

# El Oráculo de Celsia

## Recomprando con Energía



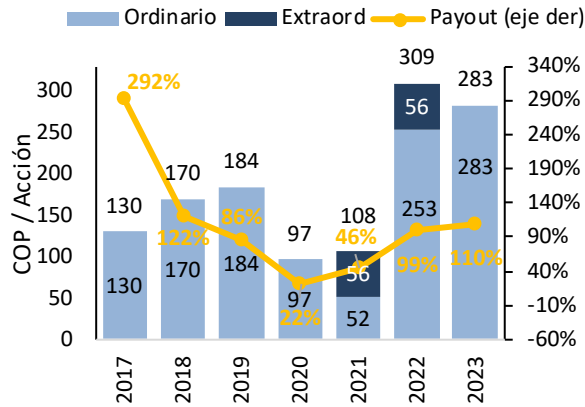
**CasadeBolsa**  
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

**9 de marzo de 2023**

Roberto Carlos Paniagua  
**Analista Oil & Gas y Utilities**  
Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

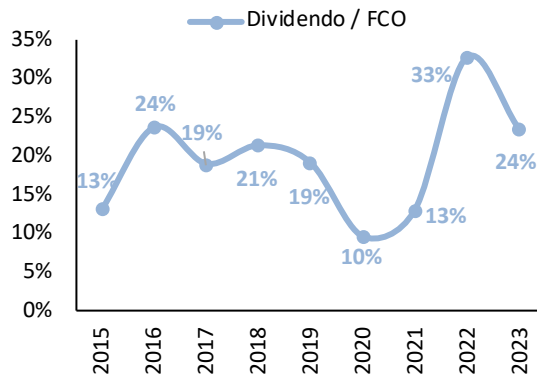
Omar Suárez  
**Gerente Estrategia Renta Variable**  
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Gráfica 1. Evolución Dividendo por acción



Fuente: Celsia. Cálculos: Casa de Bolsa SCB.  
2023: Dividendo propuesto.  
Dividendo año propuesto, cifras año anterior.

Gráfica 2. Dividendo/FCO



Fuente: Celsia. Cálculos: Casa de Bolsa SCB.  
2023: Dividendo propuesto.  
Dividendo año propuesto, cifras año anterior.

### Puntos destacados:

- **Se propone el pago de un dividendo de COP 283 / acción** (-8,4% A/A), el cual correspondería a un *payout* del 110%, siendo uno de los más altos de los últimos años.
- **La propuesta de recompra por COP 300 mil MM a 3 años** equivale al ~12% de la Capitalización Bursátil, afectando el flotante del emisor (del 47% al ~ 35% a precios recientes). Bajo el escenario en el cual la compañía adquiera el máximo posible por sistema transaccional, a precios recientes, con las limitaciones regulatorias, se podrían recomprar ~ COP 260 mil MM y el restante mediante OPA. Una alternativa a la Recompra sería utilizar dichos recursos para pagar parte de la deuda, lo cual mitigaría el fuerte incremento en los Gastos Financieros (+95,6% A/A).

**Es importante recordar que una persona que decide comprar una acción puede obtener rentabilidad de esta inversión por medio de 3 maneras diferentes:** **1)** La venta de las acciones a un precio mayor al de la compra; **2)** El pago de dividendos en efectivo o en acciones; **3)** La recompra de acciones. Los últimos dos temas serán analizados en este documento tras darse a conocer por parte de Celsia, tanto su **propuesta de distribución de utilidades del 2022** en efectivo como **la propuesta de un programa de recompra** hasta por COP 300 mil MM durante un plazo de 3 años, las cuales serán discutidas el 29 de marzo en su Asamblea General de Accionistas.

**En el caso de la propuesta de distribución de utilidades**, se propone un dividendo de COP 283 / acción, el cual corresponde a un *payout* del 110%, acudiendo a Reservas, siendo uno de los *payout* más altos de los últimos años, lo cual sería un 8,4% menor al dividendo total del 2022, aunque un 11,9% mayor al dividendo ordinario del año anterior (Gráfica 1). Por su parte, al comparar la evolución de los dividendos con el Flujo de Caja Operacional (FCO), aunque se mantiene en niveles históricamente altos (24%), esto se da en medio de un EBITDA robusto durante 2022 (+30,1% A/A) (Gráfica 2).

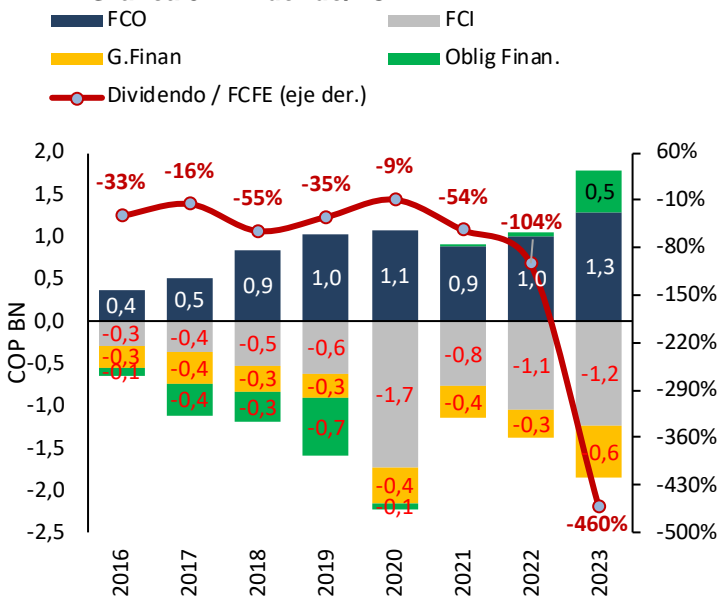
Por su parte, al comparar el dividendo con el Flujo de Caja para el Accionista (FCFE por sus siglas en inglés), este último muestra un déficit histórico para cumplir los pagos en dividendos, especialmente por el alto nivel de inversiones realizado en los últimos años y el pago de intereses que ha venido en ascenso (Gráfica 3). **Respecto a la propuesta de Recompra por COP 300 mil MM a 3 años**, en la llamada de resultados del 4T22 ([informe](#)) Celsia comentó que esperan llevar a cabo la operación sin el uso de nuevos recursos de financiamiento, utilizando tanto el sistema transaccional de la BVC (*Open2 Market*) como el mecanismo independiente (*Tender Offer – OPA*).

# El Oráculo de Celsia

## Recomprando con Energía



**Gráfica 3. Dividendo/FCFE**



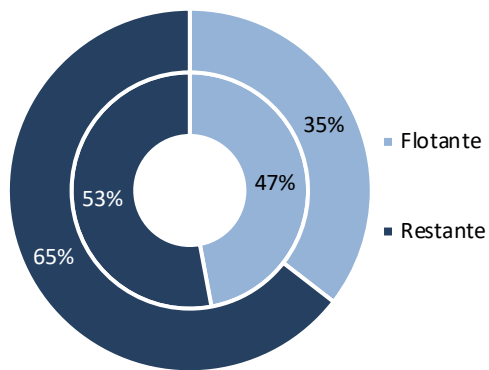
Fuente: Celsia y BVC. Cálculos: Casa de Bolsa SCB. 2023: Dividendo propuesto. Dividendo año propuesto, cifras año anterior.  
 FCO = EBITDA + Δ Capital de Trabajo - Impuestos  
 FCFE = FCO - Intereses - CapEx + Obligaciones Financieras Totales

En el primer mecanismo, por regulación la readquisición máxima por día equivale al 25% del volumen promedio de los últimos 90 días, es decir, ~ COP 70 MM / día según la compañía. Por este mecanismo, el monto sería el 10% de las acciones en circulación, es decir ~ 107 MM de acciones (COP 260 mil MM a precios recientes). Cabe mencionar que, si se toman los volúmenes promedio entre enero y junio del 2022, período previo a elecciones presidenciales, se hubiese podido recomprar diariamente más de 3x el monto diario a recomprar que con el promedio de los volúmenes actuales (~ COP 242 MM).

A precios recientes, **esta recompra equivale al ~12% de la Capitalización Bursátil de Celsia y afectaría el flotante del emisor al Recomprar ~ 124 MM de acciones, con lo cual el flotante se reduciría del 47% actual al 35% a precios actuales** (Gráfica 4). **Lo anterior podría impactar la participación de Celsia en índices accionarios**, además, dado que el monto máximo de la Recompra a precios del mercado es del 10% de las acciones en circulación, bajo el escenario en el cual la compañía adquiera el máximo posible por este mecanismo (~107 MM de acciones), esto equivale al 86% de las acciones a readquirir y el restante sería mediante OPA. No obstante, por el bajo monto que se podría recomprar diariamente, la compañía mencionó que acudiría a ambos mecanismos, sin definir montos para cada uno, pues todo dependerá de la dinámica de los volúmenes.

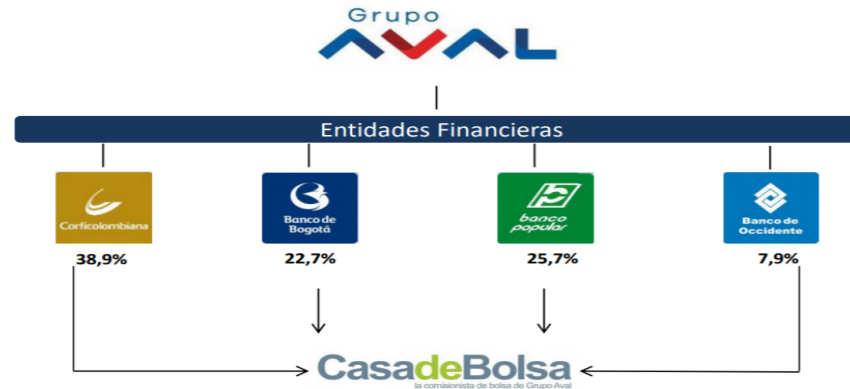
**Conclusión:** En general, aunque el dividendo es un 8,4% menor al año anterior, es un 11,9% mayor al dividendo ordinario, lo cual es un esfuerzo importante a nivel de *payout* y FCO, permitiendo a la compañía cuidar parte de la caja en medio de un 2023 que prevemos sea retador para la compañía dada la mayor probabilidad de una menor generación por parte de las hidroeléctricas en un entorno de desaceleración económica, junto a presiones en Gastos Financieros. Respecto a la Recompra, destacamos que esta esta motivada debido a que el descuento en el precio de mercado de la acción es significativo (P/VL de ~ 0,5x) y la compañía cerró 2022 con COP 324 mil MM en Efectivo. Una alternativa a la Recompra hubiera sido utilizar los recursos en el pago de deuda para reducir Gastos Financieros crecientes (+95,6% A/A), con un Costo de la Deuda en COP de 15,54% (+811 pbs A/A) y en USD de 8,65% (+286 pbs A/A). Por su parte, vale la pena recordar que: **1)** El pago de dividendos en efectivo tiende a ser más constante en el tiempo (*Sticky dividends*) que la recompra de acciones; **2)** Las recompras afectan la estructura accionaria de una compañía y el flotante respectivo; **3)** Con la última Reforma Tributaria, los efectos tributarios sobre los Ingreso por Dividendos (tasa máxima del 20% para Residente Fiscal) o la Ganancia Ocasional (en caso de existir) por la Recompra (tasa del 15% para Persona Natural) afectan de manera diferente al inversionista.

**Gráfica 4. Cambio en flotante**



# ¿Quiénes somos?

## Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Cargo	Nombre	e-mail	Teléfono
Director Análisis y Estrategia	Juan David Ballén	<a href="mailto:juan.ballen@casadebolsa.com.co">juan.ballen@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22622
Analista Junior Renta Fija	Luis Felipe Sánchez	<a href="mailto:luis.sanchez@casadebolsa.com.co">luis.sanchez@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22710
Analista Renta Fija	Ana María Reyes	<a href="mailto:Ana.reyes@casadebolsa.com.co">Ana.reyes@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22602
Practicante Renta Fija	Juan Camilo Gutierrez	<a href="mailto:juan.gutierrez@casadebolsa.com.co">juan.gutierrez@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 23632
Gerente de Renta Variable	Omar Suárez	<a href="mailto:omar.suarez@casadebolsa.com.co">omar.suarez@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22619
Analista Sector Consumo & Construcción	Laura López Merchán	<a href="mailto:laura.lopez@casadebolsa.com.co">laura.lopez@casadebolsa.com.co</a>	602100 Ext 22636
Analista Sector Oil & Gas y Utilities	Roberto Paniagua	<a href="mailto:roberto.paniagua@casadebolsa.com.co">roberto.paniagua@casadebolsa.com.co</a>	6021000
Analista Sector Financiero	Katherine Rojas	<a href="mailto:Angie.rojas@casadebolsa.com.co">Angie.rojas@casadebolsa.com.co</a>	6062100

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 S.A. 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 S.A. 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 S.A. Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa forma parte del Conglomerado Financiero Aval.

# Advertencia

## 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 la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste 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.

## 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.

**Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.**

# Análisis y Estrategia

---

Dirija sus inquietudes y comentarios a:

analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co | (571) 606 21 00 | Twitter: @CasadeBolsaSCB | www.casadebolsa.com.co

## **Bogotá**

TEL (571) 606 21 00

FAX 755 03 53

Cra 13 No 26-45, Oficina 502

Edificio Corficolombiana

## **Medellín**

TEL (604) 604 25 70

FAX 321 20 33

Cl 16 sur No 43A-49, Piso 12

Edificio Corficolombiana

## **Cali**

TEL (572) 898 06 00

FAX 889 01 58

Cl 10 No 4-47, Piso 21

Edificio Corficolombiana



*Accede a todos nuestros informes  
escaneando el siguiente código QR*



---

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 S.A. 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 S.A. 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 S.A.