

COMENTARIO DE ACCIÓN DE CALIFICACIÓN

Fitch valora las notas senior no garantizadas propuestas por Interconexion Electrica SA ESP 'BBB'

Lun 15 de noviembre de 2021-11: 34 a. metro. ET

Fitch Ratings - Nueva York - 15 de noviembre de 2021: Fitch Ratings asignó una calificación de 'BBB' a la nueva emisión propuesta de Interconexion Electrica SAESP (ISA) de hasta USD400 millones de notas senior no garantizadas con vencimiento en 2033. Las notas propuestas están calificadas al mismo nivel que Emissor Default Rating (IDR) de ISA, ya que constituyen sus obligaciones directas, no subordinadas y no garantizadas. ISA utilizará los ingresos netos de los pagarés propuestos para pagar parcialmente la deuda pendiente.

Las calificaciones de ISA reflejan el bajo perfil de riesgo comercial de la compañía, una característica del negocio de transmisión de energía. Las calificaciones incorporan la sólida diversificación geográfica y comercial de sus ingresos, lo que, junto con la alta visibilidad del flujo de efectivo de las operaciones (CFO), se traduce en un sólido perfil financiero. Las calificaciones de ISA también reflejan su adecuada posición de liquidez y su agresiva estrategia de crecimiento.

Fitch considera que el perfil comercial y financiero de ISA es lo suficientemente sólido como para ser calificado dos niveles por encima de **Ecopetrol** (BB + / Estable), el nuevo accionista controlador de ISA luego de la reciente adquisición del gobierno colombiano. Una acción de calificación negativa en las calificaciones de **Ecopetrol** afectaría las calificaciones de ISA para preservar el diferencial de dos niveles.

FACTORES CLAVE DE CALIFICACIÓN

Perfil de bajo riesgo empresarial: El perfil de bajo riesgo empresarial de ISA se deriva de su participación en monopolios naturales regulados sin riesgo de demanda, así como de su diversificación geográfica en seis países de América Latina. Durante el 3T21, alrededor del 66% de los ingresos consolidados de la compañía, excluidas las actividades de construcción, provino de Colombia y Brasil. Perú y Chile representaron el 33%. El negocio de transmisión de electricidad, que históricamente ha representado el grueso de la generación de flujo de efectivo consolidado de ISA, contribuyó con el 83% del EBITDA durante el 3T21, excluyendo la actividad de construcción.

CFO altamente predecible: La estabilidad del CFO de ISA se beneficia de su sólida y diversificada cartera de activos de transmisión de energía, junto con su participación en otros negocios que tienen un riesgo de demanda limitado. El negocio de transmisión de energía de ISA no está expuesto a riesgos de volumen, ya que sus ingresos no dependen de la cantidad de energía transportada sino de la disponibilidad de las líneas de transmisión. En el negocio de concesiones viales, el segundo negocio más grande de ISA, la empresa opera cuatro concesiones en Chile que incorporan un mecanismo de compensación que extiende el período de concesión (Maipo, Bosque, Araucanía) u ofrece una garantía de ingreso mínimo (Ríos) en caso de que las concesiones registrar volúmenes de tráfico bajos.

Riesgo regulatorio manejable: Los negocios de ISA y la diversificación geográfica cubren efectivamente su exposición al riesgo regulatorio, ya que la gran mayoría de sus ingresos están regulados. La generación de flujo de caja de la compañía exhibe resistencia frente a algunos escenarios regulatorios adversos. El análisis incorpora el próximo reajuste regulatorio en la tarifa de transmisión eléctrica en Colombia. Aunque existe una visibilidad limitada sobre el esquema tarifario final que se aprobará en Colombia, Fitch no cree que el resultado final genere una presión material sobre las métricas financieras de ISA. Esto se debe a la naturaleza justa y equilibrada de la regulación local, así como a la parte limitada de los ingresos consolidados de la compañía expuestos a un nuevo cambio regulatorio.

Estrategia de crecimiento agresivo: La estrategia de crecimiento de ISA se basa en su participación activa en la licitación de proyectos de transmisión de energía y otros proyectos de infraestructura, así como en el crecimiento inorgánico a través de adquisiciones. El objetivo a largo plazo de ISA es alcanzar COP8 billones en EBITDA para 2030, así como invertir USD12.5 mil millones en negocios y geografías actuales y nuevos, de los cuales el 20% se ha ejecutado. Fitch espera que el FCF de la compañía continúe enfrentando presión durante los próximos dos años, ya que el plan de inversiones de capital más reciente de ISA para 2021-2025 implica inversiones de alrededor de USD3.8 mil millones, principalmente concentrados en 2021-2022 en proyectos en Brasil, Colombia, Chile y Perú. .

Métricas crediticias adecuadas: las métricas crediticias de ISA reflejan una sólida generación de flujo de efectivo, niveles de deuda moderados y una liquidez adecuada. Fitch proyecta que la compañía mantendrá índices de apalancamiento por debajo de 4.0x durante el horizonte de calificación, considerando solo los proyectos actuales en curso y el inicio programado de nuevos proyectos durante los próximos años. Este apalancamiento es acorde con las calificaciones de ISA, dada la estabilidad y previsibilidad de su generación de flujo de efectivo. No se espera que la agresiva estrategia de crecimiento de la compañía afecte las métricas crediticias de ISA. Al 31 de diciembre de 2020, el apalancamiento de ISA aumentó a 3.8x, dado el mayor endeudamiento para financiar el capex y las adquisiciones realizadas durante el año.

Cambio de control: Las calificaciones de ISA incorporan la reciente adquisición por parte de **Ecopetrol** del 51.4% de las acciones de ISA de la República de Colombia, lo que cambió el enfoque de Fitch para calificar a ISA de una entidad relacionada con el gobierno (GRE) a un vínculo matriz y subsidiaria con **Ecopetrol**, como lo hace Fitch. normalmente no aplica su metodología GRE al calificar subsidiarias de entidades gubernamentales. La adquisición de **Ecopetrol** podría ser de neutral a negativa para ISA. Si bien **Ecopetrol** tiene la misma calificación que Colombia, un cambio en el gobierno corporativo, la estrategia comercial o financiera de ISA puede ejercer presión a la baja sobre la empresa, particularmente en caso de un aumento en su índice de pago de dividendos. El caso de calificación de Fitch asume que ISA mantendrá su independencia operativa y práctica de distribución de dividendos. **Ecopetrol** reciente adquisición del 51,4% de las acciones de ISA de la República de Colombia, que cambió el enfoque de Fitch para calificar a ISA de una entidad relacionada con el gobierno (GRE) a un vínculo matriz y subsidiaria con **Ecopetrol**, ya que Fitch no suele aplicar su metodología GRE al calificar subsidiarias de entidades gubernamentales. **Ecopetrol** La adquisición podría ser de neutral a negativa para ISA. A pesar de que **Ecopetrol** tiene la misma calificación que Colombia, un cambio en el gobierno corporativo, la estrategia comercial o financiera de ISA puede ejercer presión a la baja sobre la empresa, particularmente en el caso de un aumento en su índice de pago de dividendos. El caso de calificación de Fitch asume que ISA mantendrá su independencia operativa y la práctica de distribución de dividendos, que históricamente ha sido aproximadamente el 50% de su utilidad neta.

RESUMEN DE DERIVACIÓN

El perfil crediticio de ISA se compara con sus pares en la región, como Transelec SA (BBB / Estable), Consorcio Transmataro SA (CTM: BBB / Estable), Empresa de Transmision Eléctrica, SA (ETESA: BBB- / Negativo), Alupar Inversión SA (IDR en moneda extranjera: BB; IDR en moneda local: BBB- / Negativo), y Transmissora Alianza de Energía Eléctrica SA (Taesa; IDR en moneda extranjera: BB; IDR en moneda local: BBB- / Negativo). Todas estas empresas se benefician de un perfil de riesgo empresarial bajo y de una generación de flujo de caja predecible.

ISA está calificado al mismo nivel que Transelec y CTM, aunque el perfil crediticio de ISA se beneficia de una operación más grande y diversificada, así como de una estructura de capital más conservadora. Las calificaciones de ISA están limitadas por el vínculo entre la empresa y su nueva matriz, **Ecopetrol** (BB + / Estable). Según la metodología de Fitch, una subsidiaria más fuerte puede recibir una calificación de un máximo de dos niveles por encima del perfil consolidado si se establece un vínculo débil. **Ecopetrol** (BB + / Estable). Según la metodología de Fitch, una subsidiaria más fuerte puede recibir una calificación de un máximo de dos niveles por encima del perfil consolidado si se establece un vínculo débil.

En comparación con ETESA, Taesa y Alupar, la calificación más alta de ISA se debe principalmente a su diversificación geográfica. La mayoría de las operaciones de ISA se ubican principalmente en Colombia, Brasil, Chile y Perú, mientras que las operaciones de Taesa y Alupar se concentran en Brasil y sus calificaciones se ven afectadas negativamente por el techo país de Brasil (BB). Las calificaciones de ETESA reflejan sus fuertes vínculos con el gobierno panameño y su vínculo con el soberano (BBB- / Negativo).

ISA también está bien posicionada entre los pares nacionales que participan en el negocio de transmisión de electricidad, como Grupo Energía Bogotá SAESP (GEB; BBB / Estable) y Empresas Públicas de Medellín ESP (EPM; BB + / Rating Watch Negative). Juntas, estas empresas poseen y operan la gran mayoría de la red de transmisión de electricidad en Colombia. Los perfiles crediticios de ISA y EPM se benefician de una mayor diversificación comercial y geográfica, así como una dependencia limitada de los dividendos recibidos de sus participaciones no controladoras dentro de su estructura de CFO. La generación de flujo de caja de ISA es más fuerte dada su previsibilidad, mientras que Rating Watch Negative de EPM refleja la incertidumbre relacionada con el desarrollo de su proyecto clave, Ituango.

SUPUESTOS CLAVE

- Los ingresos y EBITDA proyectados para 2021-2024 incorporan el desarrollo de proyectos ya otorgados;

- Cambios en la remuneración regulatoria del negocio de transmisión de energía en Colombia con efecto neutral;

- El negocio de transmisión de electricidad continúa representando más del 70% de los ingresos consolidados de ISA durante el horizonte de calificación;

- Capex para los próximos años refleja la etapa de construcción en nuevos proyectos adjudicados a la empresa y subsidiarias;

- Distribución de dividendos del 50% de la utilidad neta del año anterior.

CALIFICACIÓN DE SENSIBILIDADES

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción / mejora de calificación positiva:

- Aunque es poco probable que se produzca una acción de calificación positiva en el corto o mediano plazo dadas las expectativas de métricas crediticias de la empresa y su estrategia de crecimiento, se puede considerar una acción si el apalancamiento total consolidado es inferior a 2.5x.

Factores que podrían, individual o colectivamente, llevar a una acción de calificación negativa / rebaja:

- Un aumento sostenido en el apalancamiento por encima de 4.5x sobre una base consolidada o no consolidada, como resultado de un deterioro progresivo en la generación de efectivo o un aumento en los niveles de deuda por encima del escenario base de Fitch;

- Cambios regulatorios que ejercen una presión significativa sobre la generación de flujo de caja de ISA;

- Un cambio en la estrategia comercial y financiera de la compañía, particularmente en lo que respecta a las prácticas de distribución de dividendos, así como cambios en las prácticas de gobierno corporativo.

- Una acción de calificación negativa de **Ecopetrol** puede afectar las calificaciones de ISA. **Ecopetrol** puede afectar las calificaciones de ISA.