

Reporte de calificación

PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS Y/O PAPELES COMERCIALES DE GRUPO ARGOS S.A

Comité Técnico: 7 de mayo de 2021
Acta número: 1914

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

PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS Y/O PAPELES COMERCIALES DE GRUPO ARGOS S.A

CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS

Títulos:	Bonos Ordinarios
Emisor:	Grupo Argos S.A.
Monto calificado:	Dos billones trecientos cincuenta mil millones de pesos colombiano (COP2.350.000.000.000)
Monto colocado:	Un billón ochocientos mil millones de pesos colombianos (COP1.800.000.000.000)
Monto vigente:	Un billón noventa y cuatro mil, cuatrocientos veintidós mil millones (COP1.094.422.000.000)
Fecha de Emisión y Colocación:	10 de septiembre de 2014 y 28 de agosto de 2019

Características de los bonos:								
	Monto COP mn	Saldo de la deuda COP mn	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo (años)	Tipo Indicador (interés de referencia)	Spread	Pago de intereses
	108,365	0	10/09/2014	10/09/2016	2	DTF	0.87%	Trimestre vencido
	132,250	0	10/09/2014	10/09/2017	3	IBR01	1.81%	Mes vencido
	114,963	0	10/09/2014	10/09/2019	5	IPC12	3.10%	Trimestre vencido
	254,318	254,318	10/09/2014	10/09/2024	10	IPC12	3.95%	Trimestre vencido
	390,104	390,104	10/09/2014	10/09/2029	15	IPC12	4.24%	Trimestre vencido
	123,500	123,500	28/08/2019	28/08/2022	3	T.F	5.78%	Trimestre vencido
	157,965	157,965	28/08/2019	28/08/2025	6	IPC12	2.44%	Trimestre vencido
	168,535	168,535	28/08/2019	28/08/2034	15	IPC12	3.20%	Trimestre vencido
	136,500	136,500	28/10/2020	28/10/2027	7	IPC	2.65%	Trimestre vencido

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.

Resumen

- Confirmamos la calificación de deuda de largo plazo de los bonos de AA+ y de BRC1+ de los papeles comerciales emitidos por Grupo Argos S.A. Asignamos perspectiva positiva.
- La confirmación de la calificación considera la adecuada capacidad de pago de Grupo Argos en escenarios adversos como el de 2020. Esto, producto de la toma de decisiones rápidas de la organización en relación con sus operaciones y de su fácil acceso al sector financiero y al mercado de capitales a través de estructuras innovadoras como el canje de bonos.
- La perspectiva positiva considera nuestras proyecciones de una recuperación de los indicadores de apalancamiento a niveles de 3x (veces) en los siguientes dos años, lo que responde a un desempeño favorable del EBITDA, impulsado por los negocios de cemento y energía, aunado a bajos crecimientos en los niveles de deuda.

PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS Y/O PAPELES COMERCIALES DE GRUPO ARGOS S.A.

- Nuestro escenario de proyección supone una recuperación paulatina de las economías donde participa Grupo Argos. Esto cobra relevancia teniendo en cuenta la incertidumbre que identificamos en el desempeño de los países latinoamericanos y en particular en Colombia, en donde la economía podría verse impactada por posibles eventos de rebrote del virus y por la actual situación social.
- BRC revisará la calificación en la medida que los eventos actuales tengan impactos de largo plazo sobre los resultados de la compañía.

Acción de Calificación

Bogotá, 7 de mayo de 2021.- El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión periódica confirmó las calificaciones de deuda de largo plazo de los bonos de AA+ y de BRC1+ para los papeles comerciales emitidos por Grupo Argos S.A. Además, asignó perspectiva positiva.

Fundamentos de la calificación:

La propagación de la pandemia de COVID-19 y las medidas para contenerla afectaron los resultados de Grupo Argos, lo cual evidenciamos en la mayor parte de las compañías calificadas. Como respuesta a la coyuntura, GA implementó un plan de choque oportuno, que le permitió mantener niveles de liquidez adecuados para cumplir con sus compromisos de operación, financieros y ante sus accionistas.

Al cierre de 2020 la organización reportó una reducción del margen EBITDA a niveles del 24%, desde el 28%, promedio anual, de 2018 y 2019. Esto generó un incremento del apalancamiento hacia las 4,2x (veces), valor que fue cercano a nuestras estimaciones del año anterior y que se reduciría hacia las 3x en los siguientes dos años. Esta proyección respalda la asignación de la perspectiva positiva.

Nuestras proyecciones incluyen los siguientes supuestos:

- Ingresos entre \$15 billones de pesos colombianos (COP) y COP16 billones. Esto representa un incremento en torno al 5% entre 2021 y 2023.
- Un crecimiento paulatino del EBITDA a niveles de COP5 billones en 2023. Estas expectativas consideran el incremento de los ingresos y los beneficios asociados a las eficiencias operativas estructurales que logró la organización en 2020.

La senda de desapalancamiento proyectada para la organización se fundamenta en una recuperación de la rentabilidad en torno al 30% y un nivel de endeudamiento cercano a los COP15 billones. La resolución de la perspectiva positiva dependerá del cumplimiento de nuestras proyecciones en términos de la generación de EBITDA, y del monto de la deuda en los siguientes 12 a 18 meses.

Nuestras proyecciones ponderan la continuidad en la senda de recuperación económica de las economías donde participa Grupo Argos. No obstante, identificamos factores que podrían impactar esta dinámica, en especial en América Latina, tales como cuarentenas estrictas, producto de nuevas olas del virus. En el caso particular de Colombia, además de los posibles eventos de rebrote, la economía podría verse afectada por la crisis social evidenciada en las últimas semanas. Aunque consideramos que existen elementos que mitigan el impacto desfavorable que estos eventos puedan tener sobre los resultados de GA, daremos seguimiento cercano a su evolución y al efecto que esto pueda tener sobre nuestra opinión de riesgo de crédito y particularmente sobre la perspectiva asignada.

Una de las principales fortalezas de GA es la diversificación que mantiene por tipo de negocio y geografía. De esta forma, la magnitud del impacto de 2020 fue diferente para cada uno de los negocios y, en este mismo sentido, lo será la velocidad de recuperación a niveles anteriores a la pandemia.

PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS Y/O PAPELES COMERCIALES DE GRUPO ARGOS S.A.

Para el caso del negocio de cementos, 2020 evidenció un contraste en términos de ventas. En el segundo trimestre los volúmenes cayeron 15% y 19% en cemento y concreto, respectivamente, producto de las cuarentenas estrictas en América Latina y algunas condiciones climáticas en Estados Unidos. La reapertura gradual de las economías promovió una mejor dinámica de los ingresos en el segundo semestre del año; así, la caída en el volumen de cemento se redujo a 9% y para el caso del concreto la tasa de decrecimiento se mantuvo en los niveles del segundo trimestre del año.

Con el fin de compensar los menores volúmenes de venta, la compañía implementó un plan de eficiencia operacional, que contribuyó a una generación de EBITDA cercana a los COP1.6 billones al cierre de 2020, lo que significó una reducción de 8,4% frente al año anterior. La caída de este indicador también la explican otros aspectos puntuales, como la venta de plantas en 2019, que tiene un impacto sobre la base de cálculo. Si se eliminan dichos efectos, el EBITDA habría crecido un 4,5%.

En los siguientes años el desempeño del negocio de cemento se beneficiaría por las políticas gubernamentales en términos de vivienda e incentivos a la infraestructura como medidas para reactivar las economías, en especial en Estados Unidos y Colombia. Una variable adicional que impulsaría la producción local, al menos en 2021, es el alto costo de los fletes, que desincentivaría la importación de materiales de construcción.

El negocio de energía evidenció una posición defensiva a las condiciones adversas del año anterior; producto de la mayor participación del EBITDA de Celsia en el negocio de distribución (cerca del 60%), cuyas características propias se traducen en flujos estables y predecibles. El EBITDA de la compañía, a cierre de 2020, fue cercano a los COP1.2 billones, lo que representó una caída marginal de 2% frente al año anterior.

En adelante Celsia, continuará su estrategia de expansión en el negocio de generación con tecnologías renovables, a través de la construcción de proyectos solares y eólicos. La compañía también mantendría su participación en el negocio de transmisión y distribución, con lo que podría participar en iniciativas gubernamentales similares al Plan 5 Caribe. Aunque estos proyectos representarían para 2021 y 2022 montos de inversión cercanos a los COP1.5 billones, promedio anual, el incremento de la deuda no sería en la misma proporción, pues algunos de estos proyectos se desarrollarían en conjunto con otros socios.

Odinsa, por su parte, registró la mayor afectación debido a su participación en el negocio de infraestructura aeroportuaria, reflejando una caída del 26% en el EBITDA de 2020. En contraste con el desempeño del sector aéreo, las concesiones viales fueron más resilientes y al cierre del año la mayor parte de las vías reportaron niveles de tráfico cercanos a los de 2019. Esta capacidad de adaptación también provino de los mecanismos contractuales de cada concesión para recuperar las pérdidas asociadas al menor tráfico entre marzo y agosto de 2020 y a la suspensión de cobro de peaje durante marzo y mayo del mismo año.

Proyectamos que la buena dinámica de tráfico vial evidenciada en el segundo semestre de 2020 podría verse impactada por los eventos de paro que se han dado entre abril y mayo en Colombia. No obstante, no prevemos aun problemas en las concesiones para cumplir con todas sus obligaciones. Por su parte, el tráfico aéreo se recuperaría totalmente entre 2023 y 2024, con un mayor dinamismo en los vuelos nacionales.

Un elemento que consideramos positivo es el acceso de Grupo Argos al mercado de capitales y al sector financiero, a través de mecanismos innovadores y que están en línea con la demanda del mercado. De esta manera, en 2020 el conglomerado llevó a cabo el primer canje de bonos y durante 2021 Cementos Argos y Grupo contrataron créditos cuya tasa de interés estará vinculada al cumplimiento de indicadores ambientales, sociales y de gobierno.

Liquidez

El plan de choque de Grupo Argos le permitió mantener niveles de liquidez adecuados durante la coyuntura. Este incorporó créditos de tesorería y eficiencias a nivel estructural, las cuales serán relevantes en la generación de flujo de caja operativo, que proyectamos en niveles de COP3 billones, promedio anual, para el periodo 2021-2023.

Con el fin de estimar los niveles de liquidez, proyectamos el indicador de fuentes sobre usos para los siguientes 12 a 24 meses. El indicador promedio anual de 1.15x evidencia la adecuada capacidad del grupo para cumplir con todos sus compromisos financieros y operativos.

Para este ejercicio asumimos, además del escenario de rentabilidad anteriormente descrito, los siguientes supuestos:

- El capex de mantenimiento.
- El pago de dividendos de acuerdo con las proyecciones de Grupo Argos.

Consideramos que GA tendría otras fuentes de liquidez en un evento de estrés como lo son:

- El acceso probado al mercado de capitales y al sector financiero, a través de cupos disponibles por COP2,4 billones de un total asignado de COP7,4 billones.
- El mecanismo de pago de dividendos en acciones, lo que le brinda cierta flexibilidad en escenarios de estrés.

Oportunidades y amenazas

Qué puede llevarnos a subir la calificación

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

- El uso de fuentes de financiación alternativas y estables para apalancar el plan de expansión sin presionar 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 fortalecimiento del crecimiento 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:

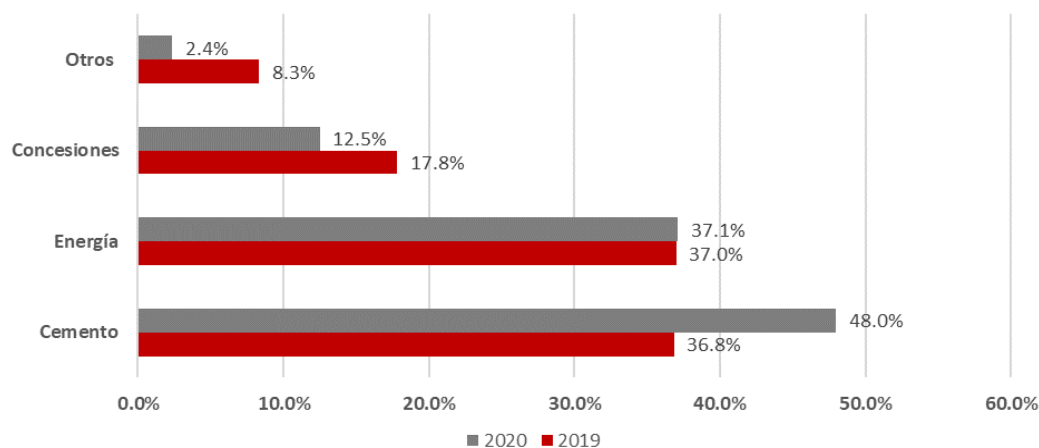
- El incremento del endeudamiento consolidado de forma que la relación deuda neta/EBITDA supere las 4x de manera sostenida.
- Los retrasos en el desarrollo de los proyectos de infraestructura que impacten significativamente el cumplimiento de las proyecciones de ingresos y EBITDA de las filiales.
- El deterioro del nivel de liquidez de la organización.
- La desaceleración de la economía americana que afecte a los países de Centroamérica y, por ende, repercuta negativamente en las operaciones que el grupo tiene en estas regiones.
- Los impactos de largo plazo producto de la volatilidad de corto plazo que enfrenta actualmente Colombia.

Emisor y su actividad

Grupo Argos (GA) es un conglomerado con inversiones estratégicas en el sector de la infraestructura en las siguientes industrias: cemento (Cementos Argos – CA), 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.

A cierre de 2020 Cementos Argos y Celsia mantenía la mayor participación por EBITDA dentro del Grupo, cifras consistentes con las del año anterior. Es importante mencionar que los resultados de 2020 se ven impactados por el desempeño de las concesiones aeroportuarias y una caída en los resultados de las inversiones de portafolio, los cuales reflejarían una recuperación paulatina en los siguientes años.

Gráfico 1.
Distribución EBITDA Grupo Argos



Fuente: Grupo Argos

Riesgos de industria

Las características generales de los sectores en los que participa Grupo Argos se mantenían relativamente estables frente al año anterior:

- 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.

PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS Y/O PAPELES COMERCIALES DE GRUPO ARGOS S.A.

El impacto que pueden tener la desaceleración económica por cuenta del coronavirus y los factores sociales podría afectar de forma diferente no solo a las diferentes empresas del Grupo, sino también de forma distinta en cada uno de los países en donde operan. Las calificaciones de los países más relevantes para la organización se resumen en la siguiente tabla, así como las proyecciones de crecimiento para 2021 y 2022 realizadas por S&P Global Ratings:

Tabla 1. Calificaciones y proyecciones de crecimiento del PIB en países donde opera Grupo Argos

País	Calificación soberana de largo plazo en moneda extranjera de S&P Global Ratings	Perspectiva	2021	2022
Colombia	BBB-	Negativa	6,0	3,5
Estados Unidos	AA+	Estable	6,5	3,5
Panamá	BBB	Estable	7,0	4,5
Aruba	BBB	Estable	5,6	9,9
República Dominicana	BB-	Negativa	5,0	5,0
Honduras	BB-	Estable	3,8	3,5
Costa Rica	B	Negativa	2,6	3,6
Ecuador	B-	Estable	3,0	2,0

Fuente: S&P Global Ratings

La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con la oportunidad suficiente por la disponibilidad de la entidad calificada 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 está basada en los estados financieros auditados de los tres años (2018-2020).

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.

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