

Celsia fortalece su presencia en la joya de la corona EPSA, el vehículo de inversión en energías renovables



El día jueves 26 de octubre Celsia sacó al mercado bursátil de su monotonía tras dar a conocer **dos importantes noticias**:

- ✓ La Junta Directiva (JD) autorizó **incrementar hasta en un 14% la participación que la empresa tiene en la Empresa de Energía del Pacífico (EPSA)**, mediante una OPA (Oferta Pública de Adquisición de Acciones).
- ✓ Por otra lado, la JD autorizó efectuar una **emisión de hasta 350 millones de acciones ordinarias** que actualmente se encuentran en reserva y que serían ofrecidas públicamente en el primer trimestre de 2018. Parte de estos recursos serían destinados a la adquisición mencionada.

Finalmente, acorde a la compañía, se espera que **los tiempos de la OPA sobre EPSA y la emisión de acciones de Celsia se realicen en simultáneo y que se lleven a cabo en el primer trimestre del 2018**.

Eventos tan pocos habituales en los últimos años en Colombia como los descritos anteriormente se convierten en un “manjar” para realizar un análisis financiero y estratégico de ambas operaciones, dividido en los siguientes puntos:

□ Importancia de EPSA para Celsia:

- ✓ Tras la adquisición del 47,3% en el 2009, EPSA se ubica como la quinta generadora eléctrica del país, con presencia en los departamentos del Valle, Cauca y Tolima con 16 centrales de hidroeléctricas.
- ✓ Pieza clave para continuar consolidando la operación de Celsia en Colombia y el desarrollo de nuevos proyectos de inversión, tales como la apuesta por energías renovables no convencionales y el Plan5Caribe.
- ✓ Aporta cerca del 60% del **EBITDA** consolidado de Celsia.
- ✓ Bajo apalancamiento. EPSA muestra un nivel de **Deuda Neta / EBITDA de 1,2x** con cifras al 3T17 vs **3,4x de Celsia** para el mismo periodo.
- ✓ Alta Rentabilidad. La rentabilidad con cifras al 3T17 muestra un **ROE de EPSA del 7,6% vs 4,6% de Celsia**.

□ Emisión y uso de los recursos:



Tomando precio de cierre del 27 de octubre del 2017 de COP 4.660. ** Basado en un Enterprise Value de EPSA de COP 7.5 BN

Consideramos que los recursos que le quedarán libres a Celsia tras el aumento del 14% en la participación en EPSA le **darán flexibilidad financiera para cumplir con su ambicioso plan de proyectos**. Acorde a la compañía, dentro de los posibles usos de los recursos restantes estarían :

- ✓ El desarrollo del plan 5 Caribe, en el cual existen inversiones faltantes por un monto aproximado de COP 330 mil millones.
- ✓ El fortalecimiento de la estructura de capital de la compañía y la inversión en proyectos relacionados con granjas solares en Colombia y Panamá.
- ✓ La expansión del negocio de techos solares y energía eólica en Colombia y Centroamérica.
- ✓ El pago anticipado del pasivo externo, brindándole mayor flexibilidad financiera.

□ Múltiplos de Celsia vs Variación en el precio por emisión

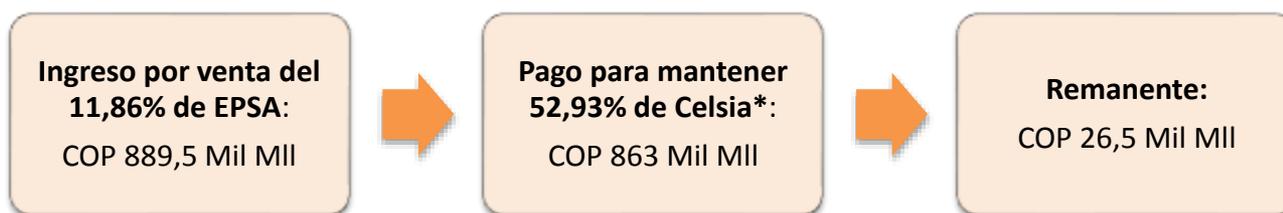
Var % Precio	EV/EBITDA		P/E		P / VL	
	(-)	(+)	(-)	(+)	(-)	(+)
(+/-) 5%	7,7	8,0	23,0	25,4	1,05	1,16
(+/-) 7%	7,6	8,1	22,5	25,9	1,03	1,18
(+/-) 10%	7,5	8,1	21,8	26,6	0,99	1,21

Cálculos con base en precio de cierre del 27 de octubre del 2017 de COP 4.660.

Grupo Argos gana por punta y punta

Acorde a los tiempos de la transacción (1T18) y lo informado por Celsia en el conference call, es poco probable que Empresas Municipales de Cali – EMCALI y la Corporación Autónoma Regional del Valle del Cauca – CVC (quienes actualmente poseen el 18,02% y 15,88% de EPSA respectivamente) sean partícipes de la venta de EPSA, lo cual permite deducir que Grupo Argos, con el 11,86% de la participación y otros accionistas minoritarios sean quienes participen en la venta de las acciones de EPSA.

Por otro lado, respecto a los posibles beneficios que tendría Grupo Argos con esta operación, al revisar los estatutos sociales de Celsia, se menciona que: “Los accionistas tendrán derecho preferente a suscribir en toda emisión de acciones una cantidad proporcional a las que posean en la fecha en que sea aprobado el reglamento de colocación de acciones”. En línea con lo anterior, y según lo manifestado por **Grupo Argos, se espera que la Holding desee, como mínimo, mantener el 52,93% que actualmente tiene en Celsia para no diluir su participación accionaria**, con lo cual la operación para Grupo Argos se realizaría de la siguiente manera:



*Tomando precio de cierre del 27 de octubre del 2017 de COP 4.660

Conclusión

Desde nuestro punto de vista, el análisis sobre la emisión de acciones de Celsia y la OPA sobre EPSA nos guía a las siguientes conclusiones:

A nivel financiero y estratégico:

Es claro que.....

- ✓ Consideramos que el alto nivel de apalancamiento de Celsia (3,4x), sumado a un bajo nivel de efectivo y equivalentes (22,6% del activo corriente a septiembre del 2017), **presionaban a la compañía a buscar fuentes de financiamiento adicionales** para continuar con su ambicioso plan de expansión en Colombia y Centro América.
- ✓ La emisión de acciones mejorará la estructura de capital y podría apalancar la expansión y crecimiento de nuevos negocios como el Plan 5 Caribe y el desarrollo de energías renovables no convencionales.
- ✓ EPSA se muestra como una adquisición estratégica, con buen nivel de endeudamiento, capacidad de generación de caja y expectativas de crecimiento.

No tan claro...

- ✓ Acorde al Enterprise Value (EV) suministrado por Celsia de COP 7.5 billones para EPSA, el **múltiplo EV / EBITDA se ubicaría en 12,3x** (EBITDA 12 meses al 3T17), el cual se encontraría entre el 11,3x que Celsia pagó por EPSA en el 2009 y el 14,4x que pagó el Fondo de Inversión Brookfield Asset Management por ISAGEN (con base en publicación en medios del DNP y EBITDA del 2015), lo cual ubica la transacción dentro de rangos recientes de negociación.
- ✓ Sin embargo, el múltiplo se ve caro si se tiene en cuenta que es una adquisición minoritaria, en la cual Celsia ya tiene más del 50% (por lo que no hay necesidad de pagar prima de control) y donde el promedio del **indicador EV / EBITDA para el sector en la región es aproximadamente de 10x** (basado en Bloomberg).

A nivel bursátil:

- ✓ La emisión le dará a la acción de Celsia **mayor liquidez y la posibilidad de ganar participación en los índices locales** (ICOLCAP y HCOLSEL) y un mayor protagonismo en índices internacionales, mediante flujos compradores importantes.