

# Reporte de calificación

---

## BONOS ORDINARIOS CELSIA S.A. E.S.P. POR COP800.000 MILLONES

**Comité Técnico:** 31 de mayo de 2019  
**Acta número:** 1553

**Contactos:**  
**Ana María Carrillo Cárdenas**  
[ana.carrillo@spglobal.com](mailto:ana.carrillo@spglobal.com)  
**Edgar Mauricio Robles Cifuentes**  
[edgar.robles@spglobal.com](mailto:edgar.robles@spglobal.com)

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

## Resumen

- Confirmamos la calificación 'AA+' y asignamos perspectiva positiva a los Bonos Ordinarios Celsia.
- La perspectiva considera el desempeño favorable de la rentabilidad y apalancamiento de la compañía en los últimos dos años, producto de la implementación clara y consistente de su plan estratégico.
- La materialización de la perspectiva dependerá del cumplimiento de los hitos que definió la compañía para lograr márgenes EBITDA cercanos a 40% e indicadores de apalancamiento inferiores a 2,5x (veces), en el mediano plazo, lo que incluye, la consolidación de la operación de los activos de distribución y el negocio de comercialización del servicio de energía eléctrica en el departamento del Tolima, y la recomposición de su estructura de capital a través de las iniciativas planteadas por Celsia.

### CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS

Títulos	Bonos Ordinarios Celsia S.A. E.S.P.		
Emisor	Celsia S.A. E.S.P.		
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.		

## **Acción de Calificación**

Bogotá 31 de mayo de 2019.- El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión periódica confirmó la calificación 'AA+' y asignó perspectiva positiva a los Bonos Ordinarios Celsia S.A. ESP por COP800.000 millones

Una perspectiva evalúa un cambio potencial de la calificación en el largo plazo e incorpora tendencias o riesgos con implicaciones menos ciertas sobre el desempeño del Calificado. La perspectiva positiva indica que la calificación puede subir o mantenerse en un periodo de uno a dos años.

## **Fundamentos de la calificación:**

La asignación de la perspectiva positiva se fundamenta en los mejores resultados de la compañía en los últimos años en términos de apalancamiento y rentabilidad, y que proyectamos que en el mediano plazo sean similares a los de compañías calificadas en la escala superior. A cierre de 2018 el apalancamiento (medido como deuda neta/EBITDA) fue de 2,73x, el menor nivel que ha reportado Celsia en los últimos cinco años, y el margen de rentabilidad promedio entre 2017 y 2018 fue de 34,73% cifra considerablemente superior a la de 22,85% de los dos años anteriores.

Los resultados presentados son producto de la consolidación de la estrategia de Celsia, que incluye las siguientes acciones:

- Mayor participación en el negocio de distribución de energía que tiene una baja exposición a riesgos de mercado y sus flujos de caja son más estables y predecibles, en comparación con el negocio de generación.
- Inversión en proyectos con generación de EBITDA en el corto plazo, rápida recuperación del capital invertido y crecimiento con rentabilidad.
- Gestión más eficiente de su portafolio de generación.

Dando continuidad a su estrategia, durante 2018 y 2019 Celsia implementó las siguientes acciones que robustecerán su posición de negocio y favorecerán sus márgenes de rentabilidad:

- La venta de los activos de generación hidráulica de Celsia a EPSA. De esta forma, el grupo consolida una plataforma de operación y crecimiento para Colombia que, entre otros temas, busca gestionar su portafolio de generación de manera más eficiente.
- La compra a Enertolima de los activos de distribución, y el negocio de comercialización del servicio de energía eléctrica en el departamento de Tolima por un valor de \$1,68 billones de pesos colombianos (COP). Esta adquisición fortalece la posición de negocio de Celsia, al consolidarse como la cuarta distribuidora del país. Adicionalmente, esta operación está encaminada a generar flujos de caja más estables y predecibles a futuro.

La compra de los activos de distribución y comercialización incrementa la relación deuda/EBITDA a niveles de 4x; no obstante, Celsia definió un plan de desapalancamiento para los siguientes dos años, que incluye la incorporación de los nuevos activos de distribución y la recomposición de su estructura de capital, a través de iniciativas que incluye aportes de capital por parte de los socios de EPSA y un plan de optimización de los activos existentes. El cumplimiento de estos hitos será relevante en la materialización de la perspectiva positiva.

La calificación también considera el respaldo que recibe de su principal accionista Grupo Argos (GA, calificado AA+, [ver documento aquí](#) ) y que se evidencia en el acompañamiento permanente que hace a su plan estratégico, lo que le ha permitido a Celsia consolidarse como el vehículo de inversión del sector

energético de GA, con una posición de negocio y financiera independiente a la de sus demás filiales.

De manera adicional, consideramos que Celsia mantiene un rol relevante dentro de la estrategia de GA, por lo que, en un evento de estrés de la compañía, esperamos que su matriz le brinde apoyo, como lo hemos evidenciado en años anteriores.

Una de las ventajas competitivas que tiene Celsia es que el negocio de distribución que realiza EPSA, se compara de manera favorable frente a la industria en sus indicadores de tiempo total promedio de Interrupción por usuario en un periodo determinado (SAIDI, por sus siglas en inglés para *System Average Interruption Duration Index*) y de frecuencia media de interrupción por usuario en un periodo determinado (SAIFI por sus siglas en inglés para *System Average Interruption Frequency Index*). Hacia adelante, el principal reto que tendrá Celsia será lograr estos mismos estándares en los activos de distribución y comercialización del Departamento del Tolima.

Celsia mantiene una diversificación por geografía y por tipo de tecnología en su portafolio de generación, lo que es posible a través de su portafolio en Centroamérica, en donde ocupa una posición de negocio relevante. Este portafolio representó cerca del 20% de su EBITDA a 2018, porcentaje sobre el que no esperamos cambios importantes.

### Liquidez

Los ajustes operativos de la compañía le han permitido mejorar sus niveles de liquidez. En línea con esto, Celsia ha mantenido un flujo de caja operativo positivo de COP664.033 millones, promedio anual, entre 2016 y 2018. Al analizar la liquidez de los próximos dos años, a través del indicador de fuentes sobre usos, Celsia muestra un mejor desempeño; de esta forma mientras que en el año anterior estimábamos un indicador de 1x, para la presente revisión esta cifra se incrementa a 1,22x.

Además, 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.

### Oportunidades y amenazas

#### Qué puede llevarnos a subir la calificación

- El cumplimiento de los hitos que definió la compañía para reducir su apalancamiento a niveles de 2,5x.
- 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 40%.
- La consolidación de las expectativas operativas y financieras, planteadas por Celsia, del negocio de distribución y de comercialización de energía en el Departamento del Tolima.

#### Qué podría llevarnos a bajar la calificación

- 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. ESP es la filial de Grupo Argos (ver Gráfico 1), creada para administrar su negocio energético. Su objeto social es la prestación de los servicios públicos de generación, transmisión, distribución y comercialización de energía eléctrica y, ocasionalmente, la venta de gas.

**Gráfico 1**  
Estructura corporativa



<sup>1</sup> Participación directa e indirecta en EPSA

<sup>2</sup> Participación directa e indirecta en Cetsa

Fuente: Celsia

La compañía participa en el sector eléctrico colombiano, panameño y costarricense. 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

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

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 *brownfield* son limitadas y las inversiones *greenfield* son costosas, deben programarse con anticipación y requieren varios años y permisos para ser completadas.
- Los ingresos de las empresas vienen de tres fuentes: transacciones en bolsa, contratos de largo plazo y subastas de expansión (cargo por confiabilidad). Mientras que las dos primeras fuentes dependen de fuerzas de mercado, la tercera es predecible y estable, pues es una remuneración fija que se paga al generador con el compromiso de entregar energía en condiciones de baja hidrología.

### 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 015, mediante la cual modifica la remuneración de la actividad de distribución. A partir del segundo semestre de 2019, 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 actual regulación impide a cualquier agente tener una participación superior al 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 existe interés por parte del Gobierno de incorporar en mayor medida 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.

*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.*

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

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.*

*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](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](#).*

### 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](http://www.brc.com.co)*