

En 2T21, GEB logró una utilidad de COP 665 mil millones (+30,5% T/T, +13,5% A/A y +10,6% vs. 2T19), un EBITDA de 641 mil millones (-66,5% T/T, -1,3% A/A y +19,4% vs. 2T19) e ingresos de 1,3 BN (+7,8% T/T, +15,1% A/A y +12,9% vs. 2T19). Teniendo en cuenta el efecto de los dividendos en el EBITDA de 1T21 (Emgesa, Codensa, Vanti y Promigas), junto con la menor capacidad contratada del tramo Ballena-Barranca en el segmento de transporte de gas natural en Colombia (TGI), responsable del 26% del EBITDA total en el primer semestre del año, **calificamos a los resultados como POSITIVOS**. La utilidad, el EBITDA y los ingresos de 2T21 superaron nuestras expectativas en 9,2%, 16,5% y 10,8%, respectivamente. Frente al promedio de las expectativas del mercado sin incluir las nuestras, la compañía obtuvo un desempeño superior en 12,6% en la utilidad, 4,7% en el EBITDA y 6,1% en los ingresos operacionales.

### Hechos relevantes

- General:** Los resultados evidencian la recuperación económica en curso, la menor demanda de gas natural por parte de la industria termoeléctrica asociada a los elevados niveles de los embalses en Colombia, y la disminución de la capacidad contratada en el segmento de transporte de gas. Asimismo, destacamos el nuevo acuerdo con ENEL Américas respecto a Codensa y Emgesa (futura ENEL Colombia). A nivel de la variación anual de la utilidad bruta por segmentos controlados, la distribución de gas natural compensó el débil desempeño del segmento de transporte de gas, y las disminuciones menores en transmisión y distribución de electricidad. Por su parte, el método de participación patrimonial tuvo un desempeño positivo, aportando COP 479 mil millones (+1,4% T/T, 13,5% A/A y 28,4% respecto a 2T19). Durante 2T21 el monto de los impuestos (renta y diferidos) fue 26,3% menor al del año anterior.
- Regulación para el transporte de gas en Colombia:** La revisión tarifaria de la actividad de transporte de gas en Colombia va a implicar una disminución superior a los 400 pbs en el WACC regulatorio (de 15,2% a menos del 11%). Por otro lado, se espera que la revisión al valor de los activos que ya cumplieron su vida útil normativa (25% de la Base Regulatoria de Activos -BRA- de TGI), resulte favorable para GEB. La revisión tarifaria en curso incluye la posibilidad de remunerar en pesos colombianos a los cargos que actualmente se remuneran en dólares.
- Transporte de gas:** La menor capacidad contratada del tramo Ballena-Barranca, luego de la no renovación en diciembre de 2020 de 205 Mpcd (millones de pies cúbicos diarios) de capacidad en firme de confiabilidad, se evidenció y continuará evidenciándose en lo que resta del año. Sin embargo, el ajuste de TGI hacia parejas de cargos con un mayor componente variable frente a la capacidad (80% capacidad y 20% volumen), junto con el incremento en el volumen transportado y la disminución de costos de 20% A/A (OPEX), limitaron al impacto negativo sobre los resultados de TGI. La disminución anual en el EBITDA de TGI de 7,1% resulta menor si se tiene en cuenta que la capacidad contratada en firme disminuyó 24,8%. Se observa una recuperación general en la demanda de gas en Colombia, salvo por la industria termoeléctrica, debido al buen nivel de los embalses que resulta en una mayor generación hídrica.

### Resumen resultados financieros:

Cifras en COP mil MM	GEB				
	2T20	1T21	2T21	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	1.156	1.234	1.330	7,8%	15,1%
EBITDA	649	593	638	7,6%	-1,7%
Utilidad Neta	599	530	692	30,6%	15,6%
Margen EBITDA	56,1%	48,1%	48,0%	-10 pbs	-818 pbs
Margen Neto	51,8%	42,9%	52,0%	908 pbs	23 pbs

Fuente: Informes financieros GEB. Construcción: Casa de Bolsa SCB

27 de agosto de 2021

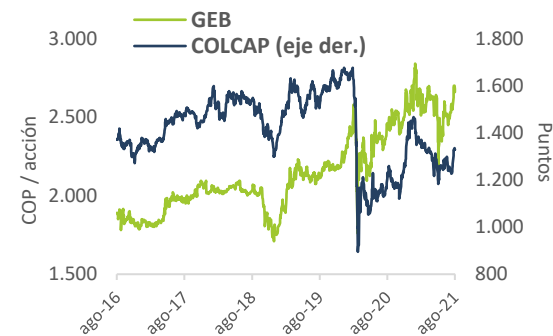


### Información especie

Cifras en COP

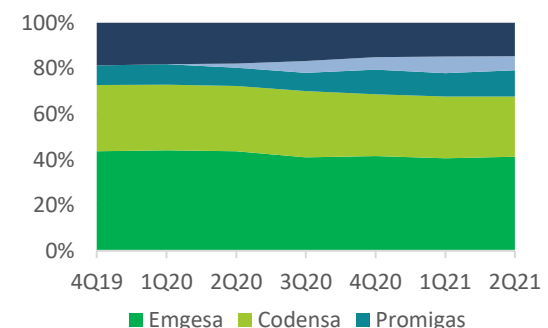
Precio objetivo	2.760
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	24,4
Ultimo Precio	2.690
YTD (%)	+1,5%

### Gráfica 1. Histórico GEB y Colcap



Fuente: Capital IQ. Construcción: Corficolombiana.

### Gráfica 2. Distribución método de participación



Fuente: GEB. Construcción: Corficolombiana.

Andrés Duarte

Director Renta Variable  
Corficolombiana

andres.duarte@corficolombiana.com

### Hechos relevantes (2)

- Distribución de gas:** El EBITDA de COP 157 mil millones de 2T21 (+22,8% T/T, +18,38% A/A y 12,9% frente a 2T19) fue determinante para evitar un mal desempeño operacional en el total de las compañías controladas por GEB. Cálidda logró incrementar el número de conexiones junto con el volumen de gas en Perú (área de Lima específicamente), recuperándose de la caída en conexiones e ingresos del año anterior a causa del Covid-19. La disminución en USD 283 MM en el CAPEX 2021-2025 de Cálidda, obedece al nivel de cobertura de 94% alcanzado por la compañía, respecto a la meta del 100%.
- Método de participación:** Emgesa (+5,7% T/T, +19% A/A y +29,0% frente a 2T19) mejoró sus precios de venta promedio -a pesar de la disminución en los precios de bolsa- mediante el incremento de sus ventas por contratos, y se vio beneficiada por la diferencia en cambio, junto con el elevado nivel de lluvias que impera en Colombia. Mientras tanto, el método de participación proveniente de Codensa (+5,4% T/T, +4,6% A/A y +15,3% frente a 2T19) creció modestamente a pesar de verse beneficiada por el incremento en su BRA, producto de las inversiones realizadas durante los años anteriores, así como por la indexación de sus cargos ahora que se presenta un nivel de inflación elevado en el país. Emgesa y Codensa aportaron el 67,7% del método de participación en 2T21. Mientras tanto, Promigas, que aportó el 11,5% del método de participación del periodo registró elevados crecimientos de +20,6% T/T, +107,8% A/A y +44,3% frente a 2T19, impulsados por la aplicación de IFRS-15 a partir de diciembre de 2020 (Gráfico 2).
- Dividendos:** El dividendo extraordinario total proveniente de Emgesa y Codensa para el periodo entre 2016 y 2019 asciende a COP 2,1 BN. En diciembre se pagará la mitad de este, por lo que GEB recibirá COP 541 mil millones que a su vez repartirá como dividendo extraordinario. El plazo para el pago de este dividendo es el 21 de diciembre. La segunda mitad de este dividendo se paga el próximo año, pero la participación de GEB pasa de 51,5% al 43% en línea con el acuerdo logrado entre GEB y Enel Américas, por lo que recibirá COP 452 mil millones. Para efectos de los resultados de GEB, es importante recordar que la caja se afecta en el momento en el que se reciben los recursos, los cuales no afectan al método de participación; mientras que el EBITDA se afecta en la fecha de aprobación de estos, de acuerdo a la metodología aplicada por GEB. En el mes de marzo, la Asamblea General de Accionistas (AGA) de Emgesa y Codensa aprobó la distribución y el pago de dividendos correspondientes al año 2020 (tabla 1), posteriormente, en el mes de julio la AGA aprobó la distribución parcial de utilidades retenidas, con el pago extraordinario del 50% de los dividendos "retenidos" de 2016 a 2019 (tabla 2).

**Tabla 1. Dividendos de Emgesa y Codensa correspondientes a 2020:**

Dividendo	Emgesa	Codensa
Fecha de Aprobación	24/3/2021	24/3/2021
Dividendos Preferenciales	8	7
Dividendos Ordinarios	1.155.229	759
Fechas de Pago	Mayo/21: \$585.969	Mayo/21: \$387.984
	Agosto/21: 577.586(*)	Agosto/21: 377.949(*)

Fuente: Enel – Cifras en COP MM

**Tabla 2. Dividendo extraordinario de Emgesa y Codensa**

Dvd. Extraord. (50%)	Emgesa	Codensa
Fecha de Aprobación	27/7/2021	27/7/2021
Utilidades Retenidas	1.230.964	825
Fecha de Pago	Dic/21: \$615.482(*)	Dic/21: \$412.342(*)

Fuente: Enel – Cifras en COP MM

ESTADO DE RESULTADOS T	2T19	2T20	1T21	2T21	Var % T/T	Var % A/A	2T21/2T19
Utilidad bruta por segmentos							
Distribución de gas natural	176.062	162.540	186.183	215.758	15,9%	32,7%	22,5%
Transporte de gas natural	275.471	250.226	220.329	217.672	-1,2%	-13,0%	-21,0%
Transmisión de electricidad	93.530	115.462	111.967	114.040	1,9%	-1,2%	21,9%
Distribución de electricidad	0	43.390	41.010	41.795	1,9%	-3,7%	n/a
<b>Utilidad bruta</b>	<b>545.063</b>	<b>571.618</b>	<b>559.489</b>	<b>589.265</b>	<b>5,3%</b>	<b>3,1%</b>	<b>8,1%</b>
<b>Resultado de las actividades operacionales</b>	<b>410.424</b>	<b>426.828</b>	<b>403.354</b>	<b>443.538</b>	<b>10,0%</b>	<b>3,9%</b>	<b>8,1%</b>
Método de participación	372.975	421.946	472.207	478.864	1,4%	13,5%	28,4%
<b>Ganancia antes de impuestos</b>	<b>706.857</b>	<b>798.648</b>	<b>566.691</b>	<b>839.281</b>	<b>48,1%</b>	<b>5,1%</b>	<b>18,7%</b>
<b>Utilidad neta</b>	<b>617.343</b>	<b>598.628</b>	<b>529.661</b>	<b>691.836</b>	<b>30,6%</b>	<b>15,6%</b>	<b>12,1%</b>
Participación Controladora	592.567	577.234	502.136	655.124	30,5%	13,5%	10,6%

Cifras en millones de pesos. Fuente: GEB.

### Puntos Destacados de las Conferencias (TGI + Cálidda + GEB):

- **TGI**
  - Las condiciones actuales para la construcción de la regasificadora del pacífico no resultan satisfactorias para TGI, especialmente en lo referente a la repartición de riesgos.
  - El impacto de pasar a remunerar cargos en COP que se están remunerando en USD actualmente, deberá reflejarse en la modificación del pasivo que actualmente calza con la denominación de los ingresos.
  - TGI espera alcanzar ahorros de hasta USD 18 mm este año.
- **Cálidda**
  - Es muy temprano para estimar el posible impacto del gobierno actual en Perú sobre la operación y los resultados de la compañía.
  - Restan 11 años de la concesión en dicho país. El aporte de la compañía a los resultados de GEB debería aumentar en la medida en que el Capex requerido durante los siguientes años va a ser menor, dado el nivel de cobertura alcanzado en la actualidad (94%).
- **GEB**
  - **Sobre la operación:**
    - A pesar de los resultados, en términos volumétricos TGI está moviendo más gas que antes.
    - En Perú, a diferencia de Colombia, los generadores eléctricos han aumentado su demanda de gas. Por otro lado, para 2023 se espera que Cálidda tenga cubierta a la población objetivo de la concesión (Lima – Callao).
  - **Transacción de ISA:** Con el cierre de la transacción entre Ecopetrol y el Ministerio de Hacienda, GEB se enfocará en otras oportunidades de inversión en la región. GEB contempla un monto de entre USD 500 y 1.000 millones para su crecimiento inorgánico.
  - **Transición energética exceptuando a -la futura- Enel Colombia:** Es lógico esperar que la producción de hidrógeno verde en Colombia venga de la Guajira, donde están los proyectos renovables no convencionales y el mayor potencial eólico y solar. La conexión entre la Guajira y el Sistema Interconectado Nacional (SIN) la está desarrollando GEB. Por otro lado, de la hoja de ruta para el desarrollo del hidrógeno en Colombia, destacamos que se quiere desarrollar bajo un esquema de coinversión público-privado. Por otro lado, se recordó que GEB podrá invertir en proyectos de generación fuera de los países en donde tendrá presencia la futura Enel Greenpower Colombia (Colombia, Panamá, Costa Rica y Guatemala). Finalmente, se espera la participación de Enel Colombia en la tercera subasta de energías renovables.
  - **Democratización del Distrito y venta de Promigas:** Lo aprobado hasta ahora le permitiría al Distrito continuar con la democratización de su participación accionaria en GEB durante 2022, pero para esto se le debe informar al Consejo de la ciudad en enero y se debe hacer pública la intención. En cuanto a Promigas, la intención de vender se mantiene, pero para esto GEB esperará a que la CREG defina el nuevo esquema tarifario para el transporte y la distribución de gas en Colombia (próximo año).
  - **Perú a la expectativa:** El impacto de GEB en Perú ha sido positivo. Se espera la realización de reuniones con funcionarios del gobierno peruano durante el próximo mes en dicho país. En este punto debemos recordar que las iniciativas de nacionalización en Perú se limitan a la producción de gas y la generación eléctrica, segmentos en los que GEB no participa en dicho país.

### Criterios ESG

- Priorización de proyectos de generación con fuentes renovables y no convencionales, reducción de las emisiones de CO2 alineadas con las contribuciones nacionales adoptadas voluntariamente tras el acuerdo de París □ reducción de emisiones en por lo menos 51% para 2030 y alcanzar la carbono-neutralidad a más tardar en 2050.
- Priorización de mano de obra, servicios y bienes locales. Promoción de ciudades inteligentes, movilidad sostenible y analítica avanzada. Promoción de iniciativas de innovación, hidrógeno, digitalización y tecnologías que aumenten la eficiencia en el uso de los recursos energéticos. Estructuración de corredores ecológicos a lo largo de las servidumbres.

**Dirección de Estrategia y Producto****Alejandro Pieschacon**

Director Estrategia de Producto  
alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22724

**Juan David Ballén**

Director Análisis y Estrategia  
juan.ballen@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22622

**Mariafernanda Pulido**

Analista Renta Fija  
maria.pulido@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

**Daniel Numpaque**

Analista Junior Renta Fija  
daniel.numpaque@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22602

**Omar Suarez**

Gerente Estrategia Renta Variable  
omar.suarez@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22619

**Alejandro Ardila**

Analista Renta Variable  
alejandro.ardila@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22703

**Laura López Merchán**

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

**Maria José Ochoa**

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

**Gerencias Regionales****David Sierra**

Gerente Regional Centro  
david.sierra@casadebolsa.com.co  
Tel: (571) 319 7600 Ext. 4220

**Mauricio Rodas Lopez**

Gerente Regional Medellín  
mauricio.rodas@corficolombiana.com  
Tel: 319 7600 Ext. 4220

**Jorge Andres Figueroa Oviedo**

Gerente Regional Occidente  
jfigueroa@casadebolsa.com.co  
Tel: 898 0600 Ext. 27787

**Viviana Patricia Escaf Raad**

Gerente Regional Norte  
viviana.escaf@casadebolsa.com.co  
Tel: 368 1000 Ext. 5600

**Ana Milena Arenas**

Gerente Regional Oriente  
ana.arenas@fiducorcolombiana.com  
Tel: 642 4444 Ext. 5503

**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

**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.