

EVALUACIÓN INFORME

¿Por qué importa una baja en la

Por NATALIA CUBILLOS MURCIA



Una mejora en la nota de Fitch no se ve en el corto ni mediano plazo por riesgos asociados a Hidroituango, las métricas crediticias y su programa de inversiones.

Que Fitch Ratings le haya bajado la calificación a Empresas Públicas de Medellín (EPM) es un indicador que no merece pasar desapercibido. La firma de riesgos hace parte de un grupo élite de agencias (con Moody's y Standard & Poor's) que evalúan, entre otros aspectos, la capacidad de un emisor de deuda (el que expide títulos para pedirle "prestado" recursos a los inversionistas) para cumplir los compromisos financieros en moneda local o extranjera utilizando una escala global.

Si se compara esto a una calificación estudiantil, el alumno estrella sacaría una nota de AAA, que significa la más alta calidad de crédito. Quien definitivamente pierde el curso obtiene una D de Default, es decir, que la compañía emisora de deuda ha entrado en bancarrota o incluso ha cesado sus actividades.

En medio de estos extremos hay 9 escalafones, y algunos de ellos pueden ir acompañados de + o -, que "muestran el estado relativo dentro de las principales categorías de calificación", dice Fitch en el documento en el que explica puntajes y escalas.

De esta manera, que EPM haya pasado de la categoría BBB a BBB- indica que, pese a que tiene una buena calidad de crédito, se ubica en el último eslabón que le permite poner en sus bonos de deuda el sello de grado de inversión. Esta distinción le da confianza al mercado para que en el momento en que la compañía requiera financiarse logre hacerlo y con buenas condiciones de tasas de interés.

La razón del descenso fue el "incremento de intervención del dueño de EPM, Medellín, en el manejo de la compañía que representa un deterioro en los controles del gobierno corporativo", un riesgo que se preveía desde los comentarios de Fitch del 28 febrero de este año y que se materializó significativamente en la semana del 10 al 14 de agosto.

Para Fitch esto viola el Acuerdo de Gobierno firmado el 23 de abril de 2007 en el que el municipio estuvo de acuerdo con "respetar la autonomía de EPM como una empresa in-

dustrial y comercial del Estado y de actuar exclusivamente a través de la junta directiva".

Explica Felipe Campos, director de Investigaciones de Alianza Valores y Fiduciaria, que en este punto se busca evitar que las compañías se encausen principalmente en "objetivos de corto plazo, como puede ser el interés de un mandatario local, y no en la sostenibilidad del largo plazo que es lo que busca un grupo económico".

Y de esta manera, "si no hay un mensaje de claridad en el que el gobierno corporativo se restablece y se deja claro cómo va a ser la ruta de la toma de decisiones, el riesgo es que pierda el grado de inversión y esto va a implicar unos costos más altos para el endeudamiento en el mercado de bonos", agregó Campos.

Sobre los bonos privados

Las compañías tienen diferentes caminos para endeudarse, uno puede ser a través de la banca y otro en el mercado de valores (no excluyentes), que a su vez puede implicar la venta de acciones o la emisión de bonos, explica Juan David Ballén, director de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa.

En este camino, la información oficial de EPM dice que la empresa ha buscado endeudamiento en el mercado local de valores, por 3 billones de pesos (con diferentes condiciones a series indexadas, plazos de vencimiento entre 3 y 20 años y márgenes de tasas distintas), y en el escenario internacional de capitales, en donde ha captado recursos por dos esquemas: Global COP y Global USD.

El valor de estas emisiones internacionales llega a 6,4 billones de pesos, (con tasas entre 7,625 % y 8,375 % y plazos entre 7 y 10 años) y 2.100 millones de dólares a 10 y 12 años y tasas de interés entre 4,25 % y 7,625 %.

La última emisión fue en julio, por 635.519 millones de pesos, para pagar en 7 años y una tasa de 7,875 % y en dólares 575 millones, a 11,5 años y una tasa de 4,375 %.

¿Qué impacto tiene la calificación en estos bonos? Todo,

7 %

decrecieron los resultados operacionales a junio de Grupo EPM frente a 2019.

\$9,3

billones fueron los ingresos operacionales del Grupo EPM entre enero y junio de 2020.

\$1,48

billones de pesos son las transferencias contabilizadas del Grupo EPM a Medellín en 2020.



ILUSTRACIÓN MORPHART

pues según argumentó Eduardo Atehortúa, director para esta región de América Latina del PRI (Principles for Responsible Investment), ante una empresa que se muestra estable y comprometida con buenas prácticas de gobierno corporativo, y en entornos sociales y ambientales, va a tener un acceso para apalancarse financieramente de manera más favorable, económica.

Según datos de Bloomberg, si una empresa hubiese emitido títulos de deuda en dólares el viernes 14 de agosto, el costo de la calificación en la tasa para un BBB, sería de 2,11 %, mientras que un emisor BBB- tendría que pagar 0,67 puntos porcentuales (pp.) adicionales al llegar a 2,79 % y uno sin grado de inversión (BB+), tendría que asumir un valor más alto de 1,41 pp. a 3,53 %.

Lo anterior siendo una demostración de que el grado de inversión o la calificación es la puerta de entrada a una financiación que puede ser más cara o barata, dependiendo el perfil del emisor.

Así, ante la renuncia de ocho miembros de la junta directiva —por la pérdida de gobernanza corporativa— "los

bonos internacionales en dólares (con vencimiento en 2029 y 2031) se han golpeado más o menos 1,5 %, entre el 11 y 14 de agosto, lo que implica que el rendimiento que los inversionistas demandan por bonos EPM se incrementó entre 15 y 20 puntos básicos", explicó Germán Cristancho, gerente de Investigaciones Económicas y Estrategia en Davivienda Corredores.

Esto, no es otra cosa que los "inversionistas empezaron a exigir una tasa mayor para financiar a EPM (...) si la compañía saliera a conseguir recursos nuevamente le podría salir más costoso", agregó Cristancho.

Es muy probable que la firma vuelva a necesitar del mercado, si se tiene en cuenta que en el escenario de Fitch "EPM tiene un acceso probado a los mercados financieros internacionales y locales y, que en el horizonte de calificación, refinanciaría los vencimientos próximos para preservar la liquidez".

En este entorno "a pesar de que indicadores financieros de cobertura como Flujo de Fondos Operacional sobre intereses y dividendos se prevén

CLAVES

ESTIMACIONES CLAVE DE FITCH

- 1 Hidroituango entrarán en operación de manera paulatina, desde principios de 2022 con 300 MW.
- 2 El costo total de Hidroituango será de 3.400 millones de dólares y el sobre costo de 1.500 millones de dólares.
- 3 Las obligaciones comerciales de mediano plazo de Hidroituango se cubren con compras de electricidad.
- 4 No se esperan dividendos de Une EPM Telecomunicaciones, estimación reseñada desde febrero de este año.
- 5 Se asume el pago de los dividendos producto del 50 % de la utilidad neta generada por EPM en 2019.

calificación de riesgo para EPM?

UNA MIRADA DESDE EL PASADO

EL COLOMBIANO conoció un documento en el que Fitch realizó una previsión financiera de la compañía para este año. Allí se prevé que pese a que los ingresos de EPM (e.s.p) subirían de 15,57 billones de pesos a 16,22 billones de pesos entre el año pasado y 2020; el flujo de fondos libre en pesos, sería negativo en 942.535 millones de pesos, con una tendencia a su reducción desde 2017 cuando el mismo indicador significó recursos por 2,45 billones de pesos. Además, se preveía

que la deuda total ajustada sobre el Ebitda Operativo (indicador que da cuenta de la salud financiera con respecto al nivel de deuda) se mantendría en 3,8, con un aumento desde 2019 de 3,4.

sólidos, podrían resultar en algún nivel de afectación por el sólo hecho de implicar para la compañía una destinación mayor del de la caja operativa para cubrir el costo adicional”, explicó el profesor de la Escuela de Economía y Finanzas de Eafit, Juan Carlos Gutiérrez.

Esta fotografía de valores — que se ve impactada por las decisiones de la empresa, por aspectos como la estructura de tasas de la economía y las condiciones macroeconómicas — no solo se queda en ese mercado de negociación, sino se traslada a diferentes agentes prestamistas que ven señales de confianza o de incertidumbre frente a un posible sujeto de crédito.

Así, “si tenemos en cuenta que EPM paga significativos e incrementales dividendos al Municipio de Medellín, en un escenario de menor cobertura del servicio de la deuda e incertidumbre sobre el impacto financiero del proyecto Hidroituango podría debilitarse la utilidad neta de la empresa, lo cual no necesariamente significa una reducción en las transferencias de recursos al municipio, debido a que los dividendos se pagan con el flujo de caja de las operaciones”, agregó Gutiérrez.

¿Qué se debe cuidar más?
Ante esta revisión de la cali-

ficación son varios los eventos que de presentarse, de manera individual o conjunta, harían que EPM perdiera el grado de inversión al generar como consecuencia un deterioro en el escalafón de BBB- a BB+.

Que EPM tenga sobrecostos más allá de los 1.500 millones de dólares estimados con un valor total de Hidroituango por 3.400 millones de dólares y contingencias que debiliten su liquidez es uno de los aspectos más riesgosos, así como que se presenten retrasos adicionales a los ya previstos por la contingencia de la covid-19 y que se ajustan a un inicio de operación en 2022 con una capacidad de 300 MW al inicio de año.

También se establece que si la compañía adquiere una deuda por encima de 4,5x, o si incluso, sale a realizar compras que estresen su necesidad de financiación permanente en la misma proporción se generaría la degradación.

Esto en un contexto en el que la calificadora advierte que la posibilidad de mejorar su puesto como emisor en el mediano y largo plazo es poco factible debido “al retraso esperado de la entrada en funcionamiento de Hidroituango, las métricas crediticias actuales de la empresa, el programa de inversión y las potenciales contingencias”.

En el mercado de bonos, dice Atehortúa, perder el grado de inversión además implicaría que los inversionistas que tienen como condición no tener en cuenta títulos con estas características tendrían que salir a vender lo que impactaría no solo el precio, sino aún más la tasa de endeudamiento y se restringiría por esta nueva condición el acceso a inversionistas.

Aspectos que otorgan tranquilidad para Fitch tienen que ver con la aceptación de Mapfre de hacer efectiva la cobertura ante la crisis sufrida de Hidroituango, que le implicó reconocer 150 millones de dólares, en 2019 y se prevé la entrega entre 100 y 200 millones de dólares adicionales este año para completar un total por seguros de 1.100 millones de dólares a 2022. “Los pagos son un crédito positivo y alivian la presión de vender activos de EPM para compensar aún más el costo incremental estimado del proyecto”.

Además, valora que la compañía tiene una “posi-

ción estable y predecible del flujo de caja soportado por negocios regulados en mercados de grado de inversión”, principalmente Colombia, siendo la mayor distribuidora en energía eléctrica del país con 25 % de participación y siendo el accionista mayoritario de la segunda empresa más relevante de Panamá Elektra Noreste.

E incluso entiende la participación de CaribeMar, bloque con el que se quedó de Electricaribe, como “positiva para el negocio y neutral desde el punto de vista de crédito”.

Por ahora no contempla que la política de dividendos cambie, “a pesar del flujo de caja derivado del retraso de Hidroituango” mientras reconoce que es una compañía que históricamente ha entregado entre el 45 % y el 55 % de su utilidad neta a la ciudad, en forma de dividendos, lo que para esta última ha representado entre el 20 % y el 30 % del presupuesto de inversión de la ciudad.

Otros asuntos que inquietan

Algunas dudas quedan en el tintero, por ejemplo, si dada la demanda por 9,9 billones Mapfre seguirá comprometida con la cobertura o esperará a que el litigio se resuelva; y por otra parte, qué tan sustancial sería el impacto de las ayudas por la contingencia sanitaria como los diferimientos otorgados o el no aumento de la tarifa en energía y gas.

Para el profesor Gutiérrez “sobre la responsabilidad de la empresa de reaseguros no es muy factible desde el punto de vista financiero esperar una respuesta adversa de parte de Mapfre para la entrega de recursos ya activados por las cláusulas de coberturas del contrato, pues esto imprimiría más incertidumbre, lo que no le conviene a ninguno de los actores involucrados, teniendo en cuenta que en el marco del gobierno corporativo las firmas de seguros y reaseguros además de medir y transferir riesgos también cuidan su reputación, la cual a su vez impacta su propio rating crediticio futuro”.

Y finalmente, en su estado de resultados del primer semestre, EPM reconoció que estuvieron afectados por unos menores ingresos de caja, debido a la sequía, la baja hidrología de Colombia, la menor demanda asociada al freno de la actividad económica en la pandemia y los so-

EVALUACIÓN ASÍ ES LA CALIFICACIÓN DE FITCH RATINGS

Calificación*

Definición

AAA

Crédito de la más alta calidad

Denota la más baja expectativa de riesgo de default (impago). Se asigna en casos excepcionales a quienes tienen una fuerte capacidad para asumir los compromisos de pago financieros.

AA

Calidad de crédito muy alta

Denota expectativas muy bajas de riesgo de default. Indica una fuerte capacidad para cumplir con el pago de los compromisos financieros.

A

Calidad de crédito alta

Denota expectativas bajas de riesgo de default. Tiene una capacidad de pago que se considera fuerte.

BBB

Buena calidad del crédito

Indica que las expectativas de riesgo de default son actualmente bajas. La capacidad de cumplir con los pagos de los compromisos.

BB

Especulativo

Indica una elevada vulnerabilidad al riesgo de default, particularmente en el momento en que existan cambios adversos en el negocio o en las condiciones económicas en el tiempo, pero la flexibilidad en los negocios o financiera que existe soporta el servicio de los compromisos financieros.

B

Muy especulativo

Indica que la materialización del riesgo de default está presente, pero el margen se mantiene seguro. Se están cumpliendo los compromisos financieros, pero la capacidad de pago continuo es vulnerable al deterioro de las condiciones del negocio o económicas.

CCC

Riesgo sustancial de crédito

El default es una posibilidad real.

CC

Niveles muy altos en el riesgo de créditos

El default es un incumplimiento que se ve probable.

C

Default o Default

Implica que como ha iniciado un proceso, el emisor está paralizado o tiene cerradas las puertas de vehículos financieros, la capacidad de pago se ve irrevocablemente afectada.

RD

Default condicionado

Indica que ha incumplido algún pago o tiene dificultades para intercambiar bonos de deuda, u otra obligación financiera, pero no ha entrado en trámites de quiebra, administración judicial u otro proceso de liquidación formal.

D

Default

Indica que la empresa ha entrado en un proceso de bancarota, administración judicial, liquidación o algún proceso de liquidación judicial formal o que de otra manera ha dejado de operar.

Estas clasificaciones Fitch las describe más extensamente en el documento Rating Definitions.

* Entre las categorías de calificación se pueden usar niveles por medio del signo + o -, lo que puede indicar el estado relativo dentro de ellas, por ejemplo: AA+; AA; AA-. Estos modificadores no se requieren en la categoría AAA, ni por debajo de la categoría CCC.



Fuente: Fitch Ratings. Infografía: EL COLOMBIANO © 2020. (N4)

brecostos de las medidas asociadas a aliviar el bolsillo de los colombianos desde la facturación de los servicios públicos, que tuvo un efecto combinado y estimado en 320.000 millones de pesos.

Toda esta situación no solo es relevante para Antioquia, también para el país. Vale recordar que los inver-

sionistas de bonos usualmente son institucionales, hay bancos, fondos de inversión (con personas naturales y jurídicas) y de pensiones y cesantías. En este camino Asofondos, el gremio privado de estas últimas, señaló que en los bonos de EPM hay al menos 3 billones de pesos de los colombianos invertidos ■

6 Por ahora, la agencia calificadora no prevé que EPM necesite desinvertir en activos para soportar su liquidez.

7 Se asume que se dará el desembolso total de los seguros por 1.100 millones de dólares a 2022.

8 El refinanciamiento de todos los bonos locales e internacionales con vencimiento en el horizonte de proyección.

9 Las inversiones de Electricaribe se financiarán a través de deuda hasta por 800 millones de dólares.

EN DEFINITIVA

EPM sigue manteniendo su grado de inversión, pese a la baja en la calificación; cuidar esta nota debe ser prioritario, porque una nueva baja cambia su condición a “especulativa”.