

## Grupo Energía Bogotá

# El respaldo energético que el país necesita

Valor Justo:  
**COP 3,400**  
 Comprar

Potencial: 112.3% Riesgo: Alto Cierre: 1,604

### INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN

Capitalización bursátil (COP bn)	14.7
Dividendo anual 2024E (COP)	241
Retorno por dividendo:	15.02%
% MSCI COLCAP	1.7%
# Acciones	9,181 mm
P/VL actual	0.80x
P/U actual	4.80x

Esperamos que para 2024 la compañía mantenga el sólido crecimiento en sus resultados, lo cual le permitirá capturar las oportunidades que le abre la transición energética en la región, participando a través del segmento de energía y gas. Uno de sus principales aliados en este proceso sería Enel Colombia, el cual aportaría a la estabilidad del flujo de caja de la compañía que, sumado al desempeño de sus negocios, permitiría que la distribución de utilidades se mantenga alta.

A pesar de los riesgos a los que se enfrenta la compañía, principalmente regulatorios en Colombia y de contratación en TGI, el grupo ha logrado continuar con su crecimiento a través de las inversiones en CAPEX, lo que se traduce en indicadores de rentabilidad sólidos.

## > ¿POR QUÉ COMPRAR?

Un sólido y diversificado portafolio por segmentos, en un sector regulado de gas y energía, le permite a la compañía generar altos flujos de caja, representados en una probada trayectoria de alto retorno por dividendos. Además, la desvalorización que se ha dado en la acción recientemente representa una oportunidad interesante en un sector con gran potencial de crecimiento.

### Autores

Ana María Guasca  
 Analista Acciones  
 amguasca@corredores.com

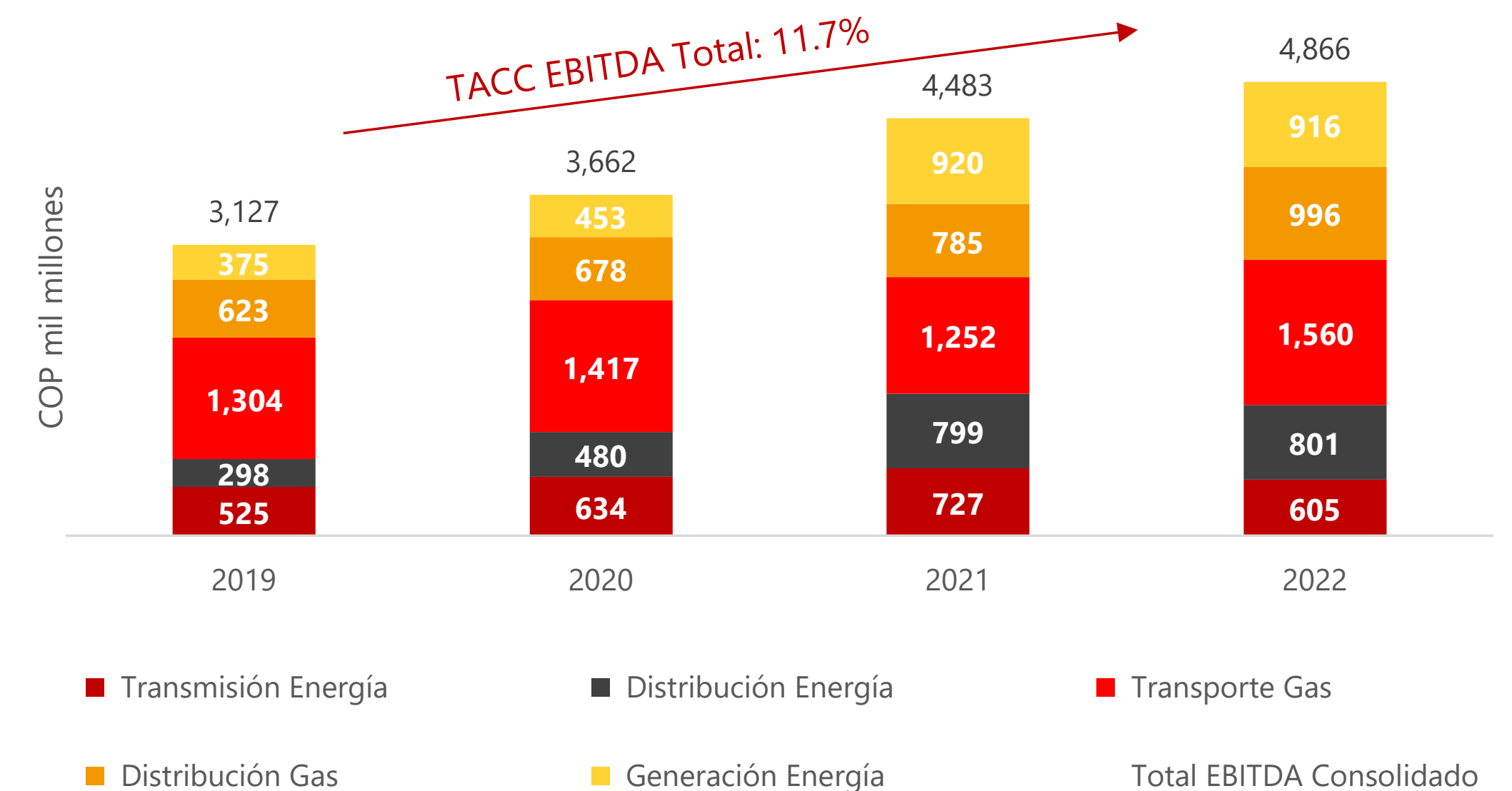
Katherine Ortiz  
 Líder Renta Variable  
 kortiz@corredores.com

# > TESIS DE INVERSIÓN

**Negocios rentables en diferentes geografías:** Un aspecto a destacar de la compañía es su portafolio diversificado, tanto por línea de negocio como por geografía, generando indicadores de rentabilidad con crecimiento sostenido, y posicionándola como líder en el sector energético en Latinoamérica. Así, en promedio en los últimos años, el margen EBITDA de los negocios consolidados por GEB se ubica en 46.7%, y el ROE ha mantenido una tendencia creciente al pasar de 12.3% en 2016 a 14.9% estimado para el cierre de 2024.

Por otro lado, esperamos que a futuro este comportamiento se mantenga, permitiendo un crecimiento en su dividendo de largo plazo de ~5.5% anual y perfilándose como una de las alternativas de inversión más atractivas por su estabilidad en la generación de flujos de caja.

**Crecimiento del EBITDA por segmento**



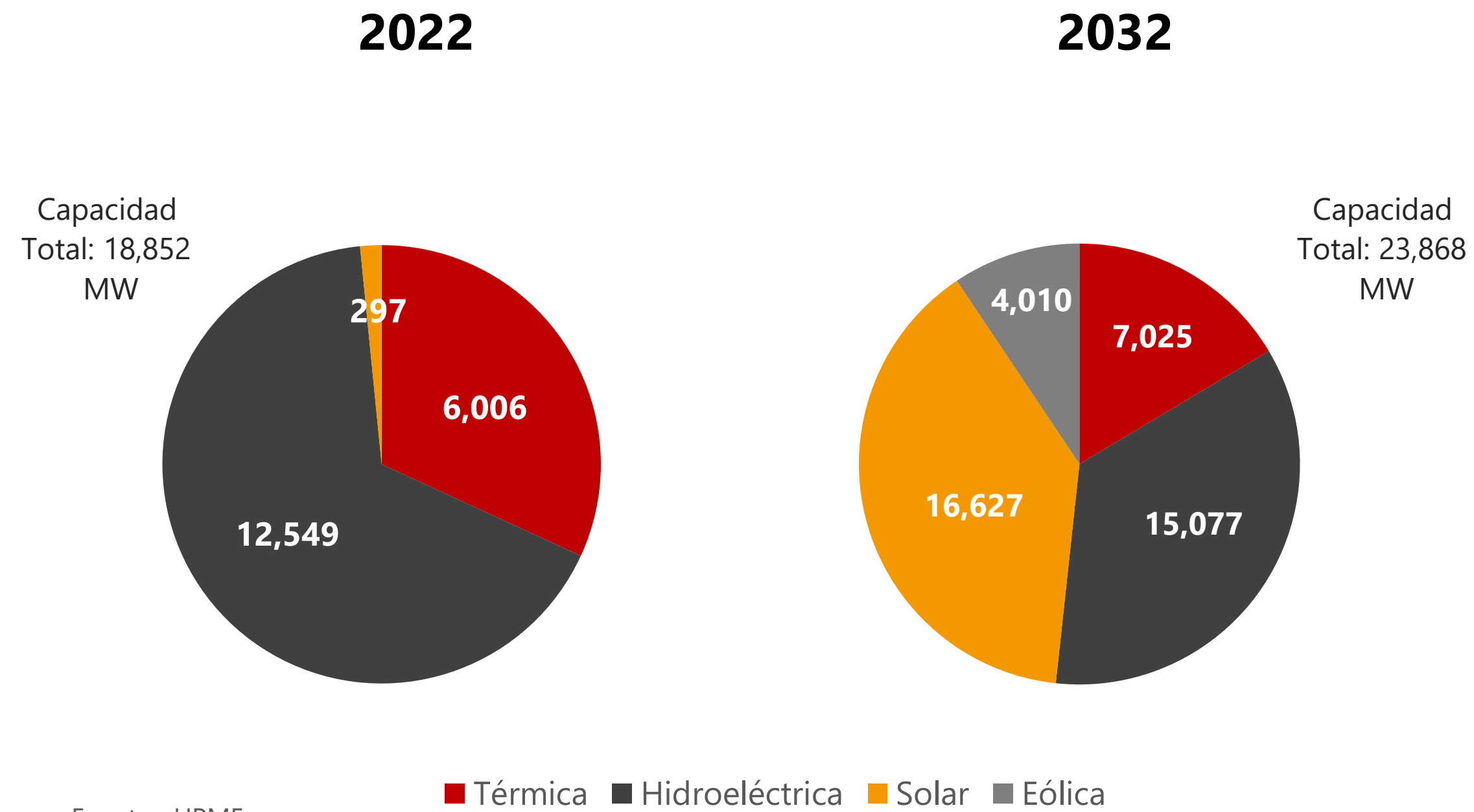
Fuente: GEB

# > TESIS DE INVERSIÓN

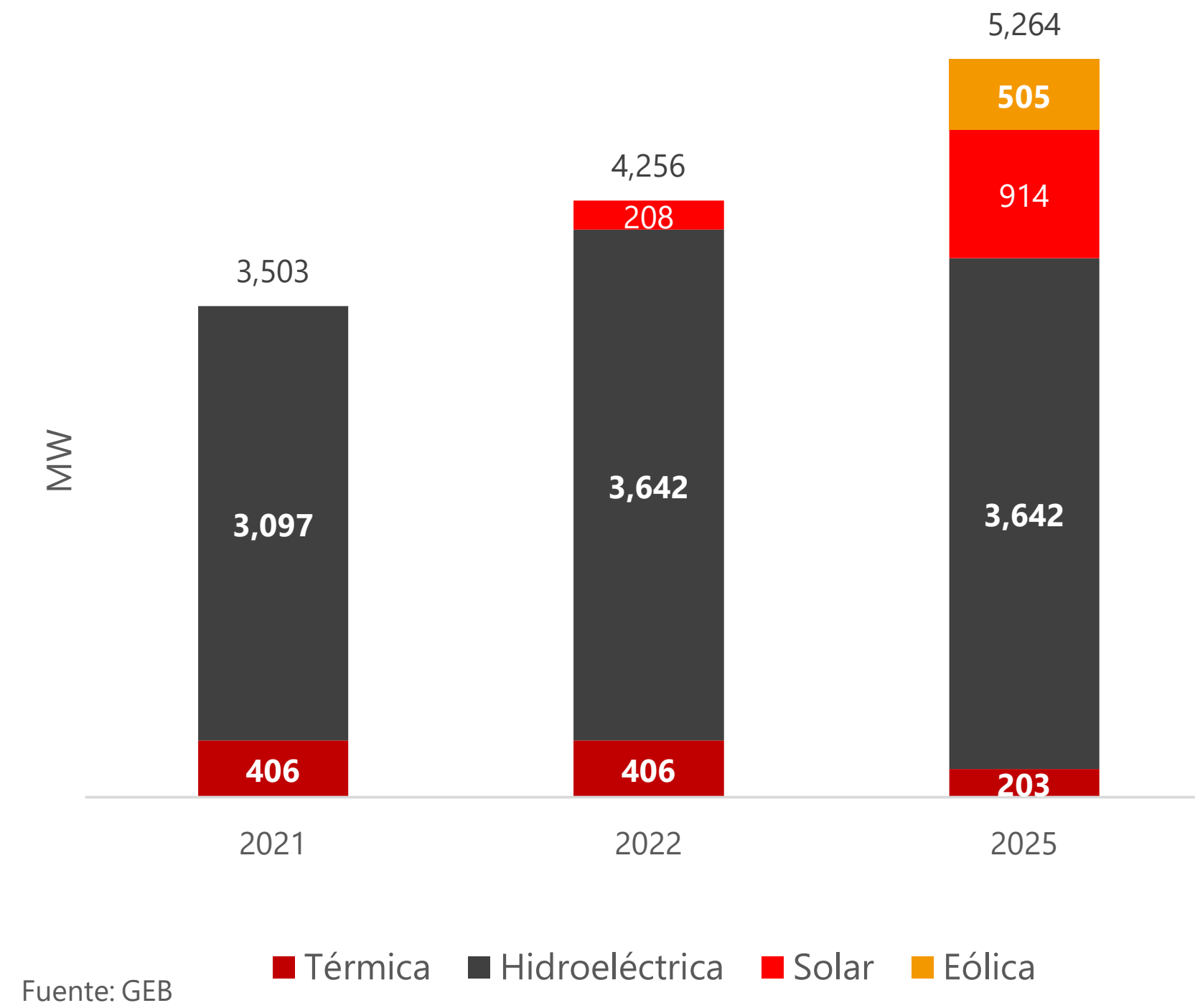
**Transición energética abriría oportunidades a Enel Colombia:** La transición energética está en el radar de los gobiernos en los países donde opera la compañía, y el segmento de generación de energía juega un papel relevante. En su hoja de ruta para transición energética, el gobierno colombiano espera que la electricidad alcance entre 40% y 70% del consumo final de energía en 2050. Por su parte, en Centroamérica se estima que la generación de electricidad a partir de fuentes de energía renovable alcance una participación del 97% en 2050, principalmente por mayor capacidad en energía solar e hidroeléctrica, lo que implicaría una fuerte inversión de recursos en los próximos años.

Enel está aprovechando estas oportunidades y cuenta con proyectos que equivalen a invertir alrededor de COP 6 billones a 2025, por lo que su capacidad instalada pasaría de 4,256 MW a 5,467 MW, centrándose en proyectos principalmente de energía eólica y solar. Con esto, el segmento de generación pasaría a pesar 41% del EBITDA de Enel Colombia. Lo anterior, continuaría soportando su buen desempeño operacional, impulsando la generación de caja para GEB vía dividendos e impulsando la utilidad del grupo vía método de participación, en donde se espera que Enel tenga un crecimiento en utilidades del 14% a cierre de 2023.

### Capacidad instalada actual y futura en Colombia a 2032 (MW)



### Capacidad instalada proyectada de Enel





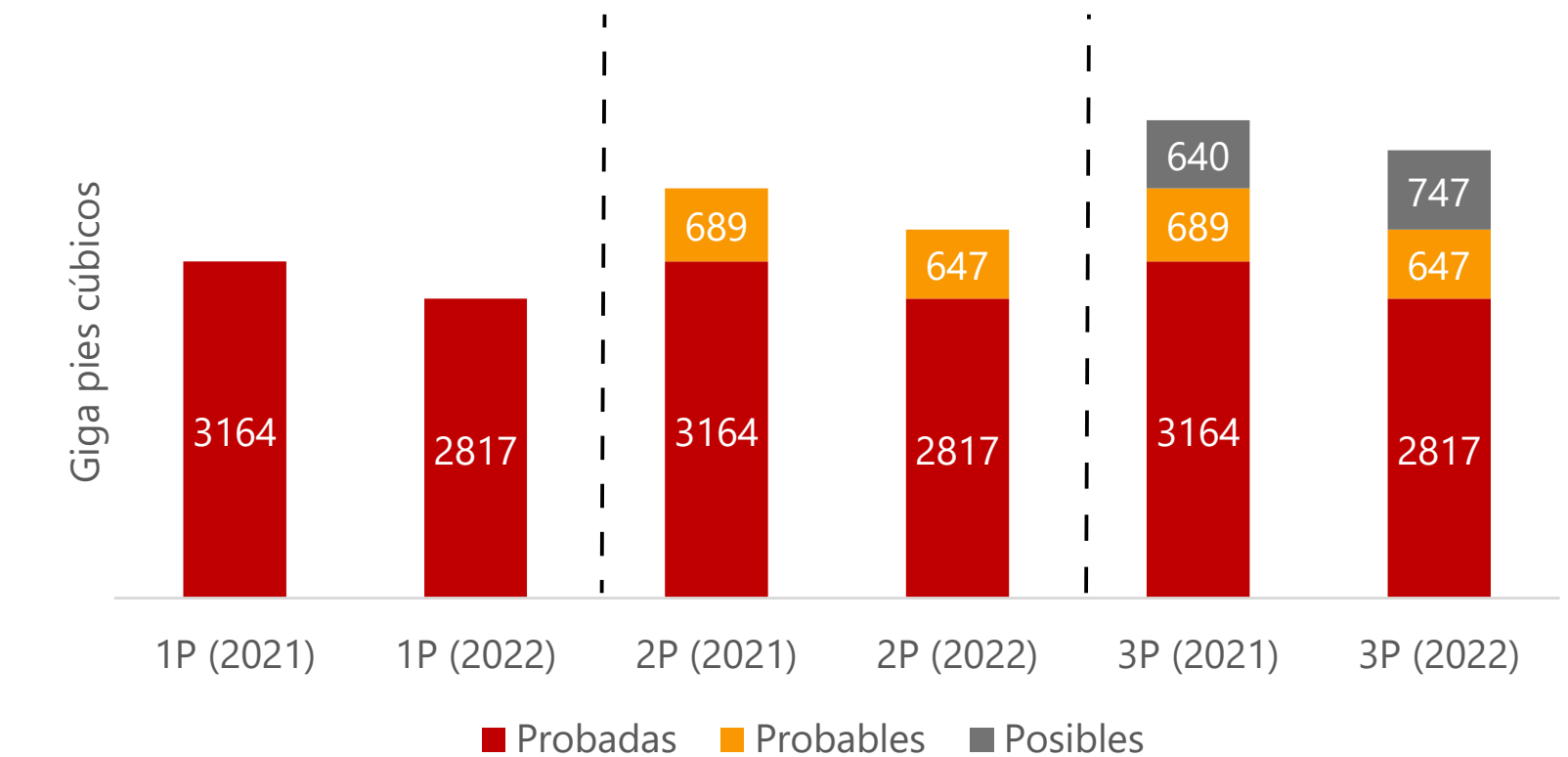
# > TESIS DE INVERSIÓN

**Segmento de transporte de gas natural cuenta con potencial de crecimiento en Colombia:** Si bien en Colombia la vida de las reservas de gas ha venido disminuyendo hasta 7.2 años, se han conocido buenas noticias respecto al amplio potencial gasífero del país. Es así como los recursos contingentes han venido aumentando, acumulando un potencial de 5,807Gpc de gas. Sobresale el aumento en los recursos contingentes 2C que pasaron de 2021 a 2022 de 1,081 Gpc a 4,222 Gpc, gracias a los recientes descubrimientos de gas del offshore, que representan el 68% de los recursos contingentes 2C.

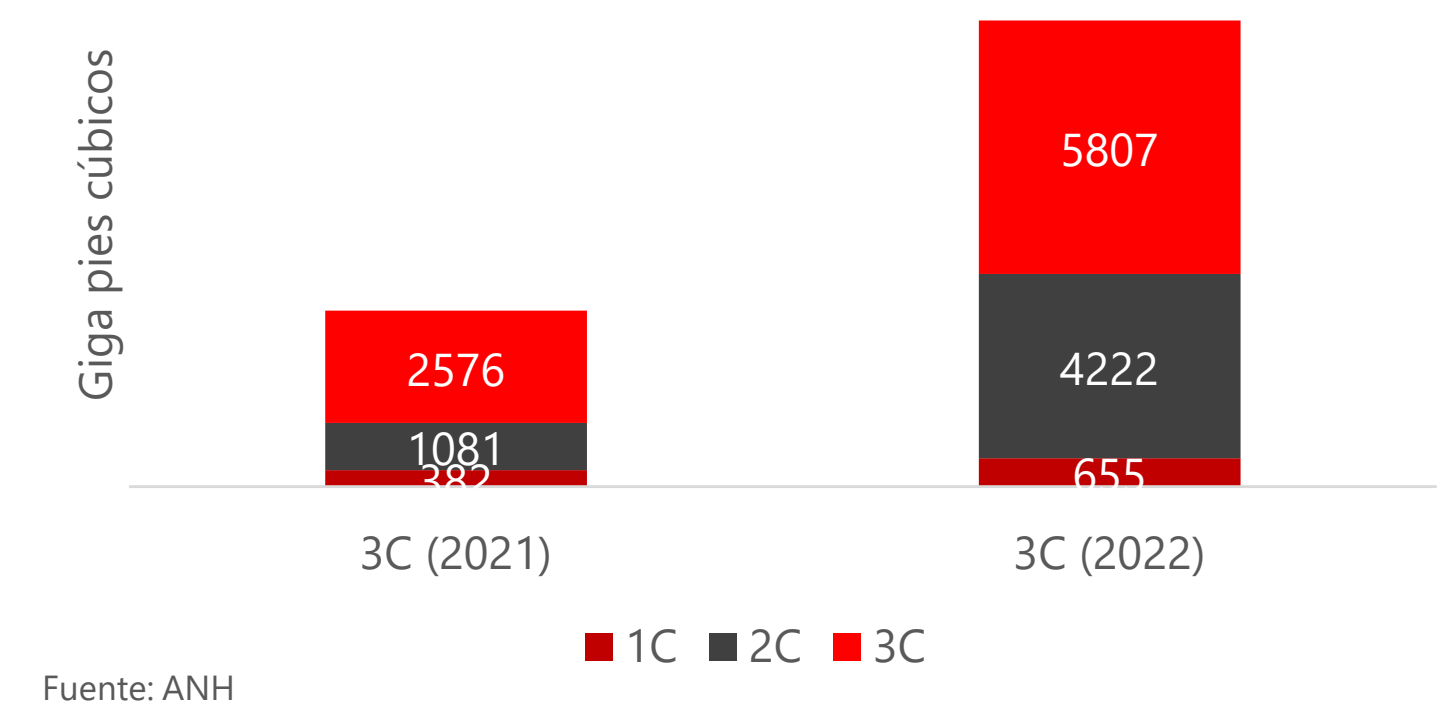
En este sentido, y según Ecopetrol, estos recursos se podrían empezar a incluir a partir de 2028, por lo que el tiempo para que pase a ser 1P es un factor relevante a monitorear.

Teniendo en cuenta que TGI es la principal transportadora de gas del país, con una participación del mercado del 50%, y que sus redes son las que conectan con el centro del país, de materializarse parte de estos recursos en reservas y producción, podría alargarse la vida de sus contratos. Finalmente, si bien no se han dado avances sustanciales sobre cuándo iniciarían las importaciones de gas natural desde Venezuela, este proyecto aún no se descarta y tendría un efecto positivo en la operación de TGI cuyo gasoducto que arranca desde Ballenas se conectaría con el proveniente de Venezuela.

**Comparativo de reservas de gas 2021 vs 2022**



**Recursos contingentes de gas**



**Cambios regulatorios y políticas de estado generan incertidumbre:** Con la llegada del nuevo gobierno avanzan diversos cambios regulatorios para el sector de energía. Destacan los siguientes puntos como los centrales:

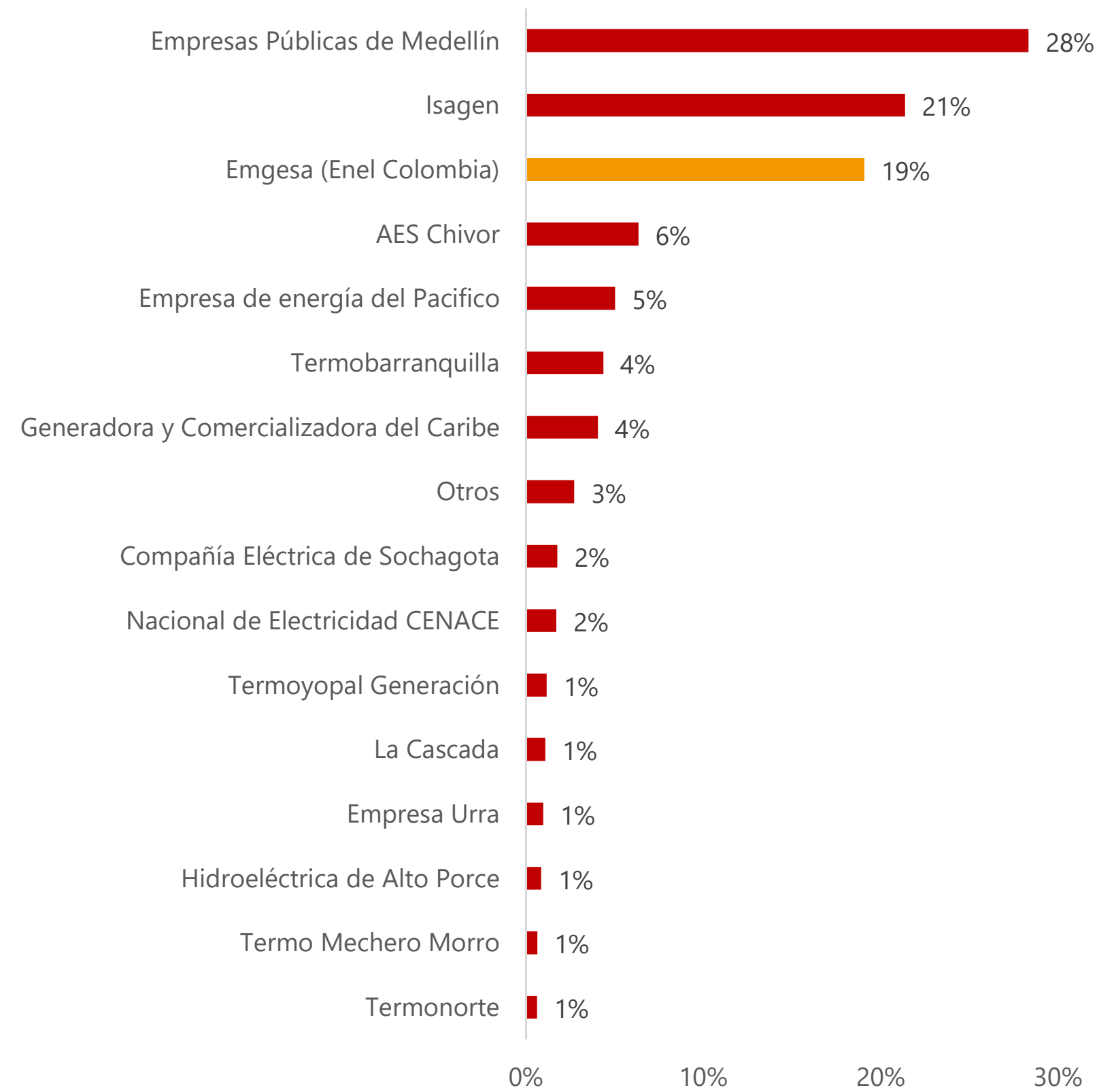
- 1) La revisión de los indexadores que se utilizan en las fórmulas tarifarias de energía eléctrica.
- 2) La aprobación de nuevas metodologías para la remuneración de las actividades de transmisión y comercialización de energía.
- 3) La definición de las bases para la nueva metodología tarifaria de distribución de energía eléctrica.
- 4) Lineamientos para promover la eficiencia y la competitividad del servicio de energía dónde se busca mitigar el poder de mercado de los agentes generadores. Lo anterior, tiene una gran incidencia en Enel Colombia, ya que se configura como la tercera generadora con mayor cuota de mercado en Colombia (19.6%).
- 5) Reforma a la ley de servicios públicos domiciliarios.
- 6) Política de autogeneración y la creación de comunidades energéticas.

Sin duda la agenda es amplia y toca todos los segmentos del negocio en los que participa GEB; por lo que la exposición a riesgos regulatorios es lo más relevante a monitorear en 2024. Destacamos, que uno de los segmentos que mayor afectación podría tener es el de generación, en el cual participa ENEL y que, actualmente, representa cerca del 20% del EBITDA de GEB.

Finalmente, será determinante el manejo que se dé a los proyectos en relación con las exigencias de las comunidades, puesto que de seguir los bloqueos podría rezagarse la entrada en operación de los proyectos. Asimismo, la creación de comunidades energéticas, impulsada por el actual gobierno, puede desincentivar la construcción de nuevas líneas de transmisión para algunas zonas, lo cual le implica el reto a la compañía de ajustarse a estos cambios.

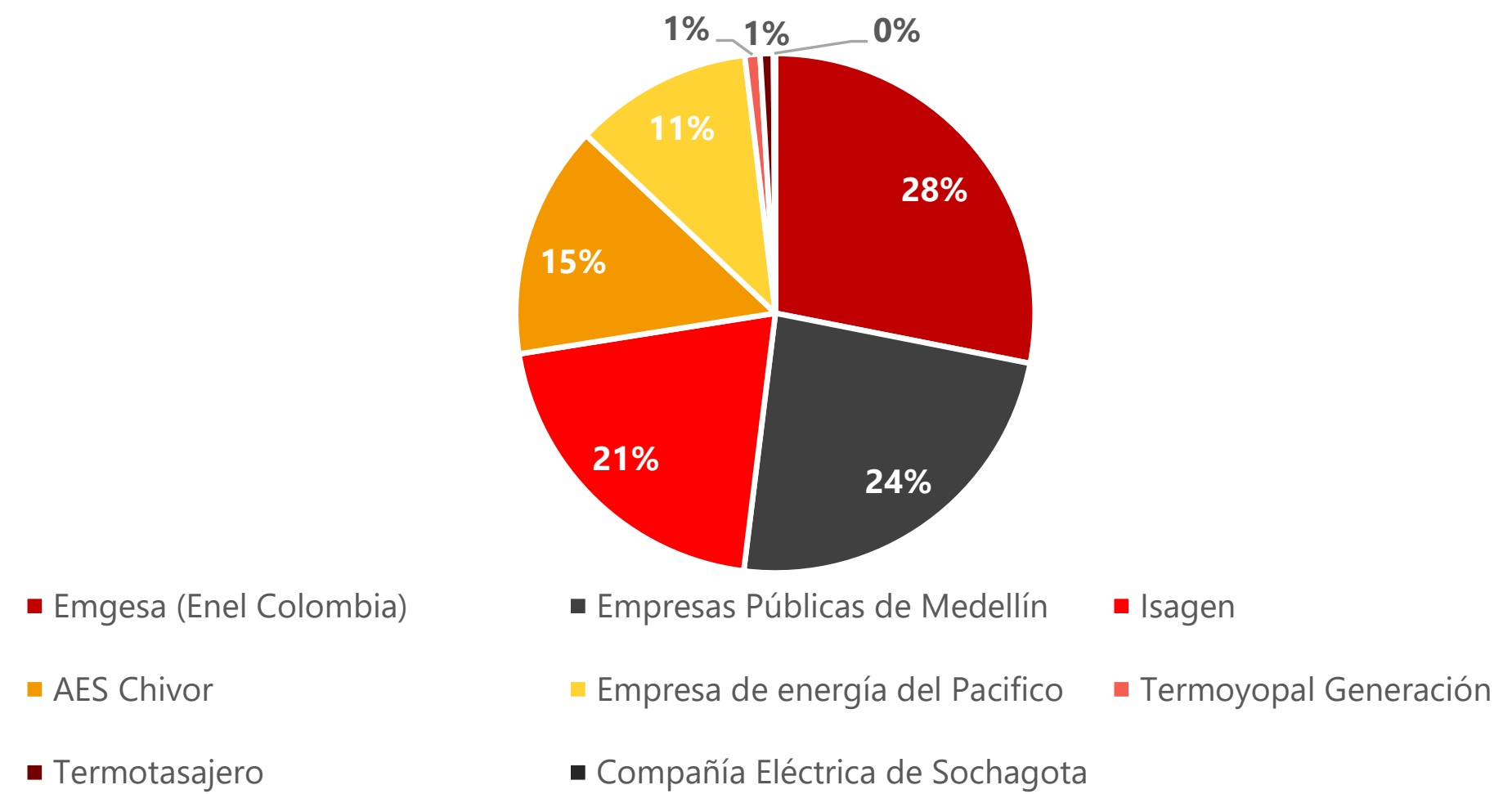
# > R I E S G O S

## Cuota de mercado: Generación Real



Fuente: Unidad de Monitoreo para Mercados de Energía y Gas Natural

## Porcentaje de fijación de precios Spot



Fuente: Unidad de Monitoreo para Mercados de Energía y Gas Natural | Mide el nivel de concentración en la fijación de precios del mercado spot de forma horaria



# > R I E S G O S

**Próximos proyectos de generación y transmisión mantienen desafíos de licencias y acuerdos con comunidades:** Actualmente, en Colombia, según la Asociación de Energías Renovables hay retraso en el 89% de las construcciones de proyectos de generación de energía a través de fuentes renovables que esperaban ser entregadas entre 2023 y 2024. En este sentido, 52 proyectos con capacidad de generación de 2,965 MW tienen problemas para ser entregados.

Una de las regiones con mayor potencial de generación a través de plantas eólicas es la Guajira, sin embargo, las exigencias de las comunidades en esta región han dificultado la construcción tanto de plantas de generación como líneas de transmisión. Uno de los proyectos que se ha visto afectado es el de Windpeshi de Enel Colombia, el cual fue suspendido luego de que las obras estuvieron detenidas cerca del 50% de las jornadas laborales durante 2021 y 2022, y en lo corrido de 2023 la cifra ascendió a un 60%.

Esto tiene un impacto en los resultados de la compañía ya que se habían invertido COP 7.1 mil millones en las consultas previas, además de las inversiones que ya había realizado para llevar a cabo el proyecto. Por otra parte, de no cumplir con la obligación de cargo por confiabilidad asignada a este proyecto, se podrían generar sanciones para Enel, que afectarían su flujo de caja.

Es relevante mencionar que en esta región Comunidades Wayuu, empresas del sector energético y el Gobierno firmaron un pacto por la Transición Energética Justa en La Guajira, en el cual se destaca que estas comunidades deben ser socias de los proyectos y recibir parte de las utilidades. A la fecha no es claro como esto podría materializarse.

En conclusión, de llegar a imponerse esta iniciativa u otras que afecten la generación de utilidades de las compañías y la entrada de operación de este tipo de proyectos, el nivel de inversiones se reduciría limitando el crecimiento de GEB en Colombia.

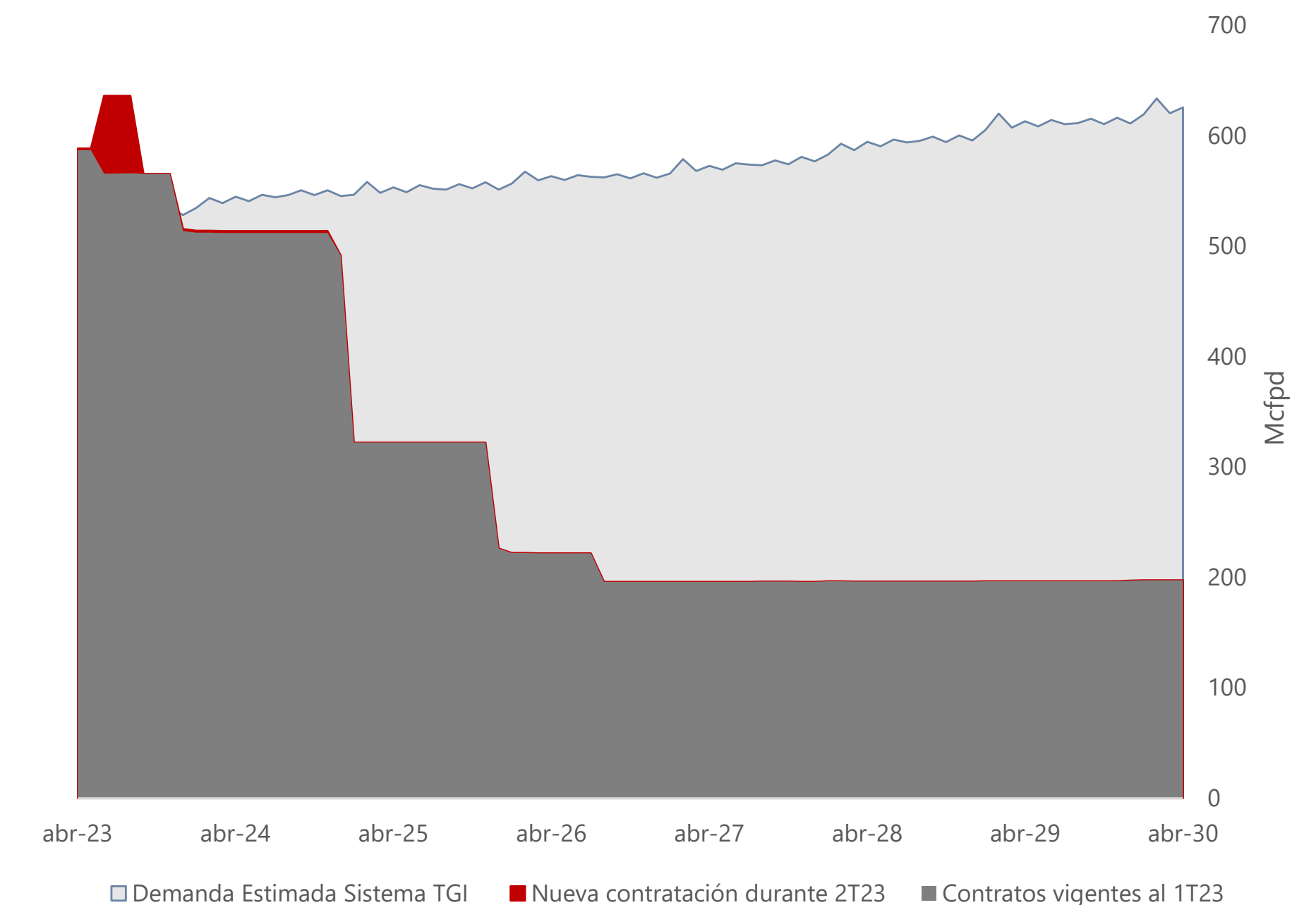


# > R I E S G O S

**TGI sigue expuesta al riesgo de contratación:** Para TGI aún se mantiene el riesgo de contratación y de extensión de contratos ya que, actualmente, la vida remanente de los contratos en firme es de ~3.7 años, en donde a mediados de 2024 el volumen de contratación disminuye alrededor de 300 Mcfpd desde los más de 600 Mcfpd. Así, proyectamos que el EBITDA para 2023 se mantenga por encima del rango estimado de la compañía (USD 291-298 millones), teniendo en cuenta el desempeño que se ha tenido en lo corrido del año; sin embargo, sí esperamos que disminuya 6.3% en 2025 una vez se venzan los contratos mencionados.

Por otra parte, una de las principales apuestas de TGI, que ayudaría a afrontar este riesgo es ganarse la adjudicación del proyecto de infraestructura de importación de GNL del Pacífico. El proyecto ha sido constantemente aplazado, la última decisión por parte de la Unidad de Planeación Minero Energética (Upme), fue declarar desierta la convocatoria, después de que se presentó solo una empresa. Por su parte, TGI ha manifestado que no participará en la convocatoria debido a que la forma como se está estructurando esta propuesta no es viable para la compañía. Por lo que GEB debe continuar buscando estrategias para ampliar la vida de sus contratos en Colombia.

**Volumen remanente de los contratos**



Fuente: TGI

## > 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 22% del mercado de Transmisión de Energía, 55% del mercado de Transporte de Gas Natural con 4,327 km de gasoductos. En Perú, tiene presencia en el negocio de distribución de energía eléctrica con Grupo Dunas mientras que con Cálidda 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	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Activos	34,809	46,745	45,144	46,136	46,777
Pasivos	19,129	25,467	25,407	25,346	24,804
Patrimonio	15,681	21,278	19,737	20,790	21,972
Pasivo/Activos	55.0%	54.5%	56.3%	54.9%	53.0%
Deuda Neta/EBITDA	3.0x	3.9x	3.3x	3.1x	2.7x
ROE	16.1%	13.4%	14.9%	14.9%	15.2%
ROA	7.3%	6.1%	6.5%	6.7%	7.1%
ROIC	5.3%	5.1%	4.6%	5.1%	5.8%

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ingresos operacionales	5,559	6,875	7,120	7,250	7,463
Costo de ventas	(3,168)	(3,913)	(4,098)	(4,209)	(4,305)
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>2,391</b>	<b>2,962</b>	<b>3,022</b>	<b>3,041</b>	<b>3,158</b>
Gastos administrativos	(595)	(849)	(774)	(733)	(891)
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>1,796</b>	<b>2,113</b>	<b>2,248</b>	<b>2,308</b>	<b>2,268</b>
<b>Utilidad Neta</b>	<b>2,526</b>	<b>2,853</b>	<b>2,949</b>	<b>3,102</b>	<b>3,333</b>
<b>EBITDA+Dividendos</b>	<b>4,483</b>	<b>4,866</b>	<b>4,996</b>	<b>5,279</b>	<b>5,301</b>
Margen Bruto	43.0%	43.1%	42.4%	41.9%	42.3%
Margen Neto	45.4%	41.5%	41.4%	42.8%	44.7%
Margen EBITDA+Dividendos	80.6%	70.8%	70.2%	72.8%	71.0%

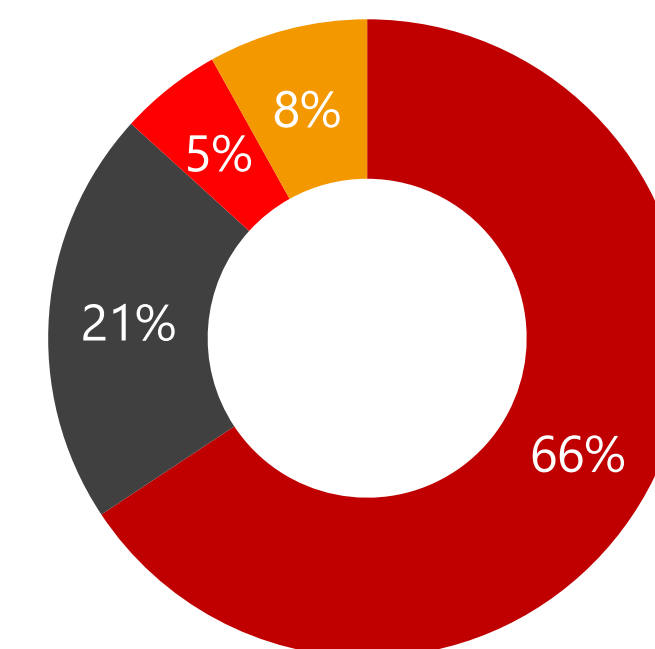
# > GEB

## Ficha técnica

Resumen					
COP mm	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Acciones en circulación (millones)	9,181	9,181	9,181	9,181	9,181
Cap. Bursátil (COP mil millones)	22,953	15,452	14,727	14,727	14,727
Precio (COP/acción)	2,500	1,683	1,604	1,604	1,604
VL (COP/acción)	1,646	2,233	2,082	2,179	2,288
UPA (COP/ acción)	275	311	321	338	363
Total Deuda	15,186	20,451	17,651	18,142	17,430
Deuda Neta	13,494	18,973	16,296	16,305	14,408
EV	37,018	35,200	31,646	31,817	30,096
EV/EBITDA	8.3x	7.3x	6.3x	6.0x	5.7x
P/VL	1.5x	0.8x	0.8x	0.7x	0.7x
P/U	9.1x	5.4x	5.0x	4.7x	4.4x
Retorno por dividendos	7.1%	11.4%	13.6%	15.0%	15.8%
Dividendo por acción	178	192	218	241	253

\*Precio cierre del 22 de septiembre para 2023e, 2024e y 2025e

### Composición accionistas



■ Distrito Bogotá ■ AFPs ■ Corficolombiana ■ Otros

Fuente: GEB

# > 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 9.2x EV/EBITDA 2024.

**Suma de Partes.** El valor justo 2024FA obtenido es COP 3,400/acción, brindando un potencial de valorización del 63%. Los parámetros usados son: Beta (u) de 0.55x para las compañías de energía y de 0.7x para las empresas de distribución de gas. Con esto utilizamos un WACC promedio de 10.3%.

Empresa	País	WACC 2024
TGI	Colombia	10.4%
Cálidda	Perú	9.4%
GEB Transmisión	Colombia	9.7%
Dunas	Perú	8.5%
Gebbras	Brasil	11.3%
<b>Principales Filiales</b>		
Enel Colombia	Colombia y Centroamérica	10.5%
Argo	Brasil	11.3%
CTM	Perú	8.0%
REP	Perú	7.7%
<b>WACC Ponderado</b>		<b>10.3%</b>

**Potencial  
de Valorización 112.3%**



# > VALORACIÓN

Resumen de la valoración						
Vehículos	Metodología	Valor del Equity (COP)	Participación	Peso	EV/EBITDA	
TGI	DCF	6,798	100.0%	7.2%	5.2x	
Cálidda	DCF	6,502	60.0%	6.9%	7.6x	
GEB Transmisión	DCF	7,512	100.0%	7.9%	10.4x	
Dunas	DCF	1,960	99.7%	2.1%	11.3x	
Gebbras	VL	1,513	100.0%	1.6%		
Contugas	VL	161	100.0%	0.2%		
Principales Filiales						
Enel Colombia	DCF	47,911	42.5%	50.1%	6.1x	
Vanti	VL	589	25.0%	0.6%		
Trecca	VL	990	1.1%	1.0%		
EMSA	VL	302	16.2%	0.3%		
Promigas	DCF	9,760	15.2%	10.3%		
Argo	DCF	4,805	50.0%	5.1%		
CTM	DCF	3,584	40.0%	3.8%	12.6x	
REP	DCF	2,827	40.0%	3.0%	7.4x	
Deuda Holding		(10,416)				
<b>Precio Objetivo</b>		<b>3,400</b>				