos incorporan la expectativa de que el apalancamiento Deuda/EBITDA podrá reducirse hasta niveles cercanos a 3 veces (x). Grupo Argos controla 55% del capital accionario de Cementos Argos.

Celsia, conjuntamente con su subsidiaria Empresa de Energía del Pacífico EPSA; calificada en 'AAA(col)' por Fitch, produjo 27% de los dividendos recibidos por Grupo Argos en 2015. Celsia es una empresa de generación eléctrica, propietaria de 50,01% de EPSA, en la cual Grupo Argos también participa de forma directa con 11,9%. A nivel consolidado, Celsia ocupa el cuarto lugar en la generación eléctrica del país y el quinto lugar en distribución y transmisión de energía a través de EPSA. Fitch espera que Celsia reduzca sus niveles de apalancamiento actuales en la medida en que recupere la generación de flujo de caja operativo. Durante 2015, Celsia experimentó presiones importantes en su operación en Colombia como resultado del Fenómeno del Niño que impactó negativamente las empresas con generación térmica, para las que la remuneración basada en el precio de escasez comparó desfavorablemente con los costos variables de operación en medio de la coyuntura hidrológica.

El 30% restante de los dividendos recibidos por Grupo Argos durante 2015 provino de su inversión de portafolio en Bancolombia, Grupo de Inversiones Suramericana y Grupo Nutresa, todas calificadas en 'AAA(col)' por Fitch. Estas empresas forman parte del mismo grupo accionista de Grupo Argos.

Grupo Argos complementa su portafolio de inversiones con la adquisición reciente de 54,75% del capital accionario de Grupo Odinsa S.A., empresa que mantiene una calificación 'AA-(col)' con Perspectiva Negativa. La calificación de Odinsa refleja el incremento del apalancamiento prospectivo de la compañía, derivado de su incursión reciente en proyectos de infraestructura de gran cuantía, que requerirán un flujo importante de financiamiento en el mediano plazo. Fitch considera que la capacidad de Grupo Argos de recibir dividendos a corto plazo de esta subsidiaria está limitada por la presión en el flujo de caja libre que se espera que registre la empresa, dado los aportes de capital requeridos durante la etapa de construcción de los proyectos y el desfase de tiempo entre esta etapa y la recepción de excedentes por parte de las concesiones. Sin embargo, una vez el portafolio de

proyectos de Odinsa alcance niveles mayores de maduración, debería significar un flujo de dividendos predecible en el tiempo para Grupo Argos.

Crecimiento del Flujo de Dividendos Recibidos:

El flujo de dividendos recibido por Grupo Argos ha mostrado un comportamiento favorable durante los últimos años, registra un incremento interanual de 12% durante el período 2011 a 2015. Para 2016, Fitch anticipa una reducción en el flujo de dividendos recibidos por Grupo Argos debido a la decisión de Celsia de pagar dividendos en acciones durante 2016, como una medida para liberar presión en su generación de flujo de caja libre. Las calificaciones incorporan la expectativa de que la empresa recupere el crecimiento en el flujo de dividendos desde 2017.

La compañía refuerza su generación operativa con su presencia en el segmento inmobiliario, a través de la comercialización de lotes de tierra de su propiedad, así como por la constitución reciente de la empresa Pactia, en alianza con Conconcreto, operación que generaría dividendos progresivos para la empresa en los próximos años.

Estrategia de Crecimiento Agresiva:

Las calificaciones consideran los niveles altos de apalancamiento que ha registrado la empresa desde 2015, producto de la adquisición de la participación del capital accionario de Grupo Odinsa. La transacción en la que la empresa ha invertido más de COP1,0 billón ha sido financiada con una combinación de deuda financiera y ventas de inversiones del portafolio de activos.

Desde el punto de vista estratégico la participación de Grupo Argos en el negocio de infraestructura a través de la adquisición de acciones de Grupo Odinsa, es considerada como positiva por Fitch, dado que complementa su portafolio de inversiones, contribuye con la diversificación de su operación y tiene el potencial de representar una fuente de dividendos estable en el futuro.

LTV Bajo, Reducción del Apalancamiento a Mediano Plazo:

Fitch considera que Grupo Argos cuenta con flexibilidad financiera para reducir en los próximos años su apalancamiento hacia niveles consistentes con las calificaciones. Al cierre de marzo de 2016, la empresa reportó inversiones de portafolio valoradas en COP21,4 billones y un saldo de deuda financiera de COP1,55 billones. Esto resulta en una relación de deuda a valor de portafolio LTV de 7%, nivel que es considerado conservador.

Al cierre de 2015, Grupo Argos cerró con un apalancamiento medido con la relación de deuda a dividendos recibidos de 6,1x, nivel considerado como alto. Fitch espera que la relación de deuda financiera a dividendos recibidos de Grupo Argos tienda hacia niveles alrededor de 4x en los próximos 2 años, lo que conjuntamente con el mantenimiento de niveles bajos de LTV respalda el perfil crediticio de la empresa.

Subordinación Estructural de la Deuda Financiera:

Fitch considera que la deuda financiera de Grupo Argos presenta una subordinación estructural con respecto a la deuda financiera de sus subsidiarias, dado que los dividendos recibidos, que representan la fuente recurrente del flujo de caja operativo de la empresa, solo se generan una vez las subsidiarias pagan las amortizaciones previstas en su balance. Sin embargo, dado que 70% de los dividendos provienen de empresas en las cuales Grupo Argos mantiene participaciones mayoritarias y que son consideradas estratégicas para el grupo, la subordinación se encuentra compensada por el control que este ejerce en sus fuentes principales de dividendos. Asimismo, Grupo Argos recibe un flujo importante de dividendos de compañías no controladas calificadas en 'AAA(col)'.

SUPUESTOS CLAVE

Los supuestos claves de Fitch para la calificación del emisor incluyen:

- en 2016, los dividendos recibidos se reducen por el pago de dividendos en acciones por parte de Celsia;
- a partir de 2017, el flujo de dividendos continúa con una tendencia creciente con tasas de crecimiento sostenida de 7%.
- relación de deuda a dividendos tiende a niveles alrededor de 4x en los próximos 2 años.

SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

Entre los factores que individual o colectivamente podrían derivar en una acción positiva de la calificación se encuentran:

- el mejoramiento de la calidad crediticia de sus generadores principales de dividendos;
- apalancamiento moderado y sostenido a mediano plazo;
- el mantenimiento de una política de pago de dividendos conservadora.

Entre los factores que individual o colectivamente podrían derivar en una acción negativa de la calificación se encuentran:

- el debilitamiento de la calidad crediticia de alguno de los generadores principales de dividendos;
- adquisiciones nuevas importantes financiadas en su mayoría con deuda;
- deterioro en la relación de LTV.

LIQUIDEZ

La liquidez de la empresa es adecuada y está respaldada en el desempeño de su flujo de dividendos, el perfil manejable de amortización de deuda financiera, la liquidez del portafolio de inversiones y el acceso probado de la empresa al mercado de capitales local. Excluyendo la deuda de corto plazo a marzo por COP 108 mil millones, para el período 2017 a 2019, las amortizaciones de deuda se encuentran en el rango entre COP 115 mil y COP 132 mil millones. Esto es manejable para Grupo Argos si se considera su flujo de dividendos proyectado.

AJUSTES PRINCIPALES A LOS ESTADOS FINANCIEROS

- Los ingresos por método de participación se clasificaron como no operativo.
- Los dividendos recibidos de empresas controladas por Grupo Argos se clasificaron como ingresos operativos.

Contactos Fitch Ratings:

Jorge Yanes (Analista Líder)
Director
+571 484 6770. Ext.1170
Fitch Ratings Colombia S.A. SCV
Calle 69ª No. 9 - 85,
Bogotá, Colombia

José Rivas (Analista Secundario)
Director Asociado
+571 484 6770. Ext.1016

Daniel R. Kastholm, CFA (Presidente del Comité de Calificación)
Managing Director
+1 312 368 2070

Relación con los medios: Mónica Saavedra, Bogotá, Tel. + 57 1 484-6770 Ext. 1931.
E-mail: monica.saavedra@fitchratings.com

Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

Información adicional disponible en www.fitchratings.com y www.fitchratings.com.co.

Fecha del Comité Técnico de Calificación: julio 14, 2016.
Acta Número: 4425
Objeto del Comité: Revisión Periódica

Definición de la Calificación: La calificación AA+(col) Representa una muy alta calidad crediticia. Implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones domésticas mejor calificadas.

La calificación de corto plazo F1+(col) significa alta calidad crediticia. Indica la más sólida capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones domésticas. Bajo la escala de calificaciones domésticas de Fitch Colombia, esta categoría se asigna a la mejor calidad crediticia respecto de todo otro riesgo en el país, y normalmente se asigna a los

compromisos financieros emitidos o garantizados por el gobierno. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo “+” a la categoría.

En los casos en los que aplique, para la asignación de la presente calificación Fitch Ratings consideró los aspectos a los que alude el artículo 4 del Decreto 610 de 2002, de conformidad con el artículo 6 del mismo Decreto.

Metodología aplicada:

- Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (Diciembre 19, 2014).

La calificación de riesgo crediticio de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores constituye una opinión profesional y en ningún momento implica una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituye garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Miembros del Comité Técnico de Calificación que participaron en la reunión en la cual se asignó la(s) presente(s) calificación(es)*: Daniel R. Kastholm, Joseph Bormann, Johnny Da Silva, Julio Ugueto y José Rivas. Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora: www.fitchratings.com.co.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2016 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".