



Celsia

Plataformas de inversión, apalancan su crecimiento

Valor Justo:

COP 4,700

Mantener

Potencial: **58.8%** | Riesgo: **Alto** | Cierre: **2,959**

INFORMACIÓN DEL TÍTULO

Capitalización bursátil (COP mil mm)	3,166
Dividendo anual 2023E (COP/ acción)	377
Retorno por dividendo	10.4%
%MSCI Colcap	1.9%
# Acciones (millones)	1,070
P/VL actual	0.66x
P/U actual	7.46x

Con la estrategia de transformación 2016-2025, Celsia ha logrado mejorar sus indicadores de rentabilidad. Además, en línea con el plan de transición energética, ha logrado diversificar su matriz, incluyendo 132 MW en granjas solares y participar en el desarrollo de centrales eólicas. Esto se ha reflejado en un repunte en sus cifras que no ha sido incorporado en el precio de mercado.

Aunque esperamos que Celsia mantenga esta buena dinámica, consideramos que su plan de expansión se puede ver afectado por el entorno económico de costos de financiación más altos y posibles disrupciones en la cadena de suministro. Además, al sector de energía le esperan cambios importantes en la regulación, con el fin de disminuir las tarifas a los consumidores. Por lo tanto, la compañía podría tener impactos en sus resultados y necesidades de capital de trabajo.

¿POR QUÉ MANTENER?

Pese al amplio espacio de valorización, los retos derivados de cambios regulatorios, sobrecostos en proyectos y liquidez de la acción, nos llevan a esperar un ajuste moderado en el precio del activo o inferior al de otros activos de nuestro universo de cobertura.

Autores

Ana María Guasca
Analista Acciones
amguasca@corredores.com

Katherine Ortiz
Analista Líder Acciones
kortiz@corredores.com



COMPARTIR





CELSIA/ FICHA TÉCNICA

Celsia (Celsia:BVC), la cual parte de Grupo Argos, se encuentra en la industria de energía, en los segmentos de generación de energía, distribución y comercialización. Hoy, la compañía tiene presencia en Colombia, Panamá, Costa Rica y Honduras con una capacidad instalada de 1,788 MW, 25 centrales de generación y 584 proyectos

Balance General Consolidado					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Activos	11,811	12,681	13,800	14,111	14,568
Pasivos	6,070	6,360	7,416	7,439	7,545
Patrimonio	5,741	6,322	6,385	6,672	7,024
Pasivo/Activos	51.4%	50.1%	53.7%	52.7%	51.8%
Deuda Neta/EBITDA	2.9x	3.1x	2.8x	2.8x	2.5x
ROE	4.3%	5.3%	6.6%	6.5%	7.1%
ROA	2.1%	2.6%	3.1%	3.1%	3.4%
ROIC	-1.3%	2.2%	3.2%	3.4%	3.8%

solares. Adicionalmente, en Colombia, ha ido intensificando la construcción de granjas solares a través de plataformas de inversión. En el segmento de distribución y comercialización en Colombia, cuenta con 291 km de redes de transmisión y 45,722 km de redes de distribución.

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ingresos operacionales	3,536	4,111	4,971	5,061	5,446
Costo de ventas	(2,378)	(2,829)	(3,273)	(3,318)	(3,571)
Utilidad Bruta	1,158	1,281	1,699	1,742	1,875
Gastos administrativos	(666)	(765)	(773)	(826)	(884)
Utilidad Operacional	492	516	926	916	991
Utilidad Neta	249	335	424	437	496
EBITDA	1,236	1,368	1,772	1,677	1,815
Margen Bruto	32.7%	31.2%	34.2%	34.4%	34.4%
Margen Neto	7.1%	8.1%	8.5%	8.6%	9.1%
Margen EBITDA	35.0%	33.3%	35.7%	33.1%	33.3%



COMPARTIR

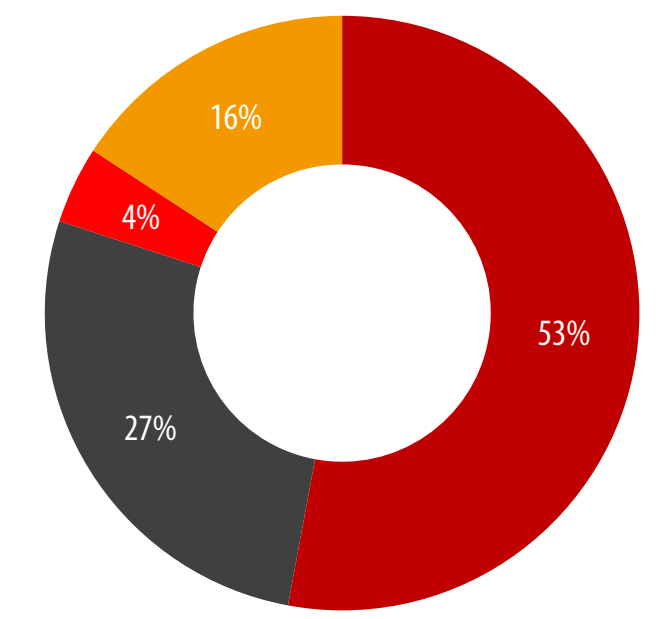




Resumen					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Acciones en circulación (millones)	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
Cap. Bursátil (COP mil millones)	4,943	4,525	3,166	3,166	3,166
Precio (COP/acción)	4,620	4,229	2,959	2,959	2,959
VL (COP/acción)	4,251	4,529	4,477	4,525	4,604
UPA (COP/ acción)	233	313	397	408	464
Deuda Neta (COP mil millones)	3,528	4,290	4,897	4,725	4,498
EV/EBITDA	7.8x	7.5x	5.4x	5.8x	5.4x
P/VL	1.1x	0.9x	0.7x	0.7x	0.6x
P/U	19.8x	13.5x	7.5x	7.2x	6.4x
Retomo por dividendos	2.1%	6.2%	10.4%	12.7%	13.1%
Dividendo por acción	97	262	309	377	388
PPA Regulado (Col)-COP/kWh	220	247	280	238	244
PPA No Regulado (Col)-COP/kWh	191	214	260	213	215

*Precio al 23 de septiembre de 2022, para 2022e, 2023e, 2024e

Composición accionistas



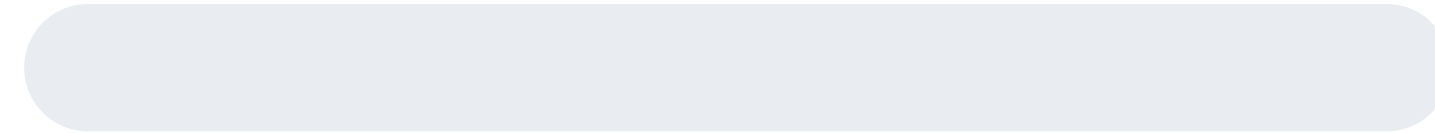
■ Grupo Argos ■ AFPs ■ Fondos Extranjeros ■ Otros

Fuente: Celsia

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📺

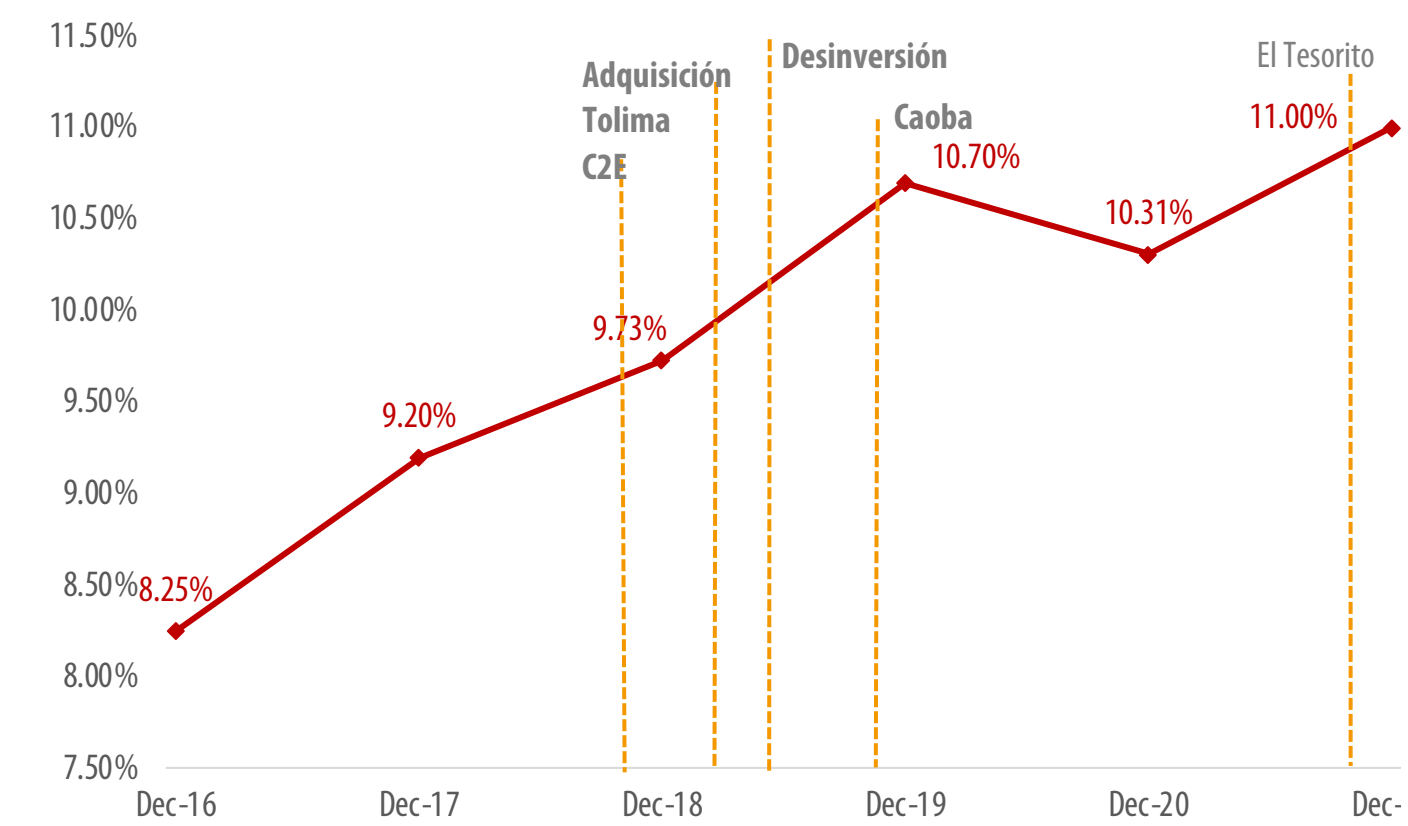




HIPÓTESIS DE VALOR

Celsia avanza en su camino por mejorar sus indicadores de rentabilidad: Desde que inició el proceso de transformación de Celsia en 2016, la compañía ha hecho un gran esfuerzo por mejorar la rentabilidad a fin de cerrar la brecha negativa frente al costo de capital. Es así como el ROCE que se situaba en 8.6% en 2016, ha repuntado gradualmente a raíz de reestructuraciones en el portafolio de activos, estrategias de eficiencia y asignación de capital, desinversiones, búsqueda de socios estratégicos, entre otros. A cierre de 2021 ya se ubicó en 11%. Esperamos que este indicador continúe mejorando a medida que entren en operación nuevos proyectos (2025E=12.1%). En todo caso, en medio del escenario actual de elevadas tasas de interés, este nivel de rentabilidad se sigue ubicando por debajo del WACC.

Retorno sobre el capital empleado (ROCE)



Fuente: Celsia

COMPARTIR

- Like
- Email
- Twitter
- Facebook
- WhatsApp

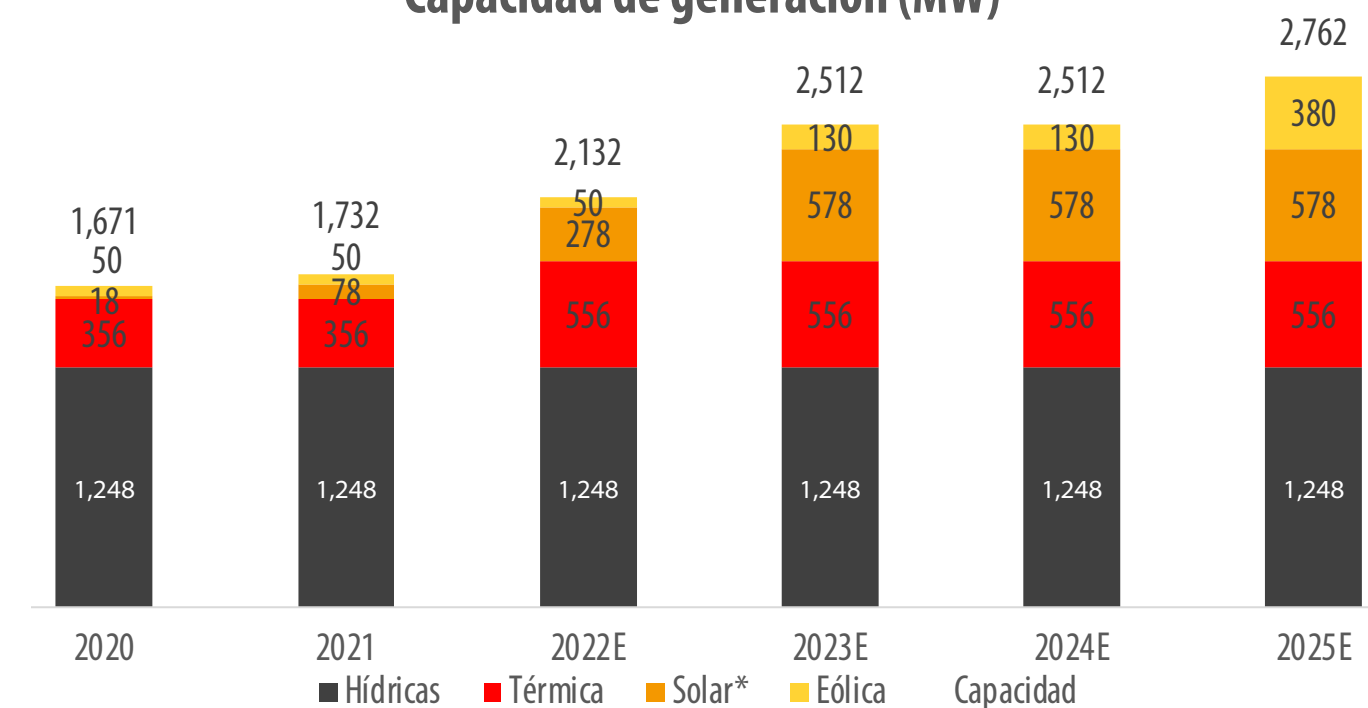




Crecimiento en sus negocios no ha sido reconocido por el mercado: Entre 2019 y 2021, la compañía realizó inversiones por COP 4.9 billones, en expansión de capacidad instalada, plataformas y el negocio de distribución, lo cual se ha traducido en un incremento del EBITDA que pasó de ~COP 25 mil millones trimestrales a cerca de COP 50 mil millones actualmente. Esto sin contar que en agosto de 2022 entró en operación la Central Termoeléctrica de Tesorito, la cual posee una capacidad instalada de 200 megavatios (MW) y una tecnología que permite una gran flexibilidad para su respaldo térmico.

Además, Celsia tiene dos proyectos eólicos en la Guajira, con capacidad de 80 MW y 250 MW, los cuales entrarían en operación entre 2023 y 2025, y continúa con la construcción de granjas solares por 300 MW, por lo que a inicios de 2025 su capacidad total sería de 2,762 MW, creciendo 59% vs su capacidad actual (1,731 MW a cierre de 2T22). Por tanto, esperamos que esto se traduzca en un continuo crecimiento de las utilidades de la compañía.

Capacidad de generación (MW)

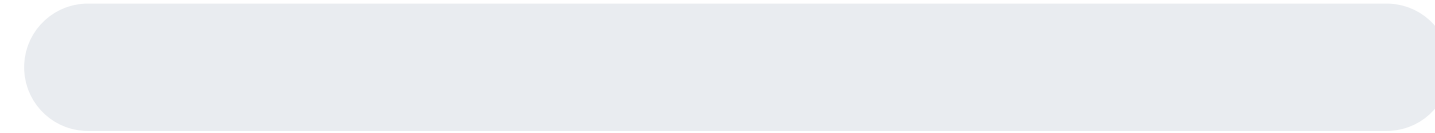


Fuente: Celsia | Estimaciones: Corredores Davivienda |* Incluye capacidad de plataformas



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️



Eficiencias a través de plataformas de inversión: En busca de acelerar el crecimiento de las diferentes líneas de negocio, la compañía ha implementado un modelo orientado a financiar parte de ese crecimiento con un aporte relevante de recursos de terceros a través de la creación de plataformas. Esto no solo mitiga riesgos de liquidez, sino que maximiza el valor del *equity* puesto que la matriz cobra por servicios como representación comercial, operación y mantenimiento, desarrollo y construcción. En 2021, los ingresos por estos conceptos, sumados a algunos servicios financieros ascendieron a COP 147 mil millones. Así, el plan de inversiones de Celsia está avaluado en COP 7 billones para los próximos tres años, donde la compañía solo aportaría el 39%.

C2 Energía en el negocio de generación a partir de fuentes renovables no convencionales. La plataforma pasará de 60 MWp de capacidad a 276 MWp y con los proyectos en etapa de desarrollo podría llegar en el mediano plazo a 1.3GW. El margen Ebitda de este negocio es del 79%.

Caoba la plataforma de transmisión, cerró 2021 con un EBITDA de COP 155 mil millones y activos por valor de COP 1.4 billones. El 49% de los ingresos corresponde a convocatorias y la vida media de dichos ingresos estables es de 21 años. El *pipeline* de proyectos a 2025 suma COP 1.0 billón entre los activos de nivel de tensión 3 y 4 en Valle y Tolima, y las tres convocatorias en construcción Toluviejo, Sahagún y Pacífico, que permitirían duplicar el EBITDA.

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷

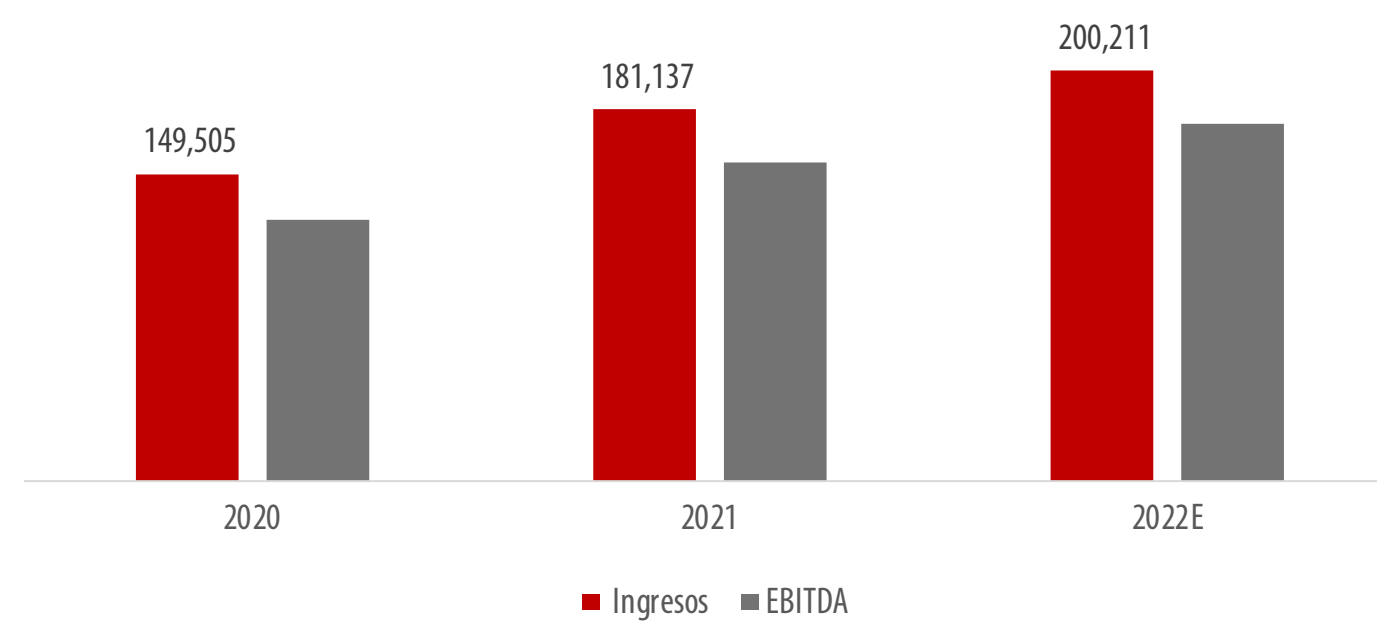




COMPARTIR

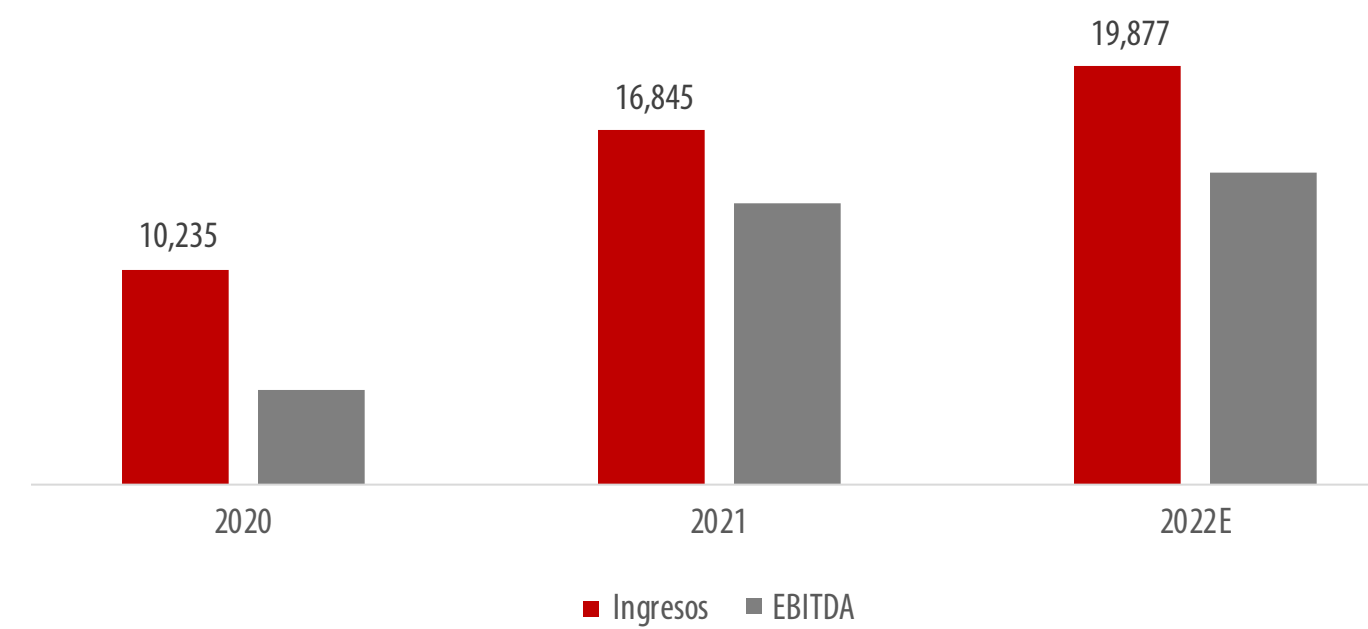
-
-
-
-
-

Plataforma Caoba (COP millones)



Fuente: Celsia

Plataforma C2 (COP millones)



Fuente: Celsia





RIESGOS

Cambios en la regulación colombiana podrían impactar los resultados: La variación anual del IPC se ubica en 10.8%, en donde resalta el incremento de electricidad y gas, la cual fue de 25.9%. Esto ha abierto un análisis alrededor de las tarifas de energía en el país, en el que se ha planteado la posibilidad de realizar ajustes. Vale la pena resaltar que el Tolima (área de influencia de Celsia), tiene la cuarta tarifa más alta del país, lo que representa retos adicionales. Al profundizar en los componentes de la tarifa;

Precio Kilovoltio= $G(33\%) + T(6\%) + D(37\%) + C(9\%) + R(8\%) + P(7\%)$

G= Generación T= Transmisión D= Distribución C= Comercialización R= Restricciones P= Pérdidas

Encontramos que los más representativos son equivalentes a los principales negocios de Celsia.

Recientemente, se dieron a conocer las resoluciones que ayudarían a disminuir las tarifas, las cuales son de carácter voluntario para las compañías y el impacto en cada compañía depende de un ajuste que se definirá en cada región por todo los integrantes de la cadena. Las medidas se centran en:

- I. Por 12 meses, usar el indicador más favorable entre el IPC y el IPP, para luego utilizar un indicador propio del sector, que aún no se ha definido.
- II. Optimizar la operación de las plantas termoeléctricas dependiendo el número de unidades y la potencia de cada una.
- III. Permitir a los comercializadores diferir a 18 meses el pago del 20% de las deudas que tienen con los generadores, así como renegociar los contratos entre ellos. El impacto de esta medida se vería reflejado en la caja de la compañía, ya que su necesidad de capital de trabajo sería mayor al no recibirse los flujos del servicio



COMPARTIR

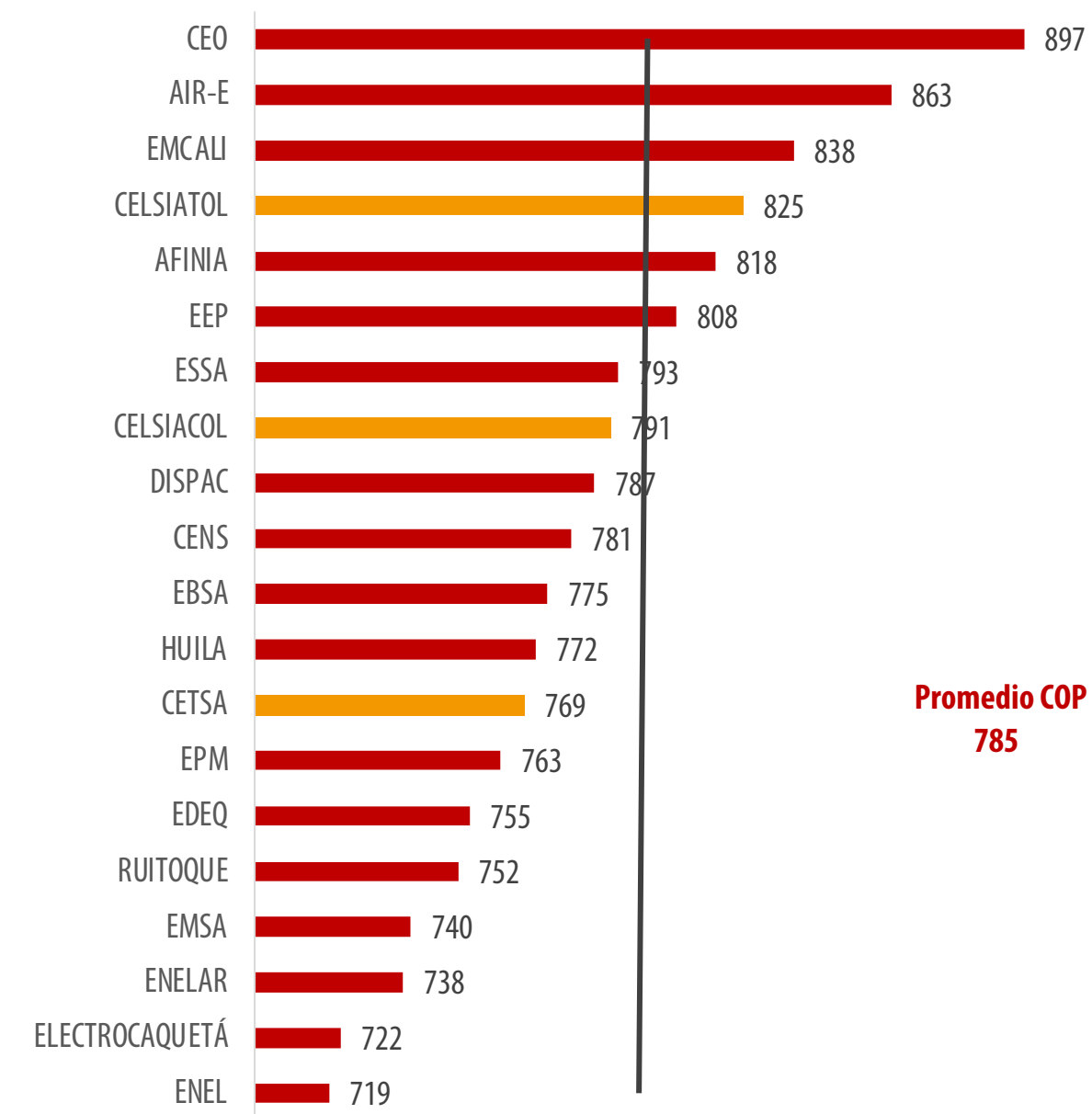




COMPARTIR

-
-
-
-
-

Tarifa por Kilovoltio*



Fuente: UPME |* Costo prestación de servicios NT1-Aplicado opción tarifaria



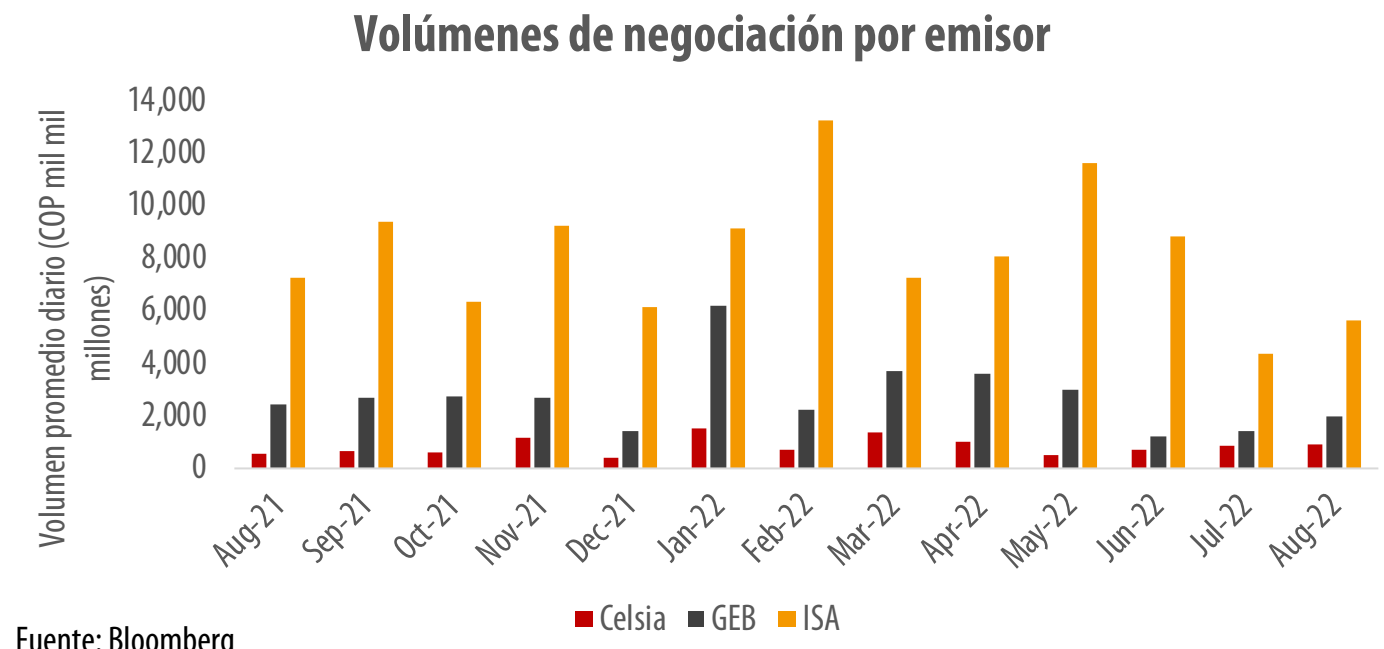


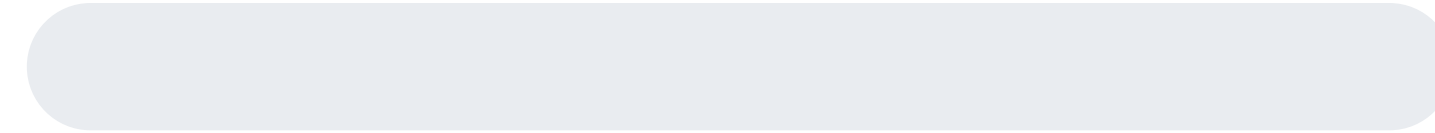
COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️

Riesgo de liquidez de la acción: Celsia, en comparación con las dos principales acciones locales del sector utilities, mantiene volúmenes de negociación diarios relativamente bajos. El volumen promedio diario de los últimos 12 meses, de GEB fue de COP 3 mil millones, el de ISA fue de COP 9 mil millones, mientras que el de Celsia fue de COP 942 millones. Lo anterior si bien no tiene impactos a nivel de valor justo, si puede generar mayores dificultades al momento de contar con una formación de precios eficiente.

Además, las administradoras de fondos de pensiones no cuentan con espacio en sus portafolios para invertir en Celsia, ya que, por regulación, “sólo pueden invertir en acciones de una sociedad hasta el 10% de las mismas”, y actualmente Protección y Porvenir, los dos fondos de mayor tamaño en Colombia, han alcanzado este máximo. Esto conlleva a que la demanda por parte de estos inversionistas sea limitada afectando la liquidez de la acción.





Entorno macroeconómico retador podría presionar la rentabilidad. Celsia tiene un plan de expansión bastante ambicioso, el cual está estimado en COP 3 billones a 2025, con proyectos que se estructuraron mucho antes de la actual coyuntura de tasas de interés y de que se presentaran interrupciones de la cadena de suministro, que se recrudecieron con la guerra entre Rusia y Ucrania. A lo anterior, también se suma la devaluación del peso colombiano.

Esto podría generar retrasos y/o sobrecostos en los insumos y materiales necesarios para la construcción de los proyectos y, por lo tanto, afectación en la tasa de retorno de los mismos.

Ahora bien, en la medida en la que la economía se desacelere y la inflación se mantenga elevada, las familias podrían tener impactos en su capacidad de pago e incurrir en retrasos en el pago de la factura, aumentando la cartera y afectando la posición de caja de Celsia.

Retrasos en la línea de Colectora pueden afectar la entrada en operación de los proyectos de la Guajira. Como lo mencionamos anteriormente, esperamos que los proyectos de energía eólica en la Guajira entren en operación en 2024; sin embargo, consideramos importante mencionar que el parque eólico las Camelias, de 250 MW, depende la línea de Colectora para integrarse al Sistema Interconectado Nacional.

De modo que, de continuar con los retrasos en Colectora, este parque eólico tampoco podría entrar en funcionamiento en la fecha estimada, llevando a que los flujos que se espera recibir de esta inversión se tarden más y que la empresa deba cubrir los compromisos de energía con otras generadoras o recurrir a compras en bolsa.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗨️



VALORACIÓN

Metodología. Con el fin de evaluar el valor de la acción de la compañía, utilizamos la metodología de suma de partes, en la cual utilizamos Flujo de Caja Libre Descontado para los negocios de Generación de Energía en Colombia, Distribución de Energía en Colombia, Generación de Energía en Centroamérica, Caoba y C2 Energía.

Suma de Partes. El valor justo 2023FA obtenido es COP 4,700/acción. Los parámetros usados son: Beta (u) de 0.55x para las unidades de Distribución y las plataformas, mientras que el Beta (u) para generación en Colombia y Centroamérica es de 0.70x, resultando en una tasa de WACC ponderado de 10.6% para Celsia.

Valoración						
Vehículos	EV	Participación	Valor (COP mil mm)	Peso	EV/EBITDA	
Colombia Generación	4,438	65.10%	2,889	35.1%	6.2x	
Colombia Distribución	3,819	65.10%	2,486	30.2%	6.9x	
Centro América Generación	2,397	100%	2,397	19.0%	9.8x	
Caoba	1,740	51.0%	888	13.8%	10.0x	
C2 Energía	254	50.0%	127	2.0%	10.3x	
Total EV	12,649					
Deuda			(5,155)			
Caja			477			
Valor del Equity			4,971			
Número de acciones (millones)			1,070			
Valor Justo			4,700		6.8x	



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗨️