



Corficolombiana

Generación de caja, más relevante que las utilidades contables

Valor Justo:
COP 28,800
Comprar

Potencial: **69%** | Riesgo: **Muy Alto** | Cierre: **17,010**

INFORMACIÓN DEL TÍTULO

Capitalización bursátil (COP Bn)	6.2
Dividendo anual 2023E (COP)	2,400
Retorno por dividendo	14.1%
%MSCI Colcap	2.8%
# Acciones (mm)	366
P/VL actual	0.6x
P/U actual	4.1x

Para el cierre de 2023, las tres obras de infraestructura vial en ejecución habrán concluido, lo cual no solo implica una disminución del riesgo de ingeniería, sino el logro de hitos que se verán reflejados en la liberación de recursos para Corficolombiana. Los flujos entre 2023 y 2025 podrían superar COP 1.5 bn, incluso sin contemplar posibles reestructuraciones de deuda que permitan liberar recursos de manera anticipada.

Los riesgos asociados a modificaciones en las tarifas de peajes y de servicios públicos, al igual que a los mayores costos de reinversión de los recursos, no son despreciables, razón por la cual el nivel de riesgo asignado a la recomendación es muy alto.

¿POR QUÉ COMPRAR?

Tras años de inversión intensiva, los negocios de Corficolombiana han entrado en un ciclo de transición entre inversión intensiva de capital a generación de caja.

Las oportunidades de crecimiento en negocios estables continuarán estando vigentes en Colombia y Perú, donde Promigas (una de sus inversiones) mantiene posiciones dominantes.

Autores

Rodrigo Sánchez
Analista Senior Acciones
wsanchez@corredores.com

Katherine Ortiz
Analista Líder Acciones
kortiz@corredores.com



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



CORFICOLMBIANA / FICHA TÉCNICA

Descripción de la compañía: Corficolombiana es la corporación financiera líder en Colombia en términos de activos, patrimonio e ingresos netos. Su actividad principal es la gestión activa de su cartera de renta variable a través de inversiones controladas y no controladas en sectores estratégicos, incluyendo infraestructura,

energía y gas, agroindustria y hoteles. Corficolombiana complementa su negocio de gestión de inversiones, con las operaciones de tesorería y banca de inversión. Sus inversiones más representativas son energía e infraestructura.

Balance General Consolidado					
COP mil mm	2018	2019	2020	2021	2T22 UDM
Disponible	2,044	3,696	4,323	5,827	5,159
Inversiones y ac. de concesión	11,444	13,313	15,267	32,753	34,331
Otros activos	12,757	14,804	16,472	8,412	43,058
Total Activos	26,245	31,812	36,062	46,992	48,217
Depósitos	3,805	4,068	4,765	5,597	5,937
Obligaciones financieras	7,112	9,694	11,469	8,059	8,667
Otros pasivos	7,209	8,082	9,244	20,063	19,517
Total Pasivos	18,126	21,844	25,478	33,719	34,120
Interés minoritario	2,085	2,270	2,301	2,955	3,035
Patrimonio controlado	6,034	7,698	8,283	10,318	11,062

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	2018	2019	2020	2021	2T22 UDM
Margen Bruto sector real	2,567	4,341	4,304	4,579	4,993
MPU y Dividendos	206	248	284	278	418
EBITDA	2,153	4,083	3,898	4,460	4,902
Utilidad antes de impuestos	1,008	2,977	2,851	3,260	3,487
Utilidad neta	211	1,620	1,531	1,637	1,278
ROE	6.5%	26.9%	19.9%	19.8%	12.4%
ROA	1.0%	6.2%	4.8%	4.5%	2.7%



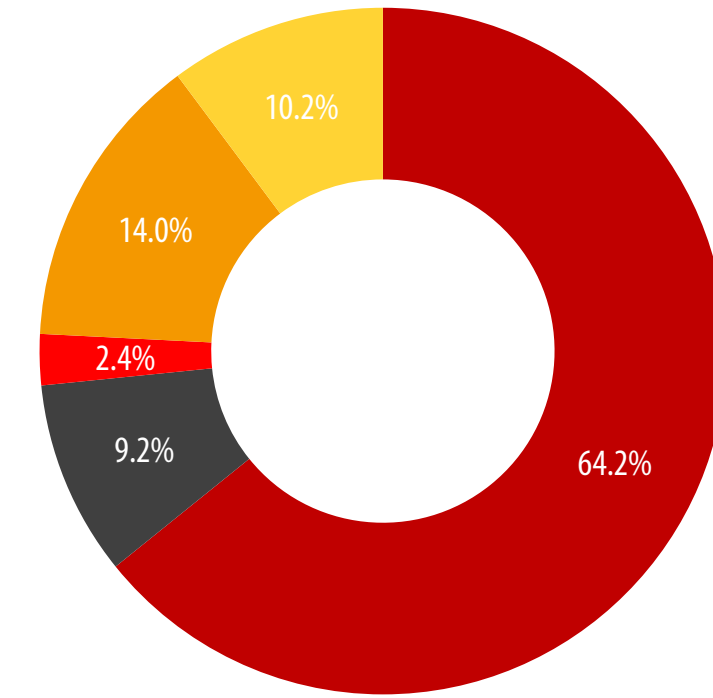
COMPARTIR





Resumen					
COP mil mm	2018	2019	2020	2021	2T22 UDM
Acciones en circulación (mm)	279	297	324	341	366
Cap. Bursátil	4,583	9,136	10,500	6,150	6,219
Precio (COP/Acción)	16,400	30,800	32,400	18,010	17,010
VL (COP/Acción)	21,591	25,952	25,561	30,212	30,254
UPA (COP/Acción)	5,798	5,163	5,051	3,742	4,105
P/VL	0.8x	1.2x	1.3x	0.6x	0.6x
P/U	2.8x	6.0x	6.4x	4.8x	4.1x

Composición accionistas

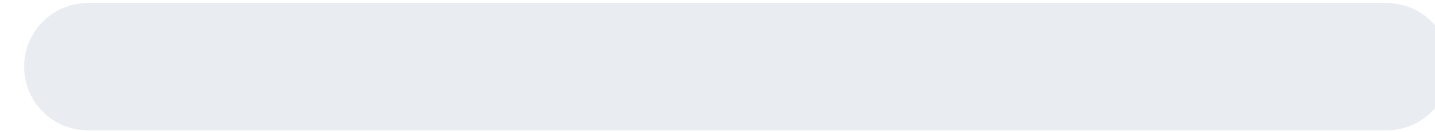


■ Grupo Aval ■ Fondos de pensiones ■ Extranjeros ■ Persona natural ■ Persona jurídica

Fuente: Corficolombiana

COMPARTIR





TESIS DE INVERSIÓN

4G cerca de concluir. Antes de 2024, Corficol terminará la construcción de tres de sus proyectos de 4G, pasando a la etapa de operación y mantenimiento que irá hasta los años 2042, 2043 y 2053, dependiendo de la concesión. La inversión total en estos proyectos superará los COP 6.4 billones (COP 8.4 bn con Covimar).

La etapa más intensiva de capital estaría próxima a concluir, lo cual además vendrá acompañado de entradas de peajes y ajustes en tarifas, sumados a liberación de recursos en fiducias, en la medida que se cumplen hitos de construcción.

La utilidad contable de estos proyectos no es paralela a su generación de caja, ya que una alta proporción de la utilidad contable se reconoce durante construcción, pese a que en esa fase es común que el flujo sea negativo. El valor de un proyecto depende de su generación de flujos, no de su utilidad contable, por lo cual, pese a que anticipamos reducciones en la utilidad en 2023, este no debería ser un factor crítico.

Si bien la dinámica del tráfico promedio diario de las diferentes concesiones ha sido positivo (+28% anual al 1S22), también es importante mencionar que dos de los proyectos por concluir cuentan con vigencias futuras y esquemas de tráfico mínimo garantizado que mitigan los riesgos asociados a factores como disminuciones de tráfico.

Por otro lado, si bien el incremento de los precios de los materiales ha sido sustancial en los últimos meses, dado que la mayor parte de los proyectos ya ha sido concluida, el riesgo por incrementos en costos se ve mucho más acotado.

La reinversión de estos recursos a tasas suficientes para cubrir su costo de capital será un reto, considerando el alza en primas de riesgo y costos de financiamiento. Como referencia, estimamos tasas internas de retorno promedio de 18.2% de los proyectos 4G de existentes de Corficolombiana.

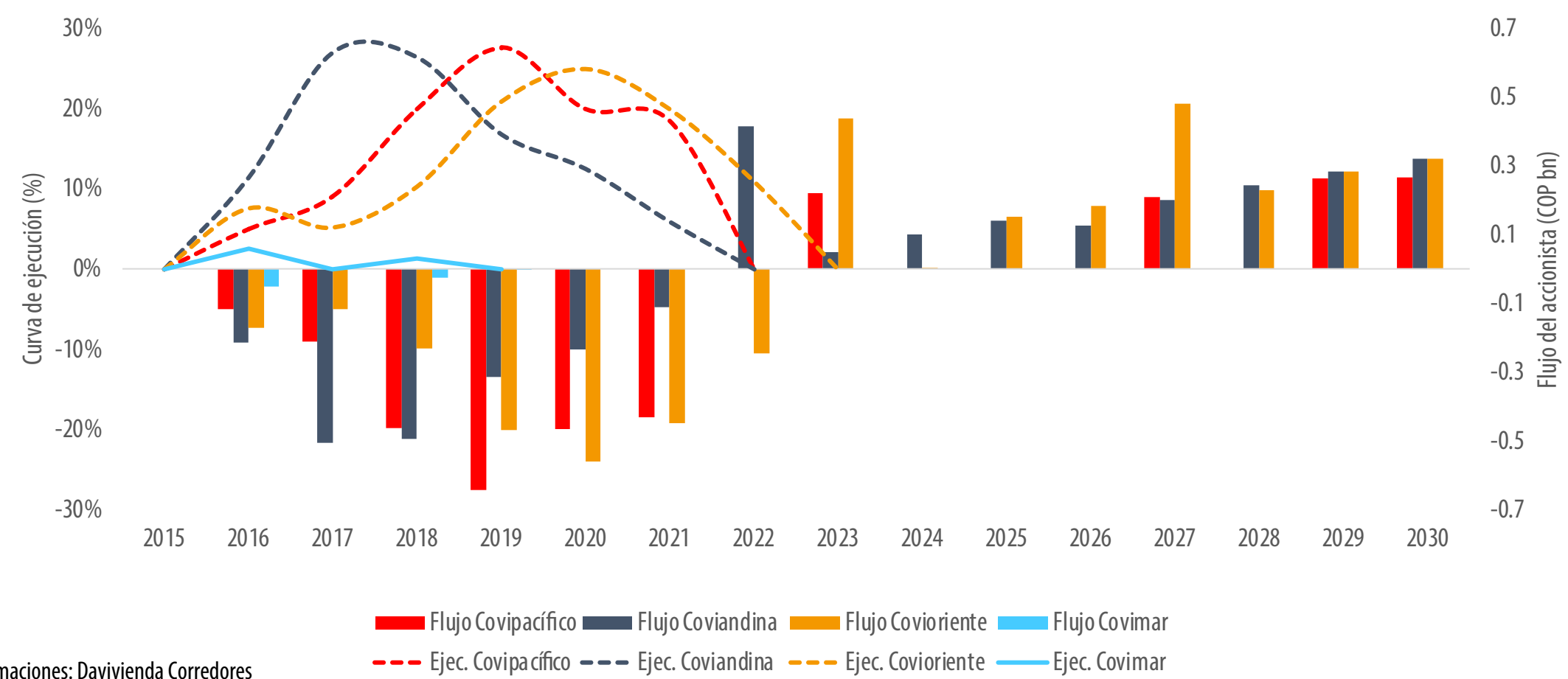


COMPARTIR





Curva de ejecución y flujos por concesión

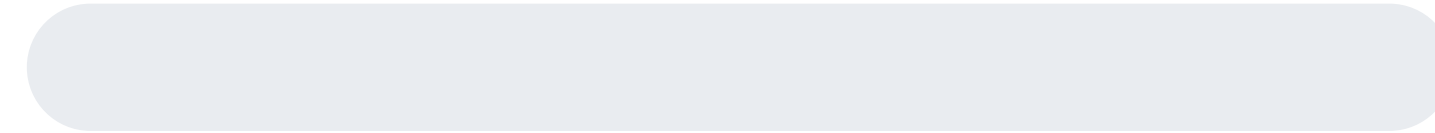


Estimaciones: Davivienda Corredores



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📺



Los recursos a ser liberados pueden tener diferentes destinos. Si bien el reto a la hora de lograr tasas de reinversión atractivas es alto, Corficolombiana podría destinar parte de esos recursos a:

- Nuevos proyectos de infraestructura, donde el gobierno ha mencionado la necesidad de avanzar en el desarrollo de las 5G. Además, no descartamos que Corficolombiana pueda aprovechar las altas tasas de descuento actuales para adquirir proyectos existentes a precios adecuados.
- Potencializar sus inversiones en sectores como energía y gas, donde Perú continúa siendo un mercado de altas necesidades en gas, y en Colombia podrían surgir oportunidades, como la posible expansión de la regasificadora del Caribe, la cual controla Promigas, que podrían ser claves para la transición y sostenibilidad energética de Colombia.
- Reducción de las necesidades de fondeo de fuentes externas para financiar las inversiones del holding.
- Distribución de dividendos en efectivo. Sin embargo, no tenemos mayor visibilidad en este sentido para 2023. El dividendo estimado para 2023 es de COP 2,400/acción.

Covimar podría ser un riesgo al alza. Desde hace varios meses, Corficolombiana y la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI) adelantan un tribunal de arbitramento que busca determinar el futuro de la concesión Mulaló-Loboguerrero (Covimar), la cual no pudo avanzar en los tiempos esperados, dado que no contaba con las licencias ambientales necesarias.

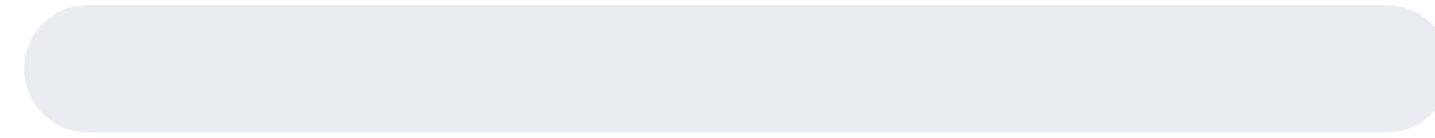
Sin embargo, el proceso de licenciamiento ya se ha surtido y consecuentemente se está evaluando su posible reactivación, lo cual seguramente requerirá una actualización de las variables del contrato, dado que las condiciones han cambiado desde la adjudicación. Como referencia, este es un proyecto con un Capex estimado de COP 1.95 bn.

En caso que no se logre un acuerdo, es posible que se pueda dar la terminación anticipada, que podría representar para Corficolombiana recuperar cerca de COP 310 mil mm ya invertidos. El proyecto cuenta con cerca de COP 491 mil mm en fiducias, en parte asociados a vigencias futuras.



COMPARTIR

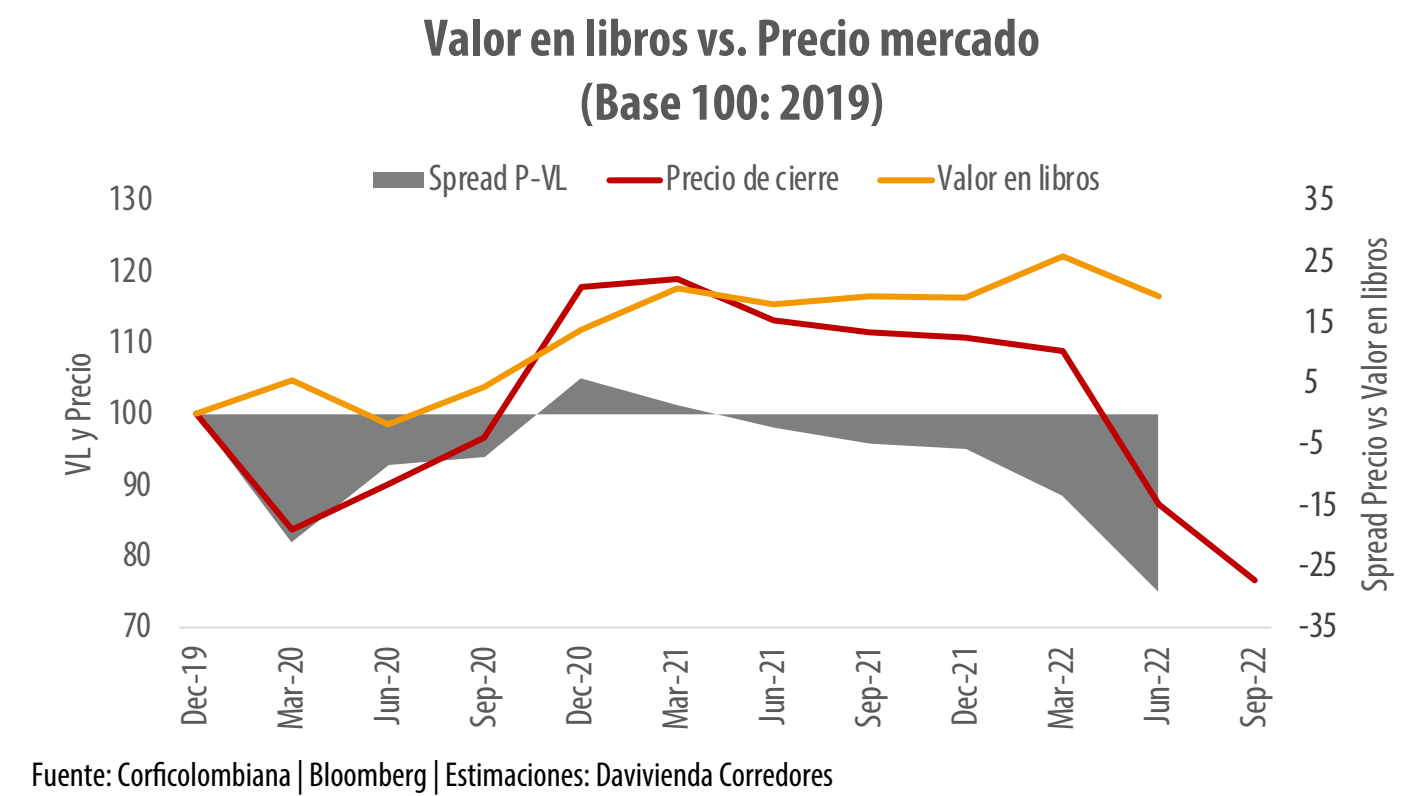
-
-
-
-
-



A un descuento mayor que en pandemia. Durante los confinamientos obligatorios en 2020, los negocios de Corficolombiana sufrieron diversos impactos donde, en particular, destacamos la afectación a la ejecución de obras y la disminución casi total de la ocupación hotelera. El precio promedio que registró la acción de Corficolombiana durante marzo de 2020 fue de COP 20,316.

Sin embargo, la estrategia de inversión acelerada de Corficolombiana permitió mantener los niveles de ejecución de obras, lo cual se ha traducido en un mayor valor de las inversiones y del patrimonio de la corporación.

Al evaluar la evolución del precio de la acción de Corficolombiana frente a su patrimonio, el *spread* al que transa actualmente es incluso más alto que el visto durante la pandemia, lo cual consideramos evidencia un bajo reconocimiento del crecimiento y los hitos que ha logrado la compañía, particularmente en infraestructura, pero también en su negocio de gas en Perú.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📺



RIESGOS

Incertidumbre en peajes y servicios públicos. El gobierno ha reiterado su intención de modificar aspectos tarifarios en el energía, lo cual genera incertidumbre para el este sector, en particular Promigas y GEB (Corficol controla el 5.2%).

Si bien el nuevo gobierno mencionó que se dará la entrada de 19 nuevas casetas de peajes para cumplir con los compromisos contractuales de las 4G, aún es incierto si se buscará modificar las tarifas o los factores de ajuste en concesiones existentes o futuras. Esto puede traducirse en mayor incertidumbre y riesgos para este sector.

Covioriente contempla la entrada de dos nuevos peajes de la mano de la entrega de unidades funcionales, pero además, en la medida que algunas de las concesiones realizan actas de entrega definitiva, se prevén ajustes al alza en tarifas de algunas casetas.

Posible reforma agraria. La corporación cuenta con más de 14,500 hectáreas cultivadas, principalmente de palma, caucho y arroz. Estimamos que el negocio agroindustrial representa cerca del 4.2% del valor de la compañía.

Uno de los frentes que podría tener modificaciones en el país es el agrario, lo cual, de acuerdo a comentarios de distintos representantes del gobierno, podría incluir propuestas relacionadas con impuestos a tierras improductivas.

A lo anterior se suman los cambios o propuestas relacionadas con formalización de tierras, recuperación y adjudicación de baldíos, que además de representar un riesgo económico, también pueden representar un riesgo reputacional, dado que en el pasado se llevaron a cabo investigaciones por presuntas acumulaciones de baldíos.



COMPARTIR

-
-
-
-
-



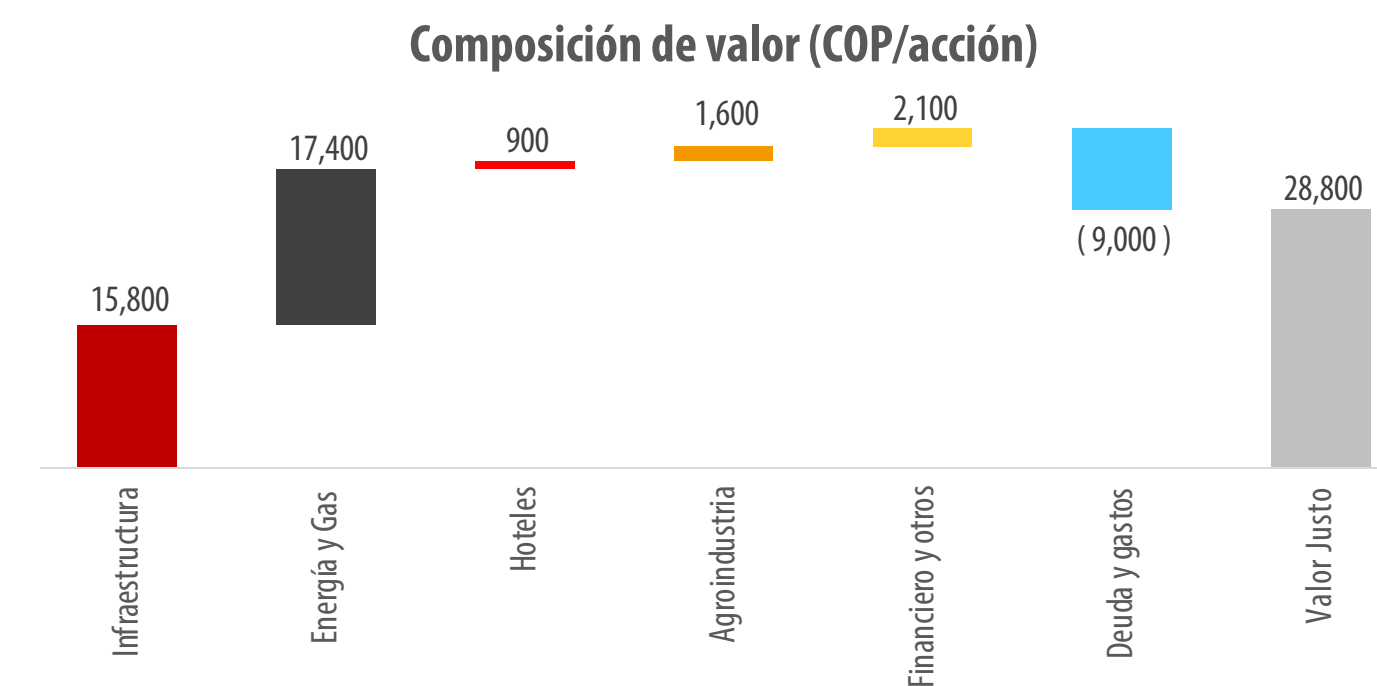
VALORACIÓN

Para estimar el valor de Corficolombiana, utilizamos la metodología de suma de partes así:

1. Infraestructura: Valoramos las concesiones viales como un *project finance* del flujo de caja del accionista descontado a un K_e de 17.7%, tomando como referencia una estructura de capital de 70% *equity* y 30% deuda.
2. Valoración de Promigas a través de FCL y múltiplos.
3. Valoración del segmento financiero y hotelero a partir de múltiplos (P/VL y EV/ EBITDA).
4. Para capturar el valor del negocio financiero directo, proyectamos el resultado neto de esta unidad y lo traemos a valor presente con un K_e de 14%.
5. Valoración de GEB mediante suma de partes.

6. Compañías de agroindustria y otras inversiones fueron incluidas a valor en libros, salvo Mineros, incorporada a su Valor Justo.

7. El endeudamiento del *holding* fue calculado a partir del indicador de doble apalancamiento del 135%, mientras que para el cálculo del valor presente de los gastos administrativos se utilizó un crecimiento a perpetuidad de 3% y un K_e de 14%.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- f
- 🗨️



SOTP	Metodología	% Participación	Valor participación	Valor por acción	Peso en el portafolio	
Infraestructura			5,764,004	15,800	41.8%	
Covipacífico	FCD	90%	554,912	1,500	4.0%	
Covimar	FCD	100%	-	-	0.0%	
Coviandina	FCD	100%	2,346,522	6,400	17.0%	
Covioriente	FCD	100%	1,812,019	5,000	13.1%	
Panamericana	FCD	100%	244,658	700	1.8%	
Pisa	FCD	88%	763,718	2,100	5.5%	
CCFC	FCD	88%	34,569	100	0.3%	
Aerocali	VL	45%	7,606	-	0.1%	
Energía y Gas			6,390,021	17,400	46.3%	
Promigas	FCD	51%	4,915,708	13,400	35.6%	
GEB	SOTP	5%	1,474,313	4,000	10.7%	
Hoteles			327,482	900	2.4%	
Estelar	P/VL adj. ROE@1.5x	85%	292,378	800	2.1%	
Santamar	P/VL adj. ROE@1.5x	85%	35,104	100	0.3%	
Agroindustria			572,755	1,600	4.2%	
Pajonales	VL	99%	232,019	600	1.7%	
Unipalma	VL	55%	128,035	400	0.9%	
Valora	VL	100%	212,701	600	1.5%	
Financiero			370,778	1,100	2.7%	
Negocio financiero directo	VP Margen financiero	100%	280,249	800	2.0%	
Fiduciaria Corficolombiana	P/VL adj. ROE@1.0x	100%	58,007	200	0.4%	
Casa de Bolsa	VL	100%	32,522	100	0.2%	
Otras inversiones	VL	100%	365,757	1,000	2.7%	
Total negocios			13,790,797	37,700	100.0%	
Gastos administrativos	VP gastos admon	100%	-	1,788,586	-	4,900
Deuda Neta	2x apalancamiento	100%	-	1,487,037	-	4,100
Valor justo			10,515,173	28,800		

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️

