

# Perspectiva de Fitch 2018 – Corporativo / Colombia

Mejora el Panorama del Sector

## Perspectivas del Sector y Perspectivas de Calificaciones

### Perspectiva del Sector: Estable

Fitch Ratings espera un ambiente operativo estable para el sector corporativo colombiano durante 2018, soportado en la mejora relativa de las condiciones macroeconómicas previstas para dicho año, con expectativa de crecimiento económico de 2,8%, superior al registrado en 2016 (2%) y al previsto para 2017 (1,9%), así como una tasa de inflación convergiendo al rango meta.

### Trayectoria de Calificaciones: Estática

Fitch espera una trayectoria estable en las calificaciones internacionales del sector corporativo en términos generales. En la actualidad, 12 empresas tienen calificaciones con perspectiva estable, una tiene perspectiva positiva y dos negativa. Durante 2017, las perspectivas de las calificaciones de Empresas Públicas de Medellín (EPM), Ecopetrol S.A. (Ecopetrol) e Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P. (ISA) fueron revisadas a estable, dada la revisión de la perspectiva a estable desde negativa de la calificación 'BBB' de Colombia en marzo de 2017.

### Distribución de las Calificaciones Internacionales: Concentradas en Grado de Inversión

La mayor parte de los emisores colombianos con calificación internacional mantiene calificaciones de grado de inversión. Este grupo está concentrado en emisores que participan en sectores regulados de electricidad y gas natural, los cuales tienen riesgo de negocio bajo y generación de flujo de caja operativo (FCO) predecible. Por su parte, los emisores con calificaciones inferiores al grado de inversión están concentrados en empresas que operan en sectores con mayor exposición a la volatilidad de la demanda y, por ende, una menor predictibilidad de sus resultados.

### Factores a Monitorear

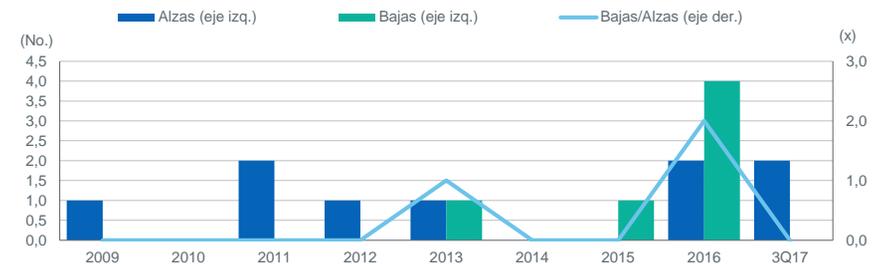
- Comportamiento del consumo y los indicadores de confianza local.
- Comportamiento de la demanda de energía eléctrica.
- Proceso de adjudicación de nuevos proyectos de transporte de gas natural, convocados por la Unidad de Planeación del Gobierno.
- Comportamiento las inversiones de capital, adquisiciones y dividendos, que presionen la generación de flujo de caja más allá de las previsiones.

### Jorge Yanes, Director

"Fitch tiene una perspectiva estable sobre el sector corporativo colombiano para 2018, basado en la mejora relativa prevista para las variables macroeconómicas principales del país. El mejor ambiente operativo debería beneficiar a las empresas, especialmente a aquellas con mayor exposición a riesgos de demanda".

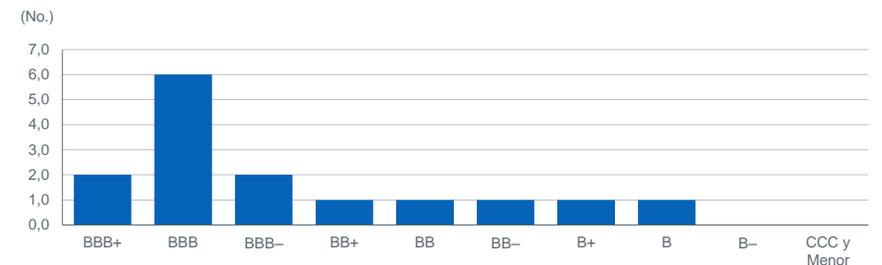


### Alzas y Bajas—Escala Internacional



Note: No incluye múltiples acciones de calificación del mismo emisor.  
Fuente: Fitch.

### Distribución de Calificaciones— Escala Internacional (Noviembre 2017)



Fuente: Fitch.

**Proyecciones del Sector**

**Tendencia en el Apalancamiento: Estable**

Fitch espera que el apalancamiento corporativo sea estable durante 2018. Casi la mitad de las empresas calificadas a nivel internacional opera en los sectores de electricidad y gas natural. Los generadores eléctricos se encuentran en una posición favorable, con estabilidad en la generación operativa y requerimientos limitados en las inversiones de capital (capex). La agencia espera que las empresas de transmisión eléctrica, en conjunto con las transportadoras de gas natural, tengan incrementos en su apalancamiento, producto de la ejecución de proyectos de expansión, tanto actuales como potenciales.

**Generación de Flujo de Caja: Neutral**

Fitch anticipa que las empresa en sectores regulados, en especial sector eléctrico y transportadoras de gas natural, mantengan su generación de FCO en niveles relativamente estables, basado en expectativas de condiciones hidrológicas estables y el efecto inocuo previsto en la aplicación de las nuevas tarifas regulatorias. Estas últimas, sin embargo, incluirían una reducción de la rentabilidad de los negocios en conjunto. En cuanto a las empresas más expuestas a riesgos de demanda, en sectores como aerolíneas y telecomunicaciones, Fitch espera que una recuperación gradual del consumo local beneficie la generación de FCO, aunque las presiones competitivas en estos mercados podrían limitar el efecto.

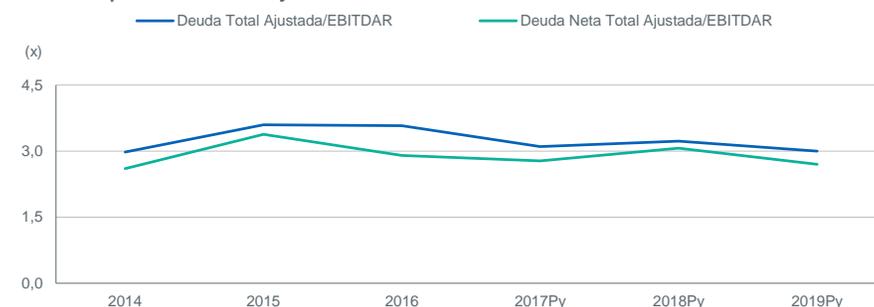
**Posición de Liquidez: Manejable**

En términos generales, la liquidez de los corporativos colombianos permanece adecuada, soportada en un perfil de vencimientos de deuda manejable, expectativas de generación de FCO estable y accesos a financiamiento de largo plazo. Los emisores con calificaciones nacionales en las categorías AAA(col) y AA(col) tienen también un acceso amplio al mercado de emisiones de deuda en el mercado local, en el cual se han emitido bonos con vencimiento hasta de 30 años.

**Afectaciones Potenciales en el Sector: Presión en Flujo de Fondos Libre**

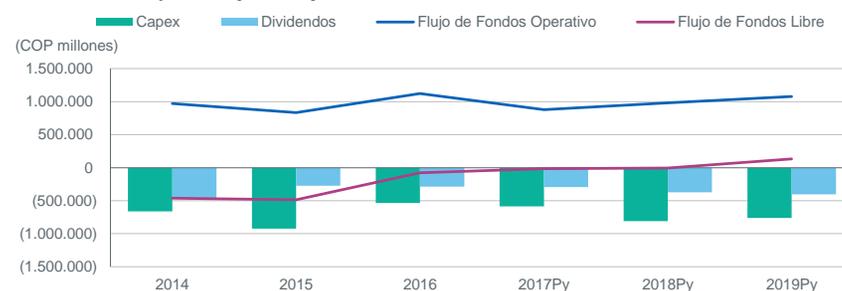
Eventos de adquisiciones no anticipadas e inversiones de capital más elevadas que las esperadas por Fitch continúan representando un riesgo en Colombia. Algunos corporativos han anunciado metas de crecimiento de largo plazo ambiciosas, que probablemente no alcancen sólo con crecimiento orgánico o con los proyectos actualmente en ejecución.

**Mediana Apalancamiento Proyectado**



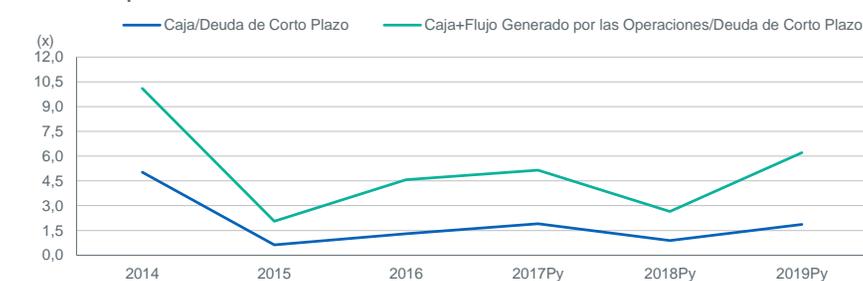
Fuente: Fitch.

**Mediana Desempeño Flujo de Caja**



Fuente: Fitch.

**Mediana Liquidez**



Fuente: Fitch.

**Aspectos Fundamentales del Sector**

**Ambiente Económico Más Benigno**

Durante 2018, las empresas colombianas se beneficiarían de un crecimiento económico mayor, aunque aún rezagado con respecto a las tasas de crecimiento alcanzadas en años anteriores. Fitch estima que el crecimiento de la economía colombiana será de 2,8% en 2018, dado el repunte de las inversiones en infraestructura y la mejora de la demanda doméstica, impulsada por los recortes en la tasa de interés. Esta tasa compara favorablemente con 1,9% esperado para 2017 y 2% registrado en 2016. La agencia no espera cambios significativos en la política macroeconómica de Colombia derivada del ciclo electoral de 2018.

**Reducción en Tasas de Interés Impulsa a Corporativos**

Durante 2017, el Banco de la República ejecutó una política monetaria expansiva, con reducciones sucesivas de tasas de interés, en medio de un escenario de mayor estabilidad de la tasa de cambio y con la tasa de inflación convergiendo a la meta de 3%. El mantenimiento de un ambiente de tasas de interés bajas debe favorecer al consumo local, lo que beneficia especialmente a las empresas con mayor exposición a riesgos de demanda.

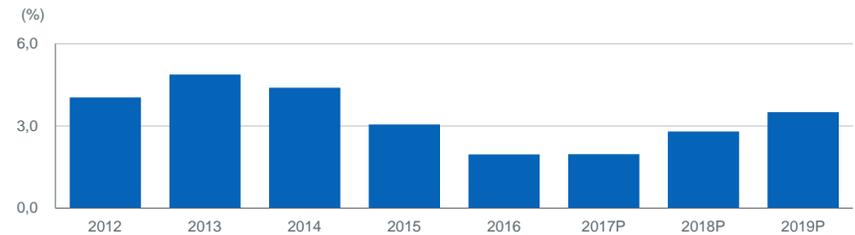
**Emisiones Locales de Deuda en Crecimiento**

Fitch espera que continúe la tendencia creciente de emisiones de deuda en el mercado local durante 2018. Al cierre de septiembre 2017, el sector corporativo colombiano había realizado emisiones en el mercado local por alrededor de COP4,5 billones, lo cual compara positivamente frente a los COP1,9 billones emitidos durante todo 2016. Las empresas han aprovechado las reducciones continuas de las tasas de interés en el mercado local y la liquidez en el mercado para financiar sus programas de inversiones y extender los plazos de financiamiento con emisiones hasta de 30 años.

**Efecto Mixto de la Reforma Tributaria**

El sector corporativo colombiano ha tenido un efecto mixto por la aplicación de la reforma tributaria desde comienzos de 2017. Por una parte, la generación de FCO de las empresas en los sectores regulados de electricidad y gas natural, con baja exposición a riesgos volumétricos, se espera que se beneficie de la reducción gradual de la tasa de impuestos corporativos, mientras que las empresas cíclicas o con exposición alta a la volatilidad de la demanda se han enfrentado a las presiones en el consumo, producto del incremento de la tasa del impuesto al valor agregado (IVA) a 19% desde 16% a partir de 2017.

**Crecimiento PIB Colombia**



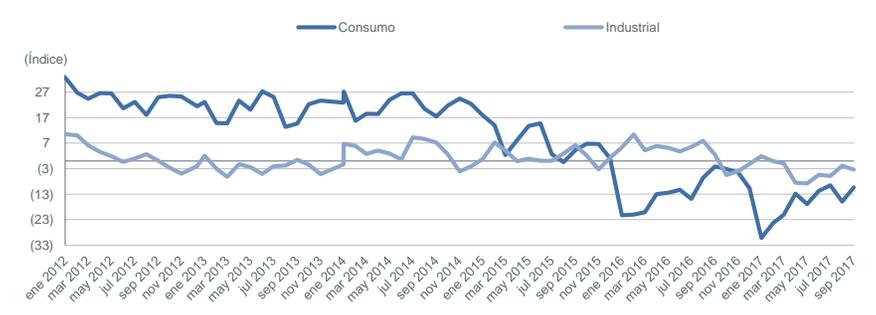
P: proyectado.  
Fuente: Departamento Nacional de Estadística (DANE).

**Desempleo, Inflación y Tasa de Interés**



IPC: Índice de Precios al Consumidor.  
Fuente: Banco de la República.

**Indicadores de Confianza**



Fuente: Departamento Nacional de Estadística (DANE)



## Sensibilidad de la Calificación para Emisores con Perspectivas Negativas o Positivas o Calificaciones de CCC o Menos

Emisor	Calificación Internacional	Perspectiva	Indicador de Cobertura 2018P (x) <sup>a</sup>	Apalancamiento 2018P (x) <sup>b</sup>	Detonante Clave para Baja	Detonante Clave para Alza
Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S.A. E.S.P. (ETB)	BB+	Negativa	2,5	3,2	Apalancamiento neto superior a 3,5x de forma sostenida	Una acción de calificación positiva es improbable, dado el incremento del apalancamiento y el FFL negativo previsto.
Avianca Holdings S.A.	B	Negativa	2,0	5,8	Apalancamiento bruto sostenido superior a 6,5x	Apalancamiento bruto que tienda a niveles alrededor de 5x
Isagen S.A. E.S.P.	BBB-	Positiva	3,6	2,6	Cambio en la estrategia de la empresa que resulte en un plan más agresivo de inversiones o apalancamiento	Apalancamiento inferior a 3x de forma sostenida

<sup>a</sup> EBITDAR Operativo/Intereses + Arrendamientos <sup>b</sup> Deuda Total Ajustada/EBITDAR operativo. x: veces.  
Fuente: Fitch

## Informes de Perspectiva

[fitchratings.com/outlooks](http://fitchratings.com/outlooks)

## Informes Relacionados

[Fitch Afirma el Soberano de Colombia en 'BBB'; Perspectiva Estable \(Octubre 27, 2017\).](#)

## Analistas

Jorge Yanes  
+57 1 4846770 Ext 1170  
[jorge.yanes@fitchratings.com](mailto:jorge.yanes@fitchratings.com)

Natalia O'Byrne  
+57 1 4846770 Ext 1100  
[natalia.obyrne@fitchratings.com](mailto:natalia.obyrne@fitchratings.com)

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de Autor © 2017 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".