
Informe GEB

Fluyendo con Energía

17 de julio de 2018

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Una acción que se ha mostrado alcista en el largo plazo

El mayor Dividend Yield del Colcap

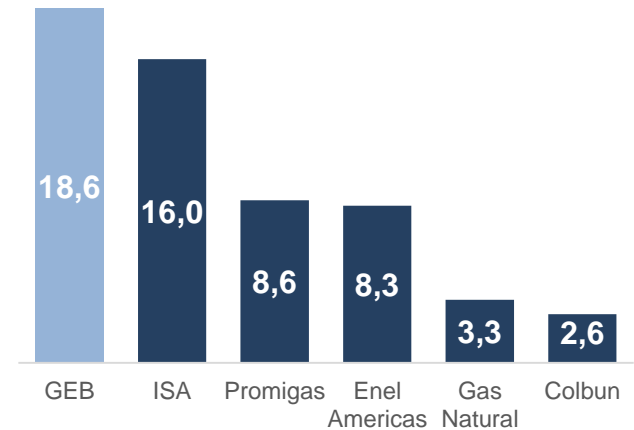
Con la democratización del 16% de la participación del Distrito en la compañía (la cual pasaría del 76,3% al 60,3%), GEB busca llegar a la mayor cantidad de personas o inversionistas y hacerlos partícipes de la compañía, utilizando los recursos provenientes de esta democratización en su plan de expansión. A través de este documento nuestro objetivo se relaciona con analizar la democratización de acciones de la compañía, desde el punto de vista de mercado y estructural, recordando nuestra **recomendación de SOBREPONDERAR, con un Precio Objetivo de COP 2.385** (ver [Actualización de cobertura Grupo Energía de Bogotá | El límite no es Colombia](#)).

1. Análisis de Mercado

- La democratización del 16% de acciones de GEB, equivalente a un monto cercano a los COP 3,0 Billones (BN) **podría generar mayor liquidez a la especie**, aunque esto depende de cuáles participantes del mercado queden con este porcentaje y si estos cuentan dentro del flotante (acorde a la BVC este corresponde a las acciones en poder de institucionales, inversionistas con participación inferior al 1% y programas de ADR nivel II y III). En medio de lo anterior, la acción tendría un mayor protagonismo tanto en el mercado accionario local (ver [Canasta Preliminar Colcap 3T2018 | Democratización de GEB aumentará su participación](#)) como internacional, a través de su posible inclusión en índices extranjeros. Sumado a lo anterior, actualmente la compañía sobresale como una de las compañías listadas en Bolsa de mayor capitalización bursátil en el sector de Utilities en Latam (Gráfico 1).
- De igual manera, el análisis del comportamiento del precio de la acción muestra una tendencia histórica creciente en el largo plazo (Gráfico 2), con una valorización cercana al 79% desde cierre del 2012, en línea con buenos resultados financieros y los proyectos de expansión en la región.

1. Market Cap Sector Utilities en Latam

Bill COP



2. Precio de la Acción



Dividendo creciente en el tiempo

Márgenes sobresalen frente a comparables

- A nivel comparativo, aunque no es fácil encontrar comparables puros que sean válidos para GEB en la región, dada su participación tanto en el negocio de gas como de energía, algunos de las compañías que pueden considerarse pares, dados los negocios en los cuales compiten, se desglosan en la tabla 3.
- En cuanto a **márgenes**, GEB sobresale en la región por tener un Margen EBITDA y Neto atractivo, por encima de la mediana de la muestra analizada. Respecto al nivel de rentabilidad, el ROA y ROE de GEB se ubica por sobre la mediana de sus comparables.
- **Finalmente, respecto a su valor relativo**, la compañía presenta un nivel relativamente mayor al de sus pares al medirse en términos de EV/ EBITDA como de P / E.

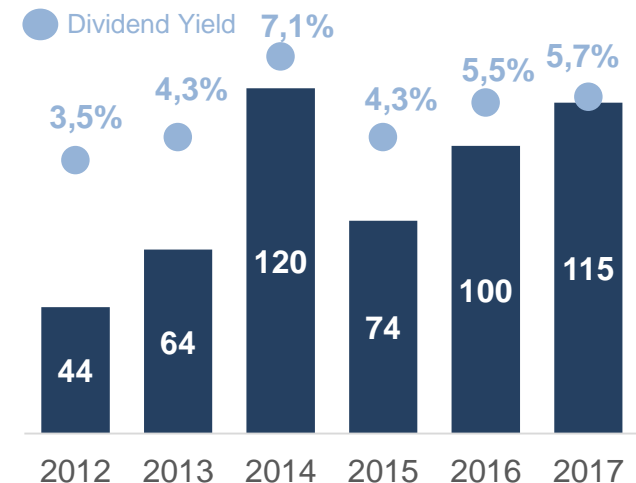
2. Análisis Estructural

- Al analizar la **política de dividendos de GEB**, se muestra un aumento gradual en el pago del mismo, exceptuando el elevado valor en el 2014, el cual se debió a recursos liberados de reservas, enfocados en la financiación de la primera línea del metro de Bogotá, reflejando el 76,3% de participación que tiene el Distrito en la compañía, la cual se reducirá al 60,3% con la democratización. Exceptuando este dato atípico, el dividendo muestra **una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) del 17,4%** entre 2013 y 2018 (Gráfico 4). Al cierre del 2017, la distribución de utilidades de COP 115 por acción, equivale a un poco más de COP 1 Billón en manos de los accionistas.
- Respecto al Dividend Yield, este se ha caracterizado por ser el mayor entre las compañías dentro del índice Colcap y uno de los mayores en la BVC. Por su parte, el Payout Ratio, aunque se ha mostrado variable en los últimos años, muestra una mediana cercana al 70% entre el 2010 y 2017.

3. Márgenes y Múltiplos

Compañía	Múltiplos		Rent (%)		Márgenes (%)	
	P / E	EV / EBITDA	ROA	ROE	EBITDA	Neto
GEB	12.4	10.7	6.4	13.3	44.5	45.2
ISA	11.1	8.2	3.5	13.8	65.5	20.7
Promigas	13.5	9	7.2	23.5	34.8	17.8
Enel Americas	19.1	6.4	3.8	11.2	27.2	6.7
Gas Natural	14.2	7.4	15	41.3	16.9	8.7
Colbun	13	8.4	3.9	7.4	39.2	17.5
Engie Chile	22	11.1	3	5.2	26.7	9.6
Engie Perú	9.7	6.6	5.8	13	47.6	19
EPM	-	-	4.8	11.2	30.5	14.6
AES Gener	13.2	8.5	2.3	7.4	30.6	7.6
Media	14.3	8.5	5.6	14.7	36.3	16.7
Mediana	13.2	8.4	4.4	12.1	32.7	16.1

4. Dividendos (COP por acción)

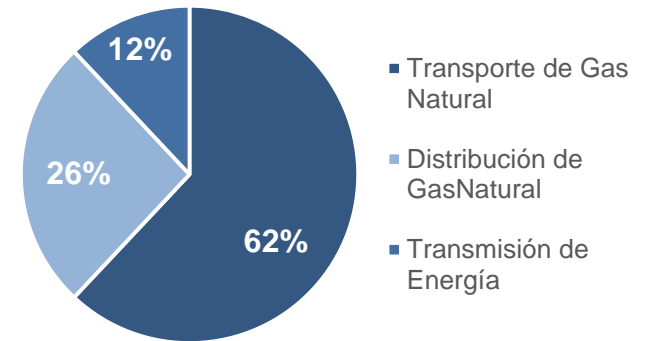


Grupos Estratégicos de Negocios (GEN)

Diversificación de proyectos en Colombia y Latam

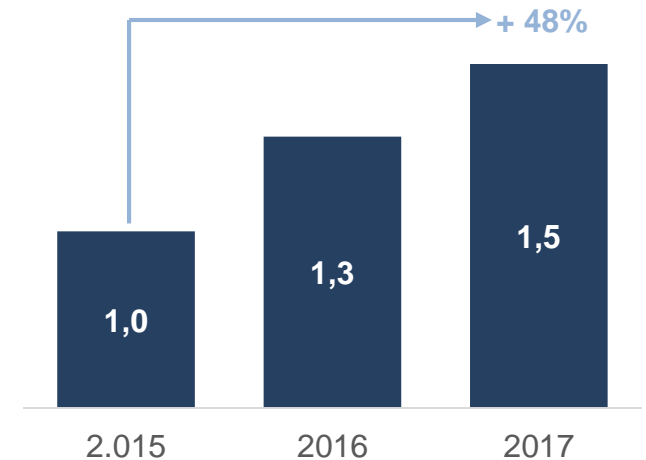
- GEB pertenece a un sector económico de naturaleza monopólica, regulada y defensivo. Llama la atención la diversificación regional y por líneas de negocio de GEB, a lo cual se suma su participación en toda la cadena de valor del sector, lo cual se refleja en varios de los países donde tiene presencia, en línea con la consolidación de los **tres Grupos Estratégicos de Negocios (GEN)** definidos en el nuevo Plan Estratégico Corporativo: **1)** En Interconexión para el Desarrollo de Mercados (IDM); **2)** Soluciones Energéticas Urbanas (SEU); **3)** Generación de Baja Emisión (GBE), permitiendo que GEB tenga una sólida posición en su negocio.
- En **Colombia**, respecto al **Gas Natural** es un **jugador importante en Distribución y en Transporte**. En el primer rubro tiene una cuota de mercado del 33% a través de gas Natural Fenosa, mientras que en el segundo, a través de TGI, posee el 55% del mercado y es el # 1. En cuanto a **Electricidad**, en Distribución, a través de Codensa y EMSA, tiene una cuota de mercado aproximada del 23%, mientras que en Transmisión con GEB tiene una participación cercana al 15%, siendo el # 2, mientras que en Generación con Emgesa, tiene una cuota de mercado del 22%, medido por capacidad instalada.
- En **Perú**, es el **jugador # 1 en Transmisión de Energía y Distribución de Gas Natural**. En el primer caso, su participación llega al 63% a través de Isa Transmanto e Isa REP. Mientras que en el segundo caso, el 80% de mercado se relaciona principalmente con Cálidda y en menor medida con Contúgas. En Brasil, a través Gebbras, está asociado con Furnas, la compañía estatal de transmisión y generación de energía más grande de ese país, **teniendo el 0,9% de participación en Transmisión**. Finalmente, en Centro América, su presencia en Guatemala es significativa, con el **20% en Transmisión de Electricidad** a través de Trecca, siendo el # 1. La diversificación anterior le ha permitido mantener un nivel de crecimiento tanto en sus ingresos operacionales como es su utilidad neta, la cual entre 2015 y 2017 registró un crecimiento del 48%.

5. Utilidad Operacional por línea de Negocio



6. Utilidad Neta Controladora

COP Billones

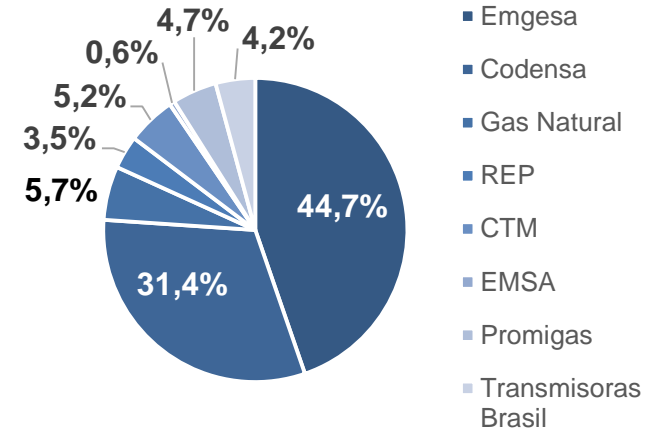


Método de Participación relevante en los Resultados

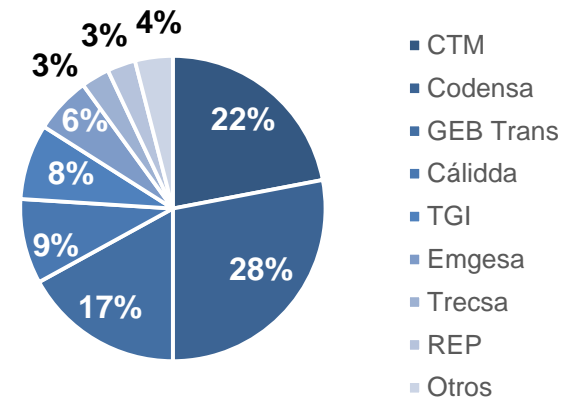
Capex dinámico, se centró en Energía

- Profundizando lo anterior, en Colombia GEB **tiene empresas propias, con las que participa en sus tres Grupos Estratégicos de Negocio**: En IDM a través de TGI (part del 99,9%) participa en el transporte de gas natural y en servicios públicos con GEB. En SEU, con Codensa está vinculada a la distribución y comercialización de energía eléctrica (part. del 51,5% de GEB), mientras que con EMSA opera en la región oriental colombiana, en la distribución y comercialización de energía eléctrica. Con Gas Natural (GEB tiene el 25%) hace presencia en la distribución y comercialización de gas natural. Finalmente con EMGESA (51,5% de part.) se incurre en la generación de energía eléctrica.
- Por otro lado, dentro de los rubros más representativos dentro de la utilidad antes de impuestos, se encuentran los **ingresos por método de participación, los cuales aportaron en el último año cerca de COP 1 BN** (Gráfico 7) donde los ingresos por dividendos provinieron principalmente de Emgesa (la segunda mayor compañía de generación de energía en Colombia) y Codensa (una de las principales compañías de distribución de energía en el país). Estos ingresos por Método de Participación fueron un 13% mayor a los COP 911 mil MM del 2016.
- Por su parte, dentro del Capex ejecutado en el último año (Gráfico 8), lo relacionado con CTM (Consorcio Transmantaro S.A.) se debe a la continuación de la construcción de subestaciones eléctricas y líneas de transmisión en Perú, atendiendo la demanda de electricidad en ascenso a pedido del Ministerio de Energía y Minas, entre otros. Por su parte, lo destinado para Codensa fue mayoritariamente orientado en la mejora de la calidad del servicio.
- Respecto a proyectos potenciales, es significativo mencionar que en el caso de TGI, dentro de los proyectos complementarios, dada su localización y magnitud, **sobresale la Planta Regasificadora del Pacífico y el Gasoducto entre Buenaventura y Yumbo.**

7. Método de Participación



8. Capex Ejecutado por Compañía



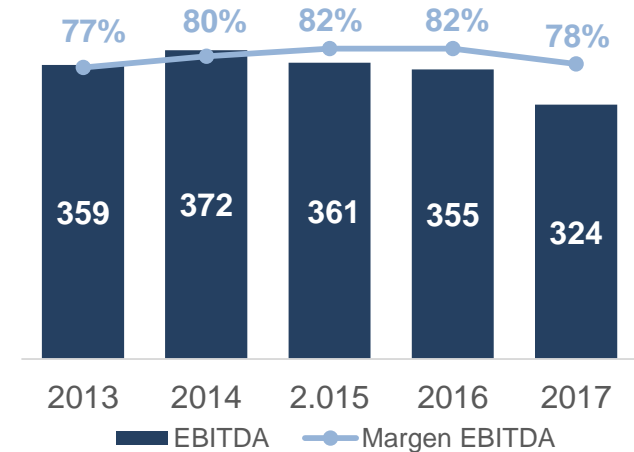
TGI y Cálidda líderes en Colombia y Perú

Transporte y Distribución de Gas Natural sacan pecho

- Haciendo una **mención especial a TGI**, esta muestra un margen EBITDA promedio del 80% en los últimos años, al pertenecer a un sector regulado, con característica de monopolio natural, que le permite tener una generación de flujo de caja estable y predecible. Lo anterior fundamentando en **ingresos provenientes en cerca de un 92% de tarifas reguladas, con revisión cada 5 años**. Sumado a la calidad de los contratos, donde un 100% corresponden a contratos en firme, con un vencimiento futuro promedio de 8 años. De igual manera, **el 90% de los ingresos regulados provenientes de contratos de los últimos 12 meses (LTM) tienen tarifa fija**, lo cual los convierten en contratos independientes del volumen transportado. Igualmente, un 65% de los ingresos LTM están denominados en dólares y el 34% restante en pesos colombianos.
- Tiene el 55% de la red de gas natural en Colombia y transporta el 47% del gas que se consume en el país. En el 2017, los menores volúmenes anuales de gas transportado (-3.4%), se debieron a una reducción en los despachos de las plantas termoeléctricas, como consecuencia del Fenómeno del Niño, sumado a menores cargos variables que afectaron la utilidad operacional.
- En Perú**, GEB tiene negocios en el sector de gas, a través de Cálidda (60% de part. mediante EEB Perú Holdings) y Contúgas (68,5% de part). En transmisión eléctrica, participa en un 40% en ISA Transmataro e ISA REP. Quisiéramos destacar que **Cálidda ha registrado un comportamiento anual positivo reflejado en un EBITDA creciente y un Margen EBITDA superior al 60% en el último año** (Gráfico 10), dado un incremento en los ingresos de instalaciones residenciales, en medio de la mayor cantidad de conexiones y una mayor base de clientes en Lima y la Provincia Constitucional del Callao, los cuales han crecido un 31,6% en el último año, con un ratio de penetración del 70% (Clientes Totales / Clientes Potenciales), enfocada en atender los distritos de bajos ingresos, beneficiados por subsidios y el cual, en nuestra opinión, dado su acelerado crecimiento, podría presentar alguna desaceleración (en el 2011 era del 37%).

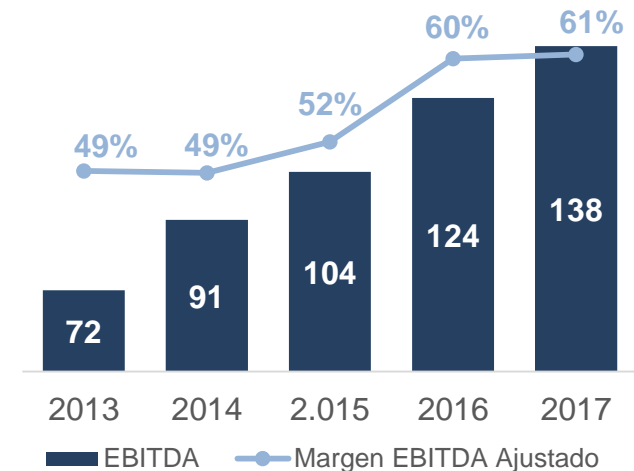
9. TGI

Millones USD



10. Cálidda (CdB)

Millones USD



Brasil y Guatemala siguen avanzando

Interconexión Eléctrica en desarrollo

- **En Brasil**, GEB está asociado con Furnas, la empresa estatal más grande en generación y transmisión de energía eléctrica. En el 2015, se protocolizó la adquisición de una participación accionaria equivalente al 51% de cuatro concesiones de transmisión de electricidad en Brasil, a través del vehículo de inversión GEBBRAS Participações Ltda (propiedad 100% de GEB):
- **Goiás Transmissão S. A. (Goiás)**: Concesión establecida en febrero de 2010 que finaliza en 2040.
- **MGE Transmissão S. A.**: Se dedica a la transmisión de energía eléctrica en los estados de Minas Gerais e Espírito Santo con líneas a 345 y 500 kV.
- **Transenergia Renovável S. A.**: Concesión establecida en diciembre de 2008. Finaliza en 2039. Se enfoca en la transmisión de energía eléctrica, tiene instalaciones en los estados de Goias, Mato Grosso y Mato Grosso del Sur. Se distribuye en dos bloques con líneas a 138 y 230 kV.
- **Transenergia São Paulo S.A.**: Concesión establecida en Julio del 2009. Finaliza en 2039. Su actividad principal es la transmisión de energía eléctrica en el estado de Sao Paulo,
- Cabe mencionar que, **en Guatemala** GEB tiene presencia en Interconexión Eléctrica a través de Trecca (presta servicios de transmisión de energía eléctrica), donde tiene el 96% y de EEBIS (99,9% de part). El proyecto más representativo se refiere al Plan de Expansión del Sistema de Transporte de Energía, el cual esta desarrollando a través de Trecca y permitirá tener un servicio de energía eléctrica accesible. Por su importancia para el desarrollo de la región, fue nombrado vigésimo cuarto proyecto estratégico de infraestructura más importante en Latinoamérica. Su avance es del 71%.

11. Indicadores Financieros SEU 2017

	Codensa (COP miles MM)	Cálidda (USD)	Gas Natural (USD)	Contugas (USD)
Ingresos Oper.	4,556	579	2,305	77
Utilidad Ope.	1,979	101	332	5
EBITDA	1,550	138	370	15
Utilidad Neta	623	59	236	-16

12. Indicadores Financieros IDM 2017

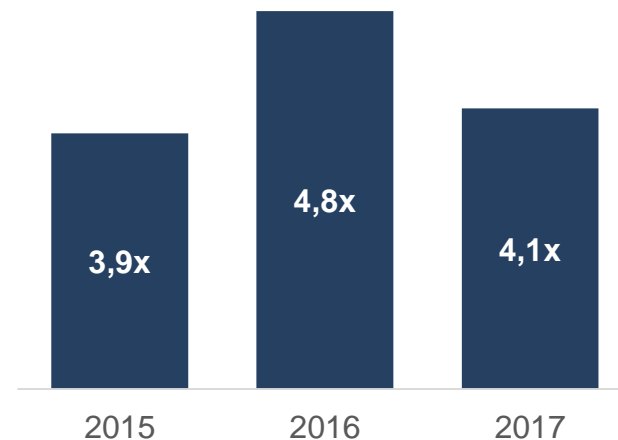
	GEB Trans (COP miles MM)	TGI (USD MM)	TRECSA (USD MM)	REP (USD MM)	CTM (USD MM)
Ingresos Oper.	297	413	14	147	143
Utilidad Oper.	192	240	7	61	92
EBITDA	207	324	1	104	119
Utilidad Neta	97	140	-3	31	45

Menor apalancamiento y mayor cobertura

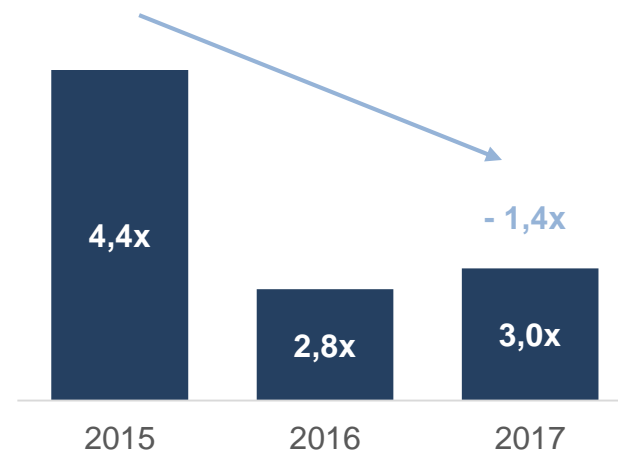
Con espacio frente a los Covenances

- A nivel de endeudamiento, la relación de **Pasivo / Activo se ubica en un 50% al cierre del 2017, el cual se considera un nivel relativamente sano.** Respecto a la composición de la deuda, GEB ha procurado disminuir su exposición denominada en dólares, la cual paso del 99% en el 2016 al 84,7% en el 2017, con la deuda en pesos colombianos participando del 15,3% restante, con lo cual se mitiga cierto riesgo cambiario, aunque también existe cobertura natural proveniente de los ingresos que se tienen en dólares, los cuales pueden llegar hasta el 80% de los ingresos operacionales.
- En cuanto a los niveles de liquidez, **la compañía cerró el 2017 con COP 1,7 BN en caja, lo cual le brinda flexibilidad** frente al perfil de la deuda, convencimientos por USD 121 MM en el 2018 y USD 591 MM en el 2019, acorde a la información disponible. Este mayor nivel de caja (+ 17% A/A) se da en parte como resultado de la emisión de Bonos en el 2017 por COP 1,3 BN a plazos entre 7 y 30 años, donde parte de estos recursos buscan financiar su Plan de Inversión 2017 – 2022. Cabe mencionar que, este nivel de liquidez podría incrementarse en caso de que se realicen las desinversiones en activos considerados no estratégicos, los cuales mencionaremos más adelante.
- **A nivel de cobertura, GEB se mantiene por encima de su covenant de 2,25x** (Gráfico 13), aunque en el 2017 registró una reducción desde 4,8x hasta 4,1x debido a un incremento en los niveles de endeudamiento, reflejados en mayores gastos financieros (+17% A/A), sumado a un EBITDA con un leve retroceso anual (-0,47% A/A).
- Por último, en línea con los planes de expansión de la compañía, los niveles de apalancamiento pueden verse presionados al alza, aunque es importante **recordar que estos se ubican por debajo de su Covenant (4,5x)** (Gráfico 14).

13. EBITDA / Intereses



14. Deuda Neta / EBITDA



Recomendación de Compra

GEB fluye con Energía

- Respecto a la **desinversión de Activos No Estratégicos**, el mercado está atento a la enajenación de la participación de GEB en Promigas (15,6%) cercano a los COP 1,3 BN, junto a un 1,67% de ISA, equivalente a COP 262 mil MM y un monto de COP 4 mil MM de Banco Popular (0,11%). Lo anterior representaría un total de COP 1,6 BN que podría recibir la compañía, la cual aún no se ha pronunciado sobre el uso que tendrían estos recursos. Por su parte, respecto a la OPA sobre Gas Natural SA ESP, donde GEB tiene una participación del 25%, la información conocida hasta el momento es que GEB no estaría interesado en participar en la venta ni en el aumento su participación. Es importante señalar que, GEB ha expresado que Gas Natural S.A ESP es un activo estratégico en la línea de Soluciones Energéticas Urbanas, dentro del Grupo Estratégico de Negocio (GEN) de la compañía. Sobre la desinversión de Promigas, consideramos que es un activo valioso para GEB, con márgenes atractivos (Margen EBITDA mayor al 50%) dadas las características de estabilidad en el Flujo de Caja que presenta el transporte y la distribución de gas natural, lo cual junto a sus elevados márgenes, se traduce en una mayor rentabilidad. Consideramos que **a nivel corporativo su desinversión sería productiva si los recursos son utilizados para los planes de expansión de la compañía y proyectos que generen una rentabilidad atractiva, más que como un dividendo extraordinario**, que beneficiaría principalmente al Distrito, dada su participación.
- Por su parte, nos parecen adecuado mencionar los principales **RIESGOS** para la compañía, donde sobresale el **Riesgo Regulatorio**:
1) Respecto al **transporte de gas**, se relaciona con la nueva metodología de la CREG sobre el WACC al cual se remunera el volumen y la capacidad transportada y repercutiría en los cargos fijos y variables, lo cual podría afectar los ingresos de TGI. Se espera que será aprobada próximamente (estaba previsto para el 1T18) y se de a conocer la metodología de la nueva tarifa que regirá desde el 2019, cuyo plazo de 5 años inicia desde el momento en que la CREG apruebe la tarifa y la cual estimamos que no afecte la valoración de los activos. **2)** En **distribución de gas**, el WACC fue actualizado hace unos años. **3)** Sobre la **distribución de electricidad**, tanto la valoración del activo como el WACC fue revisado y la aplicación debe iniciar en el segundo semestre de este año. **4)** En cuanto a la **transmisión de electricidad**, la revisión le aplica únicamente a los activos anteriores al año 2.000, donde se podría revisar tanto el WACC como la valoración, con posibles efectos sobre la GEB.
- Adicionalmente, **otros riesgos** incluyen aspectos como posibles presiones al deterioro de las métricas de crédito, los cuales pueden darse en la medida en que GEB plantee una estrategia más ambiciosa en sus planes de crecimiento a largo plazo, se requiera un mayor Capex en el negocio de transmisión de energía, una mayor demanda de dividendos por parte del Distrito o un uso de recursos, tras las desinversiones mencionadas, enfocados netamente en el pago de un dividendo extraordinario. Sumado a factores climáticos que generen reducción en los despachos de las plantas termoeléctricas, como consecuencia del Fenómeno del Niño. Tras analizar la democratización de acciones la compañía desde el punto de vista de mercado y estructural, recordamos nuestra **recomendación de SOBREPONDERAR, con un Precio Objetivo de COP 2.385** (ver [Actualización de cobertura Grupo Energía de Bogotá | El límite no es Colombia](#)).

¿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 Análisis y Estrategia	Juan David Ballén	juan.ballen@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22622
Estratega Renta Fija	Angela Pinzón	angela.pinzon@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 23626
Analista Renta Fija	Diego Velásquez	diego.velasquez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22710
Gerente de Renta Variable	Omar Suarez	omar.suarez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22619
Analista Acciones	Roberto Paniagua	roberto.paniagua@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22703
Analista Acciones	Raúl Moreno	raul.moreno@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22602

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen. Tampoco 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.

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.