

Aunque Celsia mostró resultados **POSITIVOS** en el 3T22, alineados con las expectativas del mercado, consideramos relevante resaltar que hacia adelante serán claves temas como el impacto de la Reforma Tributaria sobre la dinámica del negocio y cambios en el ritmo de las inversiones debido a presiones derivadas de la devaluación del COP frente al USD y mayores costos de financiamiento, generando a su vez la búsqueda de mayores eficiencias en OPEX y la no afectación de las necesidades de capital de trabajo. A nivel de resultados trimestrales, los ingresos consolidados tuvieron un buen comportamiento (+33% A/A y +7,6% T/T) principalmente por Colombia, con una mejor dinámica anual en Generación (Gx) (+14,9% A/A y -12,8% T/T) y ventas de energía (+10,4% A/A y -4,9% T/T) tanto en contratos como en el *spot*. Los costos consolidados (+32,8% A/A y +17,1% T/T) tuvieron un crecimiento mayor a los ingresos debido al incremento de los costos variables, como aquellos relacionados con el Costo Equivalente Real de Energía (CERE) dada una mayor generación, junto a un aumento en costos fijos (+19,6% A/A) relacionados con materiales, operación y mantenimiento. El incremento anual de los gastos administrativos (+12% A/A y -0,6% T/T) se debió a gastos generales y D&A. En medio de lo anterior, el EBITDA tuvo un desempeño significativo a nivel anual y contracción trimestral (+34,1% A/A y -7,4% T/T) con un margen del 32,6% (+27pbs A/A y -528pbs T/T), con el segmento de Gx en Colombia realizando los mayores aportes al EBITDA consolidado con COP 146 mil MM. Llama la atención la persistencia en el aumento en gastos financieros (+93,4% A/A y +37,1% T/T) por exposición a tasas variables, con la tasa promedio en COP llegando al 13,46% frente al 7,43% del 3T21, mientras la tasa en USD llegó al 7,12%, mayor al 5,63% del 3T21. En el trimestre se presentó una mayor tasa de impuestos (35% vs 31% 3T21). La utilidad neta de la controladora tuvo un buen comportamiento anual (+13,7% A/A y -17,7% T/T) y el margen neto llegó al 6,7% (-113pbs A/A y -206 pbs T/T). En medio de lo anterior, el ROAE 12 meses (8,7%) tuvo su mayor nivel desde el 2T20 (12,2%).

Hechos relevantes

• **Colombia con buena dinámica de ingresos:** En Colombia se presentó un mejor comportamiento en ingresos (+35,6% A/A y +8,1% T/T) jalonados por el rubro de Generación (+51,9% A/A y +2,4% T/T), debido a una mayor venta de energía tanto en *spot* como en contratos y por el Cargo por Confiabilidad. Por su parte, los ingresos por Uso y Conexión de Redes (+40% A/A y +11,8% T/T) se beneficiaron de la entrada en operación comercial de nuevos activos, el mayor WACC regulatorio y el incremento en el indexador tarifario. Respecto a las plataformas de inversión, Caoba (activos de transmisión en Colombia) presentó un margen EBITDA del 86% (+150 pbs A/A) mientras que C2 Energía (inversión en Colombia en energías renovables no convencionales) registró un margen EBITDA del 79,9%, similar al 3T21. Por último, la termoeléctrica "Tesorito" entró en operación comercial el 14 de septiembre, generando ingresos por COP 4,7 mil MM y un EBITDA de COP 2,8 mil MM, implicando un margen EBITDA del 59,3%.

• **Centro América con impacto en Dos Mares:** La generación de energía presentó un comportamiento positivo al ubicarse en 232 Gwh (+10,6% A/A y +12,1% T/T), pese al impacto que ha sufrido Dos Mares por afectaciones aguas arriba de la planta de AES, la cual le aporta el 90% del volumen.

• **Flujo de Caja, inversiones y deuda:** Cifras acumuladas al 3T22 muestran una caja por COP 209 mil MM, donde sobresalen salidas de efectivo relacionadas con necesidades de capital de trabajo neto por COP 55 mil MM, deudores por COP 175 mil MM, pago de impuestos por COP 254 mil MM, dividendos netos por COP 291 mil MM y Capex por COP 1,2 BN, entre otros, compensado parcialmente por entrada de recursos provenientes de deuda por COP 736 mil MM. A nivel de inversiones, Celsia se ha visto impactado en proyectos solares dada la mayor tasa de cambio y el aumento en costos de financiamiento, pese a una corrección a la baja en costos internacionales de contenedores y paneles solares. El mayor costo interno de los proyectos debería reflejarse en los precios futuros de oferta de energía solar de los proyectos de la compañía, con un posible aumento de hasta un 20% para mantener su rentabilidad. A nivel de deuda financiera, la compañía espera poder alargar su vida media (5,7 años actualmente) y mantener indicadores Deuda Neta / EBITDA ~ 3,1x.

8 de noviembre de 2022



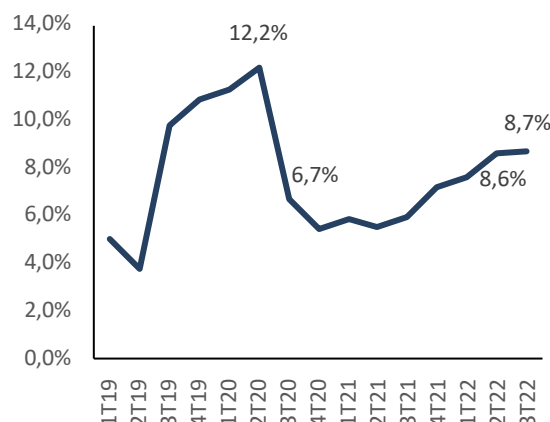
CELSIA

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	5.196
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	3,1
Último Precio	2.900
YTD (%)	-29,8%

Gráfica 1. ROAE 12 meses



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

Celsia					
Cifras en COP Mil MM	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	978	1.208	1.300	7,6%	33,0%
EBITDA	316	458	424	-7,4%	34,1%
Utilidad Neta controladora	77	106	87	-17,7%	13,7%
Margen EBITDA	32,4%	37,9%	32,6%	-528 pbs	27 pbs
Margen Neto	7,8%	8,8%	6,7%	-206 pbs	-113 pbs
ROAE 12M	5,5%	7,6%	8,6%	100 pbs	312 pbs
Energía Producida (Gwh)*	1.018	1.342	1.170	-12,8%	14,9%
Energía Vendida (Gwh)*	1.384	1.608	1.529	-4,9%	10,4%

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

Puntos Destacados de la Conferencia

- **Respecto a los ajustes tarifarios**, en el segmento de Generación (Gx) la compañía manifestó que se acogió de manera voluntaria a negociar los contratos de generación con un descuento entre 5,0% y el 9,4%, cuya indexación por un año se ajustó al mínimo entre IPC e IPP. A nivel de Transmisión, tomando como período de referencia diciembre del 2020, implica una disminución del 12% por un año. Sobre el segmento de Distribución (Dx), se da ajuste voluntario, usando como mes de referencia octubre del 2021, implicando disminución del 8,3% por un año. Por último, se establece un techo para los incrementos de la tarifa aplicada en la opción tarifaria de IPC + 0,3%. Todo lo anterior con impacto conjunto de COP 100 mil MM (Gx COP 15 mil MM y Dx COP 85 mil MM) e impacto del 3% en EBITDA durante el año que se mantengan las medidas.
- **Respecto a la Reforma Tributaria recientemente aprobada**, Celsia manifestó que ven impactos derivados de medidas como: **1)** Eliminación del ICA como descontable y conversión a deducible con límite máximo; **2)** Sobretasa del 3% para hidroeléctricas entre 2023 y 2026, sobre lo cual no tienen claridad hasta que punto las Pequeñas Centrales Hidroeléctricas (PCH con capacidad menor a 20 MW) se verían afectadas, junto a la viabilidad futura de este tipo de proyectos; **3)** Ven como parcialmente positiva la medida relacionada con el aumento al 30% del descuento en ciencia, innovación y tecnología, aunque se elimina la deducción de inversión vía depreciación acelerada en innovación; **4)** Tasa mínima de tributación del 15%. En general, sin incluir el efecto de sobretasa del 3%, Celsia calcula un aumento de COP 15 – 20 mil MM en impuesto a la renta frente al registro del 2021.
- **Implementación de 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 con un mayor fortalecimiento del USD y mayores costos de financiamiento. Lo anterior repercute a su vez en la **dinámica de inversiones**, las cuales estarán enfocadas en asegurar rentabilidad y proyectos futuros con cierre financiero, donde un entorno de mayores tasas ha generado que el *hurdle rate* de los proyectos se ubique por encima del 12% - 15% que se veía en el pasado. **En relación al Capex**, la posibilidad de una desaceleración en las inversiones generaría que: **1)** El Capex obligatorio, el cual es fijo, pueda ser destinado gradualmente en los próximos años; **2)** El Capex regulatorio se ubique en la parte baja del rango del 5% - 8% de la Base Regulatoria de Activos (BRA) dado que en años anteriores han realizado mayores inversiones; **3)** El Capex de expansión estaría supeditado a señales de estabilidad regulatoria y cierres financieros.
- **Sobre temas varios**, la compañía manifestó que: **1) La recompra de acciones** se encuentra en el abanico de posibilidades del emisor para generarle valor al accionista; **2)** Es probable que se convoque a una **nueva subasta por parte de la UPME** para asegurar las fuentes de energía necesarias para el 2023 - 2024 debido a retrasos en proyectos claves para el sistema que generarían dificultades en asegurar la oferta de energía dentro de 3 – 4 años; **3)** Sobre el proyecto de resolución para comentarios sobre cambios en el funcionamiento de las transacciones de energía en bolsa, Celsia resaltó que ven temas positivos como el despacho intra diario pero les preocupa que las PCH, que no se despachan centralmente, deban empezar a hacerlo con esta nueva resolución, afectando la viabilidad tanto de estos proyectos como de eólicos y solares con capacidad menor a 20 MW. **4) Alta probabilidad de un Fenómeno de “El Niño” en 2023 – 2024** dado que su frecuencia es cada 5, 7 ó 10 años y Colombia lleva 7 años desde el último fenómeno; **5)** Volatilidad en los precios ofertados en la curva de generación por efectos de tasa de cambio, precios internacionales de *commodities* y atrasos en la entrada de proyectos como Hidroituango.

ESG: A través del programa de Obras por Impuestos Celsia ha logrado beneficiar a cerca de 19 mil personas con mejoras en vías y a 22 mil personas en 186 sedes educativas y 25 Centros de desarrollo infantil.

Gerencia de Inversiones

Andrés Pinzón

Director Estrategia Comercial y de Producto
andres.pinzon@casadebolsa.com.co
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

Laura López Merchán

Analista Renta Variable
laura.lopez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext: 22636

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

José Julián Achury

Practicante Renta Fija
jose.achury@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23632

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

Juan Pablo Serrano

Trader de acciones Institucional
juan.serrano@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22630

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.