

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

CALIFICACIÓN INICIAL	
Bonos Ordinarios (Deuda de Largo Plazo) AAA	Papeles Comerciales (Deuda de Corto Plazo) BRC 1+
Cifras en millones al 31 de Marzo de 2014* Activos Totales: \$29.956.328. Pasivo: \$10.358.180. Patrimonio: \$12.975.852. Intereses de la Minoría: \$6.622.296. Utilidad Operacional: \$439.959. Utilidad Neta: \$121.084.	Historia de la calificación: Calificación Inicial Jul./14: AAA, BRC 1+

* Corresponden a las cifras del Grupo consolidado.

CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS:

Títulos:	Bonos Ordinarios																																																																																															
Emisor:	Grupo Argos S. A.																																																																																															
Cupo Global del Programa:	Un billón de pesos (\$1.000.000.000.000).																																																																																															
Serie:	Se ofrecerán 18 series: A, B, C, D, E, F, G, H, I, J, K, L, M, N, O, P, Q y R.																																																																																															
Cantidad:	Hasta un millón (1.000.000) de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales.																																																																																															
Fecha de Emisión:	Por definir.																																																																																															
Fecha de Colocación:	Por definir.																																																																																															
Plazo de vencimiento:	Entre un (1) año y quince (15) años contados a partir de la Fecha de Emisión de los Bonos Ordinarios.																																																																																															
Características de los bonos:	<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse; text-align: center;"> <thead> <tr> <th style="width: 10%;">Serie</th> <th style="width: 10%;">Tasa</th> <th style="width: 10%;">Inicio o Final</th> <th style="width: 10%;">Pago de intereses*</th> <th style="width: 10%;">Pago capital</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>A</td><td>Fija</td><td>-</td><td>Vencida</td><td>Vencimiento</td></tr> <tr><td>B</td><td>DTF</td><td>Inicio</td><td>Vencida</td><td>Vencimiento</td></tr> <tr><td>C</td><td>IPC</td><td>Inicio</td><td>Vencida</td><td>Vencimiento</td></tr> <tr><td>D</td><td>IPC</td><td>Final</td><td>Vencida</td><td>Vencimiento</td></tr> <tr><td>E</td><td>IBR</td><td>Inicio</td><td>Vencida</td><td>Vencimiento</td></tr> <tr><td>F</td><td>IBR</td><td>Final</td><td>Vencida</td><td>Vencimiento</td></tr> <tr><td>G</td><td>Fija</td><td>-</td><td>Vencida</td><td>Amortizable**</td></tr> <tr><td>H</td><td>DTF</td><td>Inicio</td><td>Vencida</td><td>Amortizable**</td></tr> <tr><td>I</td><td>IPC</td><td>Inicio</td><td>Vencida</td><td>Amortizable**</td></tr> <tr><td>J</td><td>IPC</td><td>Final</td><td>Vencida</td><td>Amortizable**</td></tr> <tr><td>K</td><td>IBR</td><td>Inicio</td><td>Vencida</td><td>Amortizable**</td></tr> <tr><td>L</td><td>IBR</td><td>Final</td><td>Vencida</td><td>Amortizable**</td></tr> <tr><td>M</td><td>Fija</td><td>-</td><td>Vencida</td><td>Prepagable***</td></tr> <tr><td>N</td><td>DTF</td><td>Inicio</td><td>Vencida</td><td>Prepagable***</td></tr> <tr><td>O</td><td>IPC</td><td>Inicio</td><td>Vencida</td><td>Prepagable***</td></tr> <tr><td>P</td><td>IPC</td><td>Final</td><td>Vencida</td><td>Prepagable***</td></tr> <tr><td>Q</td><td>IBR</td><td>Inicio</td><td>Vencida</td><td>Prepagable***</td></tr> <tr><td>R</td><td>IBR</td><td>Final</td><td>Vencida</td><td>Prepagable***</td></tr> </tbody> </table> <p>IPC anualizado de los últimos 12 meses IBR plazo a un mes N.M.V. * Periodicidad se establecerá en el aviso de oferta pública (mensual, trimestral, semestral y/o anual) ** Parcialmente y de acuerdo con el valor nominal del bono. *** Total o parcialmente de acuerdo con el precio de ejercicio establecido en el respectivo Aviso de Oferta Pública de cada Emisión.</p>	Serie	Tasa	Inicio o Final	Pago de intereses*	Pago capital	A	Fija	-	Vencida	Vencimiento	B	DTF	Inicio	Vencida	Vencimiento	C	IPC	Inicio	Vencida	Vencimiento	D	IPC	Final	Vencida	Vencimiento	E	IBR	Inicio	Vencida	Vencimiento	F	IBR	Final	Vencida	Vencimiento	G	Fija	-	Vencida	Amortizable**	H	DTF	Inicio	Vencida	Amortizable**	I	IPC	Inicio	Vencida	Amortizable**	J	IPC	Final	Vencida	Amortizable**	K	IBR	Inicio	Vencida	Amortizable**	L	IBR	Final	Vencida	Amortizable**	M	Fija	-	Vencida	Prepagable***	N	DTF	Inicio	Vencida	Prepagable***	O	IPC	Inicio	Vencida	Prepagable***	P	IPC	Final	Vencida	Prepagable***	Q	IBR	Inicio	Vencida	Prepagable***	R	IBR	Final	Vencida	Prepagable***
Serie	Tasa	Inicio o Final	Pago de intereses*	Pago capital																																																																																												
A	Fija	-	Vencida	Vencimiento																																																																																												
B	DTF	Inicio	Vencida	Vencimiento																																																																																												
C	IPC	Inicio	Vencida	Vencimiento																																																																																												
D	IPC	Final	Vencida	Vencimiento																																																																																												
E	IBR	Inicio	Vencida	Vencimiento																																																																																												
F	IBR	Final	Vencida	Vencimiento																																																																																												
G	Fija	-	Vencida	Amortizable**																																																																																												
H	DTF	Inicio	Vencida	Amortizable**																																																																																												
I	IPC	Inicio	Vencida	Amortizable**																																																																																												
J	IPC	Final	Vencida	Amortizable**																																																																																												
K	IBR	Inicio	Vencida	Amortizable**																																																																																												
L	IBR	Final	Vencida	Amortizable**																																																																																												
M	Fija	-	Vencida	Prepagable***																																																																																												
N	DTF	Inicio	Vencida	Prepagable***																																																																																												
O	IPC	Inicio	Vencida	Prepagable***																																																																																												
P	IPC	Final	Vencida	Prepagable***																																																																																												
Q	IBR	Inicio	Vencida	Prepagable***																																																																																												
R	IBR	Final	Vencida	Prepagable***																																																																																												
Garantías y prelación:	Los Valores no se encuentran respaldados con alguna garantía real; por ende, constituyen obligaciones quirografarias* del Emisor.																																																																																															
Administrador:	Depósito Centralizado de Valores S. A.																																																																																															
Representante Tenedores:	Alianza Fiduciaria S. A.																																																																																															

**Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales
Grupo Argos S.A.**

Agente estructurador: Banca de Inversión Bancolombia S.A.
Agentes colocadores: Valores Bancolombia S.A. y otros por definir

* Corresponden a las obligaciones que están respaldadas por todos los activos de la compañía y no por uno(s) en específico.

CARACTERÍSTICAS DE LOS PAPELES COMERCIALES:

Títulos:	Papeles Comerciales																									
Emisor:	Grupo Argos S. A.																									
Cupo Global del Programa:	Un billón de pesos (\$1.000.000.000.000).																									
Serie:	Se ofrecerán 4 series: A, B, C y D.																									
Cantidad:	Hasta un millón (1.000.000) de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales.																									
Fecha de Emisión:	Por definir.																									
Fecha de Colocación:	Por definir.																									
Plazo de vencimiento:	Superiores a quince (15) días e inferiores a un (1) año contados a partir de la Fecha de Suscripción de los Papeles Comerciales.																									
Características de los bonos:	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Serie</th> <th>Tasa</th> <th>Inicio o Final</th> <th>Pago de intereses*</th> <th>Pago capital</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>A</td> <td>Fija</td> <td>-</td> <td>Vencida</td> <td>Vencimiento</td> </tr> <tr> <td>B</td> <td>DTF</td> <td>Inicio</td> <td>Vencida</td> <td>Vencimiento</td> </tr> <tr> <td>C</td> <td>IBR</td> <td>Inicio</td> <td>Vencida</td> <td>Vencimiento</td> </tr> <tr> <td>D</td> <td>IBR</td> <td>Final</td> <td>Vencida</td> <td>Vencimiento</td> </tr> </tbody> </table> <p>IBR plazo a un mes N.M.V. * Periodicidad se establecerá en el aviso de oferta pública (mensual, trimestral, semestral y/o periodo vencido)</p>	Serie	Tasa	Inicio o Final	Pago de intereses*	Pago capital	A	Fija	-	Vencida	Vencimiento	B	DTF	Inicio	Vencida	Vencimiento	C	IBR	Inicio	Vencida	Vencimiento	D	IBR	Final	Vencida	Vencimiento
Serie	Tasa	Inicio o Final	Pago de intereses*	Pago capital																						
A	Fija	-	Vencida	Vencimiento																						
B	DTF	Inicio	Vencida	Vencimiento																						
C	IBR	Inicio	Vencida	Vencimiento																						
D	IBR	Final	Vencida	Vencimiento																						
Garantías y prelación:	Los Valores no se encuentran respaldados con alguna garantía real y, por lo tanto, constituyen obligaciones quirografarias del Emisor.																									
Administrador:	Depósito Centralizado de Valores S. A.																									
Representante Tenedores:	Alianza Fiduciaria S. A.																									
Agente estructurador:	Banca de Inversión Bancolombia S.A.																									
Agentes colocadores:	Valores Bancolombia S.A. y otros por definir																									

INTRODUCCIÓN

El Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales de Grupo Argos¹ (GA) tiene como objetivos: 1) otorgar al Emisor la flexibilidad necesaria para recurrir al mercado en los momentos que se consideren pertinentes a fin de poder aprovechar las ventajas del mismo, 2) optimizar la estructura de capital del Grupo a través de la consolidación de su esquema de financiación y 3) brindar herramientas que le permitan a GA mantener, a futuro, una adecuada planeación financiera.

Este Programa² tendrá un cupo global de un billón de pesos con una vigencia de tres años y podrá ser

¹ Cuenta con una calificación vigente de Emisor de AAA asignada por BRC Investor Services el 13 de mayo de 2014 mediante acta No. 632.

² A la fecha de realización de este reporte el Programa ya contaba con la aprobación de la Junta Directiva de Grupo Argos (otorgada el 16 de junio de 2014) y se encontraba en proceso la aprobación por parte de la Superintendencia Financiera.

colocado en una o varias emisiones compuestas de uno o varios lotes las cuales, a su vez, pueden ser pagadas al vencimiento, amortizadas parcialmente o prepagadas total o parcialmente según lo establecido en los Avisos de Oferta Pública correspondientes. Los recursos percibidos a través del Programa serán utilizados para apalancar el plan de crecimiento del Emisor (incluyendo su expansión), sustituir sus pasivos financieros y/o financiar sus necesidades de corto plazo; en todo caso, no más del 10% de dichos recursos se destinará al pago de pasivos con compañías vinculadas o socios del Emisor.

Este reporte fue realizado con base en los estados financieros consolidados de Grupo Argos (GA) dado que, en contraste con las cifras individuales de la Holding, estos permiten entender de forma clara y completa la dinámica del Emisor y sus filiales, y aíslan en mayor medida las volatilidades derivadas de las decisiones de reestructuración estratégica del Grupo y de las desinversiones efectuadas para la financiación de su plan de expansión. No obstante, para consulta del lector, en el Anexo No. 1 se

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.

presentan los estados financieros tanto consolidados como individuales de Grupo Argos. Las obligaciones financieras derivadas del Programa aquí calificado quedarán en cabeza de la *Holding*.

Cabe mencionar que Situm tiene carácter de administrador delegado de los inmuebles que son objeto de urbanismo, construcción y arriendo del Grupo. Por tal razón sus estados financieros contables no registran los valores de los activos, ingresos y costos de venta derivados de su operación dado que dichos valores se encuentran dentro de los estados financieros de GA a nivel individual. En consecuencia, el análisis del desempeño financiero de Situm presentado en este reporte está basado en un ejercicio proforma suministrado por el Calificado en el que se asume cómo sería la contabilidad si la empresa registrara todas las variables asociadas a su operación.

1. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV otorgó las calificaciones de **AAA en Deuda de Largo Plazo (Bonos Ordinarios)** y **BRC 1+ en Deuda de Corto Plazo (Papeles Comerciales)** al Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales de Grupo Argos S.A.

Se aclara que las calificaciones asignadas a este Programa se hacen extensivas a la totalidad de emisiones que se hagan con cargo al Cupo Global del mismo, siempre y cuando se mantengan y cumplan las características estipuladas en el prospecto de emisión y colocación, las cuales son mencionadas en el presente documento.

La claridad, solidez y consistencia del Plan Estratégico que Grupo Argos S.A. (GA) viene implementando desde 2005 le ha permitido consolidar su posición como uno de los grupos empresariales más importantes del país³. Este hecho se ve reflejado no sólo en el buen desempeño operacional y financiero de la actividad cementera (su negocio tradicional) en Colombia durante los últimos años, sino también en la diversificación de los riesgos de industria y de país lograda por el Calificado a través de su participación en nuevos sectores y geografías.

³ Con base en las cifras a diciembre de 2013, Grupo Argos es la octava empresa con mayores ventas en Colombia. Fuente: Revista Semana "Las 100 empresas más grandes de Colombia", mayo de 2014.

Estos factores, junto con las ventajas competitivas de sus filiales, su estrategia de focalización y consolidación en los mercados actuales y la continua valorización de su portafolio de inversiones no estratégicas, son los principales aspectos que justifican las calificaciones asignadas.

Como resultado del proceso de reestructuración estratégica implementado por Grupo Argos, en menos de una década el Calificado pasó de ser una organización concentrada en el negocio cementero y en el mercado colombiano a tener inversiones en cinco actividades económicas y presencia importante en otras regiones como Estados Unidos, Centroamérica y el Caribe. Así, a marzo de 2014, el portafolio estratégico del Emisor por sector estaba compuesto así: 1) 53% en cementos (Cementos Argos S.A.); 2) 19% en energía (Celsia S.A. ESP); 3) 22% en inmobiliario (Situm S.A.S.); 4) 3% en portuario (Compas S.A.); y 5) 3% en carbonífero (Sator S.A.S.).

Las principales acciones llevadas a cabo por el Grupo dentro del proceso de reestructuración fueron: 1) la fusión en 2005 de todas sus compañías cementeras bajo el nombre de Cementos Argos ; 2) el incremento de su participación en el sector energético a través de la compra de acciones de Celsia⁴ y de EPSA⁵; 3) la adquisición de activos cementeros en el sureste de Estados Unidos (2011 y 2014), en Honduras (2013) y en Guyana Francesa (2014); y 4) la creación en 2012 de Sator, Compas y Situm, producto, a su vez, de la escisión de algunos de los activos de Cementos Argos.

La decisión del Calificado de invertir en el sector energético fue resultado de un análisis detallado en el que se identificaron como ventajas del mismo: 1) la complementariedad respecto al negocio cementero; 2) el potencial de crecimiento y rentabilidad que tenía en Colombia y en Latinoamérica; 3) la existencia de oportunidades de inversión en el corto plazo que permitirían obtener rápidamente una importante participación en el mercado local; 4) la confiabilidad del marco regulatorio; y 5) la generación de caja del sector.

Como se observa en el Gráfico No. 1, la estrategia implementada por el Emisor le ha permitido: 1) mitigar, mediante la incursión en nuevas geografías,

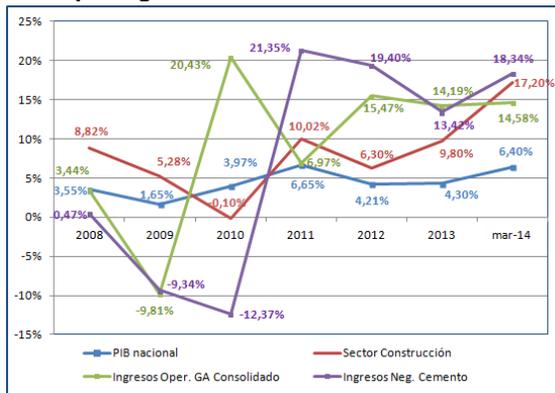
⁴ Las cuales se efectuaron en 2008, 2009 y el primer trimestre de 2014.

⁵ Empresa de Energía del Pacífico S.A. E.S.P. La adquisición fue realizada por Celsia (antes Colinversiones) en marzo de 2010.

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.

el impacto en la dinámica de sus ingresos operacionales⁶ de los ciclos económicos de Colombia (reflejados en el crecimiento del PIB), y 2) moderar, a través de la inversión activa en otras industrias, la dependencia del Grupo del desempeño del negocio cementero. Estos dos aspectos se ven reflejados en la menor participación de las ventas nacionales y de las ventas de cemento en el total de ingresos consolidados de GA, que pasaron de 100% en ambos casos en 2005 a 66,85% y 63,43%, respectivamente, en marzo de 2014.

Gráfico No.1: Crecimiento PIB Nacional, PIB Construcción e Ingresos de Cements Argos y de Grupo Argos



Fuente: Banco de la República y Grupo Argos.

En sus dos negocios principales (cemento y energía) Grupo Argos se ha posicionado como uno de los jugadores más importantes de los mercados que atiende, situación que se mantendrá en el futuro teniendo en cuenta: 1) su experiencia y conocimiento de estas industrias; 2) los atributos diferenciadores que tienen Celsia y Cementos Argos (descritos más adelante); 3) el plan establecido por estas compañías para mantener su participación de mercado; 4) la búsqueda constante de oportunidades de expansión en su área de influencia; y 5) las barreras de entrada existentes en estas industrias (detalladas en la sección No. 4).

A marzo de 2014, Cementos Argos (CA) era el quinto productor de cemento y concreto en Latinoamérica⁷, posición alcanzada en menos de

⁶ Corresponden a aquellos ingresos provenientes de las inversiones estratégicas del Grupo.

⁷ Por regiones, CA era la compañía líder en el mercado colombiano, la segunda productora de cemento y tercera productora de concreto del sudeste de los Estados Unidos y una de las compañías cementeras principales de Panamá y el Caribe.

una década y que es el resultado de: 1) la efectividad de su agresiva estrategia de expansión; 2) la verticalización de su operación⁸, basada principalmente en la ubicación estratégica de sus plantas; 3) la robusta red de distribución y logística; 4) el amplio portafolio de productos y soluciones hechas a la medida del cliente; y 5) la implementación de estrategias de venta diferenciadas de acuerdo con el mercado objetivo⁹. La posición alcanzada por la compañía en los mercados que atiende es destacable dado que su consolidación como multinacional es reciente en comparación con la de sus principales competidores regionales.

Las plantas de cemento de CA se encuentran estratégicamente localizadas pues están cerca tanto de las reservas minerales y de los activos portuarios que tiene y opera la entidad como de los centros de consumo más importantes y dinámicos de los países que atiende. Esta característica le permite a esta filial mantener un control permanente sobre sus insumos críticos (calizas, transporte y energía¹⁰), ofrecer sus productos a costos competitivos y satisfacer apropiadamente la demanda interna de las geografías donde tiene presencia, conservando a su vez una adecuada capacidad de exportar hacia mercados cercanos. Este último aspecto constituye una ventaja competitiva frente a su *peer group*.

La complementariedad de las tres líneas de negocio de Celsia (generación, distribución y comercialización) junto con la diversificación de sus tecnologías de generación entre activos térmicos y activos hídricos son factores que le permiten ocupar una posición relevante en el mercado eléctrico colombiano y mitigar el impacto del cambio en los aportes hidrológicos en sus ingresos, característica que lo diferencia de otros jugadores de la industria.

En el mercado colombiano Celsia ocupa junto con sus subsidiarias¹¹ la cuarta posición en la actividad

⁸ En el Anexo No. 3 se presenta el flujograma del proceso productivo del cemento y del concreto.

⁹ En las economías emergentes la demanda del mercado se concentra en sacos de cemento mientras que las economías desarrolladas requieren más concreto dada la mayor industrialización de la construcción.

¹⁰ La participación de estos tres insumos dentro del costo promedio de producción de una tonelada de cemento es del 50%. El otro 50% está compuesto principalmente por: mantenimiento de plantas (9%), mano de obra (3%) y gastos de administración y ventas (11%).

¹¹ Celsia es el propietario del 100% de Zona Franca Celsia S.A. E.S.P. y, a través de Colener S.A.S., posee el 50,01% de las acciones de EPSA.

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.

de generación y la quinta en la de distribución. Como se evidencia en el Cuadro No. 1, a diferencia de sus competidores, el parque tecnológico de Celsia se encuentra balanceado entre plantas térmicas (44%) e hídricas (56%), lo cual le permite alternar el despacho según la temporada hidrológica, de forma que puede generar ingresos tanto en épocas de sequía como en aquellas con altos aportes hídricos.

Entre marzo de 2013 y el mismo mes de 2014 los ingresos consolidados del Calificado registraron un aumento del 14,58%, cifra que supera el crecimiento promedio que tuvo este rubro entre 2011 y 2013 (12,21%). El mantenimiento de esta dinámica obedece al buen desempeño y posicionamiento de los negocios de cemento y energía en las regiones donde participan y a la compra de nuevos activos cementeros en el sur de Estados Unidos y en Centroamérica.

Aunque las expectativas de las industrias en las que el Emisor participa son favorables, el Calificado proyecta un crecimiento promedio de sus ingresos consolidados entre 2014 y 2016 menor al promedio registrado en los tres últimos años (9,83% versus 12,21%). Dado que la estrategia del Grupo, aunque coherente, ha sido agresiva en terminos de expansión y deuda, cobra especial relevancia la decisión del Calificado de consolidar su operación en los mercados que actualmente atiende antes de efectuar nuevas adquisiciones significativas en su área de influencia con su correspondiente deuda. En este sentido, cambios relevantes en esta materia podrían implicar, en el futuro, modificaciones en la calificación asignada.

Un aspecto que será objeto de seguimiento durante las próximas revisiones de la calificación es el impacto que tendrá en el negocio de cementos la fusión anunciada en abril de 2014 de las dos compañías cementeras más grandes del mundo (Holcim y Lafarge). Por otro lado, aunque se espera que durante los próximos tres años estas dos empresas se enfoquen en alcanzar las sinergias operacionales que tienen previstas como resultado de esta transacción, en el largo plazo podrían convertirse en un jugador mucho más relevante en las geografías en las que CA participa actualmente. Por otro lado, la posible venta de activos cementeros que estas dos compañías tendrán que realizar para perfeccionar su fusión y cumplir con los límites de participación de mercado regulatorios podría traer consigo nuevas oportunidades de inversión para el Grupo en su zona estratégica. Las decisiones que

se tomen en esta materia serán monitoreadas para incorporar su impacto en la calificación.

Es importante mencionar que, dada su reciente constitución y las condiciones actuales de los respectivos sectores, los negocios en desarrollo de Grupo Argos (carbón, portuario e inmobiliario) se encuentran en un proceso de definición estratégica en el que se está evaluando cuál es el mejor camino para lograr maximizar su aporte futuro al crecimiento de la Organización. Las acciones que surjan de dicho proceso tendrían como resultado el fortalecimiento de la diversificación del riesgo de industria del Calificado.

Cementos Argos es la filial más representativa del Calificado con una participación en el total de ingresos consolidados de 64,27% promedio entre 2011 y marzo de 2014. Si bien el comportamiento de las ventas de la compañía cementera durante dicho periodo (incremento promedio anual de 18,01%) está afectado por las adquisiciones efectuadas en Estados Unidos y Honduras, debe destacarse: 1) el dinamismo del sector de la construcción en Colombia, país donde los ingresos aumentaron 14,55% promedio anual; 2) la recuperación gradual de las ventas en Estados Unidos, luego de la crisis financiera de 2008; y 3) el crecimiento sobresaliente de la actividad de la construcción en Panamá, explicado principalmente por la ampliación que se está realizando al canal interoceánico ubicado en dicho país.

La dinámica creciente de los ingresos de CA se mantendría al cierre de 2014 y para 2015 y 2016, como resultado de: 1) los estímulos monetarios y fiscales otorgados por el gobierno colombiano en materia de vivienda y la mayor inversión pública en infraestructura que éste realizaría en los próximos años¹², 2) el potencial de crecimiento evidenciado en la Florida (Estados Unidos) y en Honduras dada su baja tasa de consumo per cápita de cemento y los nuevos proyectos de infraestructura que se están desarrollando en estas zonas; 3) el fortalecimiento de la red de aeropuertos y vías que se planea realizar en Panamá para complementar la ampliación del canal y convertir a este país en un centro logístico multimodal de primer orden; y 4) el efecto de las adquisiciones realizadas durante el

¹² De acuerdo con la información publicada por el Ministerio de Transporte y la Agencia Nacional de Infraestructura, el gobierno colombiano estima invertir entre 2014 y 2018 \$47,25 billones en proyectos de infraestructura vial mediante nuevas concesiones 4G.

primer trimestre de 2014¹³ de los activos cementeros y concreteros de Vulcan Materials en Florida y Georgia (Estados Unidos) y de Lafarge en Guyana Francesa. Estas transacciones, que serán perfeccionadas una vez se cuente con las autorizaciones de los organismos competentes, incrementarán significativamente la capacidad instalada de la compañía cementera en estas geografías y le otorgarán mayor flexibilidad para el manejo de su operación en Estados Unidos y el Caribe.

El portafolio de activos de generación térmica e hídrica de Celsia y sus filiales le permitió capturar en 2013 los beneficios derivados de los mayores precios de la energía eléctrica por la temporada de sequía y alcanzar en dicho año un crecimiento de sus ingresos consolidados de 17,66%, el más alto en su historia. Entre el primer trimestre de 2013 y el mismo periodo de 2014 se presentó una reducción de 1,96% de las ventas de esta filial explicada por las mayores afluencias hídricas observadas en febrero y marzo de 2014 y por la finalización de algunos contratos de comercialización de gas. Aunque este comportamiento es consistente con la normalización que Celsia anticipa de sus ingresos para el cierre de 2014, 2015 y 2016 (reducción promedio anual de 1,22%), estas proyecciones podrían ser conservadoras teniendo en cuenta la mayor probabilidad de que en el segundo semestre del 2014 se presente el fenómeno del Niño.

Uno de los hechos relevantes en relación con el negocio de energía fue la decisión del Grupo Argos y de Celsia de no participar en la venta de Isagen S.A. E.S.P. Con base en el análisis costo-beneficio de la operación y las condiciones del mercado de capitales, el Calificado y su filial determinaron que esta transacción no cumplía con las expectativas de creación de valor para sus accionistas y, en consecuencia, desistieron de continuar en el proceso de privatización. Si bien esta determinación reduce las posibilidades de crecimiento inorgánico de Celsia en el mediano plazo, Grupo Argos se mantiene firme en su decisión de continuar participando activamente en el sector eléctrico.

Durante 2013 y el primer trimestre de 2014 el negocio de carbón mostró una recuperación importante al registrar crecimientos de sus ventas de 12,54% y 78,35%, respectivamente, porcentajes superiores a los observados en el 2012 (-11,89%).

¹³ El crecimiento de los ingresos de CA a marzo de 2014 fue 18,34% e incluye la totalidad de los resultados de la operación de Honduras y 24 días de los resultados provenientes de los activos de Vulcan Materials.

Este resultado es sobresaliente teniendo en cuenta la caída presentada en el precio del carbón durante dicho año¹⁴, las dificultades del sector y los problemas de operación de la mina de Bijao. El elevado nivel de informalidad del sector minero colombiano, el cambio en su normatividad y la sustitución gradual que se viene presentando entre gas y carbón son factores que continuarían afectando el desempeño de Sator en el mediano plazo. Frente a este escenario, el Grupo se encuentra evaluando las posibilidades de reconfiguración de este negocio de forma que genere mayor valor agregado a la *Holding*.

Luego de la fusión efectuada entre los activos que tenían GA y Southern Port Holding Inc. en diciembre de 2012, Compas se ha enfocado en el desarrollo de proyectos tendientes a consolidar sus operaciones en Colombia y Estados Unidos. Estas medidas junto con el mayor dinamismo de las exportaciones de crudo le permitirían a la entidad mantener la tendencia positiva de sus ventas evidenciada a marzo de 2014 (crecimiento del 35,03%) y revertir así la reducción registrada en diciembre de 2013 (0,25%).

Para 2016 Compas espera consolidarse como la única red de puertos multipropósito en Colombia con terminales en ambos océanos, objetivo que se considera factible dadas las alianzas estratégicas efectuadas con empresas de larga trayectoria en este negocio, el crecimiento esperado de la economía colombiana y del sector minero energético, la entrada en vigencia de diversos tratados de libre comercio entre Colombia y otros países y el avance evidenciado en el proyecto de Aguadulce.

Si bien la participación de los ingresos generados por el negocio inmobiliario (Situm) a marzo de 2014 continuaba siendo mínima (1,40%), esta aumentó significativamente en comparación con la registrada en diciembre de 2013 (0,83%) Este hecho es resultado del crecimiento registrado en las ventas de esta empresa, las cuales alcanzaron \$28.577 millones, trece veces más que lo observado a cierre de 2013 (\$2.173 millones). Este comportamiento favorable se mantendría por: 1) el desarrollo del segmento de renta inmobiliaria; 2) la mayor cantidad de proyectos de urbanismo que el Calificado está concretando en Barranquilla; y 3) el impacto

¹⁴ De acuerdo con las estadísticas del Banco Mundial, el precio del carbón colombiano pasó de 81,5 dólares la tonelada métrica en 2012 a 66,62 dólares a marzo de 2014.

esperado en el sector inmobiliario por las medidas establecidas en la Ley 1673 de julio de 2013¹⁵.

La efectividad de las medidas implementadas por el Grupo y sus filiales tendientes a disminuir sus costos y gastos y generar sinergias operacionales junto con los positivos resultados observados a nivel de ingresos conllevaron a que el EBITDA consolidado aumentara un 11,35% en el primer trimestre de 2014, superando así el margen EBITDA promedio observado entre 2011 y 2013 (28,17% versus 24,52%). En los próximos tres años (2014-2016) el Calificado mantendría un margen EBITDA consolidado similar al registrado en 2013 (25%) como resultado de: 1) la baja volatilidad de los indicadores de rentabilidad de Cementos Argos, explicada por su diversificación geográfica y la verticalización de su operación; 2) la flexibilidad que Celsia tiene frente a cambios adversos en las condiciones climáticas, derivada del parque tecnológico con el que cuenta; 3) la recuperación prevista de la economía americana; 4) las sinergias esperadas de la integración operativa y cultural de las recientes adquisiciones de Cementos Argos en Estados Unidos, Honduras y Guyana Francesa; y 5) el mayor margen que generarían los nuevos negocios que se están efectuando en Panamá.

La rentabilidad del negocio de energía (cuya participación en el EBITDA consolidado a marzo de 2014 era del 35,87%) es mayor que la obtenida en las inversiones en cemento (que aportan el 40,53%), hecho que se ve reflejado en el margen EBITDA generado por cada negocio para el primer trimestre de 2014 (39,97% versus 20,12%, respectivamente). No obstante, debe destacarse que aunque los ingresos del negocio de cementos han mostrado un comportamiento volátil entre 2009 y marzo de 2014 (reflejado en un CV¹⁶ de 1,16 veces para este periodo), la participación de CA tanto en economías desarrolladas, como en economías emergentes, le ha permitido equilibrar las fluctuaciones cíclicas que presentan los mercados individuales y mantener un margen EBITDA estable (CV de 0,05 veces).

Durante 2013 Cementos Argos tuvo un desempeño financiero sobresaliente que conllevó a que su EBITDA creciera 23,62% en dicho año, siendo así el más alto observado en la historia de la entidad

¹⁵ Por medio de esta Ley se definieron las normas necesarias para el ejercicio de la actividad avaluatoria y los parámetros para la venta y compra de vivienda, la administración de propiedad horizontal y el arrendamiento.

¹⁶ Coeficiente de variación.

(\$978.108 millones). Esta favorable dinámica se mantuvo a marzo de 2014 (incremento del 12,27%) y es consecuencia de: 1) el crecimiento de la demanda de Estados Unidos, región que por primera vez después de la crisis de 2009 reportó valores de EBITDA positivos en 2013 y el primer trimestre de 2014 (US\$14 millones y US\$ 4 millones, respectivamente); 2) el menor volumen de despachos de cemento efectuados al consorcio a cargo de la ampliación del canal de Panamá (proyecto cuyo margen EBITDA es inferior al obtenido en otros casos); y 3) la reducción alcanzada por CA del costo de producción de una tonelada de cemento en un 2% en términos reales. Este último logro, a su vez, fue producto de las siguientes iniciativas: 1) mayor eficiencia energética a partir del uso de gas y combustibles alternativos en sus plantas; 2) la disminución de 2,4 puntos porcentuales del factor clínker/cemento¹⁷; 3) la optimización de costos logísticos; y 4) el mejoramiento en tres puntos porcentuales en el coeficiente de confiabilidad¹⁸ de los hornos.

En 2013 las plantas térmicas tuvieron una mayor participación dentro de la energía total generada por Celsia lo cual exigió un consumo de gas y combustible superior al observado en años anteriores y conllevó a que, junto con el incremento del precio de la energía eléctrica, el costo de ventas consolidado de la compañía creciera un 17,45%. Aunque este comportamiento se revirtió en el primer trimestre, pues este rubro presentó una reducción del 7,26%, para cierre de 2014 se espera que el costo de ventas presente nuevamente un incremento producto, a su vez, de la mayor generación térmica que requerirá el fenómeno del Niño en el segundo semestre de 2014. De esta forma, para el cierre de dicho año el margen EBITDA sería similar al observado en 2013 (36,31%).

Como se observó en 2013, existen dos aspectos que tienen una incidencia importante en la rentabilidad de Celsia: la adecuada administración de sus activos de generación y el suministro de gas para sus centrales térmicas (el cual representó el 25% de los costos consolidados a diciembre de 2013). La dinámica de los aportes hídricos en el país y la efectividad de las medidas implementadas por la

¹⁷ Indicador que mide la proporción de clínker en una tonelada de cemento. El clínker, a su vez, es el material que se obtiene de la calcinación en el horno de mezclas de calizas arcillosas con otras materias. Ver Anexo No. 3 - Flujoograma del proceso productivo del cemento.

¹⁸ Calculado como: número de horas pérdidas / número de horas operadas.

compañía para mitigar el riesgo derivado de su dependencia al gas serán objeto de seguimiento por parte de la Calificadora.

Los márgenes generados por Compas y Situm son superiores a los observados en Celsia y CA; sin embargo, el EBITDA de estos negocios junto con el de Sator representa menos del 2% del EBITDA consolidado del Calificado a marzo de 2014. Aunque estas industrias tienen expectativas de crecimiento positivas a futuro, el volumen de ingresos que generan seguiría siendo pequeño en comparación con los negocios de cementos y energía, por lo cual no se esperarían cambios significativos en dicha participación durante los próximos años.

Debido a la naturaleza de su operación, los requerimientos de capital de trabajo neto (KTNO¹⁹) de Cementos Argos son superiores a los observados en los demás negocios del Grupo y fueron equivalentes, en promedio, a 0,96 veces del EBITDA de dicha compañía entre 2010 y marzo de 2014. No obstante, es importante mencionar que, como resultado de las acciones implementadas por esta filial para hacer más eficiente el recaudo de su cartera y optimizar sus inventarios, el ciclo de efectivo pasó de 44 días en 2011 a 33 días en 2013. Según las proyecciones de CA, entre 2014 y 2016 esta última variable tendría un leve deterioro mientras se realiza la integración operacional y logística de los activos cementeros recién adquiridos.

La diversificación tecnológica con la que cuenta Celsia y la imposibilidad de almacenar energía hacen que las necesidades de KTNO de la compañía sean bajas (equivalentes al 16,99% del EBITDA generado a marzo de 2014) y que la compañía tenga un ciclo de efectivo más eficaz (tres días a diciembre de 2013). Durante los próximos tres años la filial se apalancaría en mayor proporción con proveedores debido a los mayores anticipos y cuentas por pagar necesarias para el desarrollo de algunos proyectos de generación y distribución y para la construcción de Porvenir II²⁰, sin que se evidencien riesgos de liquidez derivados de esta situación.

¹⁹ Calculado como: deudores corto plazo + inventarios - proveedores corto plazo.

²⁰ Esta será una central tipo "pie de presa" con una capacidad de generación de 352 MW. El costo estimado es de \$1,35 billones, entraría en operación en 2018, sería financiada con recursos propios y actualmente se encuentra en etapa de diseño y a la espera de la aprobación de la licencia correspondiente por parte de la Autoridad Nacional de Licencias Ambientales (ANLA).

En relación con los demás negocios, Sator ha mantenido durante los últimos tres años un KTNO creciente debido al incremento evidenciado en sus cuentas por cobrar para soportar el aumento de sus ingresos. Compas, por su parte, ha tenido un mayor apalancamiento con proveedores, dados los múltiples proyectos de ampliación que está efectuando en sus puertos. En cuanto a Situm, la naturaleza de su operación le obliga a mantener una alta cantidad de inventarios (terrenos y edificaciones), lo cual hace que su KTNO siempre sea positivo.

Entre 2010 y marzo de 2014 Grupo Argos ha logrado, a nivel consolidado, generar recursos propios de forma creciente y sostenida, lo cual le ha permitido cubrir holgadamente las necesidades de KTNO de sus negocios. No obstante, la agresiva estrategia de expansión implementada por Cementos Argos durante este periodo ha conllevado a que los requerimientos de CAPEX del Calificado fuesen superiores a su flujo de caja operacional, hecho que ha tenido como consecuencia no sólo la generación de flujos de caja libre negativos, sino también un incremento significativo en el endeudamiento total del Grupo. Así, la relación deuda bruta/ EBITDA del Calificado pasó de 2,35 veces en 2009 a 3,81 veces a marzo de 2014²¹, alcanzando picos importantes en 2011 y 2012 de 4,03 veces y 4,12 veces, respectivamente.

Cabe resaltar aquí que entre diciembre de 2013 y el primer trimestre de 2014 las obligaciones financieras del GA consolidado tuvieron un crecimiento sobresaliente (28,61%) como resultado de los créditos adquiridos por Cementos Argos para financiar la compra de los activos cementeros de Vulcan Materials en la Florida y de Lafarge en Guyana. De esta forma, la relación deuda bruta/ EBITDA del Grupo pasó de 3,05 veces en dic/13 a 3,81 veces en mar/14 (ver Anexo No. 2) y el Calificado prevé que para cierre de 2014 alcance un valor de 3,29 veces. Para 2015 y 2016 este indicador se ubicaría alrededor de 2,47 veces por el crecimiento esperado en el EBITDA, el menor nivel de CAPEX que ejecutaría el Grupo (en particular CA) y la amortización de la deuda.

Si bien los indicadores de endeudamiento registrados por Grupo Argos superan los evidenciados en compañías con una calificación de riesgo similar, en opinión de BRC el riesgo

²¹ Para este cálculo se parte del EBITDA anualizado (EBITDA Mar/14 + EBITDA 2013 - EBITDA Mar/13).

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.

derivado de esta situación se encuentra mitigado parcialmente por los siguientes factores: 1) el carácter estratégico de las inversiones efectuadas; 2) la flexibilidad financiera con la que cuenta el Calificado proveniente de su experiencia e historia en el mercado de valores y en el mercado accionario; 3) la posibilidad que tiene la Organización de utilizar su disponible y de vender activos para obtener recursos sin poner en riesgo su operación; y 4) el tamaño, la liquidez y la continua valorización de su portafolio de inversiones no estratégicas. Al descontar el efectivo y las inversiones negociables, el monto total de las obligaciones financieras consolidado a marzo de 2014 se reduciría de \$7,49 billones a \$5,97 billones y la relación deuda /EBITDA pasaría de 3,81 veces a 3,04 veces para el mismo corte. Para cierre de 2014 y para el periodo 2015-2016 este indicador alcanzaría valores de 2,85 veces y 2,17 veces, respectivamente.

Tanto Grupo Argos como sus principales filiales (Celsia y Cementos Argos) son sociedades anónimas abiertas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) desde hace más de diez años. Esta característica ha facilitado su acceso al mercado de valores para obtener recursos a través de emisiones de acciones, tanto ordinarias como preferenciales, y les ha permitido fortalecer sus políticas de gobierno corporativo.

Dentro de las acciones recientes ejecutadas por el Calificado y sus filiales para obtener recursos del mercado de valores se destaca: 1) la emisión de Cementos Argos de acciones preferenciales por \$1,6 billones en 2013 y de un programa de emisión y colocación de bonos ordinarios y papeles comerciales con un cupo global de \$1 billón en marzo de 2012; 2) la colocación de bonos ordinarios por \$800.000 millones en 2013 por parte de Celsia; y 3) la emisión en 2012 de Grupo Argos de bonos convertibles en acciones (Boceas) por \$750.000 millones y de papeles comerciales por \$200.000 millones.

Como parte del monitoreo permanente efectuado por la Alta Dirección del Grupo en busca de mejorar su estructura de capital, el Calificado solicitará autorización a la Superintendencia Financiera para la emisión y colocación de un Programa de Bonos Ordinarios y/o Papeles comerciales hasta por \$1 billón el cual le brindaría flexibilidad para acudir al mercado de valores en el momento que lo requiera y aprovechar las oportunidades que se presenten en el mismo. Según el comunicado publicado

por el GA el 16 de junio de 2014, el destino de estos recursos sería principalmente la sustitución de pasivos financieros, aspecto ponderado positivamente dado que le permitiría mejorar las condiciones financieras y el plazo de su deuda actual.

Aunque los resultados de los escenarios de tensión efectuados por la Calificadora muestran una adecuada capacidad de Grupo Argos y sus filiales de responder por las obligaciones de corto y largo plazo derivadas del Programa aún bajo condiciones adversas, el cumplimiento de las proyecciones presentadas por el Calificado en términos de rentabilidad y endeudamiento será objeto de seguimiento por parte de BRC. Modificaciones significativas en estos aspectos podrían implicar cambios en la calificación asignada.

Una fuente importante de financiación con la que cuenta el Calificado es su portafolio de inversiones no estratégico, que a marzo de 2014 alcanzó un valor de \$6,9 billones, 23,08% del total de los activos de GA. Dicho portafolio está conformado por participaciones accionarias en Grupo Sura, Grupo Nutresa y Bancolombia, compañías que han mostrado desempeños operacionales positivos de manera consistente durante los últimos años, lo cual se ve reflejado en la evolución del precio de su acción y en su alto nivel de bursatilidad²² (Gráfico No. 4).

Según lo informado por Cementos Argos, luego de las compras efectuadas en el primer trimestre de 2014 (cuyo costo ascendió a US\$790 millones, aproximadamente), el CAPEX de la entidad para el resto del año y para 2015 se estabilizaría alrededor de los US\$350 millones anuales y estaría enfocado en la ampliación y modernización de las plantas actuales, la construcción de un centro de distribución en Cartagena y la renovación de la flota de mezcladoras.

En cuanto al CAPEX de los demás negocios, entre 2014 y 2016, la decisión del Grupo de no participar en la venta de Isagen tendría dos impactos: 1) el plan de inversiones de Celsia se mantendría enfocado en los proyectos de crecimiento orgánico que tiene planeados en el país, siendo el más importante y desafiante de ellos la construcción de Porvenir II, y 2) el Calificado tendría una mayor

²² De acuerdo con la Circular 54 de 2014 emitida por la Superintendencia Financiera de Colombia, el Índice de Bursatilidad Accionaria (IBA) de estas acciones se encuentra dentro de la categoría IV: Alta Bursatilidad.

disponibilidad de recursos que le permitiría acelerar las inversiones que tiene identificadas en el negocio inmobiliario (reduciendo así sus necesidades de endeudamiento relacionadas con Situm para los próximos años) y finalizar la construcción del proyecto de Aguadulce en Buenaventura, por parte de Compas.

A marzo de 2014, la deuda consolidada del Grupo ascendía a \$7,49 billones (57,71% de su patrimonio) y estaba compuesta así: deuda con bancos nacionales (33,91%), créditos con bancos del exterior (8,32%), bonos (45,05%), Boceas²³ (7,80%) y otras obligaciones (4,91%). Por compañía, Cementos Argos participaba con el 52,94%, Celsia con el 24,10% y Grupo Argos individual con el 20,40%. Según la información suministrada por el Calificado, los covenants exigidos por algunos de los acreedores de los créditos vigentes al primer trimestre de 2014 habían sido cumplidos a satisfacción.

La exposición al riesgo cambiario de Grupo Argos (derivada de sus obligaciones en moneda extranjera y de los ingresos y compras efectuadas en el exterior) es mitigada de dos formas: 1) con la cobertura natural proveniente de la administración de la brecha existente entre activos y pasivos denominados en dólares (la cual le permitió cubrir aproximadamente el 98% de esta exposición en 2013), y 2) mediante la contratación periódica de instrumentos financieros derivados que se basa en el análisis permanente de la dinámica del tipo de cambio y en la evolución y proyecciones de las ventas al exterior.

Aunque las inversiones efectuadas en el negocio de cemento del Calificado han conllevado a una reducción temporal de su flujo de caja libre consolidado entre 2010 y 2013 (promedio -\$425.729 millones²⁴), los dividendos decretados durante los últimos años tanto por el Grupo Argos, como por sus principales filiales (Cementos Argos y Celsia), han mantenido un crecimiento superior al de la inflación observada en este periodo. Según las proyecciones suministradas por el Calificado, no se anticipan cambios sustanciales en esta materia y se mantendría la política de distribución de dividendos,

²³ Cabe aclarar que el servicio de la deuda derivado de estos bonos corresponde únicamente a los intereses pues, dada su naturaleza, deben ser convertidos obligatoriamente en acciones a más tardar en noviembre de 2015.

²⁴ Se utiliza como aproximación el Efectivo neto después de actividades de inversión que se encuentra en el Estado de Flujos de Efectivo Consolidado.

de acuerdo con las necesidades de caja del Grupo y sus filiales.

De acuerdo con la información suministrada por GA, durante 2013 y el primer trimestre de 2014 no hubo visitas de inspección por parte de entidades de control que hayan culminado con amonestaciones o sanciones, ni sentencias condenatorias de carácter penal, ni sanciones de orden administrativo, contencioso y civil impuestas por autoridades competentes de orden nacional, departamental o municipal. Al 31 de marzo de 2014 Grupo Argos consolidado tenía registradas provisiones para contingencias por valor de \$223.040 millones, las cuales fueron valoradas por el método de costo y equivalían a un 1,72% del patrimonio del Calificado.

2. OPORTUNIDADES Y AMENAZAS

Qué podría mantener la calificación

BRC identificó los siguientes aspectos que contribuirían a mantener la calificación actual:

Mantenimiento de la tendencia positiva de los ingresos de Cementos Argos apalancado, fundamentalmente, en sus operaciones actuales y no en nuevas adquisiciones.

La consolidación de los resultados positivos de rentabilidad observados en el negocio de cementos en la regional USA.

El alcance de las sinergias operacionales proyectadas por Cementos Argos a raíz de sus nuevas adquisiciones en USA, Honduras y Guyana.

La consolidación del modelo de administración de activos de generación diversificados de Celsia en el mercado colombiano.

La efectividad de las estrategias que Grupo Argos establezca para el desarrollo de los negocios de carbón, inmobiliario y puertos.

Uso de los recursos del Programa en la sustitución de las obligaciones financieras actuales de Grupo Argos a nivel individual.

Disminución de los niveles de endeudamiento actuales.

Qué podría cambiar la calificación hacia abajo

**Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales
Grupo Argos S.A.**

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

Nuevas adquisiciones por parte de Cementos Argos que requiriesen crecimientos significativos de su relación deuda/EBITDA.

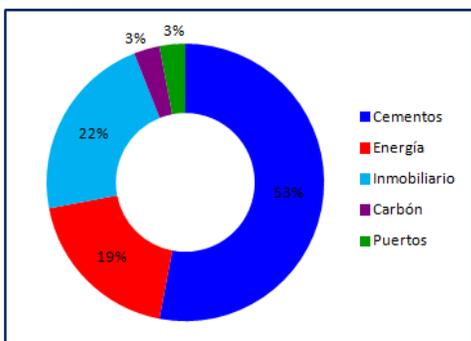
Incremento del endeudamiento superior a la generación de recursos propios.

Situación política y económica de algunas de las geografías atendidas por el Grupo que conlleve a un deterioro de estos mercados.

3. EL EMISOR Y SU ACTIVIDAD

Grupo Argos S.A. fue constituida en 1934 y, conforme con su estrategia corporativa, invierte en industrias relacionadas con el desarrollo económico para poder diversificar los riesgos propios de cada una de ellas y ser sostenible en términos económicos, ambientales y sociales. A marzo de 2014, la *Holding* participaba activamente en los negocios cementero, energético, portuario, carbonífero e inmobiliario (Gráfico No. 2).

Gráfico No. 2: Composición del Portafolio de Inversiones Estratégicas del Grupo Argos a marzo de 2014

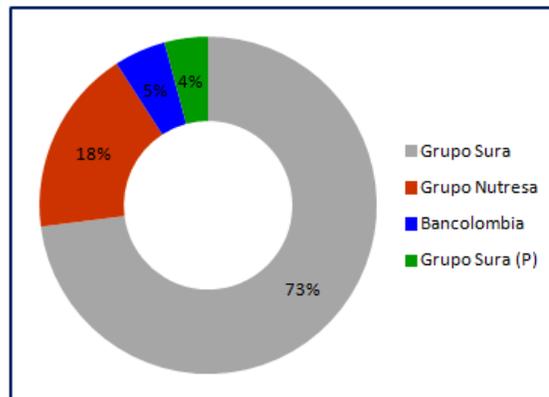


Fuente: Grupo Argos. El valor de cada inversión está calculado con base en la capitalización de mercado para las empresas que cotizan en Bolsa y en los términos generales de la escisión para los otros activos efectuada en 2012.

El Calificado hace parte del Grupo Empresarial Antioqueño – GEA, uno de los conglomerados económicos más grandes del país y mantiene importantes participaciones accionarias en Grupo Sura (35,2%), Grupo Nutresa (9,8%) y Bancolombia (2,5%). Dichas inversiones son de carácter no estratégico y han constituido una de las fuentes alternativas de financiación utilizada por el GA

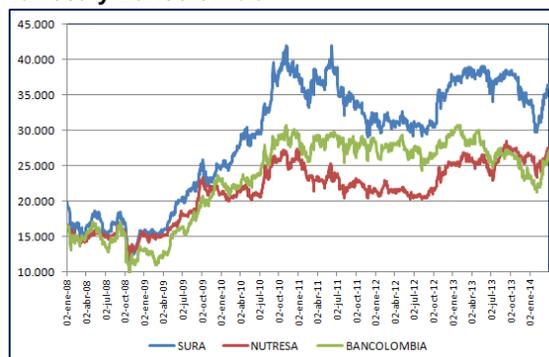
durante los últimos años dado su buen comportamiento (Gráfico No. 4) y su alta liquidez.

Gráfico No. 3: Composición del portafolio de inversiones no estratégicas del Grupo Argos a marzo de 2014



Fuente: Grupo Argos. El valor de cada inversión está calculado con base en el precio de la acción a diciembre de 2013.

Gráfico No. 4: Evolución de las acciones de Sura, Nutresa y Bancolombia



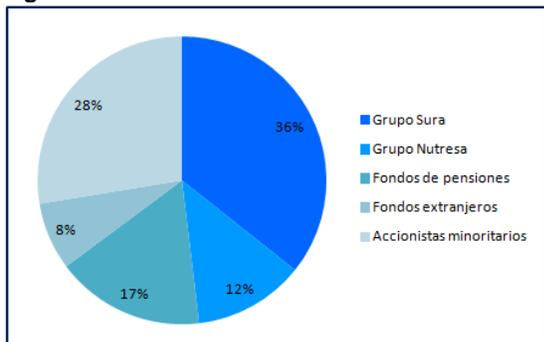
Fuente: BVC. Gráfico: BRC.

Como resultado del modelo empresarial del GEA²⁵, los mayores accionistas del Grupo Argos son, a su vez, Grupo Sura (35,71%) y Grupo Nutresa (12,37%). El restante 51,2% de las acciones se encuentra disperso entre fondos de pensiones y accionistas minoritarios, dada la participación del Calificado en la BVC (Gráfico No. 5). La acción del GA ha mantenido un precio relativamente estable durante los últimos cuatro años (Gráfico No. 6) y se encuentra dentro de la categoría de alta bursatilidad.

²⁵ Dicho modelo está basado en la coalición de compañías unidas por objetivos económicos comunes las cuales, para mantener el control, tienen propiedades accionarias cruzadas.

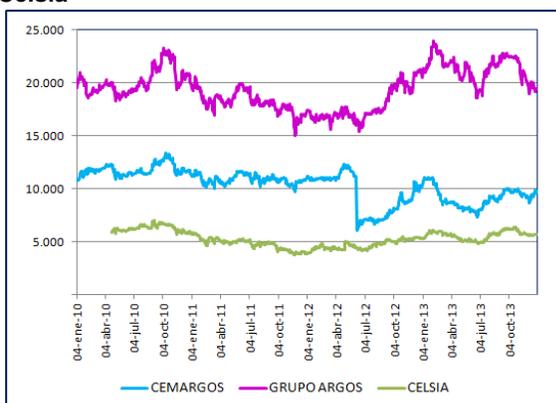
Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICES S. A. –Sociedad Calificadora de Valores– es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una 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.

Gráfico No. 5: Composición accionaria Grupo Argos



Fuente: Grupo Argos. Corresponde a las acciones ordinarias.

Gráfico No. 6: Evolución de las acciones ordinarias de Grupo Argos, Cementos Argos y Celsia*



Fuente: BVC. Incluye datos hasta el 31 de marzo de 2014.
 * Los datos de Celsia se presentan a partir de abril de 2010 una vez se realizó la escisión de Colinversiones.

La estructura organizacional de Grupo Argos la encabeza la Asamblea de Accionistas, la cual se reúne de forma ordinaria una vez al año. Posteriormente le sigue la Junta Directiva, que está compuesta por siete miembros de los cuales ninguno es empleado del Grupo y cinco tienen carácter independiente. La Junta se reúne cada dos meses y sus integrantes son elegidos por la Asamblea para periodos de dos años.

Estados Financieros Individuales – Grupo Argos

Los ingresos registrados por la *Holding* son de dos tipos: 1) recurrentes (método de participación, dividendos y negocio inmobiliario), los cuales alcanzaron un valor de \$194.489 millones a marzo de 2014 y representaron el 86,11% del total de este rubro; y 2) no recurrentes (venta de inversiones), los

cuales participaron con el 13,89% restante y fueron de \$28.577 millones.

Entre 2010 y el primer trimestre de 2014, el crecimiento de los ingresos totales del GA individual presentó una alta volatilidad (CV de 16,78 veces) la cual, a su vez, se reflejó en los indicadores de rentabilidad de la *Holding* . Dicha volatilidad tiene su origen en tres hechos: 1) los cambios drásticos observados en los ingresos no recurrentes, los cuales son resultado de las desinversiones efectuadas por GA para financiar sus necesidades de CAPEX; 2) las utilidades extraordinarias decretadas por Cementos Argos en 2012 por valor de \$277.000 millones; y 3) la recuperación de la provisión derivada de la conciliación de un proceso jurídico con la DIAN realizada por Celsia en 2013, que generó el registro de utilidades extraordinarias por \$115.000 millones.

Entre 2014 y 2016 GA individual recibiría dividendos de sus filiales controladas y no controladas por un valor promedio similar al obtenido en 2013 (\$200.000 millones). El comportamiento de los ingresos percibidos por las ventas de inversiones es incierto en la medida en que estas se efectúan de acuerdo con las necesidades puntuales de recursos del Grupo.

Los activos de la *Holding* están compuestos por el portafolio de inversiones no estratégico del Calificado y los terrenos y construcciones en curso de Situm (95,32%). A marzo de 2014, GA individual tenía en su cabeza obligaciones financieras por \$1,53 billones, las cuales equivalían a un 10,72% de su patrimonio y estaban compuestas por deuda con la banca privada y los Boceas.

Principales filiales

Los estados financieros del Grupo Argos a marzo de 2014 consolidan los resultados de 59 compañías, siendo las más representativas a nivel de ingresos las presentadas a continuación.

Cementos Argos S.A.

Es la filial más antigua del Grupo con ochenta años de existencia. Su objeto social primario es la explotación de la industria del cemento y la producción de ese y cualquier otro material a base de calcáreos y arcillas, así como el estudio, exploración y explotación de toda clase de materiales aplicables a la industria manufacturera.

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.

La empresa tiene dos unidades de negocio (cemento y concreto premezclado) cuya participación en los ingresos de la entidad a diciembre de 2013 era de 56,5% y 42,6%, respectivamente. Opera en doce países, exporta a treinta geografías y es la compañía cementera líder en el mercado colombiano, la segunda productora de cemento del sudeste de los Estados Unidos, la tercera mayor productora de concreto en ese país y una de las dos principales, por volumen vendido, en el Caribe y Panamá.

La estrategia corporativa de CA está enfocada en cumplir con su propuesta de valor (brindar productos y soluciones hechos a la medida de las necesidades de sus clientes), de forma que el cemento deje de ser visto exclusivamente como un *commodity*. Esta estrategia tiene siete prioridades: 1) la consolidación y expansión de sus operaciones; 2) estructura de capital; 3) excelencia organizacional; 4) proyectos estratégicos (ampliación y renovación tecnológica de las plantas actuales); 5) homologación de los modelos de operación de sus regionales; 6) innovación; y 7) sostenibilidad²⁶.

A marzo de 2014, la empresa cementera contaba con 13 plantas de cemento, 390 plantas de concreto, 9 molineras de clínker²⁷ y su propia flota de camiones mezcladores. La ubicación estratégica de sus plantas: cerca a sus reservas minerales, a los centros de consumo más importantes del país y a los puertos que tiene y opera, le permiten a Cementos Argos satisfacer apropiadamente la demanda interna y mantener una adecuada capacidad de exportar hacia mercados cercanos.

En el primer trimestre de 2014, las ventas en Colombia generaron el 46,57% del total de ingresos brutos de la entidad con un crecimiento de 3,51% y un margen EBITDA de 40,34%, el más alto en su historia reciente. Estos resultados son producto del dinamismo evidenciado en la construcción residencial y comercial, y del fortalecimiento de la operación en el país mediante la apertura de nuevas plantas de concreto y el incremento de su cobertura.

La recuperación gradual de la economía de Estados Unidos evidenciada desde 2011 conllevó a que las ventas en esta geografía presentaran una tendencia creciente durante los últimos tres años (incremento promedio de 25,46%) y alcanzaran a marzo de 2014

una participación en el total de ingresos de CA similar a la observada antes de la crisis de 2009 (31,97%). Debe destacarse aquí que la región revirtió la tendencia negativa observada en su EBITDA desde 2010 y a partir de 2013 ha generado cifras positivas (\$27.926 millones), aunque lejos de su potencial.

Durante 2013 y el primer trimestre de 2014 las economías de los países de Centroamérica y el Caribe donde la Cementos Argos participa tuvieron crecimientos significativos jalados, a su vez, por el buen comportamiento del sector de la construcción. Esta situación junto con la estrategia de *marketing* aplicada por CA, que incluyó la conversión de las siete marcas existentes a una sola (Argos), contribuyó a que los ingresos en esta región aumentaran un 42,41% a marzo de 2014 y generarán un margen EBITDA de 27,57%.

Celsia S.A. E.S.P.

El objeto social de Celsia consiste en la prestación de los servicios públicos de generación y comercialización de energía eléctrica, de conformidad con lo establecido en las Leyes 142 y 143 de 1994 y las disposiciones que las modifiquen y/o adicione. En desarrollo de este objeto, la Entidad puede ejecutar cualquier actividad conexa, complementaria o relacionada con la generación y comercialización de energía eléctrica, gas natural y cualquier otro combustible.

Celsia es el propietario de Zona Franca Celsia S.A. E.S.P. (ZFC) y Colener S.A.S., vehículo de inversión a través del cual posee el 50,01% de las acciones de la Empresa de Energía del Pacífico S.A. E.S.P. (EPSA). Estas compañías cuentan con una capacidad de generación conjunta de 1.777 MW, respaldada en 18 centrales eléctricas, 44% térmicas y 56% hídricas, factor que lo diferencia de sus competidores (Cuadro No. 1).

Cuadro No. 1: Comparación de la Composición por Tecnologías

	Celsia	Isagen	EPM	Emgesa
Hidráulica	57,00%	85,99%	86,85%	84,65%
Térmica	43,00%	14,01%	13,15%	15,35%
Capacidad (MW)	1.777	2.106	3.497	2.915

Fuente: Celsia.
Páginas web de las entidades mencionadas.

ZFC cuenta con autorización de la DIAN como usuario de zona franca permanente especial, lo que le genera beneficios tributarios como la reducción del 33% al 15% del cobro del impuesto de la renta y la exención de tributos aduaneros y del IVA de los

²⁶ En septiembre de 2013 Cementos Argos y Grupo Argos ingresaron al *Dow Jones Sustainability Index* en la categoría plata

²⁷ Ver gráfico del proceso productivo del cemento en el Anexo No.3.

Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales

Grupo Argos S.A.

equipos que ingresen y se vendan a esta compañía. Se encuentra a cargo de la operación de Flores I y Flores IV y traslada el 100% de sus utilidades netas a Celsia.

EPSA tiene como objeto social la prestación de los servicios de generación, distribución y comercialización, y sus actividades se encuentran localizadas en el Valle del Cauca, donde mantiene un monopolio natural. Como resultado de la implementación de programas de reposición y mantenimiento de la infraestructura, en 2013 esta empresa mejoró sus indicadores de calidad de forma significativa²⁸.

Celsia y sus filiales cuentan con un plan de largo plazo en el que se encuentran establecidos los mantenimientos preventivos y los mantenimientos mayores requeridos por sus plantas y cuyo objetivo es optimizar la operación de sus centrales de forma que logre conservar la disponibilidad de las mismas y prolongar la vida útil de los activos.

Luego de focalizar su portafolio de inversiones y activos en el sector eléctrico, Celsia definió para el periodo 2013-2016 tres líneas de actuación que le permitirán consolidar y defender su posición actual en el mercado eléctrico colombiano: crecimiento de los negocios, optimización de las operaciones actuales y fortalecimiento de sus capacidades organizacionales.

En 2013 la temporada de sequía observada en el país junto con la mayor demanda de energía registrada en la Costa Atlántica y en el Valle del Cauca (regiones donde la compañía tiene ubicados sus activos más representativos) contribuyeron a que los ingresos de Celsia y sus filiales crecieran un 17,66%. Si bien durante el primer trimestre de 2014 las ventas se redujeron un 1,96%, este rubro se recuperaría para cierre de este año como resultado de la posible presencia del fenómeno del Niño en el segundo semestre del año.

Sator S.A.S.

Esta compañía fue constituida en 1981 y tiene por objeto realizar la prospección, exploración, explotación, producción, beneficio, transformación, adquisición, enajenación, comercialización y transporte del carbón. En 2013 esta entidad cambió

²⁸ En 2013 EPSA logró reducir un 11,22% la duración promedio de las interrupciones del servicio (SAIDI), alcanzando un valor de 14,95 horas. A su vez, la frecuencia media de las interrupciones (SAIFI) fue de 17,95 veces, resultado que muestra una mejora del 15,37% con respecto al año anterior.

su denominación de Carbones del Caribe S.A.S. a Sator S.A.S. y actualmente cuenta con dos tipos de operaciones: a cielo abierto, desarrolladas en la mina de Bijao en Córdoba; y subterráneas.

Las ventas de Sator a marzo de 2014 crecieron un 78,35% alcanzando los 16.155 millones, 0,79% del total de ingresos consolidados de GA a dicho corte. Este incremento fue producto del esfuerzo comercial realizado para la consecución de nuevos clientes lo cual le permitió a la empresa aumentar el volumen vendido y contrarrestar la disminución de precios evidenciada en dicho año.

Compas S.A.

En diciembre de 2012 el área de puertos del Grupo Argos decidió fusionarse con el fondo de inversión Southern Port Holding Corp. para dar origen a la Compañía de Puertos Asociados (Compas). Si bien cada una de estas entidades tiene una participación accionaria de 50%, el control es compartido y las decisiones se toman de manera conjunta.

La entidad presta servicios logísticos integrados al comercio exterior a nivel nacional e internacional. Actualmente mantiene tres segmentos comerciales (granos alimenticios, oil & gas y minerales; y carga general) y cuenta con cinco puertos nacionales (Tolú, Barranquilla, Buenavista, Tamalameque y Cartagena), dos en el exterior (Panamá y Houston-Texas) y uno en desarrollo (el puerto de aguadulce de Buenaventura).

Dentro de los hechos ocurridos en 2013 se destaca: 1) la asunción de la operación y comercialización del puerto de Houston; 2) el avance en la construcción del puerto de Buenaventura, proyecto que se está desarrollando en conjunto con la Port Singapore Authority y la International Container Terminal Services Inc.; 3) la finalización de la construcción de las bodegas para el manejo de graneles en la terminal de Tolú; y 4) el inicio de las operaciones de embarque de petróleo crudo en Barranquilla.

Situm S.A.S.

La compañía fue creada en 2012 a partir de la escisión de activos inmobiliarios perfeccionada en dicho año. Actualmente cuenta con dos líneas de negocio: urbanismo de tierras, actividad que el Grupo venía desarrollando de forma secundaria durante los últimos treinta años y propiedades para renta, modelo en que incursionó recientemente.

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.

El negocio urbanístico (desarrollo horizontal de tierra) se encuentra concentrado en el departamento del Atlántico donde durante 2013 y el primer trimestre de 2014 se destacan los avances alcanzados en los proyectos Urbanístico General, Palmas del Río, Portal del Genoves y Portal Empresarial Norte. En cuanto a la línea de renta inmobiliaria, el Grupo continúa en el proceso de identificación de negocios potenciales, en los que cabe mencionar el desarrollo del proyecto Viva Villavicencio y la firma de una promesa de compraventa para adquirir cerca del 30% de los locales y las oficinas de la tercera etapa de ampliación del centro comercial Mayorca en Medellín.

4. RIESGOS DE INDUSTRIA

La industria del Cemento

La industria de cemento es una de las más intensivas tanto en uso de capital, como en uso de energía y, debido a que el cemento es un producto pesado de bajo costo, su transporte terrestre es oneroso. En este sentido, uno de los factores de éxito en esta actividad es el contar con robustas redes de distribución y logística, aspectos que tienen una alta participación en su estructura de costos y que, junto con la producción, exigen elevados y permanentes requerimientos de capital de trabajo. En consecuencia, la rentabilidad de las compañías cementeras es sensible a los cambios en los volúmenes vendidos debido al impacto de esta variable en la absorción de costos fijos.

Las características descritas anteriormente representan fuertes barreras de entrada y han conllevado a que la industria del cemento mantenga estructuras oligopólicas. Las guerras de precios derivadas de estas estructuras y la alta sensibilidad que tiene este bien a los ciclos económicos, por ser un *commodity*, se ven reflejadas en variaciones permanentes de su precio (Gráfico No. 7). La estrategia implementada por el Calificado para mitigar este riesgo es la descomoditización del cemento, a través de una mayor focalización en el servicio al cliente.

La dinámica del sector de la construcción, que afecta directamente a la industria del cemento, depende de aspectos macroeconómicos como las políticas públicas de desarrollo de proyectos de infraestructura y vivienda, modificaciones a las tasas de interés y cambios normativos sobre las licencias de construcción y disponibilidad de la tierra. Aunque

actualmente la comercialización del cemento en las economías en desarrollo se realiza a través de la venta de sacos, en el largo plazo se espera una mayor demanda de cemento y de concreto premezclado como resultado de la industrialización de la construcción, lo que requerirá mayores niveles de KTNO derivados de la necesidad de una mayor flota de camiones mezcladores.

Gráfico No. 7: Variación Anual del Precio del Cemento Gris



La producción de cemento y concreto tiene importantes efectos ambientales y sociales, motivo por el cual las prácticas de sostenibilidad en estas áreas (además de la económica) son cruciales para garantizar en el largo plazo la viabilidad del negocio.

Colombia

La actividad de la construcción ha incrementado su participación dentro del PIB total al pasar de 4,5% en 2002 a 7,69% a marzo de 2014. Dentro de las razones que explican este comportamiento positivo se encuentran: 1) la actual política pública de vivienda, desarrollada a través de proyectos como VIS²⁹, VIP³⁰ y el modelo de vivienda TACS³¹; 2) los subsidios que, a través del FRECH³², el Gobierno Nacional está otorgando sobre las tasas de interés de los créditos hipotecarios; 3) el déficit habitacional y de oficinas observado en las principales ciudades del país; 4) el aumento de la inversión pública en infraestructura; 5) el fortalecimiento del marco regulatorio; y 6) el mayor poder adquisitivo que tiene la población colombiana actualmente en comparación con lo evidenciado hace una década. Para el periodo 2014-2016, la continuidad de las políticas públicas mencionadas anteriormente y el crecimiento previsto de la economía colombiana (4,49% promedio³³) contribuiría a que el sector de la construcción mantuviese la tendencia creciente

²⁹ Vivienda de Interés Social.

³⁰ Vivienda de Interés Prioritario.

³¹ Tasa con Ahorro Construyendo Sociedad (TACS). Este modelo será administrado por el Fondo Nacional del Ahorro y consiste en un crédito de leasing habitacional que permitirá que se pueda llevar a cabo la compra de vivienda sin cuota inicial.

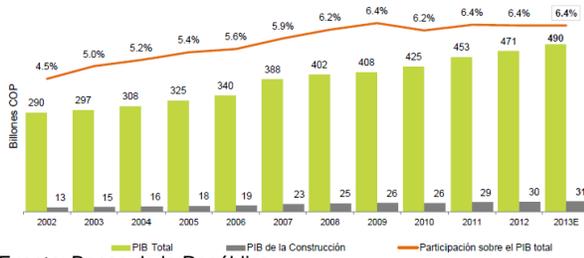
³² Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria.

³³ Fuente: Fondo Monetario Internacional.

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.

observada, con incrementos esperados de 5,5% promedio anual³⁴.

Gráfico No. 8: Participación PIB Construcción/ PIB Total



Fuente: Banco de la República.
Estimaciones: Fedesarrollo. Gráfico: Cementos Argos.

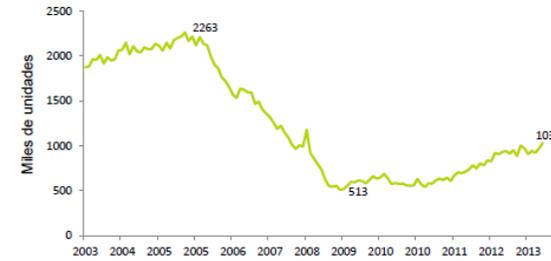
Estados Unidos

La crisis económica que este país enfrentó entre 2008 y 2009 impactó negativamente la industria de la construcción y conllevó a que el índice de precios de vivienda³⁵ pasara de 16,6 en 2005 a -18,1 en 2009. Aunque desde 2012 los principales indicadores del sector han mostrado una positiva evolución (Gráfico No. 9), su recuperación sólo se consolidaría después de 2015.

Se destaca que durante 2013 la construcción en los estados del sur de Estados Unidos (zona en la que Cementos Argos se encuentra localizado) ha mostrado un mejor desempeño que el del resto del país, contrarrestando así la desaceleración evidenciada en el noreste. Aunque el fuerte invierno que se observó en esta región durante el primer trimestre de 2014 afectó la evolución de la actividad constructora, según las proyecciones de la PCA (Portland Cement Association) el consumo per cápita del sureste de este país crecerá al doble del observado en el mercado americano, resultado que estará jalonado por las inversiones portuarias y viales que se están realizando en Florida para atender la mayor demanda que se generará cuando finalice la ampliación del canal de Panamá.

Gráfico No. 9: Evolución Principales Indicadores de la Construcción en Estados Unidos

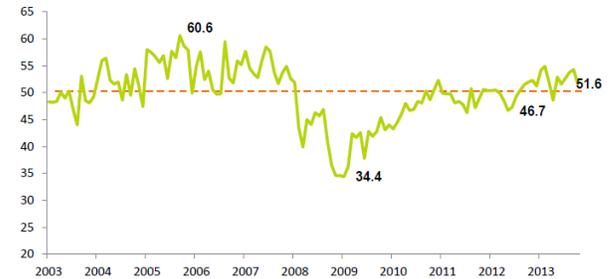
Licencia de construcción de viviendas



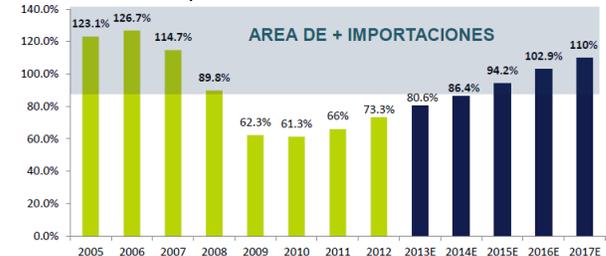
Índice de precios de vivienda



ABI³⁶ Index – Actividad en construcción no residencial.



Consumo total/ Capacidad instalada



Fuentes: Bloomberg y the Global Cement Report 2013.
Gráficos: Cementos Argos.

Centroamérica y el Caribe

La dinámica de la industria del cemento en esta región ha estado supeditada a los ciclos de sus

³⁴ Estimaciones suministradas por Cementos Argos.
³⁵ Medido a través del Case-Shiller Index.

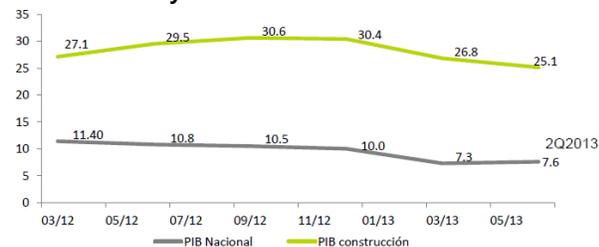
³⁶ *Architecture Billings Index*. Este indicador monitorea la demanda de construcción del sector industrial y comercial y se calcula con base en la encuesta mensual "Work-on-the-Boards".

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.

economías más representativas, a la mayor propensión de la zona a ser afectada por desastres naturales y a la inestabilidad política observada en algunas geografías. No obstante, las facilidades logísticas que ofrece su ubicación estratégica y sus necesidades de infraestructura hacen de Centroamérica y el Caribe una región con alto potencial de crecimiento.

La actividad de la construcción en Panamá ha tenido un comportamiento positivo durante los últimos años (crecimiento promedio de 9,79% entre 2010 y 2012, Gráfico No.10), explicado por la ampliación que se está llevando a cabo en el canal, los proyectos de infraestructura que están desarrollando y el déficit residencial que presenta. Esta dinámica se mantendrá durante los próximos años como resultado de la mayor inversión pública en vivienda y en infraestructura que está realizando el gobierno panameño y la finalización de las obras del canal, cuyo avance a marzo de 2014 era de 74,2%.

Gráfico No. 10: Variación Porcentual PIB Construcción y PIB total Panamá



Fuente: Fondo Monetario Internacional y Contraloría General de Panamá. Gráfico: Cementos Argos.

El incremento del flujo de turistas, la ampliación de la malla vial, la inversión pública en soluciones habitacionales y las medidas gubernamentales implementadas para reactivar la economía estimularon el crecimiento del sector de la construcción de República Dominicana. Aunque el desarrollo de proyectos hidroeléctricos dinamizaría esta actividad, la ilegalidad del sector podría limitar este impacto.

Si bien el crecimiento económico de Honduras se ha mantenido estable durante los últimos tres años (incremento promedio anual del PIB de 3,7%), se espera un mayor dinamismo para 2014 y 2015 derivado de los proyectos de infraestructura que el gobierno de dicho país adjudicó y estructuró durante 2013 y de la promoción de las alianzas público-privadas.

El Sector Eléctrico Colombiano

El sector eléctrico colombiano se caracteriza por ser altamente intensivo en capital y con retornos atractivos en el mediano plazo. Este aspecto constituye la principal barrera de entrada y hace que la oferta se concentre en pocos jugadores (estructura oligopólica).

Debido a la imposibilidad de almacenar energía, la oferta y la demanda deben estar en estricto balance todo el tiempo, lo que implica mantener rigurosos niveles de coordinación para garantizar la atención de la demanda. Esto implica, a su vez, la existencia de un fuerte marco regulatorio, el cual es establecido por el Ministerio de Minas y Energía, la Unidad de Planeación Minero Energética – UPME, la Comisión de Regulación de Energía y Gas – CREG, la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios y XM, encargado de la Operación y Administración del Mercado.

Cadena de Abastecimiento y Agentes en la Cadena en Colombia

La cadena productiva se ordena en tres segmentos físicos y uno de intermediación comercial:

- ✚ **Generación:** actividad en la que los productores utilizan tecnologías para convertir energía potencial del agua, cinética del viento, o química de combustibles fósiles en energía mecánica y en energía eléctrica. Asociado con este segmento generalmente existe un *up-stream* para el abastecimiento de energéticos y para la generación térmica. Esto involucra la actividad de exploración, explotación, transporte, distribución y, eventualmente, comercialización de energéticos como el carbón, gas natural y combustibles líquidos.
- ✚ **Transmisión:** es la actividad en la que la energía eléctrica se inyecta a una red de transporte para conducirla eficientemente a altos niveles de tensión iguales o superiores a 220 Kw (sin pérdidas significativas de energía) desde los centros de producción de la electricidad a los sitios donde se demanda.
- ✚ **Distribución:** es la actividad en la que la energía se dispone a niveles de tensión inferiores a 220 kV para transportarla eficientemente a los centros de consumo desagregados o usuarios finales de carácter residencial, comercial, alumbrado público, entre otros. Es un monopolio natural regulado con un alto componente de

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.

costos fijos, cuya remuneración es estipulada por la CREG, dando prioridad a las empresas con proporciones de gastos de administración, operación y mantenimiento óptimos.

✚ **Comercialización:** es la actividad de intermediación comercial entre los agentes de la cadena productiva y la industria. La tarifa es pactada de manera individual en las negociaciones de cada contrato. De acuerdo con la regulación, ninguna empresa puede tener más del 25% de participación en la actividad de comercialización.

Características del Mercado Eléctrico Colombiano

Dada la abundancia de recursos hídricos que tiene el país, la capacidad de generación del sector eléctrico está concentrada en energía hidráulica (64%), razón por la cual éste es altamente sensible a cambios en las condiciones hidrológicas. Como respaldo, el SIN³⁷ cuenta con un parque de generación térmico que emplea como combustible, principalmente, gas natural y, en menor proporción, carbón, diferentes tipos de *fuel-oil* y diesel.

Con el fin de garantizar la estabilidad del mercado, cada generador participa en una subasta por un cargo por confiabilidad basado en la disponibilidad de sus activos. Con base en este, mediante subastas periódicas, XM asigna Obligaciones de Energía en Firme (OEF), de acuerdo con la máxima energía eléctrica que es capaz de entregar una planta de generación continuamente, en condiciones de baja hidrología, por un periodo de un año.

La irregularidad de los periodos de verano e invierno y la dificultad para predecir los fenómenos “del Niño” y de “la Niña”³⁸ se ven reflejados en una alta volatilidad del precio de la energía eléctrica (Gráfico No. 11), el cual pasó de 198,2 \$/kWh en 2013 a 169,1 \$/kWh a marzo de 2014. Dicha irregularidad junto con el crecimiento esperado de la demanda de la energía en Colombia para los próximos años conllevaría a que los jugadores de la industria cambiaran paulatinamente la composición de su parque tecnológico hacia activos diferentes a los

³⁷ Sistema Interconectado Nacional.

³⁸ El fenómeno de La Niña (del Niño) se caracteriza por un enfriamiento (calentamiento) de la temperatura de la superficie del océano Pacífico ecuatorial y por cambios en la dirección y velocidad del viento que tienen como consecuencia el incremento (la reducción) de la cantidad de lluvias en la zona intertropical.

hídricos y buscaran la diversificación por geografías a través de su participación en otros países.

Gráfico No. 11: Comparación Evolución del Precio de la Energía con los Aportes Hídricos



Fuente y gráfico: Celsia S.A.

La industria del carbón en Colombia

El sector minero colombiano se caracteriza por un elevado nivel de informalidad e ilegalidad y su operación tiene un impacto social y ambiental significativo. Durante los últimos años estos aspectos, junto con la situación de seguridad de las zonas donde se encuentran algunas de las minas de carbón, han conllevado a la imposición por parte de las autoridades ambientales correspondientes de sanciones a las compañías pertenecientes al sector, a huelgas frecuentes de sus trabajadores, paradas de producción, entre otros. Este panorama muestra la existencia de un ambiente competitivo que impone retos importantes para el Grupo Argos en cuanto a la articulación de este negocio con su estrategia corporativa.

El Sector Portuario Colombiano

Las deficiencias en infraestructura vial del país, el bajo nivel de dragado de los puertos y el precario desarrollo del sistema de transporte multimodal son los principales desafíos que enfrenta el sector portuario en Colombia actualmente.

En este sentido se destaca la actualización de la política portuaria nacional a través del Conpes 3744 de 2013, cuyo objetivo es fortalecer la eficiencia en la prestación de servicios portuarios en el país con miras a satisfacer la mayor demanda que provendrá de los tratados de libre comercio firmados y en curso, la mayor movilización de carga que se derivaría de la ampliación del canal de Panamá y el auge en la explotación de hidrocarburos y minerales.

A diciembre de 2013, el país contaba con 81 permisos portuarios concentrados en la Costa Atlántica de los cuales cinco son manejados por Grupo Argos.

El Sector Inmobiliario Colombiano

El 50% de la actividad inmobiliaria comercial de Colombia se encuentra concentrada en seis centros urbanos: Bogotá, Antioquia, Santander, Valle del Cauca, Bolívar y Atlántico. Durante el año 2013, el área aprobada para la construcción en estas regiones excluyendo el segmento de vivienda creció un 42%, incremento que muestra una recuperación del mercado luego del menor dinamismo evidenciado en 2012 por la posible implementación de un nuevo POT³⁹ en Bogotá. Oficinas, Hospitales y Comercio fueron las categorías con los aumentos más significativos.

Debido al mayor asentamiento de industrias en la capital, la menor disponibilidad de tierras para la construcción y las restricciones de movilidad del transporte de carga, el valor de los predios y de las rentas en Bogotá es muy superior al observado en otras ciudades del país, tendencia sobre la que no se esperan variaciones considerables en el mediano plazo.

La construcción y el desarrollo de nuevo proyectos en el sector inmobiliario se encuentra altamente regulada y exige por parte de sus participantes el cumplimiento de diversos requerimientos legales y la aprobación por parte de diferentes entes públicos. En algunas ocasiones, la consecución de estos procesos demanda tiempos mayores a los esperados, lo cual puede ocasionar retrasos en el cronograma de dichos proyectos.

Dentro de los segmentos existentes en el mercado inmobiliario se destaca el crecimiento potencial que se ha identificado en la categoría de centros comerciales donde el área total arrendable per cápita en Colombia (7,2 m² por cada cien habitantes) se encuentra por debajo de los valores observados en otras geografías como Chile y Estados Unidos (19,2 m² y 187 m² por cada cien habitantes, respectivamente). Bogotá se mantiene como la ciudad con los mayores desarrollos en este segmento, destacándose que a diciembre de 2013 el 37% de las ventas registradas por el sector comercio provinieron de los centros comerciales.

³⁹ Plan de Ordenamiento Territorial.

La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con la oportunidad suficiente por la disponibilidad del cliente y la entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos y de acuerdo con los requerimientos de la Calificadora.

Se aclara que la Calificadora de Riesgos 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 el Calificado.

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

La información financiera incluida en este reporte se basa en: 1) los estados financieros auditados consolidados del Grupo de los años 2011, 2012 y 2013; 2) los estados financieros auditados de sus principales filiales de los años 2011, 2012 y 2013; 3) El Balance General y el Estado de Resultados tanto del Grupo Consolidado como de la Holding y sus filiales a marzo de 2013 y a marzo de 2014; y 4) las proyecciones realizadas por GA de los estados financieros del Grupo, la Holding y sus filiales para el periodo 2014-2016 con información real a marzo de 2014.

Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales
Grupo Argos S.A.

5. ANEXOS

Anexo No. 1. Estados Financieros Grupo Argos (Individual y Consolidados) y sus principales filiales.

GRUPO ARGOS S.A. ESP - CONSOLIDADOS

Cifras en Millones de \$

Balance General						Anal. Horizontal			
	2011	2012	2013	mar-13	mar-14	2011	2012	2013	mar-14
ACTIVOS									
Disponible e Inv. Negociables	982.571	1.468.055	1.526.948	1.078.201	1.518.169	-7,42%	49,41%	4,01%	40,81%
Deudores clientes	816.392	736.089	779.530	831.500	1.073.502	32,48%	-9,84%	5,90%	29,10%
Otros deudores	381.072	418.962	503.803	569.793	643.047	2,74%	9,94%	20,25%	12,86%
Inventarios	397.514	467.056	497.973	511.227	652.979	33,42%	17,49%	6,62%	27,73%
Gastos pagados por anticipado	42.048	56.230	35.940	53.023	59.004	37,81%	33,73%	-36,08%	11,28%
Total Activo Corriente	2.619.597	3.146.392	3.344.194	3.043.744	3.946.701	10,21%	20,11%	6,29%	29,67%
Deudores neto	56.726	85.878	10.518	47.517	802	47,04%	51,39%	-87,75%	-98,31%
Inventarios	76.725	86.432	85.247	88.964	48.763	-9,25%	12,65%	-1,37%	-45,19%
Inversiones permanentes, neto	1.081.237	1.043.257	1.001.182	1.043.979	1.007.801	28,70%	-3,51%	-4,03%	-3,47%
PPE neto	7.370.482	7.172.640	7.566.366	7.176.341	8.441.297	24,58%	-2,68%	5,49%	17,63%
Cargos Diferidos e Intangibles Neto	2.017.243	1.918.447	2.732.394	1.984.503	3.269.584	-10,92%	-4,90%	42,43%	64,76%
Otros activos	28.214	21.238	19.353	15.516	14.894	-61,34%	-24,73%	-8,88%	-4,01%
Valorizaciones, neto	12.143.890	13.325.550	12.656.081	13.485.102	13.226.486	-4,41%	9,73%	-5,02%	-1,92%
Total Activo No Corriente	22.774.517	23.653.442	24.071.141	23.841.922	26.009.627	3,89%	3,86%	1,77%	9,09%
TOTAL ACTIVOS	25.394.114	26.799.834	27.415.335	26.885.666	29.956.328	4,51%	5,54%	2,30%	11,42%
PASIVO									
Obligaciones financieras C.P	2.352.804	1.409.261	720.914	1.093.455	941.502	206,52%	-40,10%	-48,84%	-13,90%
Bonos y papeles comerciales	433.670	287.091	204.182	286.088	11.133	67,23%	-33,80%	-28,88%	-96,11%
Proveedores y Cuentas por pagar	966.555	853.216	873.371	1.086.306	1.180.727	20,43%	-11,73%	2,36%	8,69%
Impuestos gravámenes y tasas	198.439	183.836	304.355	145.275	275.094	52,62%	-7,36%	65,56%	89,36%
Obligaciones laborales	96.275	66.223	87.119	68.976	93.681	115,49%	-31,21%	31,55%	35,82%
Pasivos estimados y prov.	526.847	653.224	668.750	904.358	846.019	30,97%	23,99%	2,38%	-6,45%
Otros pasivos corrientes	58.876	171.181	0	0	0	-37,39%	190,75%	-100,00%	
Pasivos Corrientes	4.633.466	3.624.032	2.858.691	3.584.458	3.348.156	85,30%	-21,79%	-21,12%	-6,59%
Obligaciones financieras L.P	2.170.285	1.685.905	1.063.692	1.746.541	2.589.307	-8,18%	-22,32%	-36,91%	48,25%
Bonos en circulación	1.606.146	2.530.588	3.139.655	2.530.998	3.362.581	100,00%	57,56%	24,07%	32,86%
Bonos Convertibles en Acciones	0	749.248	694.448	702.316	584.387			-7,31%	-16,79%
Impuestos gravámenes y tasas	93.080	46.923	0	47.082	0	100,00%	-49,59%	-100,00%	-100,00%
Obligaciones Laborales	333.959	340.072	326.510	339.715	323.218	100,00%	1,83%	-3,99%	-4,86%
Cuentas por Pagar	111.122	75.857	55.107	78.601	56.208	-18,80%	-31,74%	-27,35%	-28,49%
Otros pasivos	136.177	95.751	94.927	97.367	94.323	-32,88%	-29,69%	-0,86%	-3,13%
Pasivos No Corrientes	4.450.769	5.524.344	5.374.339	5.542.620	7.010.024	-7,95%	24,12%	-2,72%	26,47%
TOTAL PASIVO	9.084.235	9.148.376	8.233.030	9.127.078	10.358.180	23,84%	0,71%	-10,01%	13,49%
Total Patrimonio	9.565.759	12.781.338	12.441.163	12.967.621	12.975.852	-7,85%	33,62%	-2,66%	0,06%
Interes de la minoría	6.744.120	4.870.120	6.741.142	4.790.967	6.622.296	2,47%	-27,79%	38,42%	38,22%
Pasivo + Patrimonio	25.394.114	26.799.834	27.415.335	26.885.666	29.956.328	4,51%	5,54%	2,30%	11,42%

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 Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales
Grupo Argos S.A.**

ESTADO DE RESULTADOS	Análisis Horizontal									
	2011	2012	2013	mar-13	mar-14	2011	2012	2013	mar-14	
Ingresos operacionales	5.786.283	6.681.155	7.629.359	1.782.427	2.042.391	6,97%	15,47%	14,19%	14,58%	
Cementos y concreto	3.668.168	4.354.519	4.965.803	1.094.711	1.295.431	21,57%	18,71%	14,04%	18,34%	
Energía Gas y Actividades Conexas	1.844.512	2.021.644	2.377.927	588.857	577.332	2,25%	9,60%	17,62%	-1,96%	
Otros	0	124.627	142.175	29.898	65.311			14,08%	118,45%	
Act. Financieras	273.603	180.365	143.454	68.961	104.317	-53,48%	-34,08%	-20,46%	51,27%	
Costo de Ventas sin DA	3.709.846	4.458.421	5.059.721	1.132.476	1.270.965	13,58%	20,18%	13,49%	12,23%	
DA del Costo de Ventas	382.386	442.090	476.824	109.055	107.428	1,63%	15,61%	7,86%	-1,49%	
Utilidad Bruta	1.694.051	1.780.644	2.092.814	540.896	663.998	-4,13%	5,11%	17,53%	22,76%	
GO (Admon y Ventas)	447.388	607.191	662.617	133.298	196.133	-13,52%	35,72%	9,13%	47,14%	
DA Gastos	158.432	85.006	82.680	19.967	27.906	-0,44%	-46,35%	-2,74%	39,76%	
Utilidad Operacional	1.088.231	1.088.447	1.347.517	387.631	439.959	-0,21%	0,02%	23,80%	13,50%	
Otros Ingresos	387.958	574.346	405.436	72.447	54.926	-13,74%	48,04%	-29,41%	-24,18%	
Otros Gastos	1.077.940	769.930	639.524	189.767	166.552	36,66%	-28,57%	-16,94%	-12,23%	
Financieros	398.633	471.927	399.071	86.827	80.365	9,64%	18,39%	-15,44%	-7,44%	
Diferencia en Cambio	33.875	0	0	13.519	1.322				-90,22%	
Otros	645.432	298.003	240.453	89.421	84.865	51,80%	-53,83%	-19,31%	-5,10%	
Utilidad antes de Imptos	398.249	892.863	1.113.429	270.311	328.333	-47,01%	124,20%	24,70%	21,46%	
Impuestos Totales	163.084	163.606	425.404	88.403	106.205	0,00%	0,32%	160,02%	20,14%	
Part. Intereses minoritarios	81.508	385.319	393.075	67.147	101.044	0,00%	372,74%	2,01%	50,48%	
Utilidad Neta	153.657	343.938	294.950	114.761	121.084	-60,46%	123,83%	-14,24%	5,51%	
EBITDA	1.629.049	1.615.543	1.907.021	516.653	575.293	0,19%	-0,83%	18,04%	11,35%	

DA: Depreciaciones y Amortizaciones

FLUJO DE EFECTIVO	2011	2012	2013	mar-13	mar-14
Utilidad Neta	153.657	343.938	294.950	114.761	121.084
Ajuste para conciliar la utilidad neta con el efectivo neto provisto por actividades de operación	598.269	516.300	860.164	ND	ND
Efectivo generado en la operación	751.926	860.238	1.155.114	ND	ND
Cambios en activos y pasivos operacionales	360.949	-68.605	-3.415	ND	ND
Efectivo neto provisto por actividades operacionales	1.112.875	791.633	1.151.699	ND	ND
Movimiento PPE	-1.816.731	-366.279	-653.087	ND	ND
Movimiento inversiones permanentes	111.972	325.579	44.343	ND	ND
Diferidos	-187.755	-116.216	-313.169	ND	ND
Otros	-204.048	5.763	-606.732	ND	ND
Efectivo neto después de actividades de inversión	-983.687	640.480	-376.946	ND	ND
Dividendos	-129.080	-166.040	-180.606	ND	ND
Variación obligaciones financieras	1.332.481	-1.229.633	-1.340.464	ND	ND
Variación bonos y papeles comerciales	-49.652	1.526.221	600.000	ND	ND
Otros	-248.805	-285.544	1.356.909	ND	ND
Flujo de caja no operacional	904.944	-154.996	435.839	ND	ND

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOPER 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 Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales
Grupo Argos S.A.

GRUPO ARGOS S.A. ESP - INDIVIDUALES

Cifras en Millones de \$

Análisis Horizontal

BALANCE GENERAL	2011	2012	2013	mar-13	mar-14	2011	2012	2013	mar-14
ACTIVOS									
Disponible	5.189	382.305	92.302	111.820	104.694	958,98%	7267,60%	-75,86%	-6,37%
Inversiones temporales	1.420	171.956	0	0	0	-82,19%	12009,58%	-100,00%	
Deudores neto	56.921	90.057	203.010	340.931	501.064	-45,76%	58,21%	125,42%	46,97%
Inventarios	0	75.111	57.744	76.934	37.743			-23,12%	-50,94%
Gastos pagados por anticipado	0	900	89	655	809			-90,11%	23,51%
Total activo Corriente	63.530	720.329	353.145	530.340	644.310	-43,98%	1033,84%	-50,97%	21,49%
Deudores neto	238	47.143	35.732	32.737	8.133		19707,98%	-24,21%	-75,16%
Inversiones permanentes, neto	10.849.137	7.745.161	8.189.320	7.702.413	8.258.374	32,62%	-28,61%	5,73%	7,22%
PPE neto	2.156	60.983	90.149	61.320	90.469	-11,82%	2728,53%	47,83%	47,54%
Inventarios		332	0	515	0			-100,00%	-100,00%
Cargos diferidos, neto	29.572	27.129	90.623	26.655	104.497	945,32%	-8,26%	234,04%	292,04%
Otros activos	512	512	1.500	512	1.500	-0,19%	0,00%	192,97%	192,97%
Valorizaciones, neto	1.060.110	7.540.582	6.708.915	7.687.327	7.101.969	-42,10%	611,30%	-11,03%	-7,61%
Total Activo No Corriente	11.941.725	15.421.842	15.116.239	15.511.479	15.564.942	19,21%	29,14%	-1,98%	0,34%
TOTAL ACTIVOS	12.005.255	16.142.171	15.469.384	16.041.819	16.209.252	18,50%	34,46%	-4,17%	1,04%
PASIVO									
Obligaciones financieras C.P	984.668	601.271	373.158	231.773	498.391		-38,94%	-37,94%	115,03%
Bonos y papeles comerciales	0	200.000	0	200.000	0				-100,00%
Cuentas por pagar	57.595	128.856	71.408	71.786	108.694	43,80%	123,73%	-44,58%	51,41%
Impuestos gravámenes y tasas	2.012	5.587	12.057	5.266	11.576		-38,94%	115,80%	119,83%
Obligaciones laborales	776	1.007	1.712	1.519	879	-21,62%	619,97%	70,01%	-42,13%
Dividendos por pagar			48.549	183.528	199.767				8,85%
Otros pasivos corrientes	6.276	23.338	48.618	27.473	52.364	15,33%	-100,00%	108,32%	90,60%
Pasivos Corrientes	1.051.327	960.059	555.502	721.345	871.671	1976,53%	-8,68%	-42,14%	20,84%
Obligaciones financieras L.P	296.109	300.109	445.109	300.109	445.109	-26,21%	1,35%	48,32%	48,32%
Bonos y BOCEAS	0	749.248	694.448	702.316	584.387			-7,31%	-16,79%
Impuestos gravámenes y tasas	1.905	953	0	953	0		-49,97%	-100,00%	-100,00%
Obligaciones Laborales	3.163	3.595	2.191	3.328	2.253	6,97%	13,66%	-39,05%	-32,30%
Otros pasivos	0	67.816	53.595	67.816	53.595			-20,97%	-20,97%
Pasivos No Corrientes	301.177	1.121.721	1.195.343	1.074.522	1.085.344	-25,50%	272,45%	6,56%	1,01%
Total Pasivo	1.352.504	2.081.780	1.750.845	1.795.867	1.957.015	197,33%	53,92%	-15,90%	8,97%
Total Patrimonio	10.652.751	14.060.391	13.718.539	14.245.952	14.252.237	10,10%	31,99%	-2,43%	0,04%
Pasivo + Patrimonio	12.005.255	16.142.171	15.469.384	16.041.819	16.209.252	18,50%	34,46%	-4,17%	1,04%

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 Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales
Grupo Argos S.A.**

ESTADO DE RESULTADOS	Análisis Horizontal									
	2011	2012	2013	mar-13	mar-14	2011	2012	2013	mar-14	
Ingresos Operacionales	372.669	602.326	517.303	150.870	225.857	-66,34%	61,62%	-14,12%	49,70%	
Ingresos por Venta de Inversiones	244.757	107.019	57.603	0	31.368	-72,96%	-56,28%	-46,17%		
Metodo de Participación	101.902	391.344	318.718	66.088	79.058	49,76%	284,04%	-18,56%	19,63%	
Dividendos	26.010	69.936	82.659	82.609	86.854	-18,68%	168,88%	18,19%	5,14%	
Valuación de Inversiones	0	0	0	0	0	-100,00%				
Negocio Inmobiliario	0	34.027	58.323	2.173	28.577			71,40%	1215,09%	
Costo de Ventas sin DA	31.823	69.673	69.517	0	43.394	-74,17%	118,94%	-0,22%		
Costo de Venta de Inversiones	31.823	51.789	49.133	0	32.895	-74,17%	62,74%	-5,13%		
Lotes Urbanizados	0	17.884	20.384	0	10.499			13,98%		
Utilidad Bruta	340.846	532.653	447.786	150.870	182.463	-65,36%	56,27%	-15,93%	20,94%	
GO (Admon y Ventas)	138.947	97.997	88.083	15.675	32.962	645,30%	-29,47%	-10,12%	110,28%	
DA Gastos	2.002	192	2.158	518	357	-13,07%	-90,41%	1023,96%	-31,08%	
Utilidad Operacional	199.897	434.464	357.545	134.677	149.144	79,24%	117,34%	-17,70%	10,74%	
Otros Ingresos	5.193	19.862	43.588	7.678	565	4,31%	282,48%	119,45%	-92,64%	
Otros Gastos	50.362	108.349	89.877	26.031	27.149	14,26%	115,14%	-17,05%	4,29%	
Financieros	40.467	91.644	65.037	18.702	13.418	25,77%	126,47%	-29,03%	-28,25%	
Diferencia en cambio	5.734	8.844	8.317	2.240	1.796		54,24%	-5,96%	-19,82%	
Otros	4.161	7.861	16.523	5.089	11.935	1,37%	88,92%	110,19%	134,53%	
Utilidad antes de Imptos	154.728	345.977	311.256	116.324	122.560	-82,99%	123,60%	-10,04%	5,36%	
Impuestos	1.071	2.039	16.306	1.563	1.476	-66,17%	90,38%	699,71%	-5,57%	
Utilidad Neta	153.657	343.938	294.950	114.761	121.084	-83,05%	123,83%	-14,24%	5,51%	
EBITDA	201.899	434.656	359.703	135.195	149.501	-79,08%	115,28%	-17,24%	10,58%	

DA: Depreciaciones y Amortizaciones

FLUJO DE EFECTIVO	2011	2012	2013	mar-13	mar-14
Utilidad Neta	153.657	343.938	294.950	114.761	121.084
Ajuste para conciliar la utilidad neta con el efectivo neto provisto por actividades de operación	-32.695	-245.234	-89.602	19.219	-95.099
Efectivo generado en la operación	120.962	98.704	205.348	133.980	25.985
Cambios en activos y pasivos operacionales	-8.355	104.734	-175.303	-29.121	8.859
Efectivo neto provisto por actividades operacionales	112.607	203.438	30.045	104.859	34.844
Movimiento PPE	-100	-8.782	-7.484	-8.893	-14.933
Movimiento inversiones permanentes	-739.013	-52.179	44.800	0	-56.202
Diferidos	-33	614	-65.507	0	0
Otros	0	0	0	0	-10.429
Efectivo neto después de actividades de inversión	-626.539	143.091	1.854	95.966	-46.720
Dividendos	-129.080	-166.040	-180.700	-41.397	-44.934
Variación obligaciones financieras	764.748	-379.397	-283.113	-383.066	118.405
Variación bonos y papeles cciales	0	950.000	0		
Otros	-3.812	-2	0	-113.944	-14.359
Flujo de caja no operacional	631.856	404.561	-463.813	-538.407	59.112

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 Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales
Grupo Argos S.A.

CEMENTOS ARGOS S.A

Cifras en Millones de \$

Anal. Horizontal

Balance General	2011	2012	2013	mar-13	mar-14	2011	2012	2013	mar-14
ACTIVOS									
Disponible e Inv. Negociables	290.935	156.865	528.013	139.479	490.545	-38,90%	-46,08%	236,60%	251,70%
Deudores neto	837.267	796.519	826.294	893.161	1.078.009	21,72%	-4,87%	3,74%	20,70%
Inventarios	376.626	355.379	402.435	389.825	522.327	30,11%	-5,64%	13,24%	33,99%
Gastos pagados por anticipado	29.530	24.910	28.240	22.295	25.349	25,04%	-15,65%	13,37%	13,70%
Total Activo Corriente	1.534.358	1.333.673	1.784.982	1.444.760	2.116.230	3,88%	-13,08%	33,84%	46,48%
Deudores neto	53.815	39.718	40.254	39.575	22.968	48,53%	-26,20%	1,35%	-41,96%
Inventarios	38.237	0	0	0	0	-2,98%	-100,00%		
Inversiones permanentes, neto	299.457	145.095	145.898	145.717	151.977	-11,95%	-51,55%	0,55%	4,30%
PPE neto	4.177.137	3.779.319	4.070.292	3.801.537	4.947.963	45,51%	-9,52%	7,70%	30,16%
Cargos Diferidos e Intangibles No	1.466.387	1.375.489	2.047.755	1.426.035	2.558.909	-10,28%	-6,20%	48,87%	79,44%
Otros activos	26.933	19.437	16.832	13.716	12.372	-39,23%	-27,83%	-13,40%	-9,80%
Valorizaciones, neto	9.184.742	3.573.985	3.525.705	3.572.260	3.672.142	1,64%	-61,09%	-1,35%	2,80%
Total Activo No Corriente	15.246.708	8.933.043	9.846.736	8.998.840	11.366.331	8,89%	-41,41%	10,23%	26,31%
TOTAL ACTIVOS	16.781.066	10.266.716	11.631.718	10.443.600	13.482.561	8,41%	-38,82%	13,30%	29,10%
PASIVO									
Obligaciones financieras C.P	1.269.423	653.306	289.290	688.676	386.748	86,08%	-48,54%	-55,72%	-43,84%
Bonos y papeles comerciales	423.032	77.200	192.575	77.200	192.575	69,21%	-81,75%	149,45%	149,45%
Proveedores y Cuentas por pagar	618.347	560.779	629.937	492.353	553.928	23,48%	-9,31%	12,33%	12,51%
Impuestos gravámenes y tasas	121.499	124.320	195.940	77.721	156.352	161,60%	2,32%	57,61%	101,17%
Obligaciones laborales	87.072	51.106	69.347	54.812	78.722	139,08%	-41,31%	35,69%	43,62%
Pasivos estimados y prov.	248.050	240.394	344.758	360.942	477.414	44,16%	-3,09%	43,41%	32,27%
Dividendos por Pagar	0	0	0	187.088	283.646				51,61%
Otros pasivos corrientes	74.033	62.569	0	0	0	-3,95%	-15,48%	-100,00%	
Pasivos Corrientes	2.841.456	1.769.674	1.721.847	1.938.792	2.129.385	60,99%	-37,72%	-2,70%	9,83%
Obligaciones financieras L.P	719.717	369.717	222.158	411.173	1.645.772	2,79%	-48,63%	-39,91%	300,26%
Bonos y BOCEAS	1.006.146	1.930.588	1.739.655	1.930.998	1.739.655	100,00%	91,88%	-9,89%	-9,91%
Impuestos gravámenes y tasas	63.481	30.745	0	30.992	0	100,00%	-51,57%	-100,00%	-100,00%
Obligaciones Laborales	253.366	255.627	242.455	254.318	238.927	100,00%	0,89%	-5,15%	-6,05%
Diferidos	87.074	38.166	38.189	39.226	38.722	100,00%	-56,17%	0,06%	-1,28%
Cuentas por Pagar	111.122	75.857	55.107	78.601	56.208	-18,80%	-31,74%	-27,35%	-28,49%
Pasivos No Corrientes	2.240.906	2.700.700	2.297.564	2.745.308	3.719.284	-8,51%	20,52%	-14,93%	35,48%
TOTAL PASIVO	5.082.362	4.470.374	4.019.411	4.684.100	5.848.669	20,60%	-12,04%	-10,09%	24,86%
Total Patrimonio	11.617.399	5.713.485	7.242.551	5.674.502	7.263.504	3,95%	-50,82%	26,76%	28,00%
Interes de la minoría	81.305	82.857	369.756	84.998	370.388	-8,10%	1,91%	346,26%	335,76%
Pasivo + Patrimonio	16.781.066	10.266.716	11.631.718	10.443.600	13.482.561	8,41%	-38,82%	13,30%	29,10%

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 Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales
Grupo Argos S.A.**

ESTADO DE RESULTADOS	Análisis Horizontal									
	2011	2012	2013	mar-13	mar-14	2011	2012	2013	mar-14	
Ingresos operacionales	3.668.610	4.380.393	4.968.414	1.094.711	1.295.431	21,35%	19,40%	13,42%	18,34%	
Costo de Ventas sin DA	2.623.816	3.144.877	3.512.683	767.697	888.420	24,77%	19,86%	11,70%	15,73%	
DA del Costo de Ventas	280.549	323.580	347.728	80.811	76.986	-12,49%	15,34%	7,46%	-4,73%	
Utilidad Bruta	764.245	911.936	1.108.003	246.203	330.025	27,45%	19,33%	21,50%	34,05%	
GO (Admon y Ventas)	363.250	444.326	477.623	94.818	146.328	-4,67%	22,32%	7,49%	54,33%	
DA Gastos	128.162	53.043	49.265	12.690	21.071	45,07%	-58,61%	-7,12%	66,04%	
Utilidad Operacional	272.833	414.567	581.115	138.695	162.626	109,46%	51,95%	40,17%	17,25%	
Otros Ingresos	837.091	410.270	146.804	42.306	38.654	21,78%	-50,99%	-64,22%	-8,63%	
Otros Gastos	705.146	408.047	324.612	90.265	62.490	44,59%	-42,13%	-20,45%	-30,77%	
Financieros	195.963	223.942	149.434	41.670	39.766	1,95%	14,28%	-33,27%	-4,57%	
Diferencia en Cambio	15.848	1.160	0	3.457	-4.057		-92,68%	-100,00%	-217,36%	
Otros	493.335	182.945	175.178	45.138	26.781	66,95%	-62,92%	-4,25%	-40,67%	
Utilidad antes de Imptos	404.778	416.790	403.307	90.736	138.790	22,68%	2,97%	-3,23%	52,96%	
Impuestos Totales	25.024	17.083	211.684	37.550	49.720	0,00%	-31,73%	1139,15%	32,41%	
Part. Intereses minoritarios	9.780	12.088	7.913	684	9.443	0,00%	23,60%	-34,54%	1280,56%	
Utilidad Neta	369.974	387.619	183.710	52.502	79.627	28,07%	4,77%	-52,61%	51,66%	
EBITDA	681.544	791.190	978.108	232.196	260.683	26,40%	16,09%	23,62%	12,27%	

DA: Depreciaciones y Amortizaciones

FLUJO DE EFECTIVO	2011	2012	2013	mar-13	mar-14
Utilidad Neta	369.974	387.619	183.710	52.502	79.627
Ajuste para conciliar la utilidad neta con el efectivo neto provisto por actividades de operación	44.119	85.884	393.230	146.533	-250.826
Efectivo generado en la operac	414.093	473.503	576.940	199.035	-171.199
Cambios en activos y pasivos operacionales	-4.369	-144.720	32.876	-82.849	205.174
Efectivo neto provisto por actividades operacionales	409.724	328.783	609.816	116.186	33.975
Movimiento PPE	-1.581.516	-161.166	-449.182	-82.857	-1.526.933
Movimiento Inv. permanentes	681.806	256.557	-1.764	0	0
Diferidos	-159.046	3.505	-141.891	0	0
Otros	17.386	-4.638	-487.177	8.759	17.605
Efectivo neto después de actividades de inversión	-631.646	423.041	-470.198	42.088	-1.475.353
Dividendos	-152.021	-161.234	-197.199	-58.585	-56.665
Variación obligaciones financieras	553.148	-868.038	-495.446	-4.126	1.479.443
Variación bonos y papeles cciales	-50.970	576.968	-77.200	0	0
Otros	96.294	-76.824	1.611.191	3237	15.107
Flujo de caja no operacional	446.451	-529.128	841.346	-59.474	1.437.885

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 Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales
Grupo Argos S.A.

CELSIA CONSOLIDADO

Cifras en Millones de \$

Anal. Horizontal

Balance General	2011	2012	2013	mar-13	mar-14	2011	2012	2013	mar-14
ACTIVOS									
Disponible	233.343	299.785	200.684	242.795	195.700	333,30%	28,47%	-33,06%	-19,40%
Inversiones temporales	451.683	444.442	697.076	577.003	714.349	-14,78%	-1,60%	56,84%	23,80%
Deudores neto	342.842	273.375	305.424	319.289	352.615	17,45%	-20,26%	11,72%	10,44%
Inventarios	20.790	8.398	19.245	13.271	28.431	145,40%	-59,61%	129,16%	114,23%
Gastos pagados por anticipado	12.518	29.536	6.067	25.794	31.174	81,55%	135,95%	-79,46%	20,86%
Total Activo Corriente	1.061.176	1.055.536	1.228.496	1.178.152	1.322.269	19,08%	-0,53%	16,39%	12,23%
Deudores neto	1.874	3.502	4.072	3.451	11.375	-24,62%	86,87%	16,28%	229,61%
Inventarios	38.586	47.298	46.605	49.647	48.763	-14,50%	22,58%	-1,47%	-1,78%
Inversiones permanentes, neto	101.812	102.605	101.060	102.513	97.339	-50,32%	0,78%	-1,51%	-5,05%
PPE neto	3.202.796	3.268.328	3.342.856	3.254.366	3.344.458	4,90%	2,05%	2,28%	2,77%
Cargos diferidos, neto	67.139	63.757	31.176	62.956	30.412	19,76%	-5,04%	-51,10%	-51,69%
Intangibles, neto	424.826	71.276	268.128	87.177	177.406	-20,76%	-83,22%	276,18%	103,50%
Bienes adquiridos en leasing financiero	29.320	285.521	163.309	280.392	263.455	350,18%	873,81%	-42,80%	-6,04%
Otros activos	768	826	810	826	810	-97,27%	7,55%	-1,94%	-1,94%
Valorizaciones, neto	1.867.730	1.941.359	2.140.033	1.951.907	2.164.977	-2,72%	3,94%	10,23%	10,92%
Total Activo No Corriente	5.734.851	5.784.472	6.098.049	5.793.235	6.138.995	-2,01%	0,87%	5,42%	5,97%
TOTAL ACTIVOS	6.796.027	6.840.008	7.326.545	6.971.387	7.461.264	0,77%	0,65%	7,11%	7,03%
PASIVO									
Obligaciones financieras C.P	98.713	130.877	33.845	152.457	37.642	253,72%	32,58%	-74,14%	-75,31%
Bonos y papeles comerciales	10.638	9.891	11.607	8.888	11.133	14,14%	-7,02%	17,35%	25,26%
Cuentas por pagar	337.299	193.550	205.776	313.739	341.841	12,62%	-42,62%	6,32%	8,96%
Impuestos gravámenes y tasas	76.235	51.931	93.270	60.947	106.588	12,03%	-31,88%	79,60%	74,89%
Obligaciones laborales	9.176	11.100	13.656	10.901	11.080	30,42%	20,97%	23,03%	1,64%
Pasivos estimados y prov.	90.069	36.198	35.329	87.082	81.858	32,63%	-59,81%	-2,40%	-6,00%
Pensiones de jubilación	0	0	0	0	0	-100,00%			
Otros pasivos corrientes	9.607	9.184	13.711	8.606	12.821	-21,05%	-4,40%	49,29%	48,98%
Pasivos Corrientes	631.737	442.731	407.194	642.620	602.963	28,17%	-29,92%	-8,03%	-6,17%
Obligaciones financieras L.P	1.154.459	975.576	340.707	995.396	355.944	-4,77%	-15,49%	-65,08%	-64,24%
Bonos y BOCEAS	600.000	600.000	1.400.000	600.000	1.400.000	100,00%	0,00%	133,33%	133,33%
Impuestos gravámenes y tasas	27.694	13.847	0	13.847	0	100,00%	-50,00%	-100,00%	-100,00%
Pasivos estimados y prov.	164.177	314.217	151.259	314.217	152.959	100,00%	91,39%	-51,86%	-51,32%
Pensiones de jubilación	76.680	80.150	80.864	81.070	81.084	4,52%	4,53%	0,89%	0,02%
Otros pasivos	40.993	40.075	36.040	40.838	35.886	-2,44%	-2,24%	-10,07%	-12,13%
Pasivos No Corrientes	2.064.003	2.023.865	2.008.870	2.045.368	2.025.873	-1,14%	-1,94%	-0,74%	-0,95%
TOTAL PASIVO	2.695.740	2.466.596	2.416.064	2.687.988	2.628.836	4,46%	-8,50%	-2,05%	-2,20%
Total Patrimonio	2.650.542	2.905.411	3.288.325	2.891.694	3.281.775	-1,28%	9,62%	13,18%	13,49%
Interes de la minoría	1.449.745	1.468.001	1.622.156	1.391.705	1.550.653	-1,92%	1,26%	10,50%	11,42%
Pasivo + Patrimonio	6.796.027	6.840.008	7.326.545	6.971.387	7.461.264	0,77%	0,65%	7,11%	7,03%

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 Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales
Grupo Argos S.A.**

ESTADO DE RESULTADOS	Análisis Horizontal									
	2011	2012	2013	mar-13	mar-14	2011	2012	2013	mar-14	
Ingresos operacionales	1.849.505	2.023.672	2.381.116	588.857	577.332	2,44%	9,42%	17,66%	-1,96%	
Generación y ccialización mayoris	951.403	1.101.436	1.525.375	376.301	363.711	0,11%	15,77%	38,49%	-3,35%	
Ventas de energía en bolsa	471.050	646.197	1.067.708	259.475	227.903	-31,09%	37,18%	65,23%	-12,17%	
Cargo por confiabilidad	205.226	209.343	221.617	55.782	54.335	18,27%	2,01%	5,86%	-2,59%	
Ccialización mercado mayorista	275.127	245.896	236.050	61.044	81.473	194,71%	-10,62%	-4,00%	33,47%	
Comercialización minorista	520.198	543.652	570.268	138.586	146.467	2,83%	4,51%	4,90%	5,69%	
Mercado regulado	373.563	397.437	392.631	98.554	99.126	1,29%	6,39%	-1,21%	0,58%	
Mercado no regulado	146.635	146.215	177.637	40.032	47.341	7,00%	-0,29%	21,49%	18,26%	
Otros servicios	377.904	378.584	285.473	73.970	67.154	8,21%	0,18%	-24,59%	-9,21%	
Uso y conexión redes	194.974	194.337	197.408	50.024	52.526	16,37%	-0,33%	1,58%	5,00%	
Ccialziación gas natural	167.639	152.912	52.655	15.889	5.843	78,32%	-8,78%	-65,57%	-63,23%	
Otros servicios	15.291	31.335	35.410	8.057	8.785	-82,56%	104,92%	13,00%	9,04%	
Costo de Ventas sin DA	1.030.932	1.172.686	1.391.720	352.252	324.846	10,52%	13,75%	18,68%	-7,78%	
DA del Costo de Ventas	131.830	138.686	148.445	31.925	33.696	-12,68%	5,20%	7,04%	5,55%	
Utilidad Bruta	686.743	712.300	840.951	204.680	218.790	-4,84%	3,72%	18,06%	6,89%	
GO (Admon y Ventas)	104.797	119.812	124.833	25.899	21.751	-21,41%	14,33%	4,19%	-16,02%	
DA Gastos										
Utilidad Operacional	581.946	592.488	716.118	178.781	197.039	-1,09%	1,81%	20,87%	10,21%	
Otros Ingresos	121.899	122.546	199.282	24.274	19.725	-49,69%	0,53%	62,62%	-18,74%	
Otros Gastos	316.466	201.876	205.938	77.842	76.134	16,25%	-36,21%	2,01%	-2,19%	
Intereses	169.295	154.375	142.034	36.438	33.490	14,74%	-8,81%	-7,99%	-8,09%	
Otros	147.171	47.501	63.904	41.404	42.644	18,04%	-67,72%	34,53%	2,99%	
Utilidad antes de Imptos	387.379	513.158	709.462	125.213	140.630	-30,63%	32,47%	38,25%	12,31%	
Impuestos Totales	136.830	142.193	194.597	48.998	54.556	0,00%	3,92%	36,85%	11,34%	
Part. Intereses minoritarios	97.658	140.205	141.220	28.247	37.101	0,00%	43,57%	0,72%	31,34%	
Utilidad Neta	152.891	230.760	373.645	47.968	48.973	-40,97%	50,93%	61,92%	2,10%	
EBITDA	713.776	731.174	864.563	210.706	230.735	-3,45%	2,44%	18,24%	9,51%	

DA: Depreciaciones y Amortizaciones

FLUJO DE EFECTIVO	2011	2012	2013	mar-13	mar-14
Utilidad Neta	152.891	230.760	373.645	47.968	48.973
Ajuste para conciliar la utilidad neta con el efectivo neto provisto por actividades de operación	238.258	260.581	212.679	13.828	139.971
Efectivo generado en la operación	391.149	491.341	586.324	61.796	188.944
Cambios en activos y pasivos operacionales	34.257	-7.819	22.026	-10.350	-105.221
Efectivo neto provisto por actividades operacionales	425.406	483.522	608.350	51.446	83.723
Movimiento PPE	-236.082	-152.629	-185.609	-11.357	-52.519
Movimiento inversiones permanentes	40.048	-1.367	5.987	0	0
Diferidos	-3.619	-16.015	-4.486	0	0
Otros	63.934	-42.013	-145.705	0	0
Efectivo neto después de actividades de inversión	289.687	271.498	278.537	40.089	31.204
Dividendos	-58.719	-64.762	-71.959	-7	-18.094
Variación obligaciones financieras	13.592	-24.953	-746.463	4.113	11.953
Variación bonos y papeles comerciales	0	0	800.000	0	0
Otros	-170.859	-122.582	-106.582	31.376	-12.774
Flujo de caja no operacional	-215.986	-212.297	-125.004	35.482	-18.915

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 Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales
Grupo Argos S.A.**

	COMPAS				SITUM (Proforma)*				SATOR			
	2011	2012	2013	mar-14	2011	2012	2013	mar-14	2011	2012	2013	mar-14
Ventas	25.399	103.329	103.075	31.230	19.471	40.255	63.478	ND	78.582	69.237	77.921	16.155
Costo de ventas	16.318	74.387	78.808	21.676	6.157	17.884	20.384	ND	79.261	69.061	76.642	15.345
Utilidad bruta	9.081	28.941	24.267	9.554	13.314	22.371	43.094	ND	-679	176	1.279	810
Utilidad Operacional	7.245	15.965	10.035	6.037	10.296	16.704	17.803	ND	-3.912	-13.110	-13.516	-986
Utilidad neta	5.524	3.663	-7.035	1.055	6.024	15.206	7.290	ND	-44.013	-38.953	-3.046	-1.374
D&A	4.785	14.126	16.783	4.043	34	26	57	ND	2.575	1.252	2.060	447
EBITDA	12.030	30.091	26.818	10.080	10.330	16.730	17.860	ND	-1.337	-11.858	-11.456	-528
Deudores	11.310	7.777	10.796	10.376	ND	ND	46.486	ND	3.881	29.826	61.497	45.560
Inventarios	145	2.536	2.352	2.157	ND	ND	107.208	ND	21.311	16.081	6.412	13.662
Proveedores	838	18.005	28.380	26.812	ND	ND	70.935	ND	11.847	14.073	58.769	59.673
Deuda financiera bruta	34.982	59.687	83.196	101.241	ND	ND	0	ND	7.771	20.733	19.268	19.653
Activos	191.696	432.546	445.615	460.417	ND	ND	2.581.001	ND	99.219	122.788	151.387	152.683
Pasivos	63.838	153.039	175.476	189.222	ND	ND	182.701	ND	60.151	94.554	130.601	133.270
Patrimonio	127.858	279.507	270.139	271.195	ND	ND	2.398.300	ND	39.068	28.234	20.786	19.413

Crecimiento ventas	ND	306,82%	-0,25%	35,03%	ND	106,74%	57,69%	ND	ND	-11,89%	12,54%	78,35%
Crecimiento EBITDA	ND	150,13%	-10,88%	80,94%	ND	61,96%	6,75%	ND	ND	786,91%	-3,39%	95,39%
Margen bruto	35,75%	28,01%	23,54%	30,59%	68,38%	55,57%	67,89%	ND	-0,86%	0,25%	1,64%	5,01%
Margen operacional	28,52%	15,45%	9,74%	19,33%	52,88%	41,50%	28,05%	ND	-4,98%	-18,93%	-17,35%	-6,10%
Margen neto	21,75%	3,55%	-6,83%	3,38%	30,94%	37,77%	11,48%	ND	-56,01%	-56,26%	-3,91%	-8,51%
Margen EBITDA	47,36%	29,12%	26,02%	32,28%	53,05%	41,56%	28,14%	ND	-1,70%	-17,13%	-14,70%	-3,27%
Días de CxC	160	27	38	120	ND	ND	264	ND	18	155	284	254
Días de CxP	18	87	130	445	ND	ND	1.253	ND	54	73	276	350
Días de inventario	3	12	11	36	ND	ND	1.893	ND	97	84	30	80
Ciclo de efectivo	145	-48	-81	-290	ND	ND	904	ND	61	166	38	-16
Deuda bruta/ pasivos	54,80%	39,00%	47,41%	53,50%	ND	ND	0,00%	ND	12,92%	21,93%	14,75%	14,75%
Deuda bruta/ EBITDA	2,91	1,98	3,10	10,04	ND	ND	-	ND	-5,81	-1,75	-1,68	-37,22
Capital de trabajo	10.617	-7.692	-15.232	-14.279	ND	ND	82.759	ND	13.345	31.834	9.140	-451
Productividad KT	2,39	-13,43	-6,77	-2,19	ND	ND	0,77	ND	5,89	2,17	8,53	-35,82
Apalancamiento	49,93%	54,75%	64,96%	69,77%	ND	ND	7,62%	ND	153,96%	334,89%	628,31%	686,50%

* Corresponden a un ejercicio proforma efectuado por Grupo Argos en el que se asume cómo sería la contabilidad si la empresa registrara todas las variables que se generan de su operación (ingresos, costos de venta y activos utilizados en su operación).

Anexo No. 2. Indicadores Financieros

RENTABILIDAD	Grupo Argos - Consolidados				Grupo Argos - Individuales			
	2011	2012	2013	mar-14	2011	2012	2013	mar-14
Ventas Netas	5.786.283	6.681.155	7.629.359	2.042.391	372.669	602.326	517.303	225.857
EBITDA	1.629.049	1.615.543	1.907.021	575.293	201.899	434.656	359.703	149.501
Crecimiento de Ventas COP	6,97%	15,47%	14,19%	14,58%	-50,98%	61,62%	-14,12%	49,70%
Margen Bruto	29,28%	26,65%	27,43%	32,51%	91,46%	88,43%	86,56%	80,79%
Margen Operacional	18,81%	16,29%	17,66%	21,54%	53,64%	72,13%	69,12%	66,03%
Margen Neto Antes de Impuestos	6,88%	13,36%	14,59%	16,08%	41,52%	57,44%	60,17%	54,26%
Margen Neto	2,66%	5,15%	3,87%	5,93%	41,23%	57,10%	57,02%	53,61%
Margen EBITDA	28,15%	24,18%	25,00%	28,17%	54,18%	72,16%	69,53%	66,19%
Ventas/ Activos	22,79%	24,93%	27,83%	26,34%	3,10%	3,73%	3,34%	3,65%
ROA	0,61%	1,28%	1,08%	1,01%	1,28%	2,13%	1,91%	1,86%
ROE	1,61%	2,69%	2,37%	2,32%	1,44%	2,45%	2,15%	2,11%

ACTIVIDAD	Grupo Argos - Consolidados				Grupo Argos - Individuales			
	2011	2012	2013	mar-14	2011	2012	2013	mar-14
KTNO	247.351	349.929	404.132	545.754	-674	36.312	189.346	430.113
Productividad KTNO (Ventas/ KTNO)	23,39	19,09	18,88	14,46	-552,92	16,59	2,73	1,38
Rot CxC	51	40	37	47	55	54	141	200
Rot CxP	85	63	57	77	652	666	370	225
Rot Inventarios	35	34	32	43	0	388	299	78
Ciclo de efectivo	1	11	12	13	-597	-224	71	53

Liquidez	Grupo Argos - Consolidados				Grupo Argos - Individuales			
	2011	2012	2013	mar-14	2011	2012	2013	mar-14
Efectivo	982.571	1.468.055	1.526.948	1.518.169	6.609	554.261	92.302	104.694
Efectivo/ Activos	3,87%	5,48%	5,57%	5,07%	0,06%	3,43%	0,60%	0,65%
Efectivo / Pasivos corrientes	21,21%	40,51%	53,41%	45,34%	0,63%	57,73%	16,62%	12,01%
Razon Corriente	0,57	0,87	1,17	1,18	0,06	0,75	0,64	0,74
Activo corriente / Total pasivo	0,29	0,34	0,41	0,38	0,05	0,35	0,20	0,33
Prueba Ácida	0,48	0,74	1,00	0,98	0,06	0,67	0,53	0,70

Una calificación de riesgo emitida por BRC INVESTOR SERVICIOS 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 Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales
Grupo Argos S.A.**

Endeudamiento	Grupo Argos - Consolidados				Grupo Argos - Individuales			
	2011	2012	2013	mar-14	2011	2012	2013	mar-14
Deuda bruta	6.562.905	6.662.093	5.822.891	7.488.910	1.280.777	1.850.628	1.512.715	1.527.887
Deuda neta	5.580.334	5.194.038	4.295.943	5.970.741	1.274.168	1.296.367	1.420.413	1.423.193
Deuda de CP (Monto)	2.786.474	1.696.352	925.096	952.635	984.668	801.271	373.158	498.391
Deuda de CP (%)	42,46%	25,46%	15,89%	12,72%	76,88%	43,30%	24,67%	32,62%
Deuda de LP	3.776.431	4.965.741	4.897.795	6.536.275	296.109	1.049.357	1.139.557	1.029.496
Deuda de LP (%)	57,54%	74,54%	84,11%	87,28%	23,12%	56,70%	75,33%	67,38%
Deuda CP/ Patrimonio	0,29	0,13	0,07	0,07	0,09	0,06	0,03	0,03
Deuda /Patrimonio	68,6%	52,1%	46,8%	57,7%	12,0%	13,2%	11,0%	10,7%
Pasivo Corriente /Pasivo Total	51,0%	39,6%	34,7%	32,3%	77,7%	46,1%	31,7%	44,5%
Deuda fin. / Pasivo Total	72,24%	72,82%	70,73%	72,30%	94,70%	88,90%	86,40%	78,07%
Apalancamiento (Pasivo/ Patrimonio)	0,95	0,72	0,66	0,80	0,13	0,15	0,13	0,14

Coberturas	Grupo Argos - Consolidados				Grupo Argos - Individuales			
	2011	2012	2013	mar-14	2011	2012	2013	mar-14
Intereses/ Ventas	6,89%	7,06%	5,23%	3,93%	10,86%	15,22%	12,57%	5,94%
Utilidad Operacional / intereses	2,73	2,31	3,38	5,47	4,94	4,74	5,50	11,12
Utilidad Operacional / Deuda	16,58%	16,34%	23,14%	18,69%	15,61%	23,48%	23,64%	24,35%
EBITDA / Intereses	4,09	3,42	4,78	7,16	4,99	4,74	5,53	11,14
EBITDA / Deuda Fra.	0,25	0,24	0,33	0,26	0,16	0,23	0,24	0,24
Deuda bruta / EBITDA	4,03	4,12	3,05	3,81	6,34	4,26	4,21	4,09
Deuda neta/ EBITDA	3,43	3,22	2,25	3,04	0,00	0,00	0,00	0,00
FCL/ Deuda	-0,15	0,10	-0,06	ND	0,00	0,00	0,00	-0,01
FCO/ Deuda	0,17	0,12	0,20	ND	6,31	2,98	3,95	3,81
Servicio de la deuda	398.633	471.927	1.139.535	80.365	40.467	91.644	348.150	13.418
FCO/ Serv Deuda	2,79	1,68	1,01	ND	2,78	2,22	0,09	2,60
Ebitda/ Serv Deuda	4,09	3,42	1,67	7,16	4,99	4,74	1,03	11,14

RENTABILIDAD	Cementos Argos				Celsia S.A.			
	2011	2012	2013	mar-14	2011	2012	2013	mar-14
Ventas Netas	3.668.610	4.380.393	4.968.414	1.295.431	1.849.505	2.023.672	2.381.116	577.332
EBITDA	681.544	791.190	978.108	260.683	713.776	731.174	864.563	230.735
Crecimiento de Ventas COP	21,35%	19,40%	13,42%	18,34%	2,44%	9,42%	17,66%	-1,96%
Margen Bruto	20,83%	20,82%	22,30%	25,48%	37,13%	35,20%	35,32%	37,90%
Margen Operacional	7,44%	9,46%	11,70%	12,55%	31,46%	29,28%	30,07%	34,13%
Margen Neto Antes de Impuestos	11,03%	9,51%	8,12%	10,71%	20,95%	25,36%	29,80%	24,36%
Margen Neto	10,08%	8,85%	3,70%	6,15%	8,27%	11,40%	15,69%	8,48%
Margen EBITDA	18,58%	18,06%	19,69%	20,12%	38,59%	36,13%	36,31%	39,97%
Ventas/ Activos	21,86%	42,67%	42,71%	38,34%	27,21%	29,59%	32,50%	31,76%
ROA	2,20%	3,78%	1,58%	1,56%	2,25%	3,37%	5,10%	5,02%
ROE	3,18%	6,78%	2,54%	2,90%	5,77%	7,94%	11,36%	11,42%

ACTIVIDAD	Cementos Argos				Celsia S.A.			
	2011	2012	2013	mar-14	2011	2012	2013	mar-14
KTNO	595.546	591.119	598.792	1.046.408	26.333	88.223	118.893	39.205
Productividad KTNO (Ventas/ KTNO)	6,16	7,41	8,30	4,94	70,24	22,94	20,03	14,73
Rot CxC	82	65	60	75	67	49	46	55
Rot CxP	77	58	59	52	104	53	48	86
Rot Inventarios	47	37	38	49	6	2	4	7
Ciclo de efectivo	52	44	39	72	-31	-2	3	-24

Liquidez	Cementos Argos				Celsia S.A.			
	2011	2012	2013	mar-14	2011	2012	2013	mar-14
Efectivo	290.935	156.865	528.013	490.545	685.026	744.227	897.760	910.049
Efectivo/ Activos	1,73%	1,53%	4,54%	3,64%	10,08%	10,88%	12,25%	12,20%
Efectivo / Pasivos corrientes	10,24%	8,86%	30,67%	23,04%	108,44%	168,10%	220,47%	150,93%
Razon Corriente	0,54	0,75	1,04	0,99	1,68	2,38	3,02	2,19
Activo corriente / Total pasivo	0,30	0,30	0,44	0,36	0,39	0,43	0,51	0,50
Prueba Ácida	0,53	0,75	1,04	0,99	1,65	2,37	2,97	2,15

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.

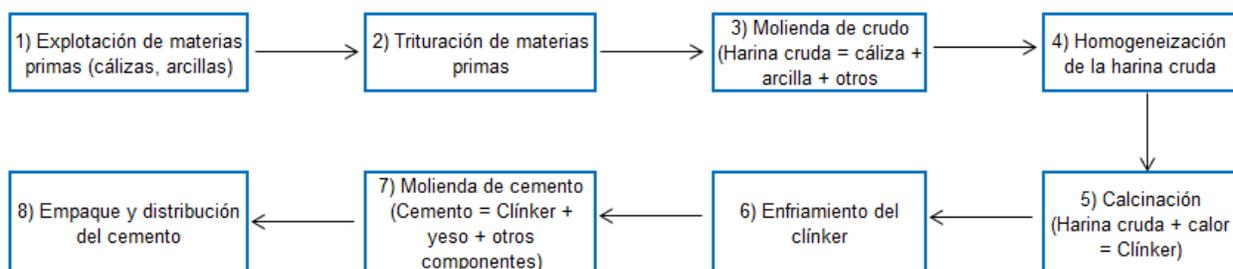
**Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales
Grupo Argos S.A.**

Endeudamiento	Cementos Argos				Celsia S.A.			
	2011	2012	2013	mar-14	2011	2012	2013	mar-14
Deuda bruta	3.418.318	3.030.811	2.443.678	3.964.750	1.863.810	1.716.344	1.786.159	1.804.719
Deuda neta	3.127.383	2.873.946	1.915.665	3.474.205	1.178.784	972.117	888.399	894.670
Deuda de CP (Monto)	1.692.455	730.506	481.865	579.323	109.351	140.768	45.452	48.775
Deuda de CP (%)	49,51%	24,10%	19,72%	14,61%	5,87%	8,20%	2,54%	2,70%
Deuda de LP	1.725.863	2.300.305	1.961.813	3.385.427	1.754.459	1.575.576	1.740.707	1.755.944
Deuda de LP (%)	50,49%	75,90%	80,28%	85,39%	94,13%	91,80%	97,46%	97,30%
Deuda CP/ Patrimonio	0,15	0,13	0,07	0,08	0,04	0,05	0,01	0,01
Deuda /Patrimonio	29,4%	53,0%	33,7%	54,6%	70,3%	59,1%	54,3%	55,0%
Pasivo Corriente /Pasivo Total	55,9%	39,6%	42,8%	36,4%	23,4%	17,9%	16,9%	22,9%
Deuda fin. / Pasivo Total	67,26%	67,80%	60,80%	67,79%	69,14%	69,58%	73,93%	68,65%
Apalancamiento (Pasivo/ Patrimonio)	0,44	0,78	0,55	0,81	1,02	0,85	0,73	0,80

Coberturas	Cementos Argos				Celsia S.A.			
	2011	2012	2013	mar-14	2011	2012	2013	mar-14
Intereses/ Ventas	5,34%	5,11%	3,01%	3,07%	9,15%	7,63%	5,97%	5,80%
Utilidad Operacional / intereses	1,39	1,85	3,89	4,09	3,44	3,84	5,04	5,88
Utilidad Operacional / Deuda	7,98%	13,68%	23,78%	15,26%	31,22%	34,52%	40,09%	40,69%
EBITDA / Intereses	3,48	3,53	6,55	6,56	4,22	4,74	6,09	6,89
EBITDA / Deuda Fra.	0,20	0,26	0,40	0,25	0,38	0,43	0,48	0,49
Deuda bruta / EBITDA	5,02	3,83	2,50	3,94	2,61	2,35	2,07	2,04
Deuda neta/ EBITDA	4,59	3,63	1,96	3,45	1,65	1,33	1,03	1,01
FCL/ Deuda	-0,18	0,14	-0,19	-0,50	0,16	0,16	0,16	0,15
FCO/ Deuda	0,12	0,11	0,25	0,13	0,23	0,28	0,34	0,35
Servicio de la deuda	195.963	515.012	722.080	39.766	169.295	179.328	142.034	33.490
FCO/ Serv Deuda	2,09	0,64	0,84	0,85	2,51	2,70	4,28	2,50
Ebitda/ Serv Deuda	3,48	1,54	1,35	6,56	4,22	4,08	6,09	6,89

Anexo No. 3. Procesos Productivos

Cemento



Concreto

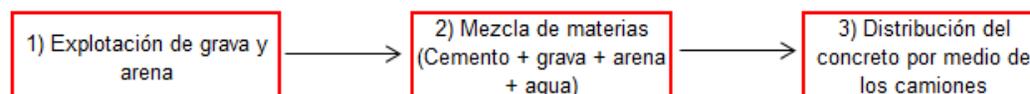


Gráfico: BRC Investor Services

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.

Anexo No. 4. Escalas de Calificación

CALIFICACIONES DE DEUDA A LARGO PLAZO

Esta calificación se aplica a instrumentos de deuda con vencimientos originales de más de un (1) año. Las escalas entre AA y CC pueden tener un signo (+) o (-), que indica si la calificación se aproxima a la categoría inmediatamente superior o inferior, respectivamente.

Las calificaciones de deuda a largo plazo se basan en la siguiente escala:

▣ **Grado de Inversión**

ESCALA	DEFINICIÓN
AAA	La calificación AAA es la más alta otorgada por BRC, lo que indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es sumamente fuerte.
AA	La calificación AA indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es muy fuerte. No obstante, los emisores o emisiones con esta calificación podrían ser más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en la máxima categoría.
A	La calificación A indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es fuerte. No obstante, los emisores o emisiones con esta calificación podrían ser más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en categorías superiores.
BBB	La calificación BBB indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es adecuada. Sin embargo, los emisores o emisiones con esta calificación son más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en categorías superiores.

▣ **Grado de no Inversión o Alto Riesgo**

ESCALA	DEFINICIÓN
BB	La calificación BB indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es limitada. Los emisores o emisiones con esta calificación sugieren una menor probabilidad de incumplimiento en comparación con aquellos calificados en categorías inferiores.
B	La calificación B indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es baja. Los emisores o emisiones con esta calificación sugieren una considerable probabilidad de incumplimiento.
CCC	La calificación CCC indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es muy baja. Los emisores o emisiones con esta calificación, actualmente sugieren una alta probabilidad de incumplimiento.
CC	La calificación CC indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es sumamente baja. Los emisores o emisiones con esta calificación, actualmente sugieren una probabilidad muy alta de incumplimiento.
D	La calificación D indica que el Emisor o Emisión ha incumplido con sus obligaciones financieras.
E	La calificación E indica que BRC no cuenta con la información suficiente para calificar.

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.

CALIFICACIONES DE DEUDA A CORTO PLAZO

Esta calificación se asigna respecto de instrumentos de deuda con vencimientos originales de un (1) año o menos. Las calificaciones representan una evaluación de la probabilidad de un incumplimiento en el pago tanto de capital como de sus intereses. Entre los factores importantes que pueden influir en esta evaluación, están la solidez financiera de la entidad determinada y la probabilidad que el gobierno salga al rescate de una entidad que esté en problemas, con el fin de evitar cualquier incumplimiento de su parte.

La calificación de deuda a corto plazo se limita a instrumentos en moneda local y se basa en la siguiente escala y definiciones:

▣ Grados de inversión

ESCALA	DEFINICIÓN
BRC 1+	La calificación BRC 1+ es la más alta otorgada por BRC, lo que indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es sumamente fuerte.
BRC 1	La calificación BRC 1 indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es muy fuerte. No obstante, los emisores o emisiones con esta calificación podrían ser más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en la máxima categoría.
BRC 2+	La calificación BRC 2+ indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es fuerte. No obstante, los emisores o emisiones con esta calificación podrían ser más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en categorías superiores.
BRC 2	La calificación BRC 2 indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es satisfactoria. No obstante, los emisores o emisiones con esta calificación podrían ser más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en categorías superiores.
BRC 3	La calificación BRC 3 indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es adecuada. Sin embargo, los emisores o emisiones con esta calificación son más vulnerables ante acontecimientos adversos en comparación con aquellos calificados en categorías superiores.

▣ Grados de no inversión o alto riesgo

ESCALA	DEFINICIÓN
BRC 4	La calificación BRC 4 indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es baja. Los emisores o emisiones con esta calificación, actualmente sugieren una alta probabilidad de incumplimiento.
BRC 5	La calificación BRC 5 indica que la capacidad del Emisor o Emisión para cumplir con sus obligaciones financieras es sumamente baja. Los emisores o emisiones con esta calificación, actualmente sugieren una probabilidad muy alta de incumplimiento.
BRC 6	La calificación BRC 6 indica que el Emisor o Emisión ha incumplido con sus obligaciones financieras.
E	La calificación E indica que BRC no cuenta con la información suficiente para calificar.

6. 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

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.