

Corficolombiana

Vientos en contra para la infraestructura

Valor Justo:
COP 27,800
 Mantener

Potencial: 112.9% Riesgo: Muy alto Cierre: 13,060

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN

Capitalización bursátil (COP bn)	4.8
Dividendo anual 2024E (COP)	1,400
Retorno por dividendo:	11%
% MSCI COLCAP:	2.3%
# Acciones	366 mm
P/VL actual:	0.40x
P/U actual:	4.40x

Corficolombiana ha demostrado una positiva gestión de su portafolio de inversiones en el sector real, lo cual se refleja en sus indicadores de rentabilidad. El ROE promedio de los últimos 10 años alcanza 25%.

Consideramos que la diversificación y naturaleza de sus inversiones, así como el rol estratégico en los sectores en que se desempeña, soportarán una generación de flujos de caja crecientes en el mediano y largo plazo. No obstante, somos conscientes que los riesgos regulatorios persisten alrededor de sus principales negocios y que junto a los riesgos legales podrían limitar el desempeño de la acción. Asimismo, el crecimiento futuro podría verse limitado por la escasez de grandes proyectos para reinvertir los recursos.

> ¿POR QUÉ MANTENER?

La entrada a la etapa de operación de los proyectos de infraestructura, y la gestión eficiente del portafolio de energía y gas, apalancarán la generación de caja de la compañía, favoreciendo la creación de valor para sus accionistas. Sin embargo, consideramos que aún persisten riesgos relacionados con Ruta del Sol que no pueden salir del radar.

Autor(a)

Katherine Ortiz
 Líder Renta Variable
 kortiz@corredores.com

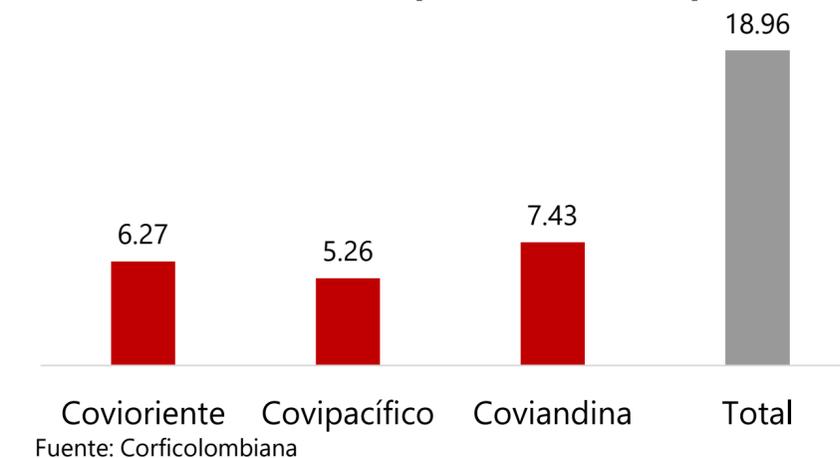
> TESIS DE INVERSIÓN

Generación de caja de Corficolombiana en su mejor momento.

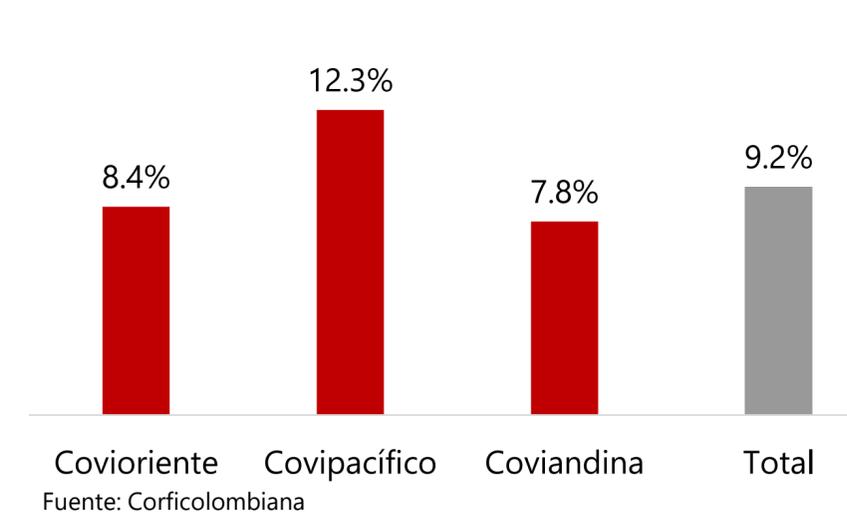
A cierre de este año Corficolombiana estaría finalizando las obras correspondientes a los proyectos de concesiones 4G. Entre 2015 y el primer semestre de 2023 la corporación ha invertido en estos proyectos COP7.1 billones, y solo ha recibido el 9.2% del total de ingresos que se estima recibiría durante la vida de las concesiones (COP 18.9 bn). Esto significa que durante los próximos años Corficolombiana contará con una elevada disponibilidad de recursos para apalancar su crecimiento y/o distribuir dividendos.

Vale la pena destacar que el comportamiento del flujo de caja no se evidencia de la misma manera en las utilidades ya que por normas contables, una alta proporción de la utilidad se reconoce durante la etapa de construcción, pese a que en esa fase es común que el flujo de caja sea negativo. Así mismo, 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 de Corficolombiana en 2024, este no debería ser un factor que genere preocupación. Estimamos que el valor por acción de las concesiones viales de Corficolombiana asciende a COP17,120 / acción.

Ingresos estimados a recibir durante toda la concesión (COP billones)

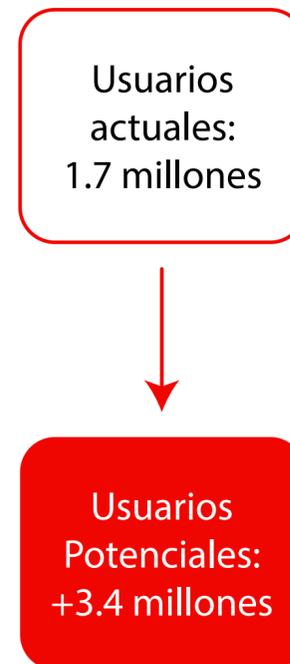


% recibido de ingresos estimados a recibir durante toda la concesión



Buenas perspectivas de crecimiento de las empresas de energía y gas: Corficolombiana tiene una alta participación de su portafolio de inversiones en el sector de energía y gas. Esta inversión está principalmente concentrada en Promigas, una compañía que se destaca por su participación en los negocios regulados de transporte y distribución de gas natural que conllevan a una generación de ingresos y EBITDA estables y crecientes, y que no dependen del ciclo de la economía. Adicionalmente, Promigas cuenta con buenas perspectivas de crecimiento, resultado de haber diversificado su negocio en varios segmentos y de su incursión en Perú, un país con un gran rezago en el desarrollo del sector de gas. El programa de inversiones de capital alcanza COP 4.8 billones durante el período 2023-2026, de los cuales el 32% se destinará al mercado peruano, el cual será uno de los motores principales de la estrategia de crecimiento de Promigas a corto y medio plazo y llegará a representar cerca de 40% del negocio de distribución de gas para 2025.

Potencial de Promigas en Perú



Fuente: Promigas

Caso Ruta del Sol II ¿un capítulo cerrado? El 10 de agosto de 2023 Corficolombiana suscribió resoluciones en EE.UU. como resultado de las cuales habrían finalizado las investigaciones de estas agencias americanas relacionadas con la construcción de la carretera Ruta del Sol Tramo II.

A su vez, en Colombia el 27 de julio de 2023 el Consejo de Estado revocó la sentencia de primera instancia, incluyendo la multa e inhabilidad impuesta por el Tribunal Administrativo de Cundinamarca (COP 716 mil millones y la inhabilidad para realizar negocios con el Estado para los accionistas de la Concesión Ruta del Sol Sector 2 (CRDS), incluyendo a Episol y otras personas jurídicas). Aunque con estos resultados pareciera que la Corporación se acerca a cerrar el capítulo de Ruta del Sol, lo cierto es que aún persisten riesgos.

El gobierno actual ha sido explícito en que estudia los caminos legales para inhabilitar a Corficolombiana para contratar con el Estado. De hecho, la directora de la Agencia de Defensa Jurídica del Estado, Martha Lucía Zamora, funcionaria nombrada por el Presidente de la República informó que le solicitaron a los gobiernos de Estados Unidos y Brasil

información sobre sus investigaciones para continuarlas en Colombia y, con eso, que la superintendencia de Sociedades abra un proceso para definir las sanciones en contra de Corficolombiana, esto en el marco del decreto 1358 de 2020 que le da competencia a dicha superintendencia para inhabilitar a empresas a partir de la declaratoria de responsabilidad administrativa por haber incurrido en la conducta de soborno transnacional.

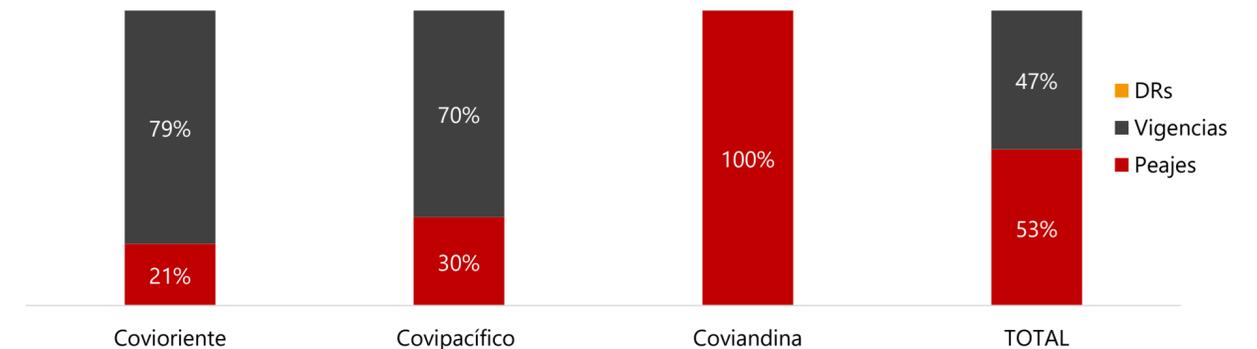
Vale la pena resaltar que Corficolombiana ha dicho públicamente que la firma de los acuerdos con las agencias estadounidenses no da lugar a ninguna causal de inhabilidad para contratar con el Estado para Corficolombiana o sus empresas, dado que no se cumplen los supuestos establecidos en las normas aplicables. Asimismo, que en el caso de que alguna autoridad del sector ejecutivo inicie un proceso de declaratoria de inhabilidad (lo cual no es de acción inmediata, sino que tiene un procedimiento, reglas, instancias y tiempos establecidos), la corporación adelantará su defensa mediante los recursos y acciones legales y constitucionales que el ordenamiento jurídico dispone para estos casos.

> R I E S G O S

Entorno regulatorio incierto. A inicios de este año, el gobierno tomó la determinación de congelar las tarifas de los peajes, lo cual ha tenido varias implicaciones. Por un lado, las concesiones de iniciativa privada como Coviandina, no cuentan con mecanismos de compensación vía diferenciales en recaudo, por lo que hasta la fecha a diferencia de lo que ha ocurrido con las concesiones de iniciativa pública, los concesionarios no han obtenido ninguna ni compensación.

Esto además del riesgo de liquidez e impacto en el valor que implica para las concesiones de no darse una solución, envía mensajes de incertidumbre e inseguridad jurídica a los grandes financiadores nacionales e internacionales; de hecho, algunos concesionarios (no es el caso de Corficolombiana) han alertado del riesgo que esto representa para el cumplimiento de sus obligaciones financieras. Hacia adelante, esto podría significar que el ritmo de inversiones que requiere el país en materia de infraestructura se vea impactado, que los costos de financiación sean más altos y que el cierre financiero para futuros proyectos tenga más retos.

Composición de los ingresos recibidos por las concesiones



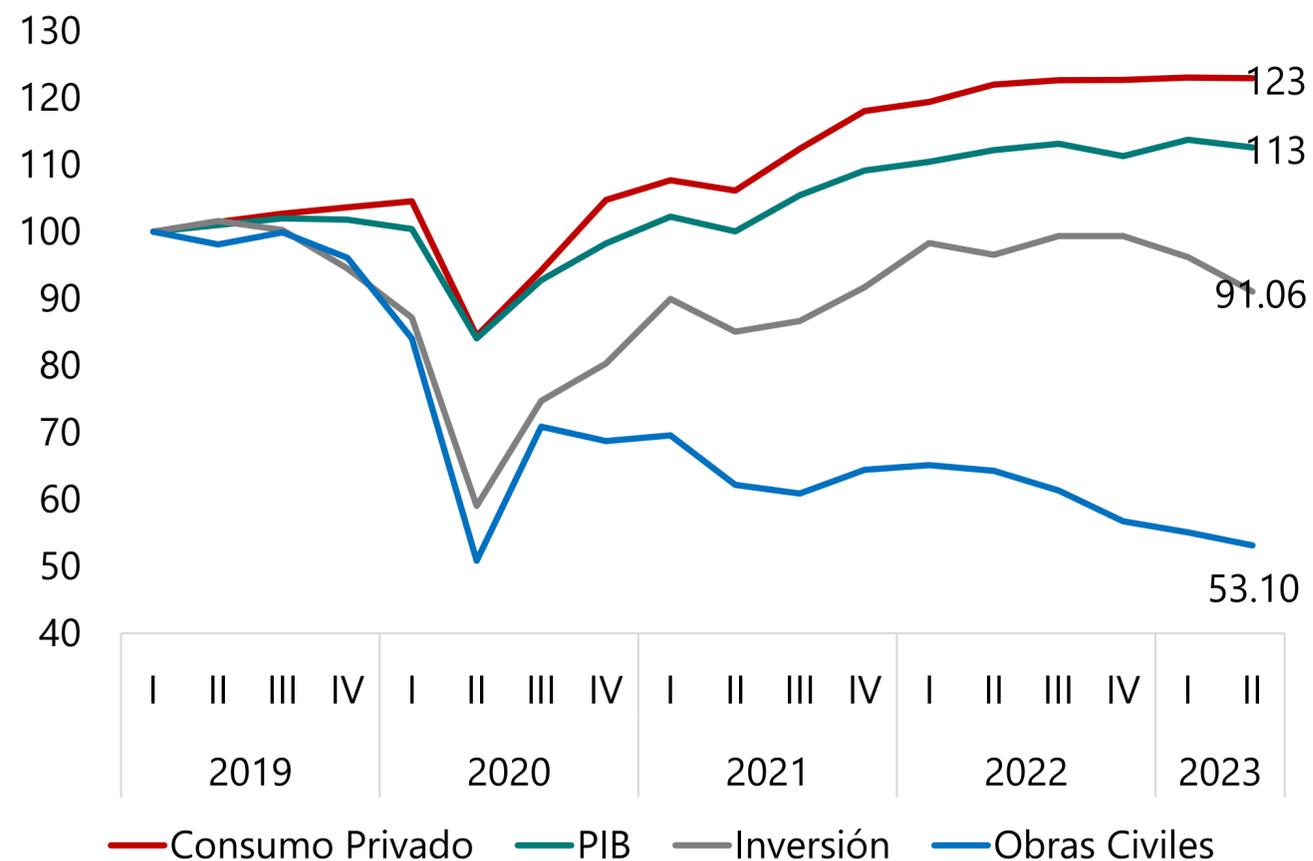
Fuente: Corficolombiana

Escasez de licitaciones de proyectos de infraestructura de gran alcance limitan el crecimiento:

El subsector de obras civiles lleva 15 trimestres en terreno negativo, presentando una caída de 17.9% anual a cierre de junio. Vale la pena destacar que, a diferencia de la actividad económica total, este sector no se recuperó nunca a niveles previos de la pandemia; de hecho, actualmente el nivel de actividad de este segmento es casi la mitad en comparación a los niveles previos de la pandemia. Salvo puentes, el resto de los destinos (túneles, carreteras, pistas de aterrizaje y ferrocarriles) han caído de manera drástica, con decrecimientos promedio del 39%.

Este comportamiento es sin duda el resultado de la escasez de licitaciones de proyectos de infraestructura de gran envergadura, puesto que este tema no está incluido en la agenda principal del gobierno. Es por esto que Corficolombiana, con miras a mitigar este riesgo, ha anunciado que se encuentra en la búsqueda de opciones de inversión fuera del país.

Evolución post pandemia (base 100)



Fuente: DANE

> Corficolombiana

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	2019	2020	2021	2022	jun-23
Efectivo y equivalentes	3,696	4,323	5,827	6,538	5,470
Inversiones y ac. de concesión	13,313	15,267	32,753	38,147	39,655
Otros activos	14,804	16,472	8,412	9,348	9,572
Total Activos	31,812	36,062	46,992	54,033	54,696
Depósitos	4,068	4,765	5,597	16,487	17,378
Obligaciones financieras	9,694	11,469	8,059	11,396	10,633
Otros pasivos	8,082	9,244	20,063	11,279	11,665
Total Pasivos	21,844	25,478	33,719	39,162	39,675
Interés minoritario	2,270	2,301	2,955	3,357	3,198
Patrimonio controlado	7,698	8,283	10,318	11,514	11,823

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	2019	2020	2021	2022	1S23
Margen Bruto sector real	4,341	4,304	4,579	6,612	3,100
MPU y Dividendos	248	284	278	431	285
EBITDA	4,083	3,898	4,460	6,348	2,862
Utilidad antes de impuestos	2,977	2,851	3,260	4,055	1,746
Utilidad neta	1,620	1,531	1,637	1,728	650
ROE	21.0%	18.5%	15.9%	15.0%	11.5%
ROA	5.1%	4.2%	3.5%	3.2%	2.5%

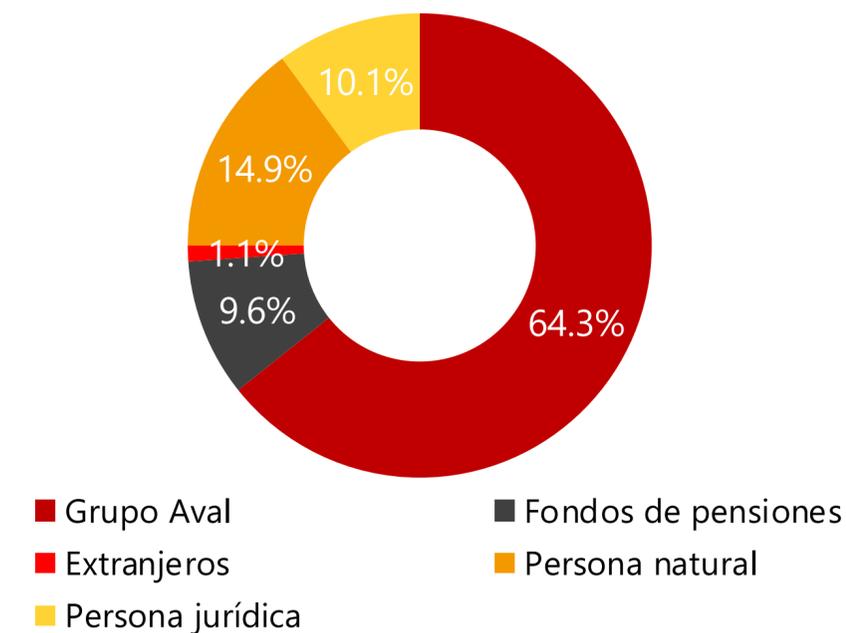
> Corficolombiana

Ficha técnica

Resumen					
COP mm	2019	2020	2021	2022	jun-23
Acciones en circulación (mm)	297	324	341	341	366
Cap. Bursátil	9,136	10,500	6,150	6,652	4,775
Precio (COP/Acción)	30,800	32,400	18,010	19,480	13,060
VL (COP/Acción)	25,952	25,561	30,212	33,716	32,335
UPA (COP/Acción)	5,163	5,051	3,742	5,060	1,778
P/VL	1.2x	1.3x	0.6x	0.6x	0.4x
P/U	6.0x	6.4x	4.8x	3.8x	7.3x

*Precio cierre del 22 de septiembre

Composición accionistas



Fuente: Corficolombiana

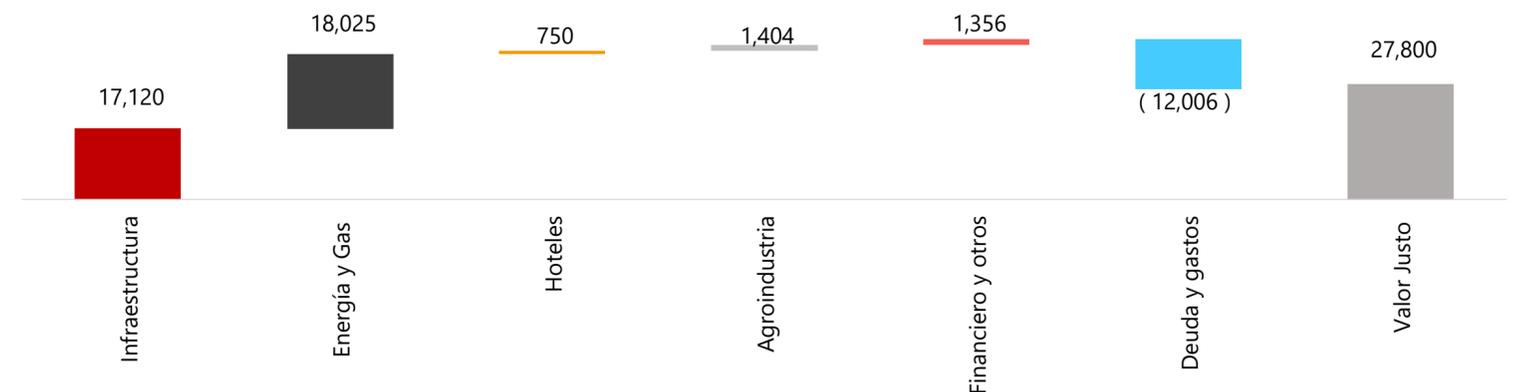
> VALORACIÓN

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 Ke de 18.5%, 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 Ke de 15%.
- 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 Ke de 14%.

Composición de valor (COP/acción)



Fuente: Cálculos Davivienda Corredores

> VALORACIÓN

SOTP	Metodología	% Participación	Valor participación	Valor por acción	Peso en el portafolio
Infraestructura			6,259,678	17,120	43.0%
Covipacífico	FCD	90%	749,876	2,051	5.1%
Coviandina	FCD	100%	2,437,125	6,666	16.7%
Covoriente	FCD	100%	2,040,273	5,580	14.0%
Panamericana	FCD	100%	286,189	783	2.0%
Pisa	FCD	88%	738,608	2,020	5.1%
Aerocali	VL	45%	7,606	21	0.1%
Energía y Gas			6,590,529	18,025	45.3%
Promigas	FCD	51%	4,973,540	13,603	34.2%
GEB	SOTP	5%	1,616,989	4,422	11.1%
Hoteles			274,063	750	1.9%
Estelar	P/VL adj. ROE@1.5x	85%	242,684	664	1.7%
Santamar	P/VL adj. ROE@1.5x	85%	31,379	86	0.2%
Agroindustria			513,206	1,404	3.5%
Pajonales	VL	99%	239,888	656	1.6%
Unipalma	VL	55%	54,910	150	0.4%
Valora	VL	100%	218,408	597	1.5%
Financiero			317,054	867	2.2%
Negocio financiero directo	VP Margen financiero	100%	243,288	665	1.7%
Fiduciaria Corficolombiana	P/VL adj. ROE@0.9x	100%	55,477	152	0.4%
Casa de Bolsa	VL	100%	18,289	50	0.1%
Otras inversiones	VL		427,452	1,169	2.9%
Total negocios			13,954,529	39,824	100.0%
Gastos administrativos	VP gastos admon	100%	- 1,489,315	- 4,073	
Deuda Neta	2x apalancamiento	100%	- 2,900,516	- 7,933	
Valor justo			18,344,359	27,800	

Potencial de Valorización 112.9%