

Reporte de calificación

GRUPO ARGOS S.A.

Contactos:

Ana María Carrillo Cárdenas

ana.carrillo@spglobal.com

María Carolina Barón Buitrago

maria.baron@spglobal.com

GRUPO ARGOS S.A.

I. RESUMEN

- Subimos la calificación de Grupo Argos a AAA desde AA+. Retiramos la perspectiva positiva.
- El aumento de calificación se deriva de los resultados adecuados que la compañía mantendría en el mediano plazo, que se evidencian en un nivel de apalancamiento entre 2x (veces) y 3x. Esto, producto de un crecimiento promedio anual de 9,7% en el EBITDA y la reducción de 8% promedio anual de la deuda entre 2022 y 2024.
- La calificación también incorpora la sólida posición de negocio de Grupo Argos, sobre la que no prevemos cambios en el mediano y largo plazo. Esto se refleja en la diversificación por tipo de negocio y la participación de mercado relevante de cada uno de sus filiales en las geografías que atiende.
- La relación de fuentes sobre usos proyectada es de 1.2x y 1.1x para los próximos 12 y 24 meses. Esto muestra una capacidad suficiente de Grupo Argos para cumplir con sus compromisos de operación y financieros y refleja un margen de holgura ante cualquier escenario macroeconómico desfavorable.

II. ACCIÓN DE CALIFICACIÓN

Bogotá, 3 de mayo de 2022.- El Comité Técnico de BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores en revisión periódica subió la calificación de emisor a AAA desde AA+ a Grupo Argos. Retiró la perspectiva positiva.

III. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN:

En 2021 Grupo Argos reportó resultados favorables en términos de ingresos y de EBITDA, que fueron superiores a nuestras proyecciones. Así, estas dos variables registraron valores de 16.3 billones de pesos colombianos (COP) y COP4.3 billones, lo que representa incrementos anuales de 16,6% y 29,3%, respectivamente. En esta misma línea el apalancamiento (medido como deuda neta a EBITDA) fue de 3.2x¹ cifra que es mejor a nuestras estimaciones en revisiones anteriores que estaban por encima de 3.5x.

Los buenos resultados de apalancamiento se derivan incremento del EBITDA, lo que está asociado a la dinámica favorable de todas las filiales, producto de la recuperación económica en todas las geografías que atiende el conglomerado, y por la implementación exitosa de la estrategia de cada una de las empresas. El indicador deuda neta a EBITDA también se benefició de la reducción del 1,6% de los pasivos financieros, lo que está en línea con la directriz del Grupo Argos en todas las empresas del conglomerado.

¹ De acuerdo con los cálculos de Grupo Argos esta relación sería 2.9x al incluir como parte del efectivo los bonos de Hacienda del Gobierno de República Dominicana que recibió Odinsa como pago por la finalización de su participación en las concesiones viales en este país.

En 2021, Grupo Argos cumplió algunos hitos clave que permitieron reducir la deuda y que serán parte importante para que optimice su estructura de capital y reduzca el endeudamiento en un 8%, promedio anual entre 2022 y 2024:

- La desinversión en activos no estratégicos: Por una parte, Cementos Argos continuó desinvirtiendo en activos no estratégicos y en 2021 vendió activos concreteros ubicados en Estados Unidos, cuyos recursos utilizó para el pago de la deuda. Por otra parte, Odinsa finalizó su participación en las concesiones viales en República Dominicana. Algunos de estos recursos ya se destinaron al pago de obligaciones financieras y para 2022 se prevé una nueva amortización en torno a COP1 billón.
- La consolidación de plataformas de inversión para apalancar el crecimiento: Este es el caso del cierre de la transacción denominada vertical de vías, mediante la cual Odinsa y Macquarie Asset Management constituyen un vehículo de inversión en el que en principio se incorporan las concesiones viales en las que participa Odinsa en Colombia. Esta transacción le permitirá a la filial de infraestructura reducir sus necesidades de capital en nuevos proyectos y contar con el conocimiento y trayectoria de este jugador que participa en mercados internacionales. Cabe mencionar que en el pasado ya habíamos evidenciado la suscripción de este tipo de acuerdos de inversión en Celsia a través de la suscripción de Caoba, con el fondo de inversión privada Cúbico. Esto refleja la capacidad del conglomerado para suscribir este tipo de transacciones y beneficiarse tanto del capital como del conocimiento de su socio estratégico.

La reducción prevista en la deuda no implica un menor ritmo de crecimiento de las filiales. En línea con la directriz de Grupo Argos, este incremento provendría de su generación operativa y de fuentes alternativas como las plataformas de inversión que aportan recursos y experiencia, como es el caso de Caoba y la reciente plataforma de inversión de vías firmada por Odinsa.

El escenario actual de volatilidad macroeconómica plantea un factor de incertidumbre sobre el cumplimiento de las proyecciones de EBITDA. A pesar de esto, subimos la calificación teniendo en cuenta la capacidad del grupo de flexibilizar su operación en condiciones adversas tal como lo evidenció en la pandemia. La calificación también considera el margen de holgura que tendría el conglomerado al reducir su endeudamiento, lo que le permitiría mantenerse en los indicadores definidos para su calificación, aun en un evento de menor generación operativa.

Al igual que otros corporativos del país, las restricciones en la logística global y el conflicto internacional han impactado las operaciones de Grupo Argos. No obstante, las compañías han logrado mitigar dichos impactos a través del incremento de precios, la consecución y diversificación de sus proveedores, y el aprovisionamiento y diversificación de sus materias primas.

Estimamos la generación de EBITDA entre COP4.4 billones y COP5.7 billones para el periodo 2022-2024 y un margen EBITDA entre 25% y 30% que se mantiene en línea con nuestras estimaciones anteriores. Dicha proyección incorpora un incremento promedio anual del 6% en los ingresos, derivado de una continuidad en la senda positiva observada en todos los negocios en 2021, aunque a una menor velocidad de crecimiento.

La generación de EBITDA también se beneficiaría del menor incremento de los egresos operacionales (costos y gastos), frente a los ingresos (4% promedio anual) que obedece a una continuidad en la política de control de costos y gastos definida por el conglomerado y por la desconsolidación en los estados financieros de Odinsa de las concesiones que se incorporaron en la vertical de vías y que se registrarían como método de participación.

Una de las principales ventajas competitivas de Grupo Argos es su diversificación por negocio y por geografía. Esta condición fue clave para el desempeño del conglomerado luego de la pandemia, pues la magnitud del impacto y la velocidad de recuperación de cada una de las filiales fue diferente.

Cementos Argos registró un incremento anual en ventas y en EBITDA de 9,1% y 33,9% a cierre de 2021, lo cual obedece a los mayores volúmenes vendidos en todas las geografías que atiende, producto de la recuperación económica en todos los países y la continuidad de estrategias comerciales enfocadas en el servicio al cliente, como la venta de producto en medios digitales.

Los buenos resultados de la filial de cementos también se deben al ajuste de precios que le permitieron trasladar a toda la cadena de suministro incrementos en los costos asociados a las restricciones de logística global. Un elemento adicional que impulsó el crecimiento del EBITDA es la continuidad en su plan de generación de eficiencias que serán relevantes en el futuro, ante el panorama macroeconómico volátil.

Para los próximos tres años, el desempeño de las ventas estará asociado al buen dinamismo del sector vivienda en algunas geografías y al impulso que los gobiernos locales continuarían dando al segmento de la infraestructura al ser este un sector que dinamiza la economía. Además, prevemos que la compañía podría trasladar en gran medida a la cadena de distribución mayores incrementos en costos.

Celsia, compañía del sector eléctrico, registró un incremento de 16,3% y 10,7% en los ingresos y el EBITDA respectivamente, a cierre de 2021. La buena dinámica financiera responde a la mayor demanda de electricidad que impulsó el segmento de generación en Colombia y en Centroamérica. Estos resultados también se explican por las mejoras operativas de la red de transmisión y distribución de las dos geografías que atiende y que se traduce en un incremento en la remuneración de esta actividad.

Celsia continuaría incrementando su capacidad instalada de generación en energías renovables no convencionales y complementarían su portafolio con la entrada de su planta de generación a gas. También continuaría beneficiándose de los flujos estables y predecibles del negocio de transmisión y distribución, que se incrementarían en la medida en que mantenga su senda de inversión para mejorar la calidad del servicio. Finalmente, la compañía ha incursionado en negocios complementarios como la venta del servicio de internet y de productos y servicios enfocados en eficiencia energética y en el uso de combustibles amigables con el ambiente; no obstante, no prevemos participaciones relevantes en los próximos tres años.

Odinsa reportó un incremento de 25,1% en ingresos y una reducción del EBITDA del 40,7%. Cabe mencionar que el EBITDA incorpora un efecto contable asociado a la desinversión de los activos en República Dominicana. Sin dicho efecto, el EBITDA habría sido cercano a los COP699.000 millones, lo que representaría un crecimiento anual de 76%.

Hacia adelante prevemos un desempeño favorable de Odinsa en la medida en que el tráfico aéreo continúe su senda de recuperación y el vial continúe su senda positiva vinculada al incremento del PIB. En el largo plazo los ingresos de la compañía incrementarían a través de la consolidación de nuevos proyectos en los que actualmente está trabajando. Este crecimiento también provendría de nuevos proyectos para incrementar la competitividad logística del país, como el programa de Quinta Generación de Concesiones (5G), cuyo dinamismo estará vinculado a las directrices del Gobierno que iniciará gestiones en agosto de 2022.

De acuerdo con la información pública el Grupo Gilinski adquirió el 31,5% y 30,8% de la participación de Grupo Suramericana y Grupo Nutresa, accionistas de GA y a la fecha de este reporte estaban pendientes los resultados de una tercera oferta pública de adquisición. En principio no prevemos un impacto directo sobre la operación de Grupo Argos dada la presencia de estas dos organizaciones como accionista del Grupo y como parte del portafolio de inversión. Sin embargo, daremos seguimiento a este aspecto y a los cambios que pudieran darse sobre el calificado.

En diciembre de 2021 Grupo Argos divulgó una serie de estrategias encaminadas a mejorar la rentabilidad de sus accionistas, las cuales aún están en desarrollo. Daremos seguimiento a su implementación y al impacto que esto pueda tener sobre el conglomerado o sobre sus filiales.

IV. LIQUIDEZ

Los resultados favorables en términos de generación operativa de 2021 conllevaron un flujo de efectivo por actividades de operación de COP4.3 billones, cifra superior a los COP2.8 billones observados en 2020 y que fueron suficientes para cubrir sus requerimientos de capex. La mayor dinámica en la ejecución de proyectos de inversión y la amortización de la deuda derivaron en uso de efectivo de COP177.164 millones, pero que fue cubierto con la caja de 2020 que cerró en COP2,7 billones.

Nuestras proyecciones nos permiten anticipar una adecuada generación de flujo de caja operativo (COP3 billones-COP4 billones) que, junto a los recursos adicionales provenientes de desinversiones, serían suficientes para cumplir con el esquema de amortización de deuda planteado por la compañía, con las necesidades de inversión y para pagar dividendos a los accionistas.

El ejercicio de proyección de fuentes sobre usos evidencia una relación de 1.2x y 1.1x para los próximos 12 y 24 meses. Estos resultados reiteran la adecuada capacidad que tendría Grupo Argos para cumplir sus compromisos. De igual manera, este indicador de liquidez muestra un margen de maniobrabilidad para la compañía en un escenario adverso.

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

- El capex total de la compañía. Esto cambia frente la revisión pasada donde solo incluíamos las obras de mantenimiento.
- La incorporación de recursos por COP1.2 billones derivados de la desinversión de Odinsa en República Dominicana y la conformación de la plataforma de inversión denominada vertical de vías.
- El pago de dividendos de acuerdo con las proyecciones de Grupo Argos.

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

- El acceso probado al mercado de capitales y al sector financiero, a través de cupos disponibles por COP2.4 billones de un total asignado de COP8.6 billones.
- La ejecución de su capex de mantenimiento. Esto se aplica especialmente a Cementos Argos y Celsia, cuyos proyectos de expansión tiene cierta flexibilidad en un escenario de estrés.
- La posibilidad de pagar dividendos en acciones.

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 deuda neta/ EBITDA por debajo de 3x durante los próximos tres años.
- Fortalecimiento del crecimiento del grupo en sus tres ejes estratégicos.

Qué podría llevarnos a bajar la calificación

- Retrasos en el desarrollo de los proyectos de infraestructura que impacten significativamente el cumplimiento de las proyecciones de ingresos y EBITDA de las filiales.

- Deterioro del nivel de liquidez de la organización.
- 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 la de Colombia o al cambio en las líneas de negocio que en nuestra opinión represente mayores riesgos para el conglomerado.

VI. EMISOR Y SU ACTIVIDAD

Grupo Argos (GA) es un conglomerado con inversiones estratégicas en el sector de la infraestructura en las siguientes industrias: cemento (Cementos Argos – CA), energía (Celsia) y concesiones viales y aeroportuarias (Odinsa). Además, es socio de un fondo inmobiliario (Pactia), 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 y de alimentos.

Al cierre de 2021, Cementos Argos mantenía una participación en torno al 50% por nivel de EBITDA dentro de Grupo Argos, cifra similar a la observada al año anterior. Ponderamos de forma positiva la participación de Celsia en el EBITDA (30%) de Grupo Argos pues, como mencionamos, esta compañía se beneficia de un flujo estable y predecible proveniente del negocio de transmisión y distribución.

El negocio de concesiones reflejó una recuperación en términos de participación sobre el EBITDA total. Así, a cierre de 2021 reflejó un incremento a niveles del 10% desde el 1% observado el año anterior. Esto se explica por la continuidad en el buen desempeño del tráfico vial y la recuperación observada en el número de pasajeros de la infraestructura aérea.

Además de sus operativas, Grupo Argos recibe ingresos de su negocio inmobiliario y de su portafolio que representaron cerca del 10% del EBITDA. Estas inversiones le brindan mayor nivel de diversificación y mayor disponibilidad de recursos en escenarios de estrés.

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.
- 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.

Las calificaciones de los países más relevantes para la organización se resumen en la siguiente tabla, así como las proyecciones de crecimiento para 2022 y 2023 realizadas por S&P Global Ratings:

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

País	Calificación soberana de largo plazo en moneda extranjera de S&P Global Ratings	Perspectiva	2022 (%)	2023 (%)	Fecha de última revisión
Colombia	BB+	Estable	4,6	3,0	05 May 22
Estados Unidos	AA+	Estable	3,4	2,4	08 Mar 22
Panamá	BBB	Negativa	7,5	5,0	04 Aug 21
Aruba	BBB	Estable	9,9	5,2	22 Mar 22
República Dominicana	BB-	Estable	6,0	5,0	02 Dec 21
Honduras	BB-	Estable	3,5	3,6	26 May 21
Costa Rica	B	Estable	3,6	3,2	17 Mar 22
Ecuador	B-	Estable	3,0	2,0	26 Aug 21

Fuente: S&P Global Ratings

VIII. INFORMACIÓN ADICIONAL

Tipo de calificación	Emisor
Número de acta	2115
Fecha del comité	3 de mayo de 2022
Tipo de revisión	Revisión periódica
Emisor	Grupo Argos S.A.
Miembros del comité	María Carolina Barón
	Fabiola Ortiz
	María Soledad Mosquera

Historia de la calificación

Revisión periódica May./22: AAA
 Revisión periódica May./21: AA+ PP
 Calificación inicial May./14: AAA

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. La información financiera incluida en este reporte se basa en los estados financieros del banco no consolidado.

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](#).

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

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.
