



Grupo Energía Bogotá

Liderando la transición energética

Valor Justo:

COP 3,100

Comprar

Potencial: **61.9%** | Riesgo: **Alto** | Cierre: **1,915**

INFORMACIÓN DEL TÍTULO

| | |
|----------------------------------|---------------|
| Capitalización bursátil (COP Bn) | 17,582 |
| Dividendo anual 2023E (COP) | 203 |
| Retorno por dividendo | 10.6% |
| %MSCI Colcap | 7.1% |
| # Acciones (mm) | 9,181 |
| P/VL actual | 1.46x |
| P/U actual | 9.09x |

Proyectamos que la compañía mantendrá resultados sólidos en 2023, ante el potencial de crecimiento del sector de energía en Latinoamérica, en un contexto donde el posicionamiento para aprovechar la transición energética va a ser uno de los principales catalizadores de los resultados. Destacamos el aporte de Enel Colombia al flujo de caja de la compañía, que sumado a la estabilidad de sus negocios, permitiría que la compañía mantenga una alta distribución de utilidades.

Reconocemos que existen grandes retos, particularmente regulatorios en Colombia, dónde recientemente se han planteado modificaciones a las tarifas de energía que pueden tener consecuencias en toda la cadena de la industria. Sin embargo, la diversificación de su portafolio por negocios y geografías podrían mitigar estos cambios si llegan a materializarse

¿POR QUÉ COMPRAR?

La reciente desvalorización del activo ha abierto una oportunidad de largo plazo única, de exponerse a un precio muy atractivo a una compañía con perspectivas de crecimiento muy positivas a futuro, y posicionada para ser una de las empresas que lidere la transición energética del país. Además el dividendo cobrará interés a medida que las tasas de interés se reduzcan.

Autores

Ana María Guasca
Analista Acciones
amguasca@corredores.com

Katherine Ortiz
Analista Líder Acciones
kortiz@corredores.com



COMPARTIR





GEB/ FICHA TÉCNICA

Grupo Energía Bogotá (GEB:BVC) se enfoca en energía eléctrica y gas natural, con presencia en Colombia, Perú, Brasil y Guatemala. En Colombia cuenta con el 20% del mercado de Transmisión de Energía, 54% del mercado de Transporte de Gas Natural con 4,044 km de gasoductos. En Perú, tiene presencia en el negocio de distribución de energía eléctrica con Grupo Dunas mientras que con

Cálida y Contugas participa en la industria de distribución de gas natural. Además, GEB tiene vehículos compartidos con socios como ISA, Enel, Red Eléctrica de España y Promigas, aumentando su presencia en Latinoamérica.

| Balance General Consolidado | | | | | |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| COP mil mm | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
| Activos | 31,153 | 34,809 | 39,823 | 40,424 | 41,331 |
| Pasivos | 16,422 | 19,129 | 21,432 | 20,727 | 20,217 |
| Patrimonio | 14,730 | 15,681 | 18,391 | 19,697 | 21,114 |
| Pasivo/Activos | 52.7% | 55.0% | 53.8% | 51.3% | 48.9% |
| Deuda Neta/EBITDA | 2.0x | 1.9x | 1.7x | 1.7x | 1.4x |
| ROE | 17.1% | 16.1% | 14.5% | 15.1% | 15.5% |
| ROA | 8.1% | 7.3% | 6.7% | 7.4% | 7.9% |
| ROIC | 6.0% | 5.3% | 5.3% | 5.9% | 6.4% |

| Estado de Resultados Consolidado | | | | | |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| COP mil mm | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
| Ingresos operacionales | 5,126 | 5,559 | 6,500 | 6,633 | 6,973 |
| Costo de ventas | (2,730) | (3,168) | (3,616) | (3,442) | (3,419) |
| Utilidad Bruta | 2,396 | 2,391 | 2,884 | 3,190 | 3,554 |
| Gastos administrativos | (586) | (595) | (884) | (831) | (968) |
| Utilidad Operacional | 1,810 | 1,796 | 2,000 | 2,359 | 2,586 |
| Utilidad Neta | 2,514 | 2,526 | 2,672 | 2,977 | 3,280 |
| EBITDA+Dividendos | 3,662 | 4,480 | 5,707 | 5,113 | 5,557 |
| Margen Bruto | 46.8% | 43.0% | 44.4% | 48.1% | 51.0% |
| Margen Neto | 49.1% | 45.4% | 41.1% | 44.9% | 47.0% |
| Margen EBITDA+Dividendos | 71.4% | 80.6% | 87.8% | 77.1% | 79.7% |



COMPARTIR

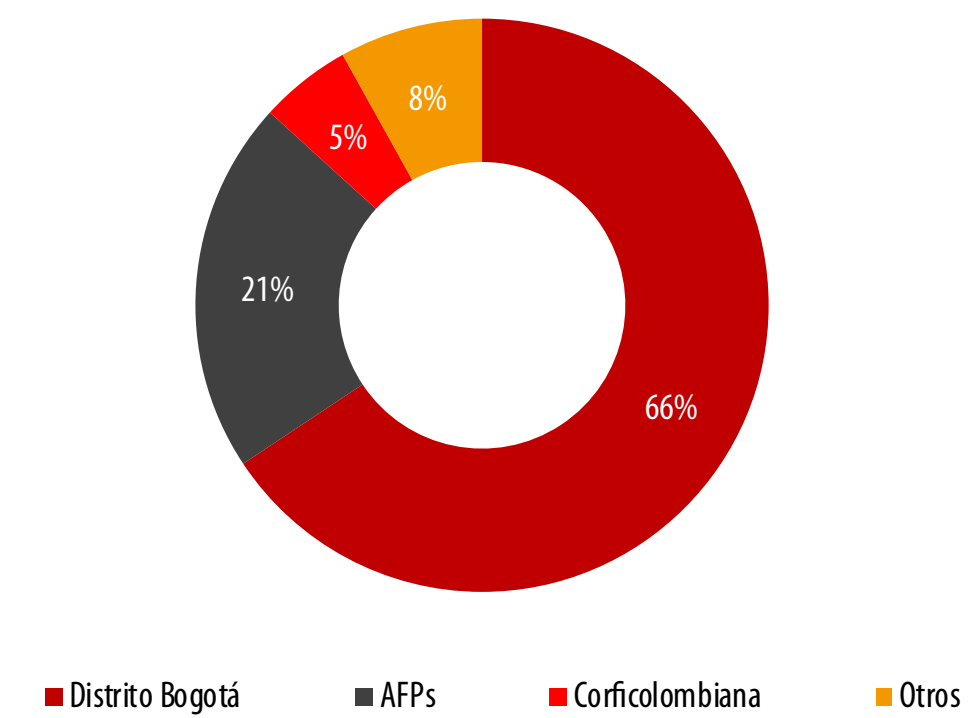
- Like
- Email
- Twitter
- Facebook
- WhatsApp



| Resumen | | | | | |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| COP mm | 2020 | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
| Acciones en circulación (millones) | 9,181 | 9,181 | 9,181 | 9,181 | 9,181 |
| Cap. Bursátil (COP mil millones) | 24,330 | 22,953 | 17,720 | 17,582 | 17,582 |
| Precio (COP/acción) | 2,650 | 2,500 | 1,930 | 1,915 | 1,915 |
| VL (COP/acción) | 1,604 | 1,708 | 2,030 | 2,173 | 2,332 |
| UPA (COP/ acción) | 274 | 275 | 291 | 324 | 357 |
| Total Deuda | 12,996 | 15,186 | 15,972 | 15,347 | 14,746 |
| Deuda Neta | 12,145 | 13,494 | 14,696 | 14,038 | 12,600 |
| EV | 36,917 | 37,018 | 32,760 | 32,291 | 31,062 |
| EV/EBITDA | 10.1x | 8.3x | 5.7x | 6.3x | 5.6x |
| P/VL | 1.7x | 1.5x | 0.9x | 0.9x | 0.8x |
| P/U | 9.7x | 9.1x | 6.6x | 5.9x | 5.4x |
| Retorno por dividendos | 5.3% | 7.2% | 10.0% | 10.6% | 11.8% |
| Dividendo por acción | 140 | 179 | 192 | 203 | 226 |

*Precio al 23 de septiembre de 2022, para 2022e, 2023e, 2024e

Composición accionistas



Fuente: GEB

COMPARTIR



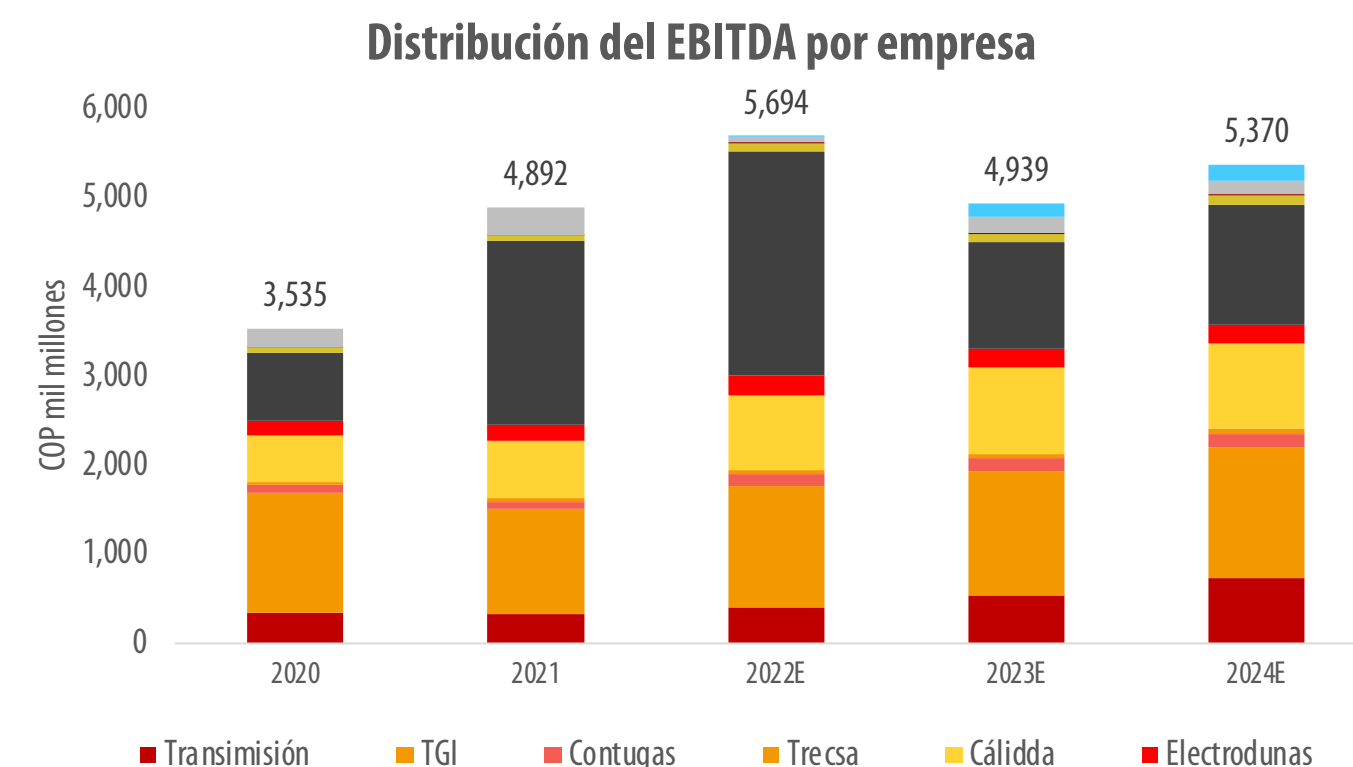


HIPÓTESIS DE VALOR

Sociedad con Enel libera potencial crecimiento en un negocio en auge: Ante el potencial de crecimiento que presenta el sector de energía en la región, y que ha abierto la búsqueda por avanzar rápidamente en la transición energética, la compañía espera invertir a 2024, COP 3 billones en Colombia, principalmente en proyectos de generación eólica y solar, que entrarían en operación en el segundo semestre de 2023 y sumarían a la matriz energética de la compañía 976 MW, es decir un 27% más en capacidad instalada.

En Centroamérica, los proyectos solares de Madre Vieja y Baco Solar, sumarían 61 MW (+9% a la capacidad instalada de esta región). Esto no solo podría significar un crecimiento muy importante en los ingresos, sino que estimamos que el EBITDA a 2024 podría superar las estimaciones de la compañía llegando a COP 7.8 billones frente a los COP 6.8 billones proyectados. Este buen desempeño no solo beneficiaría a GEB en términos de flujo de caja a través de dividendos, los cuales proyectamos que sumen a la compañía COP

1.2 billones para 2023, sino que, además impulsará la generación de utilidades del grupo incrementando en un 12% su utilidad por método de participación 2023.

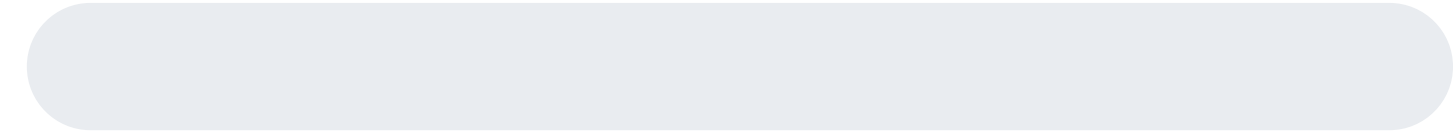


Fuente: GEB| Estimaciones: Davivienda Corredores



COMPARTIR





El dividendo seguirá apalancando el retorno del accionista:

El retorno por dividendos siempre ha sido uno de los mayores atractivos de GEB para los inversionistas. Este hecho ha sido opacado recientemente por las elevadas tasas de interés que ofrecen activos en renta fija, y ha llevado a que varios inversionistas decidan moverse a este tipo de activos. No obstante, creemos que esto podría cambiar el próximo año a medida que inicie la reducción en las tasas de interés y se anuncie el dividendo (2023E = COP 203/acción) que sería impulsado por el buen desempeño operacional de la compañía y de sus filiales a lo largo de 2022.

Con un retorno por dividendo cercano al 10%, solo por esta vía, no es muy difícil que sumado a una leve valorización se alcance o supere la rentabilidad actual de un título de deuda, e incluso para el otro año ese spread volvería a ser nuevamente positivo.

Diversificación geográfica mitigaría riesgos por cambios regulatorios en Colombia:

Las operaciones de GEB cuentan con una diversificación por compañía, línea de negocio y geográfica que permite soportar los riesgos que se derivan de cambios regulatorios o de condiciones macroeconómicas adversas. Los negocios fuera de Colombia aportarían en 2023 el 25% del EBITDA y en general ninguna línea de negocio pesa más del 30%



Fuente: GEB | Estimaciones: Davivienda Corredores



COMPARTIR

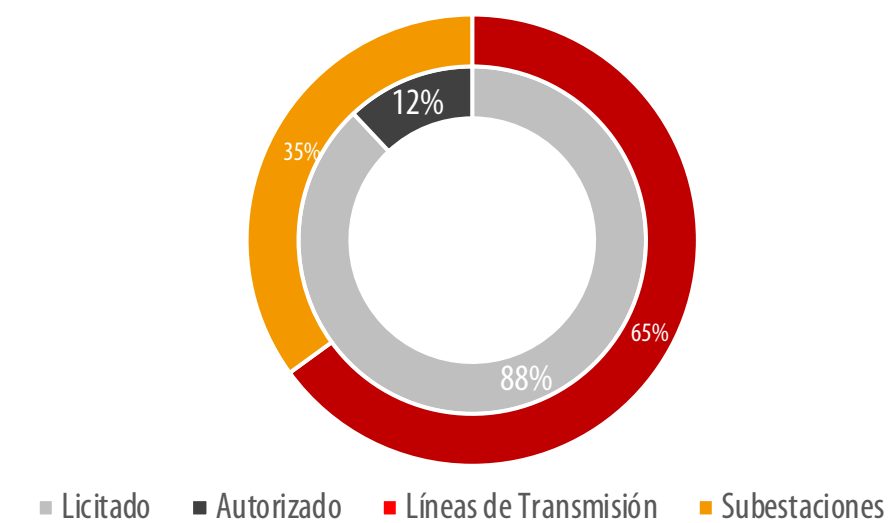
- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️



Nuevas adquisiciones abren la puerta a Brasil: Este año, GEB a través de las sociedades brasileñas Argo Energia y Gebbras, adquirió cinco concesiones de transmisión. Esta compra le sumará a la compañía 2,416 km de líneas de transmisión, 20 subestaciones, e ingresos anuales por BRL 706 millones (USD 133.2 millones). Consideramos que esta es una oportunidad interesante para consolidarse en un mercado en expansión, ya que en el corto plazo, GEB se posicionaría como uno de los transmisores privados líderes del mercado en la región nordeste de Brasil, a través de Argo. No obstante, resaltamos que la transacción se llevó a cabo a un múltiplo EV/EBITDA que luce alto en la actual coyuntura de tasas de interés (11.4x) y que esta inversión solo empezará a generar valor a los accionistas una vez las tasas de interés regresen a su nivel de largo plazo o se capturen sinergias con otros proyectos.

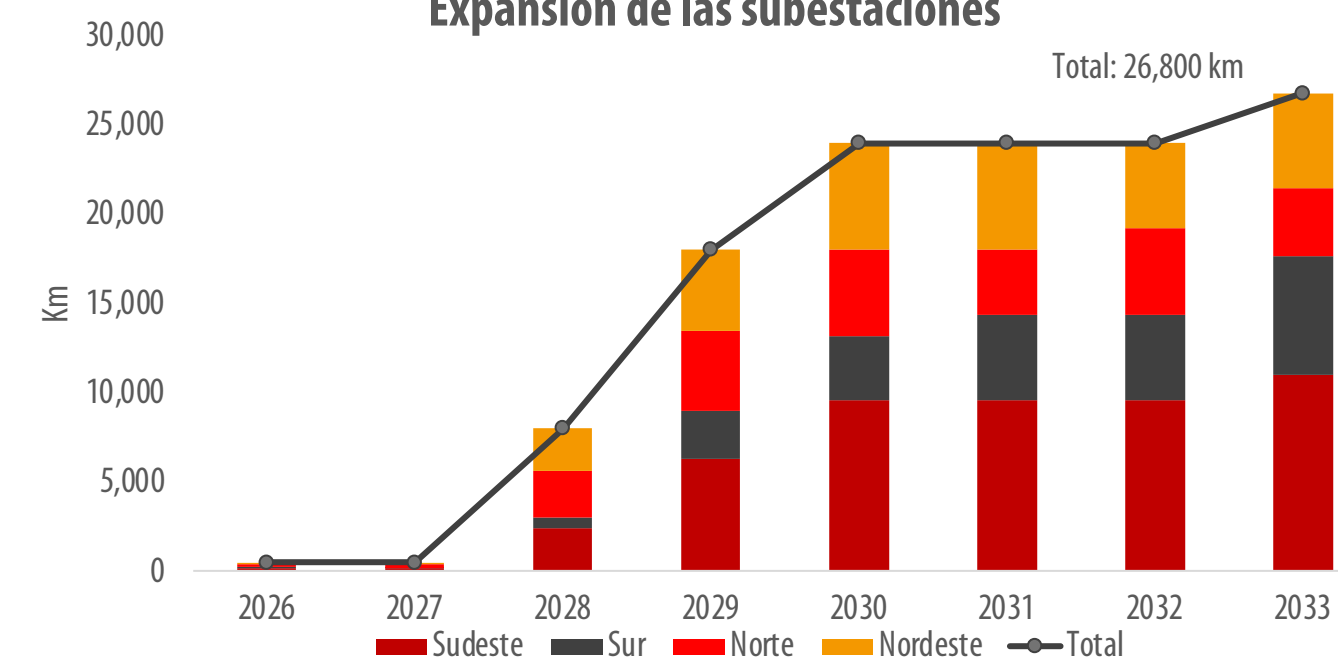
Resaltamos que entre 2023 y 2029, el Ministerio de Minas de Brasil, en su Programa de Ampliación de Transmisión, en la última actualización a junio del 2022, estima una inversión de BRL 103.4 billones para este sector, de los cuales el 63% será subastado entre 2022 y 2023.

Inversiones totales en Transmisión



Fuente: Ministerio de Minas y Energía de Brasil

Expansión de las subestaciones



Fuente: Ministerio de Minas y Energía de Brasil

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷

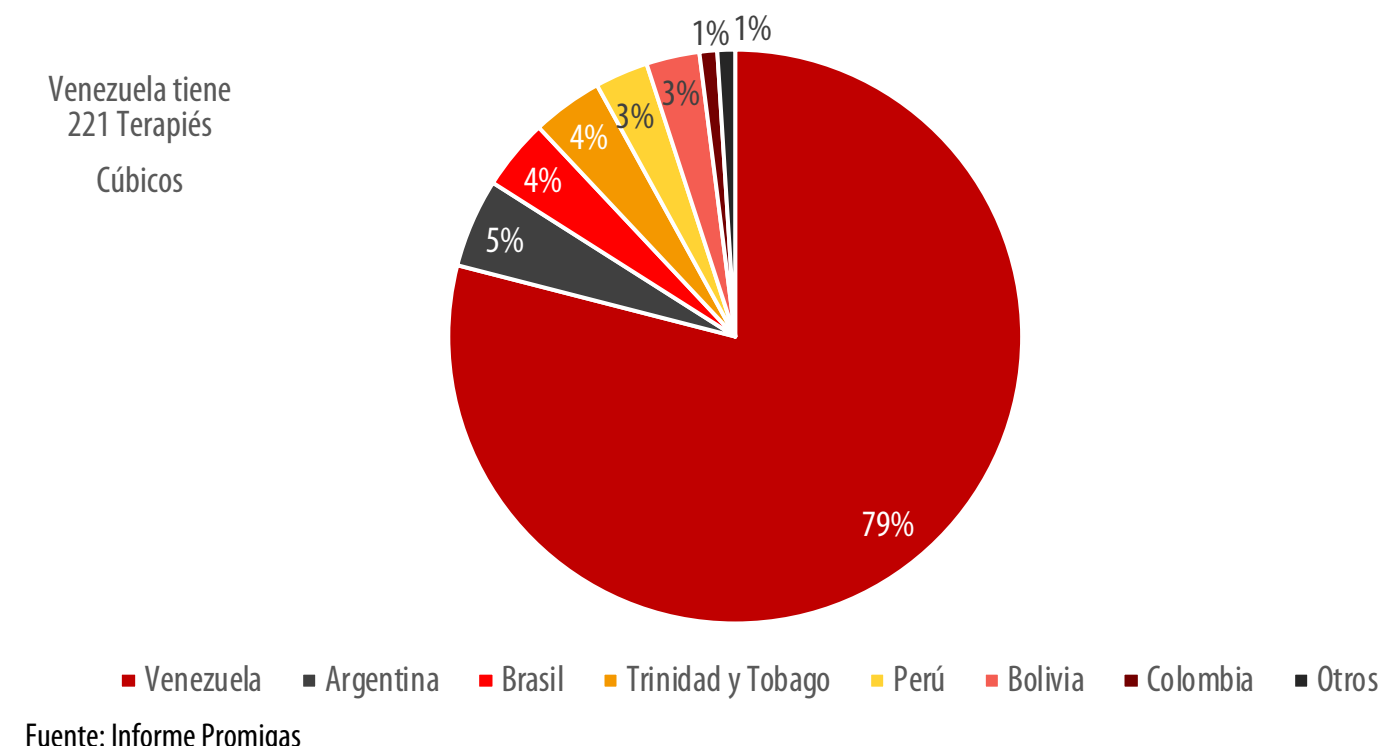




TGI posicionado geográficamente para importación de gas desde Venezuela:

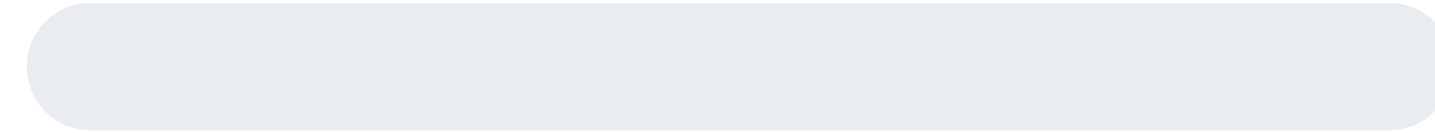
El gasoducto transcaribeño Antonio Ricaurte (224 km) inaugurado en el año 2007, que va desde Riohacha (en La Guajira) hasta el estado de Zulia (en el occidente de Venezuela), sirvió para que durante siete años Colombia le entregara gas a Venezuela con el compromiso de que sería devuelto posteriormente, lo cual no sucedió, principalmente por el deterioro de las relaciones diplomáticas entre los dos países. Con el restablecimiento de las relaciones diplomáticas y comerciales entre Colombia y Venezuela en 2022, nuevamente se abre la posibilidad de importar gas de este país. Y si bien, no es un hecho que esto suceda, ni sabemos con certeza en cuanto tiempo podría darse, de materializarse, se generaría un efecto positivo en la operación de TGI cuyo gasoducto que arranca desde Ballenas se conecta con el proveniente de Venezuela. Recientemente, la empresa estatal de Petróleos de Venezuela (PDVSA) manifestó la intención de reactivar el gasoducto operado por TGI, en principio con una cantidad estimada de 307 mmpcd (vs 500mmocd de capacidad).

Reservas probadas de gas en Latinoamérica a 2020



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️



RIESGOS

Ajustes en la regulación pueden impactar los márgenes: Sin duda el riesgo regulatorio es el más importante, particularmente en Colombia. La remuneración de TGI se empezará a impactar por un menor WACC y el cambio de moneda de la remuneración de dólares a pesos. El efecto, se vería principalmente en los resultados de 2023, puesto que los costos de cobertura, para mitigar la exposición al dólar en sus pasivos, se estiman en USD 50 mm de dólares anuales, el ~39% de la utilidad, donde si bien TGI solicitó a la CREG reconocer los gastos asociados a las operaciones de cobertura, esto hasta la fecha no se ha definido.

Adicionalmente, con la elevada inflación donde el sector de energía eléctrica se ha vuelto protagonista, ya se conocieron negociaciones entre el gobierno y los agentes del sector, para que en el corto plazo se realicen ajustes en la tarifa, los cuales impactarían directamente el flujo de caja operacional de las compañías del sector, donde habrá que monitorear principalmente las mayores necesidades de capital de trabajo. Resaltamos que los ajustes serán voluntarios y

negociados de forma particular en cada zona del país. Vale la pena destacar que estas compañías representan actualmente el 60% del valor de GEB.

Riesgos relacionados con temas sociales pueden retrasar los proyectos de transmisión: Hoy, GEB tiene siete proyectos de transmisión en curso, sin embargo, casi en todos se ha retrasado la fecha de entrada en operación por temas externos de la compañía.

Un ejemplo de esto es el proyecto de Colectora el cual debía ser entregado en noviembre de 2022, sin embargo, presenta demoras por las consultas previas con las comunidades. La compañía se ha tomado más de dos años para llegar a acuerdos con 201 de las 224 comunidades en La Guajira y Cesar, por lo que ahora la fecha de puesta en operación se estima para agosto de 2025. Además, de los 7 proyectos en curso, 4 ya han ampliado su fecha de puesta en marcha, a en promedio 13 meses. Todo esto sumado a la mayor participación que busca darle el nuevo gobierno a las comunidades podría generar algunos retrasos y sobrecostos en los proyectos.



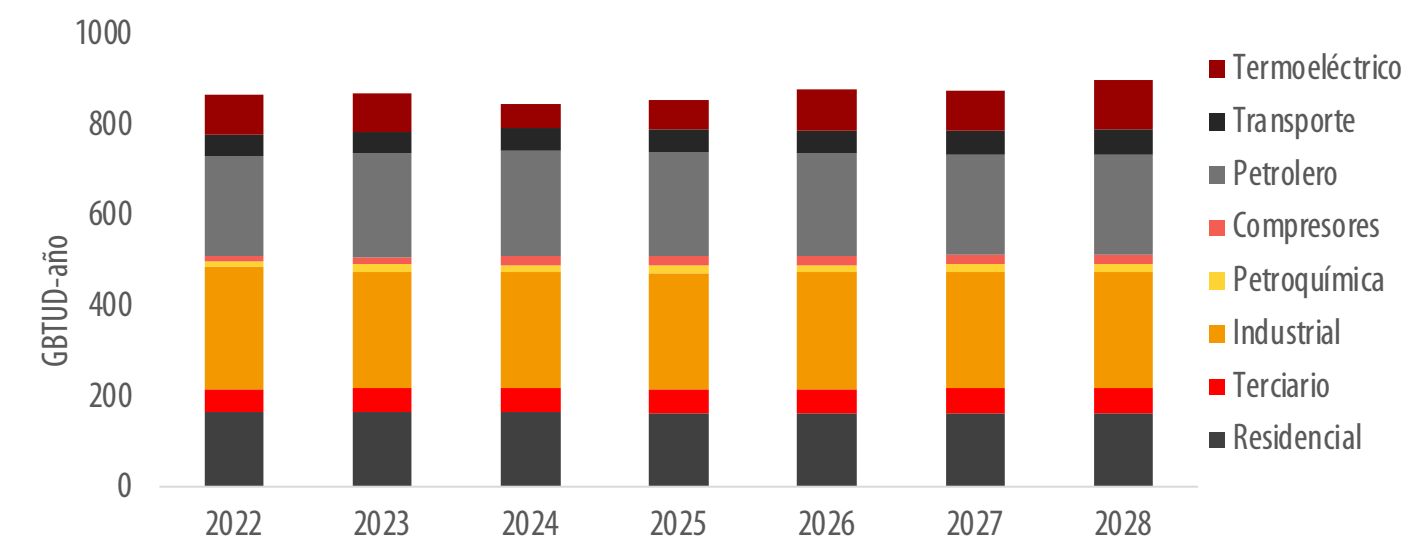
COMPARTIR





Riesgo de suministro en TGI: Reconocemos que aún se mantiene el riesgo de contratación y de extensión de contratos, el cual ya se evidenció en los ingresos de 2021 con la expiración de contratos para Ballena-Barrancabermeja. Actualmente, la vida remanente de los contratos en firme de TGI tiene un promedio de 6 años, destacando que de 2024 a 2025 el volumen de contratación disminuye 200 mpcd (-50%). En línea con esto, nuestro ejercicio de valoración considera un escenario conservador en cuanto a los volúmenes transportados, los cuales no estimamos que incrementen más del 1% anual, sin embargo, sí consideramos las eficiencias en costos y gastos que ha venido realizando la compañía y que esperamos se mantengan en los años siguientes. Por tanto, proyectamos que el EBITDA para 2022 se encuentre dentro del rango estimado de la compañía (USD 311-335 millones), y mantenga un incremento para 2023 del 7%, pero que presente una disminución de 3.9% en 2025 una vez se venzan los contratos mencionados.

Proyección de la demanda de Gas natural por sector

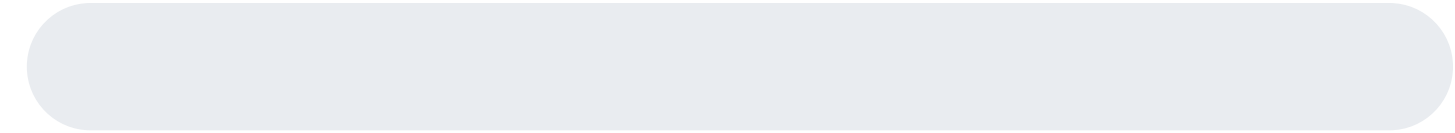
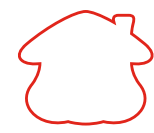


Fuente: UPME



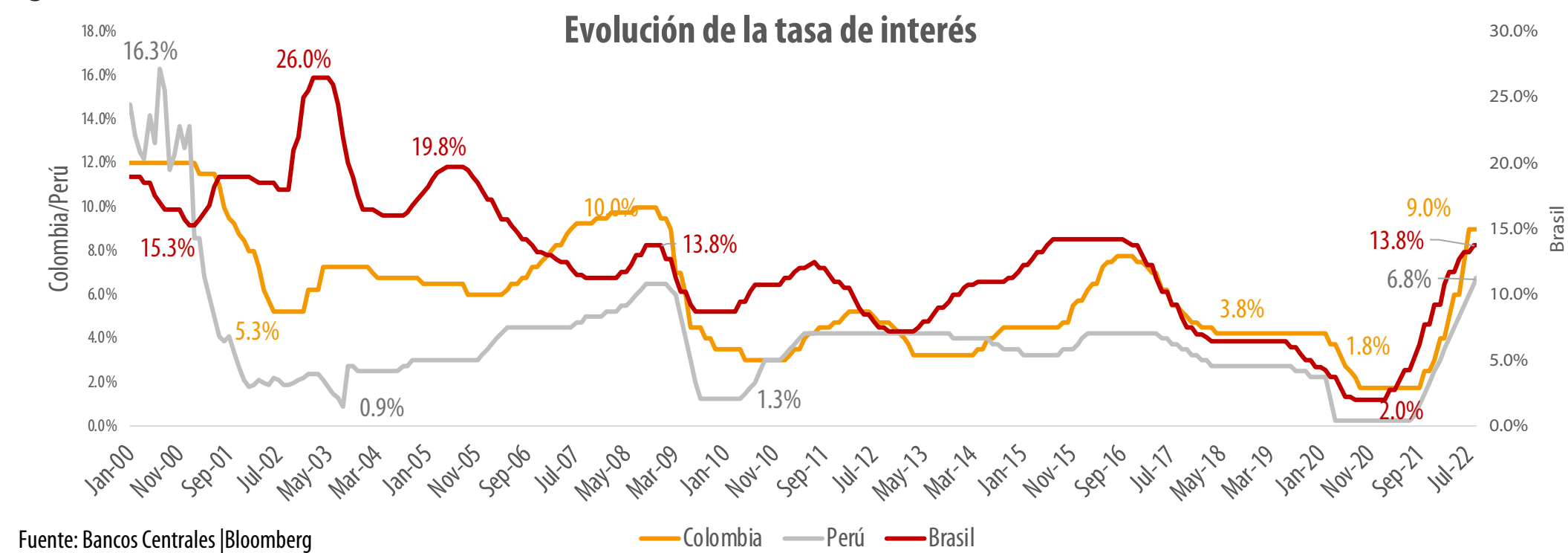
COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗨️



Rentabilidad de los proyectos en un entorno de altas tasas de interés: En 2022, la inflación en varios países ha llegado a máximos históricos lo cual ha llevado a que los bancos centrales endurezcan su política monetaria. En Colombia, en lo corrido del año la tasa de interés se ha incrementado 600 pbs, mientras que en Perú y Brasil, ha aumentado en promedio 350 pbs. Es importante mencionar el agresivo plan de CAPEX de GEB, el cual pasó de USD 1.2 mil millones a cierre de 2021 a USD 1.7 mil millones, concentrados principalmente en el segmento de transmisión de energía en Colombia y distribución de gas natural en Perú.

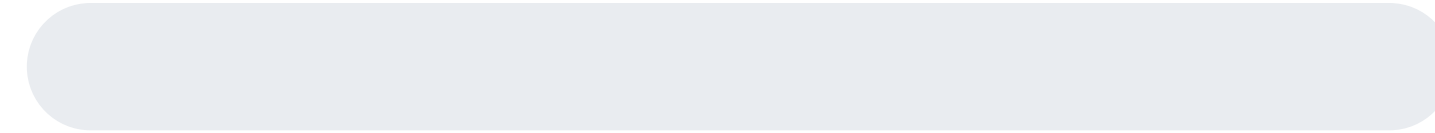
Adicionalmente, como se mencionó antes, la compañía tiene oportunidades de crecimiento importantes en Brasil. Por tanto, el incremento de las tasas de interés y primas de riesgo, se traduce en un elevado costo de capital para los proyectos que la compañía esté ejecutando o los que licite lo que supone un reto adicional, exigiendo retornos mayores a los proyectos e impulsando la búsqueda de mayores eficiencias en la compañía.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️





VALORACIÓN

Metodología. Para estimar el valor de la acción de la compañía utilizamos suma de partes incorporando el método de flujo de caja libre (FCL) para valorar los negocios más representativos de GEB. Con todos los supuestos y nuevos proyectos asignados, nuestro múltiplo de valoración llega a un 8.3x EV/EBITDA 2023, ligeramente por encima de la mediana de comparables (8.1x EV/EBITDA 2023).

Suma de Partes. El valor justo 2023FA obtenido es COP 3,100/acción, brindando un potencial de valorización del 62%. Los parámetros usados son: Beta (u) de 0.55x para las compañías de energía y de 0.83x para las empresas de distribución de gas. Adicionalmente, el actual entorno en términos de tasas de interés y primas de riesgo resultó en un aumento de las tasas de descuento frente a nuestro ejercicio de valoración anterior. Con esto utilizamos un WACC promedio de 11.3% para las unidades de TGI, Cálidda, Dunas, Transmisión y Gebbras, dejando con un WACC de 10.4% a Enel Colombia.

| Empresa | País | WACC 2022 | WACC 2023 |
|-----------------------|--------------------------|-------------|--------------|
| TGI | Colombia | 8.4% | 10.9% |
| Cálidda | Perú | 8.4% | 11.1% |
| GEB Transmisión | Colombia | 8.4% | 9.0% |
| Dunas | Perú | 8.4% | 9.2% |
| Gebbras | Brasil | - | 13.1% |
| Principales Filiales | | | |
| Enel Colombia | Colombia y Centroamérica | 8.9% | 10.4% |
| Argo | Brasil | - | 13.1% |
| CTM | Perú | 6.6% | 8.8% |
| REP | Perú | 6.2% | 9.7% |
| WACC Ponderado | | 7.1% | 10.5% |



COMPARTIR

- Like
- Email
- Twitter
- Facebook
- WhatsApp



Resumen de la valoración

| Vehículos | Metodología | Valor del Equity (COP) | Participación | Peso | EV/EBITDA |
|----------------------|-------------|------------------------|---------------|-------|-----------|
| TGI | DCF | 8,364 | 100.0% | 9.6% | 5.5x |
| Cálidda | DCF | 5,845 | 60.0% | 6.7% | 5.7x |
| GEB Transmisión | DCF | 5,584 | 100.0% | 6.4% | 10.4x |
| Dunas | DCF | 1,435 | 99.7% | 1.6% | 8.1x |
| Gebbras | VL | 161 | 100.0% | 0.2% | |
| Contugas | VL | 214 | 100.0% | 0.2% | |
| Principales Filiales | | | | | |
| Enel Colombia | DCF | 45,657 | 42.5% | 52.4% | 7.2x |
| Vanti | VL | 581 | 25.0% | 0.7% | |
| Trecca | VL | 987 | 1.1% | 1.1% | |
| EMSA | VL | 306 | 16.2% | 0.4% | |
| Promigas | DCF | 11,008 | 15.2% | 12.6% | |
| Argo | DCF | 2,679 | 50.0% | 3.1% | |
| CTM | DCF | 2,580 | 40.0% | 3.0% | 11.6x |
| REP | DCF | 1,693 | 40.0% | 1.9% | 7.1x |
| Deuda Holding | | (8,321) | | | |
| Valor Justo | | 3,100 | | | |

COMPARTIR

