

Reporte de calificación

PROGRAMA DE EMISION Y COLOCACION DE BONOS ORDINARIOS Y/O PAPELES COMERCIALES GRUPO ARGOS S.A.

Comité Técnico: 8 de mayo de 2019
Acta número: 1541

Contactos:
Ana María Carrillo Cárdenas
ana.carrillo@spglobal.com
María Carolina Barón Buitrago
maria.baron@spglobal.com

PROGRAMA DE EMISION Y COLOCACION DE BONOS ORDINARIOS Y/O PAPELES COMERCIALES GRUPO ARGOS S.A.

Resumen

- Confirmamos las calificaciones de largo plazo de 'AA+' y de corto plazo de 'BRC1+' del Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales Grupo Argos S.A.
- En 2018, las empresas de GA cumplieron con algunos de sus objetivos estratégicos: Cementos Argos mantuvo su política de desapalancamiento; Celsia finalizó su reorganización societaria y Odinsa se consolidó como un jugador importante en materia de infraestructura vial y aeroportuaria.
- A estos resultados se sumaron un crecimiento de la rentabilidad consolidada y un nivel de apalancamiento decreciente. El margen de EBITDA fue 27.7% al cierre de 2018 el más alto en la historia de la calificación; mientras que la relación deuda neta a EBITDA fue de 3,47x (veces).
- Para los próximos tres años proyectamos una rentabilidad estable y niveles de deuda decrecientes. el margen EBITDA podría estar alrededor del 28%, mientras que el apalancamiento podría estar cercano a 3x en 2021.

CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS

Títulos	Bonos Ordinarios					
Emisor	Grupo Argos S.A.					
Monto calificado	Un billón de pesos colombianos (COP1.000.000.000.000)					
Monto colocado	Un billón de pesos colombianos (COP1.000.000.000.000)					
Fecha de emisión y colocación	10 de septiembre de 2014					
Características de los bonos	Plazo (años)	Monto (millones)	Tasa efectiva	Forma de pago de intereses	Fecha de vencimiento	Pago capital
	2	108.365	DFT+0,87%	Mes vencido	10-sep-16	Pagado
	3	132.250	IPC+1,18%	Trimestre vencido	10-sep-17	Pagado
	5	114.963	IPC+3,10%	Trimestre vencido	10-sep-19	Vencimiento
	10	254.318	IPC+3,95%	Trimestre vencido	10-sep-24	Vencimiento
	15	390.104	IPC+4,24%	Trimestre vencido	10-sep-29	Vencimiento
	Total	1.000.000				
	Saldo dic/18	759.385				
Garantías y prelación	Los bonos no se encuentran respaldados con alguna garantía real; por ende, constituyen obligaciones quirografarias del emisor.					
Administrador	Depósito Centralizado de Valores S.A.					
Representante legal de los tenedores	Alianza Fiduciaria S.A.					
Agente estructurador	Banca de Inversión Bancolombia S.A.					
Agente colocador	Valores Bancolombia S.A.					

Acción de Calificación

Bogotá, 8 de mayo de 2019.- El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión periódica confirmó las calificaciones de largo plazo de 'AA+' y de corto plazo de 'BRC1+' del Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales Grupo Argos S.A.

Fundamentos de la calificación:

El carácter de arquitecto estratégico que tomó el holding de Grupo Argos en 2017 se ha venido consolidando en los últimos tres años. Este le ha permitido a la organización realizar ajustes a su estructura para hacerla más eficiente, mantenerse como una de las líderes regionales en los negocios en los que participa y registrar ratios financieros estables tanto en materia de rentabilidad como de endeudamiento.

El margen EBITDA consolidado de GA al cierre de 2018 fue de 27,7%, un incremento de 1 punto porcentual en relación al año anterior y el más alto en la historia de la calificación. Este resultado se obtuvo por los ajustes en materia de costos y gastos que hizo la organización, mientras los ingresos decrecieron 1,8%. Para los próximos tres años proyectamos cambios marginales crecientes en este indicador.

De forma agregada, la relación deuda neta a EBITDA del grupo llegó a 3,47x inferior a la registrada al cierre de 2016 y 2017. La coherencia entre el crecimiento orgánico de cada una de sus empresas y las inversiones que han realizado permiten proyectar estabilidad a mediano plazo. En nuestra opinión, el mantenimiento de la política de apalancamiento que ha venido aplicando la organización en materia de inversión, desinversión y crédito será un factor de seguimiento en las próximas revisiones.

La liquidez del grupo es suficiente, en la medida que los recursos operacionales cubren sus obligaciones y las inversiones proyectadas. Esto se evidencia en una relación superior a 1x de fuentes a usos para los próximos 12 a 24 meses. A esto se debe agregar que la organización cuenta con un portafolio de inversiones relativamente líquido al que puede recurrir en caso de ser necesario y cupos suficientes con entidades financieras, tanto nacionales como internacionales.

GA mantiene posiciones de mercado relevantes en los sectores de cemento y energía en los países que atiende. En el primer caso es el líder en el mercado colombiano, mientras que mantiene su participación en Estados Unidos y aumenta su exposición en Centroamérica y el Caribe. A pesar de que este último grupo de países genera un margen importante, la operación enfrenta riesgos adicionales por las condiciones macroeconómicas y políticas.

Por otro lado, la importante participación de Celsia en generación en Colombia se complementará con una estrategia de crecimiento en distribución y comercialización a través de la compra de activos de Enertolima, que busca reducir la volatilidad de los ingresos de esta compañía ante cambios en las condiciones climatológicas o en la regulación. A pesar de que la compañía tiene conocimiento de este negocio, es necesario esperar a la consolidación de los activos para poder medir su impacto tanto en términos financieros como operativos a mediano plazo.

La importancia de Odinsa para el sector de infraestructura en el país ha aumentado en los últimos dos años. En los próximos años daremos seguimiento a la forma de financiación de las iniciativas privadas que ha planteado ante los diferentes entes gubernamentales y el desarrollo de las actuales concesiones, especialmente de aquellas que están en etapa de construcción.

Ahora bien, el grupo afronta desafíos particulares en cada uno de los negocios estratégicos. En el caso de cementos, la recuperación del consumo en Colombia no se ha dado a la velocidad que se esperaba en 2018, aún hay incertidumbre sobre el desarrollo de las concesiones 4G y se espera consolidar la posición de la compañía en Estados Unidos y en Centro América con las inversiones realizadas en Honduras.

PROGRAMA DE EMISION Y COLOCACION DE BONOS ORDINARIOS Y/O PAPELES COMERCIALES GRUPO ARGOS S.A.

En el negocio de energía, los mayores retos estarán en la vinculación y puesta a punto de los activos de Enertolima. Especialmente en materia de inversión, lo que será un factor determinante a la hora de establecer la velocidad de recuperación de la inversión que ha proyectado la compañía.

Odinsa, por su parte, tendrá retos importantes con sus concesiones aeroportuarias mientras que la mayoría de las carreteras que opera están en etapa operativa lo que implica un componente relativamente estable en sus ingresos en los próximos tres años.

Liquidez

Al cierre de 2018 GA generó flujo de caja neto operacional por COP2.9 billones, muy similar al registrado el año anterior a pesar del incremento en la utilidad neta que se registró en este año. Las operaciones de inversión estuvieron concentradas, principalmente, en la adquisición de planta y equipo, mientras que el pago de las obligaciones obedece principalmente a Cementos Argos y Celsia, quienes amortizaron porciones importantes de su deuda.

De un ejercicio de fuentes a usos podemos concluir que por el volumen de capex que ha planteado la compañía, especialmente por la inversión que se planea hacer en Celsia para Enertolima y Plan5 Caribe, esta ratio podría ser inferior al promedio histórico en los próximos 12 meses.

Ponderamos positivamente la flexibilidad del grupo para acceder a diferentes fuentes de financiación. Esta característica se refleja en los siguientes factores:

- Su poder de negociación con los bancos (cupos de crédito disponibles no comprometidos por COP 6,073 billones de los cuales tienen disponible COP1,615 billones).
- Su experiencia en la emisión y colocación de títulos valores y acciones (tanto ordinarias como preferenciales) en el mercado colombiano.
- Su acreditación como emisor recurrente, la cual le permite agilizar el proceso frente a la Superintendencia Financiera de Colombia y reducir sus costos de emisión.

Oportunidades y amenazas

Qué podría llevarnos a subir la calificación

BRC identificó las siguientes oportunidades que podrían mejorar la calificación actual:

- La utilización de fuentes de financiación alternativas y estables para apalancar el plan de expansión sin generar presión en sus indicadores de endeudamiento.
- El logro de reducciones en el nivel de apalancamiento consolidado del grupo de manera que su relación deuda neta/EBITDA se mantenga de forma sostenida por debajo de 3x durante los próximos tres años.
- El crecimiento más fuerte del grupo en sus tres ejes estratégicos.

Qué podría llevarnos a bajar la calificación

BRC identificó los siguientes aspectos de mejora y/o seguimiento de la compañía y/o de la industria que podrían afectar la calificación actual:

- El incremento del endeudamiento consolidado de forma que la relación deuda neta/EBITDA supere las 4x de manera sostenida.
- Retrasos en el desarrollo de los proyectos de infraestructura que impacten significativamente el cumplimiento de las proyecciones de ingresos y EBITDA tanto de Cementos Argos como de Odinsa.

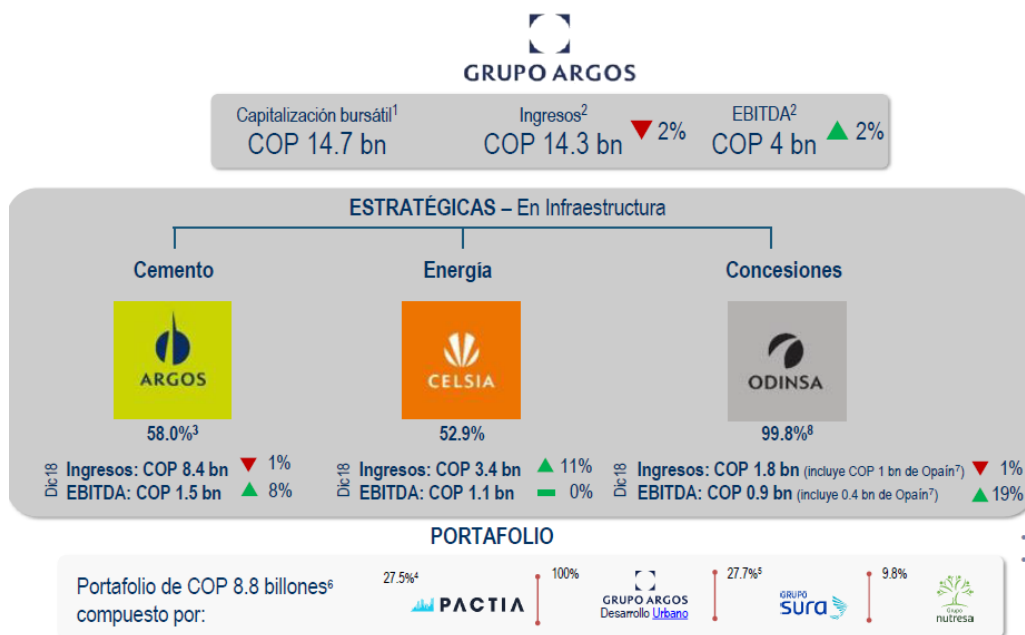
**PROGRAMA DE EMISION Y COLOCACION DE BONOS ORDINARIOS Y/O PAPELES COMERCIALES
GRUPO ARGOS S.A.**

- El deterioro del nivel de liquidez de la organización.
- La desaceleración de la economía de Estados Unidos que afecte a los países de Centroamérica y, por ende, repercute negativamente en las operaciones que el grupo tiene en estas regiones.
- La consolidación de algunos planes que se han establecido sin lograr las fuentes de financiación planeadas.

Emisor y su actividad

Grupo Argos es un conglomerado con inversiones estratégicas en el sector de la infraestructura en las siguientes industrias: cemento (Cementos Argos), energía (Celsia) y concesiones viales y aeroportuarias (Odinsa). Además, es socio de un fondo inmobiliario (Pactia), posee bancos de tierras para el desarrollo urbano (Grupo Argos Desarrollo Urbano) y cuenta con un sólido portafolio de inversiones en el sector financiero y de alimentos (ver Gráfico 1).

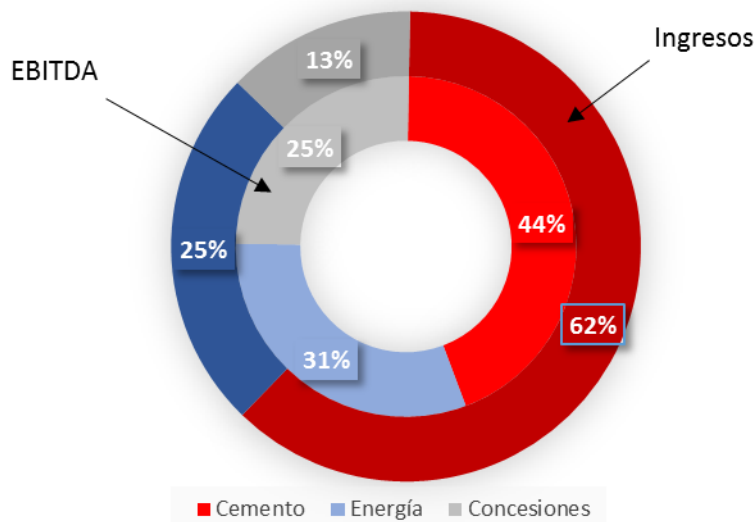
Gráfico 1
Composición del portafolio de inversiones de Grupo Argos al cierre de 2018



Fuente: Grupo Argos.

El Gráfico 2 muestra la contribución en ingresos y EBITDA del portafolio que el Grupo considera estratégico al cierre de 2018:

Gráfico 2
Contribución a ingresos y EBITDA por negocio



Fuente: Grupo Argos.

Riesgos de industria

Las características generales de los sectores en los que participa Grupo Argos son:

- Altos requerimientos de capital y uso de energía.
- Barreras de entrada por infraestructura (plantas, acceso a materias primas, equipos), conocimiento, experiencia, músculo financiero y facilidad para acceder a fuentes de financiación.
- Fuerte correlación con los ciclos económicos y las dinámicas poblacionales.
- Ciclos de negocio extensos, lo que implica periodos amplios de recuperación de sus inversiones.
- Exposición a cambios regulatorios y normativos.
- Dependencia de políticas públicas.

La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con oportunidad por la disponibilidad de la entidad calificada y la entrega de la información cumplió en los tiempos previstos y con los requerimientos de BRC Investor Services S. A. SCV.

La información financiera incluida en este reporte está basada en los estados financieros auditados de los últimos tres años.

BRC Investor Services S.A. SCV no realiza funciones de auditoría, por tanto, la administración de la entidad asume entera responsabilidad sobre la integridad y veracidad de toda la información entregada y que ha servido de base para la elaboración del presente informe. Por otra parte, la calificadora revisó la información pública disponible y la comparó con la información entregada por la entidad calificada / el emisor calificado.

Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

**PROGRAMA DE EMISION Y COLOCACION DE BONOS ORDINARIOS Y/O PAPELES COMERCIALES
GRUPO ARGOS S.A.**

En caso de tener alguna inquietud en relación con los indicadores incluidos en este documento puede consultar el glosario en www.brc.com.co

Para ver las definiciones de nuestras calificaciones visite www.brc.com.co o bien, haga clic [aquí](#).

III. MIEMBROS DEL COMITÉ TÉCNICO

Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico de Calificación se encuentran disponibles en nuestra página web www.brc.com.co