
El Oráculo de Celsia

Con toda la energía

26 de enero de 2018

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

EV / EBITDA le genera buena energía a Celsia

Mayor participación en Índice Colcap

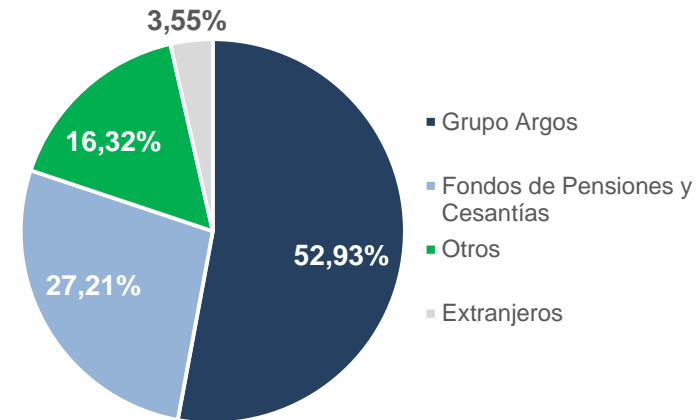
Recientemente Celsia dio a conocer el **precio de suscripción (COP 4.480)** de la emisión de 330 millones (MM) de acciones ordinarias, lo cual equivale a un monto de COP 1.48 Billones (Bn). Parte de estos recursos serán destinados a la adquisición de una participación adicional del 14% de EPSA (nuestro análisis al respecto en [Enero 2018 Celsia - EPSA esta lista para la fiesta](#)), donde Celsia actualmente posee el 50,01% a través de Colener SAS. Adicionalmente, con los recursos restantes buscará realizar el pago de pasivo externo y el financiamiento de necesidades de capital de trabajo.

En esta ocasión, nuestro objetivo se relaciona con analizar la emisión de acciones ordinarias de la compañía desde el punto de vista estructural y de mercado, al igual que su precio de emisión, lo cual refuerza nuestra **recomendación de SOBREPONDERAR y Precio Objetivo de COP 5.100.**

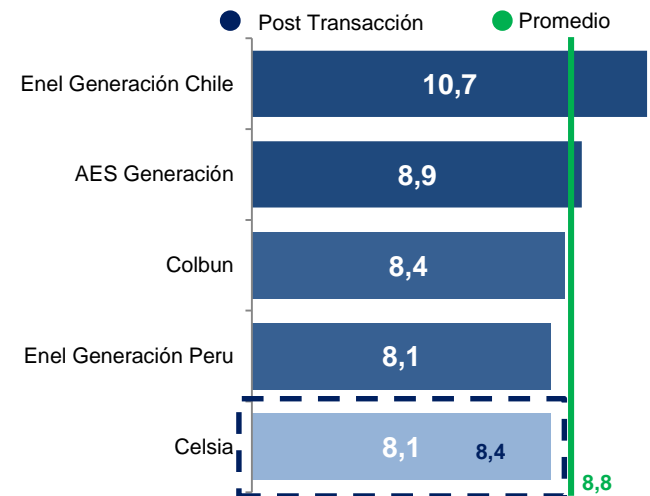
1. Análisis de Mercado

- La emisión de acciones permitirá una mejora en la bursatilidad de la especie (ver [Diciembre 2017 - Rebalanceo Preliminar Colcap Un trimestre lleno de Energía](#)), donde la participación de Celsia en el índice Colcap para el rebalanceo de abril podría aumentar desde 1,81% hasta 2,71%, lo cual implicaría un flujo de compra de aproximadamente COP 31.000 millones. Lo anterior bajo el supuesto de que Grupo Argos, en pro de evitar la dilución de acciones, mantuviese su participación accionaria actual (Ver Gráfico 1), a través de la compra de aproximadamente de 175 MM de acciones.
- A nivel de múltiplos**, al comparar a la compañía con algunas de las principales generadoras de energía de la región (dado que es el principalmente segmento dentro de la cadena de valor de la compañía), se presenta un múltiplo EV / Ebitda de 8,1x, menor al promedio (8,8x) (Ver Gráfico 2). Al ajustar los datos del 3T17 a la emisión de acciones y la participación en EPSA (post transacción) **este múltiplo aumenta a 8,4x, continuando por debajo del promedio, mostrando valor por parte de Celsia frente a sus pares.**

1. Principales Accionistas (Celsia)



2. Múltiplo EV / EBITDA (Bloomberg, CdB)



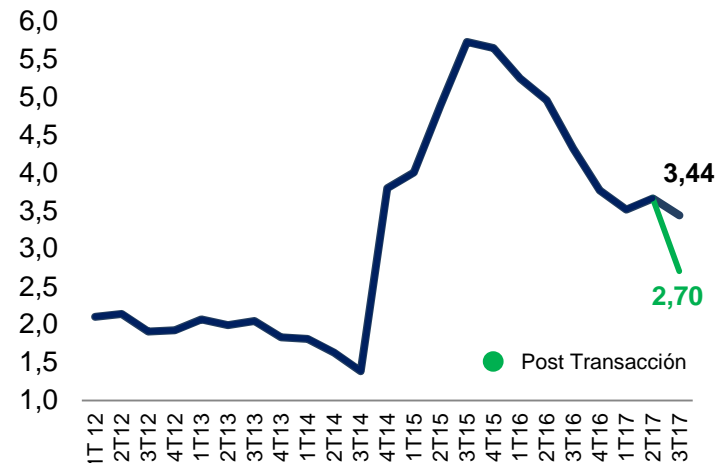
Menor endeudamiento, mayores dividendos

Participación en toda la cadena de valor

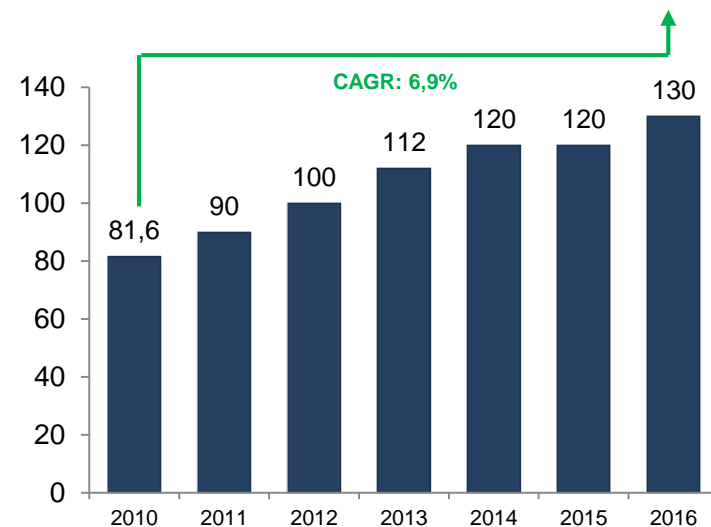
Análisis Estructural

- Celsia se encuentra vinculada a toda la cadena de valor al poder participar en los segmentos de energía eléctrica de generación, transmisión, distribución y comercialización. Respecto al segmento de generación, llama la atención que cuenta con presencia en Colombia, Costa Rica y Panamá (diversificación geográfica), donde aproximadamente el 80% de su generación proviene de Colombia y el 20% de los países centroamericanos en mención. Sumado a lo anterior, al pertenecer al sector de utilities, está vinculada a un sector de naturaleza defensiva, con un flujo de caja estable y con una rentabilidad competitiva. Por su parte, llama la atención que la naturaleza de la empresa le permite tener un margen Ebitda mayor al 30% en el último año.
- El aumento en la participación en EPSA le permitirá mejorar sus métricas de endeudamiento**, pues la incursión a finales del 2014 en Panamá y Costa Rica incrementó su nivel consolidado de Deuda Neta / Ebitda a cerca de 4x. Sumado a esto, en el 2015 la generación de Ebitda se vio presionada por el Fenómeno del Niño, el cual redujo el nivel de los embalses, sumado a la escasez de gas que presionó a la baja los márgenes vía mayores costos, generado niveles de endeudamiento de 5,6x. Actualmente Celsia ha reducido gradualmente este indicador, situándose al 3T17 en 3,4x. **Tras la transacción de EPSA, este se ubicaría aproximadamente en 2,7x** (Gráfica 3). Sumado a lo anterior, el exceso de caja proveniente de la emisión de acciones podría utilizarse para prepagar parte de la deuda tomada con Bancolombia para la transacción realizada en el 2014.
- Al analizar la **política de dividendos de Celsia**, para nosotros es claro que estos reflejan una política conservadora y estable en el tiempo, con **una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) del 6,9%** en los últimos 7 años (Gráfico 4). Esta estabilidad en la política de dividendos puede estar relacionada con la posición dominante de Grupo Argos en la composición accionaria (52,93%) y la política de rentabilización del portafolio.

3. Deuda Neta / Ebitda (CdB)



4. Dividendos Pagados (pesos por acción) (CdB)



Recomendación de compra a la carta

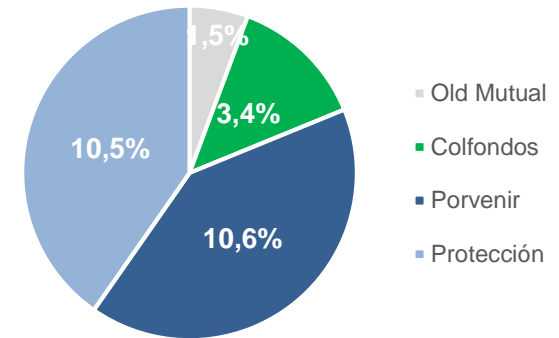
Proyectos en generación y distribución

- En cuanto a los proyectos, a través de EPSA participa en el segmento de generación, con **Porvenir II**, el cual cuenta con licencia ambiental y tendrá una capacidad de 352 MW. Por su parte, mediante los proyectos del **Plan 5 Caribe** fortalecerá su presencia en el segmento de distribución.
- Según la información al corte del 3T17, Porvenir y Protección se encuentran en el límite regulatorio máximo en su tenencia de acciones de Celsia (10%), lo cual limitaría su capacidad para comprar en la emisión de acciones de la generadora.

Nuestra opinión:

- En medio del análisis de la emisión de acciones desde una óptica tanto de mercado como estructural, consideramos que la emisión a un precio de COP 4.480 nos da el margen para realizar una **recomendación de SOBREPONDERAR, con un Potencial de Valorización del 13,8%** frente a nuestro Precio Objetivo a 12 meses (**P.O COP 5.100**). Al tener en cuenta el Dividend Yield de la acción (2,8%), se obtiene una rentabilidad total de 16,6%.
- Por su parte, nos parecen adecuado mencionar los **RIESGOS** para la compañía, dentro de los cuales consideramos que el riesgo regulatorio se perfila como el principal factor para hacer seguimiento. En el segmento de generación, aún existen muchos retos relacionados con el desarrollo de energías renovables, mientras que en el segmento de distribución, la revisión de la metodología de remuneración de distribución de energía eléctrica, cuyo posible cambio en el WACC regulatorio podría reflejarse en una menor rentabilidad de la empresa en temas de distribución. Sumado a lo anterior, es propicio hacer seguimiento al **comportamiento bajista en los precios de la energía**, que debido a la baja dinámica de la demanda y una oferta favorecida por las buenas condiciones climáticas seguirán generando una presión bajista sobre los precios en bolsa.
- Finalmente, como complemento a los argumentos anteriores y como lo hemos expresado anteriormente en nuestro informe [Enero 2018 Celsia - EPSA esta lista para la fiesta](#), el aumento de la participación en EPSA hasta un 64% 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. Cabe recordar que en el último año la política de dividendos de EPSA muestra un Payout ratio del 80%.

4. Compras de las AFPs (CdB)



¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



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