

Reporte de calificación

BONOS ORDINARIOS CELSIA S.A. POR COP800.000 MILLONES

Comité Técnico: 28 de mayo de 2020
Acta número: 1742

Contactos:
Ana María Carrillo Cárdenas
ana.carrillo@spglobal.com
María Carolina Barón Buitrago
maria.baron@spglobal.com

BONOS ORDINARIOS CELSIA S.A.

CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS

Títulos	Bonos Ordinarios Celsia S.A.		
Emisor	Celsia S.A.		
Monto calificado	COP 800.000 millones		
Monto colocado	COP 800.000 millones		
Fecha de emisión y colocación	11 de diciembre de 2013		
Serie	D6	D12	D20
Plazo (años)	6	12	20
Monto (millones de COP)	263.650	240.650	212.080
Tasa	IPC+ 4,3% E.A.	IPC+ 5% E.A.	IPC + 5,33% E.A.
Vencimiento	2019	2025	2033
Pago de intereses	Trimestral vencido		
Pago de capital	Al vencimiento		
Garantías y prelación	Los bonos no tienen el respaldo de 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 y líder colocador	Banca de Inversión Bancolombia S.A.		
Agentes colocadores	Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa, Corredores Asociados S.A. Comisionista de Bolsa y BTG Pactual S.A. Comisionista de Bolsa.		

Resumen

- Confirmamos la calificación de 'AA+' y retiramos la perspectiva positiva de los Bonos Ordinarios Celsia.
- En nuestra opinión, Celsia mantiene una fuerte capacidad de pago. No obstante, el retiro de la perspectiva positiva se fundamenta en la incertidumbre existente sobre los efectos que pueda tener la pandemia COVID-19 y las medidas implementadas para su contención, en el sector eléctrico y, consecuentemente, en la compañía. Este efecto provendría de una mayor caída en la demanda de energía, o problemas estructurales en la capacidad de pago de los usuarios.
- La calificación considera las ventajas competitivas de Celsia, por participar en una industria más resiliente en épocas de desaceleración económica, por ser un jugador relevante en los segmentos que atiende y por participar en negocios con flujos estables y predecibles como el de distribución.
- De igual forma, la calificación incorpora los buenos resultados financieros de la compañía y que se mantendrían bajo nuestro escenario de proyección actual. Considerando nuestro supuesto de una caída en la demanda de energía de 10% para 2020, Celsia mantendría niveles de apalancamiento de 2,8x (veces) a 3,1x para los siguientes tres años y una liquidez (medida como fuentes sobre usos), promedio de 1,2x, elementos que incorporamos para confirmar la calificación.

Acción de Calificación

Bogotá, 28 de mayo de 2020.- El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión periódica confirmó la calificación de 'AA+' y retiró la perspectiva positiva de los Bonos Celsia S.A

Fundamentos de la calificación:

La calificación de Celsia considera la fuerte posición de negocio que esperamos se mantenga en el mediano y largo plazo bajo las actuales condiciones de operación. La entidad cuenta con una participación relevante en la industria energética, manteniendo el cuarto puesto, por tamaño, como distribuidor en Colombia y como generador en Panamá; cerca de 50% de su EBITDA es estable y predecible debido a su participación en el segmento de distribución y mantiene políticas operativas y comerciales que buscan mitigar su exposición a riesgos de mercado en el negocio de generación.

De igual manera, la calificación de Celsia considera los resultados financieros adecuados que ha mantenido la empresa. Así, el nivel de apalancamiento (medido como deuda neta a EBITDA) fue de 2,7x al cierre de 2019, en línea con nuestras expectativas. Como lo presentaremos más adelante, para el periodo 2020-2022, este indicador sería de 2,8x-3,1x, el cual estaría por encima de nuestras proyecciones anteriores (2,5x a 3x), pero que en nuestra opinión representa un riesgo marginal dadas las condiciones operativas y financieras de Celsia.

Los factores mencionados previamente evidencian una fuerte capacidad de Celsia para cumplir con sus obligaciones futuras, bajo las actuales condiciones de operación. No obstante, consideramos que la pandemia COVID-19 y las medidas para su contención, podría impactar la dinámica del sector eléctrico y, por ende, los resultados financieros de Celsia en términos de apalancamiento y liquidez. Este impacto provendría de dos fuentes:

- La caída en los ingresos producto de una profundización de la menor demanda del sector industrial, que para el caso de Celsia representaría cerca de 30% de la energía que comercializa. Este aspecto estaría mitigado parcialmente, por mayores ingresos de generación por las ventas en bolsa y un mayor consumo de energía en sus clientes del mercado regulado.
- Los mayores requerimientos de capital de trabajo, que en el corto plazo provendrían de la extensión de los alivios para el pago de los servicios públicos del sector residencial, y en mediano y largo plazo de un deterioro estructural de la capacidad de pago de los usuarios en caso de que la economía se desacelere más de lo esperado.

Consideramos que el sector y Celsia cuentan con elementos que mitigan parcialmente los riesgos mencionados previamente, tales como el pago anticipado de subsidios, las facilidades crediticias a través de Fidenter, y de manera particular el acceso de la compañía al sector financiero y al mercado de capitales. No obstante, aún estamos en una etapa prematura de la pandemia y no es posible establecer la magnitud del efecto que ésta tenga sobre el sector y sobre la compañía. Daremos seguimiento a los resultados trimestrales de Celsia, con el fin de establecer cambios potenciales que esta coyuntura pueda generar sobre nuestras expectativas de liquidez y apalancamiento.

En diciembre de 2019, Celsia constituyó junto con *Cubico Sustainable Investments*, la sociedad Caoba Inversiones S.A.S por medio de la cual espera profundizar su estrategia de expansión de activos de transmisión de energía. Aunque con la constitución de Caoba, reduciría el EBITDA en los resultados de Celsia, pues ésta entregó parte de sus activos de transmisión de energía como aporte a la nueva sociedad, consideramos que le brinda mayor capacidad financiera para ejecutar su plan de expansión y optimizar la asignación de recursos para el crecimiento de mediano y largo plazo, así como la estructura de capital de acuerdo con la duración y característica de sus activos. Además, los aportes de Cubico y el carácter predecible y estable de los ingresos de distribución nos permite esperar que en efecto Celsia no compromete recursos para el pago de las obligaciones de este vehículo.

Celsia definió un plan de inversiones de \$4,7 billones de pesos colombianos (COP) para el periodo 2020 – 2022, que es superior en COP2.7 billones al que se anunció el año anterior para este periodo. Dicho plan estaría enfocado en las obras de la resolución de la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG) 015 para el segmento de distribución y aquellas asociadas con la expansión en energías renovables no convencionales (eólicas y solares), impulsada por la adjudicación de contratos de venta de energía a largo plazo.

Consideramos que el plan de inversiones es ambicioso, en la medida en que representaría cerca de 1x el EBITDA anual proyectado. No obstante, la compañía podría aplazar algunas de estas inversiones en caso de una situación de estrés. De manera adicional, algunos de estos proyectos cuentan con fuentes externas de financiación; este es el caso de los activos de energía solar y de Caoba, los cuales estarían financiados en un 50% por los aportes de los socios con los que Celsia constituyó sus alianzas de inversión, y de la deuda que contraten dichos vehículos para su crecimiento.

A cierre de 2019 el EBITDA de la compañía creció 11%, cifra equivalente a COP1.26 billones, el cual está en línea con nuestras proyecciones. Este resultado se explica por un aumento de 27% en sus ingresos, debido a la entrada en operación de los activos de distribución y comercialización del Tolima, mayores precios del mercado mayorista y por la entrada en aplicación de la resolución CREG 015 por COP47.800 millones. Esto se tradujo en un margen EBITDA de 34%, cifra ligeramente superior a la de 33% de 2018, pero inferior a nuestras proyecciones de 38%. Cabe mencionar que esta diferencia se explica por las mayores compras de energía en bolsa en Panamá, por condiciones de hidrología seca, por un incremento en los gastos de provisiones y algunos gastos extraordinarios de las transacciones realizadas el año anterior.

Los resultados del EBITDA y el menor incremento de la deuda (9%), favorecieron la relación deuda neta/EBITDA que a cierre de 2019 fue de 2,71x y que es similar al del año inmediatamente anterior. Bajo nuestro actual escenario de proyección, cuyos supuestos se presentan a continuación, el apalancamiento de Celsia se mantendría entre 2,8x y 3,1x. Estas proyecciones son superiores a las del año anterior (2,5x a 3x), debido a los siguientes factores:

- La reducción de nuestras expectativas de generación de EBITDA, debido a la entrega de los activos de T&D de Celsia a Caoba.
- El incremento en la deuda proyectada para financiar el plan de inversiones de la compañía.
- La caída en los ingresos de 5% esperada en 2020, producto de una expectativa de reducción de 10% de la demanda de energía de este año. Este aspecto estaría parcialmente compensado por las ventas en bolsa, cuyo precio en 2020 ha sido superior al observado en 2019.

A pesar del incremento esperado en el apalancamiento, consideramos que este nivel es consistente con la fuerte capacidad de pago de Celsia. No obstante, como mencionamos previamente, la incertidumbre generada por la duración de la pandemia y su impacto sobre las finanzas de la compañía, nos lleva a confirmar la calificación y retirar la perspectiva positiva.

Supuestos:

- Ingresos: En 2020 asumimos una caída en la demanda de 10%, lo que conlleva una reducción de 5% en ingresos; en 2021 y 2022 asumimos una recuperación de la demanda y un crecimiento de los ingresos promedio de 6,95%, y por la entrada de los proyectos de generación térmica y de energías renovables no convencionales y las mejoras en los indicadores de calidad del negocio de distribución.
- Costos y gastos: Para 2020 asumimos una reducción cercana al 20%, por los planes de eficiencia de Celsia para contrarrestar los efectos de la pandemia de COVID -19, para los siguientes años mantenemos la participación histórica sobre los ingresos.

La operación de Celsia presenta indicadores adecuados. Para el caso del Valle del Cauca el indicador de

duración promedio de las interrupciones percibidas por el usuario (SAIDI, por sus siglas en inglés para *System Average Interruption Index*) y el indicador de cantidad de veces promedio que se presenta una interrupción para el usuario (SAIFI, por sus siglas en inglés para *System Average Interruption Frequency Index*) fueron, respectivamente, de 10,2 horas y 7,85 veces a cierre de 2019, que son inferiores a las 11,71 horas y 17,55 veces del año anterior. En el caso del Tolima, los indicadores se mantuvieron relativamente estables entre 2018 y 2019 pues durante el último año debieron suspender el servicio por temas de ola invernal y para ejecutar obras de la resolución CREG 015, las cuales no se descuentan de los indicadores de las compañías. Un resultado destacable tiene relación con la reducción en cerca de cuatro puntos porcentuales en las pérdidas de energía, producto de las gestiones que está realizando la empresa.

Liquidez

Los resultados operativos favorables de Celsia y sus niveles adecuados de recaudo se tradujeron en un nivel de generación operativa de COP1.08 billones al cierre de 2019. Bajo las condiciones actuales de operación, esperamos en los siguientes tres años este valor se mantenga en niveles de COP900.000 millones y COP1.2 billones.

El indicador de fuentes y usos proyectado, cuyos supuestos se presentan a continuación, sería en promedio de 1,2x para 2020 y 2021. Aunque este valor refleja los niveles de liquidez adecuados que mantendría la compañía, la coyuntura actual podría deteriorar los niveles de generación operativa y presionar su flujo de caja disponible. Por otra parte, la compañía ejecutaría inversiones por COP2.7 billones; aunque Celsia cuenta con cierta flexibilidad para su ejecución, cerca de 40% de las mismas corresponden a inversiones regulatorias de la resolución CREG 015, y a proyectos que ya están en curso.

Supuestos:

- Los supuestos de generación operativa presentados previamente.
- El plan de inversiones de 2020 y 2021 excluye todo lo relacionado con nuevos negocios.
- La deuda incluida corresponde a la que ya fue emitida en el primer trimestre del año.
- El pago de dividendos se daría de acuerdo con el esquema previsto por la compañía.

Celsia cuenta con acceso probado al sector financiero y al mercado de capitales. Así, la compañía emitió bonos por COP200.000 millones en abril de 2020 con un *bid to cover* de 3,6x. Además, tiene cierta flexibilidad de pago de dividendos para su accionista principal, Grupo Argos.

Oportunidades y amenazas

Qué puede llevarnos a subir la calificación

BRC identificó las siguientes oportunidades que podrían mejorar la calificación actual:

- Niveles de apalancamiento de 3x. Adicionalmente, la continuidad de una política de endeudamiento prudente y la generación de EBITDA de acuerdo con nuestras expectativas, lo cual garantice la sostenibilidad de este indicador en el mediano plazo.
- La consolidación de su senda de crecimiento en términos de rentabilidad, que en el mediano plazo se traduciría en un margen de 35%-40%.
- Indicador de liquidez proyectado de fuentes sobre usos superior a 1,1x.

Qué podría llevarnos a bajar la calificación

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

- El deterioro de los indicadores de apalancamiento de la compañía de forma que su relación deuda neta/ EBITDA sea superior a 4x en forma sostenida durante los próximos cuatro años.

- Cambios en nuestra opinión sobre la importancia estratégica que Celsia tiene para Grupo Argos, lo que, pudiera derivar en un menor apoyo en términos estratégicos y/o un bajo respaldo operativo y financiero en una situación de estrés.
- Modificaciones en la política de contratación de energía que le generen una exposición al riesgo climático.
- Deterioros en el nivel de liquidez de la compañía.
- Reducción del grado de diversificación por geografías, medido por nivel de EBITDA, logrado por la compañía con adquisición de los activos de Centroamérica.

Emisor y su actividad

Celsia S.A. es la filial de Grupo Argos que administra su negocio energético. Su objeto social es la prestación de los servicios públicos de generación, transmisión, distribución y comercialización de energía eléctrica y la comercialización de gas.

La compañía participa en el sector eléctrico de Colombia, Panamá, Costa Rica y Honduras. Mientras que en el mercado colombiano participa en las cuatro actividades de la cadena de suministro energético, en Centroamérica participa en el negocio de generación. Su incursión en este último mercado le permitió diversificarse geográficamente y por tipo de tecnología, pues su portafolio incluye activos hídricos, térmicos, eólicos y solares.

Industria

Colombia:

Generación:

- Esta actividad se desarrolla en libre competencia; sin embargo, la concentración de los jugadores lo asemeja más a una estructura oligopólica. Cerca de 70% de la capacidad instalada del sistema eléctrico colombiano está concentrada en centrales hídricas debido a la abundancia de este recurso y la capacidad adicional, principalmente, en activos térmicos.
- Las oportunidades de crecimiento inorgánico a través de inversiones en activos existentes (*brownfield*) son limitadas y las inversiones en activos nuevos (*greenfield*) son costosas, deben programarse con anticipación y requieren varios años y permisos para ser completadas.
- Los ingresos de las empresas vienen de varias fuentes: transacciones en bolsa, contratos de largo plazo, las subastas de contratos de largo plazo de energías renovables y aquellas asociadas con expansión (cargo por confiabilidad). Mientras que las dos primeras fuentes dependen de fuerzas de mercado, la tercera y la cuartas son predecibles y estables.

Transmisión:

- Esta actividad tiene una condición monopólica.
- Esta actividad no asume ningún riesgo de mercado pues la remuneración no depende de la cantidad de energía transportada a través de las redes, sino de la calidad de los activos.

Distribución:

- La actividad de distribución cuenta con varios participantes regionales y tiene condiciones de monopolio natural regulado.

- Las posibilidades de expansión en la cobertura del operador de red se van dando de acuerdo con el crecimiento poblacional.
- En 2018 la Comisión de Regulación de Energía y Gas emitió la resolución CREG 015, mediante la cual modifica la remuneración de la actividad de distribución. Los ingresos de esta actividad dependerán de las inversiones que las empresas realicen cada año, esto con base en el cumplimiento de su plan de pérdidas y de calidad del servicio.

Comercialización:

- La actividad de comercialización es de libre competencia y permite trasladar los costos al usuario final. En Colombia participan cerca de 70 compañías; no obstante, este mercado se comporta como un oligopolio, pues existen jugadores con alta participación. La regulación actual impide a cualquier agente tener una participación superior a 25% en esta actividad.

Centroamérica:

Panamá tiene una estructura de libre competencia. Su matriz de tecnologías está más balanceada con una participación del 51% de centrales hidroeléctricas y 40% de térmicas, por lo cual tiene mayor dependencia de los combustibles. El crecimiento de la demanda de energía de este país es mayor al de Colombia y el Gobierno está interesado en incorporar más proyectos de generación con tecnologías renovables no convencionales.

El mercado de Costa Rica tiene un mayor nivel de intervención por parte del Estado a través del Instituto Costarricense de Electricidad (ICE), el cual controla la mayoría de los segmentos de la cadena productiva. Al igual que en Panamá, durante la última década el Gobierno ha emitido varias convocatorias para estimular la inversión privada en energías renovables pues el objetivo es que sean la fuente principal del suministro eléctrico del país.

Finalmente, Celsia incursionó en el mercado eléctrico de Honduras a través de la construcción de granjas solares que están dedicados al sector industrial.

La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con la oportunidad suficiente por la disponibilidad de la entidad calificada y la entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos y de acuerdo con los requerimientos de BRC Investor Services S. A. SCV.

La información financiera incluida en este reporte está basada en los estados financieros auditados de los últimos tres años BRC Investor Services S.A. SCV no realiza funciones de auditoría, por tanto, la administración de la entidad asume entera responsabilidad sobre la integridad y veracidad de toda la información entregada y que ha servido de base para la elaboración del presente informe. Por otra parte, la calificadora revisó la información pública disponible y la comparó con la información entregada por la entidad calificada / el emisor calificado.

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

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

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

III. MIEMBROS DEL COMITÉ TÉCNICO

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