
Resumen Resultados Corporativos 4T22

4 de abril de 2023

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Bajando el acelerador en el 2023

Resumen de Resultados Corporativos 4T22

Durante el 4T22 continuó la moderación mostrada en el 3T22 en los resultados de la mayoría de las compañías listadas en la Bolsa de Valores de Colombia, donde en nuestra opinión el 31% de los emisores bajo cobertura presentaron resultados Positivos, un 50% Neutrales y 19% Negativos, reflejando una moderación frente a trimestres anteriores. Las presiones inflacionarias siguieron presentes en la estructura de Costos y Gastos de la mayoría de los emisores, junto a mayores Gastos Financieros de las entidades con préstamos indexados tanto a tasa variable como al IPC. A nivel anual, el 71% de las empresas analizadas reflejaron un avance en términos de EBITDA y a nivel de Utilidad Neta un 57%. **Por sectores, en el 4T22 el Sector Petrolero** mantuvo un comportamiento positivo dada su exposición al mayor precio promedio internacional del petróleo y una buena dinámica operacional. Para el **Sector Bancario** se presentaron dinámicas diferentes para Bancolombia y Davivienda. Para el primero, la indexación de los créditos a tasa variable le permitió un buen comportamiento del NIM, aunque se observó una ralentización en las colocaciones, principalmente por el segmento Comercial. Mientras que, para el segundo los resultados negativos se dieron en medio de mayores Egresos Financieros y el aumento relevante en los Gastos de Provisiones. En el **Sector de Consumo**, Nutresa logró resultados positivos dado el efecto favorable de la continuidad de la estrategia de aumentos de precios, mientras que para Grupo Éxito la buena dinámica en ingreso fue contrarrestada por un entorno de mayores costos y gastos. Los resultados del **Sector Construcción** fueron Neutrales para Concreto donde los ingresos con desempeño positivo fueron compensados por el mayor nivel de Gastos Financieros e Impuestos Diferidos, generando Pérdida Neta, mientras El Cóndor mostró ingresos positivos, aunque más moderado en comparación con el 3T22. Por su parte, para **Cementos Argos** la continuidad de mayores precios de venta no logró compensar un entorno inflacionario elevado. **En Utilities**, la indexación a la inflación continuó impulsando las diferentes tarifas, aunque también se trasladó a los costos operativos. En los **Fondos Inmobiliarios**, los Gastos Financieros limitaron la buena dinámica operacional. **En Chile**, considerando los emisores a los que realizamos seguimiento, sobresale en el **Sector Bancario** la continuación de la normalización en los indicadores gracias a la disminución en el superávit de liquidez y un retroceso gradual en la inflación. En el sector **Minero**, **SQM** mantuvo los beneficios de su exposición a los altos precios del Litio, junto a la estimación de una oferta ajustada en próximos trimestres. **En el sector de consumo**, Cencosud se benefició de la resiliencia del Consumo básico y Falabella se vió afectada tanto por el mayor nivel de Gastos Financieros y de Provisiones en el negocio bancario. **En EE.UU.**, **Apple** tuvo una temporada decembrina menos dinámica tanto por segmentos como por geografía, mientras que **NuBank** tuvo resultados positivos impulsados por el fuerte repunte en los Ingresos por Intereses (Tarjetas de Crédito). Por su parte, **Amazon** tuvo un buen comportamiento en sus ventas en Norteamérica y mayores ingresos del segmento Amazon Web Services. **Cabe mencionar que, con mira al 2023** varios de los emisores de Colombia plantean planes de inversión más moderados, un mayor enfoque en Capex de mantenimiento y mayor atención al manejo tanto de la estructura de Costos y Gastos como de Capital de Trabajo, sumado a un entorno retador para encontrar condiciones adecuadas de refinanciamiento de su deuda.

Calificación de Resultados 4T22

Haga click en el logo de cada compañía para remitirse al informe realizado

POSITIVOS



NEUTRALES



NEGATIVOS



Sin aumento de temperatura para 2023

Resumen de Resultados Corporativos 4T22

Resumen de resultados 4T22 (CdB)

COP miles de millones

Cifras en COP mil MM	Ingresos					EBITDA					Utilidad Neta Controladora				
	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Ecopetrol	31.761	43.438	39.678	-9%	25%	13.981	21.142	15.996	-24%	14%	3.808	9.513	6.851	-28%	80%
SQM⁽¹⁾	1.084	2.958	3.134	6%	189%	560	1.660	1.667	0%	198%	106	1.100	1.151	5%	986%
Bancolombia⁽³⁾	3.208	4.985	5.354	7%	67%			N.A			1.445	1.629	1.643	1%	14%
Nutresa	3.603	4.545	4.881	7%	35%	355	531	490	-8%	38%	142	220	160	-27%	13%
Grupo Argos	4.434	5.088	5.740	13%	29%	923	1.269	1.344	6%	46%	93	192	299	56%	222%
Banco de Chile⁽⁴⁾	293	313	403	29%	38%			N.A			287	340	347	2%	21%
Grupo Sura	6.596	7.851	9.066	15%	37%			N.A			378	400	688	72%	82%
GEB	1.574	1.856	1.833	-1%	16%	689	824	871	6%	26%	658	754	767	2%	17%
BVC	209	190	260	37%	24%	67	64	77	20%	15%	42	36	28	-22%	-33%
Mineros⁽¹⁾	122	136	131	-3%	8%	35	43	46	7%	31%	11	3	-20	n/a	n/a
Grupo Éxito	5.243	5.104	6.197	21%	18%	569	399	537	35%	-6%	213	50	-78	n/a	n/a
ISA	2.462	2.585	2.864	11%	16%	2.004	2.277	2.094	-8%	4%	450	668	433	-35%	-4%
PEI⁽⁵⁾	137	151	165	10%	21%	85	96	108	12%	28%	64	11	11	0%	-83%
TIN⁽⁶⁾	15	19	18	-1%	21%	12	15	13	-14%	8%	9	9	9	2%	7%
El Condor⁽²⁾	194	287	328	14%	69%	46	35	27	-23%	-41%	-7	-40	-13	n/a	n/a
Cemargos	2.537	4.172	3.862	-7%	52%	535	583	604	4%	13%	112	58	57	-2%	-49%
Concreto	232	338	490	45%	111%	17	37	170	359%	882%	-14	18	-3	n/a	n/a
Terpel	6.955	9.563	9.582	0%	38%	281	272	335	23%	19%	73	8	41	404%	-43%
Cencosud⁽⁴⁾	3.573	3.890	3.922	1%	10%	433	367	429	17%	-1%	164	73	144	97%	-12%
Celsia	1.213	1.300	1.767	36%	46%	402	424	444	5%	10%	77	87	-19,02	n/a	n/a
Canacol⁽¹⁾	84	87	79	-9%	-6%	49	56	52	-7%	6%	7	-26	136	n/a	1829%
Davivienda⁽³⁾	1.943	2.227	2.363	6%	22%			N.A			333	399	48	-88%	-86%
Falabella⁽⁵⁾	3.444	2.971	3.304	11%	-4%	483	179	224	25%	-54%	196	-25	-23	n/a	n/a
USA															
Amazon⁽⁶⁾	137	127	149	17%	9%	3	3	3	8%	-21%	14	3	0	-90%	-98%
Apple⁽⁶⁾	124	90	117	30%	-5%	42	25	36	45%	-13%	35	21	30	45%	-13%
Nubank⁽⁶⁾	440	987	1.096	11%	149%			N.A			-66	8	-298	n/a	n/a

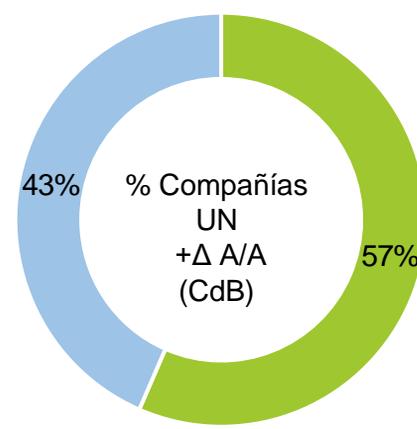
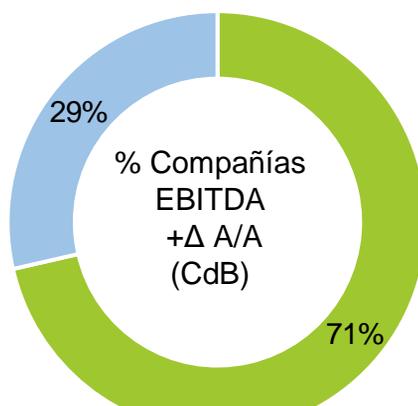
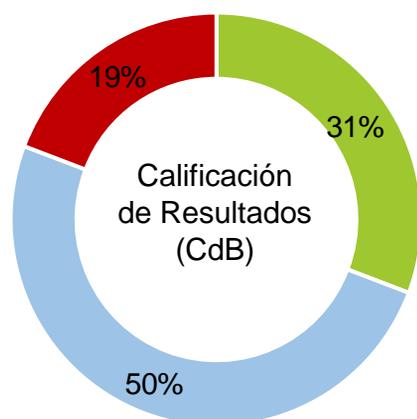
1. Cifras en USD MM.
2. Utilidad Neta Consolidada.
3. Ingresos Netos por Intereses.
4. Cifras en CLP Miles MM.
5. PEI Flujo de Caja Pagado en vez de Utilidad Neta. TIN rendimientos distribuible en vez de Utilidad Neta. TIN 2S21, 1S22,2S22.
6. USD BN según cifras anglosajonas. NuBank USD MM. Apple con cifras 1T23.

Notas:

UN Ecopetrol antes de impairment.

Canacol EBITDAX

8.Apple y Amazon Utilidad Operacional en vez de EBITDA.



■ Positivos ■ Neutrales ■ Negativos

■ Si ■ No

■ Si ■ No

Fuente: Informes Compañías. Cálculos: Casa de Bolsa SCB.

Índice

(Hipervínculos)

- | | |
|---|--|
| <u>1. Bancolombia</u> | <u>16. Concreto</u> |
| <u>2. Davivienda</u> | <u>17. El Condor</u> |
| <u>3. Bogotá</u> | <u>18. Celsia</u> |
| <u>4. Grupo Aval</u> | <u>19. ISA</u> |
| <u>5. Banco de Chile</u> | <u>20. GEB</u> |
| <u>6. Ecopetrol</u> | <u>21. Promigas</u> |
| <u>7. Canacol</u> | <u>22. Grupo Argos</u> |
| <u>8. Terpel</u> | <u>23. Grupo Sura</u> |
| <u>9. Mineros</u> | <u>24. Corficolombiana</u> |
| <u>10. SQM</u> | <u>25. PEI</u> |
| <u>11. Éxito</u> | <u>26. TIN</u> |
| <u>12. Nutresa</u> | <u>27. BVC</u> |
| <u>13. Falabella</u> | <u>28. Apple</u> |
| <u>14. Cencosud</u> | <u>29. Amazon</u> |
| <u>15. Cementos Argos</u> | <u>30. NuBank</u> |



Cierre del año con broche de oro

 Regresar

Cierre del año con broche de oro

Bancolombia presentó resultados POSITIVOS para el 4T22, con Utilidad Neta por encima de las expectativas del mercado. El ROE 12 meses cerró el año con una destacada dinámica, ubicándose en 19,8% (578 pbs A/A), con una leve disminución trimestral de -41 pbs, evidenciando signos de desaceleración, presionados por mayores Egresos por Intereses y un importante aumento de Provisiones (48,8% T/T). A pesar de la buena dinámica anual del crecimiento de la Cartera Bruta (22,5% A/A), destacando el Segmento de Consumo (23,2% A/A), se observó una ralentización del crédito frente a su crecimiento trimestral (7,0% T/T en 3T22 vs 3,8% T/T en 4T22) por un menor dinamismo comercial dado el desincentivo por altas tasas. En línea con lo anterior, las mayores tasas de captación y la contribución de la Cartera Comercial (64% de la Cartera Bruta), dada la indexación de los créditos a tasa variable le permitieron un buen comportamiento del NIM que se ubicó en 7,3% (195 pbs A/A y 11 pbs T/T), el cual se limitaría en el 2023 por el traslado de la mayor tasa de intervención a las tasas de captación, afectando el NIM de Cartera. Por otro lado, a pesar de la expectativa de pérdida en la capacidad de pago de los consumidores y una menor atracción a endeudamiento, el emisor presentó un nivel saludable en Calidad de la Cartera (+2,2%) e Índice de Solvencia estable (+12,8%), por encima de la regulación (10%). Finalmente, para 2023 se avencinan periodos de normalización en sus indicadores tras un 2022 extraordinario.

Hechos relevantes

- **Ralentización en la cartera de crédito:** El impacto del entorno de altas tasas de interés y el deterioro en el consumo han generado una desaceleración en la toma de créditos que se evidencia en un menor dinamismo trimestral de 3,8% T/T. Sin embargo, la Cartera continúa a un ritmo anual positivo de doble dígito, jalonado principalmente por la Cartera Comercial (22,6% A/A), seguido por la de Consumo (23,2% A/A) y la Hipotecaria (21,9% A/A). Este incremento en la cartera ha generado un aumento significativo en el Gasto de Provisiones, pasando de COP -1 BN en 4T21 a COP 1,7 BN en el 4T22, así como la prevista disminución en la capacidad de pago de los consumidores y una menor atracción a endeudamiento vía créditos y uso de tarjetas de créditos por el alto costo.
- **El Banco esta preparado para una coyuntura retadora:** La Calidad de Cartera se mantiene en niveles saludables, disminuyendo a 2,2% (-76 pbs A/A y -27 pbs T/T), favorecida por el mayor incremento de la cartera bruta vs la cartera vencida que pasó de COP 8,6 BN en 4T21 a COP 8,4 BN en el 4T22. Por otro lado, el emisor se ha visto obligado a incrementar su nivel de Provisiones favoreciendo un incremento en la Cobertura de Cartera (154,2% 3T22 a 168,7% 4T22) para hacerle frente a la coyuntura macroeconómica.
- **CDT jalona el Costo de Fondeo:** El fuerte incremento de los CDTs (46,5% A/A) tras la búsqueda de mayor rentabilidad por parte de los inversionistas generó que pasaran de ser el 25% al 30% de la mezcla de fondeo, asimismo, el importante incremento de los créditos con otras entidades financieras (118,2% A/A) al ser fuentes estables de largo plazo. No obstante, aún con el destacado incremento en el costo de fondeo (244 pbs A/A y 91pbs T/T), el banco logró mitigarlo con la fuerte expansión en sus Ingresos por Intereses (66,9% A/A y 7,4% T/T) gracias al mayor volumen de cartera y créditos indexados a tasa variable.

- **Enfoque tecnológico continúa presionando gastos:** El crecimiento y la renovación tecnológica fueron pilares para impulsar el fuerte incremento en los Gastos Generales (28,9% A/A y 27,5% T/T) sumado al incremento salarial (16,7% A/A) afectado por la inflación, que lograron ser compensados por los Ingresos Netos (7,1% A/A) y el Ingreso por Interés (97,0% A/A), generando un favorable ROE 12 meses de 19,5%.

Resumen resultados financieros

BANCOLOMBIA					
Cifras en COP mil MM	4T21	3T22	4T22	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos netos por intereses	3.208	4.985	5.354	66,9%	7,4%
Provisiones Netas	-1	1.170	1.742	120844,9%	48,8%
Utilidad Neta (Controladora)	1.445	1.629	1.643	13,7%	0,8%
Calidad de la cartera (90 días)	2,9%	2,4%	2,2%	-76 pbs	-27 pbs
ROE 12 meses	13,7%	19,9%	19,5%	578 pbs	-41 pbs
Índice de Solvencia	15,5%	12,5%	12,8%	-270 pbs	28 pbs

4 de abril de 2023



Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	42.050
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	32,8
Último Precio	37.000
YTD (%)	-12,9%
DVD Yield (%)	8,5%

Gráfica 1. ROE 12 M consolidado Bancolombia



Fuente: Informes financieros Bancolombia.

Angie Katherine Rojas

Analista de Sector Financiero

angie.rojas@casadebolsa.com.co

Omar Suárez

Gerente de Estrategia

Renta Variable

omar.suarez@casadebolsa.com.co

Fuente: Informes financieros Bancolombia.

Construcción: Casa de Bolsa SCB

Puntos Destacados de la Conferencia

- **La filial de Banistmo en Panamá presentó un resultado neto en 4T22 de COP 135 mil MM, siendo este el mejor trimestre de todo el año 2022**, tras alcanzar una recuperación importante, pasando de presentar Pérdidas hace un año en el 4T21 (COP -59 mil MM) y un importante retroceso hace un trimestre cuando reportó una utilidad de COP -103 mil MM.
- Nequi hoy cuenta con más de 1,4 millones de usuarios activos al día, cerca de 10 millones de usuarios activos al mes y 1,3 millones de usuarios de tarjeta. Estos, además de ser un motor de crecimiento y eficiencia, también son una herramienta de inclusión financiera. **El total de usuarios de Nequi representa el 29% de la población colombiana.**
- La provisión para pérdidas crediticias fue de 3,8 billones de pesos colombianos o 1,6% de costo de riesgo para el trimestre.
- **Para todas las geografías el crecimiento de la cartera continuó a doble dígito a nivel anual**, siendo el segmento de consumo la cartera que jalonó a la mayoría de países, siendo El Salvador con Banagricola (+33,79% A/A) y Guatemala con Grupo Agromercantil Holding (35,0% A/A) los que tuvieron un crecimiento por encima del 30% en su Cartera de Crédito.
- El crecimiento de los Egresos Operativos estuvo jalonado por: **1) Las tasas de inflación en 2022 que han impulsado los aumentos en los gastos sobre temas salariales y de renovación tecnológica y 2) Un mayor gasto en la operación de Renting, debido a el incremento en el precio de las autopartes y pólizas de seguros.**
- **El emisor prevé un incremento de tasas por parte del Banco de la República en su próxima sesión de entre 50 a 75 puntos básicos**, ya que la inflación sigue siendo alta en Colombia y aún habrá presiones inflacionarias. Asimismo, ellos esperan que para lo corrido de 2023 las tasas de intereses continuarán incrementando.

Criterios ASG

- El emisor **lanzó el primer Derivado Sostenible en el mercado local**, brindando una gran cobertura en tasa a las empresas que den cumplimiento a indicadores de sostenibilidad.
- **Hacen parte del 5% de los mejores bancos del mundo** en el S&P Global ESG Score, único banco colombiano dentro de este top.
- En relación a la meta de destinación de COP 500 BN para el desarrollo de proyectos ESG, **al 4T22 el emisor ha alcanzado una inversión acumulada de COP 102,9 BN.**



La Casa Roja con bajo ROE

[← Regresar](#)

Davivienda presentó resultados **NEGATIVOS** para el 4T22, muy por debajo de las expectativas del mercado. El ROE anualizado se ubicó en 1,20% en el 4T22, reflejando el fuerte retroceso en la Utilidad Neta (-85,5% A/A y -87,9% T/T) como consecuencia de mayores Egresos Financieros y el aumento relevante en los Gastos de Provisiones. El crecimiento anual de la Cartera Bruta continúa con un buen desempeño (22,1% A/A y 3,3% T/T), favorecido por el destacado comportamiento de la Cartera de Consumo (28,2% A/A y 2,6% T/T) gracias a las dinámicas de tarjeta de crédito y libranza en Centroamérica, asimismo, la Cartera Comercial se destacó (+20,1% A/A y 3,3% T/T) por la demanda de los segmentos corporativo y empresarial. Esta dinámica positiva permitió el destacado aumento del Margen Financiero Bruto (21,6% A/A), principalmente por el incremento de los Ingresos de Cartera (74,4% A/A), sin embargo, esto no logró mitigar la fuerte subida de los Egresos por Intereses (212,5% A/A), llevando a un estable desempeño del NIM 12 meses de 6,0% debido a las presiones por las altas tasas de interés. Aunado a esto, el fuerte incremento en el Gasto de Provisiones (60,5% A/A y 74,1% T/T) y en los Gastos Operacionales (17,3% A/A) impactados por la alta inflación, llevaron al fuerte impacto sobre la Utilidad Neta. Asimismo, el emisor presentó un deterioro en su Indicador de Eficiencia ubicándose en 52,2% (180 pbs A/A y 300 pbs T/T). No obstante, el emisor tuvo un saludable Indicador de Cobertura, que cerró en 139,5% (-602 pbs T/T) por una mejor dinámica de pago en la Cartera Comercial y optimización de provisiones en el Portafolio de Vivienda.

Hechos relevantes

- **CDT's, fondeo costoso, rentabilidad atractiva:** Los Egresos por Intereses (212,5% A/A) crecieron en mayor proporción que los Ingresos por Intereses (79,4%A/A), reflejando un mayor costo de fondeo en el que incurrió el banco principalmente por las altas tasas de interés. En línea con lo anterior, estas tasas han generado una mayor atracción para los consumidores hacia rentabilidades superiores ofrecidas por los CDT's, por lo cual presentaron un notable crecimiento del 52,4% A/A (6,6% T/T), influyendo en un mayor costo de fondeo para el banco, así como el incremento relevante de créditos con otros bancos (53,0% A/A y 16,9% T/T), principalmente por el crédito adquirido con la IFC por USD 275 MM en octubre del 2022.
- **Gasto de Provisiones, el más alto en más de 9 años:** El importante incremento en el Gasto de Provisiones (60,5% A/A y 74,1% T/T) por la expectativa de un entorno económico retador para el 2023 y un mayor deterioro por la menor capacidad de pago de los consumidores. Este rubro impactó de manera importante sobre el Costo de Riesgo que incrementó 149 pbs T/T. Asimismo, los Gastos Operacionales registraron una variación relevante (17,3% A/A) por incrementos salariales impactados por presiones inflacionarias, mayores incentivos a la fuerza comercial y honorarios relacionados con infraestructura tecnológica. En consecuencia, esto influyó a que la Utilidad Neta presentara una reducción importante a nivel anual del 85,5% (-87,9% T/T), ubicándose en 48 mil MM de los COP 333 mil MM de hace un año.
- **Deterioro en Calidad de Cartera:** La Calidad de Cartera mayor a 90 días ha presentado deterioro trimestral desde inicios de 2022, siendo este trimestre el de mayor incremento con 27 pbs T/T, ubicándose en 3,5% para 4T22 (7 pbs T/T en 2T22, -2 pbs T/T en 3T22), esto ha sido jalonado principalmente por la Cartera de Consumo. En relación a los indicadores de Cobertura, cerró en 139,5% (-602 pbs T/T), manteniéndose en niveles saludables.

4 de abril de 2023



DAVIVIENDA

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	31.900
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	11,3
Ultimo Precio	25.000
YTD (%)	-9,29%
DVD Yield (%)*	4,3%
P/B	6,02

Gráfica 1. ROE Anualizado y Gasto de provisiones Trimestral



Fuente: Informes financieros Davivienda.

Angie Katherine Rojas

Analista de Sector Financiero
angie.rojas@casadebolsa.com.co

Omar Suárez

Gerente de Estrategia
Renta Variable

omar.suarez@casadebolsa.com.co

Fuente: Informes financieros Banco Davivienda.

Construcción: Casa de Bolsa SCB

Resumen resultados financieros

DAVIVIENDA					
Cifras en COP mil MM	4T21	3T22	4T22	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos netos por intereses	1.943	2.227	2.363	21,6%	6,1%
Provisiones Netas	825	760	1.324	60,5%	74,1%
Utilidad Neta	333	399	48	-85,5%	-87,9%
ROE (12 Meses)	9,2%	12,9%	10,6%	138 pbs	-229 pbs
NIM (12 Meses)	5,9%	6,0%	6,0%	10 pbs	1 pbs
Eficiencia (12 Meses)	47,1%	47,2%	47,8%	70 pbs	60 pbs
Calidad de Cartera (90 días)	3,7%	3,2%	3,5%	-19 pbs	27 pbs

Puntos Destacados de la Conferencia

- Se espera que para 2023 la **Cartera de Consumo registre una ralentización importante, dadas las expectativas de desaceleración económica y menores incentivos de endeudamiento dado el alto costo de la deuda por el impacto de las tasas de interés**. Asimismo, este crecimiento limitado estará impactado por políticas de originación de créditos más estrictas.
- **Respecto a los productos digitales, la captación digital presentó un importante incremento del 30% A/A**, ubicando el saldo para 2022 en COP 4,3 BN, destacando a Daviplata como precursor de este buen dinamismo, que ya para este trimestre alcanzó 15,6 MM de clientes (+13,0% A/A), añadiendo 1,8 millones en el año.
- Los resultados de la actualización de condiciones económicas más desafiantes durante la segunda mitad de 2022 se reflejaron no solo en los parámetros de sus modelos diarios, sino también en el componente prospectivo, reconociendo **el efecto de las variables macro, lo cual esperan que continúen presionando el Costo del Riesgo hasta 2023**.
- **La depreciación de la tasa de cambio del 13,7% y los altos niveles inflacionarios tuvo un importante impacto sobre el PNL de la compañía**, por lo cual están evaluando estrategias para el futuro con el fin de ajustar expectativas y políticas de originación acorde a las condiciones del ciclo crediticio que se avecina para el 2023.

Criterios ASG:

- Incontec los verificó como una entidad carbono neutral, y son la primera entidad financiera en Latinoamérica en ser verificada por el uso de energías renovables.
- Davivienda fue incluido por noveno año consecutivo dentro del top del 15% de las empresas con mejores prácticas empresariales sostenibles del sector. Asimismo, son miembros del MILA Pacific Alliance Index, diseñado para empresas que cumplan con criterios de sostenibilidad mejor que la mayoría, y deben ser parte de S&P MILA Pacific Alliance Composite.
- Apoyaron a más de 770 mil Pequeños Negocios y Emprendedores con “Mi Comercio” y “Mi Negocio”, así como lograron que en términos de habilidades digitales se lograra una adopción digital del 85%.
- Para este trimestre el emisor logró incrementar un 19,4% la inversión en todo Centroamérica hacia el enfoque de Financiamiento Social, además aumentó en 30,2% A/A el financiamiento de Pyme Mujer.



Banco de Bogotá

 Regresar

Hechos relevantes

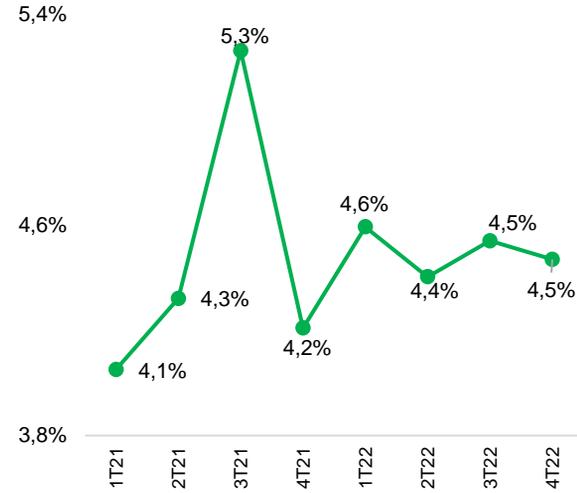
- **Cartera de Crédito continúa con crecimiento a doble dígito:** El crecimiento de la Cartera Neta (+23,7% A/A) fue impulsado principalmente por el Segmento Hipotecario (+31,9% A/A y +7,3% T/T) a pesar de su menor participación frente a la cartera total, y por la Cartera de Consumo que aumentó 17,3% A/A y +4,5% T/T. Finalmente, con signos de desaceleración, la Cartera de Comercial (+15,1% A/A y +3,5% T/T) debido a la utilidad derivada de la actividad de Repos.

Teniendo en cuenta lo anterior, la Cartera Bruta consolidada del emisor se ubicó en COP 100,6 BN (+22,5% A/A y +8,7% T/T); la proporción de cada segmento se mantuvo estable: 66,6% para la Cartera Comercial, 21,6% para Cartera de Consumo, y el 11,5% en la Cartera Hipotecaria, recalando que el 81,2% de los préstamos se encuentran domiciliados en Colombia y el 18,8% restante en la operación extranjera por medio de las operaciones de Multi Financial Group en Panamá.

- **Estabilidad en el NIM:** El NIM total se ubicó en 4,5%, estable frente al trimestre anterior derivado por la estabilidad en el NIM de Cartera que se ubicó en 5,3% (41 pbs A/A y -2 pbs T/T) beneficiado por el continuo entorno de mayores tasas de interés. Lo anterior generó mayor impacto sobre los Intereses de la Cartera de Crédito (+83,9% A/A y +17,4% T/T), enfocado principalmente en los intereses sobre préstamos y arrendamientos. No obstante, el incremento en el Ingreso por Intereses (+86,4% A/A y +18,2% T/T) fue mitigado por el incremento en el Gasto de Intereses (+198,3% A/A y +32,0% T/T) provenientes del alza en las fuentes de fondeo, especialmente sobre los Gastos por Intereses en los CDT's que se ubicaron en COP 731 mil MM (+206,4% A/A y +37,4% T/T).

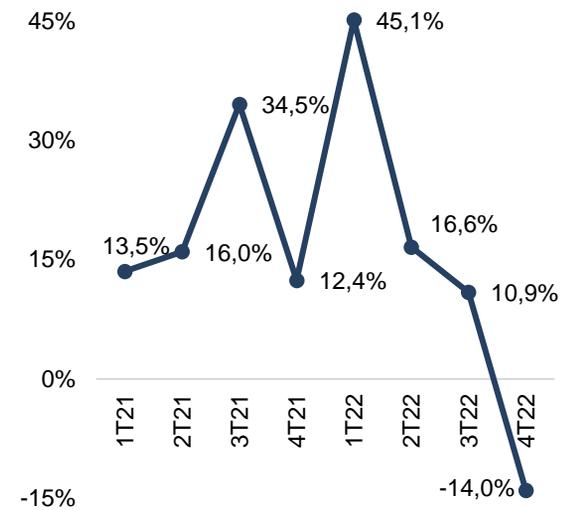
- **Utilidad neta presionada por venta de acciones de BHI:** La utilidad neta presentó un decrecimiento ubicándose en COP -561 mil MM, explicado principalmente por la pérdida sobre Operaciones Discontinuas que se ubicó en COP -731,3 mil MM proveniente de la venta de acciones de BHI, aunado a esto, el aumento en Gastos de Personal que se ubicaron en COP 342 mil MM presionaron la generación de utilidades. Es así como resultado de la pérdida en el período, el ROE trimestral anualizado se ubicó en -14,0%. Por otra parte, el banco continúa manteniendo niveles de solvencia sin cambios a resaltar de 13,1% para el 4T22.

Gráfica 1. NIM Total – Trimestral anualizado (%) Banco de Bogotá



Fuente: Informes financieros Banco de Bogotá.

Gráfica 2. ROE Trimestral Anualizado (%)



Fuente: Informes financieros Banco de Bogotá.

Resumen resultados financieros

BANCO DE BOGOTÁ					
Cifras en COP mil MM	4T21**	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos por intereses	1.607	2.533	2.995	18,2%	86,4%
Gastos por intereses	582	1.314	1.735	32,0%	198,3%
NIM Cartera Cons.	4,2%	4,5%	4,5%	-7 pbs	26 pbs
Utilidad Neta (Controlante)*	771	435	-561	-	-
ROE anualizado *	12,4%	10,9%	-14,0%	-	-
Costo del riesgo	2,82%	2,51%	2,74%	24 pbs	-8 pbs

**Las cifras proforma del 2T2021 se calculan basadas en las cifras consolidadas reportadas, excluyendo la contribución de BHI y de Porvenir a estas cifras. Los indicadores proforma para el 2T2021 se calculan sobre la base de las cifras proforma explicadas anteriormente. Los indicadores para el 1T2022 se basan en los ingresos y gastos reportados, asociados a cada indicador; sin embargo, los promedios de los denominadores utilizados para calcular estos indicadores contienen cifras proforma de trimestres anteriores según corresponda.

* Casa de Bolsa SCB informa que hace parte del Conglomerado Financiero Aval, por lo cual no tenemos un Precio Objetivo ni una recomendación frente a la acción de Banco de Bogotá.



Grupo Aval

 Regresar

Hechos relevantes

- Continúa el crecimiento de la Cartera de Consumo:** El crecimiento interanual a doble dígito de la cartera bruta que se ubicó en COP 188 BN (20,6% A/A pro forma) fue impulsado por el aumento de los créditos Comerciales (22,5% vs 4T21 Pro Forma y 8,1% T/T), y el crecimiento anual de la cartera de Consumo en 17,0% (+3,1% T/T, jalonados principalmente por créditos personales y los créditos para automóviles. Asimismo, la colocación Hipotecaria también tuvo protagonismo con un crecimiento del 21,8% A/A (5,4% T/T). Por otro lado, dentro del grupo económico, Banco de Occidente fue el emisor que obtuvo la tasa de crecimiento más relevante, dado su desempeño en la cartera de crédito total, gracias al crecimiento por encima del 10% de la mayoría los tipos de colocaciones, como los créditos de Consumo (25,4% A/A) y los Comerciales (21,0%).
- No obstante lo anterior, el Margen Neto de Interés consolidado (NIM) presentó un retroceso, pasando de 4,3% en el 4T21 pro-forma a 3,3% para el 4T22 (3,8% en 3T22) por el incremento en los gastos de intereses (233,5% A/A y 32,9% T/T), principalmente por los intereses sobre depósitos, que estuvo muy por encima frente a sus ingresos por intereses (85,0% A/A y 17,9% T/T). Finalmente, junto a los factores explicados y la Pérdida de las Operaciones Discontinuas llevaron a que el emisor presentara un Utilidad (Pérdida) Neta de COP -330 mil MM, ubicando un ROE del -8,0% (-2.170 pbs A/A y -1.784 T/T).
- Estabilidad en la calidad de cartera:** La calidad de la cartera de Aval se mantuvo estable durante el 4T22, ya que el comportamiento de la cartera vencida 30 días se ubicó en 4,3% para el 4T22, misma cifra que para el 3T22 (4,7% 4T21). Situación similar para el índice de mora a 90 días sobre colocaciones totales que se ubicó en 3,3% para el 4T22 vs. el 3,2% del 3T22 (3,6% 4T22).
- Mayor Costo de Fondo:** Los depósitos totales de clientes representan el 70,6% del fondeo total, y de esto las más relevantes son las cuentas de ahorro (42,9%) y los depósitos a plazo (41,7%). Estas últimas impulsadas por las buenas rentabilidades que ofrecen los CDT's, sin embargo, este producto es el que genera mayor costo, por tanto ha presionado el costo de fondeo que se ubicó en 7,3% para el 4T22, desde los 2,5% en el 4T21 y 5,7% en el 3T22.

Resumen resultados financieros

GRUPO AVAL					
Cifras en COP mil MM	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos por intereses	3.320	5.213	6.144	17,9%	85,0%
Gastos por intereses	1.313	3.295	4.378	32,9%	233,5%
NIM	4,2%	3,5%	3,5%	-1	-73
Utilidad Neta (Controlante)	777	408	-330	-181,0%	-142,5%
ROE anualizado	13,7%	9,8%	-8,0%	-1.784	-2.170
Costo del riesgo	1,7%	1,4%	1,5%	11	-23

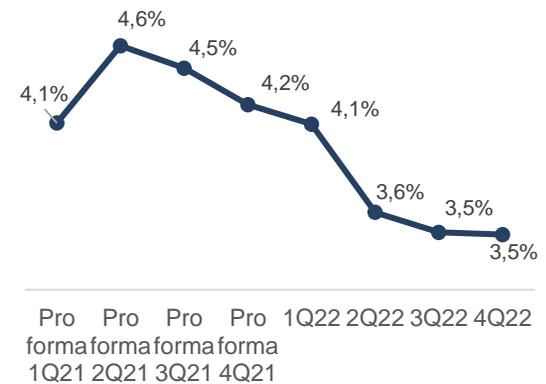
**Las cifras proforma son calculadas basadas en las cifras previamente reportadas, excluyendo: del 2T2021, la contribución de BHI. Los indicadores proforma para el 2T2021 se calcula sobre la base de las cifras proforma explicadas anteriormente. Los indicadores proforma para el 1T2022 se basan en los ingresos y gastos reportados, asociados a cada indicador; sin embargo, los promedios de los denominadores utilizados para calcular estos indicadores contienen cifras proforma de trimestres anteriores

* Casa de Bolsa SCB informa que forma parte del Conglomerado Financiero Aval, por lo cual no tenemos un Precio Objetivo ni una recomendación frente a la acción de Grupo Aval.

Fuente: Informes financieros Grupo Aval. Construcción: Casa de Bolsa SCB

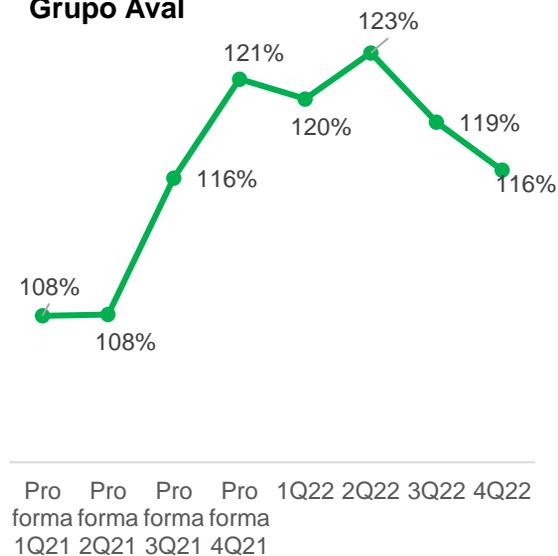
04 de abril de 2023

Gráfica 1. NIM Trimestral consolidado del Grupo Aval (%)



Fuente: Informes financieros Grupo Aval.
Creación: Casa de Bolsa

Gráfica 2. Provisiones/30días (%) Grupo Aval



Fuente: Informes financieros Grupo Aval.
Creación: Casa de Bolsa

Banco de Chile

Inflación, un arma de doble filo

 Regresar

Inflación, un arma de doble filo

Banco de Chile presentó resultados financieros POSITIVOS en el 4T22, en línea con lo esperado por el mercado. El emisor presentó un incremento relevante en su Utilidad Neta trimestral de +20,8% A/A para el 4T22. No obstante, tuvo un moderado crecimiento trimestral (2,1% T/T), esto como señal de la normalización en los indicadores gracias a la disminución en el superávit de liquidez y un retroceso gradual en la inflación. Aunque la rentabilidad continúa en niveles históricamente altos, ubicando el ROE en 28,9% (+11 pbs A/A y -28 pbs T/T), los eventos macroeconómicos influyeron en su moderación debido al: **1)** Crecimiento anual en mayor medida del Gasto por Intereses (271,2% A/A) vs los Ingresos por Intereses (80% A/A), **2)** La disminución en la Utilidad por Indexación a UF (-19,4% A/A), y **3)** Un importante incremento en Provisiones (42,3% A/A), explicado por la expectativa de deterioro económico en Chile y el crecimiento de colocaciones, especialmente en la de Consumo (17,5% A/A), tras la decisión del banco de mantener un enfoque de riesgo conservador, manteniendo así un holgado Índice de Cobertura del 375%. No obstante, esto logró ser compensado por el importante incremento en el Resultado Financiero (147,4% A/A) gracias al aumento en mayor proporción de las tasas de colocación frente a las de captación, y en menor medida, por el buen comportamiento de la actividad de Negociación e Inversiones (127,8% A/A).

Hechos relevantes

- Moderación sobre la utilidad:** El ROE después de estar en niveles históricamente altos con cifras superiores al 20%, tendería a una normalización. El incremento del 15,2% A/A en los ingresos operacionales (3,5% T/T) se vio favorecido por el bajo costo de los Depósitos a la Vista, favoreciendo el Resultado Financiero que para 4T22 pasó a ser el 15,5% respecto a los ingresos operacionales (vs. 5,9% para 4T21), y a mayores ingresos por la exposición en UF (Unidad de Fomento) indexados a la inflación, la cual registró altos niveles durante el 4T22, cerrando en 12,8% para diciembre. Sin embargo, este buen comportamiento fue mitigado por: **1)** El aumento en los Gastos Operacionales (18,8% A/A y 3,1% T/T), impactados por el efecto inflacionario, principalmente sobre los salarios e inversiones en su estrategia digital, y **2)** Mayores niveles de Provisiones (42,3% A/A y 78,0% T/T). Finalmente, este incremento de gastos provocó un deterioro moderado en el Índice de Eficiencia, pasando de 32,1% en 4T21 a 33,1% en 4T22, pero aún reflejando un buen desempeño de eficiencia y productividad.
- Pronta normalización en Calidad de Cartera:** En 2022 los niveles de Calidad de Cartera estuvieron por debajo de la media histórica (1,3%) gracias al exceso de liquidez de los consumidores que permitía un buen comportamiento de pago. No obstante, el incremento en Provisiones son reflejo de la normalización de la Calidad de Cartera (0,85% en 4T21 y 1,05% para 4T22) que se ha anticipado por la expectativa de un deterioro paulatino en el comportamiento crediticio de los deudores en 2023 en medio de una débil coyuntura económica. Por otro lado, la importante disminución en las Provisiones Adicionales (-90,8% A/A y -84,7% T/T) lograron una baja relevante del 10,7% en el año sobre las Pérdidas Crediticias Esperadas (16,1% T/T) que generaron un Índice de Cobertura del 375%, acorde al perfil conservador deseado por el banco de cara al 2023.
- Aumento en cartera a pesar de demanda debilitada:** El efecto inflacionario y la actividad comercial débil llevaron a un moderado crecimiento en las Carteras, destacando la de Consumo (17,5% A/A) y la Hipotecaria (10,9% A/A), siendo la Comercial la que más se ha desacelerado, creciendo solamente 3,3% A/A. Esto logró ser compensado por la alta inflación que llevó a un leve incremento del NIM, pasando de 5,1% en 4T21 a 5,2% en 4T22.

Resumen resultados financieros

BANCO DE CHILE					
Cifras en CLP MM	4T21	3T22	4T22	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos netos por intereses	292.581	313.152	402.800	37,7%	28,6%
Provisiones Netas	93.219	115.752	132.475	42,1%	14,4%
Utilidad Neta	287.015	339.576	346.610	20,8%	2,1%
Calidad de cartera	0,9%	1,1%	1,1%	-2 pbs	0 pbs
ROE 12 meses	27,9%	31,7%	28,9%	11 pbs	-28 pbs
Indice de Solvencia	17,3%	18,0%	18,0%	7 pbs	0 pbs

4 de abril de 2023

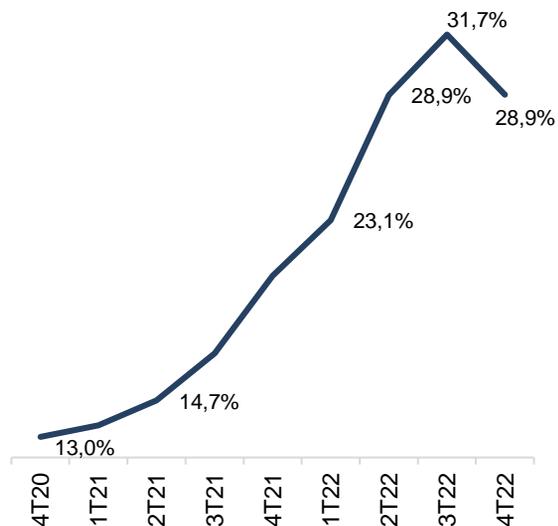
Banco de Chile

Información especie

Cifras en CLP

Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	8,7
Último Precio	86.78
YTD (%)	1,24%
DVD Yield (%)	9,9%

Gráfica 1. Comportamiento del ROE 12 Meses (%)



Fuente: Informes Financieros del Banco de Chile.

Katherine Rojas
Analista Sector Financiero
angie.rojas@casadebolsa.com.co

Omar Suarez
Gerente Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Fuente: Resultados financieros Banco de Chile.
Construcción: Casa de Bolsa SCB

Puntos Destacados de la Conferencia

- **Para 2023 se espera un ROE a niveles pre-pandemia alrededor del 18%.** Los principales drivers de este comportamiento serían: **1.** Niveles de inflación por debajo del 2022, **2.** Disminución en las tasas de interés durante el 2023, y **3.** Condiciones más fuertes en el otorgamiento de créditos dada una mayor relación entre el préstamo y su garantía. Estos factores a su vez repercutirán en un descenso esperado sobre el NIM.
- **La inflación y demás indicadores macroeconómicos son los principales ítems a monitorear** para el 2023 por parte del emisor, ya que no ven riesgos sobre algún emisor del sector bancario chileno en términos de estabilidad y solvencia.
- **Se espera que los niveles de Eficiencia regresen a niveles pre-pandemia ~40,0%, afectado por** las expectativas de menores ingresos operacionales por la desaceleración en el crecimiento de las carteras, y un apretado nivel de gastos, principalmente por mayor inversión en TI alienado al impulso de sus estrategias digitales.
- El banco continuará con el enfoque firme de **fortalecer el control sobre los deudores, aumentar la productividad y usar tecnologías** para que sean el pilar fundamental de la puesta en marcha en la administración del negocio durante el 2023, y así poder continuar con su plan de riesgo controlado y conservador, siendo reflejo de niveles en su Indicador de Cobertura alrededor de 197% sin incluir provisiones adicionales, y 375% después de incluirlas.
- El emisor afirma que los Minoristas están un poco más saludables que los Mayoristas, sin embargo, fueron **los Mayoristas los que presentaron un incremento del 47,8% A/A en su utilidad antes de impuestos, impulsado principalmente por** la exposición de activos en UF gracias a altos niveles de inflación durante el 2022. En contrapartida, el segmento Minorista presentó una leve disminución en su utilidad antes de impuestos (-2,7% A/A) debido a mayores gastos por bonos de desempeño, y el incremento de los salarios por efecto inflacionario.
- La Cartera de Consumo fue la única en presentar un incremento significativo (17,5% A/A, por encima de la inflación) ya que a pesar del debilitamiento económico de Chile durante 2022, lograron fomentar el uso de tarjetas de crédito a través de programas de lealtad, y mayor originación de créditos a plazos.
- **Criterios ASG:**
 - El Banco logró ser el mejor banco en crear campañas de ESG, el mejor banco para trabajar en Chile y fue la corporación con mejor reputación en 2023 del país.
 - Lograron que 44.386 personas se beneficiaran directamente por las actividades de voluntariado corporativo orientadas al apoyo a organizaciones sociales, adultos mayores y deforestación.
 - A través de programas de inclusión financiera, lograron que 4.938 personas fueran beneficiadas con Programas de Educación Financiera dirigidos a estudiantes, migrantes y PyMEs.



Cierre de año con cifras récord

 **Regresar**

La Utilidad Neta anual de Ecopetrol de COP 33,4 BN (+100,3% A/A) es la más alta de la historia de la compañía. Estos resultados son POSITIVOS, si bien levemente inferiores a los COP 33,9 BN que esperábamos. A nivel trimestral, la Utilidad Neta se ubicó en COP 6,9 BN (-27,8% T/T y +13% A/A), 7,1% por debajo de nuestra estimación. A su vez, el EBITDA anual de COP 75,2 BN es un récord histórico, aunque a nivel trimestral, el EBITDA de COP 16 BN (-24,3% T/T y +14,4% A/A) se ubicó 18,8% por debajo de nuestras expectativas, evidenciándose un deterioro notable a nivel de márgenes EBITDA, que disminuyeron 8,4 p.p y 3,7 p.p a nivel trimestral y anual, 8,2 p.p por debajo de nuestra estimación. Destacamos un incremento de 105,2% T/T y 65,7% A/A en Gastos Operacionales, con los Gastos Exploratorios incrementando 8,8x trimestralmente y 2,1x anualmente, junto con aumentos notables en los Gastos Administrativos. Con respecto a los dividendos propuestos (COP 593 por acción), el payout de 73% con una reinversión total de COP 9 BN es positivo para la compañía y los accionistas, teniendo en cuenta el desempeño de 2022 y los requerimientos de inversión de la compañía en 2023. Así las cosas, el Gobierno va a recibir COP 7,4 BN menos de lo que esperaba según la actualización del Plan Financiero publicado al cierre del año pasado.

Hechos relevantes

- ISA:** Durante 2022, el EBITDA de COP 8,6 BN logrado por ISA aportó el 11,4% del EBITDA total del Grupo Ecopetrol. Asimismo, la repartición de dividendos propuesta por la compañía implica un ingreso de COP 992 mil MM para Ecopetrol. El resultado neto de ISA se ubicó en COP 433 mil MM (-35,2% T/T y -3,9% A/A), 2,7% por debajo de nuestras expectativas, con lo que la Utilidad de 2022 fue de COP 2,2 BN (+32,2% A/A). Los escaladores contractuales de la operación en Colombia y Chile mitigaron los menores ingresos en Brasil; por un lado, está la mejora en los ingresos del Negocio de Vías, explicado por el cambio en el tratamiento del activo financiero de las concesiones viales en Chile (de CLP a unidades de fomento), junto con el incremento de los ingresos en Colombia (IPC, IPP y tasa de cambio), Por otro lado, la moderación del Negocio de Energía en Brasil a partir del comportamiento del IPCA. Para 2023, ISA espera cerrar con el indicador Deuda Neta / EBITDA ubicándose en 3,8x.
- Dividendos:** El Payout de 73% con una reinversión total de COP 9 BN es positivo para la compañía y los accionistas, teniendo en cuenta los requerimientos de inversión de la compañía en 2023. El dividendo por acción sería COP 593/ acción (Dividend Yield de 21,8%). Ahora bien, de acuerdo con la actualización del Plan Financiero publicado al cierre del año pasado, el Gobierno recibiría COP 29 BN en dividendos de Ecopetrol este año, COP 7,4 BN menos frente a los dividendos propuestos por COP 21,6 BN. Por otro lado, el saldo del FEPC para Ecopetrol al cierre del año es de COP 26,3 BN, por lo que, a partir de cruzar la cuenta por pagar del Gobierno con los dividendos a recibir, no alcanza a cerrarse la obligación.
- Diferencial de Precios:** El incremento en el diferencial de la canasta de venta de crudos fue de USD 7,1/barril trimestral y USD 6,4/barril anual, mientras que la canasta de venta de productos disminuyó USD 2,7/barril trimestral y aumentó USD 9,3/barril anual. Teniendo en cuenta la evolución de la cotización de la referencia Brent (-9,3% T/T y + 11,2% A/A), el deterioro trimestral del diferencial de crudo es inesperado y exagerado, afectando negativamente al PyG, al EBITDA y a la Caja. De acuerdo con la empresa, el descuento resultó del incremento en el suministro de petróleo ruso, junto con una demanda China debilitada durante el trimestre, situación que debería revertirse con la entrada en vigencia de restricciones sobre Rusia, la reactivación económica en China y la no modificación en las cuotas de producción vigentes de la OPEP.

EBITDA: Aunque el Margen EBITDA anual de 47,2% incrementó 1,5 p.p. A/A, el margen de 40,3% de 4T22 es el menor desde 4T20. Los Costos y Gastos Operacionales se afectaron por el deterioro en diferenciales de precio, inflación y mayor actividad exploratoria. El efecto inflacionario continuaría, pero con una mejora en los diferenciales de precio.

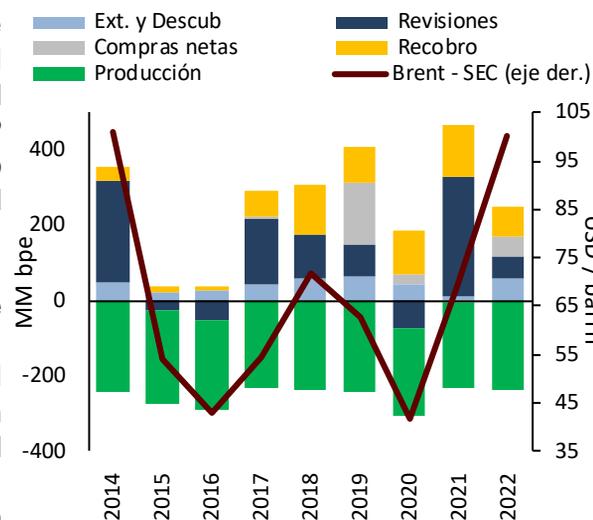
4 de abril de 2023



Información especie Cifras en COP

Precio objetivo	3.600
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	111,6
Ultimo Precio	2.715
YTD (%)	-6,8%

Gráfica 1. Reservas Petróleo y Gas



Fuente: Ecopetrol. Construcción: Corficolombiana.

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

Corficolombiana

andres.duarte@corficolombiana.com

Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	Ecopetrol				
	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	31.761	43.438	39.678	-8,7%	24,9%
Utilidad operacional	10.423	17.222	12.016	-30,2%	15,3%
Utilidad Neta Controladora	6.077	9.513	6.870	-27,8%	13,0%
EBITDA	13.981	21.142	15.996	-24,3%	14,4%
Margen EBITDA	44%	49%	40%	-836 pbs	-370 pbs

Fuente: Ecopetrol. UN antes de impairment.

Endeudamiento: Habiendo logrado un endeudamiento (Deuda Neta / EBITDA) de 1,5x al cierre de 2022, sorprende el límite de 2,1x planteado por la compañía para 2023. La explicación radica en la expectativa de menores precios de referencia (USD 20/barril por debajo de 2022) que afectarán al EBITDA negativamente. Asimismo, la deuda aumentó 21,1% frente a 2021. Sin embargo, es importante recordar que la mayor parte de la deuda de la compañía está en USD, lo cual se justifica teniendo en cuenta que alrededor del 95% del ingreso de la compañía está indexado a dicha denominación. La Deuda se registra en el Balance a la tasa de cambio de cierre, la cual aumentó 20,8% frente al año anterior. Adicionalmente, el EBITDA se afecta con la tasa de cambio promedio que incrementó 7,1 p.p. menos que la de cierre. En este sentido, el endeudamiento de 1,5x es destacable, toda vez que el año anterior cerró en 2,3x. Adicionalmente, el endeudamiento en COP visto desde la estructura de capital (Deuda / Patrimonio), disminuyó 4,7 p.p. anualmente.

Impairment: El efecto contable del impairment reconocido por la compañía en 2022 ascendió a COP 288 mil MM en 2022, COP 24 mil MM neto de impuestos. Los COP 288 mil MM corresponden a un gasto por COP 890 mil MM en Exploración y Producción y COP 406 mil MM en Transporte y Logística, compensados por un ingreso de COP 1,1 BN en Refinación y Petroquímicos. El *impairment* es un reconocimiento del cambio en la valoración de los activos de la compañía, por lo que resaltamos la recuperación del segmento de Refinación positivamente, junto con la expectativa menos favorable en Exploración y Producción, a partir de la proyección de precios futuros, que se tradujo en un ajuste a la baja de COP 0,6 BN en Recursos Naturales (reservas).

Reservas: Para 2022, las Reservas Probadas (1P) de Ecopetrol se ubicaron en 2.011 MMbpe. El incremento de 0,5% en las Reservas Probadas de Ecopetrol fue muy inferior a nuestra expectativa de aumento de entre 5,2% y 12,0% anual. Las Reservas de Gas pasaron de pesar 28% en 2021 a 25% en 2022, con una disminución de 9,1% (de 553 MMbpe a 503 MMbpe), mientras que las Reservas de Petróleo incrementaron 12,5% A/A (de 1.341 a 1.508). El aumento en las Reservas de Petróleo coincide con las compras de 48 MMbpe en EE. UU. y el incremento en los precios SEC utilizados en la certificación de reservas. Sin embargo, los precios SEC crecieron 44,8% A/A y para 2022 los campos que producen con tecnologías de Recobro Mejorado representaron el 40% de la Producción total, por lo que nos sorprendió negativamente el aporte relativamente bajo de las Revisiones y el Recobro mejorado en las adiciones de Reservas del año. En cuanto al gas, el panorama mejora al considerar reservas probables, posibles y recursos contingentes, pero nuestro análisis se limita a las Reservas 1P.

Teleconferencia:

Expectativa de precios para 2023: USD 80/barril, USD 19 menos que en 2022.

Dividendos: Ante la pregunta respecto al menor dividendo frente a lo esperado por el Gobierno, la compañía manifestó que el dividendo propuesto por la Junta Directiva es el que le permite a Ecopetrol llevar a cabo su plan de inversiones y funcionar adecuadamente en el entorno esperado para el presente año.

Compra de reservas: Corresponde a un *high-grading* del Permian, por acres adicionales de la subcuena de Delaware en EE. UU. (anteriormente estaban únicamente en el Midland).

Guidance: Producción entre 720 y 725 kbped para 2023.

Gas: Los supuestos de precio utilizados por la compañía para determinar la viabilidad financiera de las reservas de gas *offshore* colombiano que aún no han sido certificadas, se ubican entre 6 y 7 USD por MMBTU, e incorporan al precio equivalente de gas importado puesto en Cartagena. En cuanto a la disminución trimestral en la producción de gas natural (-5,1% T/T), Ecopetrol lo atribuyó a los mantenimientos requeridos en la infraestructura gasífera.

FEPC: La compañía manifestó tranquilidad respecto al manejo que se le está dando al tema por parte del gobierno. Esperan que parte del saldo de 2022 (COP 26,3 BN) sea cruzado con los dividendos que le corresponden al Gobierno en 2023 (21,6 billones).

ESG:

Reutilización de agua: 35 millones de metros cúbicos (3,4 millones de barriles por día), 25% T/T y + 18% A/A. Durante 4T22 Ecopetrol se convirtió en la primera empresa del sector en Latinoamérica en verificar su huella de agua, realizando el cálculo de acuerdo con la norma NTC-ISO 1406.

Descarbonización: La reducción anual de emisiones de Gases Efecto Invernadero fue 416,672 tCO₂e, superando en 59% la meta establecida para el año. Durante el año 2022, Cenit y todas sus filiales, junto con Esenttia y 11 filiales de ISA, recibieron la certificación de carbono neutralidad. Mediante la compra de bonos de carbono, se compensó la venta de cuatro cargamentos de Castilla Blend®, las emisiones asociadas al transporte marítimo de dos millones de barriles con destino a India, y la venta de 973 mil barriles de gasolina extra a distribuidores mayoristas.

Biodiversidad: Ecopetrol cerró el 2022 como la segunda empresa del país que más datos de biodiversidad aportó al Sistema de Información Biológica, con 209.642 registros y 168 citaciones en publicaciones de revistas indexadas.

Inversión social y ambiental: Los recursos del Portafolio de Desarrollo Sostenible, destinados a inversión social, ambiental y de relacionamiento ascendieron a COP 298 mil millones en 4T22 y 615 mil millones al cierre de 2022 (+31% frente a 2021). La compañía priorizó inversiones sociales en educación, infraestructura vial y comunitaria, emprendimiento, desarrollo social inclusivo y acceso a servicios públicos.

La dimensión de SosTECnibilidad de Ecopetrol incluyó igualmente inversiones y avances en: planeación y autorizaciones ambientales, comunidades y entorno, derechos humanos, gobierno corporativo y órganos sociales, y, ciencia, tecnología e innovación.



Jobo es el nombre de moda

 Regresar

Jobo es el nombre de moda

En nuestra opinión, Canacol presentó resultados **NEGATIVOS** en el 4T22, por debajo de las expectativas del mercado a nivel de ingresos y mejores a nivel operacional, registrando una sorpresa positiva por una alta Utilidad Neta derivada de ingresos por impuestos diferidos pese a registrar pérdida antes de impuestos. Durante el trimestre los ingresos operacionales presentaron contracciones (-5,7% A/A y -8,8% T/T), mientras que el EBITDAX ajustado mostró un comportamiento mixto (+5,7% A/A y -7,2% T/T) en medio de mayores Gastos Operacionales en el rubro de Gastos de Exploración (+195% A/A), los cuales no se habían presentado en lo corrido del 2022 y Gastos Administrativos mixtos (-7,5% A/A y +21% T/T) con la variación trimestral relacionada con presiones inflacionarias compensadas parcialmente con reducción de personal y menores mantenimientos, entre otros. A nivel no operacional, sobresale el crecimiento anual significativo en los Gastos Financieros Netos (+20,1% A/A y +1,6% T/T). De esta manera, se registró una Pérdida Antes de Impuestos, mientras que se generó Utilidad Neta positiva debido a Ingresos por Impuestos Diferidos favorables derivados de la reestructuración corporativa realizada en el 4T22 con la transferencia de sus activos Esperanza y VIM-21 de una subsidiaria de propiedad total a otra, los cuales no afectaron la caja.

A nivel anual, se cierra el 2022 con ingresos de USD 335,7 MM (+8,1% A/A) en medio de ventas de gas estables de 182,4 Mcfpd (+0,5% A/A) y un mayor precio promedio de venta de Gas Natural y GNL de USD 4,74 / Mcf (+8,5% A/A), con un mayor EBITDAX ajustado (+3,7% A/A) y un margen EBITDAX del 63,4% (+81 pbs A/A).

Hechos relevantes

- Estabilidad en volúmenes de Gas:** En el trimestre los volúmenes de venta de gas presentaron una reducción (-5,5% A/A y -4,7% T/T) principalmente por una menor demanda de gas en medio de una mayor generación de energía proveniente del recurso hídrico sobre el térmico, compensado parcialmente por un mayor precio de venta promedio de gas (+4,3% A/A y +1,1% T/T), reflejándose en el menor nivel de Ingresos mencionados previamente.
- Cabe mencionar que,** en el 4T22 el precio promedio de venta de gas tuvo un buen comportamiento, ubicándose en USD 4,81/Mcf, manteniendo el comportamiento alcista de los últimos periodos, siendo el mayor desde el 2T19 (USD 4,83 / Mcf). Por su parte, el *netback* operativo se ubicó en USD 3,73 / Mcf, estable a nivel trimestral (+3,9% A/A), manteniéndose como el mayor valor en los últimos 36 meses cuando en el 3T19 se ubicó en USD 3,86/Mcf en medio de un crecimiento en el ingreso neto de gastos de transporte.
- Leve aumento en endeudamiento:** Respecto al indicador Deuda Neta / EBITDAX, al cierre del 2022 mostró un leve incremento anual al ubicarse en 2,1x frente al 1,8x del cierre del 2021. Sobre el perfil de vencimientos, sobresalen Bonos (*Senior Notes*) por USD 500 MM con vencimiento en 2028 a una tasa del 5.75% y Cupos Bancarios disponible por USD 200 MM de los cuales han usado USD 35 MM con vencimiento en 2027, indexado a SOFR +4.5% y esperan utilizar ~ USD 65 MM para el pago de impuestos derivados de temas impositivos por la reestructuración. Para 2023 esperan un nivel de Deuda / EBITDA de 2,5x, inferior a los *Covenants* de 3,5x en el caso de los Bonos y 3,2x de los Créditos Bancarios.
- Menor caja al cierre del 2022:** El Flujo de Caja Operativo finalizó en USD 185 MM, mayor a los USD 124 MM del 2021, lo cual le permitió cubrir la salida de recursos por Actividades de Inversiones por USD 180 MM dadas mayores inversiones en exploración y propiedad planta y equipo, mientras que la salida de efectivo por Actividades de Financiamiento por USD 81 MM, generó una variación anual negativa de USD 75 MM en la caja, con el efectivo finalizando en USD 58,5 MM el 2022 frente a los USD 138 MM del 2021, donde la compañía cuenta con liquidez vía créditos bancarios sumados a los recursos en caja.

4 de abril de 2023

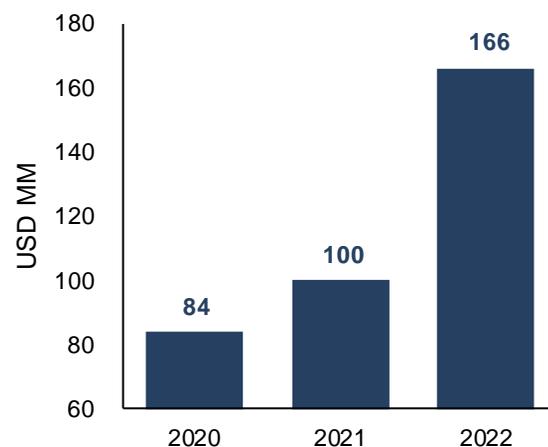


Información especie

Cifras en COP

Precio Objetivo	75.000
Recomendación	Neutral
Market Cap. (BN)	1,3
Último Precio	37.890
YTD (%)	+6,07%

Evolución Gastos de Capital



Fuente: EEFF Canacol. Elaboración: Casa de Bolsa SCB

Roberto Carlos Paniagua
 Analista Oil & Gas y Utilities
 Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
 Gerente de Estrategia
 Renta Variable
 omar.suarez@casadebolsa.com.co

Resumen resultados financieros

Cifras en USD miles	Canacol				
	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Venta de gas (Mcfpd)	185.896	184.163	175.580	-4,7%	-5,5%
Ingresos operacionales	84.244	87.131	79.444	-8,8%	-5,7%
EBITDAX Ajustado	49.198	56.015	52.003	-7,2%	5,7%
Utilidad antes de Impuestos	12.974	21.507	-1.801	n/a	n/a
Utilidad Neta	7.025	-4.463	133.722	n/a	1803,5%
Margen EBITDAX Ajustado	58,4%	64,3%	65,5%	117 pbs	706 pbs

Fuente: Canacol. Construcción: Casa de Bolsa SCB

Puntos Destacados de la Conferencia

- Reservas:** Canacol publicó sus Reservas probadas (1P) para 2022 de Gas Natural Convencional y Crudo, donde se observa un decrecimiento del 7,9% hasta 59,5 millones de barriles de petróleo equivalente (MMBOE), traduciéndose en un Índice de Reposición de Reservas (IRR) del 56% y una Vida Media de reservas que se redujo hasta 5,1 años, desde los 5,5 años del 2021 ([informe](#)). La compañía mencionó que algunos pozos perforados al final del 2022 no alcanzaron a tener pruebas de producción para poder ser incorporados y eso debería de reflejarse en el 2023 en las Reservas 1P. A nivel de tasa de éxitos exploratorios, en el 2022 se perforaron 7 pozos con una tasa del 100% y en 2021 se perforaron 8 pozos con tasa de éxito del 75%, mientras que han observado que la Reforma Tributaria ha afectado la dinámica exploratoria en el sector. La compañía manifestó que se encuentra en la búsqueda de oportunidades de inversión en gas natural fuera de Colombia.
- Dividendos:** La compañía continuará con su política de repartición de dividendos, con un dividendo trimestral de CAD 0,26 / acción, equivalente a un *Dividend Yield* anualizado en COP de ~ 10% a precios recientes.
- Readquisición de acciones en la Bolsa de Toronto:** Durante el 2022, Canacol recompró 1.121.866 Acciones Ordinarias (669.700 en 2021) a un costo de USD 13,7 MM (USD 8,8 MM en 2021). El 31 de enero de 2023, Canacol renovó su oferta de emisor de curso normal **para comprar hasta 1.971.950 Acciones Ordinarias en circulación**. El número máximo de Acciones Ordinarias que Canacol puede comprar en un día determinado es 13.095 Acciones Ordinarias. La vigencia del programa de readquisición será desde el 2 de febrero del 2023 hasta el 1 de febrero de 2024.
- En cuanto a perforaciones,** en el 4T22 Canacol reporta que: **1)** Completó la perforación del pozo de exploración Chimela-1 en su contrato de Exploración y Producción (E&P) VMM-45 operado en un 100%; **2)** Comenzó la perforación del pozo de exploración Dividivi-1 en su contrato de E&P VIM-33 E&P operado en un 100%, el pozo Saxofón-1 en su bloque VIM-5 y el pozo de exploración Natilla-1 ubicado en su participación en el contrato de E&P SSJN-7, operado en un 50% el cual fue desviado debido a problemas mecánicos.
- Guidance 2023:** **1)** Volumen de Ventas de Gas de 160 – 206 millones de pies cúbicos por día (MMscfpd) frente a los 182,4 MMscfpd al cierre del 2022; **2)** Precio promedio de venta de gas de USD 4,95 – USD 5,09 / Mcf mayor al promedio registrado en el 2022 de USD 4,74 / Mcf; **3)** *Netback* del USD 3,81 – USD 3,84 / Mcf, superando el USD 3,68 / Mcf del año anterior; **4)** Gastos de Capital de USD 138 – 163 MM frente a los USD 166 MM del 2022 ([informe](#)); **5)** EBITDA de USD 190 – USD 263 MM con la parte inferior similar al EBITDA registrado durante 2022 de USD 190,5 MM. Adicionalmente, **Canacol estima la perforación de hasta 10 pozos de exploración y evaluación, buscando Tasa de Reemplazo de reservas probadas y probables (2P) de más del 200%.**
- Gasoducto Jobo - Medellín:** Canacol espera tener licencias en agosto del 2023 e iniciar construcción en el 4T23, recordando que el modelo de contrato tipo BOOM traslada todos los costos al consorcio constructor. El gasoducto agregará 100 MMcfpd de nuevas ventas de gas al interior a finales de 2024, permitiendo a Canacol aumentar las ventas de gas a más de 300 MMcfpd.
- Termoeléctrica El Tesorito:** Esperan que un posible Fenómeno de El Niño desde junio del 2023 hasta mediados de 2024 generaría presiones al alza en el precio del gas por la mayor incidencia de las Termoeléctricas en la curva de oferta de energía.
- No Recurrentes:** Los efectos a nivel de impuesto de renta corriente y diferido corresponde a no recurrentes en medio de la reestructuración para consolidar algunos activos en otras compañías, buscando eficiencias administrativas, logísticas y financieras.



terpel[®]

Deuda y Capital de Trabajo en la mira

 Regresar

Terpel | Entrega de Notas 4T22

Deuda y Capital de Trabajo en la mira

Terpel mostró resultados **NEUTRALES** en el 4T22, en línea con las expectativas del mercado a nivel de **Ingresos y menores en cuanto a Utilidad Neta**. Los Ingresos Operacionales registraron estabilidad trimestral y un crecimiento anual sobresaliente (+37,8% A/A y +0,2% T/T), en medio de un volumen consolidado estable (+3,1% A/A y -2,3% T/T) soportado anualmente en el segmento de Aviación y Estaciones de Servicio (EDS), mientras que los Costos presentaron variaciones superiores a nivel anual (+39,2% A/A y -0,9% T/T), principalmente por mayores Costos de Servicios y el efecto desfavorable del decaje en Panamá, Perú y R. Dominicana. Adicionalmente, los Costos de Distribución registraron incrementos de 23% A/A, al igual que los Gastos Administrativos 24% A/A, sin embargo, el EBITDA presentó una variación positiva importante 19,2% A/A, con el margen llegando hasta el 3,5% (-55 pbs A/A). Pese al buen comportamiento operacional, a nivel no operacional sobresale el marcado crecimiento en los Gastos Financieros (+101,5% A/A y +17,2% T/T) dada la indexación de la deuda al IPC, llevando a la Utilidad Neta de la Controladora a registrar contracciones anuales (-43,2% A/A) con una tasa efectiva de impuestos del 46% frente al 31% del 4T21. A nivel anual, los ingresos tuvieron un comportamiento sobresaliente llegando a COP 35,4 BN (+53,2% A/A), menor a la variación de los Costos Operacionales (+56,7% A/A), con un EBITDA en niveles históricamente altos de COP 1,4 BN (+18,3% A/A) con un margen del 4% (-118 pbs A/A). Por su parte, presiones en Gastos Financieros se reflejaron en la Utilidad Neta de COP 333 mil MM (-11,3% A/A) y un margen del 0,9% (-68 pbs A/A). La Asamblea aprobó el pago de un dividendo de COP 919 / acción (-19,4% A/A) pagadero el 31 de marzo de 2023 (D. Yield 11%).

Hechos relevantes

- **Colombia sobresale operativamente:** Para el 4T22, los ingresos operacionales crecieron de forma sobresaliente (+26,9% A/A), en medio de estabilidad en el volumen (+2,4% A/A), junto a la fidelización del programa "Vive Terpel". Por su parte, el EBITDA tuvo un desempeño sobresaliente (+21,8% A/A) en medio de un decaje favorecido por mayores precios de los combustibles y la recuperación de los Lubricantes producto de la reorganización en el suministro de insumos por parte de los proveedores y el traslado de mayores costos al precio de venta.
- **Panamá con retos en el horizonte:** En Panamá, el 4T22 registró crecimiento en volúmenes (+6,4% A/A), permitiendo ingresos con un incremento significativo (+74,9% A/A) con nuevos clientes en aviación, lo cual no pudo trasladarse al EBITDA (-3,1% A/A) debido al efecto negativo por decaje por caída en precio de combustibles y mayores gastos por logística de despacho de combustibles en EDS. En Perú resaltamos el comportamiento positivo en volúmenes (+30,5% A/A) con mayores ventas en segmento de aviación e inicio de operación como operador mayorista. En Ecuador sobresale el mayor EBITDA (+20,8% A/A) con la continuidad de los buenos resultados en el sector Industrial.
- **Puntos destacados Conferencia:** **1)** Coyuntura de Viva Air afecta a Terpel dada una exposición crediticia de COP 58 mil MM, lo cual equivale al cerca del 90% del EBITDA del negocio de aviación y al 13% del volumen de aviación total de Terpel. A la fecha no lo han provisionado y esperan resolución en abril del 2023; **2)** Flujo de Caja termina en COP 583 mil MM (-17,4% A/A) con mayor presión en Capital de Trabajo por el incremento en los precios de los combustibles y lubricantes; **3)** El 38% de su Deuda vence en 2023 (COP 1,4 BN) con la Deuda Neta / EBITDA finalizando en 2,3x (1,8x en 2021). Cierta parte se ha renegociado y buscan diferentes posibilidades de refinanciación a tasas fijas, incluyendo deuda bancaria, renegociación de Bonos según condiciones de mercado, junto a la posibilidad de emisión en USD; **4)** Expectativas de un 2023 retador en la región, especialmente en el sector aeronáutico.

4 de abril de 2023



Información especie

Cifras en COP

Precio Objetivo	14.000
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap. (BN)	1,4
Último Precio	7.700
YTD (%)	-4,1%

Gráfica 1. Evolución Volumen



Fuente: Terpel. Cálculos: Casa de Bolsa SCB

Roberto Carlos Paniagua
Analista Oil & Gas y Utilities
roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente Estrategia
Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	Terpel				
	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	6.955	9.563	9.582	0,2%	37,8%
EBITDA	281	272	335	23,1%	19,1%
Utilidad Neta Controladora	73	8	41	404,3%	-43,2%
Margen EBITDA	4,0%	2,8%	3,5%	65 pbs	-55 pbs
Margen Neto Controladora	1,0%	0,1%	0,4%	35 pbs	-61 pbs

Fuente: Terpel. Cálculos: Casa de Bolsa SCB.



Buena dinámica operativa opacada por Argentina

 **Regresar**

Buena dinámica operativa opacada por Argentina

En nuestra opinión, Mineros mostró resultados **NEUTRALES** en el 4T22, mejores que las expectativas del mercado a nivel de EBITDA, con sorpresa negativa en cuanto a la Utilidad Neta, principalmente por el **impairment en Gualcamayo (Argentina)**. En el 4T22, los Ingresos Operacionales mostraron un buen comportamiento anual (+7,3% A/A y -3,4% T/T), en medio de mayores onzas de oro vendidas en la operación aluvial de Nechí y en Hemco, donde la producción total tuvo una evolución anual importante (+11,4% A/A y -2,6% T/T), compensando el menor precio promedio anual de venta del oro (-1,2% A/A y +3,4% T/T). Por su parte, sobresale que los Costos de Ventas totales decrecieron (-2,8% A/A y -10,3% T/T) dada la menor compra de material artesanal en Hemco y reducción en costos laborales por la fortaleza del dólar. Los Gastos Administrativos registraron incrementos significativos (+25% A/A) por el rubro de servicios (seguros y reportes técnicos), mientras que los Gastos de Exploración tuvieron un marcado comportamiento al alza (+107,1% A/A) principalmente por prospectos exploratorios no exitosos en Argentina. En medio de lo anterior, el EBITDA ajustado registró un comportamiento positivo (+29,7% A/A y +6,6% T/T), reflejado en un margen EBITDA del 35,1% (+605 pbs A/A y +331 pbs T/T). A nivel no operacional, junto al **impairment** mencionado (el cual no afectó la caja), sobresalen Ingresos Financieros por la venta de activos financieros en Gualcamayo, además de Gastos Financieros con un crecimiento anual de doble dígito (+24,1% A/A y +1,4% T/T). De esta manera, se registró Pérdida Neta en el trimestre. **A nivel anual, el cierre del 2022** mostró cifras favorables a nivel operacional, con la producción de oro finalizando en 287,2 mil onzas (+9,9% A/A), por encima de la parte alta del rango establecido de 262 – 285 mil onzas, los Ingresos mostraron un comportamiento positivo (+6,6% A/A), mayor a los Costos de Ventas (+4,5% A/A). El EBITDA tuvo una expansión de doble dígito (+14,4% A/A) con un margen del 33,5% (+228 pbs A/A). Sin embargo, el alto **impairment** y mayores gastos financieros afectaron la UN (-89,7% A/A).

Hechos relevantes

- Colombia con estabilidad trimestral:** En el 4T22, la producción de oro presentó un buen comportamiento anual y estabilidad trimestral hasta las 25 mil onzas (+61% A/A y -1,1% T/T) en medio de mayores eficiencias operativas, que se tradujeron en el volumen movido. A su vez, las mayores onzas vendidas se reflejaron en el menor costo total de producción por onza (AISC, por sus siglas en inglés) (-33,6% A/A y +6,3% T/T). Como lo hemos mencionado en informes anteriores, las presiones inflacionarias podrían continuar afectando la estructura de costos de la compañía. Cabe mencionar que, la vida estimada de reservas certificadas es de 12 años.
- Nicaragua avanza gradualmente:** Se presentó un leve incremento en la producción de oro (+4,4% A/A y +4,3% T/T), anualmente explicado por una mayor producción de la mina subterránea propia e incremento en el tenor promedio. Por su parte, el menor comportamiento anual del AISC (-6,2% A/A y +0,4% T/T) se relacionó con reducciones en las inversiones de sostenimiento. En 2023 se espera mantener niveles de producción hasta que se logre aumentar la capacidad de molienda a mediano plazo, junto a los avances del proyecto Porvenir.
- Argentina con entorno retador:** A nivel de producción, se presentó un decrecimiento importante en Gualcamayo (-19,7% A/A y -20,5% T/T) debido a una menor recuperación al migrar de proceso de óxidos a sulfuros, implicando mayores costos por una lixiviación más lenta. Consideramos que las presiones hiperinflacionarias en la estructura de costos y gastos seguirán presentes en 2023. Por su parte, el proceso de declinación natural y cierre de Gualcamayo puede tomar 3 años.

4 de abril de 2023

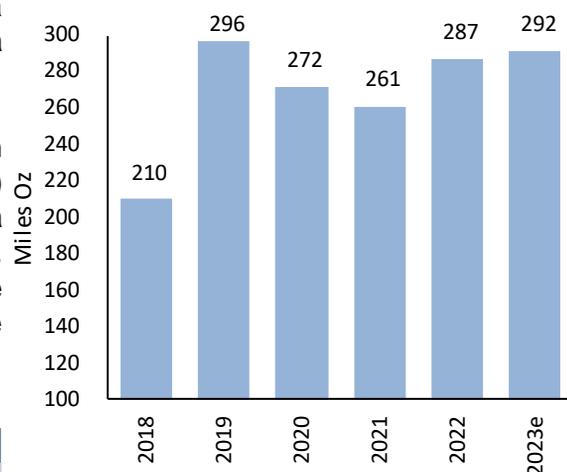


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	3.200
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	0,5
Último Precio	1.870
YTD (%)	+1,1%

Gráfica 1. Producción (Miles Oz de oro)



Fuente: Informes financieros Mineros.
Construcción: Casa de Bolsa SCB.

Roberto Carlos Paniagua
Analista Oil & Gas y Utilities
Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia
Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Resumen Resultados Financieros

Cifras en USD MM	Mineros				
	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Producción (mil Oz AuEq)	65	75	73	-2,6%	11,4%
Precio promedio (USD/Oz) AuEq	1.802	1.722	1.780	3,4%	-1,2%
Ingresos	122	136	131	-3,4%	7,3%
EBITDA Ajustado	35	43	46	6,6%	29,7%
Utilidad Neta	11	3	-20	n.a	n.a
Margen EBITDA	29,0%	31,7%	35,1%	331 pbs	605 pbs
Margen Neto	9,0%	1,9%	n.a	n.a	n.a

Buena dinámica operativa opacada por Argentina

Flujo de Caja se ve impactado en 2022: Al cierre del 2022 se finaliza con USD 49,8 MM en la caja, un 21,1% menos que el registro al cierre del 2021 (USD 63 MM), en medio de un FCO de USD 82,6 MM (-5,4% A/A) afectado por mayor pago a proveedores y empleados. Por su parte, el FCI mostró salida de recursos por USD 59,3 MM (-23,8% A/A) principalmente por menores adiciones en PP&E, menor compra de intangibles y exploración, dada la compra del depósito de Luna Roja en 2021 por USD 24,2 MM, compensado parcialmente por ventas de instrumentos financieros por USD 19 MM en 2021 que no se dieron en 2022, mientras que el FCF tuvo un incremento significativo con la salida de recursos por USD 43,3 MM (+369,1% A/A) principalmente por un mayor pago de dividendos y de gastos financieros, junto a recursos recibidos en 2021 por el IPO en Colombia y Canadá que no se dieron en 2022. Por último, los efectos cambiarios aportaron USD 6,7 MM al nivel de efectivo en 2022.

A nivel de Guidance consolidado, para 2023 la compañía estima una **producción anual** de 264 – 292 mil onzas, lo cual, según la compañía, se da dentro de los límites que tiene la compañía sin mayores crecimientos hasta lograr aumentar capacidad, principalmente en Nicaragua. En nuestra opinión, nos parece una proyección conservadora dado que la parte alta implica un leve crecimiento del 1,7% A/A frente la cifra del 2022 (287,2 mil onzas) e inferior a los niveles vistos previos a la pandemia de ~ 296 mil oz.

El **Cash Cost** finalizó 2022 en USD 1.124 / onza, dentro del rango meta de USD 1.090 – 1.180 / onza y se proyecta un rango de USD 1.160 – 1.250 / onza para 2023, superior al 2022 por mayores D&A estimadas, mientras que el **AISC** finalizó en USD 1.365 / onza, también dentro del rango meta de USD 1.350 – 1.450 / onza, con una estimación de USD 1.400 – 1.490 / onza para 2023. Acorde a la compañía, ambos indicadores se proyectan teniendo en cuenta un precio promedio de venta de oro de USDD 1.750 / onza, lo cual implica una reducción del 2,9% frente al precio promedio de 2022 de USD 1802 / onza, e inflaciones del 9% en Colombia y Nicaragua y del 80% en Argentina.

Con miras al 2023 nos parece importante monitorear la capacidad de la compañía para cubrir los compromisos para los próximos 12 meses de ~ USD 92,4 MM, considerando que el efectivo (USD 49,8 MM) cubre el 53,9% de este saldo y que el 2023 será un año con un entorno retador que podría reflejarse en la dinámica del Flujo de Caja Operacional, en medio de una leve corrección a la baja en el precio promedio del oro y una producción de oro estable en el mejor de los casos, acorde a las proyecciones de la compañía.

Puntos Destacados de la Conferencia

A nivel de dividendo, se realiza una propuesta de un dividendo anual de USD 0,7 / acción (+8% A/A) pagadero trimestralmente entre abril de 2023 y marzo 2024.

Respecto a los programas de crecimiento y exploración, dentro del *pipeline* de proyectos la compañía buscará durante 2023 enfocarse en 3 frentes, siendo el principal de ellos Nicaragua:

Proyecto Porvenir (Nicaragua): Esperan completar el estudio de prefactibilidad en el primer trimestre de 2023.

Depósito Luna Roja (Nicaragua): Continúan explorando el depósito. En julio del 2022 obtuvieron la estimación inicial de recursos minerales.

Carbonatos Profundos - DCP (Argentina): Esperan obtener el primer balance de Recursos Minerales en el primer trimestre de 2023.

En Colombia, las actividades de exploración bajo la Alianza Estratégica con Royal Road han sido temporalmente suspendidas y esperan mayor claridad a nivel de reglas de juego sobre esta actividad en medio de un nuevo código minero en curso y modificaciones planteadas en el Plan Nacional de Desarrollo. Actualmente, tienen permisos para operar por 3 años donde cada vez los requerimientos ambientales son mayores.

En Chile, esperan mantener el 20% de participación del proyecto La Pepa y en un futuro retomar la agenda de exploración chilena.

A nivel bursátil, han visto una mayor migración de acciones hacia la Bolsa de Toronto frente a la Bolsa de Valores de Colombia, la cual esperan que continúe gradualmente.

ASG

- En el frente laboral, en Nechí la compañía viene adelantando la formalización gradual de la fuerza laboral.



Cierre de un 2022 estelar

 **Regresar**

Cierre de un 2022 estelar

En nuestra opinión, SQM presentó resultados POSITIVOS durante el 4T22, en línea con las expectativas del mercado. Los ingresos operacionales presentaron un comportamiento anual sobresaliente (+189% A/A y +5,9% T/T), impulsados principalmente por el fuerte incremento anual de los Ingresos por Litio (+457,8% A/A y +8,1% T/T) debido tanto a un mayor volumen comercializado como a un mayor precio promedio, dada una demanda robusta y una oferta global ajustada. Los Ingresos por Litio representaron el 80,6% de los ingresos del trimestre. Por su parte, el EBITDA mostró un resultado robusto (+197,7% A/A y +0,4% T/T), con el margen llegando hasta el 53,2% (+156 pbs A/A y -291 pbs T/T). A nivel no operacional, sobresalen mayores Ingresos Financieros, con crecimiento anual de triple dígito, junto a menores Gastos Financieros netos anuales (-18,5% A/A y +27,7% T/T). Por su parte, en impuestos se presentó una tasa efectiva del 28% frente al 31% de un año atrás. De esta manera, la Utilidad Neta de la controladora presentó un comportamiento positivo (+257,8% A/A y +4,7% T/T), registrando un margen del 36,7% (+707 pbs A/A y -45 pbs T/T).

En términos anuales, la compañía cerró el 2022 con cifras históricamente altas a nivel de Ingresos, EBITDA y Utilidad Neta. Los Ingresos tuvieron un crecimiento anual de triple dígito hasta USD 10,7 BN (+274% A/A) soportados especialmente en el crecimiento del 771% A/A en los ingresos por Litio, segmento que contribuyó con el 76% de los ingresos del año. Por su parte, el EBITDA finalizó en USD 5,8 BN (+392% A/A), llevando al Margen EBITDA al 54,4% (+1.307 pbs A/A). En línea con lo anterior y con Gastos Financieros estables de USD 86,6 MM (+2,4% A/A), la Utilidad Neta finalizó en USD 3,9 BN (+567% A/A) con un sólido margen neto del 36,5%.

Hechos relevantes

• **Litio no baja la guardia:** En el 4T22 se registró una demanda fortalecida por una mayor producción de Cátodos y Vehículos Eléctricos (VE) en anticipación a la no prórroga de subsidios de VE en China en 2023, con lo cual parte de las ventas esperadas para comienzos del 2023 fueron realizadas hacia finales del 2022. Es así como, en medio de una oferta ajustada y una demanda fortalecida, los volúmenes mantuvieron un excelente comportamiento (+457,8% A/A y +8,1% T/T) junto a precios al alza (+303% A/A y +4,6% T/T). La compañía mencionó que tiene una participación global de mercado del 20%. Con miras al 2023, la compañía espera un crecimiento del 20% en la demanda por Litio en medio de mayores ventas esperadas de VE, especialmente en EE.UU, donde la demanda se vería favorecida por la Ley de Reducción Inflacionaria (IRA).

• **NVE muestra contracción en volúmenes:** Los ingresos de Nutrición Vegetal de Especialidad (NVE) mostraron estabilidad anual (+2,2% A/A y -6,3% T/T) en medio de menores volúmenes (-30,2% A/A y -4,2% T/T). La compañía estima que la demanda global de Nitrato de Potasio agrícola pueda reducirse 20% A/A en el 2022. Hacia 2023, se proyectan correcciones a la baja en precios.

• **Yodo mantendría la buena forma en 2023:** El sobresaliente comportamiento anual de los ingresos del segmento de Yodo en el 4T22 (+93,6% A/A y -1,2% T/T) estuvo relacionado tanto con el mayor nivel de precios promedio (+74,9% A/A y +8,4% T/T), como con volúmenes con expansión anual (+10,7% A/A y -8,8% T/T) en medio de un crecimiento de la demanda en el segmento de rayos - X, el cual puede crecer 1% - 2% en 2023, mientras que, en 1S23, los precios podrían mantenerse en niveles similares a los del cierre del 2022 (~ USD 69 / Kg).

• **Brasil baja la guardia en el mercado de Potasio:** En el caso del Potasio, el débil comportamiento anual en ingresos (-61,4% A/A y +33,8% T/T) se relacionó con una demanda que se mantiene débil y un mayor nivel de inventarios a nivel global, reflejada en los volúmenes (-67,6% A/A y +57,3% T/T), con lo cual la compañía estima que la demanda global de Potasio se haya contraído en 10 MM de toneladas anuales en 2022. Sin embargo, en el 2023 se debería de registrar algún tipo de recuperación en la demanda debido a la expectativa de menores precios, con lo cual los volúmenes se ubicarían por debajo de las 500 mil toneladas (2022 cerró con 480 mil ton).

4 de abril de 2023

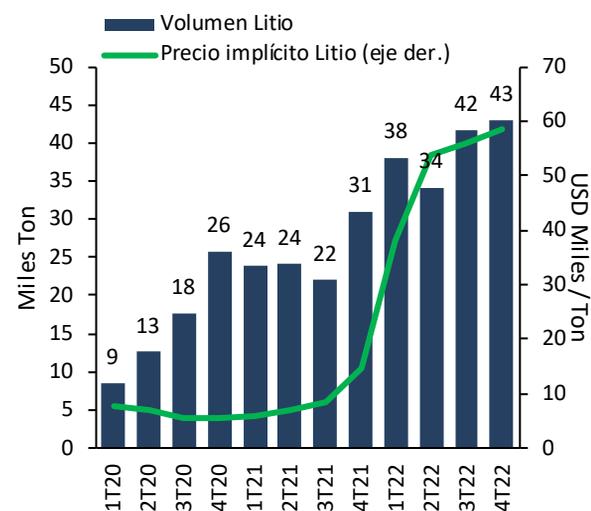


Información especie

Cifras en CLP

Precio objetivo	94.800
Recomendación	Sobreponderar
Mkt Cap (BN)	18.132
Ultimo Precio	69.810
YTD (%)	+1,8%

Gráfica 1. Litio - Volumen y precio



Fuente: Informes compañía Construcción: Casa de Bolsa SCB

Roberto Carlos Paniagua
Analista Oil & Gas y Utilities
Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia
Renta Variable

omar.suarez@casadebolsa.com.co

Resumen resultados financieros

Cifras en USD MM	SQM			Var % A/A	Var % T/T
	4T21	3T22	4T22		
Volumen Litio*	31	42	43	38,3%	3,4%
Ingresos operacionales	1.084	2.958	3.134	189,0%	5,9%
EBITDA Ajustado	560	1.660	1.667	197,7%	0,4%
Utilidad Neta Controladora	322	1.100	1.151	257,8%	4,7%
Margen EBITDA	51,6%	56,1%	53,2%	156 pbs	-291 pbs
Margen Neto Controladora	29,7%	37,2%	36,7%	707 pbs	-45 pbs

*Miles Toneladas.

Fuente: Informes compañía Construcción: Casa de Bolsa SCB

Puntos Destacados de la Conferencia

- **Litio:** La compañía proyecta un crecimiento en su capacidad desde los 180 mil Toneladas Métricas (TM) del 2022 hasta 265 mil TM en 2025, incluyendo gradualmente la expansión de la Planta de Litio del Carmen – Antofagasta, la planta de refinación de Hidróxido de Litio en Sichuan – China, junto a la mayor producción en Australia (Mt. Holland y Kwinana). De esta manera, **el Capex** esperado para el periodo 2023-2025 sería de USD 2,2 BN. Sobre el comportamiento esperado de la demanda, para 2023 se espera una demanda de 760 mil MT (70% proveniente de Vehículos Eléctricos) con un incremento hasta 1.500 mil TM en 2025 (75% de Vehículos Eléctricos), implicando una Tasa Anual de Crecimiento Constante (TACC) del 23%.
- **Financiación del Capex:** El Capex planeado para el período 2023 – 2025 de USD 2,2 BN sería financiado principalmente con recursos propios, cuidando sus recursos en la caja, donde al cierre del 2022 finalizan con USD 2,7 BN.
- **Asamblea General de Accionistas:** La compañía cita a Junta Ordinaria de Accionistas para el 26 de abril de 2023, sin especificar una propuesta de dividendos.

Reiteramos que es importante monitorear el clima político en Chile, especialmente la propuesta del Gobierno sobre un Plan Nacional de Litio y sus avances.

Criterios ESG

- **Respecto a la contribución al acuerdo con la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO),** durante 2022 SQM aportó USD 3,3 BN.



Costos y gastos limitan resultados operacionales

 Regresar

Costos y gastos limitan resultados operacionales

Éxito presentó resultados **NEUTRALES** durante el 4T22, registrando **pérdida neta y contracción en los márgenes operativos a pesar del buen desempeño de los ingresos**. Los ingresos registraron un comportamiento positivo (+18,2% A/A), producto de mayores ingresos en todas las regiones, impulsados por los Formatos Innovadores, las Ventas Omnicanal y un mejor comportamiento de los Negocios Complementarios. El EBITDA disminuyó 5,5% A/A, con una contracción de 218 pbs en el margen, en medio del entorno de mayores costos y gastos, efecto que no logró ser compensado por la implementación de dilución de gastos y eficiencias operacionales. Se registró Pérdida Neta en el trimestre, principalmente por mayores Gastos Financieros, mayores provisiones en Tuya, el ajuste inflacionario de las operaciones en Argentina y un mayor nivel de impuesto diferido.

Hechos relevantes

• **Ingresos mantienen senda positiva:** Los ingresos presentaron un buen comportamiento (+22,6% A/A). Colombia representó el 72% de los ingresos, con un crecimiento de 11,1% A/A, respaldado por una sólida dinámica comercial, la contribución de Formatos Innovadores, Ventas Omnicanal – impulsadas por el segmento de alimentos, donde un menor nivel de inflación interna ha resultado favorable-, mayores volúmenes y la mejora del comportamiento de los Negocios Complementarios. La operación de Uruguay, con una participación de 19% sobre los ingresos, se incrementó en 14,9% A/A en moneda local, principalmente por una temporada de turismo positiva, además de una mejor dinámica de consumo, sólido crecimiento de las tiendas Fresh Market y mayor participación de la Omnicanalidad. La operación de Argentina contribuyó en 9% de los ingresos, con un incremento de 119,6% A/A en moneda local, apoyada por mayor tráfico, dinámica comercial, desempeño Omnicanal y mayor contribución del Negocio Inmobiliario.

• **Rentabilidad bajo presión:** Como punto negativo, El EBITDA disminuyó 5,5% A/A, presentando una contracción de 218 pbs en el margen EBITDA con respecto a la cifra reportada durante el 4T21, en medio de las presiones ejercidas por el entorno inflacionario actual sobre los costos y gastos, efecto que fue parcialmente compensado por la implementación de dilución de gastos y eficiencias operacionales. Dado que estas presiones se mantendrían a lo largo de 2023, resaltamos de forma positiva las estrategias de compras anticipadas y eficiencias que han sido implementadas y la necesidad de mantenerlas.

• **Utilidad Neta y Flujo de Caja:** La utilidad neta se posicionó en terreno negativo, donde un menor resultado operativo estuvo acompañado por el efecto de **i) Mayor nivel de Gastos Financieros**, en medio del entorno de altas tasas de interés; **ii) Mayor nivel de provisiones en TUYA**; **iii) El ajuste inflacionario de las operaciones en Argentina**; y **iv) Una base impositiva más baja** –con un mayor nivel de impuesto diferido, acercándose a la tasa legal en Colombia-. Con respecto al Flujo de Caja de los Accionistas, observamos una disminución de 120,6% frente al reportado al final de diciembre de 2021, explicado principalmente por menor resultado operacional, la variación en el capital de trabajo, mayor nivel de impuestos y en menor medida, mayores amortizaciones de pasivos por arrendamiento y un aumento de CAPEX en 13,6% A/A.

4 de abril de 2023

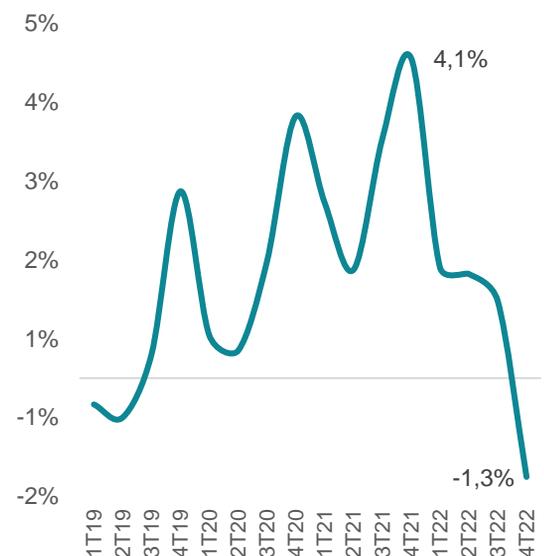


Información especie

Cifras en COP

Precio Objetivo	6.000
Recomendación	Neutral
Market Cap. (BN)	5,3
Último Precio	4.100
YTD (%)	20,6%

Gráfica 1. Margen Neto



Fuente: EEFF Grupo Éxito. Elaboración: Casa de Bolsa SCB

Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	Éxito				
	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	5.243	5.104	6.197	21,4%	18,2%
EBITDA	569	399	537	34,7%	-5,5%
Utilidad Neta	213	50	-78	-255,5%	-136,5%
Margen EBITDA	10,8%	7,8%	8,7%	85 pbs	-218 pbs
Margen Neto	4,1%	1,0%	-1,3%	-223 pbs	-531 pbs

Fuente: Informes financieros Grupo Éxito. Construcción: Casa de Bolsa SCB

Laura López Merchán
Analista Renta Variable
laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Puntos Destacados de la Conferencia

- **Con respecto a la separación de negocios que adelanta GPA** como accionista mayoritario, buscando desbloquear el valor de Éxito, se mencionó que se han enviado las documentaciones para el listamiento de los BDR's y ADR's en Brasil y Estados Unidos, respectivamente; estos se encuentran a la espera de la aprobación de las autoridades correspondientes, que se completarían al final del 1S23.

ASG

- Grupo Éxito continúa avanzando con varios programas en diversos frentes: Cero Desnutrición (alimentación complementaria para niños), Mi Planeta (campaña de reciclaje, siembra de árboles), Comercio Sostenible (compras de frutas y vegetales a productores locales), entre otros.



Ingresos continúan batiendo récor ds

 Regresar

Nutresa | Entrega de Notas 4T22

Ingresos continúan batiendo récords

Nutresa presentó resultados POSITIVOS en el 4T22. Los ingresos del trimestre registraron un comportamiento positivo (+35,5% A/A), alcanzando un nuevo récord; donde resaltamos el efecto positivo de la continuidad de la estrategia de aumentos de precios de la compañía, contrarrestado por una disminución de 0,2% A/A de los volúmenes a nivel consolidado. El EBITDA registró un aumento importante (+38,2% A/A) y aunque los costos de las materias primas continúan ejerciendo presión en la rentabilidad de los negocios y el Margen Bruto; señalamos que estas presiones empiezan a moderarse. Con relación a la propuesta de distribución de utilidades a presentar a la Asamblea General de Accionistas, resaltamos que el dividendo aumentaría en aproximadamente un 42,4% A/A.

Hechos relevantes

- **Ingresos marcan nuevo récord:** Los ingresos registraron un comportamiento positivo y se incrementaron en 35,5% A/A en el 4T22, alcanzando un nuevo récord; favorecido por la continuidad de la estrategia de aumentos de precios de la compañía, contrarrestado por una disminución de 0,2% A/A de los volúmenes a nivel consolidado – explicada por una caída de aproximadamente 0,58% A/A en Colombia, mientras que a nivel internacional, estos se incrementaron en 0,55% A/A-. Los segmentos con mayor crecimiento en términos de ventas fueron Café (+64,7% A/A), Tresmontes Lucchetti (+49% A/A) y Galletas (+42% A/A).
- **Presiones Ceden:** El EBITDA presentó un aumento importante (+38,2% A/A) y aunque los costos de las materias primas continúan ejerciendo presión en la rentabilidad de los negocios y el Margen Bruto; resaltamos que estas presiones empiezan a moderarse, de la mano de un mejor comportamiento del precio de las materias primas y de las estrategias de cobertura de las mismas, además de las eficiencias operativas implementadas por Nutresa, que han permitido compensar gran parte del efecto del entorno inflacionario. Desde nuestra perspectiva, la continuidad de las estrategias de coberturas, eficiencias e incrementos de precios es clave para mantener la senda positiva de los resultados del emisor.
- **Utilidad Neta y Flujo de Caja:** En cuanto a la Utilidad Neta, observamos un crecimiento relevante frente al 4T21, principalmente por un mayor nivel de Ingresos Financieros y un efecto positivo del Impuesto sobre la Renta Diferido, compensando parte del efecto de mayores Gastos Financieros producto del incremento de tasas de interés en las diferentes geografías. Por último, en cuanto a la caja de la compañía, señalamos que el saldo del efectivo al final de diciembre de 2022 es un 22,9% superior frente al reportado al final de diciembre de 2021, aunque el Flujo de Caja Operativo se posicionó en terreno negativo, principalmente por mayor inversión en capital de trabajo y CAPEX.
- **Apalancamiento se mantiene saludable:** Con respecto al endeudamiento, observamos un leve incremento en el indicador Deuda Neta / EBITDA en términos anuales, posicionándose en 1,85x al cierre de diciembre de 2022, aún en niveles saludables y con holgura para estrategias de crecimiento, aunque consideramos importante continuar monitoreando el efecto del alza en los costos de endeudamiento, que aumentó en aproximadamente 738 pbs en términos anuales.

4 de abril de 2023

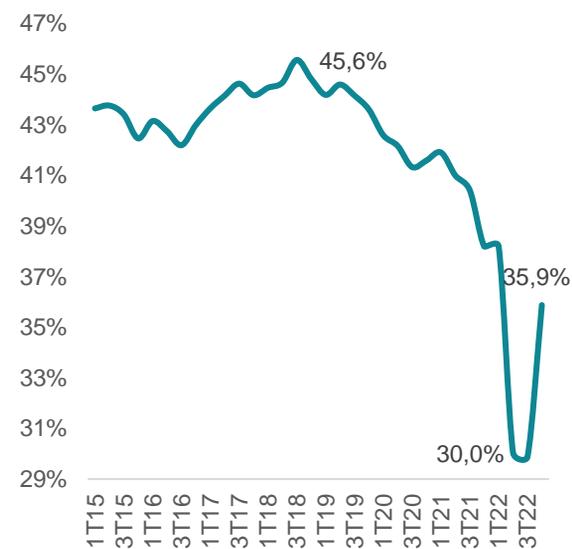


Información especie

Cifras en COP

Precio Objetivo	En revisión
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	23,3
Ultimo Precio	51.000
YTD (%)	+14,6%

Evolución Margen Bruto Nutresa (%)



Fuente: Informes Financieros Nutresa.

Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	Nutresa				
	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	3.603	4.545	4.881	7,4%	35,5%
EBITDA	355	531	490	-7,7%	38,2%
Utilidad Neta	142	220	160	-27,3%	12,7%
Margen EBITDA	9,8%	11,7%	10,0%	-164 pbs	20 pbs
Margen Neto	3,9%	4,8%	3,3%	-156 pbs	-66 pbs

Fuente: Informes financieros Nutresa. Construcción: Casa de Bolsa SCB

Laura López Merchán
Analista Sector Consumo
laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente Estrategia
Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

PUNTOS DESTACADOS DE LA CONFERENCIA:

- Durante el 4T22 se presentó una recuperación en el Índice de Commodities de Grupo Nutresa, con una disminución de aproximadamente 11% en términos anuales, principalmente por menores precios de referencia en proteínas, grasas y café. La administración manifestó su expectativa de que el mercado de Commodities continúe marcado por la volatilidad, por lo cual la compañía se ha enfocado en revisión de ventanas de oportunidad para efectuar coberturas tanto de materias primas como de monedas, lo que ha permitido defender la rentabilidad.
- El programa de readquisición de acciones mediante el cual la administración adquirió el 0,45% de las acciones vence este año. Por el momento no hay planes de presentar una propuesta para llevar a consideración para la próxima Asamblea General de Accionistas en ese sentido.
- De acuerdo con la compañía, el 2023 en términos de volúmenes en Colombia sería plano, donde los incrementos en precio se realizarían a menor ritmo, esperando que la productividad y las capacidades tomen relevancia.
- La planta en la Zona Franca de Santa Marta ya se encuentra en operación, desde allí se han efectuado las primeras exportaciones, que han estado muy centradas en México y Centroamérica; la compañía señaló que está trabajando por fortalecer las exportaciones hacia Estados Unidos y El Caribe.

CRITERIOS ESG:

- Por tercer año consecutivo, Grupo Nutresa fue reconocida como la compañía de alimentos más sostenible en el Índice Mundial de Sostenibilidad de Dow Jones.

FALABELLA

Un cierre de año retador

 Regresar

Falabella presentó resultados **NEGATIVOS** en el 4T22, en línea con las expectativas del mercado. Los Ingresos retrocedieron (-4,1% A/A), principalmente por una menor contribución de los negocios de Tiendas por Departamento y Mejoramiento del Hogar. El EBITDA consolidado presentó una importante disminución de 53,6% A/A, con una contracción de 724 pbs en el margen, consecuente con un menor resultado operacional producto de mayor GAV y el efecto de base comparativa alta observado en Chile en el año 2021. Entre tanto, la Utilidad Neta Controladora sorprendió a la baja, manteniéndose en terreno negativo por segundo trimestre consecutivo, principalmente por el mayor nivel de Provisiones en el negocio bancario, además de un mayor nivel de Gastos Financieros.

Hechos relevantes

- **Ingresos ceden terreno:** Los ingresos presentaron una disminución de -4,1% A/A, principalmente explicada por la débil dinámica de los negocios de consumo discrecional: Tiendas por Departamento y Mejoramiento del Hogar presentaron caídas de doble dígito en medio de un entorno de menor consumo, además de base comparativa alta vs 2021 en Chile, que representa más del 60% de los ingresos. Lo anterior, fue parcialmente compensado por el buen desempeño del negocio Bancario y de Centros Comerciales. Desde nuestra perspectiva, el 1S23 podría ser retador para el emisor, poniendo a consideración el entorno de desaceleración económica, que continuaría reflejándose en una desaceleración del consumo, especialmente en el segmento de consumo discrecional.
- **Márgenes en medio de entorno desafiante:** Consecuente con el entorno expuesto anteriormente y sumado al escenario de mayores costos y gastos relacionado con desarrollos digitales, marketing y arrendamiento; además de un importante incremento en el nivel de provisiones en el negocio bancario teniendo en cuenta un entorno de mayor riesgo, la Utilidad Bruta retrocedió en 16% A/A, con una contracción del margen bruto de aproximadamente 439 pbs. En consecuencia, el EBITDA también presentó un débil desempeño (-53,6% A/A), con una contracción de 724 pbs en el margen, en línea con el menor resultado operativo y las presiones previamente mencionadas. Parte de este efecto fue mitigado por la implementación del plan de eficiencias anunciado en el Investor Day 2022, por lo cual, considerando que el entorno retador se mantendría a lo largo del 2023 a la luz de las expectativas de menor actividad económica, sumadas a una inflación sostenida durante el 1S23.
- **Resultado Neto negativo y apalancamiento al alza:** La Utilidad Neta Controladora sorprendió a la baja, manteniéndose en terreno negativo por segundo trimestre consecutivo, principalmente por el mayor nivel de provisiones en el negocio bancario, además de un incremento relevante en Gastos Financieros. Consideramos relevante monitorear el indicador Deuda Neta / EBITDA, que cerró el año en 6,29x, incrementándose de forma importante, lo que limita la flexibilidad financiera de la compañía.

4 de abril de 2023

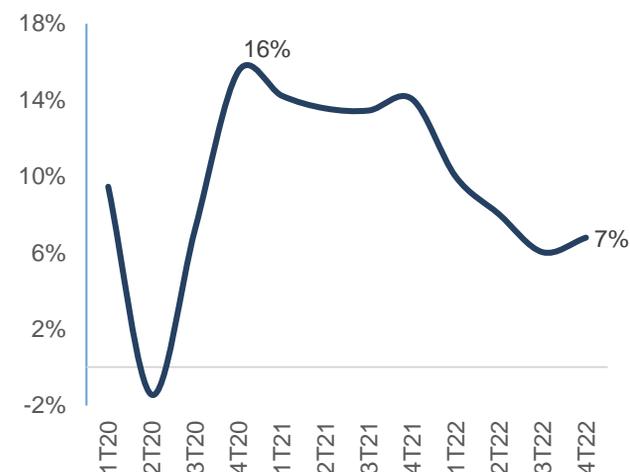
FALABELLA

Información especie

Cifras en CLP

Precio Objetivo	1.900
Recomendación	SUBPONDERAR
Market Cap. (BN)	4,5
Último Precio	1.808
YTD (%)	9,6%

Gráfica 1. Margen EBITDA (%)



Fuente: Falabella. Construcción: Casa de Bolsa SCB

Resumen resultados financieros

Cifras en CLP mil MM	Falabella				
	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Total Ingresos	3.444	2.971	3.304	11,2%	-4,1%
EBITDA	483	179	224	25,3%	-53,6%
Utilidad Neta	196	-25	-23	-7,5%	-111,7%
Margen EBITDA	14,0%	6,0%	6,8%	76 pbs	-724 pbs
Margen Neto	40,6%	-13,9%	-10,3%	364 pbs	-5.085 pbs

Fuente: EEFF Falabella. Construcción: Casa de Bolsa SCB

Laura López Merchán
Analista Renta Variable
laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia
Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Puntos Destacados de la Conferencia

- El 11 de enero de 2023, **la compañía realizó la colocación de los bonos desmaterializados y al portador Serie AK**, con cargo a la línea a 30 años. La colocación de los Bonos Serie AK se efectuó por un monto total de UF 5.000.000 (cinco millones de Unidades de Fomento), con vencimiento el 5 de enero de 2033. La tasa de interés de colocación fue de UF más 3,14%.
- Falabella anunció su **plan de inversiones para 2023 por un total de USD 664 MM**, enfocado en lanzar falabella.com en Colombia, potenciar las capacidades de banca digital, aumentar la capacidad de procesamiento de órdenes y acortar los tiempos de entrega. Tecnología y logística representan el 60% de las inversiones proyectadas para el año en curso, mientras que el 40% correspondería a aperturas y remodelaciones de tiendas.

Criterios ESG

- **Falabella anunció su compromiso con la crisis climática y su intención de ser Net Zero en alcances 1 y 2 en 2035.** El proyecto considera una inversión de más de USD 15 MM en 2023, con el objetivo de mitigar sus emisiones de gases efecto invernadero, descarbonizando su operación, logrando a mediano plazo disminuir en un 65% (versus 2021) sus emisiones para 2030 y ser Net Zero 5 años después.



Consumo básico se muestra resiliente

 Regresar

Cencosud presentó resultados NEUTRALES durante el 4T22, en línea con las expectativas del mercado. Los Ingresos registraron un comportamiento positivo (+9,8% A/A), jalonado por la consolidación de las adquisiciones de The Fresh Market (TFM) en EE.UU. y GIGA en Brasil a los resultados, además de la resiliencia de los negocios de Supermercados y Centros Comerciales. El efecto del entorno inflacionario fue parcialmente compensado por la implementación de eficiencias, aunque se mantienen las presiones sobre el margen EBITDA, que se contrajo en 115 pbs A/A. Entre tanto, la Utilidad Neta Controladora, inferior a las expectativas, disminuyó en 12,5% A/A, principalmente explicada por un aporte negativo de las Participaciones en Asociadas, además de un mayor nivel de Gastos Financieros.

Hechos relevantes

- Formatos discrecionales afectados por desaceleración del consumo:** Los ingresos del negocio de Mejoramiento del Hogar presentaron un incremento moderado (+4,4% A/A), mientras que en el caso de Tiendas Departamentales se observó un comportamiento negativo (-15,2% A/A). Este desempeño responde principalmente a una menor dinámica de consumo, además del notorio efecto de base comparativa alta en Chile durante el año 2021. Durante los próximos trimestres, la perspectiva luce retardada desde el punto de vista de las expectativas de ralentización de la actividad económica.
- Supermercados y Centros Comerciales se mantienen resilientes:** Los Ingresos del negocio de Centros Comerciales crecieron a doble dígito (+13,3% A/A), favorecidos por un mayor nivel de tráfico, en tanto que las ventas del negocio de Supermercados extendieron la senda positiva con un notorio incremento de 38,8% A/A, impulsadas por las adquisiciones de GIGA en Brasil y TFM en EE.UU. y mostrando la resiliencia que aporta el comportamiento defensivo de los segmentos de consumo básico en medio de escenarios adversos, destacando de forma positiva el alto nivel de exposición que Cencosud tiene a estos negocios (76% de los ingresos).
- Márgenes presionados A/A, pero con mejoras T/T:** La rentabilidad de la compañía continuó siendo presionada por el impacto derivado del entorno inflacionario (traducido en mayores costos y gastos), que sumado a la menor dinámica de los segmentos discrecionales, resultaron en contracciones adicionales en los márgenes en términos anuales: el margen EBITDA en 115 pbs y el Margen Bruto en aproximadamente 80 pbs. Sin embargo, a nivel trimestral se observan mejorías, por lo que consideramos que la continuidad de implementación de eficiencias operativas es clave para proteger los márgenes de este efecto.
- Resultado Neto y Flujo de Caja:** La Utilidad Neta Controladora sorprendió a la baja, con una disminución de 12,5% A/A, principalmente explicada por un aporte negativo de las Participaciones Asociadas, además de un mayor nivel de Gastos Financieros. Con relación al Flujo de Efectivo, este se posicionó en terreno negativo (CLP -421 mil MM), en contraste con la cifra reportada al cierre del 2021 (CLP 63 mil MM), consecuente con un menor flujo de actividades de operación y mayores actividades de inversión.

Resumen resultados financieros

Cifras en CLP mil MM	Cencosud				
	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	3.573	3.890	3.922	0,8%	9,8%
EBITDA Ajustado	433	367	429	17,2%	-0,7%
Utilidad Neta Controladora	164	73	144	96,8%	-12,5%
Margen EBITDA	12,1%	9,4%	10,9%	153 pbs	-115 pbs
Margen Neto	4,6%	1,9%	3,7%	178 pbs	-93 pbs

4 de abril de 2023



Información especie

Cifras en CLP

Precio Objetivo	2.000
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap. (BN)	4,4
Último Precio	1.548
YTD (%)	11,2%

Gráfica 1. Evolución Margen Bruto 4T (%)



Fuente: Cencosud. Construcción: Casa de Bolsa SCB

Laura López Merchán
Analista Renta Variable
laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia
Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Fuente: EEFF Cencosud. Construcción: Casa de Bolsa SCB

Puntos Destacados de la Conferencia

- En línea con el Guidance planteado para el 2022, Cencosud cumplió el objetivo de **apertura de 37 nuevas tiendas**, que representa un **aumento en la superficie de venta de 35.578 m2**, además de la transformación de un total de 9 tiendas, incluyendo la conversión de 6 tiendas de Supermercado a formato Cash & Carry en Brasil y Perú, y 3 cambios de bandera (una tienda Santa Isabel a Jumbo y una tienda Johnson a Paris, en Chile, y una tienda Metro a Jumbo, en Colombia).
- El **negocio de Supermercados redujo sus días de inventario en 4,5 días**, principalmente por la reducción en Argentina, producto de una mayor dinámica de consumo, y la incorporación de Estados Unidos, que presenta menores días de inventario que el resto de los países. Mejoramiento del Hogar disminuyó sus días de inventario en 4,2 días explicado por el mayor consumo en Argentina y en Colombia, por un mayor nivel de inventario en 2021 producto de sobre-stock asociado a efectos de la pandemia y nuevas tiendas. Por su parte, Tiendas por Departamento aumentó sus días en 13,3, producto de la disminución del consumo y la menor rotación de los productos de categorías de electrónica y hogar. El nivel de inventarios a nivel consolidado se vio impactado por el aumento del costo de los productos debido, en parte, a un tipo de cambio más alto

Criterios ESG

- Junto a Heike Paulmann, Presidente del Directorio, y Matías Videla, CEO de la Compañía, se dio por culminado, en diciembre, el **primer programa de mentorías #CencoMujeres**, el cual tiene por objetivo potenciar aún más la cultura inclusiva de la Compañía, contribuyendo a la formación y desarrollo de liderazgos femeninos y generando instancias de colaboración y aprendizaje entre Mentoras y Mentees por más de 4 meses, período en el cual participaron más de 24 mujeres líderes de la Compañía.



ARGOS

SPRINT, estrategia para recuperar el terreno perdido



Regresar

Cementos Argos | Entrega de Notas 4T22

SPRINT, estrategia para recuperar el terreno perdido

Cementos Argos presentó resultados NEUTRALES en el 4T22, en línea con las expectativas del mercado. Los ingresos mostraron un buen desempeño (+14% A/A), principalmente por la continuidad de mayores precios y el efecto de la devaluación del COP, contrarrestado por menores volúmenes de ventas en cemento y concreto. El EBITDA ajustado aumentó de forma considerable (+12,9% A/A), apoyado por los factores mencionados previamente. Sin embargo, el entorno inflacionario se mantiene latente, presionando los márgenes de la compañía, aunque a menor ritmo frente a períodos anteriores, presentando una contracción de 183 pbs en el Margen EBITDA y de 230 pbs en el Margen Bruto. **La compañía anunció el programa SPRINT, cuyo objetivo es recuperar el precio de las acciones.**

HECHOS RELEVANTES

- Precios mantienen ingresos en máximos:** Los ingresos aumentaron 14% A/A, apoyados por la estrategia de mayores precios en todas las regionales y la devaluación del peso colombiano. Lo anterior, pese a la disminución de volúmenes consolidados de cemento y concreto –las cifras ajustadas excluyen el efecto de las desinversiones en EE.UU-. Para el 2023, prevemos que en la regional de EE.UU., la demanda se vería limitada por la desaceleración del sector residencial. En Colombia, los proyectos de infraestructura y la exportación hacia otras regionales se mantienen relevantes, aunque una desaceleración del sector residencial impactaría la demanda con un rezago de 12 a 18 meses. En Centroamérica se extendería la recuperación observada durante los últimos períodos a ritmo moderado.
- Rentabilidad presionada:** El EBITDA ajustado aumentó considerablemente (+12,9% A/A), apoyado por los factores mencionados previamente, donde resaltamos el buen desempeño de las regionales de Colombia y Centroamérica y el Caribe. Sin embargo, el entorno inflacionario se mantiene latente en cuanto al impacto sobre los márgenes de la compañía, aunque a menor ritmo frente a períodos previos, con una contracción de 183 pbs en el Margen EBITDA y de 230 pbs en el Margen Bruto, efecto que no logró ser compensado en su totalidad por el aumento de precios.

- Utilidad Neta y Apalancamiento:** La Utilidad Neta sorprendió negativamente al mercado, retrocediendo un 49,1% A/A, con una contracción de 260 pbs en el Margen Neto, impactada principalmente por mayores gastos financieros en medio del notable incremento del costo del endeudamiento y de un efecto negativo de pérdida por diferencia en cambio. Con respecto al indicador Deuda Neta / EBITDA + Dividendos, destacamos de forma positiva que cerró el año en 2,8x, el nivel más bajo en los últimos 9 años. Sin embargo, es importante monitorear el costo del endeudamiento, que continúa incrementándose (+730 pbs A/A en COP y +230 pbs A/A en USD).

- SPRINT busca recuperar el precio:** La compañía estructuró un programa que busca cerrar la brecha entre el precio de la acción en la BVC y el valor fundamental de la compañía, contemplando cinco frentes: **i)** Enfoque en solidez de resultados operativos orientados a la rentabilidad; **ii)** Incremento de las distribuciones de dividendos con un monto de COP 445 mil MM; **iii)** Lanzamiento de un programa de recompra de acciones por COP 250 mil MM; **iv)** Continuidad del listamiento de Argos USA en la bolsa de Nueva York y **v)** Mejorar la liquidez de la especie por medio de la figura de formador de liquidez, de modo que sea eligible para repos.

4 de abril de 2023

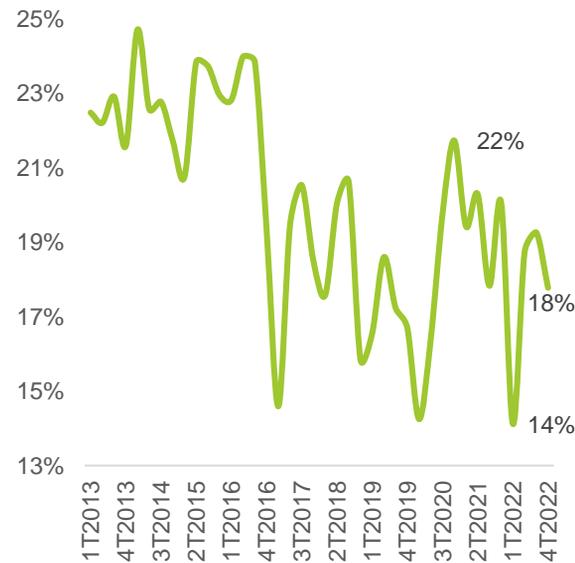


Información especie

Cifras en COP

Precio Objetivo	5.700
Recomendación	Neutral
Market Cap. (BN)	3,7
Último Precio	2.835
YTD (%)	-21,2%

Gráfico 1. Margen Bruto (%)



Fuente: EEFF Cemargos. Elaboración: Casa de Bolsa SCB

Resumen resultados financieros

Cifras en COP miles MM	Cemargos			Var % T/T	Var % A/A
	4T21	3T22	4T22		
Volumen de Cemento* (TM)	4.196	4.172	3.862	-7,4%	-8,0%
Ingresos Operacionales	2.537	3.118	3.138	0,6%	23,7%
EBITDA*	535	583	604	3,6%	12,9%
Utilidad Neta Controladora	112	58	57	-1,7%	-49,1%
Margen EBITDA*	21,1%	18,7%	19,2%	55 pbs	-183 pbs
Margen Neto	4,4%	1,9%	1,8%	-4 pbs	-260 pbs

Fuente: EEFF Cemargos. Construcción: Casa de Bolsa SCB

*Cifras ajustadas

Laura López Merchán
Analista Renta Variable
laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Puntos Destacados de la Conferencia

- La administración presentó una conciliación de los estados financieros con la generación de caja, señalando que debido a ciertas características del negocio, esta es significativamente mayor a la utilidad neta contable. Por lo tanto, la generación de caja neta se posicionó en COP 772 mil MM durante el período, llevando a un saldo final por COP 1,3 BN incluyendo inversiones de corto plazo. De acuerdo con la compañía, **la sólida posición de caja permitiría sustentar el plan “SPRINT”, anunciado como una iniciativa para cerrar la brecha entre el precio de la acción en la BVC y el valor fundamental de la compañía.**
- **Los pilares 2 y 3 del programa “SPRINT”, que contemplan una mayor repartición de dividendos y el programa de readquisición de acciones aún están sujetos a la aprobación de la Asamblea General de Accionistas (AGA), que se realizará en el mes de marzo.** En conjunto, estos dos sumarían alrededor de COP 700 mil MM, lo que de acuerdo con la administración, sería equivalente a un incremento del 80% versus las distribuciones a accionistas del 2022. Dicha distribución se formalizaría en dos fases:
 - I. Un total de COP 128 mil MM de dividendos ordinarios se declararían en la próxima AGA.
 - II. Se realizaría una Asamblea de Accionistas subsecuente a la anterior, donde se propondrá a los accionistas aprobar un monto adicional para dividendos ordinarios por COP 317 mil MM, además de aprobar el programa de readquisición por COP 250 mil MM.

La segunda Asamblea surge de la necesidad de aprobar un ajuste contable que contempla una **transferencia de 17,2 MM de acciones de Grupo Sura que posee Cementos Argos a una subsidiaria que es 100% propiedad de la compañía**, que de acuerdo con la administración, permitiría desbloquear las distribuciones futuras a los accionistas.

ESG

- La iniciativa Science Based Targets (SBTi) validó la **meta de reducción en un 21 % de las emisiones de CO2 a 2030**, reconociendo la validez de la hoja de ruta de Cementos Argos en materia de cambio climático y la probidad de los proyectos específicos que adelanta para lograr los objetivos de disminución en el alcance 1 y 2.



Backlog del 2023 en la mira

 **Regresar**

Concreto publicó resultados MIXTOS en el 4T22. Los Ingresos mantuvieron un desempeño positivo (+111,2% A/A, respaldados a lo largo de 2022 por la sólida ejecución de contratos de construcción, incluyendo el inicio de proyectos con el IDU y la EFR. A pesar de la alta inflación, los Costos y Gastos se incrementaron en menor proporción frente a los Ingresos, con lo que el EBITDA aumentó notablemente (+901,7% A/A), impulsado también por el efecto positivo de no recurrentes en el rubro de Otros Ingresos. Sin embargo, la compañía registró una Pérdida Neta, principalmente por mayor nivel de Impuestos Diferidos y Gastos Financieros más altos. Con respecto a la reducción de la participación en el proyecto “Vía 40”, señalamos que tendría un fuerte impacto negativo sobre el Backlog y futuros resultados.

Hechos relevantes

- **Menor participación en Ruta 40:** Desde septiembre de 2021, Concreto está en proceso de reducir su participación en el proyecto del tercer carril Bogotá – Girardot, con lo que pasa de una participación del 50% al 15% en la concesión y del 50% al 0% en la construcción. Esta transacción responde a una necesidad de liquidez del contrato de construcción y aunque la compañía señaló que su posición de caja no se verá afectada, el impacto financiero es notorio en términos patrimoniales, con una disminución de COP 245 mil MM, que consideramos tendría un efecto notorio en el ejercicio de valoración.
- **Menor participación en Ruta 40 reduce Backlog:** Con la salida de Ruta 40, el Backlog disminuyó en aproximadamente COP 723 mil MM y de acuerdo con las cifras presentadas por la compañía, la expectativa de ejecución hacia 2023 se redujo en aproximadamente COP 0,48 BN, que si bien sería parcialmente compensada por la actividad del negocio de vivienda en Colombia y EE.UU, se reflejaría por medio de un impacto en los resultados financieros del 2023.
- **EBITDA y Utilidad Neta:** A pesar de la alta inflación, los Costos y Gastos se incrementaron en menor proporción frente a los Ingresos, con lo que el EBITDA aumentó notablemente (+901,7% A/A), impulsado también por el efecto positivo de no recurrentes en el rubro de Otros Ingresos. Sin embargo, la compañía registró una Pérdida Neta, principalmente por mayor nivel de impuestos diferidos –relacionado con los ajustes contables de la reducción de participación en el proyecto Ruta 40- y Gastos Financieros más altos.

Puntos destacados de la Conferencia:

- Con respecto a la **posibilidad de recomprar acciones** como mecanismo de retribución de valor a los accionistas, la administración manifestó que considera prioritario la sostenibilidad de la compañía en el largo plazo vs la rentabilidad del corto plazo, dado que en medio del entorno inflacionario y de altas tasas de interés, es necesario preservar la caja para tener la capacidad de responder por los compromisos, por lo cual espera plantear nuevamente ese mecanismo a la Asamblea una vez culminados los impactos de las transacciones y sucesos recientes.
- En el 4T22, EPM confirmó que las primeras dos turbinas de **Hidroituango** están generando energía, entrando en operación comercial y dando cumplimiento a la Resolución de la CREG. El contrato de construcción culminó el 30 de noviembre.

Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	Concreto				
	4T21 R	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	232	338	490	44,7%	111,2%
EBITDA	17	37	170	356,0%	901,7%
Utilidad Neta	-14	18	-3	-116,7%	N.A.
Margen EBITDA	7,3%	11,0%	34,8%	2.732 pbs	2.743 pbs
Margen Neto	-6,0%	5,3%	-0,6%	-594 pbs	542 pbs

Fuente: Informes financieros El Cóndor. Construcción: Casa de Bolsa SCB

4 de abril de 2023

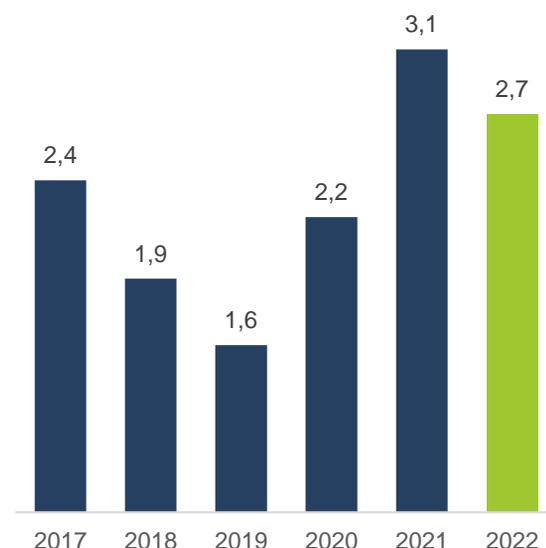


Información especie

Cifras en COP

P/VL (# veces)	0,15
Market Cap. (BN)	0,19
Último Precio	COP 170
YTD (%)	-29,2%

Gráfica 1. Backlog en COP BN



Fuente: Informes financieros Concreto.

Laura López Merchán
 Analista Sector Construcción e
 Infraestructura
 laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
 Gerente de Estrategia
 Renta Variable
 omar.suarez@casadebolsa.com.co



Construcciones
EL CONDOR S.A.

Desaceleración de los resultados

 Regresar

Desaceleración de los resultados

El Cóndor publicó resultados NEUTRALES durante el 4T22. Los ingresos continúan con un comportamiento positivo, aunque más moderado en comparación con el 3T22, incrementando 23% A/A y cayendo 16,9% T/T. Este desempeño fue contrarrestado por un aumento importante en los egresos de la compañía, pues, con un aumento de 300% de la tasa de política monetaria en el año 2022 y la adquisición de nueva deuda (COP 50 mil MM, destinados al capital de trabajo en el Proyecto Túnel del Toyo), los gastos financieros crecieron 13,35% T/T. Por parte del método de participación se vieron beneficios de COP 16 mil MM, gracias a tratamientos contables en la subsidiaria de El Cóndor en Estados Unidos y Vinus, aunque, continúan mostrando pérdidas acumuladas en el año por COP 34 mil MM, explicado principalmente por la naturaleza de las concesiones. Finalmente, la utilidad neta se contrajo 76,9% A/A, mientras que el margen neto pasó de -3,7% en 4T21 a -5,3% en 4T22, que se espera mejore dada la mayor dinámica de ejecución e incrementos en el tráfico.

Hechos relevantes

- **La deuda sigue siendo un punto importante que contrae el margen neto:** El Cóndor presentó un incremento de 77,44% en los Gastos Financieros durante el año 2022, explicado principalmente por el aumento de las tasas de interés (300% durante 2022), los mayores requerimientos de liquidez, destinados principalmente al capital de trabajo, así como la devaluación del peso colombiano. Por último, un punto a tener en cuenta a futuro será la desaceleración en el sector de infraestructura y la búsqueda de una menor exposición al sector por parte de algunos bancos.
- **Aún se presentan resultados negativos en el Margen EBITDA:** El EBITDA durante el trimestre se ubicó en COP 27 mil MM, registrando una caída del 25% T/T y 42,9% A/A, mientras que el margen EBITDA se contrajo 1286pbs respecto a 4T21 y 120pbs T/T. Los costos de operación incrementaron en mayor medida que los ingresos, explicado, en parte, por situaciones externas como el escenario socio-económico post- pandemia, diferentes problemáticas sociales, así como un fuerte fenómeno de La Niña, lo que generó un desaceleración en la ejecución de los proyectos y un mayor costo de ventas y prestación de servicios, así como, los de producción y mano de obra directa.

4 de abril de 2023



Información especie

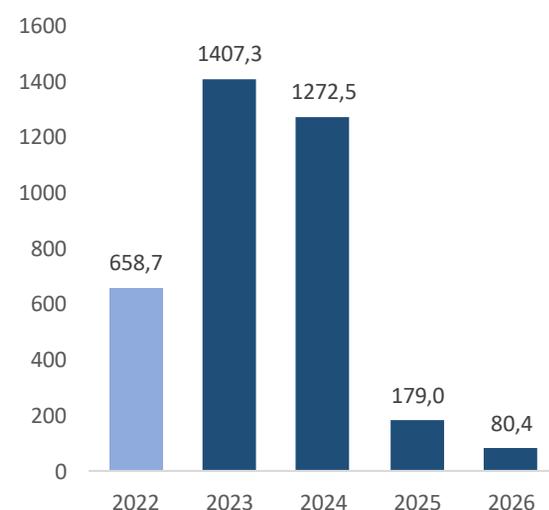
Cifras en COP

Market Cap. (BN)	0,64
Último Precio	COP 1.118
YTD (%)	-26,93%

Puntos destacados de la conferencia:

- **Mejora en Método de Participación:** Dado un mejor tratamiento contable en el 4T22 en la subsidiaria El Condor US y VINUS, las pérdidas acumuladas por método de participación disminuyeron, sin embargo, siguen representando un ítem importante para la mejora del margen neto, pues, durante el año 2022, este indicador pasaría de -8% a -1,62% al no tener en cuenta las pérdidas en este frente.
- **Márgenes mostrarían mejora en 2023:** La desinversión en su participación en el proyecto Pacífico 3, se espera que genere un alivio en el apalancamiento financiero. Del mismo modo, una reducción en las tasas de interés, así como, una disminución en la inflación, mostraría una moderación en los gastos financieros, favoreciendo la utilidad neta. Por otro lado, se espera una participación en mayor número de proyectos para el 2023 en diferentes regiones del país, entre los que se encuentran las licitaciones en la calle 13 en Bogotá, proyecto Valledupar – La Paz, entre otros. Así mismo, se busca ampliar la diversificación geográfica, con el proyecto de la carretera Panamericana Este (246 km) entre Ciudad de Panamá – Yaviza.

Gráfica 1. Backlog Projectado (COP mil MM)



Fuente: Construcciones El Cóndor.

Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	El Cóndor				
	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	194	287	238	-16,9%	23,0%
EBITDA	46	35	27	-25,0%	-42,9%
Utilidad Neta	-7	-40	-13	68,1%	-76,9%
Margen EBITDA	24,0%	12,4%	11,1%	-120 pbs	-1286 pbs
Margen Neto	-3,7%	-13,8%	-5,3%	851 pbs	-161 pbs

Fuente: Informes financieros El Cóndor. Construcción: Casa de Bolsa SCB

Brayan Andrey Alvarez
 Analista Sector Construcción e Infraestructura
 brayan.alvarez@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
 Gerente de Estrategia Renta Variable
 omar.suarez@casadebolsa.com.co



Menor margen EBITDA desde 1T16

 Regresar

Celsia | Entrega de Notas 4T22

Menor margen EBITDA desde 1T16

Celsia mostró resultados NEGATIVOS en el 4T22, mejores a las expectativas del mercado a nivel de ingresos y EBITDA, con sorpresa negativa en Utilidad Neta dada la Pérdida Neta de la Controladora. A nivel consolidado, los Ingresos tuvieron un buen comportamiento (+45,7% A/A y +36% T/T) principalmente por Colombia, con una mejor dinámica en Generación (+17,3% A/A y +40,1% T/T) por mayor venta de energía tanto en Contratos como en el Spot, sumado a mayores ingresos anuales por Comercialización (+11,5% A/A y -7,3% T/T) y Uso y Conexión de Redes (+48,1% A/A y +18,4% T/T) por la entrada en operación de nuevos activos, mayor WACC regulatorio e incremento en el indexador de la tarifa. Los Costos consolidados (+60,3% A/A y +47% T/T) crecieron por encima de los ingresos debido al incremento de los costos variables, junto a un aumento en costos fijos de materiales, operación y mantenimiento. Los Gastos Administrativos tuvieron un aumento importante (+43,5% A/A y +50% T/T) por mayor provisión de cartera, mientras que se dieron Otros Gastos No Recurrentes por el ajuste en el inventario, deterioros de los activos de Porvenir II y en el fideicomiso de BLM. En medio de lo anterior, el EBITDA tuvo un incremento anual de doble dígito (+10,3% A/A y +4,6% T/T) aunque el margen del 25,1% (el menor desde 1T16 con 20%) mostró contracciones importantes (-807pbs A/A y -751pbs T/T). A nivel no operacional, llama la atención el aumento en Gastos Financieros (+183,5% A/A y +62,7% T/T) por un mayor nivel de tasas indexadas junto a no recurrentes. En el trimestre se presentó una mayor tasa de impuestos (86% vs 14% 4T21) por mayor tasa nominal de impuestos. De esta manera, se registró Pérdida Neta para la Controladora. **A nivel anual**, el cierre del 2022 mostró comportamiento positivo en Ingresos (+35,9% A/A), aunque levemente menor a los Costos de Ventas (+36,9% A/A) y a los Gastos de Administración (+22,3% A/A). El EBITDA tuvo una expansión de doble dígito (+30,1% A/A) con un margen del 31,9% (-140 pbs A/A). Sin embargo, los mayores Gastos Financieros (+95,6% A/A) afectaron la UN de la Controladora (-17,4% A/A).

Hechos relevantes

• **Colombia acogida a reducción de tarifas:** En Colombia se presentó un mejor comportamiento en ingresos (+50,3% A/A y +39,4% T/T) jalonados por el rubro de Generación (+21,1% A/A y +57% T/T), debido a una mayor venta de energía tanto en spot como en contratos y por los ingresos por Uso y Conexión de Redes (+49,8% A/A y +19,7% T/T), entre otros. Respecto a las plataformas de inversión, Caoba (activos de transmisión en Colombia) presentó un margen EBITDA del 87,2% (+60 pbs A/A) mientras que C2 Energía (inversión en Colombia en energías renovables no convencionales) registró un margen EBITDA del 76,4%, (-160 pbs A/A). Por último, la termoeléctrica "Tesorito" cerró 2022 con un margen EBITDA del 80,2%. Sobre la reducción de tarifas, Celsia presentó menores tarifas de electricidad para el cliente final a partir de la factura de los meses de noviembre y diciembre de 2022, con una rebaja acumulada entre el 5% y el 10%. En el segmento de generación, se realizó disminución promedio del precio de la energía cercano al 9,0% a los comercializadores con contratos de venta de energía.

• **Centro América afectado por Dos Mares:** Afectaciones técnicas repercutieron en la operación de varias centrales en Dos Mares en la mayoría del 4T22, dejando de percibir USD 10 MM en el trimestre. No obstante, la devaluación del COP permitió generar incrementos en ingresos por generación del 6,9% A/A.

• **Flujo de Caja y Deuda:** Celsia finalizó con un nivel de efectivo de COP 327 mil MM (+28,5% A/A). En medio de un EBITDA de COP 1,8 BN durante 2022 (+30,1% A/A), los recursos fueron utilizados principalmente en capital de trabajo neto por COP 153 mil MM, pago de impuestos por COP 341 mil MM, pago de dividendos por COP 392 mil MM y Capex por COP 1.2 BN. Además, en el FCF se presentaron desembolsos financieros netos por COP 506 mil MM, con una generación de caja en el periodo de COP 72,5 mil MM. De esta manera, los desembolsos fueron importantes para cubrir los dividendos netos y otros ingresos y egresos netos. A nivel de deuda, se cierra el 2022 con COP 5,6 BN, ~ 9% con vencimiento en 2023, un nivel de Deuda Neta / EBITDA de 3x, niveles sanos y dentro de lo buscado por la compañía. Cabe mencionar que, recientemente la compañía realizó la emisión de bonos por COP 242,5 mil MM a 5 años, indexado al IBR, utilizados en la sustitución de pasivos financieros.

4 de abril de 2023



CELSIA

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	5.196
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	2,3
Último Precio	2.170
YTD (%)	-21,6%

Gráfica 1. Margen EBITDA



Fuente: Informes financieros compañía.

Construcción: Casa de Bolsa SCB

Roberto Carlos Paniagua
Analista Oil & Gas y Utilities
Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia
Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Resumen resultados financieros

Cifras en COP Mil MM	Celsia				
	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	1.213	1.300	1.767	36,0%	45,7%
EBITDA	402	424	444	4,6%	10,3%
Utilidad Neta controladora	117	87	-19	n.a	n.a
Margen EBITDA	33,2%	32,6%	25,1%	-751 pbs	-807 pbs
Margen Neto	9,7%	6,7%	n.a	n.a	n.a
ROAE 12M	7,2%	8,7%	5,7%	-293 pbs	-144 pbs
Energía Producida (Gwh)*	1.383	1.170	1.492	27,6%	7,9%
Energía Vendida (Gwh)*	1.769	1.529	1.682	10,0%	-4,9%

*Colombia. Fuente: Informes financieros compañía. Construcción: Casa de Bolsa SCB

Puntos Destacados de la Conferencia

- Recientemente, **la compañía convocó a la Asamblea General de Accionistas para el 23 de marzo de 2023**, donde incluirá la propuesta de repartir un dividendo de COP 283 / acción (*payout* del 110%, acudiendo a reservas), lo cual sería un 8,4% menor al dividendo total del 2022, aunque un 11,9% mayor al dividendo ordinario. De igual manera, este dividendo corresponde al 24% del FCO registrado en el 2022 y al 53,8% del Flujo de Caja para el Accionista, lo cual luce holgado para poder pagar los dividendos pese a un *payout* elevado.
- Adicionalmente, **la compañía propondrá llevar a cabo una readquisición de acciones hasta por un monto de COP 300 mil MM durante un plazo de 3 años**. Celsia espera realizar la recompra sin el uso de nuevos recursos de financiamiento y esperan utilizar tanto el sistema transaccional de la BVC (*open market*) como el mecanismo independiente (*tender offer – OPA*). Cabe recordar que, en el primer mecanismo, por regulación la readquisición máxima por día equivale al 25% del volumen promedio de los últimos 90 días, es decir, ~ COP 70 MM / día. Por este mecanismo, el monto máximo sería el 10% de las acciones en circulación, lo cual es cercano a los COP 300 mil MM propuestos.
- **Acorde a la compañía, sin tener en cuenta los no recurrentes** la Utilidad Neta de la controladora se hubiese ubicado en COP 43 mil MM en el 4T22 frente a COP 113 mil MM en 4T21. Al cierre del 2022 la compañía comenta que tiene 131 pbs de diferencial entre su rentabilidad del 14,33% sobre un WACC del 13,02%, el cual se ha incrementado de forma importante en el último año frente a un 8% en 2021.
- **Con miras al 2023**, Celsia no espera aumentos importantes en EBITDA en medio de la probabilidad de una menor generación por parte de las hidroeléctricas. **Sobre la posibilidad de aumentar su diversificación geográfica**, la compañía manifestó que, un entorno de alta devaluación y costos de financiamiento, se limita el crecimiento orgánico e inorgánico.
- **Respecto a los riesgos para 2023, la incertidumbre regulatoria** en Colombia, el incremento en tasas de interés, la desaceleración en el consumo de energía, junto a la devaluación del COP y su impacto en la importación de equipos, son los principales retos operacionales de la compañía. Es así como, mantendrán su enfoque en el programa “austeridad consciente”. **El Capex de expansión** estará ajustado en medio de mayores tasas de rentabilidad requerida a nivel interno y por los socios de las Plataformas, mientras que el Capex de mantenimiento será el mínimo necesario para mantener calidad y cumplir requerimientos regulatorios. Adicionalmente, **los efectos positivos a nivel tributario de la Ley 1715 para Fuentes Renovables No Convencionales se ven desvanecidos** tanto por el efecto fiscal de la reforma tributaria (sobretasa a generadoras de energía), como por la propuesta del Plan Nacional de Desarrollo (PND) para que las generadoras de energía deban transferir el 6% de las ventas brutas de energía por generación propia (frente al 1% actual). Adicionalmente, el PND abre la puerta para que nuevas compañías de generación de FRNC (ISA / Ecopetrol) participen en los demás segmentos, donde hoy en día 4 compañías, incluyendo Celsia, pueden participar en toda la cadena.
- **Sobre el Fenómeno de El Niño**, su probabilidad de ocurrencia pasó del 45% al 60% para el 2S23 o comienzos del 2024. Dado lo anterior, las hidroeléctricas con embalses comienzan a reservar agua, ofertando menos energía a la curva de mérito, dando espacio a la participación de las térmicas, presionando los precios de generación. En el caso de la generación a carbón se presentan precios de oferta de COP 400/ KW frente a COP 250 / KW hace 2 años y en el caso de la generación a gas se observan precios de oferta de COP 500 – 600 / KW frente a 350 / KW.

isa

Dividendos crecientes celebran el cierre de año

 Regresar

El resultado neto de ISA se ubicó en COP 433 mil MM (-35,2% T/T y -3,9% A/A), 2,7% por debajo de nuestras expectativas, con resultados NEUTRALES y una utilidad de 2022 fue de COP 2,2 BN (+32,2% A/A). ISA logró la máxima Utilidad anual desde que reporta bajo NIIF (en pesos corrientes). Asimismo, durante el trimestre, el deterioro de los activos de Internexa y la aplicación de las resoluciones CREG 101-027 y 101-031 (disminución voluntaria de tarifas), impactaron negativamente en COP 146 mil MM antes de impuestos. Excluyendo gastos no recurrentes, la utilidad trimestral habría crecido 15% A/A. Como es usual, la indexación explica una parte importante de los resultados. Los escaladores contractuales de la operación en Colombia y Chile mitigaron los menores ingresos en Brasil (IPCA y el ingreso no recurrente relacionado con el costo del capital). El ingreso operacional total de COP 3,8 BN (+6,1% T/T y +22,4% A/A) superó en 3% nuestra estimación, ubicando al ingreso anual en COP 13,4 BN (+19,7% A/A) y el EBITDA de 2,1 BN (-8,0% T/T y +4,5% A/A,) resultó 10,7% menor a nuestra estimación, ubicando al EBITDA anual en 8,6 BN (+11,3% A/A), con deterioros en los márgenes EBITDA total y de construcción, a nivel trimestral y anual. Durante el trimestre, los márgenes EBITDA total y sin construcción fueron 55,4% y 73,1% respectivamente, con un EBITDA de Construcción negativo, explicado por Costos de Construcción mayores a los ingresos. **Respecto a la propuesta de dividendos**, se propone un dividendo por acción de COP 1.742 (+132,6% A/A) (COP 891 ordinario y COP 851 extraordinario).

Hechos relevantes

- **EBITDA:** Parte del deterioro en los márgenes EBITDA se explica por eventos no recurrentes como la ausencia del costo del capital en Brasil sobre la RBSE, lo que implicó cerca de COP 300 mil MM más de ingreso en 2021. Adicionalmente, los ingresos operacionales incrementaron más de lo esperado y el EBITDA de construcción del trimestre fue negativo, en parte por las pérdidas de eficiencias en la energización de proyectos en Brasil, disminuyendo más de lo habitual al margen total.
- **Dividendos:** La tasa anual de crecimiento compuesto de las utilidades a distribuir de los resultados de 2018 a 2022 es 33%. Para los resultados de 2022 la proporción de utilidades a repartir superará el usual 50%, ubicándose en 88% (45% ordinario y 43% extraordinario) y totalizando COP 1,9 BN, COP 1.742 por acción. Así las cosas, Ecopetrol recibirá COP 992 mil MM.
- **Varios:** Durante el trimestre se acentuaron algunos efectos de indexación, por un lado, está la mejora en los ingresos del negocio de vías, explicado por el cambio en el tratamiento del activo financiero de las concesiones viales en Chile (de pesos chilenos a unidades de fomento). Por otro lado, la moderación del negocio de energía en Brasil a partir del comportamiento de IPCA. La variación anual del IPCA al cierre de diciembre fue 5,79%, bajando de los 7,17% de septiembre y los 10,06% del cierre del año anterior.

Resumen resultados financieros

Cifras en COP miles MM	ISA				
	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos de operación	2.462	2.585	2.864	10,8%	16,3%
Utilidad de construcción	64	55	1	-102,0%	-101,7%
Método de participación	165	152	38	-74,8%	-76,9%
Utilidad antes de impuestos	1.064	1.343	1.046	-22,2%	-1,7%
Impuesto de renta	171	350	293	-16,2%	71,3%
Interés minoritario	443	325	320	-1,8%	-27,8%
Utilidad neta	450	668	433	-35,2%	-3,9%
EBITDA	2.004	2.277	2.094	-8,0%	4,5%
Margen EBITDA total	65%	64%	55%	-860 pbs	-950 pbs

4 de abril de 2023

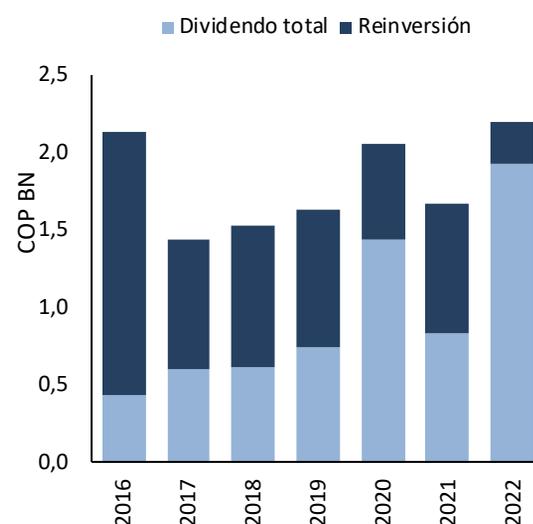


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	25.870
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	19,8
Ultimo Precio	18.000
YTD (%)	-14,3%

Gráfica 1. Distribución utilidades



Fuente: ISA. Cálculos: Corficolombiana.

Andrés Duarte Pérez
Director de Renta Variable
Corficolombiana

andres.duarte@corficolombiana.com

Teleconferencia

- **Activos de transmisión:** ISA no espera cambios en las condiciones de los activos de las convocatorias de transmisión otorgadas por la UPME luego del año 2000, resultado de las facultades que a nivel regulatorio tiene actualmente el Presidente de la República.
- **Impacto del congelamiento de los peajes en Colombia:** Según la compañía, no hay un impacto material.
- **Tecnología de corriente directa de alto voltaje (HVDC) en Colombia:** ISA espera que en siguientes convocatorias como la línea La Guajira – Primavera incorporen esa tecnología. De paso recordó que en Brasil y Chile ISA ya utiliza dicha tecnología de transmisión.
- **Apalancamiento Objetivo:** Al cierre de 2022, la Deuda Bruta sobre EBITDA de la compañía se ubicó en 4,2x, levemente por encima del endeudamiento que viene manejando la compañía. Esperan que para el cierre de 2023 el indicador se ubique en 3,8x y la compañía recordó el efecto de la tasa de cambio, que aplica en el EBITDA a través del promedio, mientras que en las cifras de balance aplica con el cierre de la tasa de cambio, resultando en un sesgo positivo durante los periodos devaluacionistas.
- **Venta de Internexa:** ISA está evaluando la viabilidad de la venta y el direccionamiento de la compañía, incorporando las necesidades y prioridades del actual gobierno.

ASG

- Empresa ALAS20 del año en Colombia y segunda empresa sostenible.
- Mejora de dos puntos en el Índice de Sostenibilidad de Dow Jones, año de permanencia en el FTSEGood, mejor empresa según el ranking de Sataanalytics.
- Tercer lugar en el *ranking* de inversión responsable en Colombia, dos premios CONECTA de la Red Local del Pacto Global de Chile.
- Quinto lugar entre las empresas con mejor desempeño social a nivel mundial en el Índice de Sostenibilidad Dow Jones, en la categoría de servicios públicos de energía eléctrica.
- Ingreso de ISA CTEEP al Índice de Sostenibilidad Empresarial de B3 (ISE) ubicándose entre las mejores cinco empresas. Calificación de A (sobre A+) en el Carbon Disclosure Project.
- El programa Conexión Jaguar obtuvo los siguientes premios: Boscares en Perú, BIBO El Espectador y Portafolio en Colombia



Indexación suma y resta en el periodo

 Regresar

Indexación suma y resta en el periodo

La Utilidad Neta trimestral de Grupo Energía Bogotá fue COP 767 mil MM (+1,7% T/T y + 16,5% A/A), 10,2% superior a nuestra estimación, con lo que la Utilidad Neta anual llegó a COP 2,9 BN (+12,9% A/A). Consideramos que los resultados fueron NEUTRALES, teniendo en cuenta que la inflación anual en Colombia se ubicó en 13,1%. Los Ingresos por COP 1,8 BN (+16,4% A/A) fueron 0,9% superiores a nuestra estimación, ubicando al Ingreso anual en COP 6,9 BN (+23,7% A/A), y el EBITDA trimestral (empresas controladas) de COP 870,9 BN (+ 16,5% A/A) fue 3,1% superior a nuestra estimación. El margen EBITDA de las controladas mejoró, ubicándose en 47,5%, 3,1 p.p. y 8,8 p.p. superior al trimestre y año anteriores. Durante el año, la indexación continuó impulsando las diferentes tarifas, mientras se evidenciaron incrementos elevados a nivel de costos y gastos, con los costos operativos totalizando COP 3,9 BN en 2022 (+23,5% A/A). A diciembre, el COP se devaluó 23,9% A/A, el IPP estadounidense creció 8,3% A/A, mientras que el IPP de Colombia lo hizo en 19,2% A/A. Tal como sucedió con los rubros de ingreso, EBITDA y utilidad, el Payout de 70% para repartir COP 2,0 BN a los accionistas (COP 218/acción; COP 179 como Ordinario a pagar hasta el 7 de julio, y COP 39 como Extraordinario, a pagar hasta el 14 de diciembre), resultó en línea con las expectativas del mercado.

Hechos relevantes

- GEB - Valor de mercado y crecimiento futuro:** La alta gerencia de la compañía evidenció preocupación por la disminución en la capitalización bursátil de la compañía, si bien descartó iniciar un programa de recompras, debido al impacto negativo sobre el flotante. La revisión que se está dando en el segmento de transporte de gas (más de la mitad del EBITDA), junto con la incertidumbre normativa generada por las últimas actuaciones del presidente frente a la CREG, explican el mal desempeño si se tiene en cuenta que a este emisor se le busca por el carácter estable y predecible de sus flujos futuros. En este sentido anotamos el impacto de COP 40 mil MM en transmisión eléctrica por concepto del aporte a la estabilización tarifaria 2022 – 2023. Durante el trimestre GEB incrementó su endeudamiento en USD 509 MM para capitalizar sus nuevos negocios en Brasil (Argo + Gebbras), el fondeo requerido explica el deterioro en el indicador de endeudamiento (Deuda Neta / EBITDA) ubicado en 3,9x, justo por debajo de lo que la compañía considera saludable. Lo anterior no debe generar alerta, toda vez que el endeudamiento soporta negocios con márgenes sobre ingreso RAP (ingreso anual autorizado) cercanos al 90% y atados a la inflación de Brasil.

- Cálidda - Competitividad elevada y mejorando:** Al cierre del año la inflación peruana se mantuvo alrededor de 8,5% A/A, mientras que el sol peruano registró revaluaciones trimestral y anual. Durante el año, a pesar del escenario de orden público registrado en Perú, se revisaron las tarifas para los siguientes cinco años, y en opinión de Cálidda, el proceso fue técnico y positivo para la compañía. Asimismo, destacamos la elevada competitividad de las tarifas de gas frente a los substitutos (todo en dólares por millones de unidades térmicas británicas – USD/MMBTU), y el hecho de que, durante 2022, esta mejoró frente al año anterior. El gas resulta 6,1x más económico que la energía eléctrica y el petróleo industrial para la industria, y durante el año incrementó esta competitividad (5,5x en 2021), un factor a tener en cuenta durante los procesos de transición energética en la región. Por su parte, el EBITDA de USD 55,9 MM creció 26,2% trimestral y 41,9% anual. Destacamos asimismo el inicio de operaciones de la unidad de financiación de Calidda, que debería aprovechar el *know how* que en ese aspecto tiene Promigas (el socio de GEB en esta empresa).

- TGI - Mejores escenarios y efecto Hidroituango:** Pese al comportamiento para el 4T22 del Ingreso Bruto de USD 56,7 MM, (-15,6% T/T y +2,2% A/A), la Utilidad Neta de USD 43,4 MM (+90,1% T/T y +77,3% A/A), estuvo explicada por el bajo nivel de provisión de impuestos, mientras que el EBITDA de USD 91,1 MM tuvo crecimientos (+14,7% T/T y +51,8% A/A).

4 de abril de 2023

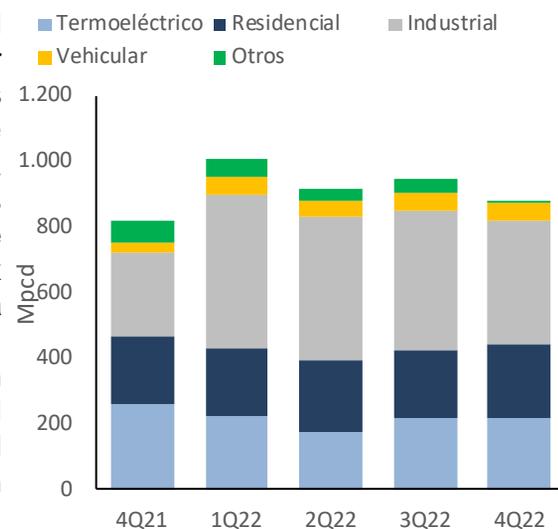


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	3.060
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	14,3
Ultimo Precio	1.560
YTD (%)	-7,3%

Gráfica 1. Colombia – Demanda Gas Natural



Fuente: Fuente: TGI.

Construcción: Corficolombiana. Millones de pies cúbicos diarios.

Andrés Duarte

Director Renta Variable
Corficolombiana

andres.duarte@corficolombiana.com

Indexación suma y resta en el periodo

El deterioro en el Ingreso coincide con el deterioro en la demanda interna de gas en Colombia que decreció 10,3% T/T y 3,8% A/A, explicada por la disminución de la demanda por parte del sector termoeléctrico, tras la entrada parcial de Hidroituango. Por otro lado, anotamos que el estado actual de las propuestas de resolución CREG frente al transporte de gas natural hoy, lucen mucho mejor que hace unos meses; parte del costo de la cobertura de la pesificación se podrá trasladar, habrá una remuneración a los activos que cumplieron más de 20 años, etc.

ENEL Colombia - Indexado: El ingreso de ENEL Colombia de COP 3,9 BN trimestral (+1,3x y + 3,0x frente al trimestre y año anteriores) y COP 12,2 BN anual (+2,6x frente a 2021) evidencian que continúa el efecto de la indexación sobre los contratos eléctricos y las tarifas, así como el hecho de que el precio en bolsa de la electricidad también viene en aumento. La lectura de los márgenes EBITDA es diferente, teniendo en cuenta los efectos *pass through*, si bien el EBITDA anual de COP 5,8 BN creció 2,0x frente al año anterior. Durante la teleconferencia de GEB, el VP financiero estimó que únicamente entre el 2% y 3% de los ingresos de GEB son sensibles a la revisión tarifaria de la electricidad.

Tabla 1. Principales resultados por segmento y método de participación

Cifras en COP Mil MM	GEB				
	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Total ingresos	1.574	1.856	1.833	-1,3%	16,4%
Total costos	- 942	- 1.068	- 1.073	0,5%	13,9%
Utilidad bruta	633	788	760	-3,6%	20,1%
Resultado actividades operacional	490	589	579	-1,7%	18,1%
MPP	488	571	468	-18,1%	-4,2%
Ganancia antes de impuestos	853	939	1.027	9,4%	20,4%
Utilidad Neta Controladora	658	754	767	1,7%	16,5%
EBITDA Controladas	610	824	871	5,7%	42,8%
Margen EBITDA Controladas	39%	44%	48%	313 pbs	879 pbs

Puntos destacados de la Conferencia:

Proyectos de hidrógeno: Pilotos de aplicaciones específicas (small scale industrial applications) que están en TRL (Technology Readiness Level).

Dividendos esperados de Brasil: Para 2024 serían COP 300 mil MM, al año siguiente COP 350 mil MM; a recibir por Gebbras tiene que ver más con el préstamo Inter compañía de USD 30 MM.

Avance de Colectora: 1) Cuestecitas – La Loma: Primera parte termina el tercer trimestre de 2024 (1000 MW); **2) Cuestecitas – Colectora:** Tramo Cuestecitas Colectora, estudio ambiental de licencias. 3er trimestre de 2024 comenzaría la construcción y 3er trimestre de 2026 terminaría la construcción.

¿Mayor democratización de la participación del Distrito? El proceso no es expedito ante cambios en el precio de compra. Lo anterior más allá de que las condiciones actuales no son buenas.

Deuda corporativa en USD: Sigue habiendo apetito por parte de los inversionistas, pero ellos están dispuestos a pagar al mercado de hoy, asimismo, la demanda sería menos agresiva.

Apetito por el resto de la cadena de la energía eléctrica por parte de GEB: No hay. Los márgenes de distribución son alrededor de 3x menores a los de transmisión. Asimismo, ENEL ya tiene una ventaja competitiva para todos los negocios de generación (paneles bifaciales actualmente).

ENEL Colombia: La mayor parte de las preguntas se relacionaron con los acuerdos tarifarios y la intervención presidencial en la CREG. La compañía aclaró que su plan de inversiones lo va a continuar bajo el criterio de la viabilidad financiera, como lo ha hecho en el pasado. Asimismo, la Alta Dirección recordó que su plan de inversiones fue diseñado bajo el entendido de la regulación vigente. Durante 2022 la compañía invirtió COP 2,8 BN.

ASG:

1) GEB ingresó por segundo año consecutivo a los índices de sostenibilidad de Dow Jones de Mercados Emergentes y Mercado Integrado Latinoamericano; **2) Gobierno Corporativo de GEB:** Se están proponiendo cambios en los procedimientos y atribuciones de aprobación para el crecimiento inorgánico. Específicamente el límite de 15% de la capitalización bursátil para pasar por la Asamblea General de Accionistas. Esto tiene que ver con la disminución en la capitalización bursátil de la compañía, y con lo problemático -para su competitividad- de tener que hacer públicos estos procedimientos durante procesos de expansión inorgánica. La compañía tiene ninguna transacción programada durante el semestre.



PROMIGAS

Promigas

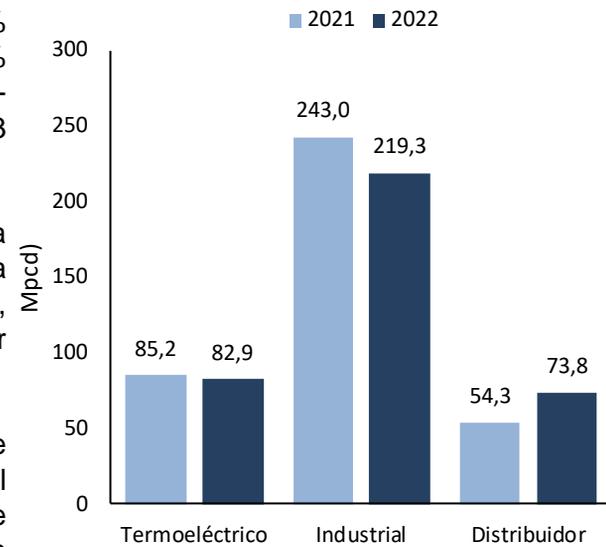
 Regresar

4 de abril de 2023

Hechos relevantes

- **Resultados operacionales:** En el 4T22 los Ingresos consolidados alcanzaron COP 1,6 BN, representando un incremento anual del 11,3% y trimestral del 5,5%, con los Costos Operacionales creciendo 19,9% A/A y +18,9% T/T, con una menor Utilidad Operacional (-21,5% A/A y -37,6% T/T) y un margen operacional del 19% (-801 pbs A/A y -1.393 pbs T/T).
- **Utilidad Neta:** En el 4T22 la menor Utilidad Neta de la controladora (-83,3%) se presentó en medio de mayores gastos financieros debido a un mayor saldo de la deuda promedio, mayores tasas de interés, incluyendo indexación al IPC que representa 40% de su deuda y mayor impuesto de renta producto del cambio en la tasa impositiva.
- **Volumen:** En el 4T22 Promigas y su portafolio de compañías de transporte en Colombia lograron un volumen de gas natural transportado de 508 MPCD (+2% A/A) a través de una red de gasoductos que totaliza los 3.289 kmts, con una capacidad total de 1.153 MPCD. El Sector Industrial y Doméstico estuvo favorecido por mayores consumos de Yara (sector petroquímico) y la demanda no regulada atendida por Surtigas. Sector Termoeléctrico con reducción en despachos por altos aportes hídricos en el 4T22, sumado a la entrada de refuerzos en la interconexión eléctrica.
- **Deuda:** Al cierre del 2022 la deuda consolidada se ubicó en COP 9,05 BN, (+36% A/A), con un el costo de deuda promedio de 11,6% frente al 6,23% del cierre del 2021.
- **Resultados Anuales:** En el 2022 los Ingresos consolidados alcanzaron COP 6 BN, representando un incremento del 16% A/A, mientras que la Utilidad Neta de la Controladora llegó a COP 998 mil MM (-9,2% A/A), reflejando un incremento en los Gastos Financieros por el mayor saldo de deuda promedio y mayor IPC, junto a una mayor tasa impositiva (33% vs 31% en 2021).
- **Otros:** 1) En diciembre de 2022 se actualizaron las tarifas de Transoccidente con la primera aplicación que contempla la nueva tasa de descuento y la pesificación. Las tarifas de Promigas, Promioriente y Transmetano fueron actualizadas en el 3T22; 2) Actualización tarifaria en diciembre por vida útil normativa de Transoccidente. **Respecto al pago de dividendos**, la Asamblea aprobó la distribución de COP 516 / acción, valor igual al distribuido un año atrás.

Gráfica 1. Transporte de Gas Natural Promigas



Fuente: Informes financieros Promigas.

Resumen resultados financieros

Cifras en COP Mil MM	Promigas				
	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	1.450	1.530	1.614	5,5%	11,3%
Utilidad Operacional	394	496	310	-37,6%	-21,5%
Utilidad Neta controladora	265	295	44	-85,0%	-83,3%
Margen Operacional	27,2%	32,4%	19,2%	-1323 pbs	-801 pbs
Margen Neto	18,3%	19,3%	2,7%	-1652 pbs	-1554 pbs

Fuente: Informes financieros Promigas. Construcción: Casa de Bolsa SCB

* Casa de Bolsa SCB informa que forma parte del Conglomerado Financiero Aval, por lo cual no tenemos un Precio Objetivo ni una recomendación frente a la acción de Promigas.



GRUPO ARGOS

Recompra de acciones en marcha

 Regresar

Grupo Argos presentó resultados POSITIVOS en el 4T22, superando las expectativas del mercado. Los Ingresos presentaron un comportamiento positivo (+29,4% A/A), principalmente por los niveles récord alcanzados en los negocios Cementero y Energético y mayores contribuciones de Concesiones e Inmobiliario. El EBITDA creció en 45,6% A/A, evidenciando una expansión anual de 260 pbs en el margen EBITDA, explicada principalmente por un efecto positivo en el Costo de Actividad Financiera. La Utilidad Neta aumentó 220,9% A/A, principalmente por el mayor resultado operativo y el ingreso asociado a la desinversión en Concesiones Viales, que compensaron el mayor nivel de Gastos Financieros.

Hechos relevantes

- Negocio cementero batiendo récords:** Los Ingresos alcanzaron un nuevo máximo (+14% A/A) y aunque las presiones inflacionarias continuaron impactando la rentabilidad durante el 4T22, se han ido moderando y continúan los esfuerzos en términos de eficiencias en costos, que esperamos se mantengan con el objetivo de mitigar este impacto ([ver informe](#)).
- Celsia, menor margen EBITDA desde 1T16:** Los resultados de Celsia en el 4T22 fueron negativos. Pese al buen desempeño de los ingresos (+45,7% A/A), el aumento del nivel de costos se dio en mayor proporción y el nivel de gastos se mantuvo elevado, con lo cual el margen EBITDA se contrajo hasta su nivel más bajo desde el 1T16. La sorpresa negativa fue observada en la Utilidad Neta dada la Pérdida Neta de la Controladora ([ver informe](#)).
- Negocio de Concesiones, con la 10 puesta:** Con el inicio de operaciones de la plataforma de inversión en infraestructura vial en alianza con MAM, los Ingresos son registrados por Método de Participación a partir del 2T22. Resaltamos de forma positiva que el negocio se ha beneficiado de mayor nivel de tráfico tanto en las Concesiones Viales como Aeroportuarias – superando los niveles observados antes de la pandemia-, lo que ha beneficiado la dinámica operacional de negocio. Continuamos a la expectativa de los pasos a seguir en cuanto al nuevo acuerdo con MAM para crear otra plataforma de inversión enfocada en activos aeroportuarios.
- PACTIA y NDU, se mantienen estables:** Para el Fondo Inmobiliario Pactia, el EBITDA consolidado aumentó 2% A/A, con una reducción del GLA en 4,1% A/A, producto de las desinversiones en EE.UU., mostrando el enfoque estratégico de las mismas, de modo que el negocio mantiene la rentabilidad a pesar de disminuir el área arrendable. Los ingresos de flujo de caja del Negocio de Desarrollo Urbano continuaron viéndose favorecidos por las utilidades del hotel SOFITEL Casablanca, cuyos resultados fueron mejores a los esperados, además de la sesión de 5 lotes efectuada en el trimestre.
- Resultado consolidado:** Los Ingresos mantienen la senda positiva (+29,4% A/A), favorecidos por mayores aportes de todos los negocios. El margen EBITDA se expandió en 260 pbs A/A, principalmente por un efecto positivo en el Costo de Actividad Financiera, proveniente de la desinversión del 50% negocio de Concesiones Viales en Colombia, que tuvo un ingreso asociado; además de un efecto positivo en el rubro de Otros Ingresos y Egresos, que se tradujo en un aumento de 99% A/A de la Utilidad Operativa. Lo anterior, logró compensar el efecto de mayores Gastos Financieros con lo cual, la utilidad neta se incrementó de forma importante (+220,9%).

4 de abril de 2023

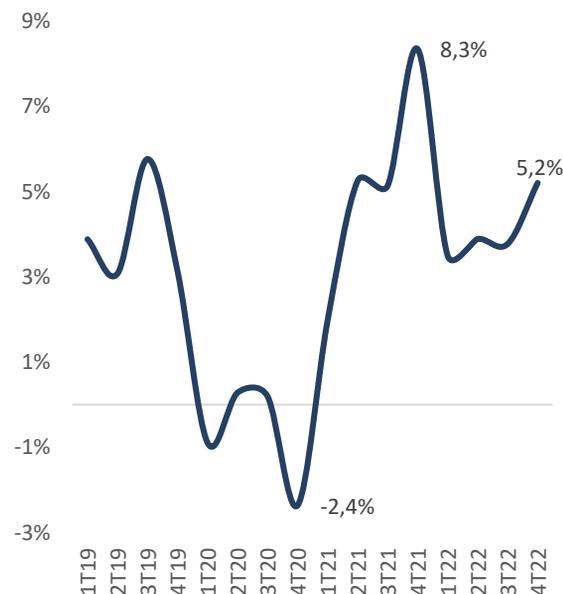


Información especie

Cifras en COP

Precio Objetivo	15.000
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap. (BN)	8,3
Último Precio	10.600
YTD (%)	-21,8%

Gráfica 1. Evolución Margen Neto (%)



Fuente: EEFF Grupo Argos. Elaboración: Casa de Bolsa SCB

Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	Grupo Argos				
	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Operacionales	4.434	5.088	5.740	12,8%	29,4%
EBITDA	923	1.269	1.344	5,9%	45,6%
Utilidad Neta Controladora	93	192	299	55,5%	220,9%
Margen EBITDA	20,8%	24,9%	23,4%	-153 pbs	260 pbs
Margen Neto	2,1%	3,8%	5,2%	143 pbs	310 pbs

Fuente: EEFF Grupo Argos. Construcción: Casa de Bolsa SCB

Laura López Merchán
 Analista Sector Construcción e
 Infraestructura
 laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
 Gerente de Estrategia
 Renta Variable
 omar.suarez@casadebolsa.com.co

Puntos Destacados de la Conferencia

- Odinsa tiene 3 iniciativas dentro del **programa de 5G aeroportuario**:
 - i. “Campo de vuelo”, que consiste en una adecuada y óptima operación de las pistas del aeropuerto El Dorado y su adecuada integración con la terminal, que consta de una serie de intervenciones físicas para mejorar la operatividad y sistemas de sincronización de punta que permiten minimizar el tiempo del avión en la plataforma y con ello, hacer una contribución al medio ambiente.
 - ii. Traslado del aeropuerto de Cartagena, que está cerrando su etapa de factibilidad, donde la compañía estima que a partir del 2024 tomaría aproximadamente unos 6 años de construcción y pretende ser la gran apuesta aeroportuaria en la zona norte de Colombia, con el objetivo de conectar de forma eficiente el país con Centroamérica y el sur de EE.UU., considerando el potencial que tiene dicha región.
 - iii. Iniciativa Privada “El Dorado Max”, cuya prefactibilidad ya fue aprobada por la ANI; este proyecto plantea la ampliación y mejoramiento de la infraestructura ya existente en el aeropuerto El Dorado de Bogotá, así como la construcción de nuevas obras para maximizar su capacidad.
- En términos anuales, los Ingresos consolidados de la compañía se posicionaron en COP 21,3 BN (+30,8% A/A) y el EBITDA en COP 5,2 BN (+20,4% A/A), **superando la guía establecida por el emisor para 2022**. Para el 2023, excluyendo el efecto de operaciones no recurrentes, Grupo Argos espera alcanzar ingresos que oscilen entre COP 22,0 – 22,5 BN y un EBITDA dentro del rango comprendido por COP 5,2 – 5,5 BN, que si bien se traducirían en incrementos leves, serían destacables en medio de un año que plantea diversos desafíos, incluyendo la expectativa de ralentización de la economía a nivel global.
- Destacamos la **propuesta de distribución de utilidades** que se presentará en la próxima Asamblea General de Accionistas (AGA) y que contempla un **dividendo de COP 575 / Acción (+15% A/A)**.
- Además, se propondrá a la AGA un aumento del cupo del **programa de recompra de acciones por COP 500 mil MM**. Cabe resaltar que la compañía ya tiene un programa aprobado por COP 400 mil MM, por lo cual, se inició la ejecución del mismo a partir del 2 de marzo y se espera que culminaría en marzo del 2024.

Criterios ESG:

- Grupo Argos fue incluida en el Top 10 de MERCO Empresas y destacada en el Índice de Equidad de Bloomberg.



Recupera fuerzas la Utilidad de la Holding

 Regresar

Grupo Sura | Entrega de Notas 4T22

Recupera fuerzas la Utilidad de la Holding

Grupo Sura presentó resultados POSITIVOS en el 4T22, por encima de las expectativas del mercado. La Utilidad Neta presentó una relevante recuperación incrementando 81,9% A/A, ubicándose en COP 688 mil MM (71,8% T/T), muy por encima de las expectativas del mercado, gracias al buen manejo operacional de la compañía que logró mantener un crecimiento de sus Ingresos Operacionales (37,4% A/A y 15,5% T/T) a un nivel superior del crecimiento de sus Gastos Operacionales (30,8% A/A y 7,8% T/T), logrando que su Utilidad Operativa repuntara a COP 1,3 BN (95,3% A/A y 97,2% T/T). Por su parte, Suramericana, logró incrementar la emisión de primas a doble dígito (25,3% A/A), impulsado por el Segmento Generales, gracias a pólizas en moneda extranjera y el fuerte incremento en el Resultado Financiero (86,9% A/A) por las inversiones realizadas en papeles indexados a la inflación. Lo anterior, logró mitigar: **1)** El incremento en siniestralidad dado el impacto por más clientes en el Segmento de Salud, y las altas tasas de siniestralidad por retrasos en sus tratamientos, y **2)** El fuerte incremento en Gastos Operacionales (34,9% A/A) impulsados por gastos variables.

Hechos relevantes

- **Utilidad de Suramericana con importante recuperación:** Durante el 4T22 las Primas Emitidas registraron un buen desempeño, aumentando 25,3% A/A principalmente por el Segmento de Generales (23,4% A/A), gracias a: **1)** Las soluciones de empresas favorecidas por incremento en la inflación; y **2)** Los ingresos por pólizas emitidas en moneda extranjera dado el fortalecimiento del dólar. Lo anterior fue presionado por el incremento de siniestros (27,3% A/A) puntualmente sobre el portafolio de movilidad por las restricciones en las cadenas de abastecimiento de autopartes, y el portafolio de salud por impacto de la actualización del Plan Básico de Salud (PBS), en parte mitigado por menor incidencia de COVID-19.
- Ahora bien, el proceso de eficiencia en gastos a través de modelos operativos han generado presiones al alza de 14pbs A/A en el indicador de Gastos Administrativos (46,9% A/A). Lo anterior, logró ser compensado por el incremento de los resultados por Inversiones (86,9% A/A), gracias a la continuación del plan estratégico de indexación a tasas de interés e inflación, y un mayor indicador de comisiones (180 pbs A/A) gracias al canal promotoras derivado de mayores ventas en salud y riesgos laborales. Los esfuerzos de la compañía lograron que Suramericana lograra una fuerte recuperación, evidenciado en el destacado incremento anual de la Utilidad Neta de 218,6%, lo cual impulsó el repunte en su ROE Ajustado 12 meses que pasó de 2,1% para el 4T21 al 9,5% en el 4T22.
- **Negocio de SUAM beneficiado por Protección:** SUAM aumentó su participación en Protección del 49,4% al 52,9% con el objetivo de fortalecer la oferta de aseguramiento. Si bien el Ingreso por Comisiones sin la escisión hubiera presentado un decrecimiento del 8,3% A/A por el impacto de reducción sobre la tasa de comisión en el Negocio de Retiro en México, esto logró invertirse y gracias a la consolidación de Protección permitieron que los Ingresos por Comisiones aumentaran 14,3% A/A. Asimismo, el Encaje también fue impulsado por este movimiento gracias a la buena estrategia sobre los mercados de capitales que tuvo la AFP. Finalmente, el crecimiento de los Gastos Operacionales (2,0% A/A) por debajo de la inflación junto al buen comportamiento de los ingresos permitieron que Utilidad Neta Controladora de SUAM incrementara 186,6% A/A.
- **Máximo histórico en Método de Participación:** La compañía registró una cifra histórica de COP 2 BN (46,2% A/A) gracias a la estrategia de diversificación sectorial en bancos, consumo e infraestructura.

Resumen resultados financieros

Grupo Sura					
Cifras en COP Mil MM	4T21	3T22	4T22	Var % A/A	Var % T/T
Primas retenidas	5.208	5.876	10.785	107,1%	83,5%
Ingresos operacionales	6.596	7.851	9.066	37,4%	15,5%
Siniestros retenidos	3.366	4.314	4.309	28,0%	-0,1%
Utilidad operativa	680	673	1328	95,3%	97,2%
Utilidad neta	378	400	688	81,9%	71,8%

4 de abril de 2023

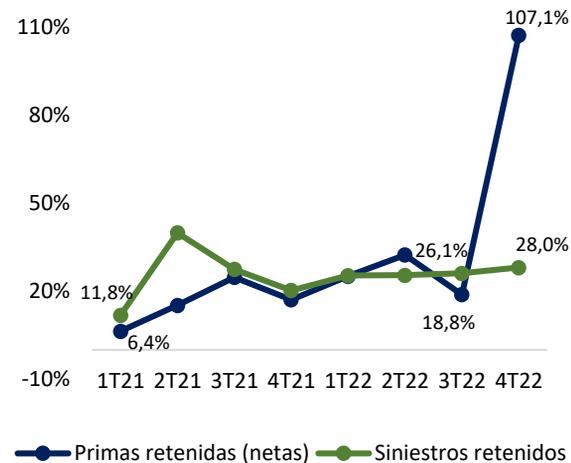


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	30.700
Market Cap (BN)	11,3
Último Precio	24.970
YTD (%)	9,4%
DVD Yield (%)	4,29%

Gráfica 1. Comportamiento Anual de la Actividad Operacional al 4T22 (% A/A)



Fuente: Informes financieros Grupo Sura.

Construcción: Casa de Bolsa SCB

Angie Katherine Rojas

Analista de Sector Financiero

angie.rojas@casadebolsa.com.co

Omar Suárez

Gerente de Estrategia

Renta Variable

omar.suarez@casadebolsa.com.co

Fuente: Informes financieros Bancolombia.

Construcción: Casa de Bolsa SCB

Puntos Destacados de la Conferencia

- De acuerdo al informe forense de Kroll, se estableció que **no hay evidencias de un supuesto fraude contable**, y las prácticas empresariales durante el último año con relación a los contratos con los co-inversionistas no presentaron ningún tipo de ocultamiento con los socios estratégicos de Grupo Sura, ni con el mercado, ni con las firmas que han ejercido revisoría fiscal.
- Según el emisor, **la siniestralidad fue más alta de lo que esperaron**, y tienen una expectativa que para 2023 siga bajo una tendencia alcista, esperando niveles de entre el 72% al 74% en los niveles de siniestralidad.
- A pesar de los retiros importantes en Perú asociados a las políticas tomadas en este país, **Grupo Sura logró ganarse una tercera licitación hasta 2025 con AFP Integra**, y gracias a esto se espera que con las 3 licitaciones se afilien cerca de 2,5 millones de clientes.
- La compañía **comenzó la operación de Asulado, esto como resultado de la capitalización y escisión de Protección, teniendo como objetivo fortalecer el aseguramiento previsional**. Esta unión podría lograr beneficios de ley tales como: **1) Deslizamientos del salario mínimo, 2) Mutualidad**, pasando del autoseguro al aseguramiento. Por otro lado, para el primer año, Asulado espera administrar 25 mil rentas vitalicias en los riesgos de invalidez y sobrevivencia.
- Gracias al **impacto del buen desempeño de los activos indexados a la inflación, la compañía logró un repunte importante en el Ingreso de Inversiones, específicamente en el Segmento Vida (75,9% A/A)**. Los países donde se espera que dicha rentabilidad continúe es en Colombia y Chile donde el principal activo es la Renta Fija atada a la inflación. Sin embargo, estas ganancias se empezarán a moderar en Brasil y Chile dado que se encuentran en un ciclo de normalización monetaria.

Criterios ASG

- Grupo Sura es calificada como la sexta compañía mejor evaluada de la industria dentro del Índice de Sostenibilidad Dow Jones, además es la única de origen latinoamericano.
- La compañía es parte de las 484 empresas que conforman el Índice Global de Equidad de Género de Bloomberg.
- De acuerdo con el Reporte de CDP (*Carbon Disclosure Project por sus siglas en inglés*), el Emisor en términos de Gestión del cambio climático es superior al promedio global, avanzando en dos niveles con calificación "B-".
- El proyecto #PensarConOtros, una iniciativa que nació con el objetivo de construir ciudadanía y democracia, realizó su segunda convocatoria con un apoyo de hasta COP 1.100 millones para su ejecución en 2023. Estos proyectos tendrán incidencia en Islas de San Andrés, Chocó, Cesar, entre otros, con el objetivo de mejorar la calidad de la educación, canalizar e impulsar la democracia y promoción cultural, por ejemplo, proyectos que promoverán la apropiación de la verdad como instrumento de la construcción ciudadana.



Corficolombiana

 **Regresar**

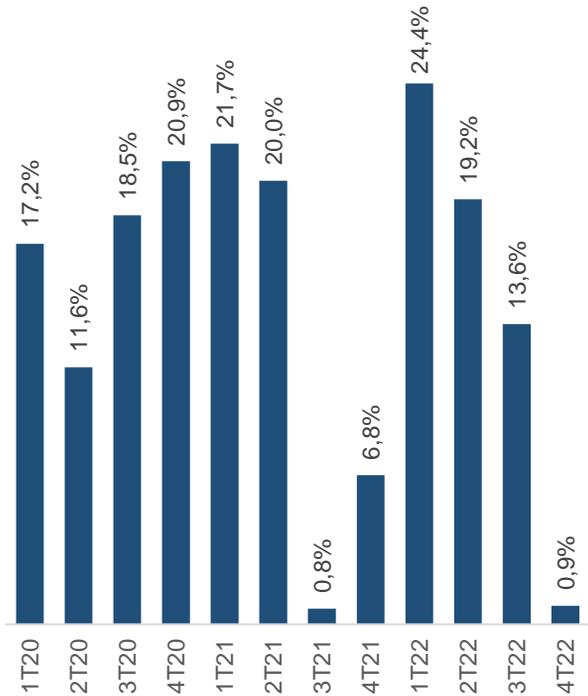
- **Resultados consolidados:** Los ingresos del Sector Real registraron un crecimiento de 8,6% A/A, principalmente por una mayor contribución del segmento de Infraestructura en medio del entorno de alta inflación y mayor TRM, con un efecto positivo sobre los contratos de concesión 4G, lo que, sumado un mayor nivel de ocupación hotelera, logró compensar la disminución de transporte en Colombia del negocio de Energía & Gas. Los Ingresos por Método de Participación se incrementaron en 4,8% A/A, los Gastos Financieros aumentaron en 125,5% A/A y los Gastos de Personal y Generales crecieron en 56,4% A/A. De este modo, el EBITDA se incrementó en 9,9% A/A, con una expansión de 48 pbs en el margen, mientras que la Utilidad Neta Controlante presentó una disminución de 85,2% A/A, con una contracción de 587 pbs en el margen neto controlante, principalmente por el aumento de Gastos Financieros y una mayor provisión de impuesto diferido.

- **Negocio de Energía y Gas:** El volumen transportado por la compañía retrocedió en 4,8% A/A, mientras que en el negocio de distribución la disminución del volumen fue de 4,7% A/A en Colombia, en tanto que en Perú se observó un aumento de 1,7% A/A. Los ingresos del negocio aumentaron en 8,9% A/A, pero el margen bruto de operación disminuyó un 6,8% A/A, principalmente por la disminución de ingresos de transporte en Colombia debido a la entrada en vigor de la nueva metodología tarifaria en septiembre de 2022, que se define en COP, y por los mayores costos. Con lo anterior, el EBITDA cayó un 12,9% A/A y la Utilidad Neta Controlante fue un 82% A/A menor con respecto al 4T21.

- **Infraestructura:** El Margen Bruto de operación aumentó en 55,8% A/A, principalmente por el efecto del entorno inflacionario y el comportamiento de la TRM sobre las expectativas de ingresos esperados por los proyectos 4G. Los Gastos de Personal y Generales del sector aumentaron en 164,9%, en gran medida por la indexación al IPC y al registro de algunos sobrecostos en los contratos de concesión. El tráfico promedio diario de carreteras aumentó en 4% A/A, especialmente en Covipacífico.

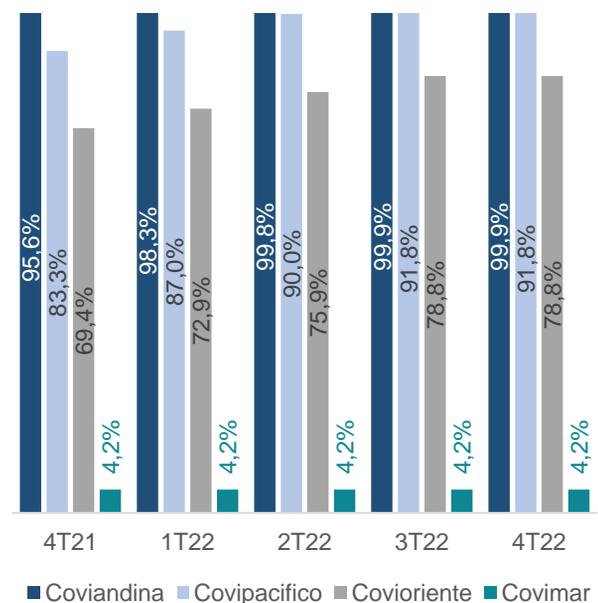
- **Turismo:** La ocupación hotelera en el 4T22 se ubicó en 69% (superior a la media nacional 61%), impulsando un aumento de 30,8% A/A en los Ingresos y de 33,4% A/A en el Margen Bruto de Operación. El número de habitaciones vendidas creció en 3% A/A y la tarifa promedio con desayuno alcanzó un máximo histórico. Los Ingresos por alimentos y bebidas han incrementado su participación dentro de los ingresos totales de la cadena, creciendo hasta un 32% en el acumulado del año.

Gráfica 1. Margen neto controlante – Corficolombiana (%)



Fuente: Informes Financieros Corficolombiana.

Gráfica 2. Avance de concesiones (%), negocio de infraestructura – Corficolombiana.



Fuente: Informes Financieros Corficolombiana.

Resumen resultados financieros

Corficolombiana					
Cifras en COP mil MM	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	2.896	3.055	3.144	2,9%	8,6%
EBITDA	1.128	1.633	1.240	-24,1%	9,9%
Utilidad Neta Controlante	197	415	29	-93,0%	-85,2%
Margen EBITDA	38,9%	53,4%	39,4%	-1.401 pbs	48 pbs
Margen Neto	6,8%	13,6%	0,9%	-1.266 pbs	-587 pbs

* Casa de Bolsa SCB informa que hace parte del Conglomerado Financiero Aval, por lo cual no tenemos un Precio Objetivo ni una recomendación frente a la acción de Corficolombiana.

Fuente: Resultados financieros Corficolombiana.
Construcción: Casa de Bolsa SCB



Gastos financieros limitan buena dinámica operacional

 Regresar

Gastos financieros limitan buena dinámica operacional

PEI presentó resultados financieros NEUTRALES en el 3T22. Los ingresos operacionales presentaron un buen comportamiento, aumentando en 20,9% A/A, favorecidos en gran medida por el rubro de arrendamiento variable en la categoría Comercial, sumado a las mejoras de los indicadores de vacancia a nivel anual y en menor proporción vs el 3T21. Consecuente con esta dinámica, el ingreso operativo neto (NOI) y los márgenes operacionales reflejaron un sólido desempeño operativo. Sin embargo, como punto negativo, el Flujo de Caja Distribuible se mantiene presionado, consecuente con el entorno inflacionario y de mayores tasas de interés, que se han traducido en mayores gastos financieros y que continuaría reflejándose a lo largo del 2023.

Hechos relevantes

- Vacancia mejora:** Los indicadores de vacancia continúan mejorando en términos anuales y en menor medida trimestrales, donde resaltamos la vacancia física en su nivel más bajo desde el 2T19, como resultado de la gestión comercial y la dinámica del sector inmobiliario, cerrando el trimestre en 5,7% (-127 pbs vs. 4T21 y -35 pbs vs. 3T22). En tanto que la vacancia económica se redujo en 210 pbs y 120 pbs frente al 4T21 al 3T22, respectivamente, consecuente con la incorporación de nuevos arrendatarios. Para el 2023, consideramos que la vacancia podría incrementarse levemente, en línea con la expectativa de un entorno de desaceleración económica, lo que se reflejaría en los márgenes operativos y en la rentabilidad del portafolio (Cap Rate), anticipando una recuperación hacia 2024.
- FCD se mantendría presionado en 2023:** Pese a la buena dinámica de los indicadores de vacancia, reflejadas en mayores ingresos operacionales y márgenes operativos saludables (NOI y EBITDA), el Flujo de Caja Distribuible por título se ubicó alrededor de COP 257 para el trimestre, con una disminución de 83% A/A, principalmente explicado por el mayor nivel de gastos financieros, consecuente con el entorno inflacionario y de mayores tasas de interés, por lo cual, considerando la expectativa de que este escenario se mantenga durante el 2023, el FCD se mantendría presionado, anticipando una recuperación del mismo hacia el año 2024, considerando que parte de los recursos de una posible desinversión podrían destinarse a la distribución de rendimientos a inversionistas. No obstante, es importante resaltar que parte de este efecto sería mitigado por la indexación del 75% de los cánones de arrendamiento a la inflación del 2022 -13,12% A/A-, que se reflejaría en mejora de los ingresos en 2023.
- Guidance 2023 – 2024:** Al finalizar el año 2023, la administración de vehículo espera alcanzar ingresos entre los COP 657 y 700 mil MM, considerando la indexación de los contratos a la inflación, en tanto que para 2024 estos se posicionarían alrededor de COP 750 mil MM, en medio de un entorno de recuperación macroeconómica. Sin embargo, en 2023 la inflación y las altas tasas de interés continuarían reflejándose en mayores gastos financieros y en consecuencia, en un Dividend Yield entre 0,3% - 0,8% y para 2024 una recuperación hacia 3% - 3,5%. En cuanto a la rentabilidad del patrimonio se estima que se ubicaría entre el 12% y el 15% durante los dos próximos años. Cabe resaltar que estas estimaciones no contemplan potenciales cambios en el GLA.

4 de abril de 2023

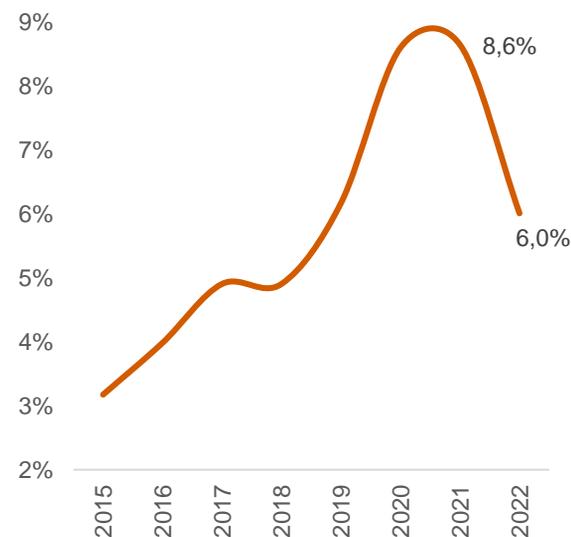


Información especie

Cifras en COP

AUM (BN)	8,5
GLA (M ²)	1.142.833
Vacancia económica	7,6%
Margen NOI	83,1%

Gráfica 1. Vacancia física total promedio anual (%)



Fuente: Informes Financieros PEI.

Resumen resultados financieros

COP mil MM	PEI			Var % A/A	Var % T/T
	4T21	3T22	4T22		
Ingresos Oper.	\$137	\$151	\$165	20,9%	9,7%
NOI	\$111	\$122	\$137	24,2%	12,9%
FCD (COP / Título)	\$1.508	\$256	\$257	-83,0%	0,4%
Vacancia Económica	9,7%	8,8%	7,6%	-210	-120
Margen NOI (Acum.)	80,9%	80,8%	83,1%	220	230

Laura López Merchán
Analista Renta Variable
laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suarez
Gerente Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Fuente: Resultados financieros PEI.
Construcción: Casa de Bolsa SCB

Puntos Destacados de la Conferencia

- Con respecto a la potencial **desinversión** de uno o varios activos anunciada previamente, la administración mencionó que el vehículo lo toma desde un punto de vista estratégico donde se deben encontrar las ventanas de oportunidad adecuadas que permitan enviar un mensaje contundente al mercado, por lo tanto, se comentó que continúa trabajando en ellas aunque no se dio una expectativa de tiempo frente a la conferencia de resultados previa. Con relación a la **destinación de los recursos**, se reiteró que estos principalmente se tomarían para repartir un potencial flujo de caja extraordinario a los inversionistas y a la disminución del apalancamiento.
- Frente al **endeudamiento del vehículo**, la administración señaló que continúa adelantando las negociaciones con organismos multilaterales a nivel internacional de modo que las condiciones de financiamiento resulten más favorables a las ofertadas por los bancos locales.
- Con relación al programa de **readquisición de títulos**: al cierre del 2022 se readquirieron alrededor de 331.451 títulos a un precio promedio de COP 36.907, lo que equivale a un monto de aproximadamente COP 12,2 mil MM.
- La administración continúa trabajando en un **plan de internacionalización**, que incluye atraer inversionistas internacionales que han empezado a mostrar apetito en activos locales, buscando una valorización en el precio de mercado del vehículo inmobiliario.



Titulos Inmobiliarios

Endeudamiento en la mira



Regresar

TIN presentó resultados financieros NEUTRALES en el 2S22. El vehículo continúa reflejando un sólido comportamiento de los ingresos, respaldado por la dinámica de mayor inflación tanto a través de los de la indexación de los contratos de arrendamiento, como de los avalúos; favorecidos también por la vacancia, la cual se mantuvo en niveles bajos. Sin embargo, en cuanto al flujo de Caja Distribuible, nos parece pertinente señalar que si bien se mantuvo estable con respecto a los otros períodos, ha disminuido como proporción de los ingresos, impactado por el fuerte encarecimiento de la deuda. Con respecto al endeudamiento, es importante tener a consideración que el 100% de la deuda vence en 2023, lo que limita la flexibilidad del vehículo. Finalmente, resaltamos que el indicador de cartera vencida se mantiene saludable, aunque continuamos monitoreando el segmento de oficinas.

Hechos relevantes

- Ingresos con dinámica positiva:** Los ingresos por arrendamiento continúan extendiendo el desempeño positivo, con un notable incremento de 21% A/A –aunque a menor ritmo frente a las cifras observadas en el 1S22–, principalmente por: **i)** La indexación a la inflación de los contratos de arrendamiento y de los avalúos, **ii)** El efecto de las adquisiciones realizadas en 2021 y **iii)** Mayores niveles de tráfico en el segmento Centros Comerciales y de Locales Comerciales. Sin embargo, el margen NOI se situó en 87%, presentando una contracción de 200 pbs frente al 2S21. En adición a ello, el mayor nivel de gastos financieros en medio del entorno de alzas en las tasas de interés frente a lo observado en 2021 (13,56% E.A. costo de la deuda al 1S22), se tradujeron en estabilidad de los Rendimientos Distribuibles, con un crecimiento mucho menor frente a los ingresos (+7,1% A/A).

- Vacancia económica se mantiene en niveles saludables:** La vacancia económica del portafolio se ubica en 1,45% al cierre del segundo semestre de 2022, aumentando en 58 pbs A/A y sin cambios frente al 2S21, considerando una dinámica favorable de todos los segmentos que componen el portafolio, especialmente en Bodegas y Centros Comerciales, donde el vehículo continúa enfocándose en la medida que tiene buenas perspectivas. No obstante, consideramos que a pesar de la recuperación gradual en el segmento de Oficinas –a medida que varios sectores económicos retoman esquemas que requieren de mayor presencialidad–, es importante continuar haciendo seguimiento a la dinámica del mismo, considerando las alternativas presentadas al trabajo presencial. Asimismo, vale la pena resaltar que pese al deterioro trimestral, el indicador de vacancia se mantiene en niveles bajos y aunque pueden existir renegociaciones en la renovación de los contratos de algunos segmentos, el vehículo cuenta con una duración promedio de los contratos de 5,87 años, lo que genera una protección en medio de una menor dinámica económica en 2023.

- 100% del endeudamiento se vence este año:** Si bien el vehículo renovó sus créditos a tasa fija para eliminar la exposición a las tasas variables, es importante tener en cuenta que el 100% de la deuda vence en el 2023, donde el 90% caduca en el primer semestre. Consideramos que este es un hecho importante a monitorear, dado que en un escenario ácido podría limitar de forma considerable la distribución de rendimientos a los inversionistas y en consecuencia, el Dividend Yield.

Resumen resultados financieros

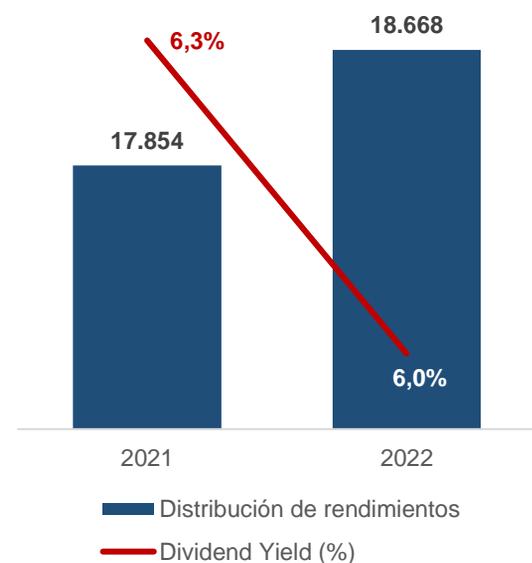
COP MM	TIN				
	2S21	1S22	2S22	Var % A/A	Var % S/S
Ingresos Arrend.	15.137	18.553	18.311	21,0%	-1,3%
Rend. Distribuibles	8.794	9.246	9.422	7,1%	1,9%
Margen FCD	58,1%	49,8%	51,5%	-660 pbs	160 pbs
Margen NOI	89,0%	83,3%	87,0%	-200 pbs	370 pbs

4 de abril de 2023



AUM (COP MM)	480.841
GLA (m2)	85.516
Vacancia económica	1,45%
Dividend Yield (Prom 2022)	5,98%

F. de Caja Distribuido Pagado (COP MM) vs Dividend Yield (%)



Laura López Merchán
 Analista Renta Variable
 laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
 Gerente Renta Variable
 omar.suarez@casadebolsa.com.co

Puntos Destacados de la Conferencia

- Con respecto a las **expectativas de Dividend Yield para 2023**, la administración expuso tres potenciales escenarios de acuerdo con las condiciones actuales del mercado y de endeudamiento del vehículo:
 - I. **Escenario ácido**, en el que se dificultaría lograr los repagos de deuda, lo que complicaría una disminución del endeudamiento, escenario en el cual proyectan un Dividend Yield entre un 3,3% y un 3,6% para el año en curso, dependiendo del funcionamiento de los gastos operativos del vehículo.
 - II. **En un escenario más favorable**, se obtendrían recursos frescos por COP 70 mil MM, con lo que el Dividend Yield podría rondar hasta el 5%.
 - III. Y finalmente, en el escenario en que fuera posible pagar el 100% de la deuda (obteniendo recursos frescos por aproximadamente COP 140 mil MM), el Dividend Yield estaría cercano al 6,3%.
- El **100% de los de los contratos están indexados a inflación**, incluso hay un porcentaje cuyos incrementos se dan teniendo en cuenta la inflación más un spread. Considerando este hecho, el vehículo mencionó que algunos de los arrendatarios han solicitado revisiones en ese sentido, con lo que se ha llegado a acuerdos donde se ofrece algún tipo de descuento con una contrapartida, que puede ser en una extensión del contrato.
- Con relación a la **migración a la rueda de Renta Variable**, la administración comentó que es un tema que continúa revisando en alto detalle, monitoreando la dinámica del mercado de renta variable con miras a encontrar el momento idóneo y más conveniente para migrar. Adicionalmente, en cuanto a los mecanismos de **Split** y **Formador de Liquidez**, se ejecutarían al momento en que se considere la migración, con el objetivo de darle más bursatilidad al título.



La bolsa continúa resistente

 **Regresar**

Consideramos que BVC presentó resultados NEUTRALES para el 4T22. La Utilidad Neta de la Controladora presentó un importante retroceso del -34,2% A/A (-22,2% T/T). Los Ingresos Ordinarios presentaron una buena dinámica (19,6% A/A y 36,1% T/T), gracias al comportamiento destacado de las actividades Post-Negociación (22,0% A/A), impulsados por el positivo desempeño en los Servicios de Compensación y de Emisores Listados (22,0% A/A), que son más del 65% de Ingresos Operativos; dicha actividad fue impulsada por las ganancias de los resultados del buen comportamiento derivado del alto flujo de OPA's a pesar de la menor dinámica del mercado financiero en acciones.

Por otro lado, lo anterior fue mitigado en parte por los Gastos, que registraron un crecimiento del 27,8% A/A, en una proporción similar que los Ingresos, que estuvieron presionados debido al importante aumento de Otros Gastos (28,9% A/A) y Beneficios a los Empleados (18,5% A/A), ambos por el efecto inflacionario en Colombia que impactó de manera importante la contratación de nuevo personal para proyectos e incremento salarial para el equipo de TI. Dado lo anterior, la Utilidad Neta se vio altamente afectada, presentando decrecimientos a nivel anual del -34,2% A/A como trimestral del -22,2% T/T. Consideramos que el 2023 tendrá desafíos importantes teniendo en cuenta el panorama macroeconómico retador que ha sido jalonado por la desaceleración económica que se avecina.

Hechos relevantes y Puntos Destacados de la Conferencia

- **El buen comportamiento de la operación** estuvo impulsado por la buena dinámica que tuvieron los ingresos del segmento de Post-Negociación (+22% A/A), siendo los Servicios de Compensación en la Cámara Central de Contrapartes (CRCC) los que más aportaron a este crecimiento (+25% A/A). Asimismo, el emisor logró presentar nuevos productos en esta filial: las TTV's en Deuda Pública y CRCC analítica de datos.
- **El impulso comercial y de gestión hacia el desarrollo de la Plataforma A2censo** permitió que se consolidara una operación de 50 Pymes listadas, y un incremento relevante del monto financiado (23,0% T/T) alcanzando una cifra de COP 28 mil MM.
- **La integración regional se ha dividido en dos bloques: 1. El Proceso Societario, y 2. El bloque Estratégico.** Por lo pronto, frente al primer bloque se espera una conclusión de procesos durante los próximos tres meses. Ahora bien, entre 2023 – 2025 el principal objetivo es la consolidación del Mercado de Capitales integrado como un todo, esperando que mientras se concluya por completo este proceso tenga efectos importantes frente a volúmenes de negociación y de liquidez en los 3 mercados regionales.
- **El pilar de la tecnología logró el 60% de cumplimiento** a través del Plan Estratégico de Transformación y Tecnologías de Información (PETTI). Asimismo, la búsqueda por un Mercado de Capitales 100% digital ha llevado a que el número de inversionistas a través de las aplicaciones de Trading aumenten 4x A/A.

Resumen resultados financieros

Cifras en COP MM	BVC				
	4T21	3T22	4T22	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos operacionales	209	190	260	24,7%	36,7%
EBITDA	67	64	77	15,9%	20,5%
Utilidad Neta	42	36	28	-34,2%	-22,2%
Margen EBITDA	31,9%	56,2%	36,3%	442 pbs	-1992 pbs
Margen neto	20,3%	18,9%	10,7%	-123 pbs	-813 pbs

4 de abril de 2023

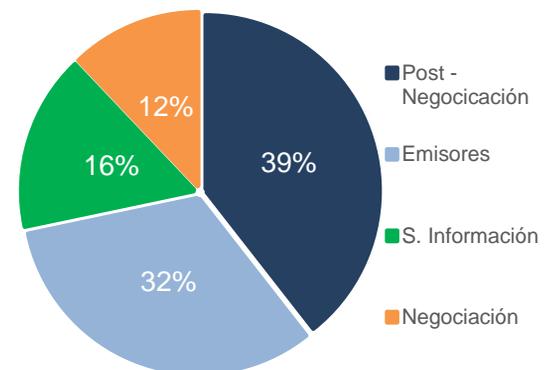


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	10.500
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	0,575
Último Precio	9.500
YTD (%)	36,01%
DVD Yield (%)	6,2%

Gráfica 1. Distribución ingreso por línea de negocio BVC



Fuente: Informes financieros BVC.
Construcción: Casa de Bolsa SCB.

Angie Katherine Rojas

Analista de Sector Financiero
angie.rojas@casadebolsa.com.co

Omar Suárez

Gerente de Estrategia
Renta Variable

omar.suarez@casadebolsa.com.co

Fuente: Informes financieros BVC.
Construcción: Casa de Bolsa SCB.



Débil temporada decembrina

 Regresar

Durante el 1T23 (periodo comprendido entre el 24 de septiembre de 2022 y el 25 de diciembre de 2022) Apple presentó resultados **NEGATIVOS**, en línea con las expectativas del mercado. Teniendo en cuenta la estacionalidad de las cifras nos enfocaremos en el análisis anual, donde en el trimestre se observó una dinámica anual a la baja de los ingresos (-5,5% A/A), con contracciones en todos los segmentos exceptuando Servicios (+6,4% A/A) y iPad. Por geografías, todas las regionales presentaron un comportamiento anual negativo, especialmente Europa (-7% A/A) y China (-7,3% A/A), las cuales representaron el 44% de los ingresos del periodo, incluyendo el efecto cambiario negativo por la fortaleza del USD. Por su parte, aunque se presentó una leve reducción en la estructura de costos operacionales que realizó la compañía (-4,1% A/A), su contracción fue menor a la de los ingresos, generando que el Margen Bruto presentara un leve retroceso anual hasta 43% (-80 pbs A/A). En cuanto a los gastos, a nivel de Gastos Administrativos se presentó un aumento moderado (+2,4% A/A), mientras que en Investigación y Desarrollo (+22,2% A/A) se dieron mayores Gastos de Personal, en contraste con los despidos masivos que han registrado otras tecnológicas, llevando al Margen Operacional del trimestre a registrar una contracción anual significativa hasta el 30,7% (-273 pbs A/A). A nivel no operacional llama la atención el fuerte crecimiento a nivel de Gastos Financieros (+44,5% A/A), tema a monitorear dado el acelerado incremento, compensado parcialmente por el importante crecimiento en los Ingresos por Intereses y Dividendos (+33,5% A/A). En medio de lo anterior el Margen Neto se ubicó en 25,6%, contrayéndose 233 pbs A/A.

Hechos relevantes

- Ingresos afectados en todos los segmentos:** A nivel general, en el 1T23 (24 de septiembre al 25 de diciembre de 2022) los ingresos estuvieron negativamente afectados por: **1)** Fortalecimiento en el comportamiento del USD frente a las demás monedas, donde sin este efecto la compañía estima que hubiese tenido crecimiento anual; **2)** Efectos sobre la cadena de suministro del iPhone 14 Pro y Pro Max por las restricciones en China por el COVID-19, alargando los tiempos de entrega de estos productos por parte de lugares de producción en el país asiático; **3)** Ambiente macroeconómico retador, principalmente por presiones inflacionarias a nivel global. Por segmentos, sobresale que, en el segmento de iPhones, pese a las contracciones anuales (-8,2% A/A), se presentaron ventas *record* en Canadá, Italia y España, junto a un crecimiento en mercados emergentes como India. En el segmento de Servicios, Apple ve un amplio potencial en rubros como *Apple Pay* con presencia en 70 países y un ecosistema robusto dada su base de 2 billones de dispositivos activos en el mundo.
- Menor Flujo de Efectivo:** La compañía terminó el 1T23 con USD 21,9 BN en Efectivo (-12% T/T), con un Flujo de Caja Operacional que aportó USD 34 BN, permitiendo cubrir las inversiones realizadas por USD 1,5 BN, mientras que el Flujo de Caja de la Financiación registró salidas por USD 35,6 BN, incluyendo USD 19,5 BN por recompra de acciones y USD 3,8 BN por pago de dividendos en el trimestre, similar a periodos previos.
- Guidance positivo:** Para el 2T23 (periodo enero – marzo), la compañía estima un Margen Bruto entre 43,5% - 44,5%, lo cual sería positivo en caso de que las cifras reales se ubiquen por encima de la parte baja del rango, considerando el Margen Bruto trimestral del 43,7% registrado un año atrás. La mejora trimestral estaría relacionada con eficiencias a nivel de la estructura de costos operacionales, aunque consideran que la exposición a la volatilidad del USD seguiría presionando los resultados. La compañía estima un 2T23 con un comportamiento anual en ingresos similar al 1T23, implicando un crecimiento frente al 2T22.

Resumen resultados financieros

Apple					
Cifras en USD BN	1T22	4T22	1T23	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos operacionales	123,9	90,1	117,2	-5,5%	30,0%
Utilidad Operacional	41,5	24,9	36,0	-13,2%	44,7%
Utilidad Neta Controladora	34,6	20,7	30,0	-13,4%	44,8%
Margen Operacional	33,5%	27,6%	30,7%	-273 pbs	313 pbs
Margen Neto Controladora	27,9%	23,0%	25,6%	-233 pbs	262 pbs

4 de abril de 2023

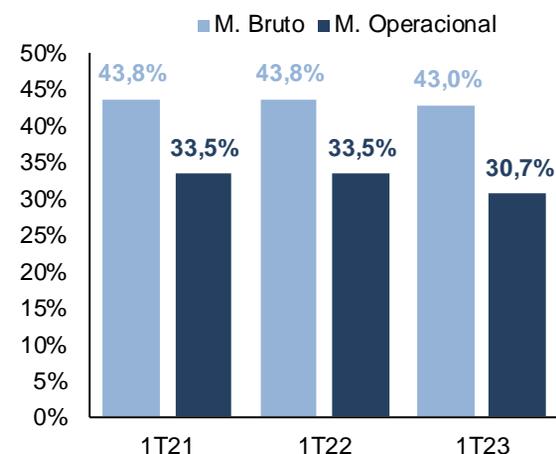


Información especie

Cifras en USD

Market Cap (BN)	2.470
Último Precio	156
YTD (%)	+20,2%
P/VL	43,5
PER	26,2

Gráfica 1. Evolución Margenes



Fuente: Apple. Cálculos: Casa de Bolsa.

Roberto Carlos Paniagua
Analista Oil & Gas y Utilities
roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente Estrategia
Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Fuente: Apple. Cálculos: Casa de Bolsa.

amazon

Utilidades sorprenden a la baja

 Regresar

Utilidades sorprenden a la baja

Amazon publicó resultados NEUTRALES durante el 4T22. Los ingresos presentaron un buen desempeño, aumentando en línea con las estimaciones del mercado (+8,6% A/A), impulsados principalmente por las ventas en Norteamérica y mayores ingresos del segmento Amazon Web Services (AWS). Sin embargo, es importante señalar que el incremento habría sido superior de no ser por el efecto negativo del tipo de cambio en las ventas internacionales. El entorno de altos costos es persistente, con lo cual, la Utilidad Operativa disminuyó de forma significativa (-20,9% A/A), con una contracción de 68 pbs en el margen. Aunque mayores Ingresos por Intereses continúan compensando parte del impacto de los Gastos Financieros, la Utilidad Neta se vio fuertemente impactada por el rubro de Otros ingresos/gastos, con lo cual mostró una caída importante (-98,1% A/A), sorprendiendo de forma negativa al mercado. El Guidance para el 1T23 es reflejo de que el entorno retador se mantendría, en medio de las expectativas de un escenario recesivo.

Hechos relevantes

• **Aspectos relevantes del 4T22:** Aunque persistieron las presiones sobre los márgenes por cuenta del entorno inflacionario, los ingresos del segmento AWS continuaron mostrando un buen dinamismo, sin embargo, se observa una desaceleración del ritmo de crecimiento de las ventas con respecto a trimestres anteriores (+20,2% A/A), consecuente con los desafíos que plantea la ralentización del entorno macroeconómico. Este efecto fue parcialmente compensado por ventas minoristas mejores a lo esperado, además de la continuidad de los esfuerzos que se han realizado en materia de dilución de costos fijos y eficiencias, con el objetivo de mitigar este efecto, por lo cual, resaltamos de forma positiva los comentarios realizados sobre la expectativa de mejorar los costos operativos en Norteamérica a lo largo del 2023.

• **Flujo de Caja:** Cabe resaltar que, pese a la notable disminución de la utilidad neta del período, el Flujo de Caja Operativo al cierre del 4T22 fue aproximadamente un 32% superior al registrado hacia el final del 4T21, principalmente por el capital de trabajo, consecuente con el nivel de inventarios y cuentas por pagar.

• **Guidance para el 1T23:** Amazon estima que los ingresos del 1T23 se posicionarían entre USD 121 – 126 BN, con un crecimiento en términos anuales que rondaría el rango de 4% - 8%, anticipando un posible impacto negativo por el orden de alrededor de 210 pbs por el efecto del tipo de cambio en las ventas internacionales. En cuanto a las expectativas de la utilidad operativa, esperan que esta se sitúe entre USD 0 – 4 BN, lo que señala el entorno desafiante no solo en materia de costos sino en medio de un escenario económico débil en términos macroeconómicos.

Puntos destacados de la conferencia:

- **Durante el 4T22 se efectuaron varias jornadas promocionales,** incluyendo la primera venta de acceso anticipado preferencial en octubre, y las jornadas “Black Friday” y “Cyber Monday”, donde **las ventas fueron superiores a las expectativas** de la compañía, a medida que la sección de descuentos resultó favorable en un entorno donde los consumidores suelen ser más cautelosos.
- **Amazon continúa implementando eficiencias** dentro de las cuales resaltan: adecuación de la mano de obra, optimización de la red de transporte y logística, con la expectativa de que estas iniciativas permitan reducir los costos, manteniendo la experiencia al cliente.

Resumen resultados financieros

Cifras en USD MM	Amazon				
	4T21	3T22	4T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	137.412	127.101	149.204	17,4%	8,6%
Utilidad Operativa	3.460	2.525	2.737	8,4%	-20,9%
Utilidad Neta	14.323	2.872	278	-90,3%	-98,1%
Margen Operativo	2,5%	2,0%	1,8%	-15 pbs	-68 pbs
Margen Neto	10,4%	2,3%	0,2%	-207 pbs	-1.024 pbs

Fuente: Informes financieros Amazon. Construcción: Casa de Bolsa SCB

4 de abril de 2023

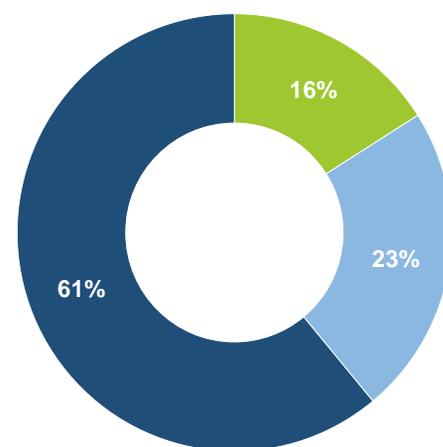


Información especie

Cifras en USD

Market Cap. (BN)	1,0
Último Precio	97,2
YTD (%)	15,7%
PER	131,6
P/VL	6,7

Gráfica 1. Ventas netas TTM



■ Amazon Web Services ■ Internacional ■ Norteamérica

Fuente: Amazon

Laura López Merchán

Analista Renta Variable

laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suárez

Gerente de Estrategia

Renta Variable

omar.suarez@casadebolsa.com.co



Continúa la exitosa conquista

 Regresar

Continúa la exitosa conquista

Nubank presentó resultados POSITIVOS para el 4T22, por encima de las expectativas del mercado. La utilidad neta de Nu consolidada presentó un retroceso significativo, pasando de USD -66,1 MM en el 4T21 a USD -297,6 MM en el 4T22, como resultado de la rescisión esperada de la CSA de 2021 (*Contingent Share Award* por sus siglas en inglés), que tuvo efecto en los Gastos Operativos (153,7% A/A y 89,6% T/T) por USD -356 MM sin repercusión de efectivo, por tanto, si se excluye este evento extraordinario que no implicó salida de caja, la utilidad se ubicaría en USD +57,9 MM, la que sería la más alta hasta ahora en la historia del emisor. Estos gastos lograron mitigarse gracias a la continuación del fuerte repunte en los Ingresos por Intereses (149,2% A/A y 11,0% T/T), principalmente por el ingreso por tarjetas de crédito (145,7% A/A y 21,7% T/T) en línea con el buen comportamiento de la actividad económica, y el destacado comportamiento del Ingreso por Comisiones (80,8% A/A y 11,1% T/T) gracias a tarifas de intercambio más altas. Lo anterior, aunado al incremento de tasas y un mayor financiamiento vía préstamos personales, lograron ubicar el NIM en 13,5% para este período (490 pbs A/A y 240 pbs T/T). Así mismo, una mejora en la Eficiencia Operativa tras 4 periodos consecutivos ubicándose en 47,4%, en parte evidenciado por la relación entre el ARPAC (USD 8,2) respecto a su costo (USD 0,9). Finalmente, excluyendo el CSA la empresa logró una mejora significativa en el ROE anualizado, pasando de -8% en el 4T21 a una cifra positiva del 5% para el 4T22.

4 de abril de 2023

Hechos relevantes

- **CSA presionó el OPEX:** La decisión del CEO de Nu de rescindir la compensación variable (CSA) del 2021 va en línea con el programa de eficiencia que el emisor ha puesto en marcha, lo que representará un ahorro de aproximadamente USD 356 MM por los próximos 7 años, sin embargo, en este periodo se debía registrar como un otorgamiento acelerado a pesar de no existir un desembolso monetario.
- **ARPAC continúa en senda alcista:** La base de clientes continúa con un destacado crecimiento en los países donde opera: Colombia (500% A/A), México (129% A/A), y logrando acaparar una mayor cuota de mercado en Brasil (35% A/A). Asimismo, el emisor se ha convertido en la principal relación bancaria de al menos el 82% de sus clientes activos en Brasil. Finalmente, continúa la puesta en marcha del ecosistema con base en una operación con pocos egresos, evidenciado en una mayor proporción entre el ingreso promedio mensual por cliente activo (ARPAC) vs. el gasto por cliente, ubicándose en 9,1x para 4T22 vs. 6,2x en 4T21, lo anterior, gracias al importante incremento del ARPAC (46,4% A/A y 3,8% T/T) y que el costo por cliente se mantuvo sin cambios en USD 0,9.
- **Maduración en Brasil:** Durante el 2022 la operación en Brasil logró mostrar los primeros signos de consolidación y maduración de la operación, tras presentar utilidad neta positiva desde el 2T22, resaltando que esta logró repuntar a USD 138 MM para el 4T22, que permitió un robusto repunte del ROE para Nu Brasil, pasando de -16% en 4T21 a 35% para el 4T22.
- **Calidad de Cartera con signos de deterioro:** Nu ha tomado medidas saludables como el incremento importante en provisiones del 107,9% anual (10,6% T/T) dada la desaceleración económica esperada en 2023 y el crecimiento constante de la cartera de crédito. Asimismo, la señal de impago por parte de los consumidores ha estado reflejada en los signos de inflexión que presenta la calidad de cartera (90 días), dado su incremento anual de 210 pbs, ya que pasó de 3,1% en 4T21 a 5,2% para 4T22.

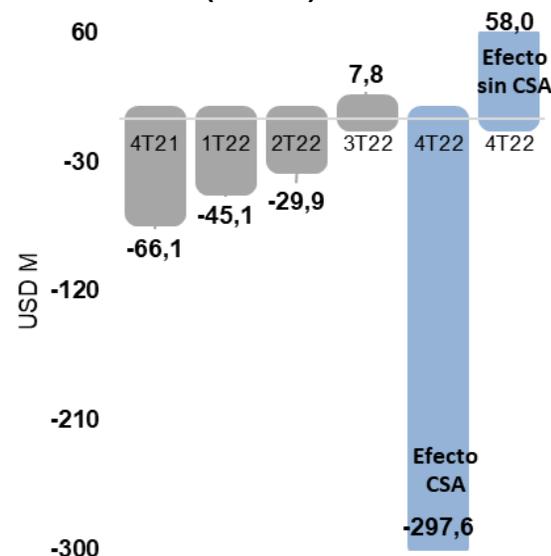


Información especie

Cifras en USD

Market Cap (M)	23,545
Ultimo Precio	5,04
YTD (%)	23,71%
PVL	4,62

Gráfica 1. Comportamiento de la Utilidad Neta (USD M)



Fuente: Informes financieros Nubank.

Resumen resultados financieros

Cifras en USD miles	NUBANK				
	4T21	3T22	4T22	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos por Intereses	439.550	987.248	1.095.509	149,2%	11,0%
Provisiones Netas	199.676	375.474	415.223	107,9%	10,6%
Utilidad Neta	-66.274	7.833	-297.613	-122,3%	-97,4%
ARPAC (US\$)	5,6	7,9	8,2	46,4%	3,8%
NIM	8,6%	11,1%	13,5%	490 pbs	240 pbs
Calidad de Cartera (90 días)	3,1%	4,7%	5,2%	210 pbs	50 pbs

Angie Katherine Rojas
Analista del Sector Financiero
angie.rojas@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia
Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Fuente: Informes financieros Nubank.
Construcción: Casa de Bolsa SCB. 97

Gerencia de Inversiones

Andrés Pinzón

Director Estrategia Comercial y de Producto
andres.pinzon@corficolombiana.com
Tel: (571) 2863300 Ext. 70714

Análisis y Estrategia

Juan David Ballén

Director Análisis y Estrategia
juan.ballen@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22622

Luis Felipe Sánchez

Analista Junior Renta Fija
luis.sanchez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

Anna María Reyes

Analista Junior Renta Fija
diego.velasquez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

Omar Suarez

Gerente Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22619

Roberto Carlos Paniagua

Analista Renta Variable
Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00

Angie Katherine Rojas

Analista Renta Variable
Angie.rojas@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00

Juan Camilo Gutierrez

Juan.gutierrez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00

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

Katherine Prieto Pardo

Trader de acciones Institucional
katherine.prieto@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22683

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

Luis Felipe Moreno

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.

Advertencia

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.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA