

Fitch Asigna 'AA-(col)' a Emisión de Bonos Ordinarios de Odinsa

Fitch Ratings asignó calificación nacional de largo plazo de 'AA-(col)' a los bonos ordinarios por COP280.000 millones a ser emitidos por Odinsa S.A.

La calificación de la próxima emisión de Odinsa considera la vinculación con el perfil crediticio de Grupo Argos S.A. (Grupo Argos) [AAA(col) Perspectiva Estable], fundamentada en la existencia de vínculos operacionales y estratégicos fuertes. Odinsa es un pilar clave en la estrategia de crecimiento de Grupo Argos. Asimismo, la calificación incorpora la experiencia amplia de Odinsa en el desarrollo de proyectos de infraestructura dentro y fuera de Colombia, el fortalecimiento de los flujos recibidos de las diversas concesiones en las que participa, así como su enfoque en concesiones de largo plazo, lo que le brinda predictibilidad en su generación de flujo de caja operativo (FCO). La calificación está limitada por el apalancamiento que se ha ubicado por encima de las 4,0 veces (x) durante los últimos años, a excepción del cierre de 2019, cuando se benefició por los cash-out realizados. Para efectos de análisis, en un ejercicio combinación que incorpora la deuda de Odinsa Holding Inc., así como sus flujos operativos, el indicador deuda a EBITDA al cierre de 2019 fue de 1,2x. En su caso base, Fitch estima que el indicador combinado de apalancamiento suba transitoriamente en torno a las 6,0x en 2020, producto de la contingencia sanitaria provocada por el coronavirus, y que en el horizonte de proyección entre 2021 a 2023 se ubique en alrededor de 2,5x en promedio, sustentado en la estrategia de cash-out que ha venido gestionando la compañía. Fitch estima que la emisión propuesta de bonos ordinarios por COP280.000 millones, objeto de la presente calificación, se destinará en su totalidad a sustituir pasivos financieros y no supondrá deuda incremental.

FACTORES CLAVE DE LA CALIFICACIÓN

Importancia para la Matriz: Fitch evalúa de manera positiva la presencia de Grupo Argos como accionista controlador (99,8%), el cual alinea las directrices y políticas de Odinsa con las propias. Lo anterior se refleja en el direccionamiento estratégico hacia los negocios de concesiones viales y aeroportuarias, y la desinversión en activos no estratégicos. Odinsa es un pilar clave dentro de la estrategia de crecimiento de Grupo Argos que complementa su portafolio de inversiones y tiene el potencial de ser una fuente estable de dividendos a mediano plazo. Las calificaciones incorporan el compromiso de Grupo Argos de soportar la estructura de capital de Odinsa en caso de ser requerido.

Ingresos por Dividendos Impactados por Coronavirus: Debido a la contingencia sanitaria provocada por el coronavirus, las concesiones donde participa la compañía se han visto afectadas, principalmente las aeroportuarias. Fitch estima que en 2020 no se recibirán ingresos por dividendos de estas concesiones y para 2021, solo se contemplan ingresos por dividendos de Corporación Quiport. La generación operativa de la compañía dependerá de la ejecución de las estrategias de cash-out de algunos proyectos, lo que le permitirá a la compañía gestionar su estructura de capital. Cabe destacar que las concesiones viales, en su mayoría, se encuentran bajo la figura de ingreso mínimo garantizado, lo cual mitiga, en parte, los menores ingresos esperados de las concesiones aeroportuarias.

Flujo de Fondos Libre Prospectivo Positivo: La fuente principal de caja de Odinsa para honrar sus aportes de capital y compromisos financieros deriva de los dividendos recibidos y del repago de deuda subordinada (capital e intereses) aportada a cada proyecto. Pese a que en 2020 el flujo de fondos libre (FFL) se verá presionado por menores ingresos recibidos, en especial provenientes de Opain y Corporación Quiport, Fitch estima que a partir de 2021 el FFL será positivo y se ubicará en torno a COP538.000 millones. Asimismo, el fortalecimiento del FCO a través de su estrategia de cash-out, le permitirá a Odinsa fondear los aportes de capital esperados para los próximos años y repagar deuda a nivel de holding. Entre 2020 y 2023, la compañía deberá realizar aportes tanto de equity como de deuda subordinada por COP98.000 millones, asociados al proyecto Pacífico 2 y al pago por la adquisición del túnel de Oriente por COP230.000 millones. El caso base de Fitch no contempla aportes de capital adicionales asociados a nuevos proyectos.

Portafolio de Concesiones Balanceado: La estrategia de Odinsa de participar en proyectos que involucren la operación de concesiones de largo plazo con ingresos predecibles es positiva para las calificaciones. La empresa ha buscado diversificar su portafolio de proyectos al intervenir en concesiones internacionales que mitigan los riesgos que

se derivan de los ciclos del negocio. Tal es el caso del Aeropuerto de Quito, que no implicó riesgo de construcción al tratarse de un activo en operación, con capacidad de generación de flujo de caja y de pagar dividendos a sus accionistas, y más reciente el túnel de Oriente.

Estructura de Capital Flexible: A diciembre de 2019, el apalancamiento individual de la compañía, medido como deuda a EBITDA más dividendos y deuda subordinada, fue de 0,8x, considerablemente menor que los registrados en años anteriores, cuando se ubicaba en torno a las 4,0x. Los dividendos extraordinarios recibidos por el cash-out realizado en Corporación Quiport, Opaín y Autopistas del Café, fueron destinados a repago de deuda. En un ejercicio de combinación que incorpora tanto la deuda de Odinsa Holding Inc., garantizada por Odinsa S.A., los flujos de dividendos y repago de deuda subordinada, el indicador cerró en 1,2x. Fitch estima que para 2020 este indicador será cercano a 6,0x y que para los próximos años promedie 2,5x, sustentado en los posibles cash-out que podría realizar Odinsa sobre sus inversiones y la liberación en el flujo de caja por el no pago de dividendos a su matriz en 2020 y 2021. A partir de 2023, la compañía retornaría a su estructura de capital histórica con un apalancamiento en torno a las 4,0x.

A nivel individual, la deuda financiera de Odinsa alcanzó COP492.857 millones al cierre de 2019 y a marzo de 2020 ascendía a COP505.339 millones. Está compuesta por COP107.257 millones de deuda bancaria y COP398.080 millones de la emisión de bonos locales con vencimientos entre 2020 y 2022. Actualmente, Odinsa tiene cartas de crédito stand-by que garantizan préstamos por aproximadamente USD147 millones, de los cuales USD101 millones corresponden a aportes de equity y construcción de Pacífico 2 y alrededor de USD40 millones a garantías otorgadas en el contrato de concesión de Corporación Quiport.

Experiencia Amplia en el Sector de Infraestructura: Odinsa acumula una experiencia amplia en la gestión, construcción y operación de proyectos de infraestructura vial y aeroportuarias. En la actualidad, la compañía posee mayoría accionaria en diversas concesiones viales en distintas fases de madurez. Asimismo, mantiene participación en dos concesiones aeroportuarias importantes en Colombia y en Ecuador.

RESUMEN DE DERIVACIÓN DE LA CALIFICACIÓN

El perfil crediticio de Odinsa compara por encima del de Construcciones El Cóndor S.A. (CEC) [A-(col) Perspectiva Negativa]. La calificación de Odinsa se beneficia de su participación en concesiones maduras que proporcionan un flujo estable de dividendos, así como del respaldo de su matriz Grupo Argos. El perfil de crédito de Odinsa está restringido por las expectativas de Fitch de que la compañía mantenga un apalancamiento estructural en niveles promedio de 4,0x a mediano plazo, dado que su estrategia de cash-out es limitada. Fitch considera que el perfil crediticio individual de Odinsa sin el soporte de Grupo Argos sería conmensurable con una calificación de A+(col).

Por su parte, el modelo de negocio de CEC tiende a ser más volátil y menos predecible al estar expuesto a los ciclos de la actividad de construcción, que se compensan parcialmente por la experiencia amplia de la compañía en la construcción de proyectos de infraestructura y el riesgo bajo de ejecución relativo de sus principales proyectos. Asimismo, el apalancamiento de Odinsa al cierre de 2019, tanto individual como en el ejercicio combinado (0,8x y 1,2x, respectivamente) compara positivamente con el de CEC (4,4x). Fitch considera que el perfil financiero de CEC es más vulnerable dada la posición de liquidez débil que tiene actualmente.

SUPUESTOS CLAVE

Los supuestos clave de Fitch en el caso base de la calificación del emisor son:

--ingreso por dividendos y repago de deuda subordinada en línea con lo contemplado por la gerencia. Se consideran posibles cash-outs en 2020 y 2021;

--se incorporan deuda, flujos de dividendos y pago de deuda subordinada de Odinsa Holding Inc.;

--aportes de capital y deuda subordinada en proyecto Pacífico 2 por COP98.000 millones en 2020 y pago del túnel de Oriente por COP230.000 millones entre 2020 y 2021;

- no se incorporan aportes de capital ni ingresos asociados a Malla Vial del Meta;
- no se distribuyen dividendos en 2020 ni 2021, en línea con lo proyectado por la compañía.

SENSIBILIDAD DE LA CALIFICACIÓN

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

- fortalecimiento de la estructura de capital que evidencien un mayor soporte de Grupo Argos hacia la compañía;
- niveles de apalancamiento inferiores a 4,0x de forma sostenida;
- generación de flujo de fondos libre (FFL) positivo a través del ciclo.

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación negativa/baja:

- debilitamiento de la relación entre la matriz y la subsidiaria;
- política agresiva de reparto de dividendos que deterioren el FFL;
- participación en proyectos nuevos, cuyos aportes de capital sean financiados principalmente con deuda;
- deterioro del flujo de dividendos y/o de repagos de deuda subordinada.

LIQUIDEZ

Posición de Liquidez Ajustada: A marzo de 2020, la empresa mantenía disponibilidades de efectivo por COP38.711 millones frente a vencimientos de corto plazo de COP355.547 millones, correspondientes en su mayoría al vencimiento del primer tramo de los bonos por COP280.000 millones. Con el objetivo de enfrentar los retos que supone la pandemia, Odinsa obtuvo el pasado 7 de abril, un desembolso por COP117.480 millones con un plazo de 12 meses, para fondear las necesidades de caja de la compañía por lo que resta del año. Asimismo, buscará la refinanciación de su deuda de corto plazo para así liberar presiones de liquidez. Fitch considera como una fortaleza de la compañía el acceso demostrado al mercado bancario y de capitales local, que hace que su exposición a un posible riesgo de refinanciación sea moderada.

LISTADO DE ACCIONES DE CALIFICACIÓN

[Click here to enter text.](#)

Contactos Fitch Ratings:

Juana Liévano (Analista Líder)
Associate Director
+57 1 484 6770
Fitch Ratings Colombia
Calle 69 A No. 9-85 Bogotá

Luis Felipe Idárraga (Analista Secundario)
Senior Analyst
+57 1 484 6770

Natalia O'Byrne (Presidente del Comité de Calificación)
Senior Director
+57 1 484 6770

Relación con medios:

Mónica Saavedra, Bogotá. Tel. + 57 1 484-6770 Ext. 1931. E-mail: monica.saavedra@fitchratings.com.

AVISOS LEGALES PARTICULARES POR PAÍS

Las calificaciones mencionadas fueron requeridas y se asignaron o se les dio seguimiento por solicitud de la entidad calificada o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.

Información adicional disponible en www.fitchratings.com/site/colombia.

Metodologías aplicadas en escala nacional:

- Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas (Junio 26, 2020);
- Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria (Diciembre 20, 2019);
- Metodología de Calificaciones en Escala Nacional (Junio 8, 2020).

INFORMACIÓN REGULATORIA

NOMBRE EMISOR ó ADMINISTRADOR: Emisión Bonos Ordinarios por COP280.000 millones

NÚMERO DE ACTA: 5992

FECHA DEL COMITÉ: 1 de julio de 2020

PROPÓSITO DE LA REUNIÓN: Calificación Inicial

MIEMBROS DE COMITÉ: Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página web: <https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr:1b0dcccce-4579-444a-95a4-571e22ec9c13/06-12-2017%20Lista%20Comite%20Tecnico.pdf>

CALIFICACIONES EN EJERCICIO DEL DERECHO DE RESERVA: Calificación Emisión Bonos Ordinarios por COP280.000 millones en 'AA-(col)' asignada el día 01 de julio de 2020.

La calificación de riesgo crediticio de Fitch Ratings Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores constituye una opinión profesional y en ningún momento implica una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituye garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado.

En los casos en los que aplique, para la asignación de la presente calificación Fitch Ratings consideró los aspectos a los que alude el artículo 4 del Decreto 610 de 2002, de conformidad con el artículo 6 del mismo Decreto, hoy incorporados en los artículos 2.2.2.2.2. y 2.2.2.2.4., respectivamente, del Decreto 1068 de 2015.

CALIFICACIONES CREDITICIAS NACIONALES DE LARGO PLAZO:

AAA(col). Las Calificaciones Nacionales 'AAA' indican la máxima calificación asignada por Fitch en la escala de calificación nacional de ese país. Esta calificación se asigna a emisores u obligaciones con la expectativa más baja de riesgo de incumplimiento en relación a todos los demás emisores u obligaciones en el mismo país.

AA(col). Las Calificaciones Nacionales 'AA' denotan expectativas de muy bajo riesgo de incumplimiento en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. El riesgo de incumplimiento difiere sólo ligeramente del de los emisores u obligaciones con las más altas calificaciones del país.

A(col). Las Calificaciones Nacionales 'A' denotan expectativas de bajo riesgo de incumplimiento en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de pago oportuno en mayor grado que lo haría en el caso de los compromisos financieros dentro de una categoría de calificación superior.

BBB(col). Las Calificaciones Nacionales 'BBB' indican un moderado riesgo de incumplimiento en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Sin embargo, los cambios en las circunstancias o condiciones económicas son más probables que afecten la capacidad de pago oportuno que en el caso de los compromisos financieros que se encuentran en una categoría de calificación superior.

BB(col). Las Calificaciones Nacionales 'BB' indican un elevado riesgo de incumplimiento en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Dentro del contexto del país, el pago es hasta cierto punto incierto y la capacidad de pago oportuno resulta más vulnerable a los cambios económicos adversos a través del tiempo.

B(col). Las Calificaciones Nacionales 'B' indican un riesgo de incumplimiento significativamente elevado en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Los compromisos financieros se están cumpliendo pero subsiste un limitado margen de seguridad y la capacidad de pago oportuno continuo está condicionada a un entorno económico y de negocio favorable y estable. En el caso de obligaciones individuales, esta calificación puede indicar obligaciones en problemas o en incumplimiento con un potencial de obtener recuperaciones extremadamente altas.

CCC(col). Las Calificaciones Nacionales 'CCC' indican que el incumplimiento es una posibilidad real. La capacidad para cumplir con los compromisos financieros depende exclusivamente de condiciones económicas y de negocio favorables y estables.

CC(col). Las Calificaciones Nacionales 'CC' indican que el incumplimiento de alguna índole parece probable.

C(col). Las Calificaciones Nacionales 'C' indican que el incumplimiento de un emisor es inminente.

RD(col). Las Calificaciones Nacionales 'RD' indican que en la opinión de Fitch Ratings el emisor ha experimentado un "incumplimiento restringido" o un incumplimiento de pago no subsanado de un bono, préstamo u otra obligación financiera material, aunque la entidad no está sometida a procedimientos de declaración de quiebra, administrativos, de liquidación u otros procesos formales de disolución, y no ha cesado de alguna otra manera sus actividades

comerciales.

D(col). Las Calificaciones Nacionales 'D' indican un emisor o instrumento en incumplimiento.

E(col). Descripción: Calificación suspendida. Obligaciones que, ante reiterados pedidos de la calificadora, no presenten información adecuada.

Nota: Los modificadores "+" o "-" pueden ser añadidos a una calificación para denotar la posición relativa dentro de una categoría de calificación en particular. Estos sufijos no se añaden a la categoría 'AAA', o a categorías inferiores a 'CCC'.

CALIFICACIONES CREDITICIAS NACIONALES DE CORTO PLAZO:

F1(col). Las Calificaciones Nacionales 'F1' indican la más fuerte capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. En la escala de Calificación Nacional de Fitch, esta calificación es asignada al más bajo riesgo de incumplimiento en relación a otros en el mismo país. Cuando el perfil de liquidez es particularmente fuerte, un "+" es añadido a la calificación asignada.

F2(col). Las Calificaciones Nacionales 'F2' indican una buena capacidad de pago oportuno de los compromisos financieros en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Sin embargo, el margen de seguridad no es tan grande como en el caso de las calificaciones más altas.

F3(col). Las Calificaciones Nacionales 'F3' indican una capacidad adecuada de pago oportuno de los compromisos financieros en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Sin embargo, esta capacidad es más susceptible a cambios adversos en el corto plazo que la de los compromisos financieros en las categorías de calificación superiores.

B(col). Las Calificaciones Nacionales 'B' indican una capacidad incierta de pago oportuno de los compromisos financieros en relación a otros emisores u obligaciones en el mismo país. Esta capacidad es altamente susceptible a cambios adversos en las condiciones financieras y económicas de corto plazo.

C(col). Las Calificaciones Nacionales 'C' indican que el incumplimiento de un emisor es inminente.

RD(col). Las calificaciones Nacionales 'RD' indican que una entidad ha incumplido en uno o más de sus compromisos financieros, aunque sigue cumpliendo otras obligaciones financieras. Esta categoría sólo es aplicable a calificaciones de entidades.

D(col). Las Calificaciones Nacionales 'D' indican un incumplimiento de pago actual o inminente.

E(col). Descripción: Calificación suspendida. Obligaciones que, ante reiterados pedidos de la calificadora, no presenten información adecuada.

PERSPECTIVAS Y OBSERVACIONES DE LA CALIFICACIÓN:

PERSPECTIVAS. Estas indican la dirección en que una calificación podría posiblemente moverse dentro de un período entre uno y dos años. Asimismo, reflejan tendencias que aún no han alcanzado el nivel que impulsarían el cambio en la calificación, pero que podrían hacerlo si continúan. Estas pueden ser: "Positiva"; "Estable"; o "Negativa".

La mayoría de las Perspectivas son generalmente Estables. Las calificaciones con Perspectivas Positivas o Negativas no necesariamente van a ser modificadas.

OBSERVACIONES. Estas indican que hay una mayor probabilidad de que una calificación cambie y la posible dirección de tal cambio. Estas son designadas como "Positiva", indicando una mejora potencial, "Negativa", para una baja potencial, o "En Evolución", si la calificación pueden subir, bajar o ser afirmada.

Una Observación es típicamente impulsada por un evento, por lo que es generalmente resuelta en un corto período. Dicho evento puede ser anticipado o haber ocurrido, pero en ambos casos las implicaciones exactas sobre la calificación son indeterminadas. El período de Observación es típicamente utilizado para recoger más información y/o usar información para un mayor análisis.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/DEFINITIONS. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/COLOMBIA. 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.