



Informe Especial Energía Eléctrica

Diversificación ante entorno de alta tensión

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

17 de febrero de 2023

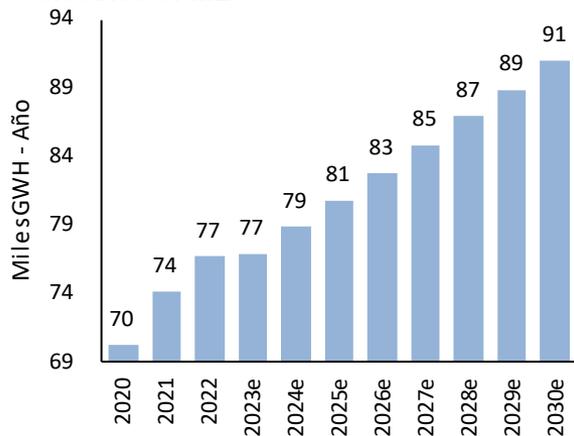
Roberto Carlos Paniagua
Analista Oil & Gas y Utilities
Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

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

Informe Especial Energía Eléctrica

Diversificación ante entorno de alta tensión

Gráfica 1. Proyección demanda energía eléctrica UPME



Fuente: UPME. Cálculos: Casa de Bolsa SCB.
Incluye SIN, escenario medio.

Puntos destacados del informe:

- En el presente informe buscamos entender la diversificación y exposición a Colombia por segmento de negocio de ISA, Celsia, y Grupo Energía Bogotá (GEB) en medio de la incertidumbre que presenta el sector.
- Consideramos que ISA se perfila como el jugador del sector mejor diversificado con ~ 70% del EBITDA por fuera de Colombia, mientras que Celsia se muestra como el jugador del sector con mayor exposición a Colombia teniendo en cuenta su baja diversificación geográfica.

En el mercado eléctrico colombiano, a nivel regulatorio la Constitución Política de 1991 permitió la participación privada en la prestación de servicios públicos con el Estado como responsable en temas como eficiencia y cobertura del servicio, buscando mejorar cobertura y calidad. Sumado a esto, tras el periodo de racionamiento ocurrido entre 1992 y 1993 por un fuerte fenómeno de “El Niño”, en 1994 se expiden las leyes 142 y 143; la Ley 142 se refiere a la estructura legal de los servicios públicos para que los agentes operan bajo principios de competencia, eficiencia, calidad, cobertura y suficiencia financiera, entre otros. La Ley 143 se enfoca en el régimen Legal de las actividades de la cadena del sector eléctrico: Generación, Transmisión, Distribución y Comercialización, cuya segmentación se da para garantizar la eficiencia del servicio y la inversión privada en el sector mediante mayor competencia.

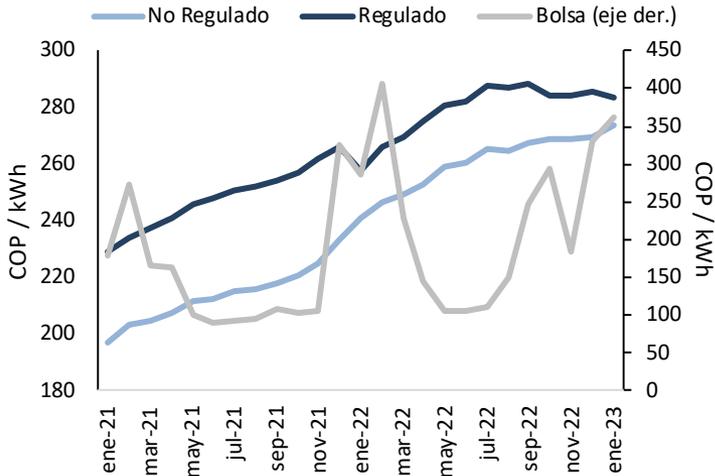
De esta manera, desde la década de los 90s el mercado eléctrico ha estado enmarcado en un ámbito técnico y regulado, liderado por la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG).

Alejándose de la evolución mencionada previamente, a comienzos de febrero del 2023 se conoció la posibilidad de que el Gobierno Nacional tenga potestad para asumir las funciones de regulación de servicios públicos como la energía eléctrica, lo cual puede distanciarse de decisiones técnicas y estratégicas a largo plazo y estar más alineadas con medidas de corto plazo. Ejemplo de lo anterior fue el cambio en el indexador tarifario realizado en septiembre 2022, indexando las tarifas de la energía al menor valor entre el IPP, IPC y otra medida de indexación por definir ([informe](#)), en medio de las presiones alcistas vistas en las tarifas de la energía eléctrica derivadas de fuertes aumentos en la inflación.

Informe Especial Energía Eléctrica

Los agentes buscan señales de estabilidad a largo plazo

Gráfica 2. Evolución Precio de la Energía



Fuente: XM. Cálculos: Casa de Bolsa SCB.

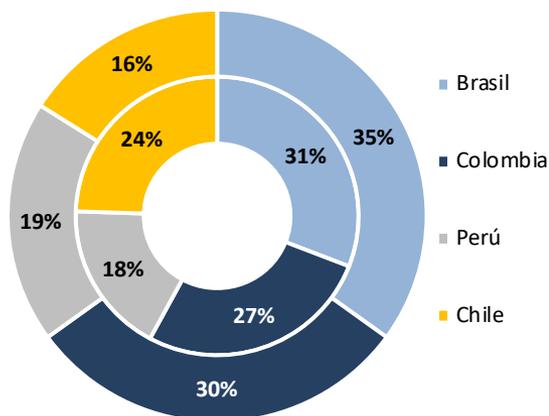
La independencia regulatoria y técnica del sector permite tener reglas claras a largo plazo para los diferentes agentes, lo cual es importante en medio de una demanda de energía creciente (TACC del +2,2% entre 2022 y 2030) (Gráfica 1), la cual necesita que se mantengan los incentivos para la oferta de energía y el crecimiento de la matriz de generación sin afectar la rentabilidad de los proyectos, lo cual podría ocurrir en caso de que los precios de oferta de energía no reflejen los posibles aumentos en los costos de los diferentes segmentos derivados de presiones inflacionarias.

Lo anterior teniendo en cuenta que la expansión en la capacidad del sistema de energía puede verse interrumpida en caso de falta de incentivos para una remuneración adecuada de las inversiones de capital, reconocimiento de los gastos de Administración y Mantenimiento (AOM), entre otros. Sumado a que estos mismos factores pueden afectar las inversiones en la red de Transmisión y Distribución. De esta manera, se podrían presentar mayores presiones en los precios de la energía que ya vienen al alza (Gráfica 2) en un escenario con Fenómeno de “El Niño” debido al ingreso a la curva de generación de una mayor cantidad de generadores térmicos con un mayor costo marginal. La probabilidad de un “El Niño” por tarde hacia 2024 es mayor luego de haber tenido el último fenómeno a mediados de 2015.

Adicionalmente, acorde a la propuesta del Plan Nacional de Desarrollo 2022 – 2026 (PND), en el Artículo 74, las empresas podrán desarrollar, de manera integrada, la Generación (Gx), Transmisión (Tx), Distribución (Dx) y Comercialización (Cx) de energía eléctrica, donde la Gx y Tx integrada sólo estará permitida cuando la generación de energía eléctrica se realice a partir de fuentes no convencionales de energía renovable. Esta restricción no aplica para aquellas empresas que ejercen las actividades de Gx y Tx desde antes de la vigencia de las leyes 142 y 143 de 1994. Lo anterior abriría la puerta para que empresas como ISA pueda participar de la generación de no convencionales.

De esta manera, buscando entender la exposición de cada compañía al negocio de energía eléctrica en Colombia, analizaremos la exposición por país y segmento de negocio de los principales emisores listados en la BVC (Celsia, GEB e ISA), los cuales tienen un peso conjunto del 17,41% dentro del índice Colcap.

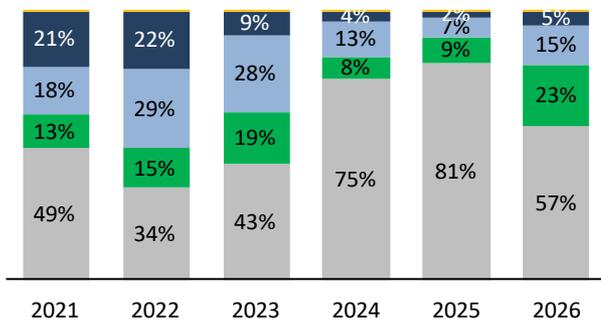
Gráfica 3. EBITDA por geografía



Círculo interno: 3T22. Externo: promedio 2022 - 2026
Fuente: ISA. Cálculos: Casa de Bolsa SCB.

Gráfica 4. Capex ISA – Participación por País

Brasil Chile Colombia Perú Bolivia y Arg



Interconexión Eléctrica (ISA) muestra una diversificación importante al ubicarse en 6 países (Colombia, Brasil, Perú, Chile, Bolivia y Argentina), junto a Centro América, y tres líneas de negocio: Transmisión, Vías y Telecomunicaciones, las cuales representan aproximadamente el 82%, 16% y 2% del EBITDA.

Dentro de su estrategia 2030, la compañía tiene presente un *pipeline* de licitaciones en Brasil hasta por USD 11 BN, junto a la reactivación de subastas “Upmes” en Colombia, al igual que nuevos proyectos en Chile, especialmente en almacenamiento, lo cual se refleja en la repartición estimada del EBITDA en los próximos años (Gráfica 3), **con ~ 70% del EBITDA por fuera de Colombia.**

Respecto al foco de las inversiones a mediano plazo, sobresale Brasil, pues se estima una expansión de la demanda de energía, con una continuidad en la participación mayoritaria de energías renovables, reflejado en el desglose del Capex para los próximos años (Gráfica 4). **Recientemente, la compañía ganó uno de los tres proyectos subastados para conectar energía** proveniente de Minas Gerais hacia Sao Paulo, con ingresos a mediano plazo por USD 55 MM e inversiones de ~USD 700 MM.

Sobre el tema político en Brasil, aunque en el *Investor Day* del 2022 ISA mencionó que, pese a cambios de Gobierno, esperan que se mantengan las propuestas de proyectos de transmisión en Brasil, consideramos importante monitorear posibles modificaciones en el sector eléctrico tras la llegada de Lula Da Silva al poder. Recordemos los antecedentes vividos en 2013, bajo el Gobierno de Dilma Rousseff, donde se presentaron modificaciones en las condiciones de las concesiones eléctricas que llevaron a que, en su momento, ISA Cteep (filial de ISA) decidiera no prorrogar ciertos contratos.

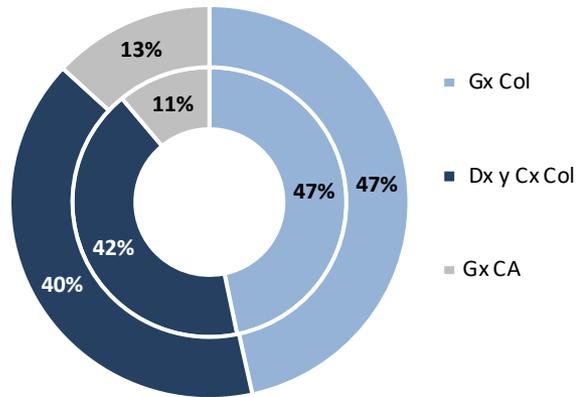
Cabe mencionar que, en el negocio de Transmisión en Colombia, consideramos probable que se publiquen a lo largo del 2023 las revisiones tarifarias por parte de la CREG para comentarios iniciales, dado que, en teoría las revisiones tarifarias ocurren cada 5 años. Se esperaría que la CREG ajuste la tasa de descuento regulatoria (WACC) y la Base Regulatoria de Activos (BRA), para que reflejen las condiciones actuales del negocio.

Informe Especial Energía Eléctrica

Colombia pesa el 87% en la operación de Celsia



Gráfica 5. EBITDA por Negocio



Círculo interno: 2019. Externo: 12 meses al 3T22. No incluye Caoba Inversiones.

Fuente: Celsia. Cálculos: Casa de Bolsa SCB.

Celsia muestra un enfoque completamente en el negocio de energía eléctrica, mayoritariamente en Colombia, con participación en todos los eslabones de la cadena. A nivel geográfico, su diversificación es baja, pues 13% de su EBITDA proviene de Centro América y un 87% de Colombia.

Tomando como referencia el periodo 2019 – 2022 (12 meses al 3T), sin incluir Caoba Inversiones, no se han presentado grandes modificaciones en las participaciones por segmentos, con la Generación en Colombia participando del 47% del EBITDA, la Distribución y la Comercialización del ~ 40% y el restante proveniente del negocio de Generación en Centro América (Gráfica 5).

Acorde a la conferencia de resultados del 3T22, en materia de inversiones, Celsia implementará un Plan de “Austeridad Consciente” enfocado en eficiencia en OPEX y manejo de necesidades de capital de trabajo, entre otros, en medio de un entorno volátil y mayores costos de financiamiento. De esta manera, consideramos que lo anterior implicaría un mayor enfoque en el Capex de mantenimiento y una postergación del Capex de expansión.

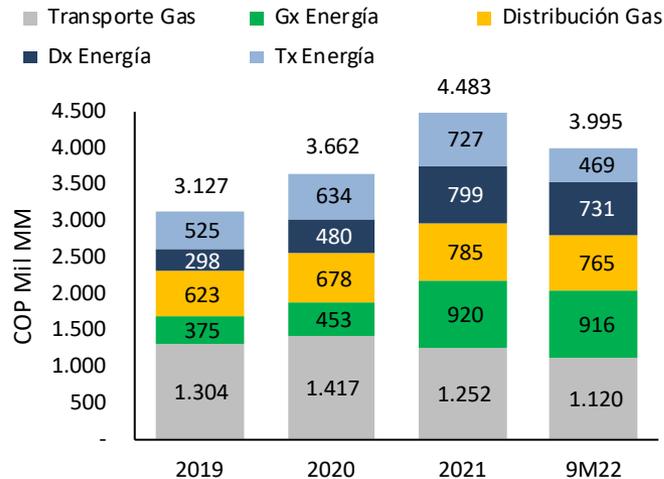
Cabe recordar que, en la última reforma tributaria aprobada en 2022 a las compañías de generación de energía les aplicará una sobretasa de renta del 3%, con tarifa total del 38% aplicable entre 2023 y 2026. Sin embargo, un punto positivo es que esta sobretasa no aplica para Pequeñas Centrales Hidroeléctricas (PCHs) con capacidad menor a 1.000 KW, donde Celsia tiene concentrada parte de su capacidad instalada, además del impacto del cambio en indexación de tarifas de energía. **Adicionalmente, acorde a la propuesta del PDN, en el Artículo 188** se plantea que las fuentes no convencionales de mayor generación con una potencia instalada total que supere los 10.000 kilovatios, tendrán que transferir el 6% de las ventas brutas de energía por generación propia, lo cual aplica a las plantas que estén localizadas en áreas con mayor radiación solar y velocidad del viento.

Es así como, en términos de diversificación, aunque Celsia opera generación hídrica, eólica y solar en Centro América (Panamá, Honduras y Costa Rica), su diversificación dista de ser robusta por geografía, por lo tanto, en Colombia políticas que impacten el sector deberían reflejarse en mayor medida en las cifras del emisor. 5

Informe Especial Energía Eléctrica

Gradualmente con mayor presencia carioca

Gráfica 6. EBITDA consolidado por Negocio

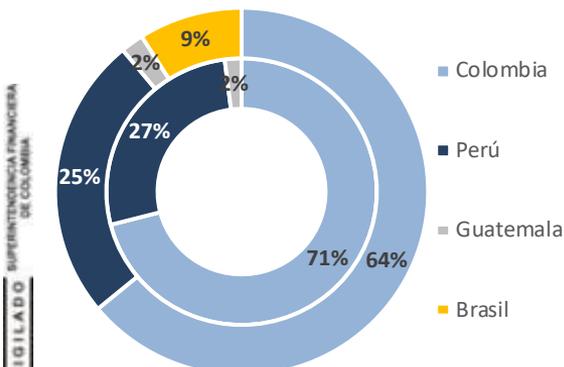


Fuente: GEB. Cálculos: Casa de Bolsa SCB. Incluye dividendo extraordinario de Enel Colombia en el 1T22.

GEB presenta una diversificación importante por líneas de negocio, donde entre 2019 y 9M22 el Transporte y la Distribución de Gas Natural han representado el 53% del EBITDA Consolidado, mientras que los segmentos de energía el 47%, (Gx 17%, Tx 16% y Dx 15%) incluyendo el dividendo extraordinario de Enel Colombia en el 1T22 (Gráfica 6).

En materia de diversificación, la compañía ha marcado la ruta para crecer en Brasil, donde en agosto del 2022 realizó una transacción con Brookfield, a quien adquirió, en compañía de Redeia (socio estratégico), el 100% de acciones ordinarias de cinco concesiones de transmisión existentes en Brasil por un total de BRL 4.318 MM (~ USD 821 MM). La ubicación de las concesiones en el noreste de Brasil le permite tener acceso a futuras oportunidades en una de las mayores áreas prospectivas de generación eólica en el *offshore*, siendo una decisión alineada con las metas del plan 2025. Además, el Ingreso Anual Permitido (RAP) es pagado por Generadores, Distribuidores y Consumidores con remuneración tanto por disponibilidad como por capacidad, reduciendo significativamente el riesgo de demanda y dinámica económica. El contrato es a 30 años con RAP ajustado por inflación.

Gráfica 7. EBITDA por País



Fuente: GEB. Cálculos: Casa de Bolsa SCB. Círculo interno 2021. Externo 2026

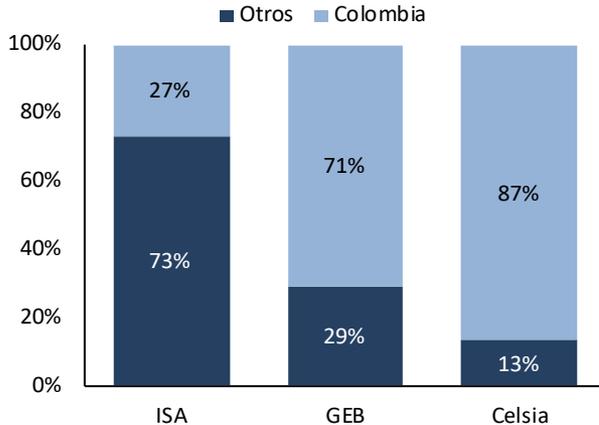
De esta manera, actualmente el 29% del EBITDA proviene del exterior, donde hacia 2026 esta participación se incrementaría hasta el 36%. Lo anterior en medio de una participación futura del 25% de Perú (Distribución de energía y gas natural), Brasil (Tx) con ~ 9% del EBITDA, y Guatemala con un 2%, mientras que Colombia se mantendría como el país con mayor participación (64%) (Gráfica 7).

En cuanto a temas por monitorear, cabe recordar que, en el segmento de generación, mediante Enel Colombia (42,5% de participación), GEB sentiría el impacto de la sobretasa de renta del 3% en el segmento de generación, junto a la posibilidad, según el PND, de transferir el 6% de las ventas brutas de energía por generación propia. Además del impacto del cambio en indexación de tarifas de energía y la “pesificación” en la remuneración del transporte de gas natural. **Así las cosas, pese a una diversificación importante por segmentos de negocio y país**, el peso de Colombia y la posibilidad de que Gobierno Nacional llegue a tener potestad para asumir las funciones de regulación de servicios públicos podría afectar tanto el negocio de energía como de gas natural de GEB.

Informe Especial Energía Eléctrica

ISA mejor posicionada ante cambios regulatorios

Gráfica 8. EBITDA Colombia por emisor



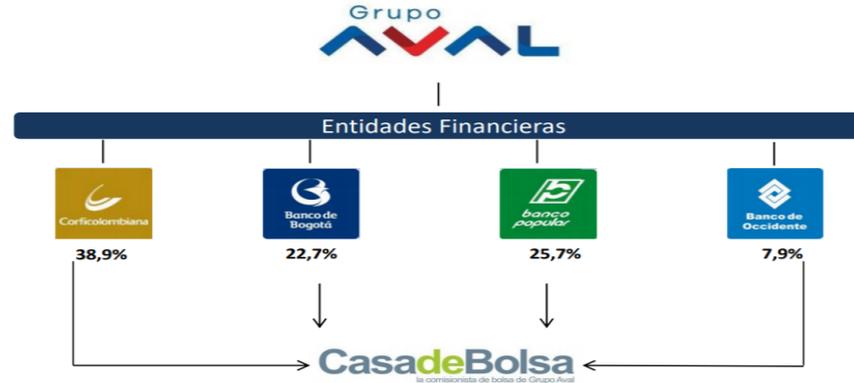
Fuente: Emisores. Cálculos: Casa de Bolsa SCB.

Conclusiones:

- **Tanto la incertidumbre local para el sector de energía eléctrica como el mayor costo de capital en un entorno de mayores tasas de interés y primas de riesgo** pueden generar el aplazamiento de inversiones por parte de diferentes agentes de la cadena de valor del sector de energía eléctrica, con posibles impactos negativos en el cubrimiento eficiente de la demanda a mediano plazo y la posibilidad de presentarse la necesidad de nuevas subastas de energía.
- **El entorno local obligaría a las empresas del sector a tener una mayor diversificación geográfica**, donde observamos que las compañías más diversificadas tienen un mayor enfoque hacia mercados como el brasileño y el peruano. No obstante, es probable que se tienda a tener una mayor inclinación en el mediano plazo hacia mercados con mayor estabilidad regulatoria y jurídica fuera de América Latina, como el mercado de Estados Unidos, el cual ha estado, por ejemplo, en el radar de ISA.
- **ISA** se perfila como el jugador del sector mejor diversificado con ~ 70% del EBITDA presente y futuro por fuera de Colombia, junto a un mayor foco de sus inversiones en Brasil (Gráfica 8).
- **GEB** muestra una diversificación importante por segmentos de negocio y país, sin embargo, la participación de Colombia y la posibilidad de que el Gobierno Nacional llegue a tener potestad para asumir las funciones de regulación de servicios públicos podría afectar tanto el negocio de energía como de gas natural.
- **Celsia** se muestra como el jugador del sector con una mayor vulnerabilidad teniendo en cuenta su baja diversificación geográfica y la alta exposición al negocio de energía eléctrica en Colombia.

¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



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

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

*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.