

En nuestra opinión, Celsia mostró resultados MIXTOS en el 1T23, con buen comportamiento operacional y mejores a las expectativas del mercado a nivel de Utilidad Neta. A nivel de Ingresos operacionales (+15% A/A y -14,8% T/T), estos tuvieron un buen comportamiento anual principalmente por Colombia, donde en el segmento de generación sobresale tanto la mayor venta de energía (+5,9% anual y trimestral) como el aumento en los precios de la energía en bolsa (+25,5% A/A y +48,2% T/T) y en contratos (+7,9% A/A y +2,6% T/T). En Uso y Conexión de Redes (+82,7% A/A y +18,8% T/T), el comportamiento estuvo impulsado por: **1)** Mayores ingresos en el STN, STR y SDL-ADD por mayor IPP e IPC interanual; **2)** Nuevos activos en operación comercial; **3)** Ajuste al WACC regulatorio que pasó del 11,64% al 12,09% desde mayo de 2022. Respecto al **EBITDA (+13% A/A y +15,8% T/T)**, su buen comportamiento generó un margen del 34,1% (-62 pbs A/A y +900 pbs T/T), en medio de costos de ventas con una menor variación que los ingresos (+13% A/A y -24,8% T/T) y gastos operacionales con variación moderada a nivel anual y fuerte contracción trimestral (+5,6% A/A y -35,8% T/T) dado el programa de austeridad consciente. Por último, respecto a la **Utilidad Neta controladora (-26,6% A/A)**, a nivel no operacional, prenden las alertas el fuerte aumento en gastos financieros (+138,3% A/A y -9,5% T/T) por un mayor nivel de obligaciones financieras indexadas al IPC y a la IBR, con la cobertura de intereses reduciéndose hasta niveles vistos en 2015 – 2016, durante la última temporada de Fenómeno de El Niño. En el trimestre se presentó una menor tasa de impuestos (34,5% vs 36,1% 1T22), donde la sobretasa a generadores por la reforma tributaria fue mitigada por beneficios tributarios a centrales solares.

10 de mayo de 2023

Hechos relevantes

- **Colombia con buena dinámica:** En Colombia se presentó un mejor comportamiento en ingresos (+50,3% A/A y +39,4% T/T), debido a una mayor venta de energía tanto en *spot* como en contratos, junto a mayores precios de la energía. Adicionalmente, los ingresos del cargo por confiabilidad crecieron por mayores Obligaciones Energía Firme (OEF) por la entrada en operación comercial de Tesorito y el aumento en la TRM. Respecto a las plataformas de inversión, Caoba (activos de transmisión en Colombia) presentó un margen EBITDA del 85,6%, estable a nivel anual, mientras que C2 Energía (inversión en Colombia en energías renovables no convencionales) registró un margen EBITDA del 82,5%, (+960 pbs A/A). Por último, la termoeléctrica “Tesorito” registró un margen EBITDA del 76%, menor al 80,2% del 2022.
- **Centro América con fuertes contracciones:** El débil comportamiento anual de los ingresos operacionales (-31,2% A/A y +4,8% T/T en USD) se presentó debido al vencimiento el 31 de diciembre de 2022 del contrato de venta de energía y potencia del complejo hídrico Dos Mares (DMA) a las distribuidoras en Panamá, donde los ingresos posteriores están relacionados únicamente con las ventas de energía en el mercado *spot*. El evento de la central Estí, propiedad de AES (aguas arriba de DMA), que mantiene a la central Gualaca con recurso hídrico limitado.
- **Flujo de Caja y Deuda:** Celsia finalizó con un nivel de efectivo de COP 382 mil MM (+16,9% T/T). En medio de un EBITDA de COP 514 mil MM utilizado principalmente en capital de trabajo neto por COP 58 mil MM, pago de impuestos por COP 30,5 mil MM, pago de dividendos netos por COP 81 mil MM y Capex por COP 336 mil MM, equivalente al ~ 36% del CAPEX planeado para 2023. A nivel de deuda, se cierra el 1T23 con COP 5,7 BN, con una vida media de 5,63 años y un nivel de Deuda Neta / EBITDA de 2,89x, niveles sanos y dentro de lo buscado por la compañía.



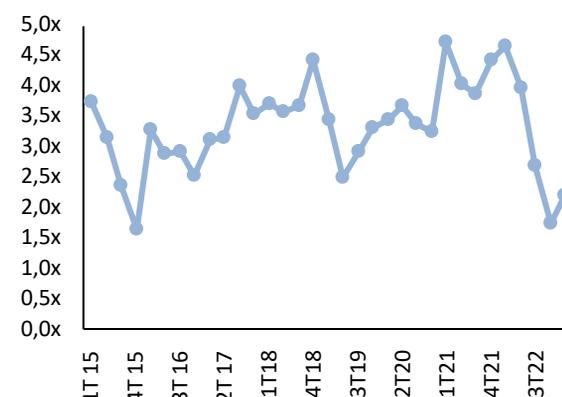
CELSIA

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	5.196
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	2,3
Último Precio	2.888
YTD (%)	-2,9%
PVL	0,51x
D. Yield	11,4%

Gráfica 1. Cobertura de intereses



Fuente: Informes financieros compañía.
Construcción: Casa de Bolsa SCB

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

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

Resumen resultados financieros

Cifras en COP Mil MM	Celsia				
	1T22	4T22	1T23	Var % T/T	Var % AA
Ingresos	1.309	1.767	1.507	-14,8%	15,0%
EBITDA	455	444	514	15,8%	13,0%
Utilidad Neta controladora	103	-19	75	n.a	-26,6%
Margen EBITDA	34,7%	25,1%	34,1%	900 pbs	-62 pbs
Margen Neto	7,8%	-1,1%	5,0%	n.a	-284 pbs
ROAE 12M	7,6%	5,7%	5,1%	-65 pbs	-252 pbs
Energía Producida (Gwh)*	1.450	1.492	1.576	5,6%	8,7%
Energía Vendida (Gwh)*	1.682	1.682	1.782	5,9%	5,9%

*Colombia. Fuente: Celsia. Cálculos: Casa de Bolsa SCB

Puntos Destacados de la Conferencia

- Transacción Centro América (CA):** Transacción por ~ USD 194 mm de *Equity Value* equivalente a COP 933 mil MM frente a ~ COP 424 mil MM girados para comprar los activos en el 2014. Se realiza la venta de 6 plantas de generación con capacidad de 188 MW con lo cual la presencia de Celsia seguirá presente en Honduras, Panamá y Costa Rica, región en la que espera terminar el 2023 con 55 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. Acorde a la compañía, el múltiplo de entrada EV / EBITDA es 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 de 2,3x. **El racional de la transacción** se centra en factores que cambian las condiciones esperadas de la inversión, generando que el ROCE se ubique 600 pbs por debajo de las inversiones de Celsia en Colombia. El principal factor fue el menor precio de la energía. Por ejemplo, en el momento que adquirieron los activos en 2014, el precio promedio de la energía era de USD 180 / MWh y 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, se da el vencimiento de contratos de energía en Dos Mares y en Bahía Las Minas, pues las condiciones de mercado no eran adecuadas, dada la ausencia de contratos de largo plazo. **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), cual permitirá disminuir el gasto financiero en COP 69 mil MM. El remanente queda a disposición de la Junta Directiva.
- Consideramos que, aunque la transacción parece razonable a nivel cuantitativo, esta genera una mayor exposición operacional de Celsia a Colombia en medio de la incertidumbre regulatoria del sector.
- Sobre la recompra de acciones,** la compañía estima iniciar el proceso en próximas semanas, en el cual esperan recomprar hasta COP 300 mil MM, aprovechando los recursos que se recibirán por la venta de activos en Centro América. **En cuanto al CAPEX,** para 2023 estiman entre COP 1,2 – 1,3 BN frente a ~ COP 4 BN de 2022 dado el programa de “austeridad consciente”. **Respecto a los riesgos,** la incertidumbre regulatoria en Colombia y el incremento en tasas de interés siguen siendo retos importantes. Es así como, mantendrán su enfoque en el programa “austeridad consciente”. Adicionalmente, los efectos positivos a nivel tributario de la Ley 1715 para Fuentes Renovables No Convencionales se ven desvanecidos tanto por el efecto fiscal de la reforma tributaria (sobretasa a generadoras de energía), como por el Plan Nacional de Desarrollo (PND) donde las generadoras de energía deberán transferir 4% de las ventas brutas (proyectos vigentes) o 6% para proyectos nuevos, frente al 1% previo. **Frente a los proyectos en La Guajira,** estos se encuentran a la espera de consultas previas pendientes por pedidos de comunidades. Adicionalmente, se tienen atrasos en proyectos de transmisión propios y de terceros que generarían atrapamientos de energía en caso de avances en los parques eólicos.
- Sobre el Fenómeno de El Niño,** según los cálculos de Celsia, cuentan con energía contratada del 85% – 90% de la Energía Firme del Cargo por Confiabilidad (ENFICC). Además, tienen opción de compra de energía a Termo Flores por USD 30 MM a ejecutar en caso de Fenómeno de El Niño. Adicionalmente, la termoeléctrica El Tesorito ha logrado aprovechar precios marginales altos en bolsa, donde, si se mantienen las condiciones regulatorias sobre despachos de recursos, Tesorito será un apoyo importante. Cabe mencionar que, actualmente las ventas de energía en contratos se han reducido por parte de los generadores dada la expectativa de “El Niño” y la regulación de la reserva hídrica, lo cual seguiría presionando al alza el precio de la energía en bolsa con la mayor participación de las termoeléctricas.

Gerencia de Inversiones

Andrés Pinzón

Director Estrategia Comercial y de Producto
andres.pinzon@corficolombiana.com
Tel: (571) 2863300 Ext. 70714

Análisis y Estrategia

Juan David Ballén

Director Análisis y Estrategia
juan.ballen@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22622

Luis Felipe Sánchez

Analista Junior Renta Fija
luis.sanchez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

Anna María Reyes

Analista Junior Renta Fija
diego.velasquez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

Omar Suarez

Gerente Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22619

Roberto Carlos Paniagua

Analista Renta Variable
Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00

Angie Katherine Rojas

Analista Renta Variable
Angie.rojas@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00

Brayan Andrey Alvarez Diaz

Analista Renta Variable
Brayan.alvarez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00

Juan Camilo Gutierrez

Juan.gutierrez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00

Mesa Distribución

Juan Pablo Vélez

Gerente Comercial Medellín
jvelez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22861

Mesa Institucional Acciones

Alejandro Forero

Head de acciones Institucional
alejandro.forero@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22843

Katherine Prieto Pardo

Trader de acciones Institucional
katherine.prieto@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22683

Mesa Institucional Renta Fija

Olga Dossman

Gerente Comercial
Olga.dossman@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23624

Adda Padilla

Gerente Comercial
adda.padilla@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22607

Luis Felipe Moreno

Gerente Comercial
adda.padilla@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22607

ADVERTENCIA

Este material no 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. Este material no 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. La información contenida en este documento se presume confiable, pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza su total precisión, los datos utilizados son de conocimiento público. En ningún momento se garantizan las rentabilidades estimadas asociadas a los diferentes perfiles de riesgo. Variables asociadas al manejo de las posiciones, los gastos y las comisiones asociadas a su gestión pueden alterar el comportamiento de la rentabilidad. Es posible que esta estrategia de inversión no alcance su objetivo y/o que usted pierda dinero al invertir en ella. La rentabilidad pasada no es garantía de rentabilidad futura. Ninguna parte de la información contenida en el presente documento puede ser considerada como una asesoría legal, tributaria, fiscal, contable, financiera, técnica o de otra naturaleza, o recomendación u opinión acerca de inversiones, la compra o venta de instrumentos financieros o la confirmación para cualquier transacción, de modo que, este documento se distribuye únicamente con propósitos informativos, y las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. 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. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Certificación del analista: El (los) analista(s) que participó (arón) en la elaboración de este informe certifica(n) respecto a cada título o emisor a los que se haga referencia en este informe, que las opiniones expresadas se hacen con base en un análisis técnico y fundamental de la información recopilada, que 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.