



6 de junio de 2023

El Oráculo de Celsia

# MÚLTIPLOS BAJOS GENERAN ATRACTIVO



**Roberto Paniagua**

Analista de Renta Variable

[roberto.paniagua@casadebolsa.com.co](mailto:roberto.paniagua@casadebolsa.com.co)

+57 (601) 606 21 00



**Omar Suárez**

Gerente Estrategia Renta Variable

[omar.suarez@casadebolsa.com.co](mailto:omar.suarez@casadebolsa.com.co)

+57 (601) 606 21 00 Ext. 22619

## MÚLTIPLOS BAJOS GENERAN ATRACTIVO

---

### Principales puntos:

- Respecto a la transacción reciente en Centro América (CA), resaltamos que, aunque la transacción parece razonable a nivel cuantitativo y financiero, genera una reducción en la diversificación geográfica de la compañía, una mayor exposición operacional de Celsia a Colombia en medio de la incertidumbre regulatoria del sector y un fenómeno de “El Niño” que se aproxima.
- Sobre la valoración de la compañía, cabe mencionar que, aunque la valoración relativa es sólo uno de múltiples métodos de valoración, esta muestra descuentos significativos entre el valor intrínseco de la compañía y el valor de mercado tanto por múltiplo históricos como frente a múltiplos de comparables y transaccionales. Cabe recordar que, en nuestra opinión, Celsia es el emisor del sector más expuesto a un posible Fenómeno de “El Niño” en próximos periodos, lo cual puede mantener presionado el precio de la acción en el segundo semestre del 2023.

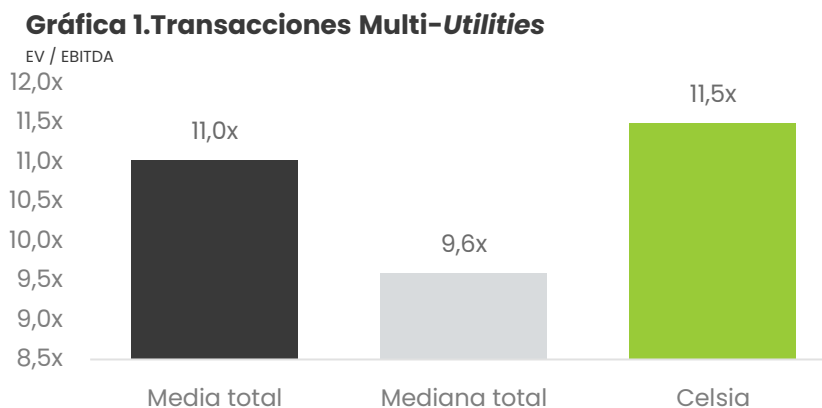
Recientemente Celsia realizó la venta de la mayoría de sus activos en Centro América, como lo comentamos en nuestro informe de resultados del 1T23 ([informe](#)), los cuales fueron adquiridos en el 2014 a GDF Suez como parte de su expansión internacional, donde **en su momento la estrategia de la compañía buscaba crecer en Colombia y en los mercados adyacentes, preferiblemente aquellos con potencial de interconexión con Colombia.**

Acorde a la compañía, la transacción se realizará en un periodo de tres meses y tuvo un *Equity Value* de ~ USD 194 mm equivalente a COP 933 mil millones (MM) frente a ~ COP 424 mil MM girados para comprar los activos en el 2014. Mediante esta transacción se realiza la venta de 6 plantas de generación con capacidad de 188 MW, tras la cual la presencia de Celsia seguirá presente en Honduras, Panamá y Costa Rica, donde mantienen principalmente activos térmicos en Colón y techos solares. La compañía espera terminar el 2023 con 55 Megavatios pico (MWp) en operación de energía solar y llegar a 200 MWp para 2026.

Hacia adelante el crecimiento de la presencia en CA se daría vía plataformas de inversión con el desarrollo de proyectos solares, líneas de transmisión, distribución y eficiencia energética, como lo ha hecho con otro tipo de proyectos con las plataformas Caoba Inversiones (transmisión, activos

operacionales del Plan 5 Caribe y otros de nivel de tensión 3,4 y 5 en el Valle del Cauca y Tolima), C2 Energía (granjas solares mayores a 8 MWp), Laurel (granjas solares menores a 8 MWp) y Termoeléctrica El Tesorito (capacidad de 200 MW).

**Según información dada por la compañía, el múltiplo de entrada fue de EV / EBITDA de 9,5x – 9,6x en 2014 y el de salida de 11,5x EV / EBITDA**, tomando el EBITDA relacionado para 2023. Por su parte, **la TIR derivada de la transacción es del 12,9% y el MOIC (Múltiplo de Capital Invertido por sus siglas en inglés) de 2,3x**. De esta manera, el múltiplo de salida se encontraría cerca de la media de transacciones recientes para compañías de generación con múltiples fuentes, el cual se ubica en 11x (Gráfica 1).



Fuente: CapitalIQ, Cálculos: Casa de Bolsa SCB.  
Incluye transacciones de multi utilities de los últimos 5 años.

### Racional de la transacción:

El racional de la transacción se basa en factores que cambiaron las condiciones esperadas de la inversión, generando que el Retorno sobre el Capital Invertido (ROCE por sus siglas en inglés) se ubique 600 pbs por debajo de las inversiones de Celsia en Colombia. El principal factor fue el menor precio de la energía en Panamá, donde, por ejemplo, en el momento que adquirieron los activos en 2014, el precio promedio de la energía era de USD 180 / MWh, mientras que el precio actual es de ~ USD 70 / MWh. Este menor nivel del precio se da por la recomposición de la matriz de generación panameña dada la entrada masiva de GNL.

Adicionalmente, la planta eólica de Guanacaste en Costa Rica finaliza su contrato BOT en junio 2028 con lo cual cuenta con una vida finita y deberá ser retornado a la nación, mientras que, en Panamá, Dos Mares registró el vencimiento de contratos de energía y potencia y Bahía Las Minas se veía enfrentada a un mercado spot donde no era competitiva en ausencia de contratos de largo

plazo, lo cual implica que el panorama haya cambiado en Panamá en cuanto a condiciones de contratación y generación.

**Por su parte, Grupo Argos como accionista mayoritario (52,93% de participación en Celsia)** mencionó en su llamada de resultados del 1T23 que parte de su función es promover la rotación de capital para maximizar valor al accionista, donde el cambio en las proyecciones de largo plazo de los activos vendidos generaba que la venta de estos activos tuviese sentido.

Según Grupo Argos, la transacción tiene beneficio de desapalancamiento inmediato por la deuda por cerca de USD 200 MM asociada a los activos de CA, permitiendo una mejor colocación de capital a través de Celsia en proyectos más rentables y que generen valor a la organización. En línea con lo anterior, **desean mantener el enfoque en Fuentes Renovables No Convencionales (FRNC) en Colombia o en el exterior, siempre y cuando vean condiciones adecuadas de regulación e inversión.**

**El uso de recursos de la transacción** se utilizará en la recompra de acciones (COP 300 mil MM), sumado a pago de deuda de Celsia S.A, con lo cual la deuda consolidada se ubicaría en COP 4,7 BN (17% T/T) y permitirá disminuir el gasto financiero en COP 69 mil MM. El remanente queda a disposición de la Junta Directiva.

**En este punto cabe mencionar:**

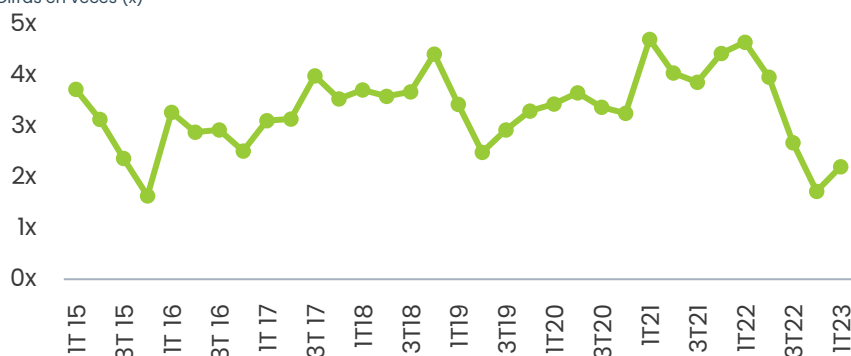
1. Aunque la transacción parece razonable a nivel cuantitativo y financiero, **esta genera una reducción en la diversificación geográfica de la compañía, una mayor exposición operacional de Celsia a Colombia (informe) en medio de la incertidumbre regulatoria del sector, por temas como posible intervención en tarifas de energía. Es así como, posterior a la transacción, ~ 90% de la operación se ubicaría en Colombia.**
2. A la mayor exposición al mercado local se suman cambios como los planteados en el Plan Nacional de Desarrollo, donde proyectos eólicos y solares, aumentan 2% su contribución de ventas brutas, hasta el 4% para proyectos existentes y 6% para proyectos nuevos. Lo anterior impacta el cierre financiero de algunos proyectos y genera el ajuste al alza en precios de la energía en los modelos para alinear la rentabilidad a los requisitos de la compañía.
3. Dados los motivos que expone la compañía para su salida, relacionados con rentabilidades por debajo de sus otros negocios y condiciones de negocio cambiantes frente a las estimaciones en el momento de entrada en el 2014, vemos esta operación como una oportunidad de salida para Celsia en medio de un entorno cambiante y retador en CA. Adicionalmente, tendrá ciertos alivios sobre las presiones en gastos financieros que viene

teniendo la compañía, reflejados en un deterioro en su cobertura de intereses, la cual se ubicó en 2,2x, siendo su menor nivel de los últimos 8 años (Gráfica 2), junto a la oportunidad de tener mayor caja (cerraron el 1T23 con COP 270 mil MM) para su programa de recompra de acciones a 3 años.

4. La futura presencia de Celsia en CA vía plataformas tendría una lógica similar a las plataformas actuales, las cuales le permiten a Celsia aprovechar oportunidades de crecimiento sin tener que endeudarse, apalancando al vehículo de inversión.

**Gráfica 2. Cobertura de intereses**

Cifras en veces (x)



Fuente: Celsia. Cálculos: Casa de Bolsa SCB

## Valoración Relativa

**Gráfica 3. Celsia - Precio Acción**

COP / Acción

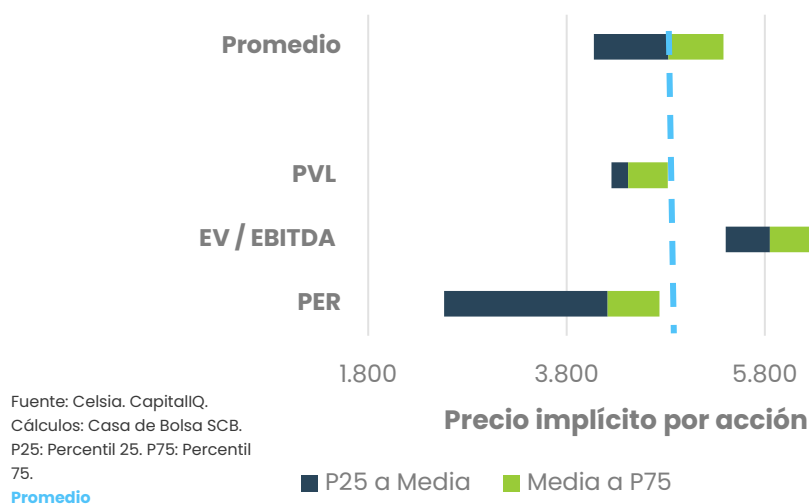


Fuente: BVC. Cálculos: Casa de Bolsa

**Ahora bien, otro tema importante corresponde a la valoración relativa de la compañía**, cuya acción muestra un precio en niveles cercanos a los vistos en el 2015 – 2016 (Gráfica 3), con un comportamiento bajista desde mediados de 2022. Este comportamiento se traduce en los **mercados descuentos en diferentes múltiplos de valoración relativa**.

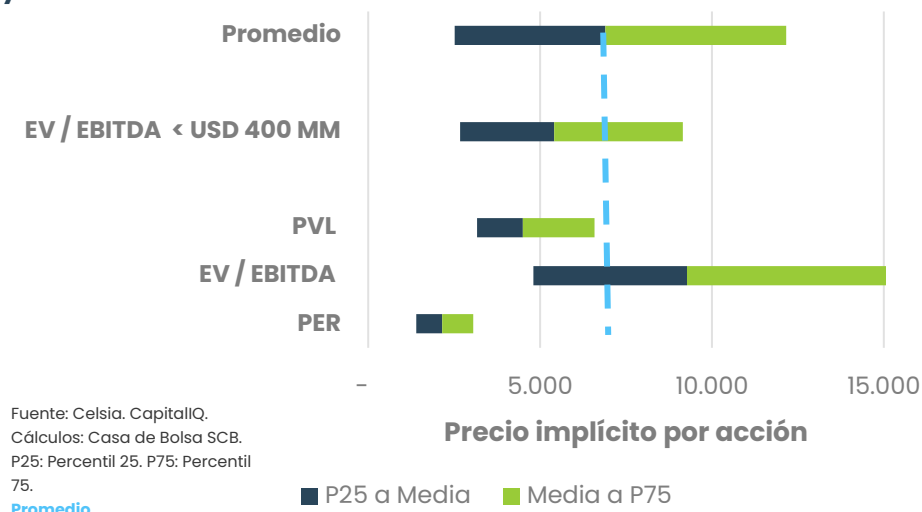
Tomando múltiplos históricos, se observa una desvalorización mayor al 60% frente valor intrínseco promedio de sus múltiplos históricos, con un precio intrínseco de COP 4.828 / acción (Gráfica 4), incluyendo múltiplo de Precio / Utilidad por Acción (PER por sus siglas en inglés), Enterprise Value / EBITDA (EV / EBITDA) y Precio / Valor en Libros (P/VL) (Gráfica 4).

**Gráfica 4. Valoración Relativa múltiplos históricos**



Por otro lado, tomando como referencia múltiplos de comparables y múltiplos transaccionales de multi - *utilities* (transacciones menores a USD 400 MM), **el valor intrínseco muestra un promedio de ~ COP 5.412/ acción**, lo cual implica una subvaloración mayor al 80% frente a precios recientes (Gráfica 5).

**Gráfica 5. Valoración Relativa múltiplos comparables y transaccionales**



## Conclusión:

1. **Aunque la transacción** de Centro América parece razonable a nivel cuantitativo y financiero, esta genera una reducción en la diversificación geográfica de la compañía, una mayor exposición operacional de Celsia a Colombia (*informe*) en medio de la incertidumbre regulatoria del sector.
2. **Tomando como referencia múltiplos propios**, el valor intrínseco relacionado muestra un promedio de ~ COP 4.828 / acción, lo cual implica una subvaloración mayor al 60% frente a precios recientes.
3. Respecto **a la valoración de comparables y transaccionales** de multi - *utilities*, el valor intrínseco relacionado muestra un promedio de ~ COP 5.412 / acción, lo cual implica una subvaloración cercana al 80% frente a precios recientes.
4. **En general**, la valoración relativa refleja una subvaloración importante frente al valor intrínseco del emisor, aunque cabe recordar que, en nuestra opinión, es el emisor del sector más expuesto a un posible Fenómeno de “El Niño” en próximos meses, lo cual podría limitar su valorización en el segundo semestre del año 2023, implicando una oportunidad de entrada interesante en este periodo (*informe*).



## EQUIPO DE ANÁLISIS Y ESTRATEGIA



**Juan David Ballén**

Director de Análisis y Estrategia

[juan.ballen@casadebolsa.com.co](mailto:juan.ballen@casadebolsa.com.co)

+57 (601) 606 21 00 Ext. 22622

### RENTA FIJA



**Ana María Reyes**

Analista de Renta Fija

[ana.reyes@casadebolsa.com.co](mailto:ana.reyes@casadebolsa.com.co)

+57 (601) 606 21 00 Ext. 22602



**Luis Felipe Sánchez**

Analista Junior de Renta Fija

[luis.sanchez@casadebolsa.com.co](mailto:luis.sanchez@casadebolsa.com.co)

+57 (601) 606 21 00 Ext. 22710



**Juan Camilo Gutierrez**

Practicante

[juan.gutierrez@casadebolsa.com.co](mailto:juan.gutierrez@casadebolsa.com.co)

+57 (601) 606 21 00 Ext. 23632

### RENTA VARIABLE



**Omar Suárez**

Gerente Estrategia Renta Variable

[omar.suarez@casadebolsa.com.co](mailto:omar.suarez@casadebolsa.com.co)

+57 (601) 606 21 00 Ext. 22619



**Brayan Andrey Alvarez Diaz**

Analista de Renta Variable

[brayan.alvarez@casadebolsa.com.co](mailto:brayan.alvarez@casadebolsa.com.co)

57 (601) 606 21 00 Ext. 22636



**Roberto Paniagua**

Analista de Renta Variable

[roberto.paniagua@casadebolsa.com.co](mailto:roberto.paniagua@casadebolsa.com.co)

+57 (601) 606 21 00 Ext. 22703



**Angie Katherine Rojas**

Analista de Renta Variable

[angie.rojas@casadebolsa.com.co](mailto:angie.rojas@casadebolsa.com.co)

+57 (601) 606 21 00 Ext. 22703



## ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores. La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de esta y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario de este, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de este se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente. La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción. Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen. Tampoco representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable, pero Casa de Bolsa no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa, Comisionista de Bolsa forma parte del Conglomerado Financiero Aval.

### CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

### INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto, algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.