BRC
Standard & Poor's
S&P Global

Colombia

Reporte de calificación

GRUPO ARGOS S.A.

Comité Técnico: 13 de mayo de 2016
Acta número: 947

Contactos:
Alba Luz Buitrago Junco
alba.buitrago@spglobal.com
Ana María Carrillo Cárdenas
ana.carrillo@spglobal.com

GRUPO ARGOS S.A.

REVISIÓN PERIÓDICA	
EMISOR	**AA+**
Cifras en millones de pesos colombianos (COP) al 31 de diciembre de 2015	Historia de la calificación:
Activos: COP 41.775.013. Pasivo: COP 18.885.214. Patrimonio: COP 14.792.611. Intereses de la minoría: COP 8.097.188. EBITDA: COP 2.640.274. Utilidad neta controlada: COP 301.000.	Revisión periódica May./2015: 'AAA' Perspectiva Negativa Calificación inicial May./2014: 'AAA'

INTRODUCCIÓN

De acuerdo con lo establecido en la Ley 1314 de 2009 y sus decretos reglamentarios, las compañías del sector real están obligadas a converger de los principios de contabilidad generalmente aceptados en Colombia (COLGAAP) a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF o IFRS por sus siglas en inglés). El periodo obligatorio de transición de Grupo Argos y sus subsidiarias comenzó el 1 de enero de 2014 y la emisión de los primeros estados financieros auditados bajo las NIIF fue con corte al 31 de diciembre de 2015.

Al igual que en las revisiones anteriores de la calificación, este reporte se basa en los estados financieros consolidados de Grupo Argos (GA), dado que, en contraste con las cifras individuales del conglomerado, 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, de las adquisiciones efectuadas para la expansión e internacionalización de sus negocios y de las desinversiones efectuadas para la financiación de las mismas. No obstante, para consulta del lector, en la sección IV presentamos los estados financieros individuales del GA.

I. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión periódica confirmó la calificación de Deuda de Corto Plazo de BRC1+ y bajó la calificación de Deuda de Largo Plazo a AA+ de AAA y retiró la Perspectiva Negativa del Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios y/o Papeles Comerciales de Grupo Argos S.A. por 1 billón de pesos colombianos (COP).

Durante los últimos tres años, tanto el conglomerado como sus filiales de cemento y energía llevaron a cabo planes agresivos de inversión con el propósito de incursionar en el negocio de concesiones y expandir sus operaciones en el exterior, respectivamente. La financiación de dichas inversiones incrementó significativamente las obligaciones financieras consolidadas de GA, especialmente las denominadas en dólares. Este hecho, sumado a la devaluación del peso colombiano durante 2015 y a la reducción temporal de los márgenes de rentabilidad de Celsia, tuvo como consecuencia un crecimiento considerable tanto de la deuda consolidada del grupo (13,24 billones de pesos colombianos [COP] en 2015 frente a COP5,82 billones en 2013) como de su relación deuda bruta/EBITDA, indicador que alcanzó un máximo histórico de 5,02 veces (x) y superó no solo nuestras proyecciones sino también las del emisor.

Otra variable importante que influyó en el apalancamiento consolidado fue la incorporación de las cifras de Odinsa a partir de octubre de 2015. Por un lado, GA incluyó la deuda total de la nueva filial (COP1,56 billones) pero solo registró un trimestre de ingresos y EBITDA (COP294.360 millones y COP59.379 millones, respectivamente, de un valor anual de COP902.924 millones y COP295.922 millones). Por otro, esta subsidiaria adquirió en diciembre de 2015 nuevos créditos bancarios por US$279 millones para comprar el 47% de las acciones de Quiport Holdings, entidad que controla la concesión del Aeropuerto Mariscal Sucre de Quito. Por esto, las cifras de Odinsa solo incluyen un mes de resultados de dicha concesión pero registran la deuda total de la compra. Al normalizar la relación deuda bruta/ EBITDA consolidada de GA para 2015 mediante la inclusión del EBITDA total que hubiesen generado Odinsa y Quiport, esta hubiese sido de 4,49x.

Consideramos que las adquisiciones de Grupo Argos están en línea con su directriz estratégica y contribuirán, en el largo plazo, a la consolidación de sus negocios en la región y al incremento de sus ingresos y EBITDA. Sin embargo, el fondeo que requirieron estas inversiones deterioró sus indicadores de endeudamiento consolidados de forma que estos no están en línea con los indicadores de compañías con calificación superior. En nuestra opinión, este comportamiento se mantendría en el mediano plazo pues los recursos provenientes de sus negocios estratégicos (cementos, energía y concesiones) no bastarían para que el grupo reduzca, durante los próximos tres años, su nivel de apalancamiento consolidado de manera sostenida hasta valores conformes con la calificación 'AAA' (relación deuda bruta/ EBITDA entre 2x y 3x). Así, aunque proyectamos que esta relación mantendría la tendencia decreciente que identificamos desde la última revisión, este ajuste sería más lento que el que estimamos inicialmente, de forma que su valor promedio sería de 3,8x entre 2016 y 2018. Esta es la razón principal por la que bajamos la calificación del grupo y retiramos la perspectiva negativa.

En septiembre de 2015, el grupo adquirió 54,75% de las acciones de Odinsa, compañía con amplia experiencia en el desarrollo de concesiones viales y aeroportuarias. La operación costó COP1,02 billones y se financió con un crédito bancario requerido por el conglomerado por COP550.000 millones y recursos propios, que incluyeron los provenientes de la venta de 5,34% de las acciones ordinarias de Cementos Argos (CA) por COP600.000 millones.

En este sentido, es importante mencionar que aunque en 2015 la deuda en cabeza del conglomerado creció 63% como resultado de esta adquisición, su relación deuda/EBITDA disminuyó a 3,24x de 4,58x observado en 2014. Esto debido principalmente a los mayores ingresos que obtuvo la *holding* por la venta de parte de su portafolio de inversiones (los cuales son no recurrentes) y al buen comportamiento de su negocio inmobiliario. En los próximos años, este indicador mejoraría gradualmente por los mayores ingresos que recibiría el conglomerado por concepto de método de participación patrimonial y dividendos como resultado del buen desempeño que esperamos en sus cinco negocios principales. Esto último bajo el supuesto de que GA a nivel individual no tenga que incrementar su nivel de endeudamiento para apoyar su inversión en el sector de concesiones o incursionar en nuevas actividades.

A diciembre de 2015, los ingresos consolidados de GA registraron el mayor crecimiento en su historia (35,3%) y alcanzaron un monto de COP12,6 billones. Estos resultados obedecen a:

- **El desempeño sobresaliente de su negocio de cementos, el cual aportó el 62,9% de las ventas totales del grupo y creció 35,7% (Tabla 1).**
- **El aumento de 42,6% de los ingresos provenientes de Celsia que es resultado de la incorporación de las operaciones de sus filiales en Centroamérica, la favorable evolución de la actividad de distribución y los mayores ingresos por cargo por confiabilidad.**
- **El impacto positivo de la devaluación del peso colombiano en las ventas en el exterior y en los rubros atados al dólar.**
- **El incremento en los ingresos de portafolio, gracias a los buenos resultados de los negocios de puertos e inmobiliario y las ventas que el conglomerado realizó de parte de su participación accionaria en Sura, Bancolombia y Cementos Argos.**

Tabla 1. Composición de los ingresos consolidados de Grupo Argos

	COLGAAP			NIIF	
Negocio	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**
Cementos	4.380.393	4.968.414	5.833.482	5.831.489	7.911.400
Energía	2.023.672	2.381.116	2.588.782	2.588.484	3.690.903
Concesiones	0	0	0	0	294.360
Otros y eliminaciones	-333.983	-245.400	-590.059	63.262	71.886
Portafolio e inmobiliario	611.073	525.229	1.087.353	813.054	611.129
Total	**6.681.155**	**7.629.359**	**8.919.558**	**9.296.289**	**12.579.678**
Participación de negocio	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**
Cementos	65,6%	65,1%	65,4%	62,7%	62,9%
Energía	30,3%	31,2%	29,0%	27,8%	29,3%
Concesiones	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,3%
Otros y eliminaciones	-5,0%	-3,2%	-6,6%	0,7%	0,6%
Portafolio e inmobiliario	9,1%	6,9%	12,2%	8,7%	4,9%
Total	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

Crecimiento por negocio	2012	2013	2014	2014	2015
Cementos	19,4%	13,4%	17,4%	17,4%	35,7%
Energía	9,7%	17,7%	8,7%	8,7%	42,6%
Concesiones	N/A	N/A	N/A	N/A	N/D
Otros y eliminaciones	N/A	-26,5%	140,4%	N/A	13,6%
Portafolio e inmobiliario	123,3%	-14,0%	107,0%	-125,8%	-24,8%
Total	15,5%	14,2%	16,9%	21,8%	35,3%

Región	2012	2013	2014	2014	2015
Colombia	4.772.155	5.389.824	5.616.005	5.992.736	6.950.718
Centroamérica y Caribe	715.000	837.035	1.109.412	1.109.412	2.213.411
Estados Unidos	1.194.000	1.402.500	2.194.141	2.194.141	3.415.549
Total	**6.681.155**	**7.629.359**	**8.919.558**	**9.296.289**	**12.479.678**

Participación por región	2012	2013	2014	2014	2015
Colombia	71,4%	70,6%	63,0%	64,5%	55,3%
Centroamérica y Caribe	10,7%	11,0%	12,4%	11,9%	17,6%
Estados Unidos	17,9%	18,4%	24,6%	23,6%	27,2%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
			-7,84%		
Crecimiento por región	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**
Colombia	13,9%	12,9%	4,2%	11,2%	16,0%
Centroamérica y Caribe	-8,2%	17,1%	32,5%	32,5%	99,5%
Estados Unidos	46,0%	17,5%	56,4%	56,4%	55,7%
Total	15,5%	14,2%	16,9%	21,8%	35,3%

Fuente: Grupo Argos y filiales. Cifras en millones de COP

Para el periodo 2016-2018 estimamos que el crecimiento de los ingresos consolidados será menor al promedio registrado entre 2013 y 2015 (23,8%), debido a nuestras expectativas de desaceleración de la economía colombiana y de estabilización del tipo de cambio en un valor promedio de COP3.200 por US$1. Aunque esperamos que las ventas de Odinsa durante este plazo sean representativas (cercanas a un promedio anual de COP1,3 billones) su participación en el total de ingresos del grupo no sería elevada (8% en promedio). Esto como resultado de la continuidad de la dinámica positiva de los ingresos de Cementos Argos (que seguiría aportando 60% de los ingresos de GA) y de la normalización que prevemos en los resultados de Celsia a partir de 2017 por la finalización del fenómeno de El Niño y el ajuste de sus políticas de contratación a largo plazo.

En cuanto al aporte por región, Colombia se mantiene como el mayor generador de ingresos para el grupo con una participación de 55,3%; no obstante, este porcentaje ha disminuido en los últimos años por el crecimiento de las operaciones en Estados Unidos y Centroamérica y Caribe. En el mediano plazo esperamos que la participación para cada región sea del 52%, 30% y 18%, respectivamente.

Apalancado en el incremento de los ingresos y en la búsqueda permanente de eficiencias operacionales en su negocio de cementos, GA alcanzó en 2015 COP2,6 billones de EBITDA, el más alto de su historia. Destacamos la importancia que tuvo en este año la diversificación de sus inversiones por industria, geografía y moneda para el grupo, pues esto le permitió mitigar parcialmente el impacto del bajo desempeño de su negocio de generación de energía eléctrica en Colombia en sus indicadores de rentabilidad a través de los mejores resultados de su filial cementera, de sus negocios en desarrollo y de sus activos energéticos en Centroamérica. De esta forma, el margen EBITDA consolidado solo se redujo 290 puntos básicos y fue de 21% mientras que el de la actividad de generación (que en 2014 representó el 28,4% del EBITDA total del grupo) llegó a 9% en 2015 de 38,5% registrado en 2014.

La diversificación es resultado del proceso de reestructuración estratégica que el grupo inició en 2005 y que le permitió pasar de ser una organización concentrada totalmente en el negocio cementero y en el mercado colombiano a tener inversiones en cinco actividades económicas (cementos, energía, concesiones, puertos e inmobiliario - Gráfico 1) y tres regiones (Colombia, Estados Unidos y Centroamérica y Caribe).

La coyuntura que afrontó el negocio de energía en 2015 y la evolución favorable de la operación de cementos son las razones que explican la disminución de la participación de Celsia en el EBITDA consolidado a 26,6% de 38,1% 2014, mientras que la de Cementos Argos aumentó hasta 57,7% de un 44,1% registrado el año anterior (Tabla 2).

Gráfico 1
Resultados de la estrategia de diversificación del grupo

Fuente: Grupo Argos.

Tabla 2. Composición del EBITDA consolidado de Grupo Argos

	COLGAAP			NIIF	
Negocio	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**
Cementos	791.190	978.108	987.997	981.343	1.523.092
Energía	731.174	864.563	848.137	846.901	702.731
Concesiones	0	0	0	0	58.380
Otros y eliminaciones	-346.887	-291.970	-411.614	16.730	11.075
Portafolio e inmobiliario	440.066	356.320	647.851	379.643	344.996
Total	**1.615.543**	**1.907.021**	**2.072.371**	**2.224.617**	**2.640.274**
Part. Negocio	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**
Cementos	49,0%	51,3%	47,7%	44,1%	57,7%
Energía	45,3%	45,3%	40,9%	38,1%	26,6%
Concesiones	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%
Otros y eliminaciones	-21,5%	-15,3%	-19,9%	0,8%	0,4%
Portafolio e inmobiliario	27,2%	18,7%	31,3%	17,1%	13,1%
Total	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**
Crec. por negocio	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**
Cementos	16,1%	23,6%	1,0%	0,3%	55,2%
Energía	2,4%	18,2%	-1,9%	-2,0%	-17,0%
Concesiones	N/A	N/A	N/A	N/A	N/D
Otros y eliminaciones	N/D	-15,8%	41,0%	-105,7%	-33,8%
Portafolio e inmobiliario	106,9%	-19,0%	81,8%	6,5%	-9,1%
Total	**-0,8%**	**18,0%**	**8,7%**	**16,7%**	**18,7%**
Margen EBITDA	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**
Cementos	18,1%	19,7%	17,0%	16,9%	19,3%
Energía	36,1%	36,3%	32,8%	32,7%	19,0%
Concesiones	N/A	N/A	N/A	N/A	19,8%
Otros y eliminaciones	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Portafolio e inmobiliario	72,0%	67,8%	59,6%	46,7%	56,5%
Total	24,2%	25,0%	23,2%	23,9%	21,0%

Región	2012	2013	2014	2014	2015
Colombia	1.468.543	1.687.0036	1.621.100	1.773.346	1.627.533
Centroamérica y Caribe	160.000	192.008	314.274	314.274	664.673
Estados Unidos	-13.000	28.010	136.997	136.997	348.068
Total	**1.615.543**	**1.907.021**	**2.072.371**	**2.224.617**	**2.640.274**

Part. Región	2012	2013	2014	2014	2015
Colombia	90,9%	88,5%	78,2%	79,7%	61,6%
Centroamérica y Caribe	9,9%	10,1%	15,2%	14,1%	25,2%
Estados Unidos	-0,8%	1,5%	6,6%	6,2%	13,2%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Crecimiento por región	2012	2013	2014	2014	2015
Colombia	-1,2%	14,9%	-3,9%	9,4%	-8,2%
Centroamérica y Caribe	-17,5%	20,0%	63,7%	63,7%	111,5%
Estados Unidos	-75,0%	-315,5%	389,1%	389,1%	154,1%
Total	-0,8%	18,0%	8,7%	16,7%	18,7%

Fuente: Grupo Argos. Cifras en millones de COP

Si bien en los próximos años el negocio de concesiones solo representaría, en promedio, 8% de los ingresos totales, su aporte al EBITDA consolidado sería 14,5% pues su margen EBITDA es superior al de los negocios de cementos y energía (33,15% en promedio entre 2013 y 2015 frente a 18,5% de cementos y 29,9% de energía). Aunque la participación de Cementos Argos en el EBITDA se reduciría entre 2016 y 2018 por la entrada de Odinsa al portafolio de inversiones del GA, esta continuaría siendo la filial más representativa del grupo en esta materia con un aporte aproximado de 50%.

En cuanto a la contribución de cada región en el EBITDA consolidado, esperamos que Colombia mantenga una participación cercana al 60% debido a que cerca del 45% del EBITDA de Odinsa provendría de su operación local. Lo anterior, pese a que prevemos un incremento en el EBITDA generado en Estados Unidos por el impacto del apalancamiento operativo en el negocio de cementos. Prevemos también que la importancia de Centroamérica y Caribe dentro de este rubro aumentará por la consolidación de los resultados de las concesiones de República Dominicana dentro de los estados financieros de Odinsa y nuestra expectativa de que se mantenga el buen desempeño de los activos cementeros y energéticos en esa región.

En 2015, Cementos Argos logró crecimientos excepcionales en sus tres regionales (Colombia, 18,6%; Estados Unidos, 55,7%; y Centroamérica y Caribe, 36,8% - Tabla 3). Además de la devaluación del peso colombiano, otros aspectos que explican estos resultados son la efectividad de su estrategia comercial, la recuperación de participación de mercado en la zona norte de Colombia, la reactivación de la economía norteamericana, el mayor dinamismo de la actividad de la construcción en Honduras, el mantenimiento de precios y costos competitivos y el enfoque en productos de innovación. Dichos factores también se reflejaron en el incremento de 14% y 4%, respectivamente, de los volúmenes de cemento y concreto que la compañía vendió en 2015 (Gráfico 2).

Para 2016 estimamos un aumento de doble dígito de los ingresos de CA pues la disminución que esperamos de las ventas en Colombia por el menor crecimiento del país la compensaría el buen desempeño que prevemos en las demás regiones (EE.UU. y Centroamérica y Caribe). Lo último se deriva del mayor dinamismo de la actividad de la construcción de los estados atendidos por Cementos Argos en Estados Unidos y de la reactivación de los proyectos de infraestructura en Panamá. En 2017 y 2018, las ventas en Colombia aumentarían por la demanda proveniente de los proyectos de las concesiones 4G. EE.UU. y Centroamérica y Caribe, por su parte, mantendrían crecimientos estables por el desarrollo de nuevas obras de infraestructura y su favorable evolución demográfica.

En 2015, Cementos Argos generó el EBITDA más alto de su historia (COP1,52 billones) e incrementó su margen EBITDA hasta alcanzar 19,2% desde 16,6% registrado en 2014. Esto lo logró gracias al incremento en las ventas, la concentración de sus esfuerzos en consolidar las operaciones recientemente adquiridas, las mejoras en eficiencia energética y la transmisión de mejores prácticas entre países. De acuerdo con nuestras proyecciones, el margen EBITDA se ubicaría en niveles cercanos a 20% entre 2016 y 2018 como resultado, principalmente, de la palanca operacional que tendría en las cifras de la compañía el mayor volumen vendido en Estados Unidos, dado que ya alcanzó su punto de equilibrio en dicha región.

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

		Colombia		
	2012	**2013**	**2014**	**2015**
Ingresos	2.287.000	2.551.493	2.510.019	2.977.169
EBITDA	806.000	906.801	667.631	876.982
Crec. Ingresos	19,5%	11,6%	-1,6%	18,6%
Margen EBITDA	35,2%	35,5%	26,6%	29,5%
Crec. EBITDA	34,8%	12,5%	-26,4%	31,4%
		Estados Unidos		
	2012	**2013**	**2014**	**2015**
Ingresos	1.194.000	1.402.500	2.194.141	3.415.549
EBITDA	-13.000	28.010	114.531	303.436
Crec. Ingresos	46,0%	17,5%	56,4%	55,7%
Margen EBITDA	-1,1%	2,0%	5,2%	8,9%
Crec. EBITDA	-75,0%	115,5%	308,9%	164,9%
		Centroamérica y Caribe		
	2012	**2013**	**2014**	**2015**
Ingresos	715.000	837.035	1.083.485	1.482.177
EBITDA	160.000	192.000	317.497	459.071
Crec. Ingresos	-8,2%	17,1%	29,4%	36,8%
Margen EBITDA	22,4%	22,9%	29,3%	31,0%
Crec. EBITDA	-17,5%	20,0%	65,4%	44,6%
		TOTAL		
	2012	**2013**	**2014**	**2015**
Ingresos	4.380.393	4.968.414	5.817.129	7.912.003
EBITDA	791.190	978.108	968.147	1.517.701
Crec. Ingresos	24,8%	13,4%	17,1%	36,0%
Margen EBITDA	18,1%	19,7%	16,6%	19,2%
Crec. EBITDA	6,9%	23,7%	-1,0%	56,8%
Part. en Ingresos	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**
Colombia	52,2%	51,4%	43,1%	37,6%
USA	27,3%	28,2%	37,7%	43,2%
Centroamérica y Caribe	16,3%	16,8%	18,6%	18,7%
Part. en EBITDA	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**
Colombia	101,9%	92,7%	69,0%	57,8%
USA	-1,6%	2,9%	11,8%	20,0%
Centroamérica y Caribe	20,2%	19,6%	32,8%	30,2%

Fuente: Cementos Argos. Cifras en millones de COP

Gráfico 2
Volúmenes vendidos por CA de cemento y concreto en 2014 y 2015

Fuente: Cementos Argos.

La fuerte temporada de sequía observada en Colombia desde el cuarto trimestre de 2014 redujo significativamente los aportes hidrológicos en el país en 2015 (gráfico 3), hecho que incrementó la demanda de generación a las plantas térmicas por parte del Sistema Eléctrico Nacional. Dada la alta participación que tiene este tipo de plantas en la composición de los activos de Celsia (48%), esta coyuntura le permitió a la compañía incrementar sus ingresos totales 42,6% en dicho año. A esto también contribuyó el adecuado desempeño de las centrales de Centroamérica (que representaron 17% de este rubro y fueron favorecidas por la devaluación) y la dinámica positiva de la actividad de distribución en Colombia, que creció 14% y aportó 25,9% de las ventas (Tabla 4).

Gráfico 3
Aportes hidrológicos en Colombia

Fuente: Celsia.

Tabla 4. Composición del ingreso y EBITDA de Celsia por región

Ingresos			
	2013	**2014**	**2015**
Generación Colombia	1.303.758	1.426.415	1.669.322
Cargo por confiabilidad (COP)	221.617	214.145	308.703
Ingreso Colombia Total - Generación	**1.525.375**	**1.640.560**	**1.978.025**
Crec. %	*38,5%*	*7,6%*	*20,6%*
Ingresos Colombia - Distribución	**767.676**	**837.700**	**954.739**

Crec. %	*4,0%*	*9,1%*	*14,0%*
Ingresos Colombia COP	**2.381.116**	**2.562.856**	**3.064.109**
Crec. Colombia	*1457,2%*	*7,6%*	*19,6%*
Ingresos CCA - COP	**0**	**25.927**	**627.589**
Ingresos totales	**2.381.116**	**2.588.783**	**3.691.698**
Crec. Ingresos Totales	*17,7%*	*8,7%*	*42,6%*

EBITDA			
	2013	**2014**	**2015**
EBITDA Colombia - Generación	605.426	631.644	177.418
Crec. EBITDA	*N/D*	*4,3%*	*-71,9%*
Margen EBITDA	*39,7%*	*38,5%*	*9,0%*
EBITDA Colombia - Distribución	259.137	276.624	312.514
Crec. EBITDA	*N/D*	*6,7%*	*13,0%*
Margen EBITDA	*33,8%*	*33,0%*	*32,7%*
EBITDA Centroamérica	0	-3.223	193.612
Crec. EBITDA	*N/A*	*N/A*	*N/A*
Margen EBITDA	*N/A*	*-12,4%*	*30,9%*
EBITDA Total	**864.563**	**905.045**	**683.544**
Crec. EBITDA	*18,24%*	*4,7%*	*-24,5%*
Margen EBITDA	*36,3%*	*35,0%*	*18,5%*

Fuente: Celsia. Cifras en millones de COP

La escasez de lluvias en Colombia continuará afectando los resultados de Celsia durante 2016 pues, de acuerdo con los especialistas en el tema, este fenómeno climático se extendería hasta finalizar el primer semestre de dicho año. Estimamos que el crecimiento de los ingresos a partir de 2017 se estabilice por la normalización de las lluvias y la entrada en operación de otros activos al sistema. Centroamérica, por su parte, mantendría la evolución positiva observada en 2015 y aportaría cerca del 17% del total de ingresos de Celsia al finalizar 2018.

El incremento de 2015 en los ingresos de Celsia no se reflejó en su EBITDA, rubro que se redujo 24,5% en 2015 y que implicó una caída en el margen a 18,5% de 35% observado en 2014. Las principales causas de la disminución son las mayores compras de energía que la empresa tuvo que realizar a precio de bolsa para cumplir con sus obligaciones contractuales, el incremento en el costo de generación de las centrales térmicas y el reconocimiento parcial en el esquema regulatorio actual del sector eléctrico colombiano (mediante el precio de escasez) del costo de generación de energía a partir de combustibles. Proyectamos una recuperación de este indicador a partir de 2017, teniendo en cuenta la menor exposición a cambios climáticos que tendría la compañía por medio de contratos y la mayor rentabilidad esperada del negocio de distribución y de la operación en Centroamérica.

Es importante aclarar que Celsia definió para los próximos cinco años un nuevo plan estratégico que está enfocado en atender las necesidades del cliente a través de tres unidades de negocio (ciudades, empresas y hogares). La efectividad que tenga este plan en reducir la volatilidad de los indicadores de rentabilidad de la compañía será un aspecto al que haremos seguimiento en próximas revisiones para incluirlo en nuestras proyecciones.

Los ingresos de Odinsa en 2015 fueron de COP902.924 millones, equivalentes a un crecimiento anual del 15,4%. De estos, GA solo incluyó en sus estados financieros COP294.360 millones que correspondieron a las ventas realizadas en el último trimestre del año pues la adquisición finalizó en septiembre de dicho año. El incremento anual en este rubro obedece principalmente al buen comportamiento del tráfico promedio diario registrado en Autopistas del Café (19,1% de las ventas), a los resultados positivos en las filiales energéticas (32% de los ingresos) y al adecuado desempeño de su negocio de construcción y de las concesiones que consolidan a través del método de participación como Opain y Hatovial (Tabla 5). Destacamos en esta materia que cerca de 55% de los ingresos operativos de 2015 de este negocio se generaron fuera de Colombia.

Tabla 5. Composición de los ingresos y EBITDA de Odinsa para 2015

	Ingresos	Part. Ingresos	Utilidad bruta	Margen bruto	Utilidad operacional	Margen operacional	EBITDA	Margen EBITDA	Part. EBITDA	Utilidad neta	Margen neto
Autopista del Café	172.529	19,1%	79.602	19,4%	58.661	21,5%	59.259	34,3%	20,2%	23.362	17,5%
Concesión Vial de los Llanos	56.616	6,3%	15.567	3,8%	5.335	2,0%	5.515	9,7%	1,9%	1.735	1,3%
Autopistas de los Llanos	24.804	2,7%	24.804	6,0%	12.831	4,7%	13.599	54,8%	4,6%	6.039	4,5%
Aruba Green Corridor	72.186	8,0%	13.413	3,3%	11.678	4,3%	11.678	16,2%	4,0%	1	0,0%
Negocio construcción	142.696	15,8%	51.334	12,5%	44.060	16,1%	44.420	31,1%	15,2%	39.726	29,8%
Operación recaudo peajes	62.627	6,9%	24.091	5,9%	13.149	4,8%	15.891	25,4%	5,4%	8.670	6,5%
Energía	289.144	32,0%	121.049	29,5%	88.412	32,4%	96.763	33,5%	33,0%	47.954	36,0%
Otros indirectos	38.789	4,3%	38.789	9,5%	35.266	12,9%	35.199	90,7%	12,0%	30.061	22,6%
Otros directos	43.365	4,8%	41.704	10,2%	3.518	1,3%	10.591	24,4%	3,6%	-24.376	-18,3%
Total	**902.756**		**410.353**		**272.910**		**292.915**	**32,4%**		**133.172**	

Fuente: Odinsa. Millones de COP.

El plan estratégico que GA definió para esta subsidiaria (focalización en concesiones viales y concesiones aeroportuarias) implicará cambios significativos en la composición de los ingresos y EBITDA de la compañía a partir de 2016. Entre ellos destacamos:

- La reducción de los ingresos y EBITDA anuales en COP300.000 millones y COP100.000 millones, respectivamente, como resultado de la venta de la participación de la empresa en la Sociedad Portuaria de Santa Marta y la desinversión de los activos energéticos de Chile y Panamá. Estos recursos serían destinados a cubrir parte de las inversiones requeridas en los próximos años por los proyectos en construcción de la compañía.
- El aumento de la participación de los ingresos provenientes de la concesión de los Llanos producto de la entrega de las primeras unidades funcionales de la asociación público privada (APP) que Odinsa está llevando a cabo en la región.
- El incremento de los ingresos derivados de las concesiones viales Autopistas del Nordeste y Boulevard Turístico del Atlántico ubicadas en República Dominicana. Las cifras de estos proyectos formarán parte de los estados financieros consolidados de esta compañía luego de la operación que realizó en mayo de 2016 para hacerse al control de los mismos.
- El incremento de los ingresos por método de participación derivados de su participación en Quiport luego de la compra en diciembre de 2015 de 47% de las acciones de esta concesión.

En nuestra opinión, si bien el negocio de concesiones, en etapa de operación, genera márgenes EBITDA superiores a los registrados por las operaciones de cementos y energía, es una inversión expuesta a mayores riesgos que, debido a su naturaleza externa, GA no podría mitigar completamente con el conocimiento y trayectoria de Odinsa. Dentro de dichos riesgos se encuentran posibles retrasos en la asignación de licencias ambientales o en la adquisición de predios, modificaciones a los diseños iniciales, mayores contingencias legales por ser proyectos con alto impacto en la comunidad y el ambiente y cambios en las condiciones contractuales o en la normatividad legal, entre otros. La evolución de este negocio y de los riesgos mencionados será objeto de seguimiento en próximas revisiones de la calificación.

Históricamente, GA y sus filiales han cubierto adecuadamente sus necesidades de capital de trabajo con su generación propia de recursos y han registrado flujos de caja operacionales (FCO) positivos y con tendencia creciente. No obstante, durante los últimos tres años, el monto de CAPEX derivado de las adquisiciones que realizaron Cementos Argos y Celsia y de la incursión en el negocio de concesiones superó el FCO que generó el grupo. Esto llevó a que, de manera consolidada, GA registrara flujos de caja libre (FCL) negativos entre 2013 y 2015 e incrementara sus créditos bancarios para financiar estas inversiones.

Esperamos que a partir de 2016 el comportamiento observado en el FCL se revierta gradualmente pues, de acuerdo con lo indicado por el grupo y sus filiales, las inversiones para los próximos años estarían enfocadas en lograr la consolidación de sus operaciones actuales y no implicarían ninguna adquisición significativa o incursión en nuevos negocios. Los proyectos más representativos en relación con las necesidades de CAPEX entre 2016 y 2018 serán la ampliación de la planta de

cementos de Sogamoso (por US$450 millones), los aportes de capital por COP611.000 millones que Odinsa debe realizar a las concesiones que están en etapa de construcción y la compra de la participación mayoritaria de las concesiones viales de República Dominicana por US$46,75 millones.

A diciembre de 2015, 53% de las obligaciones financieras consolidadas del grupo estaban denominadas en dólares. El grupo mitigó la exposición cambiaria a través de los ingresos y EBITDA provenientes de las operaciones de Estados Unidos y Centroamérica (los cuáles también se encuentran atados al dólar) y la utilización de mecanismos de cobertura cambiaria cuando fue necesario. No prevemos cambios en este aspecto en el mediano plazo.

De manera consolidada, el grupo tiene una alta concentración de pagos de su deuda en 2016 por el vencimiento tanto del préstamo adquirido por Celsia para la compra de los activos de Centroamérica como el de algunos créditos bancarios de Cementos Argos. Adicionalmente, estas dos subsidiarias tendrán que amortizar parte de los bonos que tienen colocados en el mercado en dicho año. No consideramos que exista un riesgo de impago derivado de esta situación pues la flexibilidad financiera con la que cuenta el grupo y las empresas que lo conforman les permitiría extender el plazo de dichas obligaciones sin mayores inconvenientes.

La flexibilidad financiera del grupo se refleja en su poder de negociación con los bancos, su experiencia en la emisión y colocación de títulos valores y acciones en el mercado colombiano, el tamaño, bursatilidad y continua valorización de su portafolio de inversiones no estratégicas (cuyo valor a cierre de 2015 fue de COP6,09 billones), la posibilidad que tiene de desinvertir parte de su portafolio estratégico sin perder el control de las empresas que lo conforman y la opción que tiene de vender parte de su banco de tierras (valorado en COP3 billones a diciembre de 2015).

II. OPORTUNIDADES Y AMENAZAS

Qué podría llevarnos a subir la calificación
BRC Investor Services S.A. SCV identificó las siguientes oportunidades que podrían mejorar la calificación actual:

- El logro de reducciones en el nivel de apalancamiento consolidado del grupo superiores a nuestras proyecciones de manera que la relación deuda bruta/ EBITDA se ubique en el rango de 2x a 3x de forma sostenida durante los próximos tres años.
- El logro de niveles de EBITDA de los tres negocios estratégicos del grupo (cementos, energía y concesiones) superiores a nuestras proyecciones para los próximos tres años.
- El impacto mayor al estimado del desarrollo de los proyectos de infraestructura en los países que atienden en la demanda de los bienes y servicios ofrecidos por las filiales del grupo.
- El alcance de las sinergias proyectadas por el grupo en su negocio de concesiones.
- La continuidad en la valorización y nivel de bursatilidad de su portafolio de inversiones estratégicas y no estratégicas.
- El cumplimiento de las proyecciones de ingresos derivadas de sus negocios en desarrollo (puertos e inmobiliario).
- La utilización de fuentes de financiación alternativas que le permitan al grupo y sus filiales obtener recursos adicionales a los provenientes de la operación de sus negocios estratégicos para reducir su nivel de endeudamiento actual.

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

- Los incrementos en el nivel de obligaciones financieras o ejecución de nuevas adquisiciones que generen presión adicional a los indicadores de endeudamiento del grupo de forma que su relación deuda bruta/EBITDA consolidada sea mayor a 4x.
- El impacto mayor al que estamos estimando de la desaceleración de la economía de Colombia en las operaciones del grupo.
- Los retrasos en la construcción de los proyectos de las concesiones 4G que disminuyan o posterguen su impacto en la economía colombiana.
- El fortalecimiento del fenómeno de El Niño en Colombia de forma que se superen los pronósticos actuales y se prolongue el bajo desempeño de la actividad de generación de Celsia en el país.
- La definición de una política de contratación a largo plazo de Celsia que le genere a la compañía una exposición al riesgo climático similar a la registrada en 2015.
- La no realización de ajustes regulatorios permanentes al precio de escasez que resuelvan las inconsistencias observadas en 2015 en esta materia en el mercado eléctrico colombiano.

- Retrasos en el desarrollo de las obras de los proyectos en construcción adjudicados a Odinsa que generen demoras en la entrega de las unidades funcionales y, por ende, en la recepción de los ingresos.
- Aportes de capital a los proyectos en construcción superiores a los estimados por Odinsa.
- Deterioro del nivel de liquidez de la organización.

III. EL EMISOR Y SU ACTIVIDAD

Grupo Argos S.A. es una compañía de inversiones sostenibles con negocios estratégicos en el sector de la infraestructura en las siguientes actividades: cemento, energía y concesiones viales, aeroportuarias y portuarias. Además de sus negocios estratégicos, GA participa en el negocio carbonífero e inmobiliario, posee bancos de tierras para el desarrollo urbano y cuenta con un sólido portafolio de inversiones en el sector financiero y de alimentos (Gráfico 4). El valor del portafolio de inversiones tanto estratégicas como no estratégicas del grupo a diciembre de 2015 fue de COP18,3 billones.

Gráfico 4
Composición del portafolio de inversiones de Grupo Argos

Fuente: Grupo Argos

Los principales accionistas de GA son Grupo Nutresa y Grupo Sura (Gráfico 5), compañías especializadas en el sector de alimentos y en el sector financiero, respectivamente. Dado que estas tres entidades mantienen propiedades accionarias cruzadas entre sí, tanto Sura como Nutresa forman parte del portafolio no estratégico de Grupo Argos (Gráfico 4). Entre los demás accionistas se destacan los fondos de pensiones con el 11,4% y los fondos extranjeros con el 10,78%.

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

Gráfico 5
Composición accionaria Grupo Argos

Fuente: Grupo Argos. Corresponde a las acciones ordinarias.

Negocios estratégicos

Cementos Argos S.A.

Es la filial más antigua del grupo con 80 años de existencia. Su objeto social principal es la explotación de la industria del cemento, concreto y derivados. Participa en tres regiones: Colombia, Centroamérica (Panamá y Honduras principalmente) y en el sureste de Estados Unidos en los estados de Florida, Georgia, Carolina del Sur, Carolina del Norte, Arkansas, Albama, Mississipi, Virginia y Texas. A diciembre de 2015 tenía una capacidad instalada de 21 millones de toneladas métricas de cemento y 18 millones de metros cúbicos de cemento.

La compañía es el quinto productor de cemento más grande de Latinoamérica. Es líder de la industria en Colombia, el segundo mayor productor de cemento y concreto del sureste de Estados Unidos y uno de los dos participantes más importantes de la industria en Centroamérica (Gráfico 6).

Gráfico 6
Distribución de los activos de Cementos Argos por regional

Fuente: Cementos Argos.

Celsia S.A. ESP

Su objeto social es la prestación de los servicios públicos de generación y comercialización de energía eléctrica. A diciembre de 2015, Celsia ocupaba el cuarto lugar en la actividad de generación (capacidad instalada en MW) y el quinto en la de distribución (demanda por Operador de Red en GWh) en el mercado eléctrico colombiano y era el segundo generador de Panamá y el quinto de Costa Rica.

Gráfico 7
Distribución de los activos de Celsia

Fuente: Celsia.

Odinsa S.A.

Compañía, creada en los noventa, se dedica a la estructuración, promoción, gestión y desarrollo de grandes proyectos de infraestructura en Latinoamérica y el Caribe. El GA la adquirió mediante varias operaciones en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) que culminaron en septiembre de 2015. Por tal motivo, los estados financieros consolidados del GA solo incluyen los resultados del último trimestre de dicho año.

Gráfico 8
Distribución de los activos de Odinsa

Fuente: Odinsa.

Odinsa cuenta con dos unidades de negocio: concesiones viales en Colombia, Aruba y República Dominicana; y concesiones aeroportuarias en Colombia y Ecuador. A diciembre de 2015 también tenía inversiones en activos energéticos (una planta térmica en Chile y otra en Panamá) y en puertos (participación accionaria en el puerto de Barranquilla), las cuales serán vendidas en 2016.

Negocios en desarrollo

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

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

A diciembre de 2015 esta compañía generó ingresos por COP160.000 millones y EBITDA por COP60.249 millones, equivalente a un margen de 37,7%.

Urbanismo: este negocio es administrado por un área perteneciente al Grupo Argos por lo que consolida 100% de sus cifras con el grupo. Su objetivo es realizar desarrollos horizontales de tierra a través de infraestructura vial, redes de servicios públicos, zonas verdes, entre otros. Su portafolio de tierras está conformado por más de 2.500 hectareas localizadas principalmente en Barranquilla y en la isla de Barú.

Pactia: fondo inmobiliario creado en agosto de 2015 a partir de la alianza del GA con Conconcreto. Tiene como objetivo el desarrollo y expansión de la línea de propiedades para la renta. Cuenta con COP2,1 billones de activos y un área bruta arrendable de 435.000 m2 con la expectativa de desarrollar 300.000 m2 adicionales en los próximos cuatro años. Tiene presencia en Colombia y Panamá a través de cinco líneas de negocio: comercio, industria, oficinas, hoteles y autoalmacenamiento.

La información financiera incluida en este reporte se basa en: 1) los estados financieros auditados (en COLGAAP para los años 2012 y 2013 y en NIIF para los años 2014 y 2015) de Grupo Argos (consolidado e individual) y de sus principales filiales, Cementos Argos S.A., Celsia S.A. ESP y Odinsa S.A., 2) los informes de gestión del grupo y sus filiales publicados en su página de inversionistas y 3) las proyecciones realizadas por el GA de los estados financieros del Grupo, la holding y sus filiales para el periodo 2016-2018.

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

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

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

Para ver las definiciones de nuestras calificaciones visite www.brc.com.co o bien, haga clic aquí.

IV. ESTADOS FINANCIEROS

GRUPO ARGOS S.A.

Estados financieros consolidados

Cifras en Millones de COP

		COLGAAP			NIIF	Anal. Vertical NIIF		Anal. Horizontal COLGAAP			NIIF
Balance General	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**	**2014**	**2015**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**
ACTIVOS											
Disponible e Inv. Negociables	1.468.055	1.526.948	1.323.086	892.198	1.512.505	3,3%	5,6%	49,4%	4,0%	-13,4%	69,5%
Efectivo de uso restringido	0	0	0	103.309	159.313						
Deudores clientes	736.089	779.530	1.056.005	1.530.058	2.509.017	5,7%	9,4%	-9,8%	5,9%	35,5%	64,0%
Otros deudores	418.962	503.803	716.501	0	0	0,0%	0,0%	9,9%	20,3%	42,2%	
Inventarios	467.056	497.973	767.620	650.462	902.218	2,4%	3,4%	17,5%	6,6%	54,1%	38,7%
Gastos pagados por anticipado	56.230	35.940	100.278	196.951	229.301	0,7%	0,9%	33,7%	-36,1%	179,0%	16,4%
Otros activos corrientes	0	0	0	363.641	355.617	1,4%	1,3%				-2,2%
Total Activo Corriente	**3.146.392**	**3.344.194**	**3.963.490**	**3.736.619**	**5.667.971**	13,9%	21,1%	20,1%	6,3%	18,5%	51,7%
Deudores neto	85.878	10.518	89.024	52.726	217.495	0,2%	0,8%	51,4%	-87,8%	746,4%	312,5%
Inventarios	86.432	85.247	0	29.508	24.146	0,1%	0,1%	12,7%	-1,4%	-100,0%	-18,2%
Inversiones permanentes, neto	1.043.257	1.001.182	837.181	6.933.098	8.348.382	25,9%	31,2%	-3,5%	-4,0%	-16,4%	20,4%
PPE neto	7.172.640	7.566.366	11.543.684	15.566.951	17.935.551	58,1%	66,9%	-2,7%	5,5%	52,6%	15,2%
Diferidos e Intangibles Neto	1.918.447	2.732.394	3.771.785	3.826.948	6.068.207	14,3%	22,6%	-4,9%	42,4%	38,0%	58,6%
Propiedades de inversión	0	0	0	1.721.516	1.669.342	6,4%	6,2%				-3,0%
Otros activos	21.238	19.353	13.870	2.432.118	1.843.919	9,1%	6,9%	-24,7%	-8,9%	-28,3%	-24,2%
Valorizaciones, neto	13.325.550	12.656.081	13.675.336	0	0	0,0%	0,0%	9,7%	-5,0%	8,1%	
Total Activo No Corriente	**23.653.442**	**24.071.141**	**29.930.880**	**30.562.865**	**36.107.042**	114,0%	134,7%	3,9%	1,8%	24,3%	18,1%
TOTAL ACTIVOS	**26.799.834**	**27.415.335**	**33.894.370**	**34.299.484**	**41.775.013**	128,0%	155,9%	5,5%	2,3%	23,6%	21,8%
PASIVO											
Obligaciones financieras C.P	1.409.261	720.914	1.702.698	1.594.526	3.305.497	5,9%	12,3%	-40,1%	-48,8%	136,2%	107,3%
Bonos y papeles comerciales	287.091	204.182	234.525	469.157	573.120	1,8%	2,1%	-33,8%	-28,9%	14,9%	22,2%
Proveedores y Cuentas por pagar	853.216	873.371	1.420.169	1.294.765	1.881.144	4,8%	7,0%	-11,7%	2,4%	62,6%	45,3%
Impuestos gravamenes y tasas	183.836	304.355	210.083	300.784	445.593	1,1%	1,7%	-7,4%	65,6%	-31,0%	48,1%
Obligaciones laborales	66.223	87.119	113.406	135.448	184.662	0,5%	0,7%	-31,2%	31,6%	30,2%	36,3%
Pasivos estimados y prov.	653.224	668.750	634.988	99.531	307.137	0,4%	1,1%	24,0%	2,4%	-5,0%	208,6%
Otros pasivos corrientes	171.181	0	0	159.745	292.112	0,6%	1,1%	190,7%	-100,0%		82,9%
Pasivos Corrientes	**3.624.032**	**2.858.691**	**4.315.869**	**4.053.956**	**6.989.265**	15,1%	26,1%	-21,8%	-21,1%	51,0%	72,4%
Obligaciones financieras L.P	1.685.905	1.063.692	2.813.105	3.077.275	4.948.257	11,5%	18,5%	-22,3%	-36,9%	164,5%	60,8%
Bonos en circulación	2.530.588	3.139.655	4.737.416	4.658.796	4.419.113	17,4%	16,5%	57,6%	24,1%	50,9%	-5,1%
Bonos Convertibles en Acciones	749.248	694.448	539.087	0	0	0,0%	0,0%		-7,3%	-22,4%	
Impuestos gravamenes y tasas	46.923	0	0	1.233.745	1.616.905	4,6%	6,0%	-49,6%	-100,0%		31,1%
Obligaciones Laborales	340.072	326.510	310.715	381.203	369.072	1,4%	1,4%	1,8%	-4,0%	-4,8%	-3,2%
Cuentas por Pagar	75.857	55.107	34.212	18.579	65.391	0,1%	0,2%	-31,7%	-27,4%	-37,9%	252,0%
Otros pasivos	95.751	94.927	354.135	488.569	477.211	1,8%	1,8%	-29,7%	-0,9%	273,1%	-2,3%
Pasivos No Corrientes	**5.524.344**	**5.374.339**	**8.788.670**	**9.858.167**	**11.895.949**	36,8%	44,4%	24,1%	-2,7%	63,5%	20,7%
TOTAL PASIVO	**9.148.376**	**8.233.030**	**13.104.539**	**13.912.123**	**18.885.214**	51,9%	70,5%	0,7%	-10,0%	59,2%	35,7%
Total Patrimonio	**12.781.338**	**12.441.163**	**13.804.009**	**14.226.700**	**14.792.611**	53,1%	55,2%	33,6%	-2,7%	11,0%	4,0%
Interes de la minoría	**4.870.120**	**6.741.142**	**6.985.822**	**6.160.661**	**8.097.188**	23,0%	30,2%	-27,8%	38,4%	3,6%	31,4%
Pasivo + Patrimonio	**26.799.834**	**27.415.335**	**33.894.370**	**34.299.484**	**41.775.013**	128,0%	155,9%	5,5%	2,3%	23,6%	21,8%

	COLGAAP			NIIF		Anal. Vertical NIIF		Anal. Horizontal COLGAAP			NIIF
Estado de Resultados	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**	**2014**	**2015**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**
Ingresos operacionales	**6.681.155**	**7.629.359**	**8.919.558**	**9.296.289**	**12.579.678**	**100,0%**	**100,0%**	**15,5%**	**14,2%**	**16,9%**	**35,3%**
Cementos y concreto	4.380.393	4.968.414	5.833.482	5.831.489	7.911.400	62,7%	62,9%	19,4%	13,4%	17,4%	35,7%
Energía	2.023.672	2.381.116	2.588.782	2.588.484	3.690.903	27,8%	29,3%	9,7%	17,7%	8,7%	42,6%
Negocio inmobiliario	40.254	63.478	70.008	62.125	123.483	0,7%	1,0%		57,7%	10,3%	98,8%
Portafolio	570.819	461.751	1.017.345	750.929	487.646	8,1%	3,9%	108,6%	-19,1%	120,3%	-35,1%
Concesiones	0	0	0	0	294.360	0,0%	2,3%				
Otros y eliminaciones	-333.983	-245.400	-590.059	63.262	71.886	0,7%	0,6%		-26,5%	140,4%	13,6%
						0,0%					
Costo de ventas	**4.900.511**	**5.536.545**	**6.484.800**	**6.576.237**	**9.631.045**	70,7%	76,6%	19,8%	13,0%	17,1%	46,5%
CV bienes y servicios	4.458.421	5.059.721	6.038.368	6.105.349	8.876.003	65,7%	70,6%	20,2%	13,5%	19,3%	45,4%
DA del Costo de Ventas	442.090	476.824	446.432	470.888	755.042	5,1%	6,0%	15,6%	7,9%	-6,4%	60,3%
Utilidad Bruta	**1.780.644**	**2.092.814**	**2.434.758**	**2.720.052**	**2.948.633**	29,3%	23,4%	5,1%	17,5%	16,3%	8,4%
GO (Admon y Ventas)	607.191	662.617	808.819	823.260	1.044.174	8,9%	8,3%	35,7%	9,1%	22,1%	26,8%
DA Gastos	85.006	82.680	109.737	90.557	147.952	1,0%	1,2%	-46,3%	-2,7%	32,7%	63,4%
Otros ingresos/egresos	0	0	0	-143.063	-19.227	-1,5%	-0,2%				-86,6%
Impuesto a la riqueza	0	0	0	0	-106.270	0,0%	-0,8%				
Utilidad Operacional	**1.088.447**	**1.347.517**	**1.516.202**	**1.663.172**	**1.631.010**	17,9%	13,0%	0,0%	23,8%	12,5%	-1,9%
Otros Ingresos	**574.346**	**405.436**	**443.847**	**320.035**	**237.387**	3,4%	1,9%	48,0%	-29,4%	9,5%	-25,8%
Financieros	49.526	51.723	45.136	121.425	55.964	1,3%	0,4%	18,0%	4,4%	-12,7%	-53,9%
Dividendos y Participaciones	42.673	36.439	37.641	0	0	0,0%	0,0%		-14,6%	3,3%	
Diferencia en Cambio	18.056	12.156	33.645	41.552		0,4%	0,0%		-32,7%	176,8%	-100,0%
Otros	464.091	305.118	327.425	157.058	181.423	1,7%	1,4%	74,3%	-34,3%	7,3%	15,5%
Otros Gastos	**769.930**	**639.524**	**755.694**	**681.608**	**964.736**	7,3%	7,7%	-28,6%	-16,9%	18,2%	41,5%
Financieros	471.927	399.071	456.922	524.550	736.518	5,6%	5,9%	18,4%	-15,4%	14,5%	40,4%
Diferencia en Cambio	0	0	0	0	33.481	0,0%	0,3%				
Otros	298.003	240.453	298.772	157.058	194.737	1,7%	1,5%	-53,8%	-19,3%	24,3%	24,0%
Utilidad antes de Imptos	**892.863**	**1.113.429**	**1.204.355**	**1.301.599**	**903.661**	14,0%	7,2%	124,2%	24,7%	8,2%	-30,6%
Impuestos Totales	163.606	425.404	420.713	371.546	260.506	4,0%	2,1%	0,3%	160,0%	-1,1%	-29,9%
Part. Intereses minoritarios	385.319	393.075	402.929	409.304	342.155	4,4%	2,7%	372,7%	2,0%	2,5%	-16,4%
Utilidad/pérdida oper. discontinuas	0	0	0	384	0						
Utilidad Neta	**343.938**	**294.950**	**380.713**	**521.133**	**301.000**	5,6%	2,4%	123,8%	-14,2%	29,1%	-42,2%
EBITDA	**1.615.543**	**1.907.021**	**2.072.371**	**2.224.617**	**2.640.274**	23,9%	21,0%	-0,8%	18,0%	8,7%	18,7%

DA: Depreciaciones y Amortizaciones

	COLGAAP			NIIF	
FLUJO DE EFECTIVO	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**
Utilidad Neta	**343.938**	**294.950**	**380.713**	**930.437**	**643.155**
Ajuste para conciliar la utilidad neta con el efectivo neto provisto por actividades de operación	516.300	860.164	862.397	1.325.692	1.929.227
Efectivo generado en la operació	**860.238**	**1.155.114**	**1.243.110**	**2.256.129**	**2.572.382**
Cambios en activos y pasivos operacionales	-68.605	-3.415	-186.094	-143.459	-547.439
Efectivo neto provisto por actividades operacionales	**791.633**	**1.151.699**	**1.057.016**	**2.112.670**	**2.024.943**
Movimiento PPE	-366.279	-653.087	-3.760.060	-4.068.838	-2.238.424
Movimiento inversiones permanentes	325.579	44.343	150.702	0	0
Diferidos	-116.216	-313.169	-94.742	-29.412	-12.097
Otros	5.763	-606.732	-578.754	232.228	85.135
Efectivo neto después de actividades de inversión	**640.480**	**-376.946**	**-3.225.838**	**-1.753.352**	**-140.443**
Dividendos neto	-166.040	-180.606	-196.246	-349.234	-400.300
Variación obligaciones financieras	296.588	-740.464	4.275.500	2.849.857	1.239.127
Gastos financieros neto	-422.401	-399.071	-456.922	-331.481	-636.929
Otros	136.857	1.755.980	-600.356	-151.558	608.350
Flujo de caja no operacional	**-154.996**	**435.839**	**3.021.976**	**2.017.584**	**810.248**

Indicadores financieros consolidados

	COLGAAP			NIIF	
RENTABILIDAD	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**
Ventas Netas	6.681.155	7.629.359	8.919.558	9.296.289	12.579.678
EBITDA	1.615.543	1.907.021	2.072.371	2.224.617	2.640.274
Crecimiento de Ventas	15,5%	14,2%	16,9%	21,8%	35,3%
Crecimiento EBITDA	-0,8%	18,0%	8,7%	16,7%	18,7%
Margen Bruto	26,7%	27,4%	27,3%	29,3%	23,4%
Margen Operacional	16,3%	17,7%	17,0%	17,9%	13,0%
Margen Neto	5,1%	3,9%	4,3%	5,6%	2,4%
Margen EBITDA	24,2%	25,0%	23,2%	23,9%	21,0%
Ventas/ Activos	24,9%	27,8%	26,3%	27,1%	30,1%
ROA	1,3%	1,1%	1,1%	1,5%	0,7%
ROE	2,7%	2,4%	2,8%	3,7%	2,0%

ACTIVIDAD	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**
KTNO	349.929	404.132	403.456	885.755	1.530.091
Productividad KTNO (Ventas/ KTNO	19,09	18,88	22,11	10,50	8,22
Rot CxC	40	37	43	59	72
Rot CxP	63	57	79	71	70
Rot Inventarios	34	32	43	36	34
Ciclo de efectivo	11	12	6	24	35

Liquidez	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**
Efectivo	1.468.055	1.526.948	1.323.086	892.198	1.512.505
Razon Corriente	0,87	1,17	0,92	0,92	0,81
Prueba Ácida	0,74	1,00	0,74	0,76	0,68

Endeudamiento	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**
Deuda bruta	6.662.093	5.822.891	10.026.831	9.799.754	13.245.987
Deuda neta	5.194.038	4.295.943	8.703.745	8.907.556	11.733.482
Deuda de CP (Monto)	1.696.352	925.096	1.937.223	2.063.683	3.878.617
Deuda de CP (%)	25,46%	15,89%	19,32%	21,06%	29,28%
Deuda de LP	4.965.741	4.897.795	8.089.608	7.736.071	9.367.370
Deuda de LP (%)	74,54%	84,11%	80,68%	78,94%	70,72%
Deuda /Patrimonio	52,1%	46,8%	72,6%	68,9%	89,5%
Deuda fin. / Pasivo Total	72,82%	70,73%	76,51%	70,44%	70,14%
Apalancamiento (Pasivo/ Patrimonio	0,72	0,66	0,95	0,98	1,28

Coberturas	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**
Intereses/ Ventas	7,06%	5,23%	5,12%	5,64%	5,85%
EBITDA / Intereses	3,42	4,78	4,54	4,24	3,58
EBITDA / Deuda Fra.	0,24	0,33	0,21	0,23	0,20
Deuda bruta / EBITDA	4,12	3,05	4,84	4,41	5,02
Deuda neta/ EBITDA	3,22	2,25	4,20	4,00	4,44
Servicio de la deuda	471.927	1.139.535	456.922	524.550	736.518
FCO/ Serv Deuda	1,68	1,01	2,31	4,03	2,75
Ebitda/ Serv Deuda	3,42	1,67	4,54	4,24	3,58

GRUPO ARGOS S.A. - INDIVIDUALES

Cifras en Millones de $

	COLGAAP			NIIF		Análisis Vertical NIIF		Análisis Horizontal COLGAAP			NIIF
Balance General	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**	**2014**	**2015**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**
ACTIVOS											
Disponible	382.305	92.302	165.911	165.978	311.454	1,1%	1,9%	7267,6%	-75,9%	79,7%	87,6%
Inversiones temporales	171.956	0	15.118	15.165	0	0,1%	0,0%	12009,6%	-100,0%		-100,0%
Deudores neto	90.057	203.010	317.642	210.989	231.096	1,4%	1,4%	58,2%	125,4%	56,5%	9,5%
Inventarios	75.111	57.744	52.904	17.729	9.448	0,1%	0,1%		-23,1%	-8,4%	-46,7%
Gastos pagados por anticipado	900	89	0	2.644	1.798	0,0%	0,0%		-90,1%	-100,0%	-32,0%
Otros activos	0	0	0	0	110.680	0,0%	0,7%				
Total activo Corriente	**720.329**	**353.145**	**551.575**	**412.505**	**664.476**	2,7%	4,1%	1033,8%	-51,0%	56,2%	61,1%
Deudores neto	47.143	35.732	8.589	6.134	3.382	0,0%	0,0%	19708,0%	-24,2%	-76,0%	-44,9%
Inversiones permanentes, neto	7.745.161	8.189.320	8.407.661	12.613.801	13.604.214	82,9%	84,1%	-28,6%	5,7%	2,7%	7,9%
Propiedades de inversión	0	0	0	2.122.462	1.781.868						
PPE neto	60.983	90.149	229.765	19.238	82.850	0,1%	0,5%	2728,5%	47,8%	154,9%	330,7%
Inventarios	332	0	0	29.508	24.146	0,2%	0,1%		-100,0%		-18,2%
Cargos diferidos, neto	27.129	90.623	144.609	8.788	9.263	0,1%	0,1%	-8,3%	234,0%	59,6%	5,4%
Otros activos	512	1.500	1.700			0,0%	0,0%	0,0%	193,0%	13,3%	
Valorizaciones, neto	7.540.582	6.708.915	7.499.657			0,0%	0,0%	611,3%	-11,0%	11,8%	
Total Activo No Corriente	**15.421.842**	**15.116.239**	**16.291.981**	**14.799.931**	**15.505.723**	97,3%	95,9%	29,1%	-2,0%	7,8%	4,8%
TOTAL ACTIVOS	**16.142.171**	**15.469.384**	**16.843.556**	**15.212.436**	**16.170.199**	100,0%	100,0%	34,5%	-4,2%	8,9%	6,3%
PASIVO											
Obligaciones financieras C.P	601.271	373.158	0	0	123.415	0,0%	0,8%	-38,9%	-37,9%	-100,0%	
Bonos y papeles comerciales	200.000	0	0	30.429	4.958	0,2%	0,0%		-100,0%		-83,7%
Cuentas por pagar	128.856	71.408	127.332	143.921	185.324	0,9%	1,1%	123,7%	-44,6%	78,3%	28,8%
Impuestos gravamenes y tasas	5.587	12.057	1.451	470	14.177	0,0%	0,1%	-38,9%	115,8%	-88,0%	2916,4%
Obligaciones laborales	1.007	1.712	1.945	1.944	2.450	0,0%	0,0%	620,0%	70,0%	13,6%	26,0%
Dividendos por pagar		48.549	0	0	0	0,0%	0,0%			-100,0%	
Otros pasivos corrientes	23.338	48.618	91.964	29.364	18.023	0,2%	0,1%	-100,0%	108,3%	89,2%	-38,6%
Pasivos Corrientes	**960.059**	**555.502**	**222.692**	**206.128**	**348.347**	1,4%	2,2%	-8,7%	-42,1%	-59,9%	69,0%
Obligaciones financieras L.P	300.109	445.109	109	23	550.028	0,0%	3,4%	1,4%	48,3%	-100,0%	2391326,1%
Bonos y papeles comerciales	749.248	694.448	1.539.087	997.825	997.932	6,6%	6,2%		-7,3%	121,6%	0,0%
Impuestos gravamenes y tasas	953	0	0	109.859	120.205	0,7%	0,7%	-50,0%	-100,0%		9,4%
Obligaciones Laborales	3.595	2.191	2.071	23.744	6.819	0,2%	0,0%	13,7%	-39,1%	-5,5%	-71,3%
Otros pasivos	67.816	53.595	1.902	8.406	8.656	0,1%	0,1%		-21,0%	-96,5%	3,0%
Pasivos No Corrientes	**1.121.721**	**1.195.343**	**1.543.169**	**1.139.857**	**1.683.640**	7,5%	10,4%	272,4%	6,6%	29,1%	47,7%
Total Pasivo	**2.081.780**	**1.750.845**	**1.765.861**	**1.345.985**	**2.031.987**	8,8%	12,6%	53,9%	-15,9%	0,9%	51,0%
Total Patrimonio	**14.060.391**	**13.718.539**	**15.077.695**	**13.866.451**	**14.138.212**	91,2%	87,4%	32,0%	-2,4%	9,9%	2,0%
Pasivo + Patrimonio	**16.142.171**	**15.469.384**	**16.843.556**	**15.212.436**	**16.170.199**	100,0%	100,0%	34,5%	-4,2%	8,9%	6,3%

		COLGAAP		NIIF		Análisis Vertical NIIF		Análisis Horizontal COLGAAP			NIIF
Estado de Resultados	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**	**2014**	**2015**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**
Ingresos Operacionales	**602.326**	**517.303**	**693.677**	**635.912**	**1.096.781**	**100,0%**	**100,0%**	**61,6%**	**-14,1%**	**34,1%**	**72,5%**
Ingresos por Venta de Inversiones	107.019	57.603	257.877	257.877	713.683	40,6%	65,1%	-56,3%	-46,2%	347,7%	176,8%
Metodo de Participación	391.344	318.718	277.421	224.925	168.114	35,4%	15,3%	284,0%	-18,6%	-13,0%	-25,3%
Dividendos	69.936	82.659	89.035	83.826	84.384	13,2%	7,7%	168,9%	18,2%	7,7%	0,7%
Negocio Inmobiliario	34.027	58.323	69.344	58.162	112.752	9,1%	10,3%		71,4%	18,9%	93,9%
Otros	0	0	0	11.122	17.848	1,7%	1,6%				60,5%
Costo de Ventas	**69.673**	**69.517**	**241.353**	**283.452**	**470.163**	**44,6%**	**42,9%**	**118,9%**	**-0,2%**	**247,2%**	**65,9%**
Costo de Venta de Inversiones	51.789	49.133	214.176	256.275	413.290	40,3%	37,7%	62,7%	-5,1%	335,9%	61,3%
Costo negocio inmobiliario	17.884	20.384	27.177	27.177	56.873	4,3%	5,2%		14,0%	33,3%	109,3%
Utilidad Bruta	**532.653**	**447.786**	**452.324**	**352.460**	**626.618**	55,4%	57,1%	56,3%	-15,9%	1,0%	77,8%
GO (Admon y Ventas)	97.997	88.083	104.756	136.021	115.327	21,4%	10,5%	-29,5%	-10,1%	18,9%	-15,2%
DA Gastos	192	2.158	7.466	2.459	2.896	0,4%	0,3%	-90,4%	1024,0%	246,0%	17,8%
Otros	0	0	0	8.119	6.579	1,3%	0,6%				-19,0%
Impuesto a la riqueza	0	0	0	0	-9.668	0,0%	-0,9%				
Utilidad Operacional	**434.464**	**357.545**	**340.102**	**222.099**	**505.306**	34,9%	46,1%	117,3%	-17,7%	-4,9%	127,5%
Otros Ingresos	**19.862**	**43.588**	**166.974**	**0**	**55**	0,0%	0,0%	282,5%	119,5%	283,1%	
Otros Gastos	**108.349**	**89.877**	**108.878**	**21.870**	**107.274**	3,4%	9,8%	115,1%	-17,0%	21,1%	390,5%
Financieros	91.644	65.037	79.315	13.880	107.274	2,2%	9,8%	126,5%	-29,0%	22,0%	672,9%
Diferencia en cambio	8.844	8.317	2.917	7.990	0	1,3%	0,0%	54,2%	-6,0%	-64,9%	-100,0%
Otros	7.861	16.523	26.646	0	0	0,0%	0,0%	88,9%	110,2%	61,3%	
Utilidad antes de Imptos	**345.977**	**311.256**	**398.198**	**200.229**	**398.087**	31,5%	36,3%	123,6%	-10,0%	27,9%	98,8%
Impuestos	2.039	16.306	8.440	-813	26.286	-0,1%	2,4%	90,4%	699,7%	-48,2%	-3333,2%
Utilidad Neta	**343.938**	**294.950**	**389.758**	**201.042**	**371.801**	31,6%	33,9%	123,8%	-14,2%	32,1%	84,9%
EBITDA	**434.656**	**359.703**	**347.568**	**224.558**	**517.870**	35,3%	47,2%	115,3%	-17,2%	-3,4%	130,6%

DA: Depreciaciones y Amortizaciones

FLUJO DE EFECTIVO	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**
Utilidad Neta	**343.938**	**294.950**	**389.758**	**201.042**	**371.801**
Ajuste para conciliar la utilidad neta con el efectivo neto provisto por actividades de operación	-245.234	-81.132	-206.892	17.296	-137.173
Efectivo generado en la operación	**98.704**	**213.818**	**182.866**	**218.338**	**234.628**
Cambios en activos y pasivos operacionales	104.734	-138.973	-12.282	-41.693	-210.830
Efectivo neto provisto por actividades operacionales	**203.438**	**74.845**	**170.584**	**176.645**	**23.798**
Movimiento PPE	-8.782	-7.484	-31.349	-7.219	-64.013
Movimiento inversiones permanentes	-52.179	0	0	-289.780	-370.839
Diferidos	614	-65.507	-60.363	-5.855	-1.908
Otros	0	0	24.259	326.965	122.948
Efectivo neto después de actividades de inversión	**143.091**	**1.854**	**103.131**	**200.756**	**-290.014**
Dividendos	-166.040	-180.700	-196.246	-161.151	-212.565
Variación obligaciones financieras	-379.397	-283.113	-818.158	-855.273	673.419
Gastos financieros					
Variacion bonos y papeles cciales	950.000	0	1.000.000	0	0
Otros	-2	0	0	976.402	-40.529
Flujo de caja no operacional	**404.561**	**-463.813**	**-14.404**	**-40.022**	**420.325**

Indicadores financieros individuales

	COLGAAP			NIIF	
RENTABILIDAD	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**
Ventas Netas	602.326	517.303	693.677	635.912	1.096.781
EBITDA	434.656	359.703	347.568	224.558	517.870
Crecimiento en Ventas	61,62%	-14,12%	34,09%	22,93%	-27,53%
Crecimiento EBITDA	115,28%	-17,24%	-3,37%	-37,57%	30,62%
Margen Bruto	88,43%	86,56%	65,21%	55,43%	57,13%
Margen Operacional	72,13%	69,12%	49,03%	34,93%	46,07%
Margen Neto	57,10%	57,02%	56,19%	31,61%	33,90%
Margen EBITDA	72,16%	69,53%	50,11%	35,31%	47,22%
Ventas/ Activos	0,04	0,03	0,04	0,04	0,07
ROA	2,13%	1,91%	2,31%	1,32%	2,30%
ROE	2,45%	2,15%	2,58%	1,45%	2,63%

ACTIVIDAD	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**
KTNO	36.312	189.346	243.214	84.797	55.220
Productividad KTNO (Ventas/ KTNO)	16,59	2,73	2,85	7,50	19,86
Rot CxC	54	141	165	119	76
Rot CxP	666	370	190	183	142
Rot Inventarios	388	299	79	23	7
Ciclo de efectivo	-224	71	54	-41	-59

Liquidez	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**
Efectivo	554.261	92.302	181.029	181.143	311.454
Razon Corriente	0,75	0,64	2,48	2,00	1,91
Prueba Ácida	0,67	0,53	2,24	1,92	1,88

Endeudamiento	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**
Deuda bruta	1.850.628	1.512.715	1.539.196	1.028.277	1.676.333
Deuda neta	1.296.367	1.420.413	1.358.167	847.134	1.364.879
Deuda de CP (Monto)	801.271	373.158	0	30.429	128.373
Deuda de CP (%)	43,30%	24,67%	0,00%	2,96%	7,66%
Deuda de LP	1.049.357	1.139.557	1.539.196	997.848	1.547.960
Deuda de LP (%)	56,70%	75,33%	100,00%	97,04%	92,34%
Deuda /Patrimonio	13,2%	11,03%	10,21%	7,42%	11,86%
Deuda fin. / Pasivo Total	88,90%	86,40%	87,16%	76,40%	82,50%
Apalancamiento (Pasivo/ Patrimonio)	0,15	0,13	0,12	0,10	0,14

Coberturas	**2012**	**2013**	**2014**	**2014**	**2015**
Intereses/ Ventas	15,22%	12,57%	11,43%	2,18%	9,78%
EBITDA / Intereses	4,74	5,53	4,38	16,18	4,83
EBITDA / Deuda Fra.	0,23	0,24	0,23	0,22	0,31
Deuda bruta / EBITDA	4,26	4,21	4,43	4,58	3,24
Deuda neta /EBITDA	2,98	3,95	3,91	3,77	2,64
Servicio de la deuda	91.644	348.150	79.315	869.153	107.274
FCO/ Serv Deuda	2,22	0,21	2,15	0,20	0,22
Ebitda/ Serv Deuda	4,74	1,03	4,38	0,26	4,83

V. MIEMBROS DE COMITÉ TÉCNICO

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