

# Reporte de calificación

---

## GRUPO ARGOS S.A.

**Comité Técnico:** 8 de mayo de 2018  
**Acta número:** 1345

**Contactos:**

**María Carolina Barón Buitrago**  
[maria.baron@spglobal.com](mailto:maria.baron@spglobal.com)

# GRUPO ARGOS S.A.

## Resumen

- Confirmamos la calificación de 'AA+' de Grupo Argos S.A. (en adelante, GA)
- La estrategia que GA definió desde hace dos años le ha permitido enfrentar adecuadamente los retos en cada una de las industrias en las que participa.
- Para los próximos dos años, esperamos que el margen EBITDA de los segmentos de cementos y energía se mantengan relativamente estables, mientras que proyectamos que el crecimiento de la compañía de infraestructura Odinsa será más acelerado en la medida que se cumplan los objetivos estratégicos de 2018.
- El Grupo Argos S.A. consolidado ha mantenido niveles de apalancamiento cercanos a 3.6 veces (x) medido como deuda neta a EBITDA. En los próximos dos años esperamos una reducción de este indicador hasta alcanzar un nivel cercano a 2.7x en 2020.

## Acción de Calificación

Bogotá, 8 de mayo de 2018.- 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.

## Fundamentos de la calificación:

GA mantiene posiciones de mercado relevantes en los segmentos de cemento y energía en los países en los que opera. 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. Durante 2017, se consolidó la estrategia que venía aplicando para el negocio de concesiones, que focalizó el portafolio de inversiones de Odinsa en concesiones viales y aeroportuarias y en la adquisición del control en aquellos proyectos considerados claves.

En 2017 Grupo Argos afrontó hitos importantes. Por un lado, el segmento de cementos enfrentó una fuerte competencia en el mercado local; por otro, Odinsa consolidó su operación como un jugador importante en materia de infraestructura, operó adecuadamente las concesiones maduras que tiene vigentes y definió un nuevo plan estratégico en busca de consolidar su crecimiento. Por último, los buenos resultados financieros de la empresa de energía Celsia en términos operativos le permitieron reducir su nivel de apalancamiento significativamente.

De forma agregada la relación deuda neta a EBITDA del grupo llegó a 3,6x similar a la registrada al cierre de 2016. Si bien este indicador continúa siendo mayor que el de compañías con calificación superior, consideramos que el resultado sigue siendo bueno teniendo en cuenta el elevado monto de inversiones que el emisor y sus filiales ejecutaron en los años anteriores y algunas condiciones adversas que tuvieron que afrontar sus negocios.

Con base en la estrategia definida para las operaciones y activos que el grupo tiene actualmente, estimamos que su relación deuda neta/EBITDA consolidada alcanzaría un máximo de 3,85x en 2018 para empezar a

disminuir gradualmente en los próximos tres años hasta 2.7x en 2020. Esto ocurriría bajo un escenario en el que las operaciones se mantengan de acuerdo con las condiciones actuales de mercado.

El grupo enfrenta desafíos particulares en cada uno de sus negocios estratégicos. En el caso de cementos, esperamos una recuperación del mercado colombiano, ya que a partir del último trimestre de 2017 el precio se estabilizó. Adicionalmente, esperamos un arranque de los proyectos de 4G que representarán entre 200.000 y 500.000 toneladas entre 2018 y 2020. El margen de EBITDA de sus ventas en Estados Unidos podría incrementarse en los próximos 3 años hasta alcanzar 18% que responde a la venta de un mayor volumen de concreto, mientras que el precio se mantiene estable. Lo anterior, bajo el supuesto de que el gobierno de ese país cumpliría con los planes de construcción en los estados de Houston y Florida. En Centroamérica proyectamos un crecimiento del 6.5%, con base en el desarrollo de proyectos de infraestructura especialmente en Panamá y Honduras.

En el negocio de energía, esperamos que el margen muestre un ligero incremento anual producto de la consolidación de los proyectos de Plan5Caribe, la entrada en operación de la pequeña central hidroeléctrica (PCH) San Andrés y de los nuevos proyectos en 2020. También, el EBITDA mejoraría en la medida en que se reducen los gastos asociados a la implementación de los nuevos negocios y la entrada de proyectos que representaría mayores eficiencias para la operación.

Odinsa, seguirá operando sus concesiones que actualmente están en etapa operativa. Sin embargo, las decisiones de inversión que tome la entidad en el corto y mediano plazo, así como la forma que utilice para su financiación serán un factor de seguimiento permanente por parte de la calificadora.

Al cierre de 2017, Grupo Argos tenía una deuda consolidada de \$16.731.876 millones de pesos colombianos (COP), un incremento del 10.3% frente a 2016 que corresponde principalmente a la consolidación de la deuda de Opain. Vale la pena recordar que en 2017 la entidad adquirió 30% de las acciones de esta concesión, lo cual, junto con el 35% que ya tenía Odinsa, lo convirtió en el controlador de este activo.

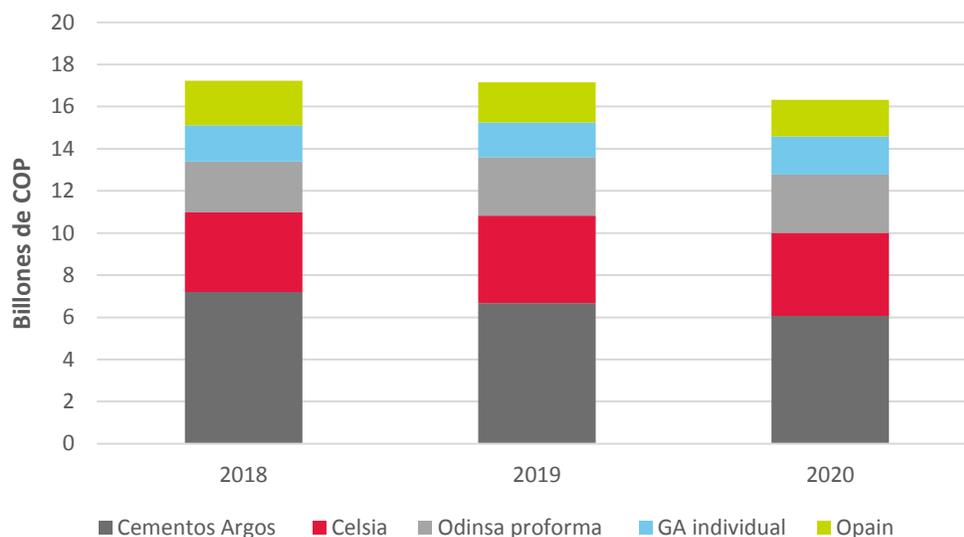
Cementos mantuvo un volumen de deuda similar al registrado el año anterior que responde principalmente a la compra de la planta de cemento Martinsburg en Estados Unidos. Sin embargo, su nivel de apalancamiento se incrementó a 4.8x en 2017, desde 4.2x en 2016 por la reducción del EBITDA como consecuencia de los resultados en el mercado colombiano. Para los próximos dos años proyectamos una leve recuperación del indicador en 2018, volviendo a los niveles históricos, en la medida que la compañía logre consolidar la estrategia BEST (por sus siglas en inglés para *Building Efficiency and Sustainability for Tomorrow* –Construyendo eficiencia y sostenibilidad para el mañana) en el país y el mercado norteamericano se recupere.

Celsia, por su parte, pagó varias de sus obligaciones, lo que redujo su nivel de apalancamiento de 3.4x su EBITDA a 3.03x, una disminución superior a la que habíamos proyectado en la última revisión de la calificación.

Para los próximos tres años proyectamos un indicador consolidado de deuda neta a EBITDA que alcanzaría un máximo de 3.85x en 2018, para después registrar una reducción paulatina hasta 2.7x en 2020. El nivel máximo estimado es superior al proyectado en la última revisión periódica (3.53x) ya que se está incluyendo la deuda de Opain que antes no consolidaba y algunos ajustes en materia de EBITDA.

El detalle del nivel de deuda de cada una de las compañías se puede ver en el siguiente gráfico. Importante resaltar el incremento que presentará Odinsa en 2019 dados los aportes a capital que debe realizar la compañía por el proyecto vial de cuarta generación Pacífico 2.

**Gráfico 1**  
Detalle de la deuda de Grupo Argos



Fuente: Grupo Argos

## Liquidez

El análisis de liquidez de GA nos permite concluir que históricamente el flujo de caja operativo ha sido suficiente para cubrir sus obligaciones. Para los próximos 3 años proyectamos una relación de fuentes a usos mayor a 1,18x, ajustada en 2018 por el capex relacionado principalmente con algunas inversiones que el grupo ya comprometió. Para los años siguientes la relación es superior a 1,5x, lo que consideramos adecuado.

## Oportunidades y amenazas

### Qué puede 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 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.
- La consolidación de los proyectos estratégicos que ha iniciado cada una de las empresas del grupo y la estabilización de sus resultados.
- Fortalecimiento del crecimiento del grupo en sus tres ejes estratégicos (cemento, infraestructura y energía).

### 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:

- 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 4G que impacten significativamente el cumplimiento de las proyecciones de ingresos y EBITDA de Cementos Argos.
- Deterioro del nivel de liquidez de la organización.
- 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.

- Consolidación de algunos planes que se han establecido sin lograr las fuentes de financiación planeadas.

## 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 y Opain). 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 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.

De las filiales principales del grupo, BRC sólo califica a Celsia ('AA+', confirmada en junio de 2017).

**Gráfico 2**  
Composición del portafolio de inversiones de Grupo Argos a cierre de 2017



Fuente: Grupo Argos.

Grupo Argos mantiene:

- Una activa participación del conglomerado en la toma de decisiones estratégicas y de endeudamiento de cada uno de los negocios, especialmente bajo el nuevo esquema de arquitecto estratégico.
- Una clara definición de negocios estratégicos en cemento, concesiones y energía, por lo que la calidad crediticia del conglomerado se relaciona directamente con estas filiales.

Las inversiones de portafolio podrían ser una fuente de recursos en casos de estrés financiero. Sin embargo, en nuestra opinión el grupo no vendería totalmente sus acciones en Sura y Nutresa dado que esta forma parte de la composición accionaria cruzada que mantiene con el Grupo Empresarial Antioqueño (GEA).

*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 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 4 años (2014-2017).*

*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](http://www.brc.com.co)*

*Para ver las definiciones de nuestras calificaciones visite [www.brc.com.co](http://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](http://www.brc.com.co)*