

Celsia

Cambios regulatorios todavía inciertos

Valor Justo:
COP 4,700
 Mantener

Potencial: 104.3% Riesgo: Alto Cierre: 2,300

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN

Capitalización bursátil (COP bn)	2,5
Dividendo anual 2024E (COP)	295
Retorno por dividendo:	12.83%
% MSCI COLCAP:	1.7%
# Acciones	1,070 mm
P/VL actual:	0.50x
P/U actual:	13.00x

En línea con su estrategia de crecimiento, Celsia ha mejorado sus indicadores de rentabilidad y endeudamiento. Además, para mitigar el riesgo regulatorio que se evidencia en Colombia y aumentar sus ingresos en dólares, la compañía entraría a Perú, un país con bastante potencial de crecimiento.

Si bien Celsia cuenta con dos centrales térmicas de respaldo, de presentarse un Fenómeno de El Niño fuerte y prolongado, los resultados financieros pueden verse impactados. Igualmente, mientras su operación se expande fuera de Colombia, la fuerte concentración en el país, donde aún son latentes los riesgos regulatorios en el sector de energía, genera incertidumbre.

> ¿POR QUÉ MANTENER?

Aunque la compañía cuenta con un portafolio de activos rentable y la acción tiene un amplio espacio de valorización frente a su valor justo, su concentración geográfica en Colombia la expone a riesgos regulatorios, que podrían impactar su rentabilidad.

Autores

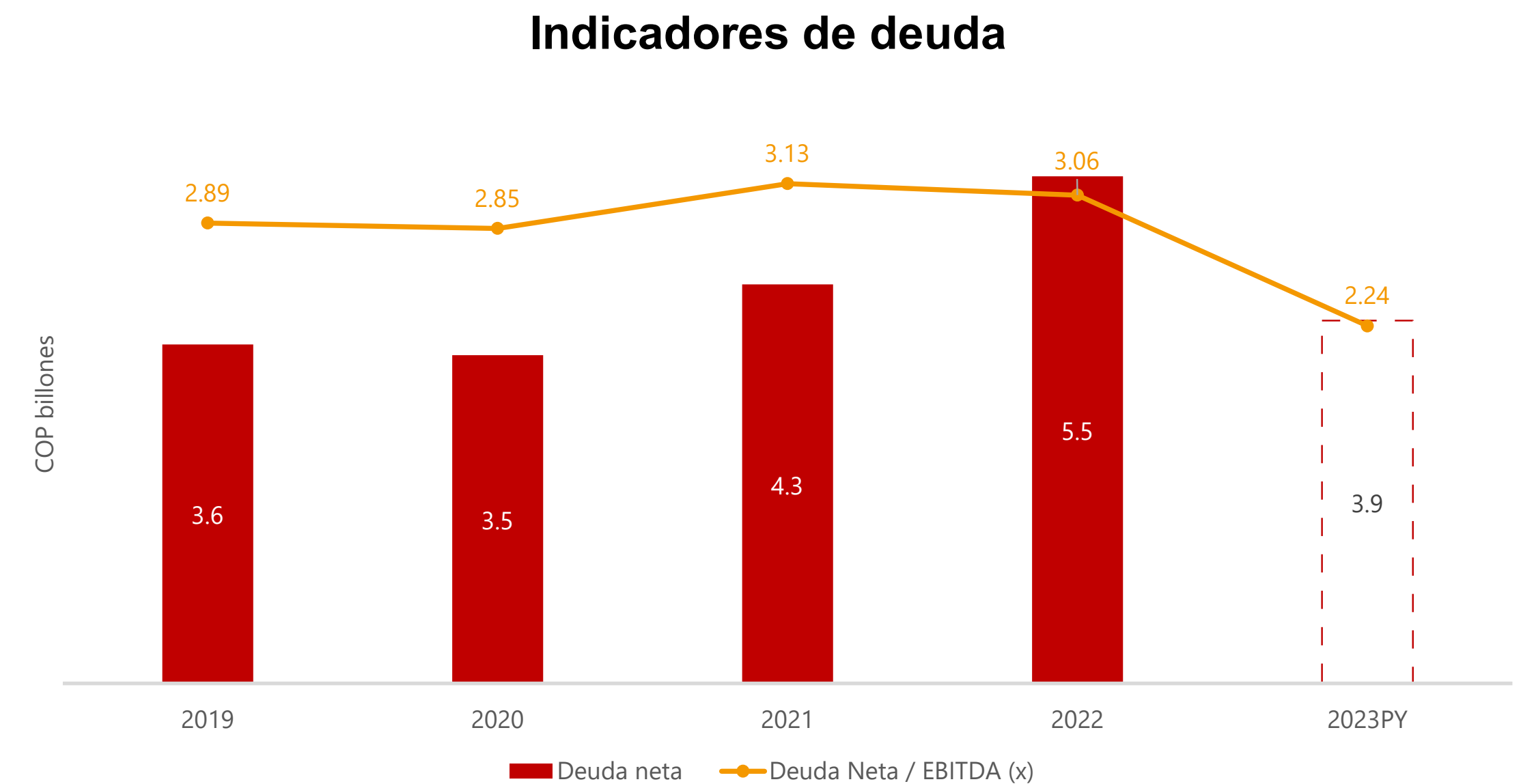
Ana María Guasca
 Analista Acciones
 amguasca@corredores.com

Katherine Ortiz
 Analista Líder Acciones
 kortiz@corredores.com

> TESIS DE INVERSIÓN

Desinversión en Centroamérica beneficiará algunos indicadores de la compañía: Con la venta de algunos activos en Centroamérica, Celsia mejoraría sus indicadores de rentabilidad. Por una parte, se estima que el retorno sobre capital invertido (ROCE) pasaría de 14.8% a 18.8%, según cálculos de la compañía, continuando con el crecimiento observado desde 2016. Además, estimamos que el margen neto a futuro se vea beneficiado por menores gastos financieros y la salida de una operación que históricamente presentaba pérdidas, por lo que esperamos que en 2024 el margen neto cierre en 7.2%.

Además, la deuda consolidada se reduciría 16% frente al cierre de diciembre 2022, mejorando el indicador de deuda neta/ EBITDA que pasaría de 3.06x a 2.2x.



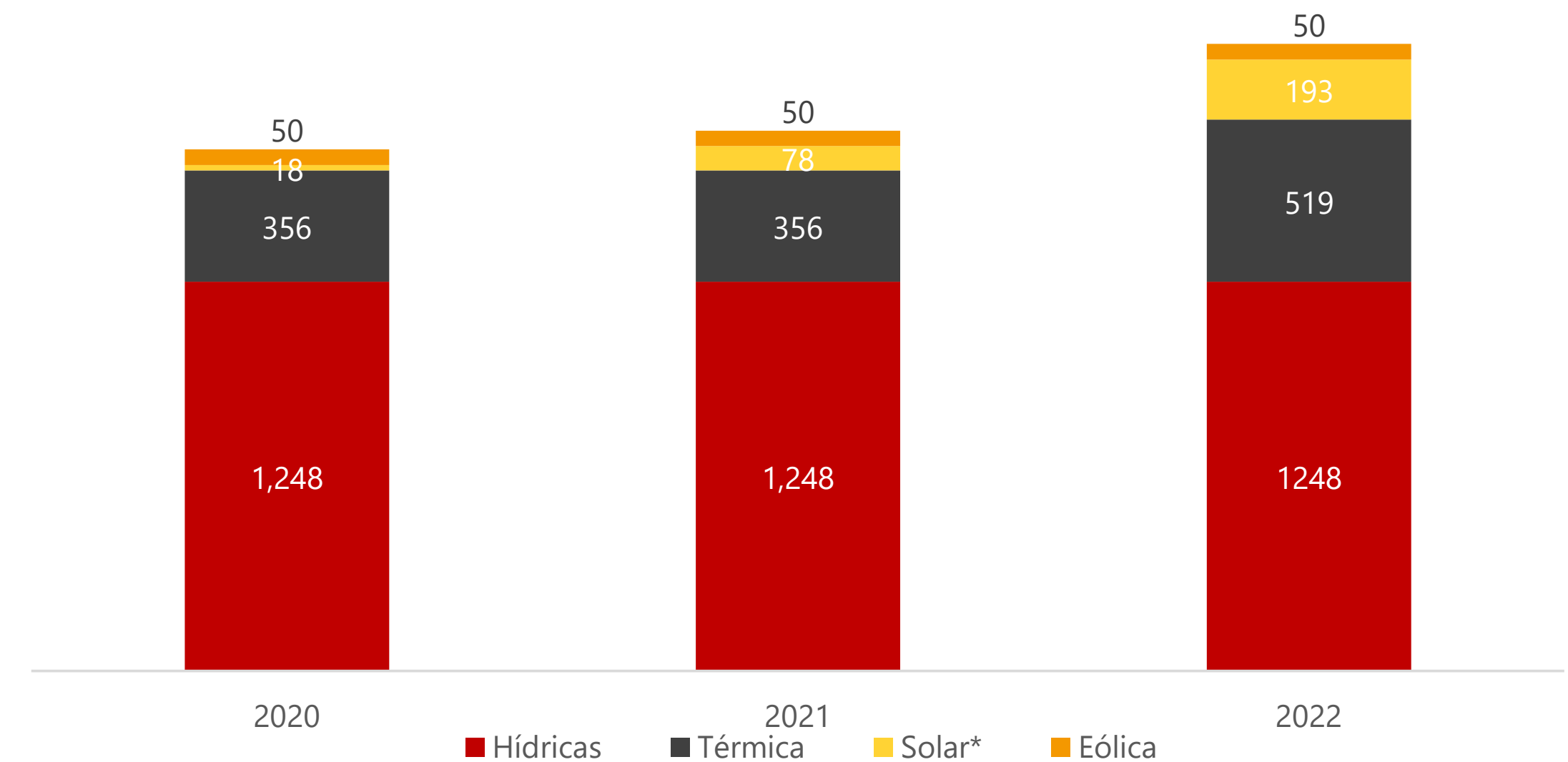
Fuente: Celsia | Estimaciones: Davivienda Corredores

> TESIS DE INVERSIÓN

Plataformas de inversión como mecanismo para diversificar su matriz de forma eficiente: En línea con la transición energética que se está dando en el mundo, y en búsqueda de mecanismos más rentables, Celsia invirtió COP 1.3 billones en 2022, en plataformas de inversión para generación y transmisión. Este mecanismo le ayuda a la compañía a mitigar el riesgo de liquidez y maximiza el valor del equity, ya que la matriz cobra por servicios como representación comercial, operación y mantenimiento, desarrollo y construcción.

Adicionalmente, destaca que las plataformas de C2 y Laureles, le permiten a la compañía generar a partir de fuentes renovables no convencionales, principalmente a través de paneles solares, diversificando su matriz energética cada vez más. A lo largo de 2023, se han vendido 109 GWh y en C2 hay 90 MWp en construcción.

Evolución de la capacidad de generación de la compañía (MW)



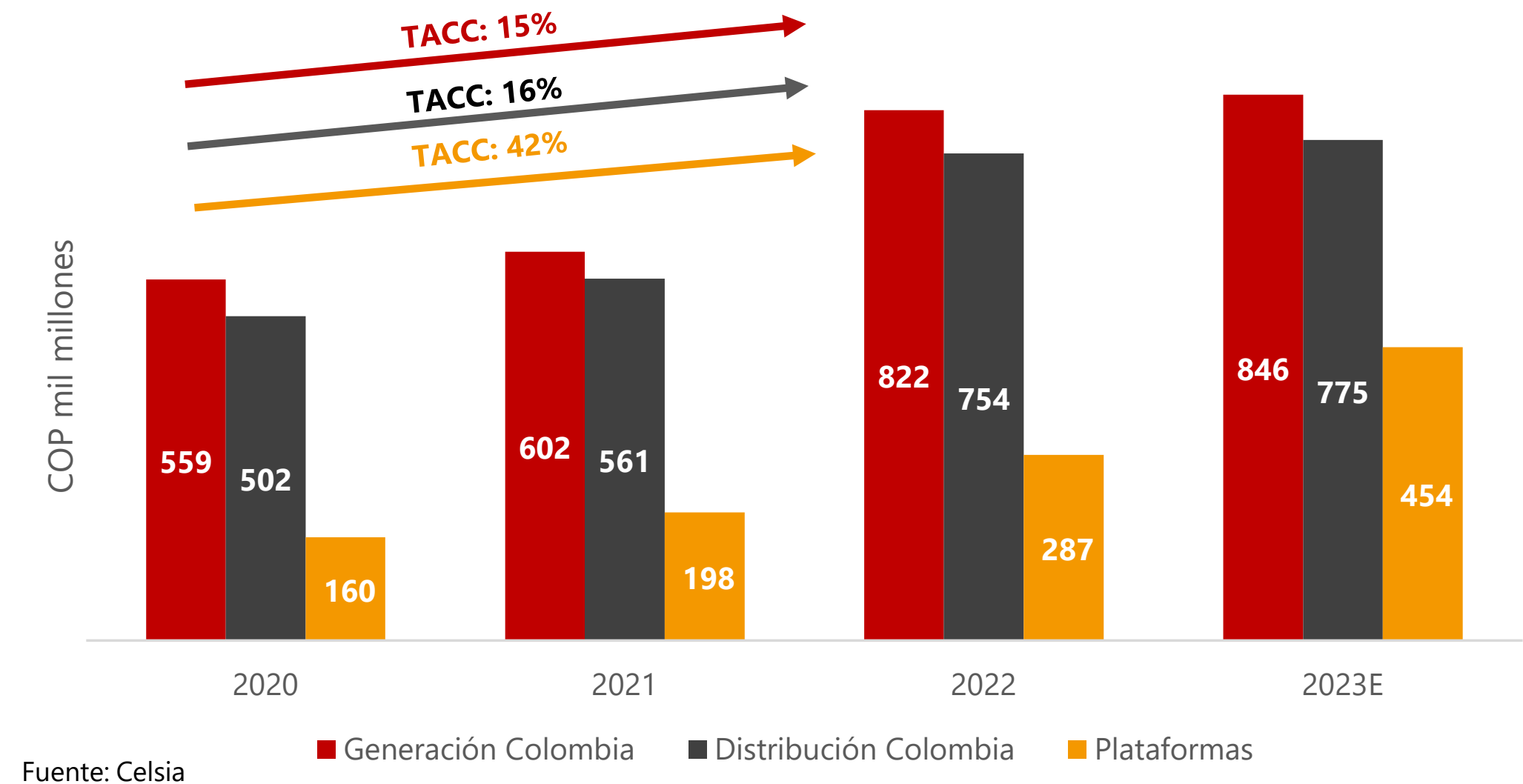
Fuente: Celsia |* Incluye capacidad de plataformas

> TESIS DE INVERSIÓN

Atractivo descuento frente a un portafolio rentable y resultados sólidos. El descuento al que transa actualmente Celsia frente a la suma de sus partes es bastante amplio, incluso con el múltiplo P/VL ubicándose por debajo de los niveles vistos en el periodo de pandemia (0.6x vs 0.8x durante el Covid).

De hecho, la reciente operación de venta de activos en Centroamérica se realizó a un múltiplo EV/EBITDA de 11.5x, muy por encima del múltiplo al que transa actualmente la compañía (4.9x); y el valor que recibirá por esos activos (USD 185 mm), que no aportaban a la utilidad, equivale a cerca del 30% de la capitalización bursátil actual. Esto evidencia el desajuste respecto al verdadero valor de la empresa.

Evolución del EBITDA por segmento



> T E S I S D E I N V E R S I Ó N

Respaldo térmico ayudaría a enfrentar el Fenómeno de El Niño: El Centro de Predicciones Climáticas de la Administración Nacional sobre la Atmósfera y el Océano (NOAA) informó el inicio del Fenómeno de El Niño, el cual afecta la oferta energética de Colombia, ya que alrededor del 80% de la generación es a través de hidroeléctricas. Por tanto, las plantas térmicas entrarían en uso, suponiendo costos más altos para las generadoras.

Celsia cuenta con dos plantas térmicas, Tesorito y Merilétrica, las cuales actualmente tienen contratos de opción de compra de gas que respaldan las Obligaciones de Energía en Firme asignadas por 1,665 GWh/año y 1,331 GWh/año, respectivamente. Resalta que la planta de Tesorito, con participación de Proeléctrica y Canacol Energy, tiene una capacidad de generación de 200 MW y cuenta con nueva tecnología que le permite entrar en operación rápidamente, ubicada a boca de pozo, lo que ayuda a disminuir los costos de operación.

La compañía busca impulsar el precio de la acción a través de un plan de recompra: En lo corrido del año se ha evidenciado una desvalorización del 18%. A raíz de esta situación, la compañía dio a conocer un plan de recompra de acciones por un periodo de 3 años y hasta por un monto de COP 300 mil millones. En este sentido, a un precio de COP 2,711/acción, equivaldría al 10% de las acciones en circulación.

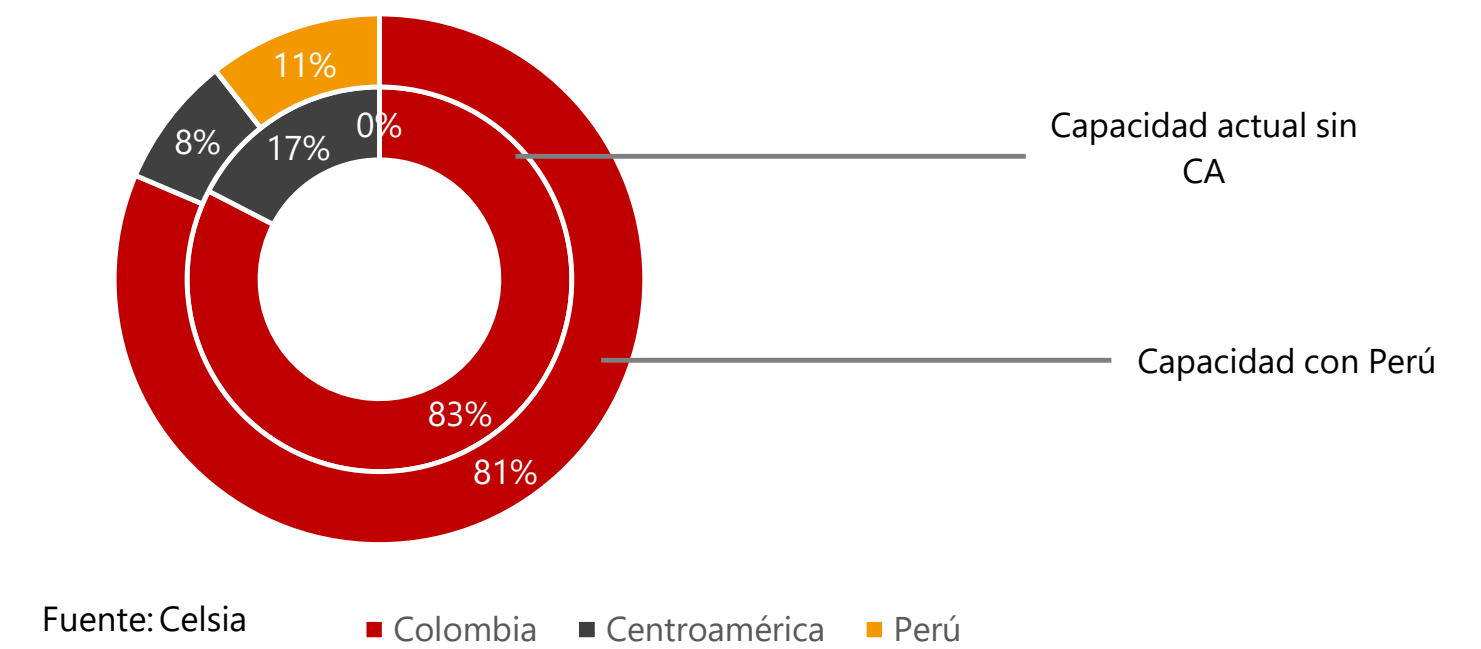
Celsia espera ofrecer mayor liquidez a la acción y mejorar la formación de precios en el mercado de valores, lo que significa un factor positivo para los accionistas. Igualmente, recalcamos que esta recompra se realizaría con recursos propios de la compañía, por lo que no implicaría un aumento en su endeudamiento.

> TESIS DE INVERSIÓN

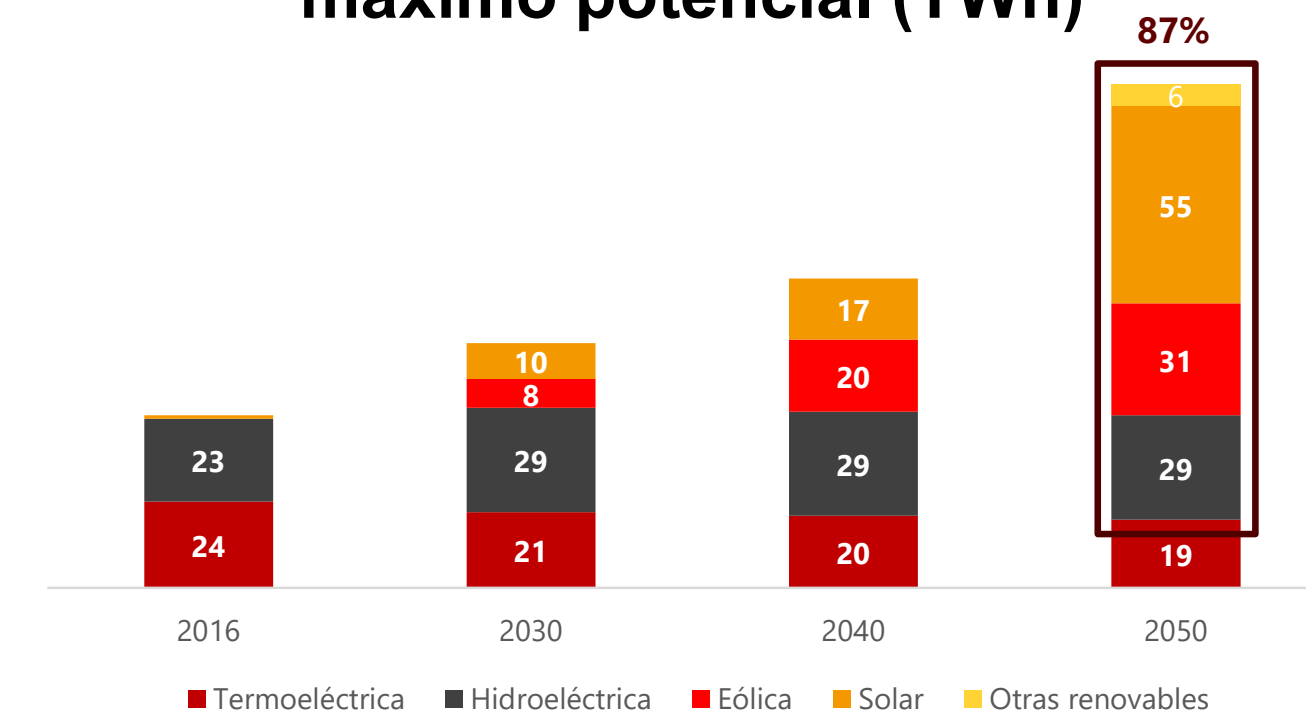
Adquisición de proyecto eólico en Perú, como parte de la estrategia de diversificación de la compañía: Después de anunciar la venta de sus activos en Centroamérica (CA), la compañía dio a conocer la adquisición del parque eólico Caravelí, en Perú. Esta compra le sumaría a la compañía 218 MW de capacidad eólica, además de una línea de transmisión de 220kV, la cual tendrá una longitud de 47km.

Consideramos que esta es una oportunidad interesante para entrar a un mercado en expansión. A febrero de 2023, había 12 centrales eléctricas con fuentes renovables no convencionales en proyecto y con concesión definitiva que suman una inversión aproximada de USD 1,573 millones y 1,944 MW de capacidad instalada, y el gobierno está impulsando modificaciones a la regulación de modo que se promueva el uso de recursos renovables. Además, resaltamos que si bien, el proyecto actualmente se encuentra en etapa de pre-construcción, una vez entre en funcionamiento generaría a la compañía un beneficio de diversificación, al tener ingresos denominados en USD, y reduciría la exposición a riesgos regulatorios en Colombia.

Capacidad de generación de Celsia (MW)



Proyección generación en Perú bajo el escenario de máximo potencial (TWh)



> R I E S G O S

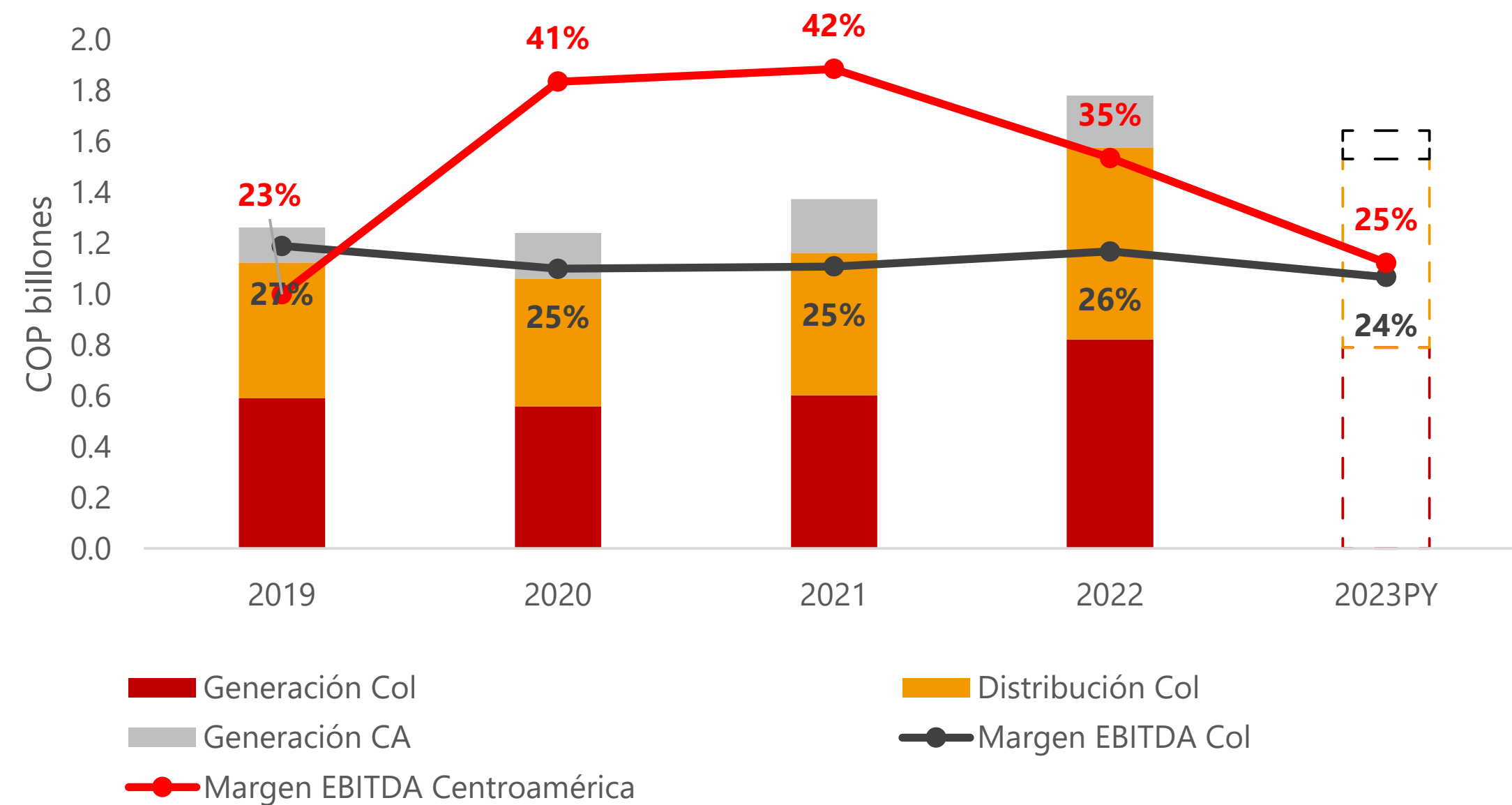
Riesgos regulatorios siguen siendo relevantes para el sector: Desde finales de 2022, el gobierno ha buscado reducir las tarifas de energía impulsando cambios regulatorios que impactan el desempeño financiero de las empresas del sector; donde el ajuste en el segmento de generación ha tenido mucho énfasis. La CREG estableció un nuevo esquema para supervisar la formación de precios de energía en bolsa, y el Ministerio de Minas y Energía publicó algunos lineamientos para promover la eficiencia y competitividad del servicio de energía en el país.

Igualmente, el gobierno colombiano ha hablado sobre reformar la ley de servicios públicos en el segundo semestre del 2023, sin embargo, no se han conocido mayores detalles de esta reforma, llevando a que el panorama sobre el impacto que estos cambios pueden tener en las compañías no es tan claro.

Destacamos que Andesco y SuperServicios están trabajando conjuntamente para revisar los ejes de las reformas a los servicios públicos, por lo que el impacto puede ser moderado.

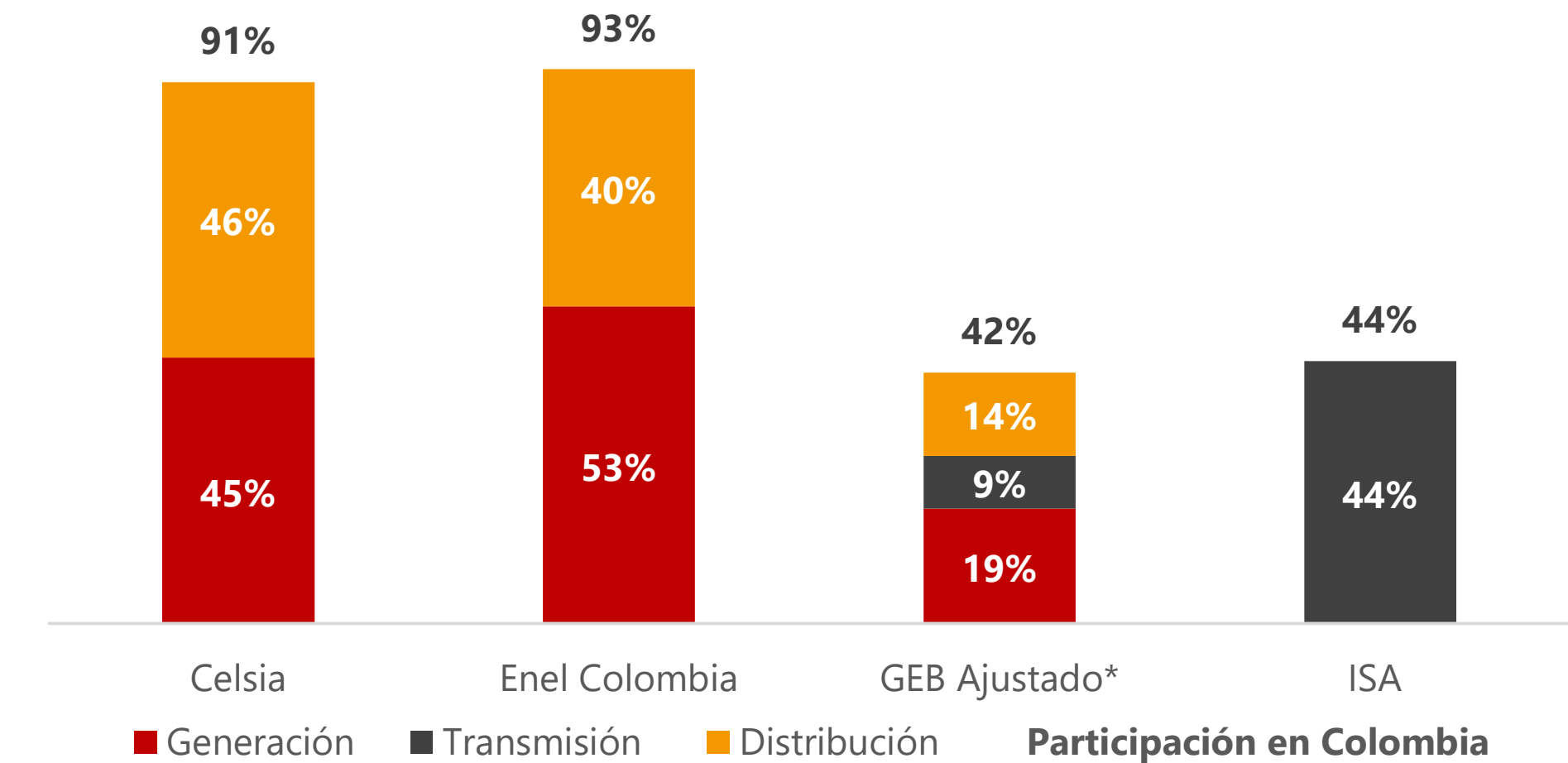
Finalmente, la Asociación Colombiana de Distribuidores de Energía Eléctrica (Asocodis), advirtió que el país podría enfrentar un apagón por problemas financieros en las empresas de distribución, las cuales acumulan una deuda de COP 7.2 billones que incluye saldos pendientes de la opción tarifaria, subsidios no pagados y deudas de usuarios oficiales. Situación que podría complicarse con la llegada del fenómeno de El Niño, ante el aumento del precio de la energía en el mercado.

EBITDA y margen EBITDA histórico



Fuente: Celsia | Estimaciones: Corredores Davivienda

Participación del EBITDA por actividad de servicios de energía en Colombia



Fuente: Compañías | Estimaciones: Corredores Davivienda | *Incluye participación de no controladas

> R I E S G O S

Retrasos en la ejecución de proyectos en la Guajira representan retos para Celsia. Actualmente, la compañía cuenta con dos proyectos de energía eólica en la Guajira, Camelias y Acacias 2, los cuales se esperaba que entraran en operación en 2024.

Sin embargo, se presentan demoras principalmente porque se están adelantando las consultas previas, ante los conflictos con las comunidades que estas construcciones generan y, a su vez, el parque eólico las Camelias depende de la línea de transmisión Colectora para integrarse al Sistema Interconectado Nacional, por lo que también es relevante que se dé el desarrollo exitoso de esta línea.

Esto, a su vez, conlleva a que los flujos que se espera recibir de esta inversión podrían tardarse más o no materializarse, generando que la tasa de retorno del proyecto se vea impactada.



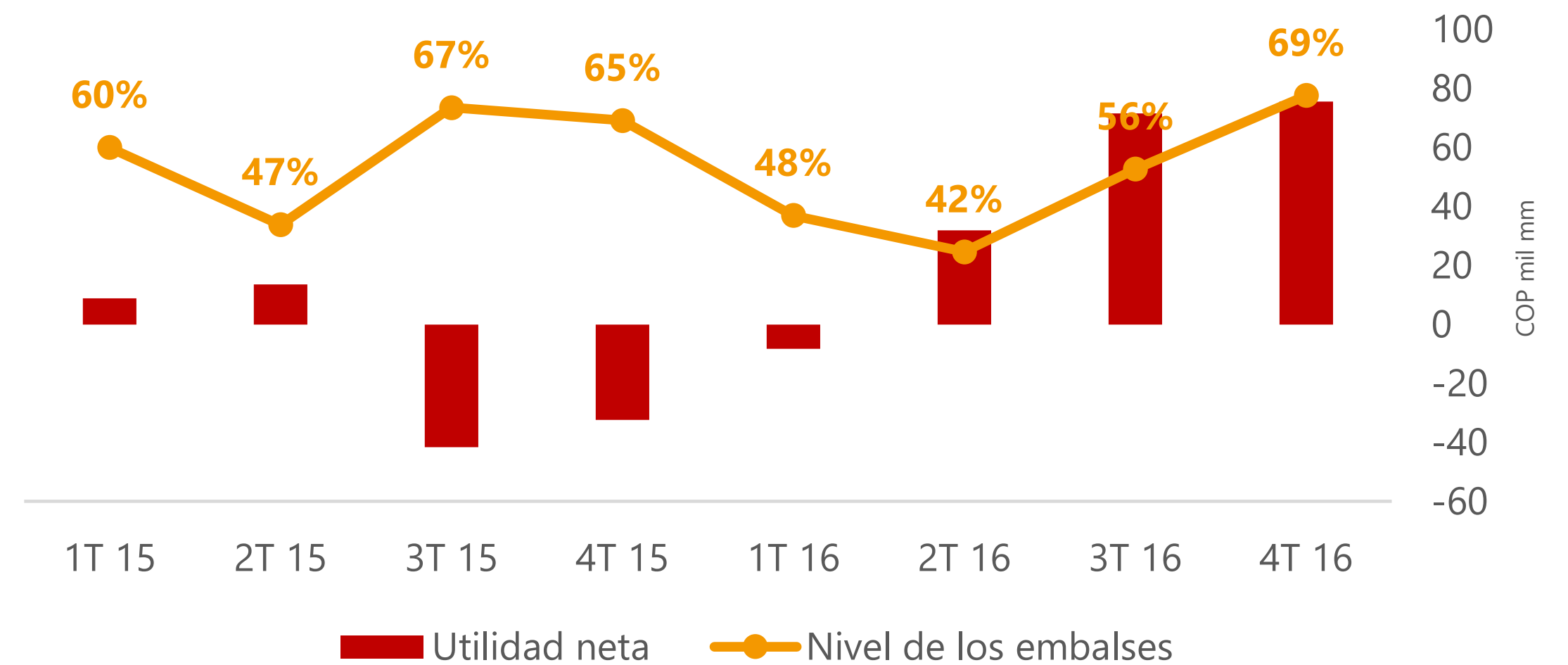
Fuente: El País

> R I E S G O S

Fenómeno de El Niño prolongado podría tener efectos negativos: Desde junio de este año, el IDEAM publicó que había llegado el Fenómeno de El Niño en Colombia, y se espera que estas condiciones se fortalezcan durante el segundo semestre del año 2023 y en 2024. Esta condición climática impacta las cifras de las compañías generadoras. Esto se explica en que, al disminuir la generación a través de recursos hídricos, se debe recurrir a las plantas termoeléctricas, las cuales funcionan con gas natural, carbón o diésel, lo cual se traduce en un aumento en los costos de generación.

En este sentido, si bien la compañía se encuentra preparada para afrontar un fenómeno así, si esta condición se mantiene por un tiempo prolongado, o es muy fuerte, puede limitar la oferta de energía, llevando a que los precios superen el precio de escasez e impacten los resultados, aunque en menor medida que la afectación que se dio en 2016, gracias a los cambios regulatorios realizados.

Evolución de las utilidades en época de Fenómeno del Niño 2015 - 16



Fuente: Ministerio de Minas y Energía y Celsia

> Celsia Ficha técnica

Celsia (Celsia:BVC), compañía 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 1,821 MW, 33 centrales de generación, las cuales generaron 6.358 GWh-año en 2022. Adicionalmente, con el proyecto eólico Caravelí, entraría a participar en el mercado de energía en Perú, con una capacidad de generación de 218 MW. En el segmento de distribución y comercialización en Colombia, cuenta con 274 km de redes de transmisión, 46,976 km de redes de distribución y 200 subestaciones a cierre de 2022.

Balance General Consolidado					
COP mil mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Activos	12,681	14,934	12,606	12,628	13,088
Pasivos	6,360	8,237	6,916	6,692	6,937
Patrimonio	4,846	5,078	3,995	4,085	4,138
Interés minoritario	1,476	1,619	1,695	1,851	2,013
Pasivo/Activos	50.1%	55.2%	54.9%	53.0%	53.0%
Deuda Neta/EBITDA	3.1x	3.1x	2.2x	2.2x	2.1x
ROE	6.9%	5.4%	7.0%	8.9%	9.1%
ROA	2.6%	1.9%	2.2%	2.9%	2.9%
ROIC	6.8%	6.4%	9.8%	9.7%	9.9%

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ingresos operacionales	4,111	5,585	5,437	5,042	5,185
Costo de ventas	(2,829)	(3,873)	(3,637)	(3,234)	(3,325)
Utilidad Bruta	1,281	1,712	1,800	1,807	1,860
Gastos administrativos	(304)	(391)	(335)	(357)	(322)
Utilidad Operacional	978	1,321	1,465	1,450	1,538
Utilidad Neta	335	276	278	364	379
EBITDA	1,368	1,781	1,757	1,730	1,837
Margen Bruto	31.2%	30.7%	33.1%	35.8%	35.9%
Margen Neto	8.1%	5.0%	5.1%	7.2%	7.3%
Margen EBITDA	33.3%	31.9%	32.3%	34.3%	35.4%

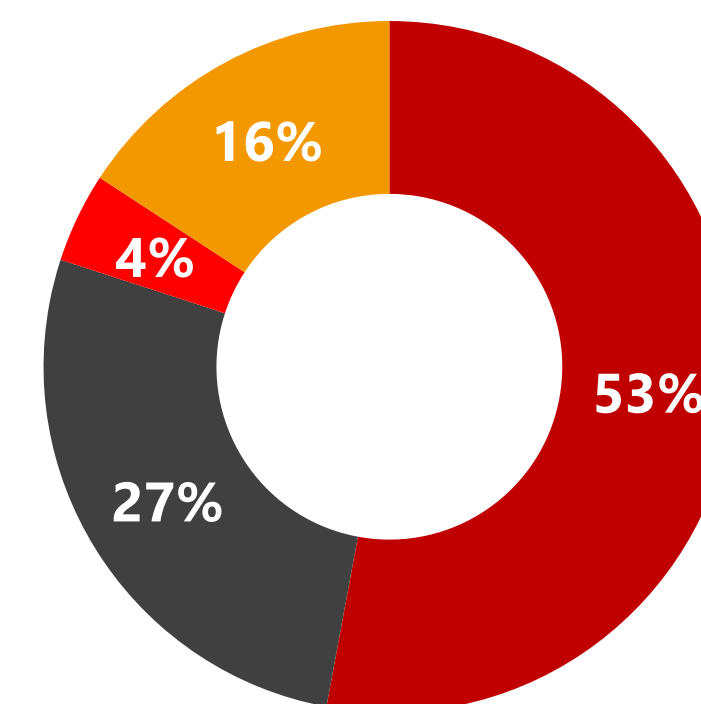
> Celsia

Ficha técnica

Resumen					
COP mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Acciones en circulación (millones)	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
Cap. Bursátil (COP mil millones)	4,477	2,975	2,461	2,461	2,461
Precio (COP/acción)	4,184	2,780	2,300	2,300	2,300
VL (COP/acción)	4,529	4,746	3,734	3,818	3,868
UPA (COP/ acción)	313	258	260	340	354
Total Deuda	4,474,197	5,717,780	4,777,399	4,306,408	4,545,116
Deuda Neta	4,289,656	5,452,327	3,939,808	3,786,516	3,919,497
EV	10,242	10,046	8,095	8,098	8,393
EV/EBITDA	7.5x	5.6x	4.6x	4.7x	4.6x
P/VL	0.9x	0.6x	0.6x	0.6x	0.6x
P/U	13.4x	10.8x	8.8x	6.8x	6.5x
Retorno por dividendos	6.3%	11.1%	12.3%	12.8%	14.1%
Dividendo por acción	262	309	283	295	323

*Precio cierre del 22 de septiembre para 2023e, 2024e y 2025e

Composición accionistas



■ Grupo Argos ■ AFPs ■ Fondos Extranjeros ■ Otros

Fuente: Celsia

> VALORACIÓN

Metodología. Con el fin de evaluar el valor de la acción, utilizamos la metodología de suma de partes, calculando el Flujo de Caja Libre Descontado para los negocios de Generación de Energía y Distribución de Energía en Colombia, Generación de Energía en Centroamérica y las plataformas de inversión

Suma de Partes. El valor justo 2024FA obtenido es COP 4,700/acción. Los parámetros usados son: Beta (u) de 0.53x para las unidades de Distribución y generación, mientras que el Beta (u) para las plataformas de energías renovables es de 0.73x, resultando en una tasa de WACC ponderado de 10.4% para Celsia.

Valoración					
Vehículos	EV	Participación	Valor (COP mil mm)	Peso	EV/EBITDA
Colombia Generación	5,935	65.10%	3,864	26.1%	6.4x
Colombia Distribución	3,479	65.10%	2,265	15.3%	4.6x
Centro América Generación	163	100%	163	1.1%	6.5x
Caoba	2,710	51.0%	1,382	9.3%	10.8x
C2 Energía	1,195	50.0%	597	4.0%	11.5x
Laurel	104	50.0%	52	0.4%	16.7x
Tesorito	1,245	37.4%	466	3.1%	10.8x
Total EV	14,830				
Deuda			(4,306)		
Deuda neta plataformas			(2,497)		
Caja			568		
Valor del Equity			4,877		
Número de acciones (millones)			1,070		
Precio Objetivo			4,700		8.6x

Potencial de Valorización 104.3%