

## Reporte de calificación

---

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

**Comité Técnico:** 25 de mayo de 2021  
**Acta número:** 1921

**Contactos:**

**Ana María Carrillo Cárdenas**  
[ana.carrillo@spglobal.com](mailto:ana.carrillo@spglobal.com)  
**María Carolina Barón Buitrago**  
[maria.baron@spglobal.com](mailto: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+ de los Bonos Ordinarios Celsia.
- La confirmación de la calificación considera los resultados adecuados de Celsia aún bajo escenarios adversos como el de 2020. Esto, producto de la naturaleza resiliente de la industria energética y de la capacidad de la compañía para adaptar su operación a las condiciones económicas desfavorables.
- Para los próximos años prevemos márgenes de rentabilidad en torno al 35% e indicadores de apalancamiento (medido como deuda neta a EBITDA), cercanos a los 3x (veces) a 3,2x, los cuales son consistentes con la calificación asignada y que reflejan la fuerte capacidad de pago que mantendría la compañía.
- La actual crisis social del país plantea un escenario de incertidumbre para las empresas. Daremos seguimiento al efecto que esto pueda tener sobre Celsia y que pueda afectar de forma estructural nuestras proyecciones de mediano y largo plazo.

## Acción de Calificación

Bogotá 25 de mayo de 2021.- El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión periódica confirmó la calificación de AA+ de los Bonos Ordinarios Celsia S.A. ESP por COP800.000 millones

### Fundamentos de la calificación:

La confirmación de la calificación considera los resultados adecuados de Celsia aún bajo escenarios adversos como el de 2020, lo que se evidencia en una reducción marginal del 2% del EBITDA y un nivel de apalancamiento (medido como deuda neta/EBITDA) de 2,8x, cifra similar al reportado en 2019. Estos resultados se fundamentan en la naturaleza resiliente de los segmentos de distribución y transmisión de energía y en la capacidad de la compañía para generar eficiencias operativas y ajustar su operación a condiciones económicas desfavorables.

La crisis social evidenciada en Colombia durante las últimas semanas plantea un escenario de incertidumbre sobre la dinámica económica del país y el desempeño de las empresas. Para el caso de Celsia hasta el momento no hemos identificado alguna situación que afecte de forma importante su operación y que, consecuentemente, modifique nuestras proyecciones financieras para los próximos tres años. Daremos seguimiento cercano a los efectos de esta crisis y al impacto que esto pudiera tener sobre nuestra opinión de la capacidad de pago de la compañía.

Para el periodo 2021-2023 proyectamos que el apalancamiento de Celsia estará en un rango de 3x a 3,2x, el cual estaría en línea con la calificación asignada. Estas proyecciones se respaldan en niveles de EBITDA de COP1,3 billones y una deuda promedio anual de \$4,4 billones de pesos colombianos (COP). Nuestros pronósticos de apalancamiento son ligeramente superiores a las de la revisión pasada, donde estimábamos un máximo de 3,1x; esto corresponde, principalmente, a una proyección de recuperación de la demanda más lenta en Colombia y Panamá, por una mayor venta de energía a través de contratos de largo plazo (menores precios frente al mercado spot), y un incremento en las compras propias del comercializador.

Nuestras proyecciones son las siguientes:

- Ingresos: Para 2021 y 2022 prevemos un incremento promedio de los ingresos del 6%, que se derivarían del mejor desempeño de la demanda, en comparación con 2020. También se daría por el ajuste en la tarifa, que en el año anterior estuvo congelada por cerca de seis meses. Para 2023 proyectamos una caída en los ingresos cercana al 3% debido a la terminación de unos contratos de largo plazo en Panamá y una expectativa de menores precios del mercado spot. Cabe mencionar que esta caída es parcialmente compensada por la entrada en operación de granjas solares.
- Costos y gastos: Para 2021 los gastos operacionales tendrían un mayor crecimiento frente al histórico, porque Celsia ejecutaría algunos rubros correspondientes a 2020, que fueron aplazados producto del plan de eficiencia operacional que implementó la compañía durante la coyuntura del año anterior asociada a la pandemia. Para los siguientes años de proyección estos valores se calculan como un porcentaje histórico de los ingresos.

En los siguientes tres años la compañía ejecutaría un plan de inversiones cercano a los COP4.6 billones, el cual estaría enfocado en la construcción de nueva infraestructura para generar energía a través de tecnología solar y eólica y en los trabajos de mejoramiento de las redes de distribución de Tolima y del Valle del Cauca, en línea con los compromisos de inversión definidos en la resolución CREG015. Es importante

mencionar que los requerimientos de endeudamiento no serían proporcionales al valor de las inversiones, pues algunos de estos proyectos se desarrollarían en conjunto con otros socios.

La mayor inversión de la compañía en activos de generación expone sus flujos de caja a la volatilidad propia del negocio; no obstante, consideramos que este riesgo lo mitiga parcialmente la existencia de contratos de largo plazo, derivados de la política de transición energética que se viene dando en Colombia, que respaldan las inversiones en parques eólicos, y gran parte de los proyectos solares, la prioridad en el despacho de las centrales hidroeléctricas y la política conservadora de contratación de Celsia (70% de la energía disponible se vende a través de contratos).

En términos operativos, destacamos la evolución positiva de los indicadores en la operación del Departamento del Tolima y la estabilidad que ha mantenido en el Valle del Cauca. De esta forma, a cierre de 2020, las pérdidas de energía en Tolima se redujeron a 11,7% desde los 15,51% de 2018 y en el Valle del Cauca este indicador se mantenía en niveles de 8,5% que comparan favorablemente con los de la industria. El plan de inversiones planteado por Celsia permitiría mantener esta senda positiva y así cumplir los compromisos adquiridos frente a la regulación con mejoras continuas en la prestación y la calidad del servicio.

## **Liquidez**

Destacamos los niveles adecuados de liquidez que mantuvo Celsia durante 2020, lo que se evidencia en una generación de caja operativa cercana a los COP1.2 billones, que es superior a lo observado en 2018 y 2019 (COP1.09 billones en promedio) y que se explica por los siguientes factores:

- El plan de flexibilización financiera que implementó Celsia a través de la generación de eficiencias, la reducción de capex y la contratación de créditos de liquidez.
- La rápida recuperación en los niveles de recaudo que llegó a niveles mínimos de 85,4% en junio de 2020 y se incrementó hacia el 90%-100% en el segundo semestre del año.
- El oportuno giro de los subsidios del Gobierno Nacional y las líneas de crédito con 0% de interés o con tasa compensada, ofrecidas para cubrir los faltantes de caja, asociados a las medidas adoptadas por el Gobierno Nacional para permitir diferir los pagos de los servicios públicos hasta por 36 meses.

El ejercicio de proyección de fuentes sobre usos valores de 1,9x y 1x para 2021 y 2022, respectivamente. Estos valores evidencian los adecuados niveles de liquidez que mantendría la compañía y que le permitiría cumplir con sus compromisos operativos y financieros. Cabe mencionar que este escenario solamente contempla el *capex* de mantenimiento, pues como mencionamos previamente algunas de estas inversiones las financian otros socios y corresponden a expansión, por lo que, en un evento de estrés, se podrían aplazar.

## **Oportunidades y amenazas**

### Qué puede llevarnos a subir la calificación

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

- Niveles de apalancamiento, medido como deuda neta/EBITDA de 3x, de manera sostenida y aún bajo las condiciones sociales que actualmente enfrenta el país.
- La consolidación de su senda de crecimiento en términos de rentabilidad, que en el mediano plazo se traduciría en un margen de 35%-40%.

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 durante los próximos cuatro años.
- Deterioros en el nivel de liquidez de la compañía, que conlleven indicadores de fuentes sobre usos menores a 1,1x de forma sostenida.
- El impacto de largo plazo de la situación de descontento social que vive actualmente el país.

## **Emisor y su actividad**

Celsia S.A. es la filial de Grupo Argos que administra su negocio eléctrico. Su objeto social es prestar 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 y comercialización de energía y servicios. 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.
- 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.
- El impulso que le ha dado el Gobierno nacional a la incorporación de activos cuya generación provenga de fuentes renovables no convencionales, ha planteado una oportunidad para las compañías, quienes han incrementado paulatinamente su participación en este tipo de activos.

#### **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 en este sector; no obstante, este mercado se comporta como un oligopolio, pues existen empresas con alta participación.

**Centroamérica:**

Panamá tiene una estructura de libre competencia. Su matriz de tecnologías está más balanceada con una participación del 54% de centrales hidroeléctricas y 33% de térmicas, por lo cual tiene alta 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 una 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 (2018-2020).*

*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](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)*