



## Renta Variable

### Expectativas de Resultados Financieros 2T22

**Omar Suárez**

*Gerente Estrategia Renta Variable*  
6062100 Ext 22619  
omar.suarez@casadebolsa.com.co



**Andrés Duarte**

*Director de Renta Variable*  
Corficolombiana  
andres.duarte@corficolombiana.com.co

**Alejandro Ardila**

*Analista de Sector Financiero*  
6062100 Ext 22703  
alejandro.ardila@casadebolsa.com.co

**Laura López**

*Analista Sector Consumo & Construcción*  
6062100 Ext 22703  
laura.lopez@casadebolsa.com.co

**Roberto Carlos Paniagua**

*Analista Sector Oil & Gas y Utilities*  
6062100  
roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

# Expectativas Resultados Financieros 2T22

## Efectos mixtos a la vista

Esperamos que los resultados financieros del 2T22 para la mayoría de los emisores sean **POSITIVOS**, seguidos de resultados **NEUTRALES**. Los resultados de las compañías con un buen comportamiento estarían soportados en sectores con exposición a: **1)** un mejor comportamiento en el precio internacional de los *commodities*; **2)** favorecimiento del ciclo alcista de tasas de interés; **3)** indexación a la inflación a nivel de ingresos; **4)** efecto positivo del comportamiento del consumo, principalmente en Colombia.

De esta manera, teniendo en cuenta el efecto base, a nivel anual se mantendrían crecimientos significativos en términos de ingresos y EBITDA, sin dejar de lado efectos cambiarios mixtos por volatilidad en las tasas de cambio de diferentes monedas latinoamericanas frente al dólar y presiones inflacionarias en la estructura de costos y gastos operacionales. A nivel no operacional, los gastos financieros ejercerían presiones derivadas de la exposición de la deuda a tasas variables.

Estimamos que los resultados de los **Sectores Petrolero, Financiero, Consumo, Inmobiliario y Servicios Públicos (Utilities)** se ubiquen en terreno **POSITIVO**. Respecto al **Sector Petrolero**, destacamos la fuerte dinámica a nivel anual que presentaría **Ecopetrol**, en medio de un entorno de mayores precios del crudo, con estabilidad en la producción. Frente a las compañías del **Sector Financiero**, se mantendría un buen comportamiento en el crecimiento de la cartera, enmarcado en el panorama macroeconómico positivo, acompañado de indicadores de cartera sanos. Sumado a un efecto relativamente positivo en los márgenes de intermediación, dado el aumento de las tasas de interés, aunque estimamos presiones derivadas de mayores costos de fondeo. El **Sector de Servicios Públicos (energía y gas)** reflejaría una dinámica positiva en aquellos segmentos indexados a la inflación a nivel de ingresos, junto a una demanda estable de energía. Entre tanto, en el **Sector Consumo**, la buena dinámica del gasto de los hogares continuaría.

Para el **Sector Construcción y Materiales**, los resultados serían negativos para Cementos Argos y CLH, en medio de las presiones que generarían los altos costos de los combustibles.

### 1. Expectativas resultados financieros 2T22



1 de agosto de 2022

# Calendario conferencias resultados 2T22

## Julio y Agosto

Domingo	Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes	Sábado
24	25	26	 27	 28 	29	30
31	 1	 2	3	 4  	5	6
7	 8	 9	 10	 11 	 12 	13
14	15	 * 16	 17  	 18 	19	20
21	 22	 23	 24	 * 25  	26	27
28	29	30	31			

\* fecha estimada, sujeta a cambios.

A la fecha no se tenía información sobre GEB.

# Calendario conferencias resultados 2T22

## Septiembre

Domingo	Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes	Sábado
				FALABELLA 1	2	3
4	5	6	7	8	9	10
11	12	13	14	15	16	17
18	19	20	21	22	23	24
25	26	27	28	29	30	

\*: fecha estimada, sujeta a cambios. \*

# Expectativas de Resultados 2T22

## El consumo continúa liderando

Para el Sector Bancario, esperamos que los resultados del 2T22 continúen con una dinámica positiva de la mano del crecimiento de cartera liderado por el segmento de consumo y vivienda. Por otro lado, esperamos en el caso de Bancolombia la normalización de los niveles de provisiones de cartera en respuesta a la predominancia de los productos de libre inversión en el segmento de consumo. De esta manera, considerando un ambiente de política monetaria restrictiva, esperamos un beneficio generalizado, aunque en el corto plazo del NIM de cartera sobre los bancos, aunque su grado de expansión depende de la mezcla de cartera flotante y la estructura de fondeo del emisor. Finalmente, estimamos que los indicadores de calidad de cartera se mantengan estables, alineados con el perfil de apetito de riesgo de los emisores.



Para Bancolombia, esperamos unos resultados **POSITIVOS** para el 2T22. Estimamos que bajo un escenario de buena dinámica económica en el 2T22, el comportamiento de cartera continúe su desempeño positivo, especialmente el segmento de consumo. Aunque de cara al 2S22 prevemos que este ritmo de crecimiento se desacelere. Por otro lado, ante el panorama de política monetaria esperamos que el NIM continúe expandiéndose en el corto plazo buscando los niveles del 6,5% planteado por el emisor, aunque podría verse presionado por los efectos del CFEN y las presiones del mercado de renta fija en sus captaciones que incrementa el costo de fondeo. En cuanto al costo del riesgo, para este trimestre esperaríamos que el indicador continúe por debajo de los niveles promedio históricos (2%) aunque normalizando su comportamiento, considerando el apetito de riesgo en la colocación de productos de cartera de consumo (53% libre inversión). Finalmente, de cara a los indicadores de calidad de cartera de 90 días, mantenemos nuestra perspectiva positiva y continuaremos haciendo seguimiento dado los factores macroeconómicos del país.

Así las cosas, el consenso del mercado\* estima que los ingresos y la utilidad neta consolidada se ubiquen en COP 5,2 BN (+6% T/T y +33% A/A) y COP 1,3 BN (-25% T/T y +12 A/A) respectivamente.



Esperamos resultados **POSITIVOS** para Davivienda al 2T22.

Bajo un contexto de política monetaria restrictiva esperamos que el crecimiento de cartera merme lentamente en términos reales, según estimaciones del mercado\* se espera que los ingresos trimestrales se ubiquen en COP 2,5 BN (-9,4% T/T y +4% A/A). En relación al costo de riesgo, esperamos que los niveles del indicador se mantengan estables alrededor de su media histórica (2,4% desde el 1T15, excluyendo los periodos de pandemia) en respuesta al predominante rol que juega el crecimiento de la cartera de consumo y con esto, la proporción del producto de libre inversión en esta (56% al 1T22). Por otro lado, esperamos que los indicadores de calidad de cartera de 90 días se mantengan estables, aunque podrían verse afectados por la menor capacidad de pago de deudores dado el crecimiento de la inflación y el incremento del costo del crédito en el sistema.

Frente al Margen Neto de Interés (NIM) de cartera, esperaríamos que el indicador 12 meses se encuentre alrededor del 6,3%.

\*: estimaciones tomadas de Bloomberg

# Expectativas de Resultados 2T22

## Banco rompiendo récord en utilidades

Para el Sector Bancario en Chile, esperamos que los resultados del 2T22 continúen con un desempeño bastante positivo. Esperamos un crecimiento en colocación de cartera a un menor ritmo, aunque, dada la indexación de cartera a la UF que captura los movimientos inflacionarios, la expansión de margen neto de intereses continuaría a razón del importante incremento de la misma. Sin embargo, dado un menor gasto público respecto al año pasado, esperamos que el costo de riesgo retome gradualmente sus niveles históricos como reconocimiento de riesgo natural de la operación de crédito. En relación a la calidad de cartera 90 días, estimamos que los niveles comiencen a presentar algunos deterioros entorno a un menor crecimiento económico y mayor costo de la deuda. Finalmente, esperamos que el banco continúe con altos niveles de cobertura de cartera, que resaltan sobre sus pares, derivados de la implementación de provisiones adicionales que fortalecen el indicador.

## Banco de Chile

Para Banco de Chile, esperamos unos resultados **POSITIVOS** para el 2T22. Si bien el crecimiento económico de Chile para el 2022 se prevé a un menor ritmo respecto a 2021, lo que limitaría el crecimiento de las carteras, esperamos que a lo largo de este año se mantenga una dinámica positiva en la operación. Lo anterior, considerando el rol de la UF (Unidad de Fomento) que juega en la colocación de créditos del emisor, la cual se ve fuertemente influenciada para los movimientos inflacionarios, indicador que para junio de 2022 alcanzó niveles de 12,5% según el Banco Central del país, lo cual beneficiaría significativamente el NIM de cartera, logrando expandirse por encima del 5% observado en el 1T22.

Por otro lado, en términos de costo de riesgo, esperaríamos la paulatina normalización de los niveles en respuesta a un menor gastos fiscal y eventos que en su momento promovieron la liquidez en el 2021, de manera que esperaríamos un avance hacia el 1%, como lo estima la compañía. Lo anterior, en línea con el reconocimiento del riesgo natural de la actividad crediticia, asimismo como, esperaríamos que continúe el reconocimiento de provisiones adicionales que el banco viene considerando desde el año pasado, fortaleciendo así los indicadores de cobertura que resaltan por encima de sus pares (400% al 1T22). Finalmente, considerando los factores anteriormente expuestos, los ingresos operacionales según estimaciones del mercado\* se ubicarían en CLP 702 BN (+27,8% T/T y +40,7% A/A), mientras la utilidad neta se encontraría en CLP 312 BN (+7,2% T/T y +92,6% A/A) para este trimestre.

\*: estimaciones tomadas de Bloomberg

# Expectativas de Resultados 2T22

## La inflación no cede

En el **Sector cementero** colombiano, cifras del 2T22 con datos al corte de mayo muestran una mejora anual en la producción y despacho de cemento (+22,3% y +17,5%, respectivamente), manteniéndose en niveles superiores a los observados en periodos pre pandémicos. Asimismo, la producción de concreto mantuvo la senda de recuperación (+30,1% A/A), impulsada por el segmento de vivienda (+47,1% A/A), mientras que los segmentos de obras civiles y edificaciones mostraron variaciones del +12,9% A/A y del +6,2% A/A, respectivamente. Adicionalmente, acorde a las cifras del índice de costos de la construcción de edificaciones, los datos al corte de mayo muestran que los precios del cemento registraron una mejora del 11,17% en el corrido del año, mientras que los precios del concreto han aumentado un 2,67%. **En términos anuales, los resultados del sector podrían verse respaldados por un efecto de base comparativa frente a 2021, por cuenta del efecto del paro nacional observado en el 2T21.** En EE.UU., los envíos totales de cemento mezclado disminuyeron 5,3% A/A durante el mes de abril, resaltando que el estado de Florida se mantuvo como uno de los líderes en producción y consumo de cemento. En general, consideramos que se mantendrían las presiones a los márgenes de las compañías del sector provenientes de los altos precios del combustible, insumo requerido para el proceso de producción de la industria.



**Esperamos que durante el 2T22 Cementos Argos presente resultados NEGATIVOS**, con expectativas relativamente estables para la regional de EE.UU. Por su parte, las operaciones en Colombia verían mayores volúmenes y mejores precios –en línea con la dinámica mencionada previamente para el sector- y tendrían un efecto de base comparativa que sería favorable al contrastar con el efecto del Paro Nacional en el 2T21. Por último, la regional de Centroamérica continuaría evidenciando una paulatina recuperación. No obstante, señalamos que el entorno inflacionario ejercería fuertes presiones sobre los márgenes –especialmente considerando el caso de los precios del combustible-, lo que hace relevante monitorear la implementación de estrategias por parte del emisor que permitan mitigar el impacto de este escenario. Teniendo en cuenta estas consideraciones, el consenso del mercado\* estima que los ingresos operacionales asciendan a COP 2,75 BN (+11,3% A/A y +6,8% T/T), el EBITDA se posicionaría alrededor de COP 556 mil MM (+6,6% A/A y 55% T/T) y la Utilidad Neta totalizaría COP 105 mil MM (-35,9% A/A y +381,7% T/T). En la conferencia de resultados, consideramos relevante estar atentos a los comentarios relacionados con el proceso de listamiento de la operación de EE.UU. en NYSE.



**Para CLH esperamos unos resultados NEGATIVOS.** En términos generales, consideramos que los resultados podrían ver un impacto positivo producto de la mejora de las cifras del sector en Panamá y Colombia, que vendrían acompañadas de mejoras en precios, en línea con la estrategia implementada durante los periodos recientes. Entre tanto, esperamos que la región Resto de CLH, continúe recibiendo impulso por parte de las remesas y el sector de autoconstrucción. Sin embargo, el entorno inflacionario continuaría presionando de forma importante el EBITDA y por lo tanto, los márgenes de rentabilidad la compañía, en línea con lo observado durante el primer trimestre del año en curso. Por último, considerando que se espera que la transacción de desinversión de las operaciones en Costa Rica y El Salvador culmine en el 2S22, estas continuarían siendo contabilizadas netas de impuestos a la utilidad, en la cuenta de Operaciones Discontinuas. De este modo, el consenso del mercado\* estima ingresos por USD 203 MM (-10,9% A/A y -2,7% T/T), y un EBITDA de USD 39 MM (-27,2% A/A y +6,2% T/T).

\*: estimaciones tomadas de Bloomberg

# Expectativas de Resultados 2T22

## Colombia: tendencias macro favorables

Respecto al Sector Consumo en Colombia, observamos que la dinámica de las ventas minoristas en el país se ha mantenido positiva durante el segundo trimestre del año, con un crecimiento promedio de 22,4% A/A durante los dos primeros meses del 2T22 –excluyendo las ventas de combustibles y vehículos-, acompañada por un mayor nivel de gasto de los hogares en promedio durante los tres primeros meses del año (+5,6% A/A en términos reales), reflejando la fortaleza de la demanda interna dentro de la economía colombiana, donde las **macrotendencias continuarían brindando estabilidad a los resultados del sector**. Sin embargo, el entorno inflacionario continuaría presionando los márgenes de rentabilidad, especialmente en el caso de Nutresa, dados los precios elevados de los commodities.



Esperamos que Grupo Éxito prolongue sus resultados **POSITIVOS**, resaltando la sólida dinámica del consumo de los hogares durante el 2T22, que continúa siendo apoyada en parte por el mayor nivel de colocación crediticia y de las tarjetas de crédito, efecto que podría verse limitado en medio del contexto de alta inflación y aumento de tasas de interés. La extensión de la recuperación de las ventas minoristas en todas las regiones – especialmente en Colombia-, mantendrían condiciones favorables para los niveles de ventas del grupo, incluyendo la dinámica positiva que han venido mostrando los negocios innovadores como WOW y FreshMarket, donde el aumento de las ventas realizadas a través de comercio electrónico continuarían evidenciando el desempeño positivo de los canales digitales. En este sentido, las ventas Omnicanal mantendrían la senda positiva observada a lo largo de los últimos períodos y los negocios Inmobiliario y Financiero extenderían la senda de recuperación. Bajo estas condiciones, el consenso del mercado\* anticipa ingresos por COP 4,4 BN (+19,9% A/A y -3,7% T/T), el EBITDA se ubicaría en COP 353 mil MM (+15,1% A/A y -0,6% T/T) y la Utilidad Neta se situaría alrededor de COP 77 mil MM (+51,7% A/A y +19,3% T/T).



Para Grupo Nutresa esperamos resultados **POSITIVOS** durante el 2T22, considerando el efecto positivo de las dinámicas de consumo en las distintas regiones donde la compañía tiene presencia, especialmente en Colombia, donde las tendencias macro han reflejado una sólida dinámica con mayor nivel de gasto de los consumidores, especialmente en el rubro de comidas fuera del hogar, lo que se reflejaría en el negocio de restaurantes. En este sentido, los volúmenes de venta se verían favorecidos y la estrategia de aumentos de precios apoyaría la dinámica del trimestre, con lo cual, el consenso del mercado\* sugiere que los ingresos se situarían alrededor de COP 3,79 BN (+28,7% A/A y +5,3% T/T). No obstante, tal como hemos observado a lo largo de los últimos períodos, el comportamiento del precio de las materias primas y el efecto de las cadenas de suministro y en general el mayor nivel de costos y gastos, continuarían generando presiones sobre el margen bruto, que serían parcialmente mitigadas por la estrategia de eficiencias que contempla coberturas y mejoras en gastos de ventas, con lo cual de acuerdo con el consenso\*, el EBITDA se posicionaría en COP 447 mil MM (+27,2% A/A y -4,5% T/T), mientras que la Utilidad Neta se ubicaría en COP 187 mil MM (+36,2% A/A y -36,8% T/T).

\*: estimaciones tomadas de Bloomberg

# Expectativas de Resultados 2T22

## Marea alta: inflación y base comparativa

**Respecto al Sector Consumo en Chile, observamos que la dinámica de las ventas minoristas en el país ha empezado a moderarse:** de acuerdo con los datos publicados con corte a mayo de 2022 y las expectativas del consenso de analistas de Bloomberg, el índice de ventas minoristas habría aumentado moderadamente en el trimestre (2,47% A/A), impulsado por un fuerte crecimiento durante el mes de abril (+19,58% A/A) y con retrocesos en los meses de mayo y junio (-5,56% A/A y -6,61%\* A/A, respectivamente); lo anterior **en medio de un entorno de menor liquidez y mayor inflación afectando el poder adquisitivo de los hogares, además del efecto de alta base comparativa frente al 2021.** Adicionalmente, el entorno de mayores costos y gastos continuaría reflejándose en los márgenes de las compañías, lo que hace relevante optar por eficiencias operativas que permitan mitigar estos impactos. En términos generales, las condiciones macroeconómicas en otras regiones como Colombia y Perú apoyarían los resultados y los negocios de supermercados y de servicios financieros mantendrían una dinámica positiva, mientras que el negocio de mejoramiento del hogar se vería impactado por la coyuntura.



Cencosud presentaría resultados **NEUTRALES** durante el 2T22, resaltando la ejecución de la estrategia encaminada hacia canales digitales, que continuaría respaldando los resultados operacionales, además de mayor concentración de ingresos en el negocio de Supermercados, que mantendría la dinámica positiva, permitiendo compensar las presiones sobre el negocio de Mejoramiento del Hogar. Destacamos además la relevancia de las estrategias de eficiencias que se han ido implementando para mitigar el impacto del entorno inflacionario y sus efectos sobre los márgenes de rentabilidad, en un período donde se suman los efectos negativos de la depreciación del tipo de cambio y el efecto de alta base comparativa vs 2021. Los resultados en Colombia se mantendrían sobresalientes, mientras que en Perú la dinámica seguiría siendo positiva y Brasil empezaría a recuperarse de los desafíos enfrentados en períodos anteriores. En este sentido, el consenso del mercado\* estima ingresos por CLP 3,01 BN (14,5% A/A), EBITDA de CLP 323 mil MM (3,1% A/A) y Utilidad Neta de CLP 117 mil MM (-34,4% A/A).

En la conferencia de resultados, consideramos importante estar atentos a los comentarios relacionados con las adquisiciones GIGA y The Fresh Market.



Para Falabella esperamos resultados **NEGATIVOS** durante 2T22, en medio del contexto de normalización del consumo, que mostraría un crecimiento moderado en los ingresos, mientras que los márgenes sentirían la presión ejercida por parte del entorno inflacionario, exceso de inventarios y la depreciación del tipo de cambio. Estos efectos deberían sentirse con mayor fuerza en el segmento de Mejoramiento del Hogar, mientras que el segmento de Supermercados se mostraría como el negocio más resiliente. Por su parte, el negocio financiero se mantendría estable con mayores colocaciones y buen desempeño de la cartera, aunque se presentarían algunas presiones en los márgenes del negocio por cuenta de la normalización del costo de riesgo y de las provisiones. En otras geografías, destacamos que Colombia continuaría aportando resultados sobresalientes, respaldado por las sólidas tendencias macroeconómicas y su impacto en el sector minorista y financiero.

En línea con lo comentado previamente, el consenso del mercado\* anticipa ingresos por CLP 2,89 BN (9,2% A/A), un EBITDA que se posicionaría en CLP 334 mil MM (-7% A/A) y una Utilidad Neta de alrededor de CLP 105 mil MM (-22,1% A/A).

\*: estimaciones tomadas de Bloomberg

# Expectativas de Resultados 2T22

## Petróleo con precios elevados soportan resultados

En el Sector de Petróleo y Gas, los mayores precios promedio permitirán mantener un comportamiento positivo en el 2T22, con el precio promedio de la referencia Brent presentando variaciones de dos dígitos en dólares (+65% A/A y +12,8% T/T), al igual que en pesos colombianos (+75% A/A y +12,9% T/T) dada la devaluación promedio en el 2T22 (6,1% A/A y +0,05% T/T). A nivel de volumen, en Colombia la producción promedio de petróleo en el 2T22 al corte de mayo ha mostrado ligeras variaciones (+3,4% A/A y +0,4% T/T) hasta los 749 kbpdc. Con respecto a la producción fiscalizada de gas al 2T22, cifras disponibles por la ANH al corte de mayo muestran un promedio de 1.731 millones de pies cúbicos por día calendario, con reducciones significativas (-8,1% A/A y -10,5% T/T).



Esperamos que Ecopetrol presente resultados **POSITIVOS** durante el segundo trimestre del año. Teniendo en cuenta el efecto de la tasa de cambio, los precios de los *commodities*, márgenes y el crecimiento (leve) de la producción en Colombia, junto con un ajuste positivo a la utilidad de ISA, explicado por el manejo contable que corresponde a la SEC en cuestiones de impuestos, tenemos:

Producción de 700,7 kbpdc (+1,2% T/T y +6,0% A/A), con el gas natural participando 24%; Ingreso de COP 36,7 Billones (+12,9% T/T y + 88,6% A/A); Utilidad bruta de COP 16,1 Billones (+11,0% T/T y + 101,3% A/A); Utilidad operacional de COP 14,5 Billones (+15,6% T/T y + 120,9% A/A); Ganancia neta consolidada de COP 9,3 Billones (+27,0% T/T y +131,4% A/A); Ganancia neta para los accionistas de COP 8,4 Billones (+27,3% T/T y + 124,8% A/A); y EBITDA de 18,4 Billones (+15,9% T/T y + 95,4% A/A), margen de 50,25%.

Además de la -muy- leve recuperación en la producción y la evolución de los precios de referencia en pesos, esperamos una recuperación a nivel de diferenciales de precio, especialmente acentuada en el caso de la refinación.



Consideramos que los resultados de Canacol durante el 2T22 serían **NEUTRALES**, en medio de una buena dinámica de las ventas contractuales de gas natural y GNL, con un promedio de 189 MMscfpd en el periodo (+10,2% A/A y + 4%T/T). Esperamos una alta participación de los ingresos tipo *take or pay* que darían estabilidad a los ingresos totales, dados los precios promedio de gas natural y GNL de los contratos fijos y los volúmenes relacionados. Por su parte, podrían presentarse presiones a la baja por la devaluación del peso colombiano frente al dólar americano (+6,1% A/A y +0,05% T/T).

El promedio de las estimaciones del mercado\* estima ingresos por USD 68,5 MM (-1,1% A/A y -17,2% T/T), EBITDAX de USD 53,5 MM (+19,9% A/A y +7,8% T/T) y Utilidad Neta de USD 16,2 MM (+568,3% A/A y -33,6% T/T).

**Puntos a monitorear:** **1)** El avance de la contratación del gasoducto Jobo – Medellín; **2)** Evolución de perforaciones y descubrimientos; **3)** Programa de recompra de acciones.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# Expectativas de Resultados 2T22

## Commodities mantienen mejor dinámica

Respecto a los **commodities**, **enfocándose en los metales en general**, tomando como referencia el Invesco DB Base Metals Fund (DBB), su comportamiento, aunque positivo, registró una desaceleración en el 2T22 (+15% A/A y +4% T/T) frente al 1T22 (+33% A/A y +12% T/T). Lo anterior debido a la incertidumbre generada por una mayor probabilidad de recesión en varias de las principales economías del mundo, en medio de un incremento más acelerado en las tasas de interés de referencia de los principales Bancos Centrales. Entrando en detalle, para **Mineros** el precio internacional *spot* del oro presentó estabilidad en los mercados internacionales (+3,3% A/A y -0,3% T/T) pese ha comportarse en el pasado como activo refugio durante periodos de turbulencia económica.



Los resultados de Mineros en el 2T22 se ubicarían en terreno **NEUTRAL**. Los ingresos de la compañía estarían relacionados con estabilidad en el precio promedio del oro mencionado anteriormente pese a una coyuntura internacional enmarcado por la incertidumbre, donde el activo refugio elegido ha sido el dólar por encima del metal precioso. Adicionalmente, se tendría un efecto positivo sobre los ingresos dada la devaluación del peso colombiano frente al dólar americano (+6,1% A/A y +0,05% T/T).

Por su parte, estimamos que la producción se ubique entorno a las 65-66 mil onzas para mantener el punto medio bajo del rango de 262-285 mil onzas de oro planteado como meta para 2022, con estabilidad frente a trimestres anteriores. Junto con la posible incorporación de producción aluvial proveniente de Nechí, tras la autorización en abril de 2022 por parte de la Autoridad Nacional de Licencias Ambientales de Colombia (ANLA) para modificar el plan de manejo ambiental, lo cual acorde a la compañía, permite respaldar las operaciones planificadas por un período de cuatro años.

A nivel de costos, las presiones inflacionarias registradas en el 2T22 podrían reflejarse nuevamente en mayores costos totales de producción por onza (AISC, por sus siglas en inglés) por aumento en los costos de los materiales, junto a un aumento en el *Cash Cost*, como lo vimos en el 1T22.



**SQM presentaría resultados POSITIVOS durante el 2T22**, beneficiado principalmente por la fortaleza en el comportamiento de los precios de *commodities* como el Potasio, Yodo, aunque principalmente del Litio, donde la compañía está expuesta en un 50% de sus volúmenes a precios variables, los cuales pueden traducirse en un mejor comportamiento en ingresos, pese a una alta base comparable en el 1T21. Respecto a los costos, estimamos presiones derivadas de la energía y el transporte, sopesados por la dinámica en ingresos. A nivel no operacional, el aumento en las tasas de referencia a nivel global generaría presiones en los gastos financieros. Según el promedio de estimaciones del mercado para el 2T22\*, los ingresos operacionales llegarían a USD 2,3 miles de MM (14% T/T y +290% A/A), el EBITDA hasta USD 1,3 miles de MM (11% T/T y +529% A/A) y la Utilidad Neta sería de USD 871 MM (9% T/T y +869% A/A).

**Puntos de atención en Chile:** **1)** La propuesta de la nueva constitución, cuyo referendo se llevará a cabo el 4 de septiembre, donde esta sería rechazada según los últimos sondeos (52% de los encuestados rechazarían la propuesta, 37% la aprobaría). **2)** La reforma tributaria, donde para el caso del sector minero, aunque se enfocaría en mayor tributación a la producción de cobre, manda una señal negativa al sector en general. **3)** La cancelación en julio de 2022 de subastas de nuevos contratos de exploración de Litio, junto al interés del Gobierno de tener un rol estatal sobre el mismo.

\*: estimaciones tomadas de Bloomberg

# Expectativas de Resultados 2T22

## Inflación se mantiene como protagonista

En el **Sector de Utilities**, en relación al segmento de generación en Colombia, la demanda promedio de energía del SIN en el 2T22 presentó un comportamiento positivo (+5,7% A/A y +2,0% T/T), mientras que se presentaron mayores precios promedio en contratos regulados (+14,1% A/A y +5,6% T/T) y no regulados (+22,3% A/A y +4,8% T/T), en línea con su indexación con el Índice de Precios del Productor (IPP), lo cual puede traducirse en estabilidad en los ingresos por contratos. Por su parte, el comportamiento mixto de los precios promedio en bolsa (+0,3% A/A y -61,5% T/T) se reflejarían en los ingresos por ventas en energía en bolsa. **Respecto al segmento de transmisión**, la remuneración con indexación inflacionaria debería permitirle mantener resultados favorables.



**Esperamos resultados NEUTRALES para Celsia durante el 2T22.** Los ingresos del segmento de generación mostrarían un comportamiento positivo en la línea de ventas en contratos, favorecidos por la dinámica en precios, mientras que en el segmento de transacciones en bolsa se presentaría estabilidad anual y un impacto negativo a nivel trimestral teniendo en cuenta la corrección que han registrado los precios, tras el fuerte incremento registrado en el 1T22.

Por su parte, en el segmento de D&C estimamos buena dinámica en línea con la demanda nacional de energía. A nivel de plataformas de inversión, se espera mantener la buena dinámica de Caoba (transmisión) y C2 Energía (Solar). A nivel no operacional, esperamos presiones derivadas de la indexación de su deuda, principalmente al IPC y a tasa variable, sumado a su exposición de la deuda en dólares. Según el promedio de estimaciones del mercado para el 2T22\*, los ingresos operacionales llegarían a COP 1,1 BN (-14% T/T y +20% A/A), el EBITDA hasta COP 382 mil MM (-16% T/T y +22% A/A) y la Utilidad Neta sería de COP 78 mil MM (-24% T/T y +37% A/A).

**Puntos a seguir:** 1) Estrategias mitigantes de presiones en costos y gastos por inflación 2) Evolución Tesorito, Laurel y otros proyectos.



**Esperamos resultados POSITIVOS** con la utilidad de construcción llegando a COP 85,3 miles de millones (+122% T/T), teniendo en cuenta la estacionalidad de la construcción, el reconocimiento contable de las inversiones, así como las variaciones en costos. Destacamos la ejecución de proyectos en curso como Iguazú en Brasil, Coya en Perú, Loma-Sogamoso en Colombia y Pan de Azúcar en Chile. Esperamos igualmente la información correspondiente a la inicialización del proyecto de almacenamiento de potencia en Brasil, junto con la información relacionada con los proyectos adjudicados a ISA CTEEP por ANEEL, que resultaron neutrales para la calificación crediticia de ISA, lo cual consideramos favorable. Estimamos que los otros ingresos se ubiquen en COP 2,5 BN (+7,0% T/T y + 27,5% A/A), con la utilidad operativa ubicándose en COP 1,9 BN (+13,0% T/T y + 32,3% A/A), con un margen de 60,2%.

Asimismo, asumimos una tasa de renta efectiva del 27,3%, ubicando a la utilidad en COP 920 mil millones (+22,4% T/T y 16,0% A/A), que sin el interés minoritario se ubicaría en COP 538,5 BN (+24,8% T/T y +6,0% A/A). Por su parte, el EBITDA se ubicaría en COP 2,3 BN (+15,0% T/T) con un margen de 72%.

No estamos incluyendo la aplicación de las reglas SEC en relación a los ajustes en la base de tributación que regularmente ISA aplica en diciembre por sus operaciones en Brasil. En este sentido, esperamos una sorpresa positiva sobre la utilidad que estamos calculando.

# Expectativas de Resultados 2T22

## Indexación a la inflación continúa como protagonista

En el **Sector de Utilities, en relación al segmento de generación en Colombia**, la demanda promedio de energía del SIN en el 2T22 presentó un comportamiento positivo (+5,7% A/A y +2,0% T/T), mientras que se presentaron mayores precios promedio en contratos regulados (+14,1% A/A y +5,6% T/T) y no regulados (+22,3% A/A y +4,8% T/T), en línea con su indexación con el Índice de Precios del Productor (IPP), lo cual puede traducirse en estabilidad en los ingresos por contratos. Por su parte, el comportamiento mixto de los precios promedio en bolsa (+0,3% A/A y -61,5% T/T) se reflejarían en los ingresos por ventas en energía en bolsa. **Respecto al segmento de transmisión**, la remuneración con indexación inflacionaria debería permitirle mantener resultados favorables.



Esperamos resultados **POSITIVOS** para Enel Américas durante el 2T22, manteniéndose una buena dinámica en la demanda de energía por parte de los principales países donde tiene presencia la compañía, sumado a efectos positivos por indexación a la inflación. En aquellos segmentos donde la fuente de ingresos por regulación o contratos no están constituidos en dólares, se podrían registrar presiones a la baja provenientes de la devaluación de algunas monedas frente al dólar americano al 2T22, puntualmente el COP (6,1% A/A y +0,05% T/T) y el ARS +25,5% A/A y +25,5% T/T). Mientras que se podrían ver favorecidos por la revaluación del BRL (-6,8% A/A Y -5,7% T/T) y el PEN (-1,2% A/A y -1,5% T/T).

A nivel no operacional, los gastos financieros podrían registrar alzas debido al ciclo alcista en tasas de interés a nivel global, con una concentración de su deuda del 54% en BRL, 20% USD, 19% COP y 7% PEN.



Para GEB esperamos resultados **POSITIVOS** en el 2T22, explicados principalmente por la interacción entre las variables de indexación en ingresos regulados, junto con su efecto a nivel de la actualización de los contratos de suministro eléctrico (generación eléctrica), que afectan de manera diferenciada a las actividades operadas directamente por GEB, frente a aquellas realizadas por asociadas y negocios conjuntos (destacándose la generación y distribución eléctrica en Colombia vía ENEL Colombia). Llegamos a esperar que algunos agentes se abstuvieran de aplicar la indexación plena a la hora de ajustar las diferentes tarifas y contratos con el objetivo de no subir abruptamente los precios, sin embargo, esto no lo hemos observado hasta ahora, tal como lo reflejamos en nuestras estimaciones. Asimismo, y en menor grado está la evolución de la tasa de cambio en los diferentes países con presencia. Finalmente, incluimos un estimado del efecto de la entrada de los proyectos de transmisión Tesalia-Alferez y Refuerzo Suroccidental (UPME en Colombia).

Estimamos un ingreso trimestral de COP 1,7 BN (+9% T/T y +27,2% A/A), una utilidad bruta de COP 702,0 BN (+11,4% y +32,7%), utilidad operacional de 578,2 BN (15,1% T/T y +30,4% A/A), ubicando a la utilidad neta en COP 745,66 BN (+5% T/T y +7,8% A/A). La utilidad de la parte controladora se ubicaría en COP 690,40 BN (+2,9% T/T y +7,8% A/A).

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# Expectativas de Resultados 2T22

## Holdings en terreno neutral



**Respecto a Grupo Sura, esperamos unos resultados POSITIVOS.** En relación al negocio de SUAM, gracias a los altos niveles de inflación en la región continuaríamos esperando una senda alcista del nivel de ingresos por comisiones dado el crecimiento de la base salarial que permita a su vez el incremento del AUM. Sin embargo, lo anterior, se vería contrarrestado por los efectos de una menor tarifa de comisión en el caso de México y el desempeño negativo de los ingresos por encaje que podrían estar afectados considerando el sentimiento de aversión al riesgo en la región que inició a mediados del 2T22, por lo que esperamos un leve retroceso de la utilidad neta respecto al trimestre anterior.

En relación a Suramericana, si bien el menor nivel de siniestros por concepto de COVID-19 en el segmento salud genera beneficios sobre la compañía, que se ha destacado por un buen ritmo de colocación de primas, los altos costos de siniestros automovilísticos gracias a las dificultades en la cadena de suministros esperamos continúen impactando la rentabilidad aunque en menor medida dado el incremento de tarifas. Sin embargo, anticipamos que este crecimiento en la colocación de primas podría verse afectado por los altos niveles de inflación, asimismo como, los incrementos en tarifas. Por lo anterior, mantenemos una perspectiva neutral aunque con sesgo positivo.

Considerando las positivas perspectivas sobre Bancolombia y su peso sobre el conglomerado, esperaríamos que esta continúe con una buena dinámica en su contribución a la Holding, por lo que consideramos una expectativa positiva sobre el Emisor. Así las cosas, el nivel de ingresos trimestral para este periodo según el consenso del mercado\* se ubicaría en COP 6,6 BN (-4,8% T/T y +7,4% A/A). En consecuencia, a nivel de utilidades consolidado, el consenso del mercado\* estima un nivel alrededor de COP 476.328 MM (+7,9% T/T +3,3% A/A), la cual se vería impactada por un mayor gasto en impuestos.



**Para Grupo Argos, esperamos resultados NEUTRALES,** considerando nuestra expectativa de estabilidad del negocio energético y una dinámica negativa del negocio cementero, además de la extensión de la recuperación de los negocios de Odinsa, con una sólida dinámica del tráfico aéreo, superando los niveles observados en prepandemia (+16% en 1S22 vs 1S19 a nivel nacional), mientras que las concesiones viales continuarían con la senda de recuperación, en línea con lo observado durante los trimestres anteriores. Por otro lado, en el negocio inmobiliario de Pactia, su segmento comercial y hotelero continuaría recuperándose. En línea con estas consideraciones, el consenso del mercado\* anticipa ingresos por COP 4,07 BN (+15,3% A/A y 0,6% T/T).

En adición a ello, los resultados positivos de otros negocios como Nutresa y estabilidad en los resultados de Grupo Sura, además de mayor método de participación proveniente de Bancolombia, respaldarían los resultados de la compañía. Con lo anterior, el consenso del mercado\* sugiere que el EBITDA se ubicaría en COP 1,27 BN (-2,1% A/A y +4,9% T/T). En el marco de la conferencia de resultados, consideramos relevante estar atentos a los avances de Odinsa con respecto a su alianza estratégica con MAM y la plataforma de inversión que administrará los activos viales de la compañía en Colombia y su potencial incursión en 5G, considerando los posibles cambios contables que derivarían de la creación de este vehículo, además de toda la estrategia que adelanta la compañía en pro de generar valor a los accionistas

\*: estimaciones tomadas de Bloomberg

# Expectativas de Resultados 2T22

## Vehículos se mantienen positivos

Para el segundo trimestre del año los Vehículos inmobiliarios continuarían reflejando un mejor desempeño operativo. El primer semestre del 2022 se caracterizó por presentar una dinámica positiva en los principales indicadores macroeconómicos, con cifras positivas dentro del sector de consumo y tráfico comercial, por lo cual esperaríamos que continúe la recuperación del nivel de tráfico de los inmuebles que beneficie la generación de ingresos, especialmente en los segmentos como el comercial y el de bodegas. El segmento de oficinas había presentado retos dado el menor uso de espacios debido a la implementación del trabajo en alternancia o teletrabajo, pero a medida que varias empresas están optando por modalidades mixtas, este segmento debería irse recuperando. Asimismo, vale la pena resaltar el interés de los vehículos en la expansión del segmento industrial en su portafolio, el cual presenta importantes niveles de demanda de espacio por parte del creciente sector del e-commerce en el país.



Consideramos que el Vehículo inmobiliario PEI presentaría unos resultados **POSITIVOS** en el 2T22. A medida que los indicadores de vacancia física continúan mejorando, favorecidos por la colocación de espacios en las categorías comercial y corporativa, que sumado a la finalización de períodos de gracia, han resultado en menores niveles de vacancia económica. Lo anterior, sumado a la inclusión de nuevos activos al portafolio y el incremento de las rentas en los sectores logístico y comercial en línea con el comportamiento del IPC, resultarían en una extensión de las mejorías en el Flujo de Caja Distribuible (FCO) para los inversionistas. En esta medida, ratificamos nuestra expectativa de que tanto el margen NOI como EBITDA converjan nuevamente a su tendencia histórica desde 2018 (83% y 65%), aunque en términos de Cap Rate se mantendría en niveles inferiores al 7%. Adicionalmente, esperamos que la cartera neta continúe mejorando, apoyada principalmente por una mejor dinámica de recaudo, además del incremento paulatino de los niveles de provisión.

No obstante, señalamos que el nivel de endeudamiento se sitúa en 36%, cercano al límite de 40%, consecuente con el enfoque de expansión del GLA y dada la indexación de la deuda en medio de un entorno inflacionario, el FCD podría verse presionado. Finalmente, nos mantenemos atentos al avance en el proceso de migración de los títulos participativos a la rueda de renta variable, que de acuerdo con nuestra charla con el área de IR, se completaría entre las primeras semanas del mes de agosto.



Por su parte, frente al TIN estimamos unos resultados **POSITIVOS**. Esperamos que los ingresos del vehículo inicien el primer semestre del año con una dinámica positiva, reiterando la dinámica resiliente que posee el Fondo en línea con la continua disminución de sus niveles de vacancia económica cercanos al 0,9%, apoyado por un mejor desempeño del segmento comercial, además de la recuperación del sector corporativo –que mostró afectaciones significativas en períodos anteriores-, a medida que las empresas retoman una mayor presencialidad mediante esquemas mixtos. En adición a ello, resaltamos de forma positiva la exposición al sector financiero, representando un 52,3% del portafolio y manteniendo la estabilidad dentro de la coyuntura relacionada con la pandemia y las restricciones a la movilidad. De forma positiva, resaltamos que la cartera vencida continúa en niveles saludables, ubicándose por debajo del 0,5% de sus ingresos 12 meses.

Teniendo en cuenta las consideraciones expuestas anteriormente, esperamos que estos beneficios continúen reflejándose en mejoras del Flujo de Caja Distribuible. No obstante, consideramos importante monitorear el costo de la deuda, que con corte al mes de junio presenta un incremento de 461 pbs frente a la cifra reportada al cierre del 2021.

# ¿Quiénes somos?

## Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Cargo	Nombre	e-mail	Teléfono
Director Análisis y Estrategia	Juan David Ballén	<a href="mailto:juan.ballen@casadebolsa.com.co">juan.ballen@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22622
Analista Junior Renta Fija	Luis Felipe Sánchez	<a href="mailto:luis.sanchez@casadebolsa.com.co">luis.sanchez@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22710
Analista Junior Renta Fija	Diego Velásquez	<a href="mailto:diego.velasquez@casadebolsa.com.co">diego.velasquez@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22602
Practicante Renta Fija	José Julián Achury	<a href="mailto:jose.achury@casadebolsa.com.co">jose.achury@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 23632
Gerente de Renta Variable	Omar Suárez	<a href="mailto:omar.suarez@casadebolsa.com.co">omar.suarez@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22619
Analista Sector Financiero	Alejandro Ardila	<a href="mailto:alejandro.ardila@casadebolsa.com.co">alejandro.ardila@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22703
Analista Sector Consumo & Construcción	Laura López Merchán	<a href="mailto:laura.lopez@casadebolsa.com.co">laura.lopez@casadebolsa.com.co</a>	602100 Ext 22636
Analista Sector Oil & Gas y Utilities	Roberto Paniagua	<a href="mailto:roberto.paniagua@casadebolsa.com.co">roberto.paniagua@casadebolsa.com.co</a>	6021000

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen. Tampoco representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable, pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa forma parte del Conglomerado Financiero Aval.

# Análisis y Estrategia

---

Dirija sus inquietudes y comentarios a:

analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co | (571) 606 21 00 | Twitter: @CasadeBolsaSCB | www.casadebolsa.com.co

## **Bogotá**

TEL (571) 606 21 00

FAX 755 03 53

Cra 13 No 26-45, Oficina 502

Edificio Corficolombiana

## **Medellín**

TEL (604) 604 25 70

FAX 321 20 33

Cl 16 sur No 43A-49, Piso 12

Edificio Corficolombiana

## **Cali**

TEL (572) 898 06 00

FAX 889 01 58

Cl 10 No 4-47, Piso 21

Edificio Corficolombiana

**CasadeBolsa**  
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

*Accede a todos nuestros informes  
escaneando el siguiente código QR*



---

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen. Tampoco representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A.