

## Reporte de calificación

---

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

**Contactos:**

**Edgar Mauricio Robles Cifuentes**

[edgar.robles@spglobal.com](mailto:edgar.robles@spglobal.com)

**María Carolina Barón Buitrago**

[maria.baron@spglobal.com](mailto:maria.baron@spglobal.com)

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

## CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS

Títulos:	Bonos Ordinarios
Emisor:	Grupo Argos S.A.
Monto calificado:	COP2.35 billones
Monto colocado:	COP1.8 billones
Monto vigente:	COP1.08 billones
Fecha de emisión y colocación:	10 de septiembre de 2014, 28 de agosto de 2019 y 28 de octubre de 2020

Características de los títulos:	Título	Monto COP mn	Saldo de la deuda COP mn	Fecha emisión	Fecha vencimiento	Plazo (años)	Tipo Indicador (interés de referencia)	Spread	Pago de intereses
	Bonos	108,365	0	10/09/2014	10/09/2016	2	DTF	0.87%	Trimestre vencido
	Bonos	132,250	0	10/09/2014	10/09/2017	3	IBR01	1.81%	Mes vencido
	Bonos	114,963	0	10/09/2014	10/09/2019	5	IPC12	3.10%	Trimestre vencido
	Bonos	254,318	134,818	10/09/2014	10/09/2024	10	IPC12	3.95%	Trimestre vencido
	Bonos	390,104	390,104	10/09/2014	10/09/2029	15	IPC12	4.24%	Trimestre vencido
	Papeles comerciales	350,000	0	06/07/2017	05/07/2018	1	T.F.	6.14%	Periodo vencido
	Bonos	123,500	0	28/08/2019	28/08/2022	3	T.F.	5.78%	Trimestre vencido
	Bonos	157,965	157,965	28/08/2019	28/08/2025	6	IPC12	2.44%	Trimestre vencido
	Bonos	168,535	168,535	28/08/2019	28/08/2034	15	IPC12	3.20%	Trimestre vencido
	Bonos	136,500	136,500	28/10/2020	28/10/2027	7	IPC12	2.65%	Trimestre vencido

Garantías y prelación: Los bonos no se encuentran respaldados con alguna garantía real, por ende, constituyen obligaciones quirografarias del emisor.

Administrador: Depósito Centralizado de Valores S.A.

Representante legal de los tenedores: Alianza Fiduciaria S.A.

Agente estructurador: Banca de Inversión Bancolombia S.A.

Agente colocador: Valores Bancolombia S.A.

## I. RESUMEN

- Confirmamos la calificación de AAA de deuda de largo plazo de los Bonos Ordinarios de Grupo Argos S.A (en adelante GA) y de BRC 1+ de los papeles comerciales.
- GA mantiene una sólida posición de negocio. Esta surge de la consistencia en la ejecución de sus planes estratégicos a través de diferentes ciclos económicos, los cuales se reflejan en la participación de mercado de cada una de sus filiales en los segmentos y geografías que atiende.
- La calificación de GA refleja nuestra opinión sobre la fuerte capacidad de la organización para cumplir con sus obligaciones financieras en los próximos dos años. Esto, soportado en el sostenimiento de niveles de apalancamiento por debajo de 2.5x (veces) y márgenes EBITDA por encima del 30%.

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

- Proyectamos que la generación operativa del conglomerado, sumada a sus saldos disponibles de efectivo seguirá proporcionando niveles de liquidez favorables para la continuidad de su operación y estrategias de negocio. Esto se reflejaría en una relación de fuentes sobre usos por encima de 1,2x para los próximos 12 a 24 meses.

## **II. ACCIÓN DE CALIFICACIÓN**

Bogotá, 3 de mayo de 2024.- El Comité Técnico de BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores en revisión periódica confirmó la calificación de AAA de deuda de largo plazo de los bonos ordinarios de Grupo Argos S.A. y confirmó la calificación de deuda de corto plazo de BRC 1+ de los papeles comerciales

## **III. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN:**

Nuestra evaluación del perfil de riesgo de GA refleja su posición de mercado competitiva y bien arraigada en todas las geografías e industrias donde opera el conglomerado. Esta se fundamenta en la consistencia y claridad de su plan de negocio y por la capacidad de las empresas para ajustar rápidamente sus operaciones a condiciones adversas de mercado, lo que se ha traducido en desempeños financieros sobresalientes. En nuestra opinión, la trayectoria probada de la organización en la toma de decisiones financieramente prudentes en los últimos años ha sido determinante para la sostenibilidad de su calidad crediticia, que esperamos continúe en el corto y mediano plazo.

En los últimos 12 meses, GA ha demostrado la coherencia estratégica de sus filiales con la materialización de diferentes hitos que permitieron disminuir su riesgo de crédito con indicadores de apalancamiento consolidados por debajo de 2.5x, que proyectamos se mantengan en los próximos dos años. Esto, al considerar los buenos resultados de su generación EBITDA y la monetización de activos que permitieron el uso de efectivo para reducir el monto de sus obligaciones financieras, que a cierre de 2023 en balance llegaron a \$13.6 billones de pesos colombianos (COP), un 19% menos que el año anterior.

Los hitos más importantes de 2023 fueron:

- Celsia completó la operación de venta de una parte de sus activos eléctricos en Panamá y Costa Rica. La decisión de reorganizar su presencia en Centroamérica le permitió reducir el nivel de endeudamiento y enfocarse en sus objetivos de negocio. De esta forma, la deuda de la entidad disminuyó a COP4.9 billones, un 14% menos que el año anterior, lo que significó bajar su nivel de apalancamiento por debajo de 2.5x desde 3x.
- Odinsa consolidó la estructuración del fondo de capital privado (FCP) con la alianza de Macquarie Asset Management, por un valor cercano a COP2.9 billones y en donde comparte rol de inversionista y gestor de activos. La liberación de recursos de esta transacción implicó una reducción del 57% de sus obligaciones financieras consolidadas a COP268,000 millones al cierre de 2023 desde el registro de 2022.
- Al completarse la transacción de integración de las operaciones entre Argos North America y Summit Materials (calificación en escala global BB+/Estable/-- por S&P Global Ratings), Cementos Argos (CA) recibió US\$1,200 millones en efectivo y una participación equivalente al 31% en la entidad combinada. Con estos recursos, la entidad pagaría la mayoría de deuda de corto plazo durante 2024, liberaría cupos con la banca local y llevaría el nivel de apalancamiento al cierre del año a cerca de 2.5x.

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

Consideramos que la continuidad de la gestión activa de pasivos y la prudente administración de riesgos de GA será un pilar para la sostenibilidad financiera del conglomerado. En los últimos años, esta se ha enmarcado en tres ejes estratégicos: la disminución de sus obligaciones financieras, la anticipación de los vencimientos de deuda y la diversificación de sus fuentes y costos de fondeo.

GA continúa apalancando su crecimiento a través del uso de fuentes alternativas de capital en cada una de sus filiales como plataformas y vehículos de inversión, que aportan recursos y experiencia sin implicar presiones en su estructura de capital y su perfil de liquidez. En próximas revisiones, daremos seguimiento a las decisiones de negocio que se adopten dentro del portafolio de activos frente al alcance de nuevos objetivos en las operaciones del conglomerado a mediano y largo plazo.

Al cierre de 2023, GA reportó ingresos consolidados por COP22.5 billones y un EBITDA por COP5.5 billones, valores que marcaron un mejor desempeño del 5.9% y 5.4% frente a 2022, respectivamente. En consecuencia, la capacidad de rentabilizar sus activos se mantuvo en 24.4%, indicador que cobra relevancia bajo el contexto macroeconómico y de mercado desafiante en que tuvieron que operar todas las compañías del conglomerado. Teniendo en cuenta la reorganización de activos en estados financieros, proyectamos que las ventas del grupo se mantendrán en promedios de COP13.5 billones para los próximos dos años y un EBITDA entre COP4 billones y COP5 billones, lo que llevaría a tener márgenes de rentabilidad por encima del 30%.

Cementos Argos se mantiene como la entidad más relevante dentro de los resultados financieros de GA. En 2023, la compañía obtuvo ingresos en torno a COP12.7 billones (+8.8% frente a 2022) y un EBITDA por COP2.6 billones (+21.9% que en 2022). Estos resultados parten de la combinación de la gestión de precios dentro del portafolio de productos, el despliegue de la estrategia comercial con enfoque en el cliente y la continuidad de su plan de generación de eficiencias, que en conjunto pudieron compensar el menor volumen de ventas dado las presiones en el sector de la construcción e infraestructura.

Para los próximos 12 y 24 meses, consideramos que se mantendrán condiciones débiles tanto en la construcción de vivienda e infraestructura, especialmente en Colombia en la medida que no se evidencien mejores condiciones de tasas de interés y un panorama de estabilidad en materia de inversiones. Estos riesgos podrían mitigarse en su gran mayoría dentro de la operación de CA bajo la capacidad de la compañía de trasladar impactos económicos vía tarifa como lo viene ejecutando durante los últimos periodos, y el respaldo en ventas que implica las exportaciones al mercado de Estados Unidos bajo la continuidad de acuerdos vinculantes de suministro con Summit Materials.

Celsia también reportó un desempeño positivo con ingresos en el orden de COP6.2 billones, un aumento del 11.6% frente 2022, y una generación EBITDA de COP1.8 billones, un 3.8% de mejora durante el mismo periodo. Este desempeño responde a su posición relevante de mercado en Colombia, como el cuarto generador del país con respaldo hídrico, solar y térmico dentro de su portafolio de activos. Asimismo, por la estabilidad financiera que brinda sus negocios de transmisión y distribución que mantiene en el Valle del Cauca y Tolima.

Con la reorganización de su presencia en Centroamérica, Celsia mantiene como foco estratégico el crecimiento de su portafolio de renovables en tecnologías amigables con el medio ambiente, garantizando la rentabilidad de sus inversiones. Inicialmente, en 2024 estas iniciativas se encuentran en su apuesta en el mercado eléctrico peruano con la adquisición del proyecto de generación eólico Caravelí (con 218 MW de capacidad instalada).

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

Un aspecto de seguimiento de Celsia es el mayor escrutinio regulatorio por parte del Gobierno nacional, que podría tener un efecto directo en el modelo de negocio actual del sector eléctrico. Daremos especial seguimiento a los efectos de una posible intervención frente al objetivo de reducción de los costos de las tarifas de energía, así como de las condiciones finales de la propuesta de reforma a la ley de servicios públicos.

Frente a los riesgos enmarcados con el fenómeno climatológico de El Niño, Celsia cuenta con capacidad suficiente para cubrir sus compromisos comerciales, incluyendo los de la planta térmica Tesorito. Además, Celsia contrató instrumentos financieros que funcionan como cobertura ante el riesgo de mercado de disminución de ingresos o ante un posible déficit de generación de energía contratada.

En lo que respecta a Odinsa, los cambios de modelo a un FCP hacen que la compañía adopte compromisos tanto en calidad como inversionista y de gestor profesional de activos. Consideramos que esta alianza con Macquarie permite tener un mayor potencial de crecimiento en los próximos años, actualmente se está evaluando la entrada de nuevas iniciativas al portafolio. En 2023, destacamos el desempeño de la plataforma de vías con un tráfico por encima de los 38 millones de vehículos, aún con la problemática presentada por el cierre temporal del puente El Alambrado. Asimismo, la plataforma de aeropuertos mantuvo un flujo de pasajeros en torno a los 45 millones con operaciones a plena capacidad.

Por último, en 2023, el Negocio de Desarrollo Urbano (NDU) generó un flujo de caja neto de COP105,000 millones, 5% más que el año anterior y cuyo valor presenta un incremento del 76% al promedio desde 2016. Estos resultados parten del modelo de negocio de la compañía que garantiza recursos a través de diferentes ciclos económicos y de mercado, lo cual se refleja en el cierre de negocios comprometidos por COP315,000 millones para los próximos cuatro años, y que se apalancan de la fortaleza de calidad y diversificación de la oferta de su portafolio de desarrollos inmobiliarios.

Durante 2024, GA mantiene como una de las principales directrices la recuperación del precio y liquidez de las acciones de la compañía listadas en bolsa. Esto, al considerar que el actual valor aún no refleja su potencial intrínseco, por lo que se siguen impulsando iniciativas para reducir la brecha entre el valor real y el precio de las acciones.

### **IV. LIQUIDEZ**

Nuestra evaluación de liquidez de GA refleja resultados adecuados para cumplir con sus requerimientos operativos, financieros y frente a sus accionistas oportunamente en los próximos 12 a 24 meses. Esto, teniendo en cuenta que nuestras proyecciones de fuentes de recursos superarían un 20% los usos en 2024 y un 50% 2025. El resultado cobra relevancia frente a nuestra evaluación de la revisión anterior cuando se evidenciaban factores de seguimiento con una relación de fuentes sobre usos promedio de 1.15x durante el mismo periodo.

Nuestra visión del perfil de liquidez de GA incorpora los siguientes supuestos:

- Relaciones sólidas y bien establecidas con la banca y el mercado de capitales.
- Gestión prudente de riesgo y capacidad probada para absorber eventos de alto impacto.
- Nuestra proyección incorpora la totalidad de inversiones en capital fijo proyectadas por GA. Sin embargo, esta mantiene una alta discrecionalidad en su capex de inversión en caso de ser necesario.

## V. FACTORES PARA MODIFICAR LA CALIFICACIÓN

### Qué puede llevarnos a confirmar la calificación

- La utilización de fuentes de financiación alternativas y estables para apalancar el plan de expansión sin generar presión en sus indicadores de endeudamiento
- La sostenibilidad de la relación de deuda neta a EBITDA por debajo de 3x durante los próximos tres años.

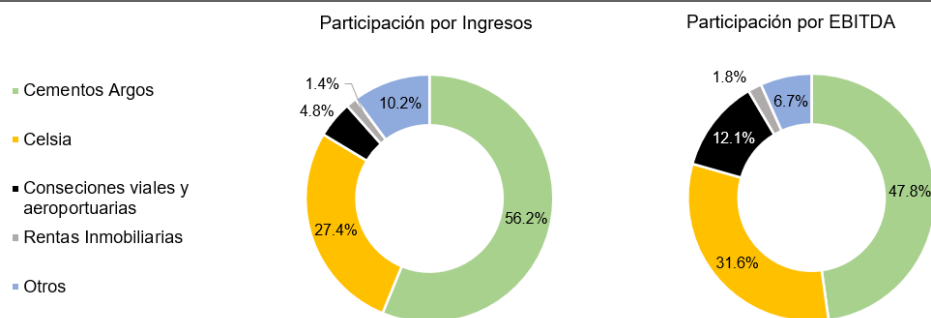
### Qué podría llevarnos a bajar la calificación

- El deterioro del EBITDA frente a nuestras proyecciones que implique presiones en los indicadores de apalancamiento o de liquidez.
- Los cambios en su posición de negocio lo que puede implicar pérdida de participación de mercado, la exposición relevante a geografías con niveles de calidad crediticia inferior a Colombia o cambios en las líneas de negocio que en nuestra opinión represente mayores riesgos para el conglomerado.

## VI. EMISOR Y SU ACTIVIDAD

Grupo Argos es un gestor de inversiones de infraestructura con COP49.4 billones de activos consolidados al cierre de 2023. El grupo ha consolidado plataformas en tres negocios estratégicos: cemento (Cementos Argos – CA), energía (Celsia) y concesiones viales y aeroportuarias (Odinsa). Además, es socio de un fondo inmobiliario (Pactia), es dueño de un banco de tierras para el desarrollo urbano (Grupo Argos Desarrollo Urbano) y cuenta con un sólido portafolio de inversiones en el sector financiero.

Gráfico 1. Principales datos financieros Grupo Argos (cierre 2023)



Fuente: Grupo Argos. Cálculos BRC.

## VII. RIESGOS DE INDUSTRIA

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

- Altos requerimientos de capital y uso de energía.
- Barreras de entrada por infraestructura (plantas, acceso a materias primas, equipos), conocimiento, experiencia, músculo financiero y facilidad para acceder a fuentes de financiación.

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

- Fuerte correlación con los ciclos económicos y las dinámicas poblacionales.
- Ciclos de negocio extensos, lo que implica periodos amplios de recuperación de sus inversiones.
- Exposición a cambios regulatorios y normativos.
- Dependencia de políticas públicas.

### VIII. INFORMACIÓN ADICIONAL

Tipo de calificación	Deuda de largo y corto plazo
Número de acta	2537
Fecha del comité	3 de mayo de 2024
Tipo de revisión	Revisión periódica
Emisor	Grupo Argos S.A.
Miembros del comité	María Carolina Barón
	María Soledad Mosquera
	Andrés Marthá

#### Historia de la calificación

Revisión periódica May./23: AAA, BRC 1+  
Revisión periódica May./22: AAA, BRC 1+  
Calificación inicial May./14: AAA, 'BRC 1+'

La calificación otorgada es de carácter privado y, de acuerdo con los Reglamentos de BRC Ratings – S&P Global S.A. SCV, es entregada al calificado exclusivamente para su uso interno.

*La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con la oportunidad suficiente por la disponibilidad del emisor o entidad y la entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos y de acuerdo con los requerimientos de BRC Ratings – S&P Global S.A. SCV*

*BRC Ratings – S&P Global S.A. SCV no realiza funciones de auditoría, por tanto, la administración de la entidad asume entera responsabilidad sobre la integridad y veracidad de toda la información entregada y que ha servido de base para la elaboración del presente informe. Por otra parte, BRC Ratings – S&P Global S.A. SCV revisó la información pública disponible y la comparó con la información entregada por la entidad.*

La información financiera incluida en este reporte se basa en los estados financieros auditados de los últimos tres años (2021-2023).

En caso de tener alguna inquietud en relación con los indicadores incluidos en este documento, puede consultar el glosario en [www.brc.com.co](http://www.brc.com.co)

Para ver las definiciones de nuestras calificaciones visite [www.brc.com.co](http://www.brc.com.co) o bien, haga clic [aquí](#).

### IX. MIEMBROS DEL COMITÉ TÉCNICO

Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico de Calificación se encuentran disponibles en nuestra página web [www.brc.com.co](http://www.brc.com.co)

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

---

*Una calificación de riesgo emitida por BRC Ratings – S&P Global 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.*

---