

# El Oráculo de Celsia

Oportunidad de alto voltaje



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

**8 de septiembre de 2022**

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

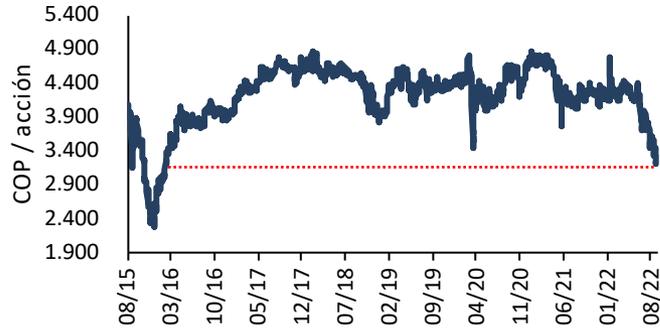
Omar Suárez  
**Gerente Estrategia Renta Variable**  
omar.suarez@casadebolsa.com.co

# El Oráculo de Celsia

## Oportunidad de alto voltaje



Gráfica 1. Precio y múltiplos de valoración relativa



	PER	EV / EBITDA	P / VL
Celsia	8,7x	6,6x	0,7x
Mediana histórica	16,4x	7,7x	1,0x
<b>Desviación</b>	<b>-47%</b>	<b>-14%</b>	<b>-29%</b>
Mediana Pares	18,8x	12,8x	0,8x
<b>Desviación</b>	<b>-54%</b>	<b>-48%</b>	<b>-3%</b>

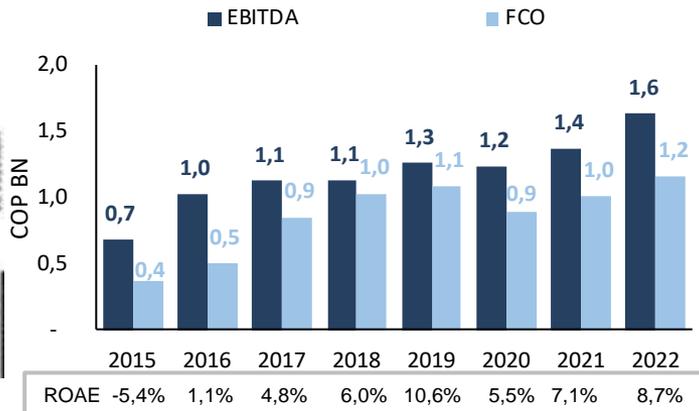
Fuente: Bolsa de Valores y compañías. Cálculos: Casa de Bolsa SCB. Múltiplos *Trailing* 2017 – 2022.

### Puntos destacados:

- El precio de la acción de Celsia muestra un descuento significativo a nivel de múltiplos relativos tanto históricos como frente a un grupo de comparables.
- El comportamiento reciente de la acción dista tanto de la dinámica operacional de la compañía como de su evolución en los últimos años.
- En general, consideramos que Celsia muestra niveles atractivos de inversión a largo plazo, reflejados tanto en la desviación en la valoración relativa como en la evolución de las métricas financieras de la compañía.

**En lo corrido del 2022 el comportamiento de la acción de Celsia ha mostrado una desvalorización significativa mayor al 20%**, llegando incluso a estar en niveles similares a los del 2015 - 2016. Lo anterior se refleja en unos múltiplos de valoración relativa alejados de sus cifras históricas, con desviaciones del 47% en PER, 29% en P / VL y 14% en EV / EBITDA. Sumado a desviaciones significativas frente a un grupo de comparables; 54% en PER, 48% en EV / EBITDA y 3% en P / VL (Gráfica 1). Ambas mediciones muestran el potencial relativo de corrección al alza que tiene la acción de Celsia.

Gráfica 2. Crecimiento Operacional

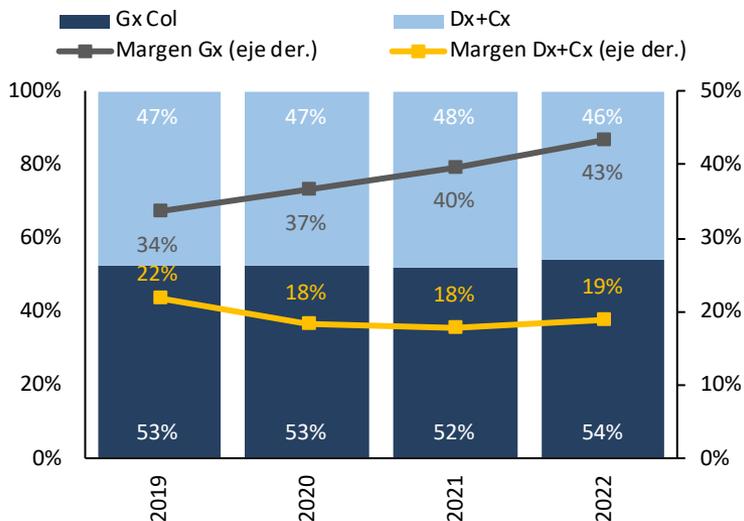


Fuente: Celsia. Cálculos: Casa de Bolsa SCB. Precios promedio anual. FCO 2022 anualizado. ROAE 12 meses.

**En medio de presiones bajistas en la acción, las cifras financieras de la compañía al 2T22 muestran una dinámica muy diferente al 2015.** Analizando cifras históricas desde 2015, el EBITDA ha presentado una Tasa Anual de Crecimiento Compuesto (TACC) del 13,2% al 2T22, ubicándose en COP 1,6 BN, con un incremento mayor a 2x frente a los COP 0,7 BN del 2015. Su Flujo de Caja Operativo (FCO) muestra un TACC significativo del 17,5%, junto a un Retorno sobre el Patrimonio promedio (ROAE) mayor al 7% en los últimos 5 años, superior a la pérdida registrada en 2015 (Gráfica 2). Cabe recordar que, en el 2015 el sector eléctrico sufrió un fuerte fenómeno de “El Niño” en el segundo semestre con una fuerte reducción en la disponibilidad de recurso hídrico, afectando algunas de las principales hidroeléctricas de Celsia. Adicionalmente, los activos termoeléctricos de respaldo tenían problemas para generar dada la escasez del gas natural.

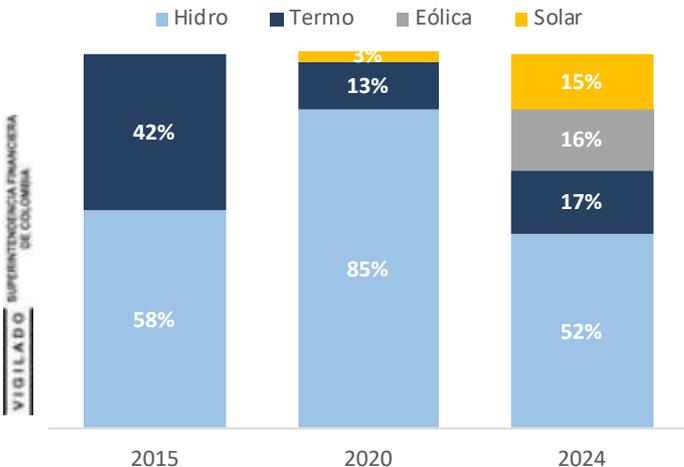
Hoy en día la compañía muestra una realidad diferente: **1) En el segmento de generación**, se ha presentado una expansión en la matriz y una mayor diversificación frente al recurso térmico (Gráfica 4).

**Gráfica 3. Segmentos - Participación EBITDA y Margen**



Fuente: Celsia. Cálculos: Casa de Bolsa SCB. Corresponde a cifras Colombia con inter compañía.

**Gráfica 4. Evolución Matriz de Generación**



2) En el segmento de distribución se presenta un crecimiento importante con la adquisición de los activos de distribución y el negocio de comercialización de energía eléctrica de Tolima, los cuales se suman a su presencia actual en Valle, duplicando la cobertura de distribución e incrementado la Base Regulatoria de Activos (BRA) hasta ~ COP 3,2 BN, entre Valle y Tolima frente a los ~ COP 2,9 BN del 2008. De esta manera, a nivel de margen EBITDA, entre 2019 y 2022, el segmento de Distribución y Comercialización (Dx+Cx) muestra estabilidad dada la naturaleza del segmento, mientras que en el segmento de Generación (Gx Col) se observa un margen creciente en medio de mayores eficiencias en costos y gastos operacionales del segmento (Gráfica 3).

Por su parte, en 2019 Celsia creó distintos vehículos de inversión con el fin de continuar su crecimiento en activos de generación y transmisión de energía, asociándose con *Cubico Sustainable Investments*. En materia de transmisión, se celebró un acuerdo marco de inversión, constituyendo a Caoba Inversiones S.A.S, el cual corresponde a un Vehículo de Propósito Especial (SPV por sus siglas en inglés), incorporando los activos del Plan 5 Caribe, activos del Sistema de Transmisión Nacional (STN) y Sistema de Transmisión Regional (STR), junto a los activos de transmisión con nivel de tensión 3, 4 y 5 de Tolima, entre otros. De esta manera, Celsia aprovecha oportunidades de crecimiento sin tener que endeudarse, apalancando al vehículo. En materia de **proyectos de generación de energía renovable** se encuentra C2 Energía SAS, el cual es un *Joint Venture* que permite una alianza alrededor de los proyectos solares, con una participación del 50% para Celsia y Cubico respectivamente.

**Respecto a la matriz de generación, a futuro la compañía tendrá una matriz más limpia y diversificada**, la cual se ubicaría por encima de los 2.100 MW al 2024 frente a los 1.334 MW actuales con mayor participación de renovables no convencionales (Gráfica 4), pasando de participar de cerca del 7,6% al 9,3% de la matriz de generación en Colombia. Lo anterior podría traducirse en menores costos de generación y una mayor competitividad en la curva de mérito dado el menor costo de fuentes hídricas, eólicas y solares, frente a la térmica.

**Conclusión:** Consideramos que Celsia muestra niveles atractivos de inversión a largo plazo, reflejados tanto en la desviación en la valoración relativa como en la evolución de las métricas financieras de la compañía.

# ¿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 Junior Renta Fija	Diego Velásquez	<a href="mailto:diego.velasquez@casadebolsa.com.co">diego.velasquez@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22602
Practicante Renta Fija	José Julián Achury	<a href="mailto:jose.achury@casadebolsa.com.co">jose.achury@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 Financiero	Alejandro Ardila	<a href="mailto:alejandrosardila@casadebolsa.com.co">alejandrosardila@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22703
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

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.