

Reporte de calificación

GRUPO ARGOS S.A.

Comité Técnico: 8 de mayo de 2017
Acta número: 1144

Contactos:

Alba Luz Buitrago Junco

alba.buitrago@spglobal.com

Ana María Carrillo Cárdenas

ana.carrillo@spglobal.com

GRUPO ARGOS S.A.

REVISIÓN PERIÓDICA	
EMISOR	'AA+'
Cifras en millones de pesos colombianos (COP) al 31 de diciembre de 2016	Historia de la calificación:
Activos: COP 44.749.574. Pasivo: COP 21.114.978. Patrimonio: COP 15.606.828. Interés minoritario: COP 8.027.768. EBITDA: COP 3.620.426. Utilidad neta: COP 589.466.	Revisión periódica Dic./2016: 'AA+' Revisión periódica Dic./2015: 'AAA' Perspectiva negativa Calificación inicial May./2013: 'AAA'

INTRODUCCIÓN

En 2016 Grupo Argos (en adelante, GA) modificó su método de medición posterior de las propiedades de inversión al modelo de valor razonable del modelo del costo. Con este cambio, el emisor busca reflejar con mayor claridad su situación financiera real y alinear las prácticas contables de su segmento inmobiliario a las que han adoptado otros participantes de este sector. La valoración de los terrenos es el rubro que más se afectó con esta modificación pues, en el caso del grupo, estos se mantienen principalmente para la urbanización o para el desarrollo de nuevos proyectos inmobiliarios.

Para reflejar el impacto de la nueva política, GA decidió reexpresar sus estados financieros de 2015, los cuales utilizamos para este reporte. Consideramos que este cambio no afecta nuestro análisis pues el ajuste neto final fue de \$63.000 millones de pesos colombianos (COP – ver Anexo 2), que equivalen a menos de 1% del patrimonio consolidado del grupo.

I. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión periódica confirmó la calificación de emisor de 'AA+' de Grupo Argos S.A.

En 2016, GA superó nuestras expectativas de reducción de su apalancamiento consolidado, de forma que su relación deuda neta/EBITDA llegó a 3,66 veces (x) desde 4,39x en 2015. Si bien este indicador continúa siendo mayor que el de compañías con calificación superior (que es menor a 3x), consideramos que el resultado de 2016 es sobresaliente dado el monto elevado de inversiones que ejecutaron el emisor y sus filiales y las condiciones adversas que afrontaron algunas de sus operaciones.

Estos resultados se deben a la efectividad del rol de arquitecto estratégico que el conglomerado asumió frente a sus filiales desde finales de 2015. Con esta nueva función, GA busca ser más activo en la definición de las metas de sus negocios principales bajo el precepto de incrementar la rentabilidad para sus accionistas a través de sinergias entre sus inversiones y de la rotación eficiente del capital. Para ello, el emisor definió cuatro frentes de acción (financiero, estratégico, gestor e institucional) y consolidó un equipo financiero que está a cargo de coordinar, junto con las filiales, estrategias de fusiones y adquisiciones y de tesorería más eficientes.

Esta estrategia, junto con la flexibilidad que tiene el grupo para acceder a diferentes fuentes de financiación, le permitió efectuar adquisiciones por cerca de COP4,5 billones entre septiembre de 2015 y enero de 2017 y financiar aproximadamente sólo 20% de estas con créditos bancarios. Dentro de las herramientas que utilizaron el emisor y sus subsidiarias para cubrir el 80% restante de estas inversiones destacamos la venta de activos no estratégicos, la desinversión de excesos de participación de control en algunas de sus compañías y la incorporación de socios estratégicos que aporten capital a los proyectos en desarrollo. También incluimos aquí la posibilidad de emitir acciones preferenciales y el poder de negociación y cupos de crédito que el grupo tiene con la banca nacional e internacional.

En el mediano plazo, esperamos que la implementación de estas herramientas de financiación le permita al GA ejecutar su plan de crecimiento y expansión sin que su fondeo genere presiones adicionales sobre sus indicadores consolidados de endeudamiento. Esto, dado que, como resultado de la búsqueda permanente de nuevas oportunidades de expansión y

crecimiento, el emisor y sus filiales podrían incrementar nuevamente sus obligaciones financieras y superar nuestras proyecciones de deuda neta/EBITDA consolidadas para los próximos años. Tales proyecciones asumen una disminución gradual de este ratio hasta acercarse a 3,1x en 2019. Esta dinámica de sus indicadores de apalancamiento se ha observado en revisiones anteriores y es uno de los aspectos que limitan la calificación.

Los ingresos consolidados de GA aumentaron 14,6% en 2016 y fueron de COP14,6 billones, cifra que incluye un año completo de resultados de Odinsa y de la concesión del Aeropuerto Internacional de Quito (Quiport). Aunque este crecimiento es menor al de los dos años anteriores (ver Tabla 1), destacamos el impacto positivo que tuvo en sus resultados la diversificación por geografías e industrias del grupo. Esta característica le permitió compensar el bajo desempeño de sus operaciones de cementos y energía en Colombia en dicho año con la dinámica favorable de sus inversiones en Estados Unidos y Centroamérica y la adición del negocio de concesiones a su portafolio.

Tabla 1. Composición de los ingresos consolidados de Grupo Argos

Negocio	2014	2015	2016
Cementos	5.831.489	7.912.003	8.517.382
Energía	2.588.484	3.691.698	3.794.910
Concesiones	0	294.360	1.485.594
Otros y eliminaciones	63.262	71.886	385.617
Portafolio e inmobiliario	813.054	730.357	369.381
Total	9.296.289	12.700.304	14.552.884

Participación de negocio	2014	2015	2016
Cementos	62,7%	62,3%	58,5%
Energía	27,8%	29,1%	26,1%
Concesiones	0,0%	2,3%	10,2%
Otros y eliminaciones	0,7%	0,6%	2,6%
Portafolio e inmobiliario	8,7%	5,8%	2,5%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

Crecimiento por negocio	2014	2015	2016
Cementos	17,4%	35,7%	7,65%
Energía	8,7%	42,6%	2,80%
Concesiones	N/A	N/A	404,69%
Otros y eliminaciones	-125,8%	13,6%	436,43%
Portafolio e inmobiliario	54,8%	-10,2%	-49,42%
Total	21,8%	36,6%	14,59%

Región	2014	2015	2016
Colombia	5.179.790	6.896.034	6.858.876
Centroamérica y Caribe	1.128.621	2.111.732	2.561.536
Estados Unidos	2.194.141	3.415.549	4.237.868
Otros	793.737	276.989	894.604
Total	9.296.289	12.700.304	14.552.884

Participación por región	2014	2015	2016
Colombia	55,7%	54,3%	47,1%
Centroamérica y Caribe	12,1%	16,6%	17,6%
Estados Unidos	23,6%	26,9%	29,1%
Otros	8,5%	2,2%	6,1%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

Tabla 1. Composición de los ingresos consolidados de Grupo Argos (continuación)

Crecimiento por región	2014	2015	2016
Colombia	2,6%	33,1%	-0,5%
Centroamérica y Caribe	34,8%	87,1%	21,3%
Estados Unidos	56,4%	55,7%	24,1%
Otros	132,0%	-65,1%	232,9%
Total	21,8%	36,6%	14,7%

Fuente: Grupo Argos y filiales. Cifras en millones de COP. Ingresos de Colombia incluyen los recursos provenientes de negocios no estratégicos (inmobiliario y puertos).

Con base en la estrategia para los negocios y activos de GA, proyectamos que sus ingresos totales en 2017 crecerán a una tasa similar a la de 2016. Lo anterior, producto de la incorporación de la totalidad de ventas anuales de la planta de cemento de Martinsburg (Virginia del Este, Estados Unidos), de la consolidación de las cifras de Opain luego de la adquisición del control por parte del conglomerado en enero de 2017 y del mayor dinamismo que tendría la operación local de Odinsa con el inicio de la construcción de las concesiones viales La Pintada y Malla Vial del Meta. Para los dos años siguientes esperamos que el crecimiento de los ingresos consolidados se ubique entre 4% y 7% debido al incremento del consumo interno de cemento producto del desarrollo de las concesiones 4G, la normalización de la actividad de generación de energía eléctrica en Colombia, la entrada en operación de los proyectos de distribución y nuestra expectativa de que Odinsa mantenga el comportamiento positivo que estimamos para 2017.

Derivado de su agresiva estrategia de expansión internacional, Cementos Argos (CA) se mantiene como la filial más representativa del grupo con un aporte a sus ingresos consolidados cercano al 60%. El continuo fortalecimiento de su operación en Estados Unidos, el dinamismo de su actividad en Centroamérica y la recuperación que esperamos de su actividad en Colombia contribuirían a que esta subsidiaria mantenga una participación similar en el mediano plazo. Por su parte, el negocio de concesiones duplicaría su contribución a los ingresos totales de GA a 18% principalmente por la consolidación de las ventas de Opain por cerca de COP1 billón. Como resultado del mayor crecimiento de los negocios de cementos y concesiones, el aporte de Celsia, su filial de energía eléctrica, a los ingresos del grupo disminuiría levemente pese a la estabilización de su actividad de generación en Colombia.

En 2016 GA logró incrementar su EBITDA consolidado a 37,4%, crecimiento superior al de 14,6% que registraron sus ingresos. Este incremento se reflejó en una mejora de su margen EBITDA que llegó a 24,9% de 20,7% en 2015 (ver Tabla 2). Esto es resultado de la rápida recuperación de los indicadores de rentabilidad de su negocio de energía, producto a su vez del inicio de la temporada de lluvias a partir de abril de 2016 y de la efectividad de las medidas comerciales y operacionales que implementó Celsia. También contribuyó a esta situación el aumento del EBITDA de Odinsa, el cual obedece al proceso de focalización de su portafolio de inversiones, y la mayor absorción de costos fijos que logró CA en Estados Unidos por el aumento de su volumen de ventas en dicho país

Tabla 2. Composición del EBITDA consolidado de Grupo Argos

Negocio (1)	2014	2015	2016
Cementos	1.060.000	1.518.931	1.594.768
Energía	894.000	709.352	1.014.958
Concesiones	0	58.379	485.624
Otros y eliminaciones	-63.383	-515.791	-481.096
Portafolio e inmobiliario	334.000	863.762	1.006.172
Total	2.224.617	2.634.633	3.620.426

Participación de negocio	2014	2015	2016
Cementos	47,6%	57,7%	44,0%
Energía	40,2%	26,9%	28,0%
Concesiones	0,0%	2,2%	13,4%
Otros negocios	-2,8%	-19,6%	-13,3%
Portafolio e inmobiliario	15,0%	32,8%	27,8%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

Tabla 2. Composición del EBITDA consolidado de Grupo Argos (continuación)

Crecimiento por negocio	2014	2015	2016
Cementos	8,4%	43,3%	5,0%
Energía	3,4%	-20,7%	43,1%
Concesiones	N/A	N/A	731,8%
Otros negocios	-76,6%	713,8%	-6,7%
Portafolio e inmobiliario	-0,5%	158,6%	16,5%
Total	16,7%	18,4%	37,4%

Margen EBITDA	2014	2015	2016
Cementos	18,2%	19,2%	18,7%
Energía	34,5%	19,2%	26,7%
Concesiones	N/A	19,8%	32,7%
Otros negocios	-100,2%	-717,5%	-124,8%
Portafolio e inmobiliario	41,1%	118,3%	272,4%
Total	23,9%	20,7%	24,9%

Región	2014	2015	2016
Colombia	1.614.282	1.531.397	1.855.581
Centroamérica y Caribe	314.274	652.683	1.037.113
Estados Unidos	114.531	303.436	552.648
Otros	181.530	147.117	175.085
Total	2.224.617	2.634.633	3.620.427

Participación por región	2014	2015	2016
Colombia	72,6%	58,1%	51,3%
Centroamérica y Caribe	14,1%	24,8%	28,6%
Estados Unidos	5,1%	11,5%	15,3%
Otros	8,2%	5,6%	4,8%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

Crecimiento por región	2014	2015	2016
Colombia	-10,3%	-5,1%	21,2%
Centroamérica y Caribe	63,7%	107,7%	58,9%
Estados Unidos	308,9%	164,9%	82,1%
Otros	-262,4%	-19,0%	19,0%
Total	16,7%	18,4%	37,4%

Fuente: Grupo Argos y filiales. Cifras en millones de COP. Ingresos de Colombia incluyen los recursos provenientes de negocios no estratégicos (inmobiliario y puertos).

(1) Corresponde al EBITDA final que aporta cada negocio por lo cual difiere del que reporta cada filial.

Estimamos que el margen EBITDA consolidado disminuirá levemente en 2017 debido a nuestra expectativa de que se mantendrán las presiones competitivas del mercado de cemento en Colombia que observamos en 2016 y a la menor rentabilidad que generará temporalmente Odinsa por las inversiones que requiere el desarrollo de las concesiones de La Pintada y Malla Vial del Meta. Para 2018 y 2019, esperamos que el margen EBITDA mejore entre 100 y 300 puntos básicos respecto a 2016. Esto, como consecuencia de los mayores volúmenes de cemento que demandarán las concesiones 4G y el EBITDA que aportarían tanto los proyectos del Plan 5 Caribe que entran en operación, así como la finalización de las unidades funcionales de las concesiones nacionales que Odinsa está construyendo.

Destacamos la importancia que han adquirido las operaciones en el exterior de GA en los últimos años pues mientras que en 2013 aportaban cerca de 30% de los ingresos consolidados y 12% del EBITDA consolidado, en 2016 estas

participaciones aumentaron a 50% y 44%, respectivamente. El robustecimiento del negocio de cemento en Estados Unidos, la implementación continua de programas de excelencia operacional en todas sus filiales y la devaluación del peso colombiano son los principales impulsores de este cambio. Aunque esperamos que estos mercados mantengan el dinamismo de los últimos años, no prevemos incrementos significativos en sus aportes a los ingresos y EBITDA consolidados en el mediano plazo por el impacto positivo que tendrá la consolidación de Opain en los resultados de la operación en Colombia.

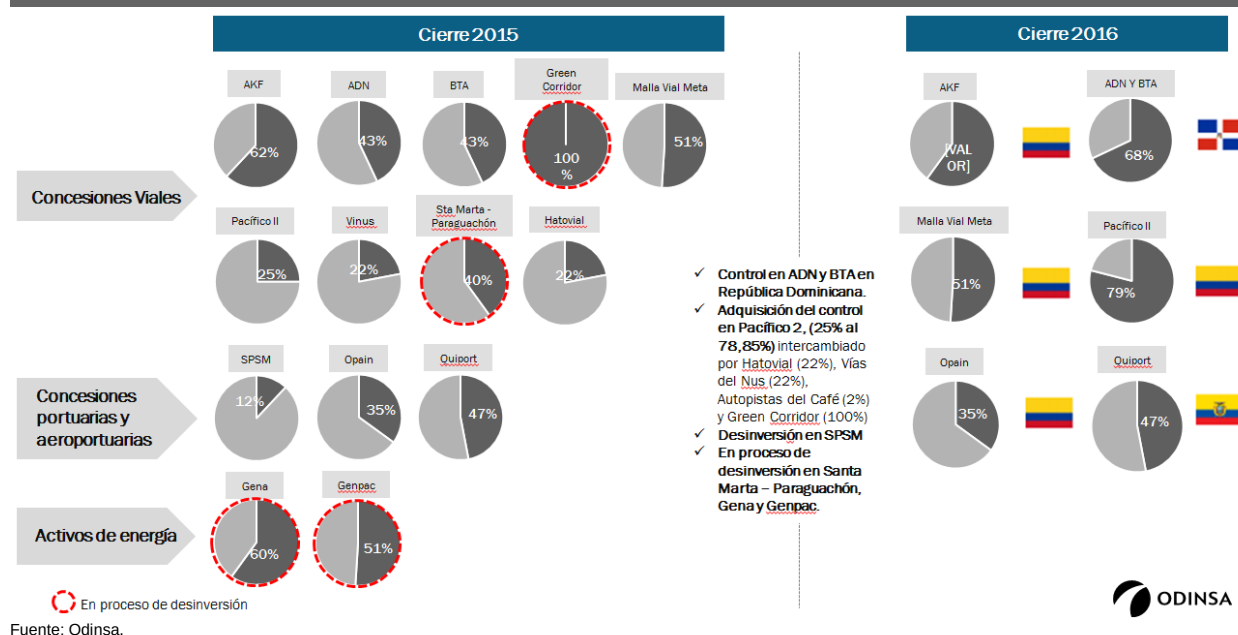
El objetivo estratégico de GA es ser un jugador relevante en los sectores en los que participa, meta que ya alcanzó en los negocios de cementos y energía. Esto es resultado de la implementación consistente de una estrategia de largo plazo clara y definida, la cual contempla inversiones permanentes para aumentar su crecimiento orgánico e inorgánico y la generación continua de eficiencias, sinergias y ahorros operacionales. Esto último se refleja tanto en las acciones en esta materia que implementa continuamente en cada uno de sus negocios como en programas de impacto transversal como SUMMA, el centro de servicios compartidos de las filiales estratégicas del grupo creado en 2016.

Con la adquisición de la planta de Martinsburg, CA se convirtió en el segundo productor de concreto y el cuarto productor de cemento de Estados Unidos. Este resultado fortalece su posición de liderazgo en los países que atiende pues es la compañía más importante de la industria cementera en Colombia y una de las dos más relevantes en dicho mercado en Honduras, Panamá y Guayana Francesa.

Celsia ocupa el cuarto lugar en la actividad de generación y el quinto en distribución eléctrica en Colombia, es la segunda generadora de Panamá y la quinta de Costa Rica. Aunque no es líder en ninguno de estos países, sus activos son relevantes para estos mercados pues es dueña de las centrales térmicas más importantes del sistema eléctrico colombiano y panameño y su parque eólico en Costa Rica es una de las primeras iniciativas privadas de generación eléctrica en este país por lo cual tiene un contrato PPA por 20 años con el gobierno.

El emisor, a través de Odinsa, aspira convertirse en uno de los participantes más importantes en América Latina en el segmento de concesiones viales y aeroportuarias. Para ello, en 2016 el grupo incrementó su participación accionaria en esta compañía a 98,55% de 54,75% en 2015. El costo de esta transacción fue de COP815.765 millones el cual financió en un 83% con una emisión de acciones preferenciales de GA y el 13% restante con efectivo. Adicionalmente, Odinsa depuró su portafolio de inversiones para concentrarse en seis proyectos, cuatro en operación (Autopistas del Café [AKF], Autopistas del Nordeste [ADN] y Boulevard Turístico del Atlántico [BTA]), Opain y Quiport) y dos en construcción (La Pintada y Malla Vial del Meta – ver Gráfico 1).

Gráfico 1
Recomposición del portafolio de Odinsa



En 2016, las mayores importaciones de cemento, la desaceleración de la economía, el incremento de la inflación por eventos extraordinarios como el Fenómeno de El Niño y el paro camionero de julio y la demora en el inicio de la construcción de algunas de las concesiones 4G se tradujeron en una caída en los volúmenes de venta de cemento y

concreto en Colombia de 20% y 13%, respectivamente. Esto, a su vez, se reflejó en una reducción del aporte de esta regional a los ingresos y EBITDA de CA a 30,5% y 40,4%, respectivamente, de 37,6% y 57,7% en 2015.

CA logró compensar parcialmente la menor rentabilidad de su operación en Colombia con el desempeño positivo de sus negocios en el extranjero (ver Tabla 3), de forma que sus ventas crecieron 7,7% y su margen EBITDA se mantuvo similar al de 2015 (19,4%). Esta dinámica obedece al buen comportamiento de las economías de Estados Unidos, Panamá y Honduras y al fortalecimiento de su operación y red logística en estos países con las diversas adquisiciones e inversiones en los últimos años. También contribuyó en esta materia la efectividad de la estrategia comercial implementada en estos países y la puesta en marcha del programa BEST (por sus siglas en inglés para *Building Efficiency and Sustainability for Tomorrow*) en sus diferentes regionales.

Tabla 3. Composición del ingreso y EBITDA de Cementos Argos por región

Colombia			
	2014	2015	2016
Ingresos	2.510.019	2.977.169	2.595.269
EBITDA	667.631	876.982	666.964
Crecimiento de ingresos	-1,6%	18,6%	-12,8%
Margen EBITDA	26,6%	29,5%	25,7%
Crecimiento de EBITDA	-26,1%	31,4%	-23,9%
Estados Unidos			
	2014	2015	2016
Ingresos	2.194.141	3.415.549	4.237.868
EBITDA	114.531	303.436	552.648
Crecimiento de ingresos	56,4%	55,7%	24,1%
Margen EBITDA	5,2%	8,9%	13,0%
Crec. EBITDA	308,9%	164,9%	82,1%
Centroamérica			
	2014	2015	2016
Ingresos	1.083.485	1.482.177	1.681.695
EBITDA	317.497	459.071	631.534
Crecimiento de ingresos	29,4%	36,8%	13,5%
Margen EBITDA	29,3%	31,0%	37,6%
Crecimiento EBITDA	65,4%	44,6%	37,6%
Otros ingresos	29.484	37.108	2.550
Otros EBITDA	-131.512	-120.556	-199.397
Cifras Totales			
	2014	2015	2016
Ingresos	5.817.129	7.912.003	8.517.382
EBITDA	968.147	1.518.933	1.651.749
Crecimiento de ingresos	17,1%	36,0%	7,7%
Margen EBITDA	16,6%	19,2%	19,4%
Crecimiento EBITDA	-1,0%	56,9%	8,7%
Participación en ingresos			
	2014	2015	2016
Colombia	43,1%	37,6%	30,5%
Estados Unidos	37,7%	43,2%	49,8%
Centroamérica y Caribe	18,6%	18,7%	19,7%

Tabla 3. Composición del ingreso y EBITDA de Cementos Argos por región (continuación)

Participación en EBITDA	2014	2015	2016
Colombia	69,0%	57,7%	40,4%
Estados Unidos	11,8%	20,0%	33,5%
Centroamérica y Caribe	32,8%	30,2%	38,2%

Fuente: CA. Cifras en millones de COP.

Para 2017 proyectamos una leve reducción del margen EBITDA de CA pues esperamos que se mantengan los desafíos del mercado de cemento en Colombia por la alta competencia en el segmento minorista y posibles retrasos en el inicio de la construcción de las unidades funcionales de las concesiones 4G programadas para el segundo semestre del año. A partir de 2018, prevemos una recuperación gradual de este indicador que obedecería a la normalización del mercado colombiano con la activación de la demanda de los proyectos de infraestructura, la captura de sinergias operacionales por la implementación del programa BEST y nuestra expectativa de que la compañía mantendrá el positivo desempeño de sus operaciones en Estados Unidos y Centroamérica dado el buen comportamiento de los indicadores macroeconómicos de estos mercados y la efectividad de su estrategia comercial.

En próximas revisiones daremos seguimiento a la evolución de la utilización de la capacidad instalada de los activos de CA en Estados Unidos pues esta es menor a la de otros participantes de la industria en dicho mercado. Aunque los ingresos de esta operación han registrado crecimientos a doble dígito durante los últimos cuatro años, la capacidad instalada ha aumentado a un ritmo mayor por la estrategia de expansión agresiva de la compañía en ese país, lo que ha incrementado sus costos fijos. El mayor apalancamiento operativo a través de un aumento en las ventas permitiría que la filial del grupo mitigue el impacto de esta estrategia en la rentabilidad de esta regional.

No obstante, en el largo plazo, el margen EBITDA de la operación en Estados Unidos continuaría siendo menor que el de las regionales de Colombia y Centroamérica debido al alto grado de industrialización de este mercado y a su tamaño. La primera característica se traduce en un mayor consumo de concreto, producto que es menos rentable que el cemento pues requiere equipos adicionales para su entrega. La segunda se refleja en una menor flexibilidad para utilizar la capacidad excedente de un estado para suplir la demanda de otro pues para ello la filial tendría que incurrir en altos costos de transporte debido a las grandes distancias que deben recorrer.

El aumento de las lluvias a partir del segundo trimestre de 2016 redujo la demanda a las centrales térmicas por parte del Sistema Interconectado Nacional (SIN). Esto disminuyó las necesidades de compra de energía en bolsa de Celsia y su uso de combustible e incrementó su generación hídrica, aspectos que le permitieron mejorar la rentabilidad de su actividad de generación e incrementar su margen EBITDA a 27,18% en 2016 de 18,52% en 2015 (ver Tabla 4). El ajuste a su política de contratación y las medidas para reducir su estructura de costos y gastos son otros factores que contribuyeron a la mejora de la rentabilidad de la filial. En 2017, esperamos que los resultados de la entidad se normalicen completamente y su margen EBITDA retorne a niveles similares a los registrados antes del fenómeno de El Niño. A partir de 2018, estimamos que habrá incrementos graduales de este indicador como resultado principalmente de la entrada en operación de los proyectos del Plan 5 Caribe.

Tabla 4. Composición del ingreso y EBITDA de Celsia - Ingresos

Composición Ingresos			
	2014	2015	2016
Generación- Colombia	1.640.560	1.978.025	1.906.777
Crecimiento %	7,6%	20,6%	-3,6%
Distribución - Colombia	837.700	954.739	1.081.819
Crecimiento %	9,1%	14,0%	13,3%
Otros ingresos - Colombia	88.888	131.345	108.763
Crecimiento %			
Ingresos Colombia COP	2.567.148	3.064.109	3.097.359
Crecimiento. Colombia	7,8%	19,4%	1,1%
Ingresos CCA - COP	25.927	627.589	697.551
Crecimiento Centroamérica y Caribe	N/A	2320,6%	11,1%

Tabla 4. Composición del ingreso y EBITDA de Celsia – Ingresos (continuación)

Ingresos totales	2.593.075	3.691.698	3.794.910
<i>Crecimiento de ingresos totales</i>	8,9%	42,4%	2,8%
Composición EBITDA			
	2014	2015	2016
EBITDA Colombia - Generación	631.644	177.418	433.681
<i>Crecimiento %</i>	4,3%	-71,9%	144,4%
<i>Margen EBITDA</i>	36,5%	8,4%	21,5%
EBITDA Colombia - Distribución	276.624	312.514	337.515
<i>Crecimiento %</i>	6,7%	13,0%	8,0%
<i>Margen EBITDA</i>	33,0%	32,7%	31,2%
EBITDA Colombia	908.268	489.932	771.196
<i>Crecimiento %</i>	5,1%	-46,1%	57,4%
<i>Margen EBITDA</i>	35,4%	16,0%	24,9%
EBITDA Centroamérica COP	-3.223	193.612	260.179
<i>Crecimiento %</i>		-6107,2%	34,4%
<i>Margen EBITDA</i>	-12,4%	30,9%	37,3%
EBITDA Total	905.045	683.544	1.031.375
<i>Crecimiento %</i>	4,7%	-24,5%	50,9%
<i>Margen EBITDA</i>	34,9%	18,5%	27,2%

Fuente: Celsia. Cifras en millones de COP.

Consideramos que la mayor participación de Celsia en el segmento de distribución le ayudará a incrementar la estabilidad y predictibilidad de sus ingresos, pues el impacto de las variaciones en los aportes hídricos en esta actividad es menor que en la de generación. Destacamos los resultados positivos del segmento de energías renovables no convencionales en 2016 y el primer trimestre de 2017 y sus mayores márgenes de EBITDA en comparación con el negocio tradicional. No obstante, el impacto en el mediano plazo de estos nuevos negocios sobre los indicadores de rentabilidad y endeudamiento de la compañía sería bajo pues sus ingresos aún no son representativos.

Ponderamos positivamente el fortalecimiento operacional de la actividad térmica de Celsia en Colombia pues, en nuestra opinión, le permitirá estar más preparada para afrontar futuras temporadas de sequía y mitigar su efecto en sus finanzas. Este fortalecimiento se deriva principalmente del aseguramiento de las necesidades de gas de sus activos térmicos mediante la entrada en funcionamiento de la planta de regasificación de Cartagena (con la cual tienen un contrato de producción y almacenamiento por diez años para Zona Franca Celsia) y la firma de un contrato de opción de abastecimiento de gas por tres años para Merilétrica.

Otro aspecto que robustecería la operación del negocio de energía del grupo es el ajuste a la fórmula del precio de escasez que la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG) pretende realizar en 2017. Con base en la propuesta actual (resolución 252 de 2016), Celsia podría cubrir con el valor que reconoce el SIN a través de dicho precio su costo de generación térmica con gas natural licuado aún en un entorno similar al del último fenómeno de El Niño. Este escenario difiere ampliamente del observado en el primer trimestre de 2016, cuando la regulación vigente reconocía los costos de esta operación de manera parcial. Daremos seguimiento a la norma definitiva que emita la CREG en esta materia dada la importancia de esta variable para la compañía.

Los estados financieros de Odinsa de 2016 tuvieron cambios estructurales que generaron variaciones significativas frente a 2015 y limitan su comparabilidad. Las modificaciones más importantes fueron la consolidación de las cifras de ADN, BTA y La Pintada y la clasificación de sus inversiones de energía como operaciones discontinuas. Como resultado, la empresa dejó de contabilizar los ingresos provenientes de los activos energéticos que tenía en Chile y Panamá (\$289.144 millones en 2015), los cuales se venderán en 2017. Esta reducción la compensó con los ingresos extraordinarios por COP665.094

millones que la filial registró por la contabilización de las nuevas concesiones bajo el modelo del valor razonable. Esta última modificación no tuvo contraprestación en caja y aumentó temporalmente el margen EBITDA de la compañía a 71,7% en 2016 de 32,7% en 2015 (Tabla 5). En un ejercicio proforma en el que se elimina este efecto, esta ratio para 2016 sería de 44,4%.

Tabla 5. Composición del ingreso y EBITDA de Odinsa

	Real		
	2014	2015	2016
Ingresos	782.252	902.924	1.485.594
Crecimiento %	-10,5%	15,4%	64,5%
Concesiones viales	422.354	530.899	851.032
Crecimiento %	-46,2%	25,7%	101,5%
Concesiones aeroportuarias	0	20.755	100.544
Crecimiento %	N/A	N/A	384,4%
Otros y eliminaciones	359.898	351.269	534.018
	Real		
	2014	2015	2016
EBITDA	193.373	295.922	1.065.830
Crecimiento EBITDA %	-29,9%	53,0%	260,2%
Margen EBITDA	24,7%	32,8%	71,7%
Concesiones viales	168.659	156.686	378.686
Crecimiento %	-43,3%	-7,1%	141,7%
Margen EBITDA	39,9%	29,5%	44,5%
Participación EBITDA	87,2%	52,9%	35,5%
Concesiones aeroportuarias	0	29.295	82.222
Crecimiento %			180,7%
Margen EBITDA		141,1%	81,8%
Participación EBITDA	0,0%	9,9%	7,7%
Otros y eliminaciones	24.714	109.940	604.922

Fuente: Odinsa. Cifras en millones de COP.

En 2017, los ingresos del negocio de concesiones de GA aumentarían por la incorporación de un año completo de resultados de los proyectos sobre los que adquirieron control 2016 y nuestra expectativa de que sus concesiones en operación mantendrán el buen comportamiento de tráfico de los últimos años. No obstante, esperamos presiones temporales en su margen EBITDA en 2017 y 2018 debido a los mayores costos que tendrá que asumir para la construcción de La Pintada y Malla Vial del Meta. Estimamos que en 2019 este indicador retorne a un nivel similar al de 2015 producto de la maduración de los proyectos que tiene Odinsa y la consolidación de los resultados de Opain.

Monitorearemos la evolución de los dos tribunales de arbitramento que Odinsa tiene abiertos sobre las concesiones de Autopistas del Café y Concesión Vial de los Llanos dada la importancia estratégica de estos activos para la entidad y para el grupo. El primero lo convocó la Agencia Nacional de Infraestructura – ANI y busca dirimir las diferencias respecto al cumplimiento de las condiciones para dar por terminado el contrato de concesión. El segundo fue interpuesto por la Concesión Vial de Los Llanos para revisar con la ANI el alcance y viabilidad del proyecto dado el impacto que la caída en los precios del petróleo tuvo en las estimaciones de tráfico de esta concesión.

Durante 2016, GA mantuvo el desempeño favorable de su negocio inmobiliario y consolidó alianzas estratégicas claves para el crecimiento futuro de su negocio de puertos como la que logró con APM Terminals para operar la terminal de carga

de Cartagena. En cuanto a la primera inversión, los ingresos de su línea de urbanismo crecieron 14,1% debido a la mayor venta de lotes urbanizados. Pactia, el fondo de capital privado que el grupo creó en alianza con Concreto, consolidó en su primer año de operación un portafolio de activos diversificado con participación en cinco segmentos: comercio, industria, oficinas, hoteles y autoalmacenamiento. Destacamos la vinculación del Fondo de Pensiones Protección como socio con un aporte de hasta COP600.000 millones, recursos que utilizaría para apalancar su plan de expansión y que reducen los compromisos futuros de capital del conglomerado. Una vez Protección complete su aporte en 2018, la participación del GA en el fondo disminuiría a cerca del 32% de 44,06% en 2016. Esperamos que el grupo mantenga estos resultados positivos en el mediano plazo, si bien los ingresos de estos negocios representan menos del 5% de sus ingresos totales.

En 2016 el endeudamiento bruto consolidado del grupo creció 14,49% como resultado de la adquisición de un crédito puente por US\$534 millones por parte de CA para financiar la compra de la planta de Martinsburg y la adición a la deuda de Odinsa de las obligaciones financieras de BTA y ADN (COP800.000 millones aproximadamente). El GA compensó este aumento en su endeudamiento con un incremento del 37,4% de su EBITDA, de manera que la relación deuda neta/EBITDA consolidada disminuyó a 3,66x en 2016 de 4,39x en 2015. La mejora de este indicador superó la que estimábamos en nuestra anterior revisión pues el negocio de energía se recuperó a un ritmo mayor al que habíamos previsto.

En 2017 y 2018 Odinsa y Celsia ejecutarán inversiones por COP2,8 billones para la construcción de las concesiones 4G adjudicadas a la primera y el desarrollo de los proyectos de distribución y de nuevos negocios de la segunda. De acuerdo con nuestras proyecciones, el financiamiento de estos gastos de capital (capex) incrementará el endeudamiento consolidado que llevará a que la relación deuda neta /EBITDA del grupo se ubique entre 3,5x y 4x durante estos años. Para 2019 esperamos que este indicador esté entre 3x y 3,5x producto del impacto positivo que la entrada en operación de estos proyectos tendrá en el EBITDA de los negocios de concesiones y energía. En esta materia, daremos seguimiento a la efectividad de la estrategia de optimización de sus inversiones que GA está llevando a cabo con sus filiales pues podría tener un efecto favorable en el nivel de apalancamiento del grupo, el cual es uno de los principales limitantes de su calificación.

Respecto al negocio de cemento, esperamos que sus indicadores de apalancamiento mejoren en 2017 por el pago del crédito puente que contrató en 2016 y las menores necesidades de inversión que tendría por su decisión de posponer el proyecto de expansión de su planta de Sogamoso en Colombia. Destacamos que a abril de 2017 CA había desinvertido la mayor parte de los activos no estratégicos que tiene destinados para cubrir el crédito mencionado y estaba implementando tecnologías livianas en sus procesos de producción para aumentar su capacidad con menores requerimientos de capex.

La adquisición del control de algunos activos en el exterior y la compra de otros se reflejaron en un incremento de la participación en la deuda consolidada de las obligaciones denominadas en monedas extranjeras a 58,1% en 2016 de 51% en 2015. Estimamos que en 2017 esta participación retorne a valores cercanos al 50% una vez CA cubra la totalidad de su crédito puente.

El grupo mitiga su exposición al riesgo de tipo de cambio mediante la cobertura natural que le generan sus inversiones en Estados Unidos y Centroamérica. Gracias a su buen desempeño, estas operaciones pasaron a aportar cerca del 50% del EBITDA consolidado en 2016 en comparación con el 30% que representaban en 2013. Adicionalmente, tanto el conglomerado como sus filiales efectúan un análisis individual continuo de sus activos y pasivos en dólares con el cual determinan su posición neta y realizan coberturas mediante derivados financieros cuando lo requieren.

Si bien la generación de recursos propios consolidada de GA ha tenido una tendencia creciente durante los últimos años, no ha sido suficiente para cubrir sus requerimientos de CAPEX debido al agresivo plan de inversiones y adquisiciones que este ha desarrollado. En consecuencia, el grupo ha registrado flujos de caja libre consolidados (FCL) negativos de forma continua desde 2013. Aunque no esperamos cambios en esta situación dada la búsqueda permanente de oportunidades de expansión para sus negocios estratégicos, no consideramos que genere un riesgo de liquidez para el GA pues su flexibilidad financiera le permite acceder a diferentes fuentes de recursos para financiar estas inversiones.

GA y sus filiales cuentan con políticas de gobierno corporativo claras y definidas, aspecto que ponderamos positivamente. Además, comparten continuamente información de su desempeño y estrategia con sus accionistas e inversionistas a través de su página web y de teleconferencias trimestrales. Su política de relacionamiento entre empresas vinculadas se encuentra bajo el marco regulatorio definido en el Código de Mejores Prácticas Corporativas de la Superintendencia Financiera de Colombia.

II. OPORTUNIDADES Y AMENAZAS

Qué podría llevarnos a subir la calificación

BRC Investor Services S.A. SCV identificó las siguientes oportunidades que podrían mejorar la calificación actual:

- La utilización continúa de fuentes de financiación alternativas por parte del grupo y sus filiales para apalancar su 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 alcance de las sinergias esperadas por el emisor y sus filiales de sus programas BEST y SUMMA.
- La resolución favorable de los desafíos que enfrenta cada uno de sus negocios estratégicos.

Qué podría llevarnos a bajar la calificación

BRC Investor Services S.A. SCV identificó los siguientes aspectos de mejora y/o seguimiento de la compañía y/o de la industria que podrían afectar la calificación actual:

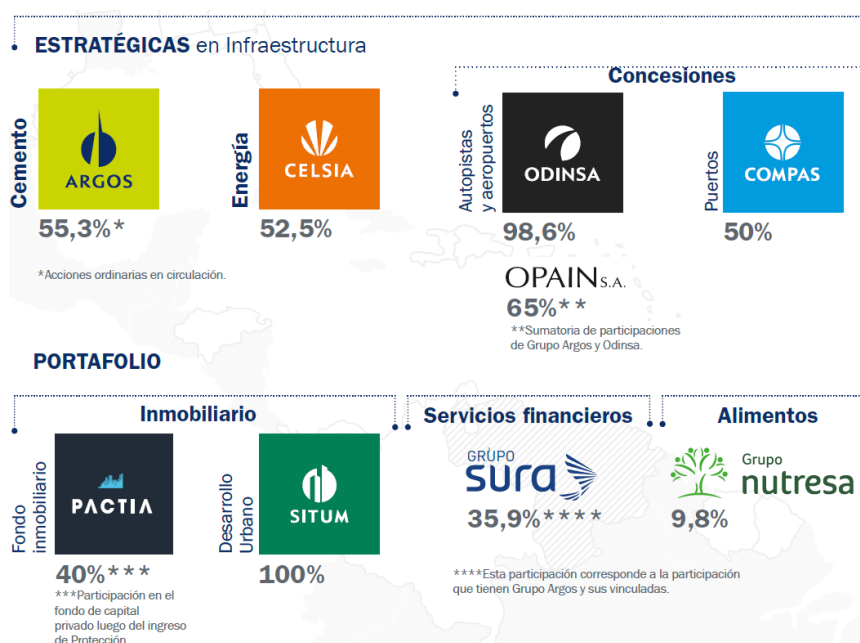
- El incremento del endeudamiento consolidado de forma que la relación deuda neta/EBITDA supere las 4x de manera sostenida.
- Los retrasos en el desarrollo de los proyectos de 4G que impacten significativamente el cumplimiento de las proyecciones de ingresos y EBITDA de Cementos Argos.
- Los fallos desfavorables de los tribunales de arbitramento que Odinsa tiene abiertos.
- Los retrasos en el desarrollo de las obras de los proyectos en construcción adjudicados a Odinsa que generen demoras en la entrega de las unidades funcionales y, por ende, en la recepción de los ingresos.
- El deterioro del nivel de liquidez de la organización.

III. EL EMISOR Y SU ACTIVIDAD

Grupo Argos es un conglomerado con inversiones sostenibles en el sector de la infraestructura en las siguientes industrias: cemento (Cementos Argos), energía (Celsia, calificación 'AA+' asignada por BRC) y concesiones viales y aeroportuarias (Odinsa). Además de sus negocios estratégicos, GA participa en el negocio de puertos (Compas), es socio de un fondo inmobiliario (Pactia), posee bancos de tierras para el desarrollo urbano (Situm) y cuenta con un sólido portafolio de inversiones en el sector financiero y de alimentos (ver Gráfico 2).

Su domicilio es en Medellín, Colombia. A través de sus negocios, tiene presencia en 18 países y territorios: Colombia, Estados Unidos, Panamá, Honduras, República Dominicana, Haití, Guayana Francesa, Surinam, Antigua, San Martín, Santo Tomás, Curazao, Puerto Rico, Venezuela, Costa Rica, Chile, Ecuador y Aruba.

Gráfico 2
Composición del portafolio de inversiones de Grupo Argos a cierre de 2016

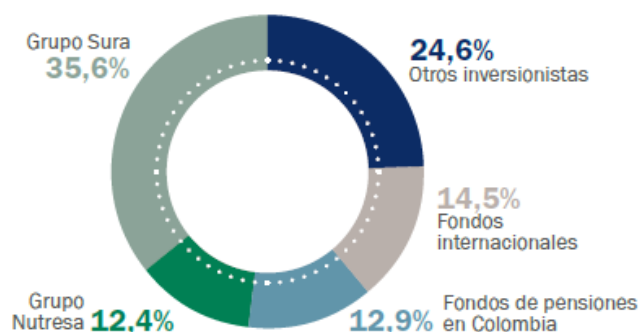


Fuente: Grupo Argos

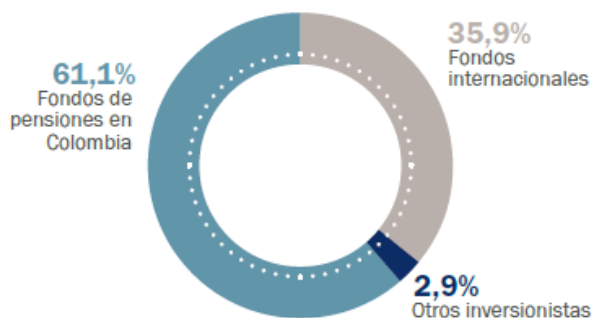
Los principales accionistas de GA son Grupo Nutresa y Grupo Sura (ver Gráfico 3), compañías especializadas en el sector de alimentos y financiero, respectivamente. Estas tres entidades mantienen propiedades accionarias cruzadas entre sí, las cuales forman parte del portafolio no estratégico de Grupo Argos (ver Gráfico 2). El buen desempeño de los negocios del grupo ha incrementado el interés de inversionistas institucionales tanto en las acciones ordinarias como en las preferenciales. Entre estos se destacan los fondos de pensiones y los fondos extranjeros.

Gráfico 3
Composición accionaria Grupo Argos

Acciones ordinarias



Acciones preferenciales



Fuente: Grupo Argos. Corresponde a las acciones ordinarias.

La estructura organizacional de GA la encabeza la Asamblea de Accionistas, que se reúne de forma ordinaria una vez al año. Le sigue la Junta Directiva, compuesta por siete miembros, todos principales, de los cuales cinco cumplen con los criterios de independencia establecidos tanto en la ley colombiana como en el Código de Buen Gobierno del grupo. La Junta tiene tres comités de apoyo (Auditoría, Finanzas y Riesgos; Sostenibilidad y Gobierno Corporativo; y Nombramientos y Remuneraciones), se reúne cada dos meses y sus integrantes los elige la Asamblea para periodos de dos años.

Negocios estratégicos

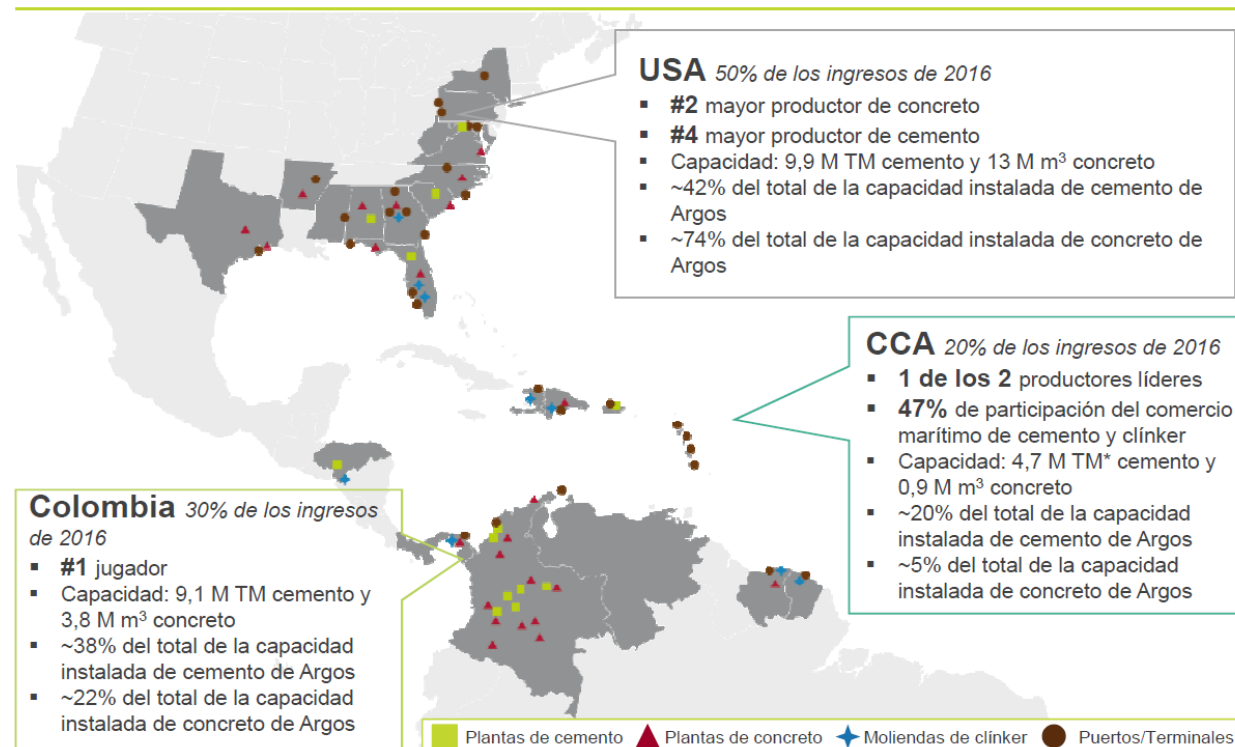
Cementos Argos S.A.

Es la filial más antigua del grupo con más de 80 años de existencia. Su objeto social principal es la explotación de la industria del cemento, concreto y derivados. Participa en tres regiones: Colombia, Centroamérica (Panamá, Honduras y Guayana Francesa principalmente) y en el sureste de Estados Unidos (ver Gráfico 4). A diciembre de 2016 tenía una capacidad instalada de 23,7 millones de toneladas métricas de cemento y 17,7 millones de metros cúbicos de cemento.

Celsia S.A. ESP

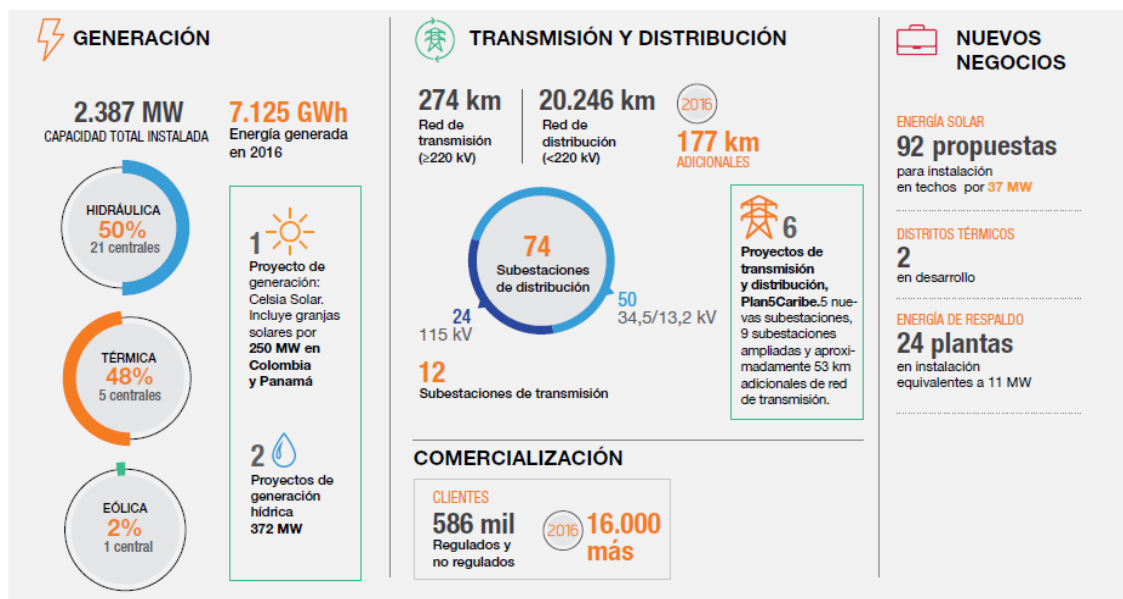
Su objeto social es la prestación de los servicios públicos de generación y comercialización de energía eléctrica. A diciembre de 2016 Celsia ocupaba el cuarto lugar en la actividad de generación (capacidad instalada en MW) y el quinto en la de distribución (demanda por Operador de Red en GWh) en el mercado eléctrico colombiano y era el segundo generador de Panamá y el quinto de Costa Rica (ver Gráfico 5).

Gráfico 4
Distribución de los activos de Cementos Argos por regional



Fuente: Cementos Argos.

Gráfico 5
Distribución de los activos de Celsia

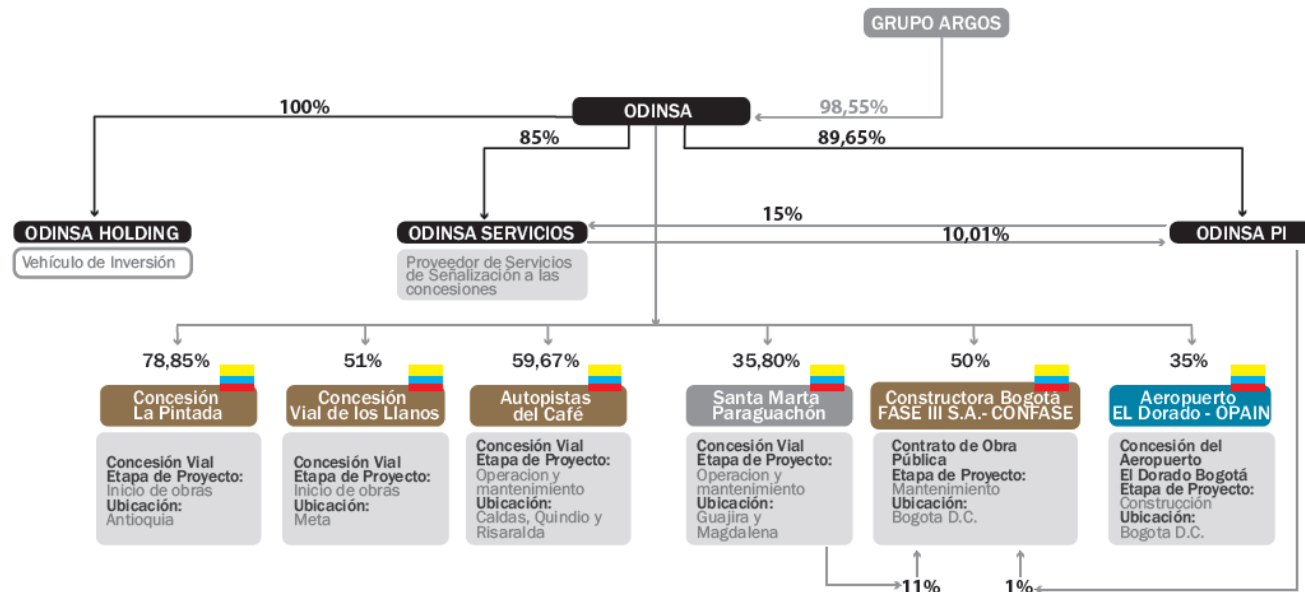
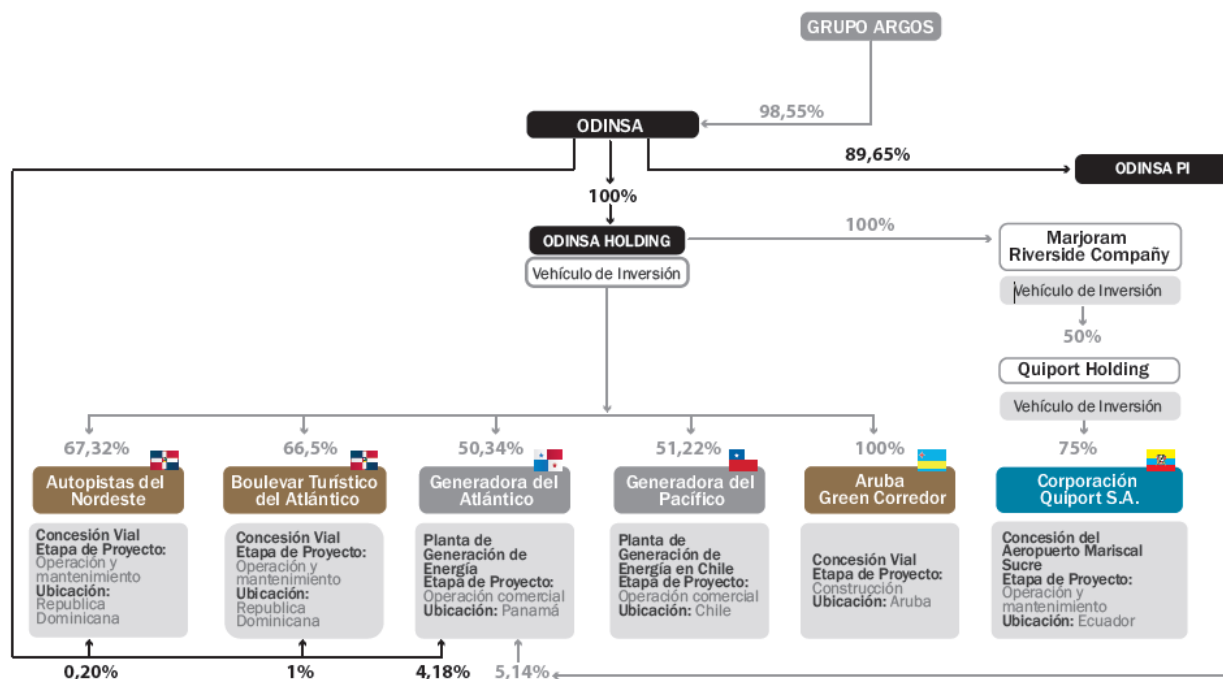


Fuente: Celsia.

Odinsa S.A.

Odinsa S.A. es una organización dedicada a la estructuración, gestión y desarrollo de proyectos de infraestructura de concesiones viales y aeroportuarias. GA la adquirió en septiembre de 2015. A diciembre de 2016 tenía inversiones en activos energéticos (una planta térmica en Chile y otra en Panamá) y en puertos (participación accionaria en el puerto de Barranquilla) que vendió durante el primer semestre de 2017.

Gráfico 6
Distribución de los activos de Odinsa
Proyectos en Colombia

**Proyectos en el exterior**

Fuente: Odinsa.

Negocios en desarrollo

Compas S.A.: Se creó en diciembre de 2012 como resultado de la fusión del área de puertos de GA con el fondo de inversión Southern Port Holding Corp, cada uno con una participación del 50%. La compañía consolida con el grupo a través del método de participación patrimonial. Su control es compartido y las decisiones se toman de manera conjunta.

La entidad presta servicios logísticos integrados al comercio exterior en Colombia, Panamá y Estados Unidos a través de nueve puertos, seis nacionales (Tolú, Barranquilla, Buenaventura, Cartagena Buenavista y Tamalameque), dos en el exterior (Panamá y Houston- Texas) y uno en desarrollo (el puerto Aguadulce de Buenaventura) con una capacidad de transporte de 13 millones de toneladas. Cuenta con tres unidades de negocio: graneles alimenticios, carbón y líquidos, y contenedores y carga general.

Urbanismo: Este negocio consolida 100% de sus cifras con el grupo. Su objetivo es realizar desarrollos horizontales de tierra a través de infraestructura vial, redes de servicios públicos, zonas verdes, entre otros. Su portafolio de tierras está conformado por más de 2.500 hectáreas localizadas principalmente en Barranquilla y en la isla de Barú.

Pactia: Fondo inmobiliario creado en agosto de 2015 a partir de la alianza con Conconcreto. Tiene como objetivo el desarrollo y expansión de la línea de propiedades para la renta. A diciembre de 2016 contaba con COP2,5 billones y un área bruta arrendable de 435.000 m2. Tiene presencia en Colombia y Panamá a través de cinco líneas de negocio: comercio, industria, oficinas, hoteles y autoalmacenamiento.

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

La información financiera incluida en este reporte se basa en: 1) los estados financieros auditados (en NIIF para los años 2014, 2015 y 2016) de Grupo Argos (consolidado e individual) y de sus principales filiales, Cementos Argos S.A., Celsia S.A. ESP y Odinsa S.A., 2) los informes de gestión del grupo y sus filiales publicados en su página de inversionistas y 3) las proyecciones realizadas por el GA de los estados financieros del Grupo, la holding y sus filiales para el periodo 2017-2019.

BRC Investor Services 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.

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](#).

IV. ANEXOS

Anexo 1. Estados Financieros (millones de COP)

	NIIF			Análisis Vertical			Análisis Horizontal			
	NIIF			NIIF			COLGAAP		NIIF	
Balance General	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
ACTIVOS										
Disponible e Inv. Negociables	892.198	1.685.187	1.921.472	2,6%	4,0%	4,3%	4,0%	-13,4%	88,9%	14,0%
Efectivo de uso restringido	103.309	0	0	0,3%	0,0%	0,0%				
Deudores clientes	1.530.058	2.073.712	2.355.898	4,5%	4,9%	5,3%	5,9%	35,5%	35,5%	13,6%
Otros deudores	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	20,3%	42,2%		
Inventarios	650.462	902.218	1.069.615	1,9%	2,1%	2,4%	6,6%	54,1%	38,7%	18,6%
Gastos pagados por anticipado	196.951	266.056	198.478	0,6%	0,6%	0,4%	-36,1%	179,0%	35,1%	-25,4%
Activos por impuestos	0	398.432	351.354	0,0%	0,9%	0,8%				-11,8%
Otros activos corrientes	363.641	247.534	354.775	1,1%	0,6%	0,8%			-31,9%	43,3%
Total Activo Corriente	3.736.619	5.573.139	6.251.592	10,9%	13,2%	14,0%	6,3%	18,5%	49,1%	12,2%
Deudores neto	52.726	281.064	2.560.227	0,2%	0,7%	5,7%	-87,8%	746,4%	433,1%	810,9%
Inventarios	29.508	24.146	42.583	0,1%	0,1%	0,1%	-1,4%	-100,0%	-18,2%	76,4%
Inversiones permanentes, neto	6.933.098	11.057.388	9.925.907	20,2%	26,3%	22,2%	-4,0%	-16,4%	59,5%	-10,2%
PPE neto	15.566.951	17.087.909	18.258.476	45,4%	40,6%	40,8%	5,5%	52,6%	9,8%	6,9%
Diferidos e Intangibles Neto	3.826.948	4.842.947	4.638.553	11,2%	11,5%	10,4%	42,4%	38,0%	26,5%	-4,2%
Propiedades de inversión	1.721.516	2.403.554	2.273.994	5,0%	5,7%	5,1%			39,6%	-5,4%
Otros activos	2.432.118	810.254	798.242	7,1%	1,9%	1,8%	-8,9%	-28,3%	-66,7%	-1,5%
Valorizaciones, neto	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	-5,0%	8,1%		
Total Activo No Corriente	30.562.865	36.507.262	38.497.982	89,1%	86,8%	86,0%	1,8%	24,3%	19,4%	5,5%
				0,0%	0,0%	0,0%				
TOTAL ACTIVOS	34.299.484	42.080.401	44.749.574	100,0%	100,0%	100,0%	2,3%	23,6%	22,7%	6,3%
PASIVO										
Obligaciones financieras C.P	1.594.526	3.264.839	3.407.874	4,6%	7,8%	7,6%	-48,8%	136,2%	104,8%	4,4%
Bonos y papeles comerciales	469.157	410.660	760.339	1,4%	1,0%	1,7%	-28,9%	14,9%	-12,5%	85,2%
Proveedores y Cuentas por pagar	1.294.765	1.879.441	1.567.365	3,8%	4,5%	3,5%	2,4%	62,6%	45,2%	-16,6%
Impuestos gravámenes y tasas	300.784	264.623	169.270	0,9%	0,6%	0,4%	65,6%	-31,0%	-12,0%	-36,0%
Obligaciones laborales	135.448	184.662	202.657	0,4%	0,4%	0,5%	31,6%	30,2%	36,3%	9,7%
Pasivos estimados y prov.	99.531	306.213	328.471	0,3%	0,7%	0,7%	2,4%	-5,0%	207,7%	7,3%
Otros pasivos corrientes	159.745	472.475	775.143	0,5%	1,1%	1,7%	-100,0%		195,8%	64,1%
Pasivos Corrientes	4.053.956	6.782.913	7.211.119	11,8%	16,1%	16,1%	-21,1%	51,0%	67,3%	6,3%
Obligaciones financieras L.P	3.077.275	4.988.915	6.363.559	9,0%	11,9%	14,2%	-36,9%	164,5%	62,1%	27,6%
Bonos en circulación	4.658.796	4.590.566	4.644.438	13,6%	10,9%	10,4%	24,1%	50,9%	-1,5%	1,2%
Bonos Convertibles en Acciones	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	-7,3%	-22,4%		
Impuestos gravámenes y tasas	1.233.745	1.831.534	1.580.512	3,6%	4,4%	3,5%	-100,0%		48,5%	-13,7%
Obligaciones Laborales	381.203	369.072	440.950	1,1%	0,9%	1,0%	-4,0%	-4,8%	-3,2%	19,5%
Cuentas por Pagar	18.579	56.780	319.950	0,1%	0,1%	0,7%	-27,4%	-37,9%	205,6%	463,5%
Otros pasivos	488.569	486.532	554.450	1,4%	1,2%	1,2%	-0,9%	273,1%	-0,4%	14,0%
Pasivos No Corrientes	9.858.167	12.323.399	13.903.859	28,7%	29,3%	31,1%	-2,7%	63,5%	25,0%	12,8%
TOTAL PASIVO	13.912.123	19.106.312	21.114.978	40,6%	45,4%	47,2%	-10,0%	59,2%	37,3%	10,5%
Total Patrimonio	14.226.700	14.929.945	15.606.828	41,5%	35,5%	34,9%	-2,7%	11,0%	4,9%	4,5%
Interes de la minoría	6.160.661	8.044.144	8.027.768	18,0%	19,1%	17,9%	38,4%	3,6%	30,6%	-0,2%
Pasivo + Patrimonio	34.299.484	42.080.401	44.749.574	100,0%	100,0%	100,0%	2,3%	23,6%	22,7%	6,3%

Estado de Resultados	NIIF			Análisis Vertical			Análisis Horizontal			
	NIIF			NIIF			COLGAAP		NIIF	
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
Ingresos operacionales	9.296.289	12.700.304	14.552.884	100,0%	100,0%	100,0%	14,2%	16,9%	36,6%	14,6%
Cementos y concreto	5.831.489	7.912.003	8.517.382	62,7%	62,3%	58,5%	13,4%	17,4%	35,7%	7,7%
Energía	2.588.484	3.691.698	3.794.910	27,8%	29,1%	26,1%	17,7%	8,7%	42,6%	2,8%
Concesiones	0	294.360	1.078.655	0,0%	2,3%	7,4%				266,4%
Negocio inmobiliario	62.125	402.367	369.381	0,7%	3,2%	2,5%	57,7%	10,3%	547,7%	-8,2%
Ingresos actividad financiera	0	171.448	678.501	0,0%	1,3%	4,7%				295,7%
Part. Neta en asociadas	750.929	319.722	539.998	8,1%	2,5%	3,7%	-19,1%	120,3%	-57,4%	68,9%
Otros y eliminaciones	63.262	-91.294	-425.943	0,7%	-0,7%	-2,9%	-26,5%	140,4%	-244,3%	366,6%
Costo de ventas	6.576.237	9.724.072	10.431.473	70,7%	76,6%	71,7%	13,0%	17,1%	47,9%	7,3%
CV bienes y servicios	5.827.994	8.711.580	8.983.405	62,7%	68,6%	61,7%	13,5%	19,3%	49,5%	3,1%
DA del Costo de Ventas	470.888	754.303	854.885	5,1%	5,9%	5,9%	7,9%	-6,4%	60,2%	13,3%
CV Actividad financiera	256.838	99.465	462.263	2,8%	0,8%	3,2%			-61,3%	364,7%
CV Negocio inmobiliario	20.517	158.724	130.920	0,2%	1,2%	0,9%			673,6%	-17,5%
Utilidad Bruta	2.720.052	2.976.232	4.121.411	29,3%	23,4%	28,3%	17,5%	16,3%	9,4%	38,5%
GO (Admon y Ventas)	908.042	1.095.902	1.255.001	9,8%	8,6%	8,6%	9,1%	22,1%	20,7%	14,5%
DA Gastos	90.557	44.299	219.069	1,0%	0,3%	1,5%	-2,7%	32,7%	-51,1%	394,5%
Otros ingresos/egresos	58.281	0	0	0,6%	0,0%	0,0%			-100,0%	
Impuesto a la riqueza	0	106.268	100.869							-5,1%
Utilidad Operacional	1.663.172	1.729.763	2.546.472	17,9%	13,6%	17,5%	23,8%	12,5%	4,0%	47,2%
Otros Ingresos	162.977	59.075	112.604	1,8%	0,5%	0,8%	-29,4%	9,5%	-63,8%	90,6%
Financieros	121.425	48.328	106.227	1,3%	0,4%	0,7%	4,4%	-12,7%	-60,2%	119,8%
Dividendos y Participaciones	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	-14,6%	3,3%		
Diferencia en Cambio	41.552	10.747	6.377	0,4%	0,1%	0,0%	-32,7%	176,8%	-74,1%	-40,7%
Otros	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%	-34,3%	7,3%		
Otros Gastos	524.550	892.324	1.194.640	5,6%	7,0%	8,2%	-16,9%	18,2%	70,1%	33,9%
Financieros	524.550	638.258	1.039.415	5,6%	5,0%	7,1%	-15,4%	14,5%	21,7%	62,9%
Diferencia en Cambio	0	35.573	1.632	0,0%	0,3%	0,0%				-95,4%
Otros	0	218.493	153.593	0,0%	1,7%	1,1%	-19,3%	24,3%		-29,7%
Utilidad antes de Imptos	1.301.599	896.514	1.464.436	14,0%	7,1%	10,1%	24,7%	8,2%	-31,1%	63,3%
Impuestos Totales	371.546	248.195	332.434	4,0%	2,0%	2,3%	160,0%	-1,1%	-33,2%	33,9%
Utilidad/pérdida oper. discontinuas	384	0	0							
Utilidad Neta	930.437	648.319	1.132.002	10,0%	5,1%	7,8%	-5,7%	13,9%	-30,3%	74,6%
Part. Intereses minoritarios	409.304	321.489	542.536	4,4%	2,5%	3,7%	2,0%	2,5%	-21,5%	68,8%
Participación controladora	521.133	326.830	589.466							
EBITDA	2.224.617	2.634.633	3.620.426	23,9%	20,7%	24,9%	18,0%	8,7%	18,4%	37,4%

DA: Depreciaciones y Amortizaciones

FLUJO DE EFECTIVO	NIIF		
	2014	2015	2016
Utilidad Neta	930.437	648.319	1.132.002
Ajuste para conciliar la utilidad neta con el efectivo neto provisto por actividades de operación	1.325.692	1.660.885	1.189.541
Efectivo generado en la operación	2.256.129	2.309.204	2.321.543
Cambios en activos y pasivos operacionales	-143.459	-284.261	-631.719
Efectivo neto provisto por actividades operacionales	2.112.670	2.024.943	1.689.824
Movimiento PPE	-4.068.838	-862.477	-806.352
Movimiento inversiones permanentes	0	11.359	116.488
Diferidos	-29.412	-12.097	-212.106
Otros	232.228	-1.255.773	-1.203.393
Efectivo neto después de actividades de inversión	-1.753.352	-94.045	-415.539
Dividendos neto	-349.234	-509.997	-549.914
Variación obligaciones financieras	2.849.857	1.239.127	1.915.494
Gastos financieros neto	-331.481	-683.327	-1.052.142
Otros	-151.558	737.922	338.386
Flujo de caja no operacional	2.017.584	783.725	651.824

Indicadores financieros

RENTABILIDAD	2014	2015	2016
Ventas Netas	9.296.289	12.700.304	14.552.884
EBITDA	2.224.617	2.634.633	3.620.426
Crecimiento de Ventas	21,8%	36,6%	14,6%
Crecimiento EBITDA	16,7%	18,4%	37,4%
Margen Bruto	29,3%	23,4%	28,3%
Margen Operacional	17,9%	13,6%	17,5%
Margen Neto	10,0%	5,1%	7,8%
Margen EBITDA	23,9%	20,7%	24,9%
Ventas/ Activos	27,1%	30,2%	32,5%
ROA	2,7%	1,5%	2,5%
ROE	6,5%	4,3%	7,3%

ACTIVIDAD	2014	2015	2016
KTNO	885.755	1.096.489	1.858.148
Productividad KTNO (Ventas/ KTNO)	10,50	11,58	7,83
Rot CxC	59	59	58
Rot CxP	74	71	57
Rot Inventarios	37	34	39
Ciclo de efectivo	22	22	40

Liquidez	2014	2015	2016
Efectivo	995.507	1.685.187	1.921.472
Razon Corriente	0,92	0,82	0,87
Prueba Ácida	0,76	0,69	0,72

Endeudamiento	2014	2015	2016
Deuda bruta	9.799.754	13.254.980	15.176.210
Deuda neta	8.804.247	11.569.793	13.254.738
Deuda de CP (Monto)	2.063.683	3.675.499	4.168.213
Deuda de CP (%)	21,06%	27,73%	27,47%
Deuda de LP	7.736.071	9.579.481	11.007.997
Deuda de LP (%)	78,94%	72,27%	72,53%
Deuda /Patrimonio	68,9%	88,8%	97,2%
Deuda fin. / Pasivo Total	70,44%	69,37%	71,87%
Apalancamiento (Pasivo/ Patrimonio)	0,98	1,28	1,35

Coberturas	2014	2015	2016
Intereses/ Ventas	5,64%	5,03%	7,14%
EBITDA / Intereses	4,24	4,13	3,48
EBITDA / Deuda Fra.	0,23	0,20	0,24
Deuda bruta / EBITDA	4,41	5,03	4,19
Deuda neta/ EBITDA	3,96	4,39	3,66
Servicio de la deuda	524.550	638.258	1.039.415
FCO/ Serv Deuda	4,03	3,17	1,63
Ebitda/ Serv Deuda	4,24	4,13	3,48

Anexo 2. Impacto adopción política de valor razonable a nivel consolidado

COP\$ millones	2016	2015	2014
Aumento por actualización de valor razonable	100.735	84.639	76.854
Devolución depreciaciones/Incremento deterioro PI	(25.533)	(41.848)	230
Cambio en utilidad/pérdida de propiedades de inversión	(2.393)	-	-
Impuesto diferido	(9.850)	(4.632)	(13.620)
Total efecto cambio de política	62.959	38.159	63.464

Cálculos: GA. Cifras en millones de COP

V. MIEMBROS DE 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