

RESULTADOS FINANCIEROS

GEB 4T19 y 2019.

- 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 Contugás 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 Contugás, 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 disminuyó 43,1% A/A.

- La utilidad de las compañías que se consolidan por el método de participación, compuesto principalmente por Codensa, Emgesa, Promigas y CTM, se ubicó 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 líneas de negocio junto con expectativas.

Tabla 1. Resultados Financieros GEB (COP Miles MM)

	GEB			
	2017	2018	2019	A/A
Total ingresos	3.578	4.002	4.887	22,1%
Total costos y gastos	3.578	2.403	2.917	21,4%
Resultado actividades operacionales	1.102	1.231	1.395	13,3%
Método de participación	1.030	1.172	1.462	24,8%
Ganancia antes de impuestos	1.702	1.916	2.426	26,6%
Utilidad neta	1.569	1.830	1.954	6,8%
Utilidad (Controladora)	1.500	1.749	1.846	5,6%
EBITDA	1.455	2.644	3.124	18,2%

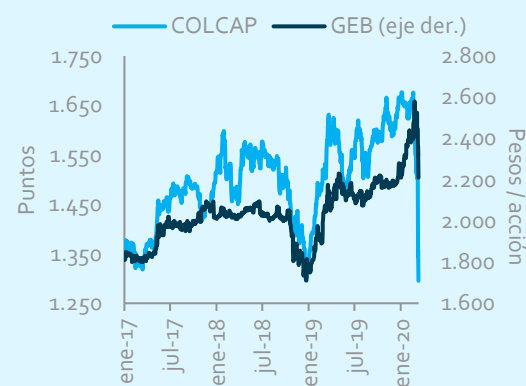
Fuente: GEB

GEB

TICKER	CALIFICACIÓN
GEB	POSITIVA
SECTOR	INDUSTRIA
Gas & Utilities	Generación, Transmisión, Transporte & Distribución

Precio de cierre	2.210
52 semanas máximo	2.580
52 semanas mínimo	2.045
Retorno 12-meses	+8,1%
Retorno YTD	-0,5%
Capitalización bursátil (COP BN)	20,3
Flotante	33,9%

COMPORTAMIENTO ACCIONARIO



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

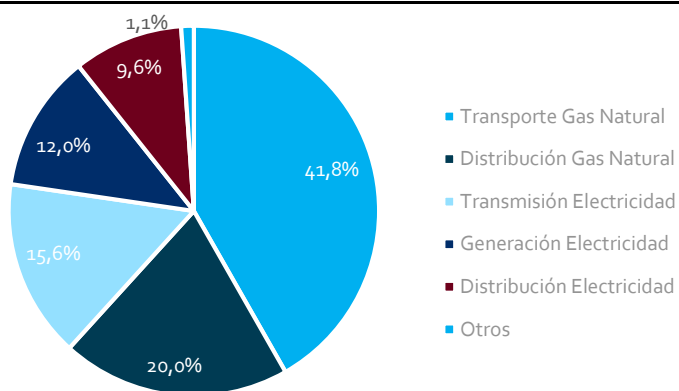
Andrés Duarte
 Director de Renta Variable
 Corficolombiana
 (+57-1) 3538787 ext. 6163
andres.duarte@corficolombiana.com

Buen 2019, regular 4T19 e incertidumbre en 2020.

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 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 Contugás en Perú, y a Promigas y Vanti en Colombia. Como dijimos al comienzo, los resultados de Cálidda y Contugás se vieron afectados por provisiones, depreciaciones y revisiones de deterioro (impairments) que no deberían ser recurrentes. No obstante, en el caso de Calidda, 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 Contugás, 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.

Gráfica 1. Participación en EBITDA total por segmento en 2019

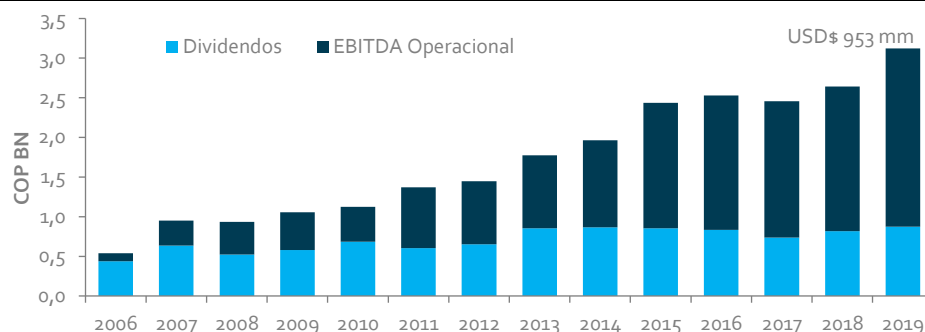


Fuente: GEB.

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).

Gráfica 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 Empreendimentos e Participacoes 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.

Por otro lado, de acuerdo con GEB, los retrasos en Colectora, proyecto de vital importancia para la conexión de los proyectos de generación no convencional de la Guajira al Sistema Interconectado Nacional, no son responsabilidad de la compañía. Adicionalmente, hay que alertar ante la falta de logística para el futuro transporte de materiales para la generación no convencional en la Guajira (hélices, etc.).

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 veinte por ciento 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.

› 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 de Emgesa y Codensa, 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.

GEB no participó en las subastas de generación eléctrica renovable no convencional (GRNC) en 2018, ni ha incursionado en proyectos de este tipo fuera del país. Tampoco contempla desarrollos en distribución eléctrica independientemente de Codensa en Colombia, si bien ya incursionó en esta actividad en Perú, con la compra de ElectroDunas el año pasado. Independientemente de la razón jurídica de GEB, la empresa no está participando de la transformación de la matriz de generación en Colombia, ni adquiriendo experiencia fuera de Colombia.

Tabla 2. Enel Américas – EBITDA por país

	2019	2018	Variación	2019	2018	Cambio
	millones US\$		%	Participación		p.p.
Argentina	552	396	39,3	14%	12%	39,3
Brasil	1.644	1.200	37,0	41%	36%	37,0
Colombia	1.267	1.230	3,0	32%	37%	3,0
Perú	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: Fuente: Enel Americas. * 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%). Durante estos años, Emgesa disminuyó 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. 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 Americas, que controla a Enel Colombia, actual socio de GEB), Enel Americas 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.

Más allá del entendimiento que viene desde 2016, destacamos el hecho de que GEB comunica que no ha contemplado planes de acción en caso de que el fallo del tribunal resulte desfavorable. 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 Americas. 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 de una holding de compañías con cargos regulados principalmente. 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 Colombias, 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 lograr estar presentes en algunos países. Ahora bien, la acción continúa siendo defensiva, perdiendo año corrido 0,5% frente a 22,1% de pérdida registrado por el índice COLCAP. Finalmente, la incertidumbre de GEB es más al alza que a la baja, su resultado subyacente va a continuar avanzando positivamente, más con la fuerte devaluación registrada durante 1T20.

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

jose.lopez@corficolombiana.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 6138

ana.vera@corficolombiana.com

María Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

juan.pardo@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

José Luis Mojica

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

jose.mojica@corficolombiana.com

Nicolás Gálvez Acero

Practicante de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

nicolas.galvez@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Roberto Carlos Paniagua Cardona

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

roberto.paniagua@corficolombiana.com

Daniel Felipe Duarte Muñoz

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

daniel.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Andrés Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Daniel Espinosa Castro

Analista de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

daniel.espinosa@corficolombiana.com

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa").

Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. 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.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y 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.

INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana.

Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.