

---

## El Oráculo de Celsia

### EPSA esta lista para la fiesta

---

23 de enero de 2018

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

# Aspectos favorables de EPSA

## Integración vertical, energías renovables, Plan 5 Caribe y Porvenir II

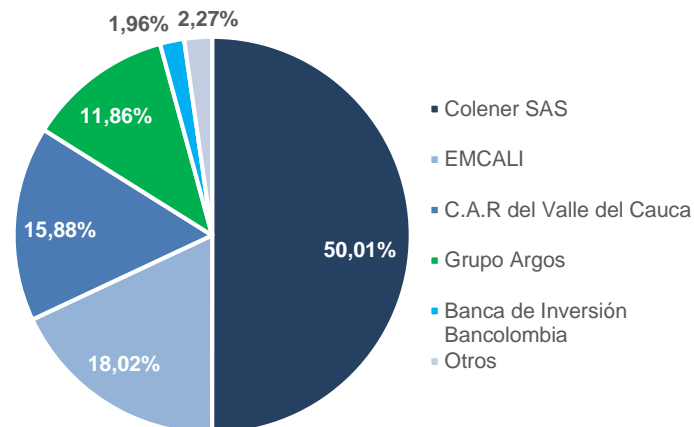
Hacia finales de octubre del 2017, Celsia sorprendió al mercado (ver [Octubre 2017 Celsia fortalece su presencia en la joya de la corona](#)), al informar que deseaba aumentar hasta en un 14% la participación que la empresa tiene en EPSA mediante una Oferta Pública de Adquisición (OPA). En nuestra opinión, al 50,01% que tiene a través de su filial Colener SAS, se sumarán las participaciones de Grupo Argos (11,86%) y Banco de Inversión Bancolombia (1,96%), el restante provendrá de otros minoritarios (Gráfico 1).

El presente documento busca mostrar, desde nuestra óptica, **los principales aspectos que nos llaman la atención de EPSA** (fortalezas y debilidades), sumado al hecho de **profundizar en la importancia que dicha empresa tiene para Celsia** y así definir si la transacción resulta adecuada o no.

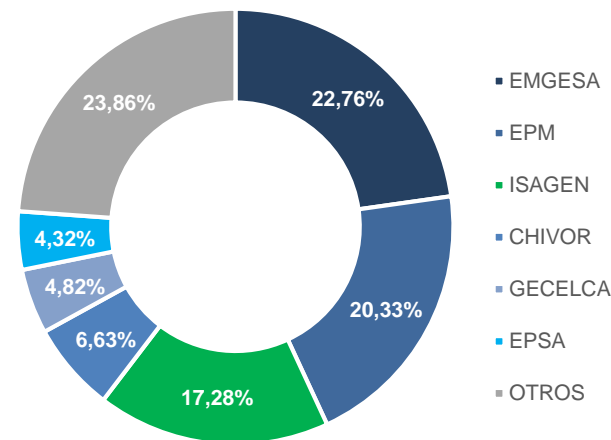
### Aspectos Favorables:

- Por temas regulatorios, EPSA sobresale por su **integración vertical**, pues tiene la posibilidad de estar vinculado a los segmentos de energía eléctrica de generación, transmisión, distribución y comercialización, los cuales le dan la posibilidad de tener tarifas reguladas, un riesgo de demanda relativamente bajo y un flujo de caja estable. Respecto al primero de estos segmentos, con base en el informe anual de XM del año 2016, EPSA tuvo una generación de 2.849 MW, siendo la sexta generadora del país (ver Gráfico 2). Sumado a esto, dada que su generación está enfocada en la parte hidroeléctrica, los bajos costos de operación vinculados se reflejan en aspectos como un Margen Ebitda cercano al 40% (Gráfico 3).
- En cuanto a energías no convencionales, **EPSA desarrolló el proyecto Celsia Solar Yumbo**, la primera planta de generación solar a gran escala en entregar energía al SIN. Tiene una capacidad instalada de 9,8 MW y generará cerca de 16,5 GWh de energía al año, equivalentes al consumo de 8 mil hogares.

### 1. Principales accionistas EPSA (EPSA)



### 2. Principales Generadores (XM, cifras 2016)



# Aspectos desfavorables de EPSA

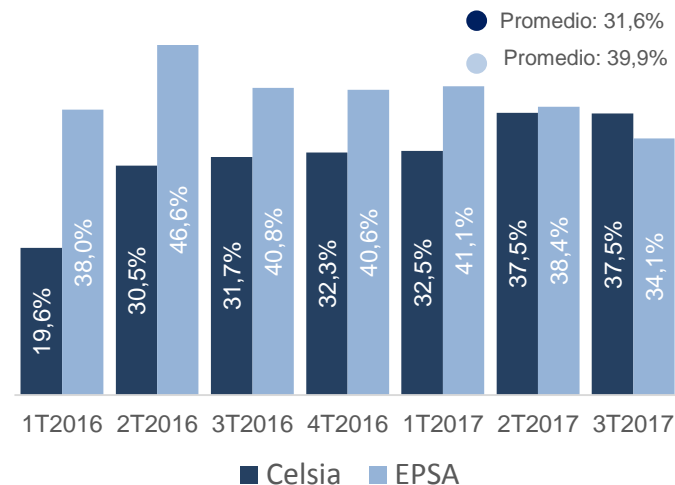
## Transacción levemente costosa, alta dependencia del clima

- Cabe mencionar los proyectos en curso de EPSA, dentro de los cuales se encuentran en el segmento de generación esta la posible entrada en operación del proyecto hidroeléctrico **Porvenir II** en los próximos años, el cual está localizado en Antioquia y se estima que tendrá una capacidad instalada de 352 MW, (ya cuenta con Licencia Ambiental) y cuyo Capex se estima cerca a los USD 800 millones. Respecto al segmento de distribución y transmisión, el **Plan 5 Caribe** con una inversión cercana a los COP 470.000 millones, consta de la construcción en el Caribe colombiano de 5 nuevas subestaciones, la intervención de 11 subestaciones que están en operación para mejorar su capacidad, entre otros, lo cual le permitirá a la compañía una mayor consolidación en el segmento en mención.

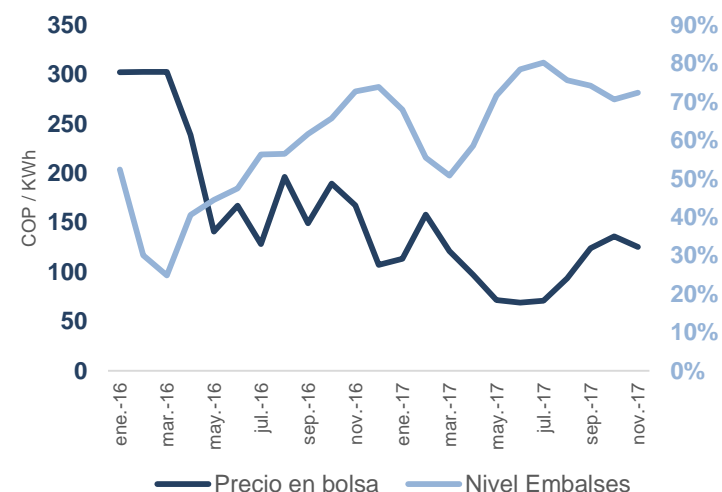
### Aspectos Desfavorables:

- Aunque el precio informado por Celsia de **COP 18.900 por acción es inferior al que inicialmente habíamos calculado con la información que la compañía nos había proporcionado, consideramos que la transacción se encuentra levemente costosa**, pues genera un múltiplo EV/ Ebitda con cifras al 3T17 cercano a 10,7x, cifra elevada si se compara con el 11,3x que Celsia pagó por el 47,3% de EPSA en el 2009 y el 14,4x que pagó Brookfield por ISAGEN (con base en publicación en medios del DNP), teniendo en cuenta que **Celsia no debe pagar prima de control**. De igual manera, estaría por encima del múltiplo actual de otras generadores en Latam, las cuales están en un rango de EV/ Ebitda de 7x – 9x.
- Como se mencionó anteriormente, la generación de energía de EPSA está enfocada en hidroelectricidad, con una incipiente participación en energías no convencionales, generando una alta dependencia de las lluvias. En los últimos periodos, los **precios de la energía se han visto presionados a la baja** debido al alto nivel de los embalses, los cuales se encuentran actualmente por encima del 70%, nivel relativamente elevado si consideramos que la media en los últimos años es de aproximadamente un 60%. (Gráfico 4).

### 3. Margen Ebitda (Celsia, EPSA)



### 4. Precios y Nivel de Embalses (XM)



- Finalmente, es importante mencionar que como principal competencia a Porvenir II se encuentra el **Proyecto Hidroeléctrico Ituango** (ubicado en el noroccidente de Antioquia), el cual tiene un avance cercano al 70% y podría empezar a entregar energía a finales del 2018. Cuenta con una capacidad instalada de 2.400 MW (6,8 veces más que Porvenir II) y podría generar una sobreoferta de energía en el mercado local, más aún teniendo en cuenta la débil dinámica de la demanda de energía, provocando una presión bajista sobre los precios en bolsa.

### Importancia de EPSA para Celsia:

- Aporta cerca del **60% del EBITDA consolidado** de Celsia. Por su parte, el Margen Ebitda consolidado de EPSA ha sido en los últimos periodos en promedio 830 pbs mayor al de Celsia. (Gráfico 3)
- Para Celsia, EPSA representa el **56% de la capacidad de generación** en Colombia y el **78% de la generación de energía**.
- **Posee un bajo apalancamiento**, pues EPSA muestra un nivel de **Deuda Neta / EBITDA de 1,2x** con cifras al 3T17 vs 3,4x de Celsia para el mismo periodo. Lo anterior permite que EPSA sea un vehículo atractivo de crecimiento para los principales proyectos de Celsia.
- La participación del 64% en EPSA le permitiría a Celsia mostrar unos **Estados Financieros Consolidados más limpios**, dado que hoy en día gran parte de las utilidades se dan vía intereses minoritarios (Utilidad No Controlante).
- De igual manera, mayores ingresos provenientes de EPSA y el aumento en la rentabilidad **podrían verse reflejados en mayores dividendos pagados por parte de Celsia**. En el último año, la política de dividendos de EPSA muestra un **Payout ratio del 80%**.

### Conclusión:

Acorde a lo analizado, para nosotros **tiene sentido que Celsia desee aumentar su participación en la joya de la corona**, a través de la cual se canalizan sus operaciones en los departamentos del Valle, Cauca y Tolima con 16 centrales hidroeléctricas, con lo cual es una pieza clave para consolidar la operación de Celsia en Colombia y el desarrollo de nuevos proyectos de inversión, tales como la apuesta por energías renovables no convencionales, Plan 5 Caribe y Porvenir II. Sin embargo, **el múltiplo EV / Ebitda** al cual se realizará la operación nos **parece un poco elevado con respecto a los múltiplos de sus comparables y transacciones** efectuadas en los últimos años, resaltando el hecho de que Celsia no esta pagando una prima de control, pues ya tiene el 50,01% de participación.

# ¿Quiénes somos?

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



Cargo	Nombre	e-mail	Teléfono
Director Inversiones	Alejandro Pieschacon	<a href="mailto:alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co">alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22685
Director Investigaciones	Juan David Ballén	<a href="mailto:juan.ballen@casadebolsa.com.co">juan.ballen@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22622
Analista Renta Fija	Angela Pinzón	<a href="mailto:angela.pinzon@casadebolsa.com.co">angela.pinzon@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 23626
Analista Renta Fija	Lina Tatiana Cuéllar	<a href="mailto:lina.cuellar@casadebolsa.com.co">lina.cuellar@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22710
Gerente Acciones	Omar Suarez	<a href="mailto:omar.suarez@casadebolsa.com.co">omar.suarez@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22619
Analista Acciones	Roberto Paniagua	<a href="mailto:roberto.paniagua@casadebolsa.com.co">roberto.paniagua@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22703
Practicante	Raúl Moreno	<a href="mailto:raul.moreno@casadebolsa.com.co">raul.moreno@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22602

# 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 7 No 33-42, Piso 10-11

Edificio Casa de Bolsa

## **Medellín**

TEL (574) 604 25 70

FAX 321 20 33

Cl 3 sur No 41-65, Of. 803

Edificio Banco de Occidente

## **Cali**

TEL (572) 898 06 00

FAX 889 01 58

Cl 10 No 4-47, Piso 21

Edificio Corficolombiana



---

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.