

La utilidad de 2019 para Grupo Energía Bogotá (GEB) se ubicó en COP 1,95 BN (1,85 BN para la controladora), creciendo 6,8% A/A, levemente por debajo de nuestra estimación de COP 2,1 BN. Los ingresos de COP 4,9 BN se ubicaron en línea con nuestras expectativas, aumentando 22,1% A/A, mientras que el EBITDA Operacional de 2,3 BN (+18,2% A/A) fue 7,1% superior a nuestra estimación. Por su parte, el EBITDA total (EBITDA Operacional de GEB + los dividendos recibidos de las empresas que se están consolidando con el método de participación) se ubicó en COP 2,6 BN. Los resultados anuales fueron POSITIVOS, mientras que los resultados trimestrales se vieron afectados por provisiones de cuentas por cobrar y procesos judiciales en Contugas y Cálidda por USD 10,1 MM (COP 33.000 MM), además de un deterioro de USD 51,7 MM (COP 0,17 BN) en Contugas, resultado de las pruebas de deterioro realizadas sobre el activo de la empresa. Las ventas de COP 1,2 BN de 4T19 disminuyeron 1,2% A/A, mientras que la utilidad se redujo 43,1% A/A.

Hechos destacados

- **La utilidad de las compañías que se consolidan por el método de participación**, compuesto principalmente por Codensa, Emgesa, Promigas y CTM, se ubicó en COP 1,2 BN, creciendo 24,8% A/A. Por su parte, **la utilidad operacional de GEB**, que incluye actividades de transporte y distribución de gas natural, junto con transmisión y distribución de electricidad, se ubicó en COP 1,98 BN, creciendo 23,3% A/A. Es importante recordar que, además de que un elevado porcentaje de la operación de GEB tiene cargos regulados, buena parte de sus tarifas se ven beneficiadas por la tasa de cambio (transmisión de electricidad, transporte de gas, etc.), y la devaluación promedio en 2019 fue cercana al 11%.
- Con el resultado obtenido por GEB, se propone una distribución del 70% de las utilidades, equivalente a COP 140 por acción, creciendo alrededor del 8%, con un yield de 3,3% (al cierre del ejercicio). El Capex proyectado por la compañía en inversiones controladas asciende a USD 2.359 MM de 2020 a 2023. Por otro lado, la operación de manejo de deuda para refinanciar USD 749 MM mejoró el perfil de vencimientos y el costo de la deuda (52 pbs menor interés). A continuación destacamos algunos elementos explicativos de los resultados obtenidos por línea de negocio junto con expectativas.
- **En el segmento de Transporte de Gas Natural**, 41,8% del EBITDA por la línea de negocio de 2019, incluye a TGI. Como era de esperarse, se vienen renovando los principales contratos de la compañía, destacándose Cusiana – Sabana y Ballena – Barrancabermeja por USD 40 MM, y se presentaron mejoras en las tarifarias debido a la indexación. Para 2020 deberán actualizarse las tarifas de la actividad en Colombia. La aplicación de la regulación planteada en 2015 en relación con el WACC, resultaría en una disminución de aproximadamente 17% en el ingreso de la compañía, aunque se espera que las revisiones a realizar por la CREG sobre esta regulación, resulten en un efecto menos desfavorable. En cuanto al potencial de crecimiento, destacamos la puja por la construcción de la regasificadora de Buenaventura y el gasoducto Buenaventura – Yumbo.
- **El segmento de Distribución de Gas Natural** aportó el 20% del EBITDA, e incluye a Cálidda y Contugas en Perú, y a Promigas y Vanti en Colombia. Como dijimos al comienzo, los resultados de Cálidda y Contugas se vieron afectados por provisiones, depreciaciones y revisiones de deterioro (impairments) que no deberían ser recurrentes. No obstante, en el caso de Cálidda, sorprende negativamente la disparidad entre el crecimiento en clientes de 25% A/A en 2019, respecto al crecimiento de 1% A/A en el volumen vendido. En cuanto a Contugas, pasados varios años en espera de la promesa de desarrollo al sur de Perú, especialmente a nivel de la generación térmica, es adecuado por parte de GEB, el reconocimiento de haber sobredimensionado el potencial de crecimiento de la filial, y creemos que la ganancia esperada ameritaba la apuesta

13 de marzo de 2020

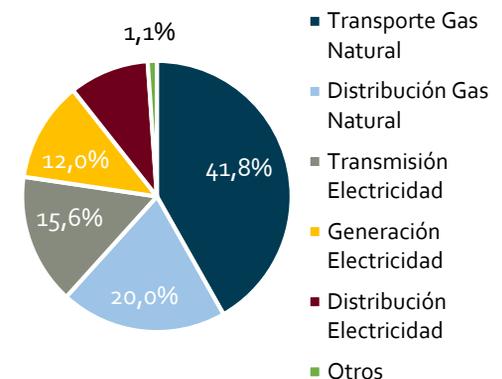


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	2.385
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	20,3
Ultimo Precio	2.030
YTD (%)	-0,5%

1. Participación en EBITDA total (Operativo + Dividendos).



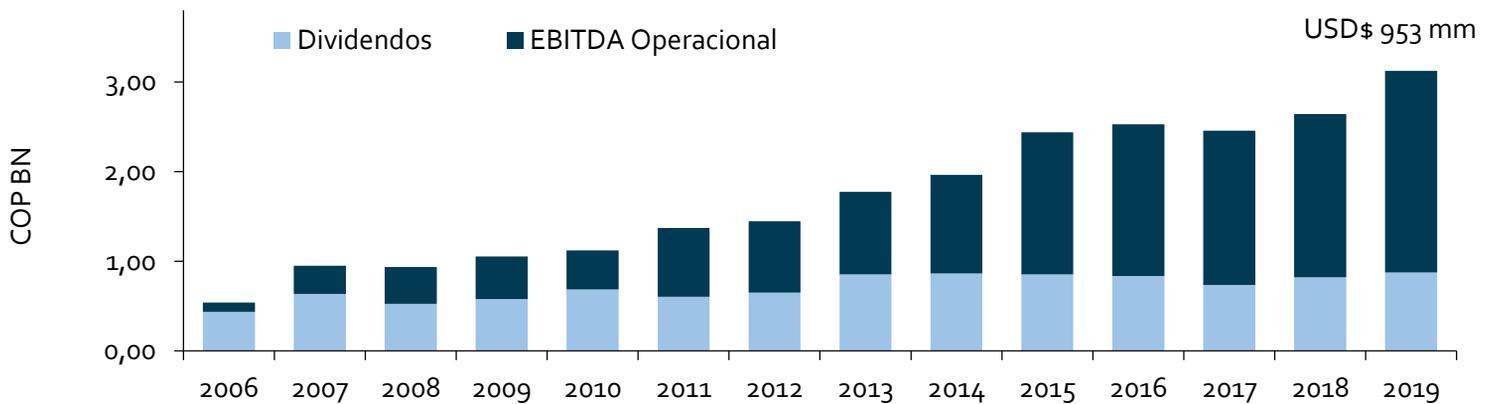
Fuente: GEB

Andrés Duarte

Director de Renta Variable Corficolombiana
3538787 Ext 6163
andres.duarte@corficolombiana.com

- Mientras tanto, si bien celebramos que Promigas haya dejado de ser un activo "disponible para la venta", la argumentación de GEB en la teleconferencia de resultados, obedece a condiciones de mercado, y no al hecho de que esta compañía tiene presencia en una zona de Colombia que no atienden las demás compañías del portafolio (TGI y Vanti), y es muy difícil su reemplazo en el portafolio. Finalmente, la negativa de GEB para la OPA de desliste propuesta por Brookfield sobre Vanti, implica que deberá considerar durante los próximos meses la oferta de Brookfield por su participación de 25% (USD 228 MM al cierre de febrero). La propuesta de Brookfield a GEB y al resto de minoritarios deberá ser lo suficientemente atractiva, a pesar de que la compañía no va a cambiar de control y no proyectamos mayor mejora en el EBITDA actual en pesos, que tiene una tasa de crecimiento compuesto anual TCCA de -1,2% (-4,7% real).

2. Evolución del EBITDA operacional y dividendos



Fuente: GEB

- El segmento de transmisión de electricidad** aportó el 15,6% del EBITDA en 2019, con la utilidad operacional incrementando 48,9% A/A. Aunque buena parte de los proyectos esperados para 2019 pasaron a 2020, destacándose Sogamoso Norte 500 kV y el Refuerzo Suroccidental 500 kV, estos ya generan ingresos. En 2020, incorporaremos a Argo Energía Emprendimientos e Participaciones S.A. (Argo de Brasil), donde GEB participará del 50%. Esta plataforma, que explica el 47,3% de la inversión de USD 804 MM en empresas controladas en 2020, hace parte del sistema de transmisión de electricidad de Brasil, cuenta con tres concesiones, tendrá 1.460 km de líneas de transmisión a 500 y 230 kV y 11 subestaciones. La estrategia de crecimiento en Brasil tiene por objeto llegar a ser un agente relevante en dicho mercado, mientras que en Perú (Electrodunas, segmento de distribución), GEB se mantiene a la expectativa de las oportunidades que surjan.
- Finalmente, la generación y distribución de electricidad en Colombia** tuvo resultados notables en 2019. El EBITDA y la utilidad neta de Emgesa se ubicaron en COP 2,3 BN y 1,2 BN en 2019, creciendo 11,5% A/A y 20,1% A/A; mientras que para Codensa, el EBITDA y la utilidad neta se ubicaron en BN 1,8 BN y 0,8 BN, creciendo 18% A/A y 35,2% A/A. Emgesa fue la generadora más grande del país en capacidad y generación (3.5 GW, más del 20% del total en Colombia). Mientras tanto, la actualización tarifaria de distribución eléctrica de 2018, que comenzó a aplicar en 2019 (con efecto retroactivo), favoreció a Codensa. Producto del plan de inversión aplicado en años previos, Codensa logró el reconocimiento del 97% de su Base Regulatoria de Activos (BRA) de distribución. En cuanto a **la distribución de electricidad fuera de Colombia**, el EBITDA estimado por GEB (Documento a analistas Electrodunas) de USD 30,5 MM (81% de USD 37,7 MM) para Electrodunas en Perú, resultó excesivamente optimista, frente a los USD 22,1 MM publicados por Capital IQ.

Resumen Resultados financiero

Cifras en COP Millones	GEB				
	4T18	3T19	4T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	1.384.819	1.288.733	1.367.939	-1%	6%
EBITDA	434.711	580.386	596.420	37%	3%
Utilidad Operacional	298.901	384.923	159.519	-47%	-59%
Utilidad neta controladora	539.006	460.021	332.419	-38%	-28%
Margen Operacional	22%	30%	12%	-992 pbs	-1821 pbs
Margen Neto	39%	36%	24%	-1462 pbs	-1139 pbs

- **Sin Plan B frente a Enel Colombia:** Teniendo en cuenta los acuerdos realizados entre los consorcios de Endesa y Empresa de Energía de Bogotá (actual GEB) con los activos de generación y distribución eléctrica de la empresa colombiana (distribuir el 100% de las utilidades, desarrollo de las actividades de generación, distribución y comercialización de electricidad, etc.), se entiende la postura de GEB al incumplimiento de la distribución de dividendos, así como el desarrollo de la actividad de generación y distribución de electricidad de este socio en Colombia. Sin embargo, el socio de GEB cambió desde 2007, cuando Endesa pasó a manos conjuntas de Enel y Acciona, y dos años después Enel adquirió la participación de Acciona. En esta línea, más que entrar en el análisis de las actuaciones de Enel en la región, como su criticada -por AFPs chilenas- reorganización en Chile, sorprende la falta de un plan B por parte de GEB en caso de que el fallo del tribunal de arbitramento no le sea del todo favorable. La empresa no está participando de la transformación de la matriz de generación en Colombia, ni adquiriendo experiencia fuera de Colombia.

3. EBITDA por país

	2019	2018	Variación	2019	2018	Cambio
	USD MM		%	Participación		p.p.
Argentina	552	396	39,3	14%	12%	39,3
Brazil	1.644	1.200	37,0	41%	36%	37,0
Colombia	1.267	1.230	3,0	32%	37%	3,0
Peru	561	564	(0,4)	14%	17%	(0,4)
Holding y eliminaciones	- 30	- 33	10,6	-1%	-1%	10,6
Enel Américas (*)	3.994	3.358	19,0	100%	100%	19,0

Fuente: Enel Américas. * Incluye ajustes de Holding

- De 2016 a 2019, el dividendo que dejó de recibir GEB por la no repartición del 100% de las utilidades de Codensa y Emgesa asciende a COP 1,35 BN (Codensa 33,8% y Emgesa 66,2%, pesos corrientes). Durante estos años, Emgesa ha disminuido su endeudamiento, pasando de representar el 46% de su activo en 2015, al 35% en 2019 (corte septiembre), mientras que la Deuda Neta/ EBITDA pasó de 2,2x a 1,0x. Por su parte, Codensa no mejoró a nivel de endeudamiento durante estos años, debido al elevado Capex requerido para estar a punto para la entrada de la resolución 015 de 2018 el año pasado. Por otro lado, Enel ha evidenciado su intención de crecer su negocio en Colombia independientemente de Emgesa y Codensa; habiendo sido el único postulante por Electricaribe en 2018, e inaugurando la planta fotovoltaica El Paso (86,2 MW), puesta en marcha por Enel Green Power.
- Hacia adelante, a juzgar por el plan de inversión 2020-2022 de Enel Spa (Controlante de Enel Américas, que controla a Enel Colombia, actual socio de GEB), Enel Américas va a continuar el desarrollo de energías renovables a través de Enel Green Power, y procurará mantener su endeudamiento cercano a los niveles actuales, por lo que no debería cambiar su tasa de repartición de dividendos. De los EUR 28,7 miles de millones de Capex de Enel Spa para los siguientes tres años, el 44% va a destinarse en energías renovables (sin generación hídrica, que clasifica como "generación convencional"), con lo que esperan pasar de una capacidad de 7,8 GW a 14,1 GW en renovables no convencionales.
- No sobra recordar, que, si bien la apuesta grande de crecimiento regional de Enel es Brasil, la operación de Colombia es muy importante para Enel Américas. Colombia representa el 31,5% del EBITDA, y participa del 19,1% del total de ventas de energía (generación y distribución) en Suramérica.
- **Sumas y restas:** Las fuentes de incertidumbre en 2020 son considerables, tratándose principalmente de una holding de compañías con cargos regulados. A la actualización de cargos de la actividad de transporte de gas en Colombia, se suma la decisión de arbitramento respecto al proceso vigente con Enel Colombia, la adjudicación de la planta de regasificación de Buenaventura, y la entrada en funcionamiento de Argo en Brasil (Argo I comenzaba apenas al final del año pasado, falta Argo II y III). Así las cosas, ayudaría mucho que GEB comunicara cuáles son las métricas de desempeño respecto a las inversiones nuevas más allá de la presencia regional. Ahora bien, la acción continúa siendo defensiva, y esperamos que el negocio agregado continúe creciendo más allá de lo orgánico y que la incertidumbre de GEB es más al alza que a la baja.

Gerencia de Inversiones

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

Análisis y Estrategia

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

Santiago Clavijo
Analista Junior Renta Fija
santiago.clavijo@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

Juan Felipe D'luyz
Analista Junior Renta Variable
juan.dluyz@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22703

Sergio Segura
Analista Junior Renta Variable
sergio.segura@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext:

Daniel Jiménez
Practicante Renta Fija
daniel.jimenez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23632

Mesa Distribución

Juan Pablo Vélez
Gerente Comercial Medellín
jvelez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22861

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.