

Reporte de calificación

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

Contactos:
Ana María Carrillo Cárdenas
ana.carrillo@spglobal.com
Edgar Mauricio Robles Cifuentes
edgar.robles@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.		

I. RESUMEN

- Subimos la calificación a AAA desde AA+ de los Bonos Ordinarios Celsia.
- El alza en la calificación considera los adecuados resultados financieros históricos y proyectados de Celsia. Para el periodo 2022-2024, prevemos márgenes EBITDA en torno al 33% y niveles de apalancamiento (medido como deuda neta a EBITDA) de 3x (veces), los cuales están en línea con el nivel de riesgo de crédito asignado.
- La calificación también incorpora la fuerte posición de negocio de la compañía que se evidencia en su participación en el sector de energía eléctrica. Este es regulado, un servicio público esencial y brinda flujos estables y predecibles para el caso del segmento de transmisión y distribución (que representaría entre el 30%-40% de su EBITDA). Esta posición también incorpora la participación de mercado relevante de Celsia en el segmento de generación y de comercialización de energía.
- La compañía mantendría niveles de liquidez adecuados que se evidencian en un indicador de fuentes sobre usos de 1,31x y 1,32x para los próximos 12 a 24 meses, respectivamente.

II. ACCIÓN DE CALIFICACIÓN

Bogotá, 24 de mayo de 2022.- El Comité Técnico de BRC Ratings – S&P Global Sociedad Calificadora de Valores en revisión periódica subió la calificación de deuda de largo plazo a AAA desde AA+ a los Bonos Ordinarios Celsia S.A. ESP por COP800.000 millones

III. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN:

En los últimos tres años, Celsia ha sostenido resultados financieros positivos, condición que mantendría en el mediano plazo de acuerdo con nuestras proyecciones. Entre 2019 y 2021 el margen EBITDA fue 34% promedio anual y su apalancamiento (medido como deuda neta a EBITDA) entre 2,8x y 3x. Para el periodo 2022-2023 proyectamos que la rentabilidad y el apalancamiento se mantendrían en niveles similares a los históricos (33% y 3x), valores que son consistentes con la calificación asignada.

Para el periodo 2022 – 2024 prevemos ingresos y EBITDA, promedio anual, de COP4.6 billones y de COP1.6 billones, respectivamente. Estas proyecciones incorporan un mayor dinamismo en el negocio de generación por un desempeño favorable de la demanda, la entrada de nuevos activos, principalmente, proyectos de energía renovable no convencional, lo cual está acorde con la apuesta del Gobierno Nacional en el logro de la transición energética. Estas estimaciones también incluyen una mayor remuneración en el segmento de distribución, lo que está asociado a las gestiones operativas de Celsia para mejorar la calidad y prestación de servicio como operador de red en Tolima y Valle del Cauca.

El escenario actual de volatilidad macroeconómica plantea cierta incertidumbre sobre el cumplimiento de nuestras proyecciones de ingresos operativos y es un aspecto al que daremos seguimiento cercano. Por una parte, las restricciones en la cadena global de suministro podrían representar posibles retrasos y sobrecostos en la construcción de los proyectos de expansión. Por otra parte, la inflación, jalonada principalmente por alimentos, plantea un escenario de posible deterioro del poder adquisitivo de la población y la priorización de los gastos, lo que podría conllevar retrasos en el pago de servicios públicos.

A pesar de lo anterior, identificamos algunos factores que le permitirían a Celsia mantener indicadores financieros acordes con la calificación asignada:

- La capacidad que Celsia ha evidenciado para ajustar su operación a condiciones desfavorables de la economía como las evidenciadas en 2020, año en el que el calificado reflejó una caída marginal de 2% en su EBITDA.
- En un escenario de estrés, la compañía tendría flexibilidad para aplazar inversiones que están asociadas a expansión y que no están enmarcadas dentro de su plan de obras regulatorio, lo que le permitiría reducir la deuda requerida.

Un elemento adicional que nos permite prever un desempeño financiero adecuado de la compañía es la directriz estratégica de financiar su crecimiento a través de generación de efectivo, con deuda, y un aporte relevante a través de recursos de terceros. Esto garantizaría una estructura de capital estable y mitigaría potenciales riesgos de liquidez. El mejor ejemplo de esta estrategia es Caoba, vehículo que Celsia constituyó en 2019 junto a *Cubico Sustainable Investments* para profundizar su estrategia de expansión en activos de transmisión y distribución.

El plan de inversiones bajo administración de Celsia está avaluado en COP7 billones para los próximos tres años y el calificado aportaría solamente el 39%. Dichas inversiones se enfocarían en la construcción de nueva infraestructura para la producción de energía a través de tecnología solar y eólica y en el 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.

La calificación también considera la sólida posición de negocio de la compañía. Esto se refleja en la naturaleza regulada de la industria eléctrica, en la participación de mercado relevante de Celsia en los

segmentos de generación, a través de activos con fuentes renovables, principalmente, y en el de comercialización mediante el cual atiende los mercados del Valle del Cauca y Tolima. De igual forma, esta posición de negocio incorpora la naturaleza estable y predecible del 40% de su EBITDA que corresponden al negocio de distribución y transmisión, cuyos ingresos no dependen del volumen de energía que transporta la red.

En los próximos tres años el negocio de distribución y transmisión reduciría su participación en el EBITDA a niveles de 31%, debido a la entrada de nuevos activos de generación con tecnologías renovables no convencionales, cuyos flujos también reflejan estabilidad pues la mayor parte de esta energía se vende a través de contratos de largo plazo. Celsia mantendría su participación en los negocios de transmisión y distribución en la zona norte de Colombia, en el Valle del Cauca y Tolima. En las últimas dos geografías la compañía continuaría participando como operador de red.

Celsia está incursionando en tres negocios adicionales: el servicio de internet en Tolima y Valle del Cauca, el portafolio de productos y servicios para los clientes como la eficiencia energética y la movilidad eléctrica. Los dos últimos son complementarios a su negocio principal, mientras que el primero se beneficia de la infraestructura de transmisión. En los próximos cinco años estos negocios representarían cerca del 10% de sus ingresos. Daremos seguimiento a su evolución y al impacto que esto pudiera tener sobre el desempeño de la compañía.

En términos operativos, destacamos la evolución favorable 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 2021, las pérdidas de energía en Tolima se redujeron a 13,4% desde los 15,51% de 2018 y en el Valle del Cauca este indicador se mantiene en niveles de 8%-9% que comparan favorablemente con los de la industria. El plan de inversiones que plantea Celsia permitiría continuar con esta senda positiva y así cumplir los compromisos adquiridos frente a la regulación.

IV. LIQUIDEZ

Celsia se ha caracterizado por mantener niveles de liquidez adecuados para cumplir con sus compromisos operativos, financieros y frente a sus accionistas, lo que se evidencia en una generación de caja promedio de COP345.673 millones entre 2019 y 2021. Durante este periodo, el flujo neto de efectivo generado por actividades de operación fue de COP1 billón promedio anual, aún en 2020 con una coyuntura difícil por la pandemia.

El importante plan de inversiones de la compañía se ha traducido en un flujo de caja libre (FCL) negativo, para 2021, el cual se ha cubierto con los recursos de los socios de las plataformas y con deuda. Este valor contrasta con el resultado de COP302.000 millones observado en 2020 y que se explica por la flexibilidad de Celsia de aplazar inversiones como medida para preservar su liquidez.

El ejercicio de proyección de fuentes sobre usos presenta valores de 1,31x y 1,39x para 2022 y 2023, los cuales evidencian niveles de liquidez suficientes para que la compañía cumpla con todos sus compromisos operativos, su necesidad de inversión y financieros. Cabe mencionar que este escenario solamente contempla el *capex* de mantenimiento y prioritario, pues en un escenario de estrés dichas inversiones podrían aplazarse.

Destacamos el acceso probado de la compañía al sector financiero y al mercado de capitales, además de la flexibilidad que tiene para el pago de dividendos en un escenario de estrés.

V. FACTORES PARA MODIFICAR LA CALIFICACIÓN

Qué puede llevarnos a confirmar la calificación

- Niveles de apalancamiento, medido como deuda neta/EBITDA de 3x, de manera sostenida. Esto proviene de una generación de EBITDA en línea con nuestras proyecciones y una estructura de capital que incorpore deuda y fuentes alternativas de recursos.
- Una relación de fuentes a usos igual o superior a 1, 1x.

Qué podría llevarnos a bajar la calificación

- El deterioro en los niveles de liquidez, medido a través de la relación de fuentes a usos en niveles de 1x. Esto provendría de un plan de inversiones más agresivo que no cuente con fuentes de recursos adicionales o el deterioro en la capacidad de pago de los usuarios en las geografías que atiende la compañía.
- Cambios en el perfil del negocio que implique mayores riesgos en términos operativos y financieros.

VI. 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. También la compañía está enfocada en la oferta de un portafolio de productos y servicios para los clientes.

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.

Finalmente, Celsia incursionó en Honduras a través de la construcción de granjas solares que están dedicadas al sector industrial.

VII. INDUSTRIA

Colombia:

Generación:

- Esta actividad se desarrolla en libre competencia; sin embargo, la concentración de los participantes 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 incentivo 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, para de esta forma impulsar la transición energética basada en energías renovables.

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.
- El incremento del costo promedio ponderado de capital regulatorio a partir de 2022 impacta de forma positiva los ingresos proyectados de este segmento.

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 a la 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.

VIII. INFORMACIÓN ADICIONAL

Tipo de calificación	Deuda de largo plazo
Número de acta	2127
Fecha del comité	24 de mayo de 2022
Tipo de revisión	Revisión periódica
Emisor	Celsia S.A.
Miembros del comité	María Carolina Barón
	María Soledad Mosquera
	Julyana Yokota

Historia de la calificación

Revisión periódica May./2022: AAA
 Revisión periódica May./2021: AA+
 Calificación inicial Oct./2013: AA+

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 2019-2021.

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.
