

**GEB publicó resultados para 4T18, los cuales consideramos POSITIVOS.** La utilidad trimestral consolidada se ubicó en COP 558.6 mil MM y la anual (sin interés minoritario) en COP 1,7 BN, 6,5% mayor a nuestra estimación. La utilidad neta anual creció 13,6% A/A, con la del 4T18 participando en 31,6% de la ganancia de 2018, mientras que el EBITDA anual registró un incremento de 7,7% A/A. En 4T18, los ingresos consolidados crecieron 16,2%, mientras que costos y gastos operacionales lo hicieron en 12,9%. La distribución de utilidades propuesta de 130 pesos por acción implica un avance de 13% A/A, un nivel de repartición de dividendos de 70% (igual que Emgesa y Codensa), y un destacado *dividend yield* (6,30%), teniendo en cuenta que la curva cero cupón en pesos (TES B) presenta tasas más bajas el plazo de 6,8 años. Insistimos que el precio actual de la acción (COP 2.080) es bajo frente a los resultados de la compañía, y a nuestro precio objetivo (COP 2.385). En 2019, GEB espera que le sea adjudicada la construcción de la planta de regasificación del pacífico, la actualización de las tarifas de transporte de gas, y la participación en un proyecto de generación de energía no convencional.

20 de marzo de 2019

A

A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo  
+/-: Sesgo

### Hechos relevantes

• **Defensivo y estable:** El debate que GEB viene sosteniendo con su socio Enel (controlante de Emgesa y Codensa), que viene repartiendo el 70% de sus utilidades, en vez del 100% acordado inicialmente, reiteran la certeza y fortaleza de los resultados de GEB, que han visto compensados por una mayor participación del segmento de transmisión eléctrica (9,7% del ingreso consolidado en 4T18). Hace falta determinar si GEB está dispuesta a realizar actividades de generación y distribución eléctrica independientemente de Emgesa y Codensa. El carácter defensivo de las actividades realizadas por GEB también se evidencia en la relación directa entre el desempeño de estas y el crecimiento económico de los países en los que opera, lo cual implica cierto upside tratándose de Latinoamérica, donde el ritmo de crecimiento del consumo energético permanecerá elevado en la medida en que la región supera el subdesarrollo.

• **Perú continúa incrementando su aporte:** Superado el reconocimiento del deterioro de cartera de Egasa, Egesur y Aceros Arequipa, por USD 169 millones, Cálidda continúa creciendo su base de clientes, estabilizando sus márgenes, manteniendo una estructura de capital objetivo mientras ejecuta un plan de inversiones predecible, y mantiene una repartición de dividendos acorde con los resultados. En 2019, la empresa va a repartir USD 55 millones en dividendos, mantendrá su estructura de capital de 60% deuda (40% patrimonio), mientras su CAPEX oscila entre los USD 100 y USD 120 millones.

### Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	2.220
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	17,2
Ultimo Precio	2.120
YTD (%)	19,8%
Part. Colcap	5,77%

Andrés Duarte  
Director Renta Variable  
(Corficolombiana)

• **TGI y la planta regasificadora:** GEB espera que TGI logre ganarse la construcción de la planta regasificadora del pacífico, junto con la infraestructura requerida para conectar su red de gasoductos a la ubicación de la planta. El CAPEX de USD 198, 143 y 143 (de nuevo) millones para 2020, 2021 y 2022 incluyen esta inversión. La empresa espera una pareja de capacidad y volumen de 50% y 50% en dicho gasoducto.

• **La Valoración:** A continuación, utilizamos los resultados publicados para revisar los supuestos que incluimos en nuestra valoración.

1) **Actualización regulatoria:** Aunque nos mantenemos en la apreciación favorable de los resultados logrados por GEB en 2018 y especialmente en el cuarto trimestre, es importante recordar que las actividades de transporte de gas y transmisión eléctrica, que aportan más del 70% del EBITDA consolidado, van a tener revisiones tarifarias en el corto y mediano plazo, con efectos adversos en el ingreso, especialmente en transporte de gas. Sin embargo, nuestra valoración publicada en junio de 2018, está incluyendo los efectos esperados de tal revisión tarifaria.

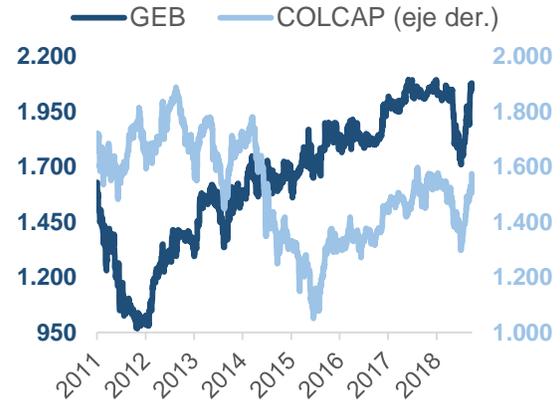
2) **Balance de gas natural:** Ni el leve Fenómeno del Niño, ni el incremento en la producción de petróleo mediante recobro mejorado, han resultado en incrementos importantes en el volumen de gas transportado. Esperamos crecimientos estables pero reducidos durante los siguientes años. gigavatios hora (GWh) que registraron las ventas de Emgesa, pasando de COP 18.156 en 4T17 a COP 18.544 en 4T18.

3) **Efecto Hidroituango sobre los precios:** En nuestro modelo de valoración actual, Emgesa incrementó su participación a partir de un incremento esperado en los precios de los contratos y el spot, explicados por el efecto de Hidroituango, y en menor medida por el efecto de un Fenómeno del Niño leve (iniciado al final de 2018). Sin embargo, más que el incremento en el precio, debemos destacar el incremento en gigavatios hora (GWh) que registraron las ventas de Emgesa, pasando de COP 18.156 en 4T17 a COP 18.544 en 4T18.

### Comportamiento acción GEB vs Colcap

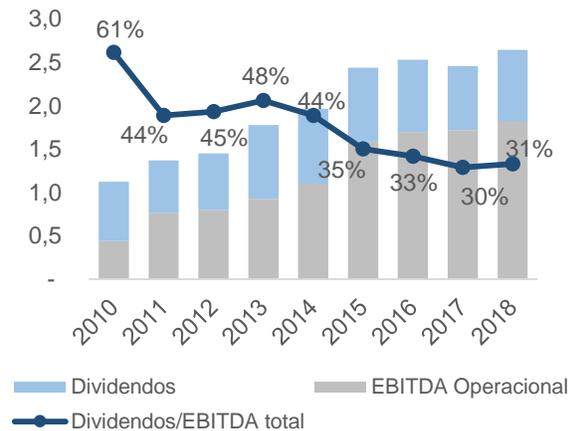
Cifras en COP (Eje izquierdo)

Cifras en puntos



### EBITDA Consolidado ajustado 12 meses

Cifras en COP billones

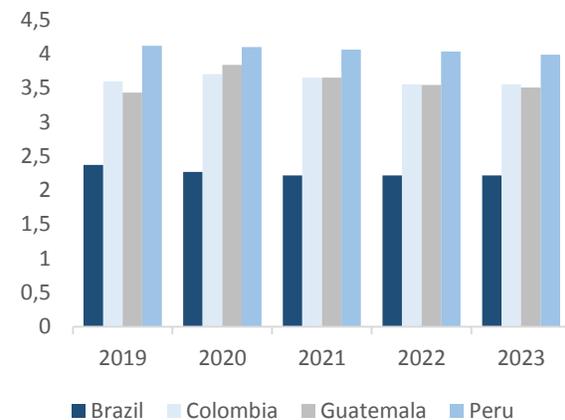


**4) Estrategia de inversión/desinversión:** Además de mantener nuestra visión positiva respecto a Promigas, con lo que no consideramos positivo que GEB venda su participación (a pesar de la corrección a la baja que presentó su precio en bolsa), especialmente sin inversiones que la compensen, nos preocupa la evolución de las ventas, EBITDA y resultado neto de Vanti (distribución de gas), que lleva dos años de deterioro. El margen EBITDA de la empresa bajó 5 p.p. durante el último año, al punto de que la compra realizada por Brookfield ya no luce tan “barata”. Sin embargo, el proceso de inversión en Electro Dunas en Perú disminuye nuestra preocupación respecto a las nuevas inversiones de GEB. Ahora bien, seguimos esperando una inversión importante en generación renovable no convencional fuera de Colombia, la cual estamos previendo desde el lanzamiento de la estrategia en 2016.

Reiteramos nuestra confianza en esta especie, cuyo precio es bajo frente a nuestros cálculos, y frente a una valoración por descuento de dividendos, dado el desempeño reciente de la cotización junto con la propuesta de repartición de las utilidades de 2018. De hecho, una valoración por descuento de dividendos (modelo de Gordon) utilizando el dividendo propuesto, un costo del capital de 11,5% y un crecimiento perpetuo nominal de 6,92% (crecimiento potencial de Colombia), ubica al valor de la acción en COP 3.032.

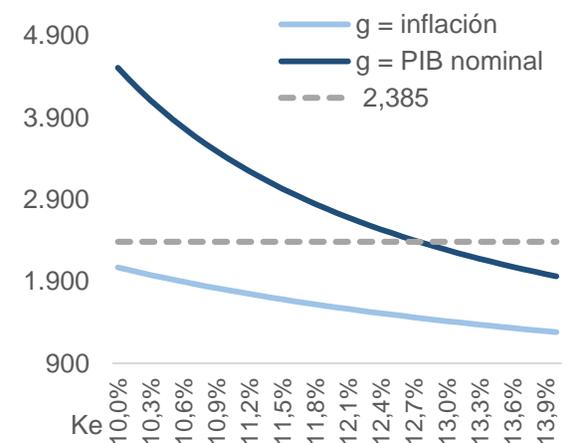
### Crecimiento proyectado por el FMI para países donde GEB tiene presencia

Crecimiento anual real (%)



### Descuento Dividendos

COP por acción



### Resumen resultados financieros

Cifras en millones COP

Cifras en COP Millones	GEB			Var % A/A	Var % T/T
	4T17	3T18	4T18		
Ingreso operacionales	1.192.027	921.069	1.384.819	16%	50%
Costos y Gastos Operacionales	919.228	520.173	1.024.136	11%	97%
Gastos Administrativos	42.814	38.471	61.782	44%	61%
Utilidad Operacional	229.985	362.425	298.901	30%	-18%
Utilidad Neta	275.708	412.152	558.560	103%	36%
Margen Operacional	19%	39%	22%	229 pbs	-1776 pbs
Margen Neto	23%	45%	40%	1721 pbs	-441 pbs

**Gerencia de Inversiones****Mesa Distribución****Mesa Institucional Acciones****Alejandro Pieschacon***Director de Inversiones**alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22724***Juan Pablo Vélez***Gerente Comercial Medellín**jvelez@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22861***Alejandro Forero***Head de acciones Institucional**alejandro.forero@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22843***Análisis y Estrategia****Juan David Ballén***Director Análisis y Estrategia**juan.ballen@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22622***Juan Pablo Serrano***Trader de acciones Institucional**juan.serrano@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22630***Diego Velásquez***Analista de Renta Fija**diego.velasquez@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710***Mesa Institucional Renta Fija****Enrique Fernando Cobos***Gerente Mesa Institucional**enrique.cobos@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22717***Santiago Clavijo***Practicante de Renta Fija**santiago.clavijo@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22814***Olga Dossman***Gerente Comercial**Olga.dossman@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23624***Omar Suarez***Gerente Estrategia Renta Variable**omar.suarez@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22619***Adda Padilla***Gerente Comercial**adda.padilla@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22607***Juan Felipe D'luyz***Analista de Renta Variable**juan.dluyz@casadebolsa.com.co**Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22703***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.