

Reporte de calificación

EMISIÓN DE BONOS DE DEUDA PÚBLICA INTERNA DEL DEPARTAMENTO DE CUNDINAMARCA

Comité Técnico: 9 de julio 2019
Acta número: 1574

Contactos:
Luisa Fernanda Higuera Joseph
luisa.higuera@spglobal.com

Lina Vélez Ramírez
lina.velez@spglobal.com

EMISIÓN DE BONOS DE DEUDA PÚBLICA INTERNA DEL DEPARTAMENTO DE CUNDINAMARCA

CARACTERÍSTICAS DE LOS TÍTULOS

Títulos:	Deuda Pública Interna Del Departamento De Cundinamarca
Emisor:	Departamento de Cundinamarca
Monto Calificado:	COP130.000 MM (Monto Inicial)
Monto en Circulación:	COP130.000 millones
Fecha de Colocación:	5 de Diciembre de 2018
Plazos:	Diez Años.
Rendimiento:	IPC+Tasa Adjudicada 4% E.A.
Periodicidad Pago de Intereses:	La periodicidad de pago de los intereses de los Bonos será Trimestre Vencido (TV).
Pago de Capital:	El capital de los Bonos será pagado totalmente al vencimiento de los mismos.
Agente estructurador y colocador:	Credicorp Capital Colombia S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa.
Administrador:	Depósito Centralizado de Valores de Colombia DECEVAL S. A.
Representante de los tenedores:	Fiduciaria Corficolombiana S.A.

Resumen

- Subimos la calificación de deuda de largo plazo a “AAA” desde “AA+” a la Deuda Pública Interna del Departamento de Cundinamarca.
- Asignamos la misma calificación del emisor, Departamento de Cundinamarca, ya que la emisión recae en la capacidad de pago del mismo y no cuenta con garantías adicionales
- El alza de la calificación incorpora la fuerte capacidad de pago que ha mantenido el departamento a lo largo de la calificación, la cual que le ha permitido pagar sus obligaciones en tiempo y en forma, y cumplir con los indicadores de ley, condiciones que esperamos se mantengan en el largo plazo. Esta dinámica la explican tres factores: la estabilidad de sus ingresos, aún en épocas de desaceleración de la economía, sus políticas adecuadas de control de gastos y el manejo prudente de su endeudamiento.
- De forma positiva, la emisión tuvo una demanda de 1,43 veces (x) y le dio recurrencia al Departamento de Cundinamarca en el mercado de valores local.
- De acuerdo con el cronograma de amortización programado, los intereses están programados para ser pagados trimestralmente. Tenemos la evidencia que los pagos de este año se realizaron de forma oportuna en cuanto al monto y en la fecha estipulada.
- A diciembre de 2018, la deuda del departamento representó 65,60% de los ingresos corrientes ajustados. De acuerdo con la administración departamental, para 2019 la deuda proyectada sería de 61,6%, nivel que decrece de forma importante en los años siguientes a cifras similares a las observadas al inicio de la administración actual.
- En futuras revisiones daremos especial seguimiento al endeudamiento adicional que pudiera tomar el ente territorial, a la continuidad en las políticas de control y fiscalización, al comportamiento de las vigencias futuras y a las presiones que esto pudiera tener sobre las finanzas departamentales.

Acción de Calificación

Bogotá, 9 de julio de 2019.- El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión periódica subió la calificación de deuda de largo plazo a “AAA” de “AA+” a la Deuda Pública Interna del Departamento de Cundinamarca.

Fundamentos de la calificación:

El aumento de la calificación del Departamento de Cundinamarca responde, principalmente, a la consistencia en su gestión financiera y administrativa, la cual se evidencia en el desempeño financiero destacable de la entidad. Destacamos la implementación de políticas tales como el fortalecimiento del recaudo por medio de campañas de fiscalización y control de la evasión y por otro el manejo conservador en cuanto al incremento de los gastos y al nivel de endeudamiento del ente territorial. Todo lo anterior le ha permitido cumplir tanto con sus obligaciones de forma oportuna, así como con los requerimientos dispuestos por la Ley.

A marzo de 2019, los ingresos tributarios del departamento mostraron un crecimiento anualizado de 0,55%. Lo anterior se deriva de un incremento en los impuestos de vehículos, consumo de licores, sobretasa al consumo de cigarrillo y juegos de suerte y azar, factor que compensó la caída del tributo por concepto de registro y de consumo de vino. Este comportamiento revierte el resultado decreciente de los ingresos registrada a diciembre de 2018 de -1,4%, factor que consideramos responde a la implementación de políticas de fiscalización y de control implementadas por la administración como medida para evitar la contracción de sus ingresos.

El recaudo por concepto de registro tuvo un decrecimiento anualizado de 13,77% debido a la menor dinámica de la construcción; de acuerdo con información del departamento, lo anterior se debe a un alto inventario de vivienda nueva, a la incertidumbre frente al Plan de Ordenamiento Territorial de Bogotá y a la posibilidad de la creación de impuestos adicionales relacionados con la compra de vivienda, aspectos a los que haremos una revisión detallada en las próximas revisiones. De acuerdo con nuestras estimaciones, al cierre de 2019 el decrecimiento anualizado sería cercano a 3,65%, tomando como base el comportamiento del primer trimestre del año.

El impuesto al consumo de cerveza tuvo un crecimiento anual de 1,31% a marzo de 2019, dinámica que es considerablemente inferior a la registrada en años anteriores, pero superior a la registrada al cierre de 2018. De acuerdo con información suministrada por las diferentes administraciones territoriales, esto se debe a la implementación del Código de Policía que restringe el consumo de licor en el espacio público; sin embargo, recientemente esta norma se modificó, por lo cual estaremos atentos al impacto positivo que esto pueda tener en las finanzas del departamento. Esperamos que para el cierre del año es que registre un valor que por lo menos sea similar al de 2018. Como medida adicional de control, la administración departamental espera hacer mayor fiscalización por conceptos adicionales.

Los ingresos por concepto de cigarrillos y licores, en conjunto, representaron 5,40% del total de los ingresos y tuvieron un incremento anualizado de 46,60% explicado por factores puntuales tales como: a) El incremento de 219% en los ingresos por concepto de a sobretasa al consumo de cigarrillos b) La recuperación paulatina del consumo de licores, cuyo crecimiento anualizado al primer trimestre fue de 29,3%. Para el cierre a 2019 esperamos un crecimiento anual de aproximadamente 6,14% con base en el comportamiento de estos tributos a marzo de este año.

En cuanto al recaudo por el impuesto de vehículos, este presentó un crecimiento anualizado de 31,02% a marzo de 2019 como respuesta a los descuentos otorgados (10%), el seguimiento y control de los vehículos omisos y la ampliación de la ubicabilidad de la base de morosos al pasar al 83% de contribuyentes en 2018 desde 17% registrado el año anterior. Esperamos un crecimiento de por lo menos 6,03% para el cierre del año, teniendo en cuenta las medidas implementadas por la entidad.

EMISIÓN DE BONOS DE DEUDA PÚBLICA INTERNA DEL DEPARTAMENTO DE CUNDINAMARCA

A marzo de 2019, los ingresos no tributarios crecieron 28,07%. Con base en el comportamiento histórico de las demás rentas, asumimos un crecimiento de 3,13% para el cierre de 2019 y una tasa de incremento de 3,00% en promedio para los siguientes años.

Como hemos visto en otros entes territoriales calificados, el sistema de transferencia de la Nación tiene reglas claras y los pagos se realizan de forma oportuna. Para el caso del Departamento de Cundinamarca, estos recursos representaron en promedio 33,87% del total de ingresos para el periodo 2015-2018, porcentaje similar al de sus pares y ha registrado un crecimiento promedio de 9,15% durante el mismo periodo. Dado que estos recursos provienen del Sistema General de Participaciones (SGP), tienen destinación específica para inversiones en educación, salud, agua potable y saneamiento básico. En términos de cobertura, el departamento ha presentado mejoras importantes en la cobertura de servicios públicos.

Los gastos del Departamento han representado en promedio el 82,25% de los ingresos totales para el periodo 2015-2018. A marzo de 2019, los gastos de funcionamiento registraron un decrecimiento de 4,05%, el cual es inferior al 14,45% registrado a diciembre de 2018 y que es explicado, entre otros, por un menor valor de los gastos de personal. Dado lo anterior, sobre este último rubro, proyectamos un decrecimiento de 3,74% para el cierre de 2019. No obstante, teniendo en cuenta la entrada de una nueva administración para los próximos años, esperamos que vuelva a crecer a una tasa promedio de 3,95% para los próximos tres años.

Por otro lado, los gastos asociados a la inversión decrecieron 20,84% a marzo de 2019, el cual es superior al -1% de diciembre de 2018, pero similar al 22,8% registrado en 2017. De acuerdo con nuestras estimaciones, esperamos que este rubro crezca marginalmente para el cierre a diciembre de 2019 teniendo en cuenta los resultados evidenciados para este año y para los años siguientes calculamos un crecimiento promedio de 2,25%.

Siguiendo los parámetros de la regulación colombiana, en los últimos cuatro años, el ente territorial ha cumplido con los lineamientos de disciplina fiscal en los gastos de funcionamiento y el nivel de endeudamiento. Esperamos que estos indicadores sigan siendo inferiores a los que estipula la ley, puesto que no estimamos modificaciones importantes en cuanto a la planta de personal del departamento, ni un incremento acelerado de la deuda.

A marzo de 2019, las obligaciones financieras del ente territorial eran COP756.116 millones, equivalentes a 63,70% de los ingresos corrientes ajustados anualizados al cierre de 2019. La administración del ente territorial espera recibir un desembolso por COP56.000 millones en el segundo semestre del año que forma parte de la ampliación del cupo autorizado en 2018. Al incluir este valor, los saldos de las obligaciones financieras representarían el 61,6% de los ingresos corrientes ajustados al cierre de 2019, 48,9% para 2020 y 36,6% para 2021. Aunque para el cierre a diciembre de 2019 evidenciamos un incremento en el valor del apalancamiento, el indicador decrece en los dos años siguientes de forma importante, dando margen de maniobra a la siguiente administración en cuanto al apalancamiento.

Con el fin de mejorar las condiciones de la deuda, el ente territorial emitió bonos por valor de COP130.000 millones en diciembre de 2018. Las condiciones finales acordadas dieron como resultado un plazo de 10 años a una tasa indexada de IPC+4% efectivo anual (E.A.) la cual es similar a la proyectada en los escenarios presentados en la revisión periódica anterior.

De acuerdo con las proyecciones del departamento incluidas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo, en los escenarios de la deuda, el monto de las vigencias futuras comprometidas por COP1,84 billones para el periodo 2020-2029, es superior a las comprometidas en la revisión anterior de COP793.000 millones hasta 2024. Estos recursos están distribuidos en inversiones en agua y proyectos de transporte. En nuestra opinión, aun cuando las vigencias futuras no se categorizan como operaciones de crédito público, su uso resta flexibilidad financiera a la capacidad de pago del ente territorial, razón por la cual en nuestras proyecciones incluimos este monto como un mayor servicio de la deuda.

EMISIÓN DE BONOS DE DEUDA PÚBLICA INTERNA DEL DEPARTAMENTO DE CUNDINAMARCA

Como parte de la evaluación de la capacidad de pago realizamos un escenario de proyección financiera para el periodo 2019-2021, basados en el comportamiento histórico de los diferentes tributos al primer trimestre del año, así como en nuestros supuestos de inflación. Adicionalmente, incorporamos el monto de las vigencias futuras al valor del servicio de la deuda y las obligaciones financieras vigentes y proyectadas del departamento.

Las coberturas del servicio de la deuda, incluidas las vigencias futuras, respecto al ahorro operacional son mínimo de 1,95x y sin incluir estas últimas serían de 3,8x en el periodo 2019-2022, cifra que es ligeramente superior a la registrada durante la revisión del año anterior y evidencia la capacidad más fuerte del departamento para cumplir con el pago del servicio de la deuda de manera oportuna.

En lo referente a la gestión de la administración, es importante mencionar que el Plan de Desarrollo para el periodo 2016-2019 denominado “Unidos podemos más” tiene un presupuesto de COP9,7 billones. A marzo de 2019, la ejecución financiera del plan era de 81% y la administración departamental espera que el avance para el cierre de 2019 sea cercano a 95%, meta que consideramos factible teniendo en cuenta los resultados a la fecha.

Consideramos positivo y relevante que en esta revisión el ente territorial formalizó el proceso para adelantar proyectos de infraestructura vial, tales como la construcción de las fases II y III de Transmilenio a Soacha y el Regiotram de Occidente, los cuales buscan mejorar la conexión de algunos de los principales municipios del Departamento. Estaremos atentos al avance de esta iniciativa y al impacto que esto pudiera tener en las finanzas del departamento.

Las entidades descentralizadas pertenecientes al departamento, han tenido un comportamiento financiero estable y no consideramos representen un riesgo para las finanzas del ente territorial. De hecho, ha recibido dividendos de algunas de ellas, tales como la Empresa de Licores de Cundinamarca (calificada en BBB+ en octubre de 2018 por BRC); sin embargo, estos son poco representativos dentro del total de ingresos del departamento (5,5%).

A marzo de 2019, el ente territorial tenía 920 procesos legales por valor de COP41.198 millones, lo cual representa el 2,05% de su patrimonio y el 3,64% de los ingresos tributarios a diciembre de 2018. De acuerdo con la clasificación que realizó el área jurídica de la entidad, 48,6% de los procesos tienen una probabilidad remota de fallo en contra, el 28,2% una probabilidad media baja, el 16% probabilidad media alta y el 7,2% probabilidad alta. Es importante mencionar que el valor de las pretensiones disminuyó considerablemente frente a lo reportado el año anterior (COP58.491 millones) debido a la gestión y depuración por parte del área jurídica. No consideramos que estos valores representen un riesgo material para la entidad.

A marzo de 2019, el cálculo actuarial de pensiones sumó COP4,71 billones, mientras que el valor de los aportes es de COP3,41 billones registrados ante el Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales (FONPET), lo que representa un cubrimiento de 73,24%. Es importante mencionar que el ente territorial tiene recursos adicionales por valor de COP706.488 millones, representados en recursos en un patrimonio autónomo y en bienes inmuebles, que tienen como fin respaldar el cumplimiento de estas obligaciones.

Liquidez

El departamento ha mantenido un nivel de liquidez, medido como recursos líquidos disponibles sobre obligaciones corrientes superior a 2,49x en los últimos cuatro años, el cual denota una disponibilidad suficiente para cubrir sus obligaciones de corto plazo. Para el caso del servicio de la deuda, las coberturas mínimas fueron de 1,45x en el año 2017, fecha en la cual se pagó la segunda emisión de bonos.

Por otro lado, al considerar únicamente los recursos de libre destinación, el indicador de liquidez frente al servicio de la deuda disminuye hasta alcanzar valores mínimos de 0,56x para el 2017, sin que esto

EMISIÓN DE BONOS DE DEUDA PÚBLICA INTERNA DEL DEPARTAMENTO DE CUNDINAMARCA

represente un riesgo para el ente territorial en la medida que el pago de las obligaciones puede estar respaldado por otras fuentes.

Oportunidades y amenazas

Qué puede llevarnos a confirmar la calificación

BRC identificó los siguientes aspectos que podrían llevarnos a confirmar la calificación actual:

- La estabilidad de los ingresos tributarios producto de la continuidad de la implementación de las políticas de fiscalización y control.
- La promoción del desarrollo de la industria de la región soportada en mayor infraestructura y oportunidades para los habitantes.
- Niveles de endeudamientos similares a los históricos y acordes con los dispuesto por la ley.

Qué podría llevarnos a bajar la calificación

BRC identificó los siguientes aspectos de mejora y/o seguimiento de la compañía y/o de la industria que podrían afectar la calificación actual:

- Decrecimiento de los ingresos tributarios por un periodo prudencial, que desmejore consistentemente las actuales métricas de apalancamiento, liquidez y cobertura de deuda.
- Desaceleración económica del departamento, que afecte el recaudo de los diferentes tributos de consumo.
- Incremento del nivel de endeudamiento a cargo del ente territorial, con valores considerablemente superiores a nuestras estimaciones y al comportamiento histórico.

El Decreto 1068 del 26 de mayo de 2015 estableció la obligación de calificar la capacidad de pago de las entidades territoriales como condición para que éstas puedan gestionar endeudamiento o efectuar operaciones de crédito público externo o interno con plazos superiores a un año. El proceso de calificación que llevó a cabo BRC S&P cumplió con lo exigido por el artículo 2.2.2.1.7.

La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con una oportunidad suficiente por la disponibilidad de la entidad calificada y la entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos y con los requerimientos de BRC Investor Services S. A. SCV.

La información financiera incluida en este reporte está basada en las ejecuciones presupuestales y los estados financieros auditados de los últimos cuatro años y no auditados a marzo del 2019.

BRC Investor Services 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, la calificadora revisó la información pública disponible y la comparó con la información entregada por el emisor calificado.

Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services 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.

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](#).

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