

Reporte de calificación

BONOS ORDINARIOS CELSIA S.A. ESP

Comité Técnico: 7 de junio de 2018
Acta número: 1362

Contactos:
Ana María Carrillo Cárdenas
ana.carrillo@spglobal.com

BONOS ORDINARIOS CELSIA S.A. ESP

Resumen

- Confirmamos la calificación de 'AA+' de los Bonos Ordinarios Celsia S.A. ESP
- La calificación incorpora los adecuados resultados financieros de la compañía reflejados en una relación de apalancamiento, medido como deuda neta a EBITDA, de 3,3 veces (x) a cierre de 2017, inferior al 4,26x promedio anual de 2015 y de 2016. Entre 2018 y 2020 esperamos que se ubique en un rango de 2x a 2,5x, producto de un aumento promedio anual del 8% en el EBITDA y por una reducción del apalancamiento en tasas promedio de 2,2%.
- Uno de los principales usos de liquidez para los próximos tres años, será el plan de inversiones de Celsia, por un valor cercano a los \$1.8 billones de pesos colombianos (COP). En nuestra opinión, la ejecución de este plan no representaría presiones de caja, dadas nuestras expectativas favorables de generación de EBITDA, y por el fácil acceso que tiene la compañía a la banca privada y al mercado de capitales.

Acción de Calificación

Bogotá, 7 de junio de 2018.- El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión periódica confirmó la calificación de 'AA+' de deuda de largo plazo a los Bonos Ordinarios Celsia S.A. ESP

Fundamentos de la calificación:

Entre 2017 y lo corrido de 2018, Celsia registró avances importantes en su plan estratégico. Por una parte, mejoró su perfil de endeudamiento a través de iniciativas que incorporaron el mercado de capitales colombiano y panameño. Adicionalmente, avanzó en la construcción y puesta en marcha de sus proyectos de distribución a través del Plan5Caribe y de generación con tecnologías renovables. Finalmente, la compañía consolidó su participación de 61,3% en la Empresa de Energía del Pacífico S.A. ESP (EPSA), a través de una oferta pública de adquisición (OPA) por COP737.994 millones.

En términos de apalancamiento, a cierre de 2017 la relación deuda neta /EBITDA fue de 3,3x, cifra inferior a la de 4,48x reportado entre 2015 y 2016. Este resultado está explicado por el incremento del 8,9% de su EBITDA, y por la reducción del 3,14% de su endeudamiento financiero, que a cierre de 2017 era de COP3.9 billones¹.

El aumento del EBITDA se tradujo en un margen de rentabilidad histórico de 36,32%, explicado por la reducción de los costos asociados a la energía y de combustibles, producto de la mayor generación hídrica en Colombia y las medidas de eficiencia implementadas por Celsia. El buen desempeño de los ingresos en los segmentos de distribución y comercialización y por las ventas de gas también favorecieron la rentabilidad.

Para los próximos tres años esperamos que el margen EBITDA se ubique en un promedio de 39,6%, que es superior al observado entre 2016 y 2017 (31,75%) y que, como se muestra en los supuestos, es consistente con las mejores condiciones de operación de Celsia, la incursión en negocios más rentables y una gestión más eficiente de los costos y gastos operativos.

Nuestros supuestos son los siguientes:

¹ Este último indicador incluye los intereses por pagar y la deuda subordinada con el Banco Nacional de Panamá; estas obligaciones están registradas en el balance general auditado de la compañía como un pasivo financiero

- Un aumento promedio anual de los ingresos de 6,1%, impulsado por la entrada en operación de nuevos proyectos del Plan5Caribe, la entrada en operación de una pequeña central hidroeléctrica (PCH) y de los nuevos negocios. Igualmente, estos supuestos asumen condiciones de generación media tanto en Colombia como en Centroamérica y una recuperación en los precios de bolsa de Colombia.
- Las eficiencias operativas que lograría Celsia en los costos de generación térmica (por menor valor en los combustibles), y por la entrada en operación de otros proyectos de eficiencia que está implementando actualmente.

Consideramos que la modificación que realizó la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG) al precio de escasez es un aspecto favorable para la operación de Celsia. Esto, sumado a los cambios que hizo la compañía en su política de contratación, garantiza que aún en condiciones de baja hidrología, como las reportadas en 2015 y 2016, la compañía podría generar la energía requerida por el sistema sin exponer su operación o su capacidad financiera.

Además de los resultados favorables de generación propia, Celsia mejoró su perfil de endeudamiento: En febrero de 2018 pagó, de manera anticipada, deudas por un valor de COP718.887 millones, recursos que provinieron de la emisión de acciones por COP1.48 billones. Además, en diciembre de 2017, compañía filial de Celsia, emitió bonos por US\$320 millones de dólares Alternegy (calificación 'A-' por BRC) en el mercado panameño cuyos recursos se destinaron al pago de obligaciones de corto plazo que presionaban la liquidez de la compañía.

De acuerdo con nuestras estimaciones, la relación deuda neta/EBITDA se ubicaría entre 2x y 2,5x en los próximos tres años, lo que tiene en cuenta nuestras expectativas en términos de generación de EBITDA y el esquema de amortización presentado por Celsia. Aunque estos resultados son consistentes con los de compañías de calificación superior, su nivel de riesgo está limitado por el de Grupo Argos (calificación 'AA+'). De manera adicional, estas proyecciones suponen una estabilización de la deuda y de las inversiones de la empresa en el mediano plazo, aspecto que podría cambiar en la medida en que esta encuentre nuevas oportunidades que le generen mayor valor.

En los últimos dos años, Celsia se ha enfocado en desarrollar proyectos que tienen un rápido periodo de recuperación de la inversión y niveles de rentabilidad superior al del negocio de generación tradicional. Decidió profundizar su participación en el negocio de distribución, a través del Plan5Caribe, que es un programa que busca mejorar la prestación del servicio de energía eléctrica en la costa norte colombiana.

En términos del avance del Plan5Caribe, a cierre de 2017 la compañía ya había culminado dos de los siete proyectos que le fueron asignados y espera finalizar todas las obras en 2019. Las características propias de este negocio le permitirán a la empresa tener un flujo de ingresos estables y predecibles en los próximos 25 años, contados a partir de la entrega del proyecto.

De manera adicional, Celsia está llevando a cabo proyectos relacionados con generación de energía renovable. Por una parte, está construyendo una pequeña central hidroeléctrica (PCH), y está llevando a cabo proyectos de energía renovable no convencional (paneles solares, distritos térmicos, sistemas solares fotovoltaicos), en diferentes zonas del país. A través de estos proyectos Celsia podría incrementar y diversificar su portafolio de generación y, en un mediano plazo, mejorar sus márgenes de rentabilidad.

Como parte de su plan estratégico, la compañía incrementó su participación a 61,3% en EPSA, a través de una OPA por COP737.994 millones, con recursos provenientes de la emisión de acciones por COP1.48 billones. Esta decisión permitirá gestionar de manera más eficientes los recursos asignados a cada una de sus filiales.

Consideramos que Grupo Argos, accionista mayoritario de Celsia, respaldaría a la compañía ante una situación de estrés operacional o financiero pues clasifica al negocio de energía como una de sus inversiones estratégicas. Este apoyo se evidencia en la participación activa del grupo en las decisiones de carácter estratégico de la compañía y en el seguimiento permanente que realiza a su desempeño financiero y operacional.

Liquidez

La compañía ha mantenido niveles de liquidez adecuados para soportar su operación, lo que se refleja en un flujo de caja operativo positivo de COP500.638 millones, promedio anual, entre 2016 y 2017. Los favorables resultados en materia de operación permitieron que Celsia ejecutara un capex de COP599.731 millones, a cierre de 2017, y mantuviera un flujo de caja libre (FCL) positivo de COP84.017 millones. Para los próximos tres años esperamos que la compañía mantenga un FCL similar al de 2017 teniendo en cuenta el monto de inversión proyectado.

Nuestro ejercicio de proyección de fuentes sobre usos para los próximos 12 a 24 meses, dio como resultado una relación de 1x para 2018 y de 1,24x para 2019, que muestra la capacidad que tendría la empresa para cumplir con sus compromisos financieros y de operación.

De manera adicional, consideramos que Celsia cuenta con mecanismos adicionales que le permitirían solventar posibles presiones de liquidez, como lo son el acceso a la banca privada y al mercado de capitales tanto colombiano como centroamericano y la flexibilidad que le brindaría el Grupo Argos en el pago de dividendos.

Los siguientes son los supuestos de nuestro ejercicio de liquidez:

- Los supuestos de generación operativa presentado previamente.
- El CAPEX de 2018 y de 2019 corresponde a trabajos de mantenimiento de los activos actuales.
- Para este ejercicio particular no incluimos ninguna deuda adicional.
- El pago de dividendos se daría de acuerdo con el esquema previsto por la compañía.

Oportunidades y amenazas

Qué puede llevarnos a subir la calificación

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

- El alza en la calificación de Grupo Argos.

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, de manera sostenida, durante los próximos cuatro años.
- Cambios en la importancia estratégica que Celsia tiene para Grupo Argos que impliquen una reducción del apoyo que esperamos por parte de este.
- Modificaciones en la política de contratación de la compañía que le generen una exposición al riesgo climático
- El deterioro en el nivel de liquidez de la compañía.
- La reducción del grado de diversificación por geografías y monedas logrado por la compañía con adquisición de los activos de Centroamérica.

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 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 (2015-2017)

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