
Resumen Resultados Corporativos 3T22

1 de diciembre de 2022

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Durante el 3T22 se empezó a evidenciar cierta moderación en los resultados de las compañías listadas en la Bolsa de Valores de Colombia, donde en nuestra opinión el 64% de los emisores bajo cobertura presentaron resultados positivos y neutrales (32% en cada caso). Las presiones inflacionarias siguieron presentes en la estructura de costos y gastos de la mayoría de los emisores, junto al aumento que se ha registrado en los gastos financieros de las entidades con préstamos indexados a tasas variable a través de un mayor IPC o por el ciclo alcista de tasas de interés de referencia por parte de los Bancos Centrales. **Por sectores**, el comportamiento fue Positivo para industrias expuestas a materias primas como la industria Petrolera y Minera (para el caso chileno), junto al sector Bancario y de *Utilities*. A nivel anual, el 61% de las empresas analizadas reflejaron un avance en términos de EBITDA y a nivel de Utilidad Neta un 52%. En el 3T22 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, el incremento en la tasa de interés del Banco de la República, y la contribución de la cartera comercial por créditos indexadas a tasa variable, permitieron el buen comportamiento del NIM. Mientras que, para el segundo, los resultados negativos se dieron en medio de un crecimiento anual de la Cartera Bruta mitigado por el incremento en el gasto de provisiones. El **Sector de Consumo** logró registrar una dinámica operacional positiva, dada la estrategia de aumentos de precios y mayores volúmenes de ventas, aunque a nivel de costos el entorno inflacionario siguió presente. Los resultados del **Sector Construcción** fueron Neutrales para El Cóndor con ingresos favorecidos por una mayor ejecución de obras, mientras que Conconcreto registró resultados Negativos, donde pese a mayores ingresos, las presiones inflacionarias se hicieron sentir en costos y gastos. Por su parte, **las cementeras** siguieron sintiendo presiones inflacionarias reflejadas en sus márgenes. En *Utilities*, la indexación a la inflación de los precios de contratos en el segmento de Generación y en los segmentos de Transmisión y Distribución sigue beneficiando los resultados. En los **Fondos Inmobiliarios**, el PEI mostró mejoras en arrendamientos variables y los indicadores de vacancia física continúan mejorando en términos anuales. **En Chile**, considerando los emisores a los que realizamos seguimiento, sobresale la normalización del **Sector Bancario** en los resultados por menor dinámica económica. En el sector **Minero**, **SQM** mantuvo los beneficios de su exposición a los altos precios del Litio y el Yodo, junto a la estimación de una oferta ajustada en próximos trimestres que ayudaría a soportar precios en niveles relativamente altos y **en Utilities Enel Américas** sufrió una menor dinámica en el segmento de distribución en Brasil. **En el sector de consumo**, Cencosud y Falabella se vieron afectados por el entorno inflacionario. Por último, **iniciamos análisis trimestrales de Apple, Amazon y NuBank**, con Apple presentando un comportamiento favorable tanto a nivel de ingresos como en Flujo de Caja Operacional, mientras que para NuBank es la primera vez desde que salió a Bolsa que presenta una utilidad positiva. Por su parte, Amazon se vio afectada por un mayor nivel de costos que repercutió en las utilidades.

Calificación de Resultados 3T22

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

POSITIVOS



Banco de Chile



NEUTRALES



NEGATIVOS



FALABELLA



Bajando los decibeles

Resumen de Resultados Corporativos 3T22

Resumen de resultados 3T22 (CdB)

COP miles de millones

Cifras en COP mil MM	Ingresos					EBITDA					Utilidad Neta Controladora				
	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Ecopetrol	23.333	43.885	43.438	-1%	86%	10.371	22.211	21.142	-5%	104%	3.808	10.470	9.513	-9%	150%
Celsia	978	1.208	1.300	8%	33%	316	458	424	-7%	34%	77	106	87,00	-18%	14%
SQM⁽¹⁾	662	2.599	2.958	14%	347%	251	1.325	1.660	25%	561%	106	859	1.100	28%	938%
Bancolombia⁽³⁾	2.906	4.315	4.985	16%	72%			N.A			943	1.780	1.629	-8%	73%
Banco de Chile⁽⁴⁾	277	318	313	-1%	13%			N.A			179	432	340	-21%	89%
GEB	1.420	1.634	1.856	14%	31%	1.180	738	824	12%	-30%	710	661	754	14%	6%
BVC	155	125	190	52%	23%	50	48	64	33%	28%	31	25	36	44%	16%
Mineros⁽¹⁾	120	137	136	-1%	13%	32	47	43	-9%	34%	8	11	3	-74%	-63%
Nutresa	3.360	4.014	4.545	13%	35%	428	482	531	10%	24%	168	208	220	6%	31%
Grupo Éxito	4.164	4.717	5.104	8%	23%	354	371	399	8%	13%	126	62	50	-19%	-60%
ISA	2.867	3.256	3.558	9%	24%	1.986	2.226	2.277	2%	15%	121	670	668	0%	450%
Canacol⁽¹⁾	82	86	87	1%	6%	54	55	56	1%	4%	9	-6	-4	n/a	n/a
PEI⁽⁵⁾	124	151	151	0%	22%	75	98	96	-2%	28%	65	43	11	-74%	-83%
Grupo Argos	4.115	5.898	5.088	-14%	24%	1.159	1.391	1.269	-9%	10%	211	229	192	-16%	-9%
El Condor⁽²⁾	114	190	287	51%	152%	10	33	35	6%	250%	24	-8	-40	n/a	n/a
Cencosud⁽⁴⁾	3.044	3.405	3.890	14%	28%	367	321	367	14%	0%	141	-20	73	n/a	-48%
Grupo Sura	6.596	7.525	7.851	4%	19%			N.A			408	558	400	-28%	-2%
Terpel	6.181	8.815	9.563	8%	55%	298	429	272	-37%	-9%	80	131	8	-94%	-90%
Enel Américas⁽¹⁾	4.855	3.953	3.871	-2%	-20%	1.066	1.199	1.060	-12%	-1%	264	211	-680	n/a	n/a
Concreto	207	291	338	16%	63%	56	50	37	-25%	-33%	22	25	18	-27%	-17%
CLH⁽¹⁾	236	206	204	-1%	-14%	46	34	35	3%	-24%	-11	0	-37	n/a	n/a
Cemargos	2.489	2.851	3.118	9%	25%	473	525	583	11%	23%	100	5	58	1060%	-42%
Davivienda⁽³⁾	1.850	2.191	2.227	2%	20%			N.A			395	657	399	-39%	1%
ETB	343	350	371	6%	8%	118	98	113	15%	-5%	105	6	3	-57%	-98%
Falabella⁽⁵⁾	3.572	3.075	2.971	-3%	-17%	480	245	179	-27%	-63%	226	65	-25	n/a	n/a
USA															
Amazon⁽⁶⁾	111	121	127	5%	15%	5	3	3	-24%	-48%	3	-2	3	n/a	-9%
Apple⁽⁶⁾	83	83	90	9%	8%	24	23	25	8%	5%	21	19	21	7%	1%
NuBank	295	853	987	16%	235%			N.A			-34	-30	8	n/a	n/a

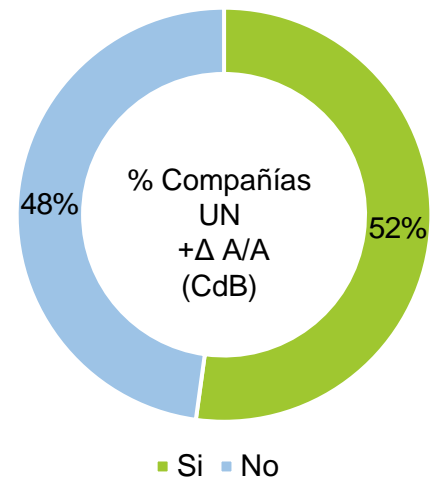
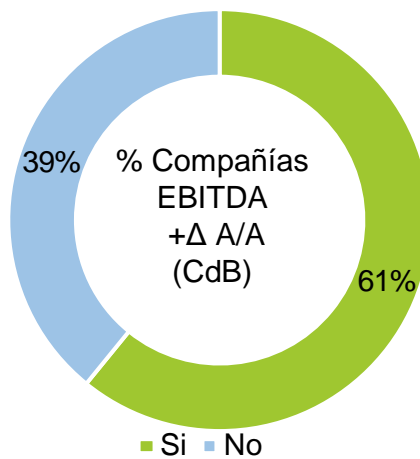
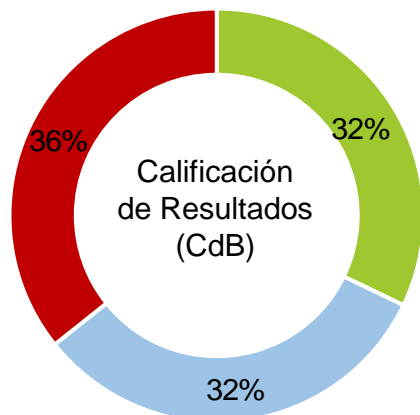
1. Cifras en USD MM.
2. Utilidad Neta Consolidada.
3. Ingresos Netos por Intereses.
4. Cifras en CLP Miles MM.
5. PEI. Flujo de Caja Pagado en vez de Utilidad Neta.
6. USD BN según cifras anglosajonas. NuBank USD MM. Apple con cifras 4T22.

Notas:

UN Ecopetrol antes de impairment.

Canacol EBITDAX en vez de EBITDA.

Apple y Amazon Utilidad Operacional en vez de EBITDA.



Fuente: Informes de Resultados de las compañías. Cálculos: Casa de Bolsa SCB.

Índice

(Hipervínculos)

- | | |
|---|--|
| <u>1. Bancolombia</u> | <u>17. Concreto</u> |
| <u>2. Davivienda</u> | <u>18. El Condor</u> |
| <u>3. Bogotá</u> | <u>19. Celsia</u> |
| <u>4. Grupo Aval</u> | <u>20. ISA</u> |
| <u>5. Banco de Chile</u> | <u>21. GEB</u> |
| <u>6. Ecopetrol</u> | <u>22. Enel Américas</u> |
| <u>7. Canacol</u> | <u>23. Promigas</u> |
| <u>8. Terpel</u> | <u>24. Grupo Argos</u> |
| <u>9. Mineros</u> | <u>25. Grupo Sura</u> |
| <u>10. SQM</u> | <u>26. Corficolombiana</u> |
| <u>11. Éxito</u> | <u>27. PEI</u> |
| <u>12. Nutresa</u> | <u>28. BVC</u> |
| <u>13. Falabella</u> | <u>29. Apple</u> |
| <u>14. Cencosud</u> | <u>30. Amazon</u> |
| <u>15. Cementos Argos</u> | <u>31. NuBank</u> |
| <u>16. Cemex Latam Holdings</u> | |



Utilidades siguen a paso firme

 Regresar

Utilidades siguen a paso firme

Bancolombia presentó resultados POSITIVOS para el 3T22, levemente por encima de las expectativas del mercado. El ROE 12 meses presentó una buena dinámica, ubicándose en 19,9% (1.154 pbs A/A), explicado por el destacado crecimiento de la cartera bruta (23,7% A/A) dada la buena dinámica económica y el efecto de la devaluación de las monedas, siendo las operaciones off-shore las que contribuyeron en gran medida a este comportamiento. En línea con lo anterior, el incremento en la tasa de interés del Banco de la República, y la contribución de la cartera comercial (64% de cartera bruta) por créditos indexadas a tasa variable, permitieron el buen comportamiento del NIM de 7,2% trimestral (+159 pbs A/A), que estaría limitándose durante los próximos periodos por el traslado de una mayor tasa de intervención a las tasas de captación. Por otro lado, se espera la normalización en los indicadores de rentabilidad del banco dado el escenario de menor dinámica económica en el año 2023. El importante aumento en gasto por provisiones (127,5% A/A) limitaron una mayor rentabilidad.

Hechos relevantes

- **En el buen dinamismo de la colocación de carteras,** se destacan la cartera comercial (23,4% A/A) y de consumo (26,4% A/A). Esto contrasta con el incremento significativo del gasto de provisiones (127,5% A/A y 91,0% T/T) ubicándose en COP 1,2 BN, debido al alto crecimiento de la cartera, una prevista disminución en la capacidad de pago de los consumidores, y las expectativas de una debilidad importante de la economía colombiana para 2023.

- **Calidad de la cartera sigue mejorando:** La calidad de cartera (90 días) se mantuvo en un nivel saludable, disminuyendo a 2,4% (-97 pbs A/A y 30 pbs T/T), favoreciendo un incremento en la cobertura de cartera (149,8% 2T22 a 154,2% 3T22). Por otro lado, el comportamiento de las carteras y mayores tasas de interés permitieron que el ingreso por intereses presentara una mejora importante del 71,6% A/A y 15,5% T/T, y que junto a la mejora del NIM de cartera (160pbs A/A) y del NIM de Inversiones (600 pbs A/A) favoreciendo un incremento en el NIM de 218pbs A/A, destacando que el margen de inversiones se vio favorecido principalmente por las valoraciones en los títulos de deuda.

- **Mayor crecimiento en Costos de Fondeo limitarán desempeño del NIM en 2023:** El incremento en las colocaciones por CDT aumentaron el costo total de fondeo (1,81% 3T21 a 3,37% 3T22) por el traslado de cuentas corriente hacia CDT. Asimismo, la disminución en los ingresos operativos (-33,5% A/A), por el impacto de la depreciación del peso colombiano (20,4% A/A) y los incrementos en gastos de personal (13,6% A/A) producto del alza en inflación y aumento por mayor contratación, han generado que la buena dinámica operacional y financiera limite resultados superiores. No obstante, el buen manejo operacional permitió que los ingresos lograran compensar los gastos, que para este periodo dicho comportamiento logró ubicar el ROE 12 meses en 19,9% (1.154 pbs A/A) con un leve incremento trimestral de 119 pbs, traduciéndose en una posible normalización para el 2023.

- **Solvencia retrocede:** El crecimiento de la cartera y el impacto de la devaluación del peso colombiano, generó la disminución en el índice de solvencia que se ubicó en 12,5% (1.829 pbs A/A), no obstante, este indicador permanece por encima del mínimo regulatorio.

1 de diciembre de 2022

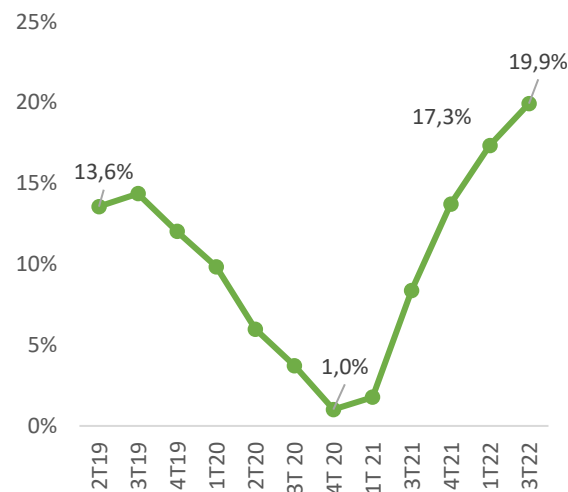


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	42.050
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	35,1
Último Precio	31.130
YTD (%)	2,7%
DVD Yield (%)	10,0%

Gráfica 1. ROE 12 M consolidado Bancolombia



Fuente: Informes financieros Bancolombia.

Resumen resultados financieros

BANCOLOMBIA					
Cifras en COP mil MM	3T21	2T22	3T22	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos por Intereses	4.441	4.943	4.943	11,3%	0,0%
Ingresos netos por intereses	2.906	4.315	4.985	71,6%	15,5%
Provisiones Netas	514	613	1.170	127,5%	91,0%
Utilidad Neta (Controladora)	943	1.780	1.629	72,8%	-8,5%
Calidad de la cartera (90 días)	3,4%	2,1%	2,4%	-97	30
ROE 12 meses	8,4%	18,7%	19,9%	1.154	119
Índice de Solvencia	15,3%	12,9%	12,5%	-280	-42

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

- El emisor presentó un **desempeño transaccional destacado**, dado el impulso en los desarrollos de los últimos años estimulado por las inversiones en tecnología, modernización de la red de distribución y la implementación de soluciones digitales. Asimismo, continúan experimentando un cambio acelerado a los canales digitales, sumado a **una importante demanda de servicios en los canales físicos, aumentando la presencia en los corresponsales bancarios**, que han absorbido parcialmente el mayor volumen de transacciones. Cabe destacar que Bancolombia tiene una participación de más del 70% en el mercado de transacciones móviles de Colombia.
- La provisión para pérdidas crediticias fue de 1,2 billones de pesos colombianos o 1,9% de costo de riesgo para el trimestre (0,9% A/A). Es importante mencionar uno de los efectos relacionados con una constructora de bienes raíces, el cual el **cliente Banistmo, que representó un gasto de provisión importante para el trimestre. La cobertura para este cliente es cercana al 60%**, el banco tiene una garantía inmobiliaria para asegurar el resto de la obligación.
- En todas las geografías el dinamismo positivo de la cartera estuvo generalizado, Guatemala ha mostrado resiliencia para la adjudicación de préstamos a lo largo del año con márgenes crecientes.
- El crecimiento de los egresos estuvo jalonado por: **1) Las tasas de inflación en 2022 que han impulsado los aumentos en los gastos para operar el negocio y 2) Las provisiones de gastos de compensación relacionados con el desempeño por un año de ganancias crecientes. Vecinan buenas tendencias en el índice de eficiencia. Por lo tanto, anticipan cerrar con un rango entre de 44% a 45 %.**
- **Las comisiones de servicios bancarios (tarjetas de crédito y actividad minorista) mantienen una tendencia positiva durante el año.** El mayor volumen de transacciones y la fuerte participación de los clientes muestran una actividad dinámica en el trimestre y, en segundo lugar, la bancaseguros ha mejorado, ya que las captaciones se mantienen en niveles altos en 2022 y las reclamaciones de seguros han disminuido, contribuyendo al resultado neto.
- Para 2023, **consideran una desaceleración significativa en el crecimiento del PIB.** Esto implicaría retos por la reducción en los márgenes para la segunda mitad del próximo año y un potencial repunte en los gastos de provisiones que según las estimaciones podrían alcanzar el 1,8% de costo del crédito. De la misma manera, **esperan un crecimiento económico más lento en parte por el incremento de los gastos tributarios luego de la aprobación de la reforma tributaria en Colombia.**
- **Criterios ASG**
- **Bancolombia es la primera empresa colombiana** que logró hace unas semanas realizar una emisión de bonos sustentables por COP \$640mil MM a través del Banco Internacional de Desarrollo. Este bono emitido está atado a indicadores sostenibles en Latinoamérica.
- Al banco se le concedió un **crédito vinculado a objetivos sostenibles por USD 100 MM.**
- **El emisor** reportó sus metas para alcanzar cero emisiones financiadas.
- En relación a la meta de destinación de COP 500 BN para el desarrollo de proyectos ESG, **al 3T22 el emisor ha alcanzado una inversión de COP 91 BN.**



Mayores tasas de captación ejercen presión

 Regresar

Mayores tasas de captación ejercen presión

Davivienda presentó resultados NEGATIVOS para el 3T22, por debajo de las expectativas del mercado. La utilidad neta tuvo un retroceso notable para el periodo trimestral de -39,2% T/T y un leve incremento anual del 1,2%. Esto se debió a un mayor crecimiento de los gastos respecto al comportamiento de los ingresos. El crecimiento anual de la cartera bruta que continúa a doble dígito (23,3% A/A y 7,3% T/T), favorecido por el buen crecimiento de la cartera de Colombia (20,8% A/A) y por la devaluación del peso colombiano. No obstante, este comportamiento fue limitado por el incremento en el gasto de provisiones (18,6% A/A y 14,7% T/T) y en los egresos financieros (141,9% A/A), debido a mayores tasas de captación, entorno de alta inflación y expectativa de un entorno económico retador. Por otro lado, el indicador de cartera mayor a 90 días presentó una mejora de 85pbs A/A impulsada por los crecimientos de la cartera y la disminución en los castigos acumulados (-37% A/A) por la mejora en la capacidad de pago. Finalmente, la cobertura de cartera de 90 días se mantuvo en niveles saludables. Esperamos que la moderación en los indicadores continúe en línea con las expectativas macroeconómicas para el 2023 de desaceleración y dinámicas inflacionarias.

Hechos relevantes

- **Gastos y egresos financieros limitan las utilidades:** A pesar de la desaceleración de la economía colombiana y altas tasas de interés, el crecimiento anual de la cartera permaneció robusto, jalonado principalmente por un fuerte repunte de la cartera de consumo (+34,6% A/A y 6,1% T/T) y la cartera comercial (+19,3% A/A y 9,4% T/T), siendo el portafolio de libre inversión el más destacado. En línea con este crecimiento, Honduras fue la subsidiaria que más se destacó, favoreciendo el crecimiento de los ingresos por intereses (+57,5% A/A y 17,9% T/T). Sin embargo, este buen comportamiento fue limitado por el incremento de las fuentes de fondeo, principalmente por el importante aumento en los Depósitos a Término (36,3% A/A y 22,8% T/T) dada una mayor atracción hacia rentabilidades superiores ofrecidas por estos títulos.
- **El margen financiero neto logró aumentar en términos anuales** (21,3% A/A) pero disminuyó en términos trimestrales (-4,0% T/T), presionado por las mayores tasas de captación, evidenciado en el pronunciado aumento de los egresos financieros (141,9% A/A). Aunado a esto, el importante incremento en el gasto de provisiones (18,6% A/A y 14,7% T/T) por la expectativa de un entorno económico retador para lo restante del año y el 2023, y el crecimiento en gastos operacionales (18,4%) por incrementos salariales y mayores incentivos a la fuerza comercial, dieron como resultado un retroceso notable en la utilidad neta para el periodo trimestral de -39,2% T/T, llevando el ROAE 12 meses a 13,03% (591 pbs A/A y -786 T/T) y un aumento en el costo de riesgo, pasando del 2,03% para 2T22 al 2,17% en el 3T22.
- **Calidad de cartera continúa mejorando:** El indicador de cartera mayor a 90 días presentó una mejora de 85pbs A/A, impulsada por los crecimientos de la cartera y un mejor comportamiento de pago y la disminución en los castigos, esta conducta estuvo acentuada principalmente en las carteras de consumo y vivienda. En relación a los indicadores de cobertura, la disminución de cartera en mora favoreció un incremento en el indicador de cobertura de 1.430 pbs A/A, manteniéndose en niveles saludables.

1 de diciembre de 2022



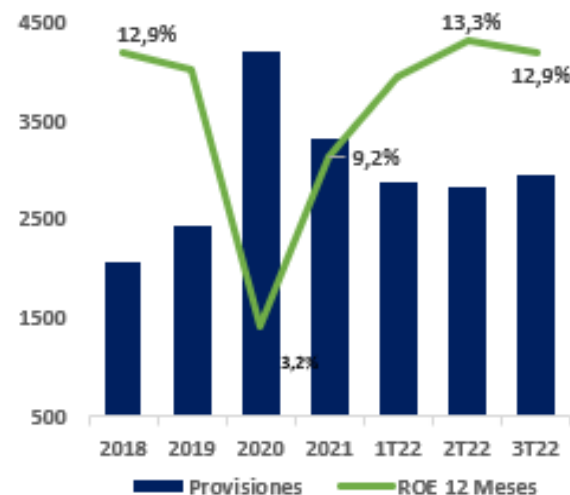
DAVIVIENDA

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	38.000
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	12,0
Ultimo Precio	26.600
YTD (%)	-16,3%
DVD Yield (%)*	4,0%
P/B	0,86

Gráfica 1. ROE 12 Meses y Gasto de provisiones 12 Meses (COP BN)



Fuente: Informes financieros Davivienda.

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	3T21	2T22	3T22	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos netos por intereses	1.850	2.191	2.227	20,4%	1,6%
Provisiones Netas	641	663	760	18,6%	14,7%
Utilidad Neta	395	657	399	1,2%	-39,2%
ROE (12 Meses)	7,1%	13,3%	12,9%	581 pbs	-39 pbs
NIM (12 Meses)	6,0%	6,0%	6,0%	0 pbs	3 pbs
Eficiencia (12 Meses)	46,6%	46,6%	47,2%	60 pbs	60 pbs
Calidad de Cartera (90 días)	4,2%	3,2%	3,2%	-96 pbs	-2 pbs
Costo de Riesgo (12 Meses)	3,3%	2,3%	2,3%	-103 pbs	-3 pbs

Mayores tasas de captación ejercen presión

Puntos Destacados de la Conferencia

- **Respecto a los productos digitales, la captación digital presentó un importante incremento del 49% A/A**, ubicando el saldo en COP 3,9 BN, destacando a Daviplata como precursor de este buen dinamismo, que ya para este trimestre alcanzó 15,2 MM de clientes (+1,9 MM de clientes A/A)
- **La tendencia a la baja de los préstamos vencidos después de la pandemia continúa siendo respaldada por un mejor comportamiento de pago** y el crecimiento de los préstamos. Sin embargo, este año han estado trabajando para fortalecer los índices de cobertura ya que, resaltaron, el entorno ha cambiado rápidamente, y el ciclo crediticio se desvanece y cambia, por tanto, tienen condiciones desafiantes para los próximos trimestres que pueden ejercer cierta presión.
- Continúan trabajando en la eficiencia de proyectos e iniciativas de transformación digital, por ello, resaltan que **solo el 10% de las transacciones monetarias se estarían realizando a través del canal físico**.
- Con la sobretasa por la reforma tributaria, que pasó de 3% a 5% para las entidades financieras, aumentaría la tasa efectiva de impuestos para los siguientes períodos.
- **Incremento sobre las tarifas de servicio seguirían aumentando**. Han visto un crecimiento en las tarifas de servicio en los últimos años a través de una estrategia que apunta a mejorar la capacidad del banco para cobrar por nuevos servicios y aquellos incluidos en los servicios de pagos, garantía bancaria y otras tarifas transaccionales.

Criterios ASG:

- El emisor adquirió un **crédito senior** con la IFC por 275 millones USD, con el fin **de apoyar la vivienda de interés social, la comunidad LGBTI y el financiamiento verde**.
- Davivienda ratificó su compromiso con el desarrollo sostenible formalizando su **membresía a los Principios de Inversión Responsable (PRI) de la ONU**.
- Por otro lado, es importante destacar que, **en cuanto a los planes de financiamiento social, el fondeo se ubicó en COP 7.2 BN**, provenientes de un crédito adquirido con JICA (Agencia Japonesa de Cooperación Internacional) por USD 150MM **han sido destinados para financiamiento de Pyme y Pyme Mujer**.
- En línea con lo anterior, **Davivienda El Salvador** han obtenido recursos por USD 20 MM para **impulsar el financiamiento de proyectos en el sector agro** de este país.
- En cuanto al progreso de los ecosistemas de impacto social, recientemente alcanzaron la meta de ser parte de la vida diaria de 100 mercados de agricultores en Colombia.
- En relación a la medición de la huella de carbono, **Davivienda se unió a la iniciativa “Rut Net Zero”** que tiene como principal pilar contribuir a la meta de cero emisiones netas a 2050, para ello han buscado la **movilización de recursos de capital para financiar alternativas que busquen la adaptación y mitigación del cambio climático**. Davivienda exalto su disminución en huella de carbono de emisiones directas en un 37% en comparación con la línea de base de 2019.



Banco de Bogotá

 **Regresar**

Hechos relevantes

- **Cartera Hipotecaria y de Consumo lideran el crecimiento de la Cartera de crédito:** El crecimiento de la cartera neta fue impulsado principalmente por el segmento Hipotecario del banco presentando crecimientos (+30,7% A/A y +10,2% T/T) a pesar de ocupar una menor proporción frente a la cartera bruta total, y por la cartera de Consumo (+15,9% A/A y +6,8% T/T). En el mismo sentido, la cartera Comercial aumentó +11,2% A/A y +4,2% T/T.

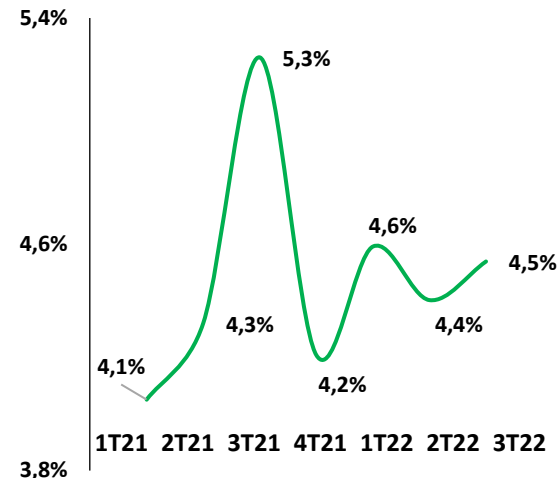
Teniendo en cuenta lo anterior, la Cartera bruta consolidada del emisor se ubicó en COP 92,2 BN (+14,1% A/A y +5,4% T/T), la proporción de cada segmento se mantuvo estable: 65,5% para la Cartera Comercial, 22,6% para Cartera de Consumo, y el 11,7% en la Cartera Hipotecaria, recalando que el 81,6% de los préstamos se encuentran domiciliados en Colombia y el 18,4% restante en la operación extranjera por medio de las operaciones de Multi Financial Group en Panamá.

- **NIM consolidado presentó una normalización:** El NIM total se ubicó en 4,5%, presentando un incremento de 14 pbs T/T (-72 pbs A/A) beneficiado por entorno de mayores tasas enfocado principalmente en los intereses sobre préstamos y arrendamientos. Para este período tanto el NIM de cartera (5,3%) como el de inversión presentaron números positivos, resaltando que este último pasó de -1,4% en el 2T22 a 0,1% para el 3T22.

Utilidad neta afectada por diferencia en cambio: La utilidad neta presentó un decrecimiento para los períodos evaluados (-78,4% A/A y -32,2% T/T), explicado por un mayor gasto en provisiones trimestrales 16,05% T/T, por la formación controlada de PDL, y por la pérdida neta en diferencia en cambio que pasó de -88,6 mil MM en el 3T21 a -740,8 mil MM (-653,2 mil MM en el 2T22), generado principalmente por la devaluación del peso colombiano al 30 septiembre de 2022 que se ubicó en 20,4% anual y 10,6% trimestral.

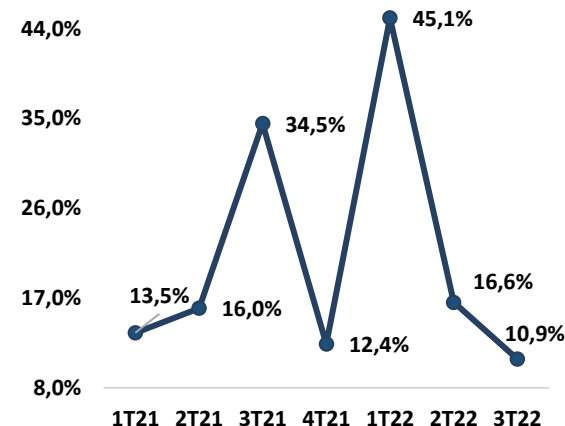
- Por otro parte, el índice de solvencia se ubicó en 13,1% vs 12,8% en el 3T21. Por otro lado, el ROAE de la firma presentó decrecimiento en términos anuales de -2361 pbs, alcanzando el 10,9% para el 3T22 (34,5% en 3T21 y 16,6% para el 2T22).

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



Fuente: Informes financieros Banco de Bogotá.

Gráfica 2. ROE Anualizado (%)



Fuente: Informes financieros Banco de Bogotá.

Resumen resultados financieros

BANCO DE BOGOTÁ					
Cifras en COP mil MM	3T21**	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos por intereses	1.991	2.016	2.533	25,7%	27,2%
Gastos por intereses	747	890	1.314	47,7%	76,0%
NIM Cartera Cons.	5,3%	4,4%	4,5%	14 pbs	-72 pbs
Utilidad Neta (Controlante)*	2.012	642	435	-32,2%	-78,4%
ROE anualizado *	34,5%	16,6%	10,9%	-568 pbs	-2361 pbs
Costo del riesgo	3,19%	2,45%	2,51%	6 pbs	-68 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 bruta:** El crecimiento interanual de la cartera bruta que se ubicó en COP 175 BN (16,5% A/A pro forma) fue impulsado por el aumento de los créditos Hipotecarios (21,4% vs 3T21 Pro Forma y 6,8% T/T), y el crecimiento anual de la cartera de Consumo en 17,3% (+5,8% T/T), asimismo, la colocación Comercial presentó un crecimiento de 15,4% A/A (4,5% T/T), este compartimiento se logró principalmente por créditos personales y créditos para automóviles. Es importante mencionar que dentro del grupo económico, Banco de Occidente tuvo la tasa de crecimiento más relevante, dado su dinamismo en el crédito de consumo por 25,8% A/A durante el periodo. No obstante, el alza de la cartera fue mitigado por el aumento anual del 4,1% en las provisiones que se ubicaron en COP 9 BN.

Por otro lado, los ingresos netos por intereses disminuyeron hasta COP 1,9 BN (-6,2% A/A y -2,8% T/T y), este comportamiento dado el incremento de los gastos por intereses (42,5% T/T) en mayor medida que los ingresos por intereses (21,6% T/T). Acorde con lo anterior, el Margen Neto de Interés consolidado (NIM) presentó un retroceso, pasando de 4,5% en el 3T21 pro-forma a 3,8% para el 3T22 (4,0% en 2T22).

- **Mejor calidad de cartera:** La calidad de las carteras de crédito de Aval continuó mejorando durante el período, esto por el comportamiento de la cartera vencida 30 días que se ubicó en 4,3% para el 3T22 (5,0% 3T21 y 4,4% 2T22), así como la disminución en el índice de mora a 90 días sobre colocaciones totales que fue de 3.2% para el 3T22 (3.8% 3T21 pro forma y 3.3% 2T22).
- **Mayor tasa impositiva afectó la Utilidad neta:** El comportamiento del ingreso por interés fue contrarrestado por el incremento de los gastos de personal del 8% T/T, resultado de un período de tres años de negociaciones con los sindicatos bancarios. Lo anterior, junto a una mayor tasa impositiva efectiva que generó un decrecimiento de la utilidad neta atribuible que alcanzó COP 408 mil MM en 3T22. Así las cosas, el ROAE fue del 9,8% (14,2% pro-forma 3T21).

Resumen resultados financieros

GRUPO AVAL					
Cifras en COP mil MM	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos por intereses	3.215	4.287	5.213	21,6%	62,2%
Gastos por intereses	1.169	2.312	3.295	42,5%	181,7%
NIM	4,5%	3,6%	3,5%	-11	-93
Utilidad Neta (Controlante)	780	675	408	-39,6%	-47,7%
ROE anualizado	14,2%	16,6%	9,8%	-671	-441
Costo del riesgo	1,3%	1,4%	1,4%	-4	5

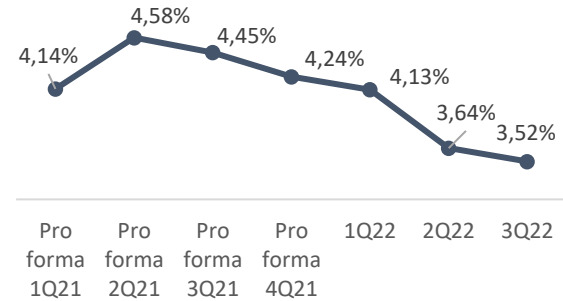
**Las cifras proforma son calculadas basadas en las cifras previamente reportadas, excluyendo: del 2T2021, la contribución de BHI. Los indicadores proforma para el 2T2021 se calcula sobre la base de las cifras proforma explicadas anteriormente. Los indicadores proforma para el 1T2022 se basan en los 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

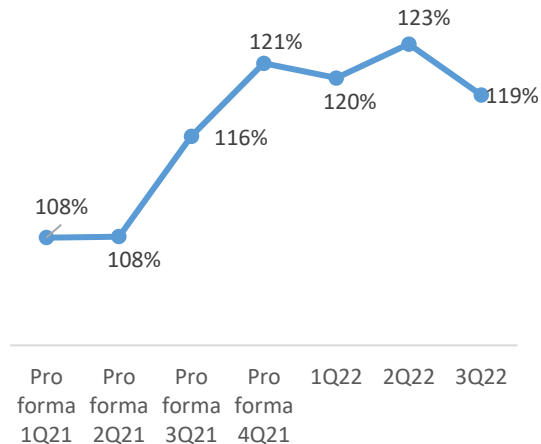
01 de diciembre de 2022

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



Fuente: Informes financieros Grupo Aval.

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



Fuente: Informes financieros Grupo Aval.

Banco de Chile

**Normalización por menor dinámica
económica**

 Regresar

Banco de Chile | Entrega de Notas 3T22

Normalización por menor dinámica económica

Banco de Chile presentó resultados financieros POSITIVOS en el 3T22. El emisor presentó utilidad neta trimestral de CLP 339 BN para el 3T22 (89,2% A/A), a pesar de la disminución de liquidez y desaceleración económica en Chile; los factores que lograron mitigar este efecto son la indexación a la inflación y el incremento de tasas. A su vez, la disminución de superávit de liquidez inusual por efecto post pandemia ha comenzado a diluirse, afectando la cartera comercial, siendo la de menor crecimiento este trimestre. No obstante, el alza en las tasas de intereses y acentuación de la inflación lograron mitigar este efecto, permitiendo un aumento anual del NIM a 5,7% en el 3T22. Adicionalmente, el incremento en las provisiones de crédito (60,8% A/A) y en el índice de cobertura que pasó de 195% a 370%, han permitido mantener una sólida posición frente a la expectativa de desaceleración para 2023 y la disminución del superávit de liquidez en los consumidores. Lo anterior, y gracias al manejo eficiente de los gastos, el Banco logró un ROE trimestral de 30,1%.

Hechos relevantes

- Desaceleración en el crecimiento de la utilidad:** La utilidad neta continúa presentando incrementos cercanos al orden del 82,0% A/A, alcanzando los CLP 339.576 millones, sin embargo, los más recientes resultados muestran signos de una desaceleración debido a la normalización en el consumo por los impactos de la inflación y mayores tasas de interés. Lo anterior logró mitigarse gracias a la exposición de las carteras a la UF (Unidad de Fomento) indexada a la inflación, que este año ha presentado un repunte importante, alcanzando 13,7% para septiembre de 2022. Dicha exposición permitió mayores ingresos operacionales en la cartera bruta, alcanzando los CLP 810.577 millones.
- Menor crecimiento en las carteras:** La indexación a la UF y depreciación del CLP incidieron en el comportamiento de las carteras, siendo la cartera comercial la que presentó el menor crecimiento del período 6,7% A/A; mientras la cartera Hipotecaria +10,57% A/A (+3,05% T/T) y la de Consumo +17,01% A/A (+3,05% T/T) mostraron crecimientos de doble dígito. Esperamos que las mayores tasas de interés generen una desaceleración en el crecimiento de la cartera, mientras el NIM se siga viendo favorecido por el entorno de alta inflación. Sin embargo, esperamos una normalización del NIM en 2023, afectado por los mayores costos de fondeo y una reducción paulatina de la inflación.
- Efecto de liquidez empieza a normalizarse:** Las pérdidas crediticias esperadas incrementaron en 19,2% A/A, proveniente de un aumento por CLP 28 BN (60,8% A/A) en provisiones de crédito, teniendo en cuenta la reducción del exceso liquidez y la disminución real de los salarios, que se espera se acentúe entre 4T22 y 1T23. Lo anterior se vio compensado por una disminución de CLP 15.000 millones (-30% A/A) en provisiones adicionales (especiales por riesgo de crédito). Por tanto, el índice de cobertura aumentó de 195% a 370%, y en contraste, la calidad de la cartera pasó de 0,88% en el 3T21 a 1,08% para 3T22, sin embargo, el banco presentó estabilidad económica y para 2023 se espera un calidad de cartera alrededor del 1,2%, dado que el sector bancario realizara perfiles de riesgo más ajustados, en parte por la recesión económica esperada y mayores tasas de morosidad. Adicional a esto, el incremento de los gastos operacionales del 12,7% A/A, por debajo de la inflación, ha permitido un índice de eficiencia favorable, pasando de 43,1% para 3T21 a 31,6% en 3T22. A pesar del incremento de gastos y la disminución del ROE respecto al trimestre anterior en 82 pb, el sólido manejo operacional permitió un ROE trimestral de 30,1% (3.230 pbs A/A).

Resumen resultados financieros

BANCO DE CHILE					
Cifras en CLP MM	3T21	2T22	3T22	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos netos por intereses	276.967	317.846	313.152	-11,6%	1,5%
Provisiones Netas	98.979	106.127	115.752	-14,5%	-8,3%
Utilidad Neta	179.488	431.522	339.576	-47,1%	27,1%

Calidad de cartera	0,9%	1,0%	1,1%	2 pbs	1 pbs
ROE 12 meses	18,1%	28,9%	31,7%	136 pbs	28 pbs
Indice de Solvencia	16,8%	17,4%	18,0%	12 pbs	6 pbs

1 de diciembre de 2022

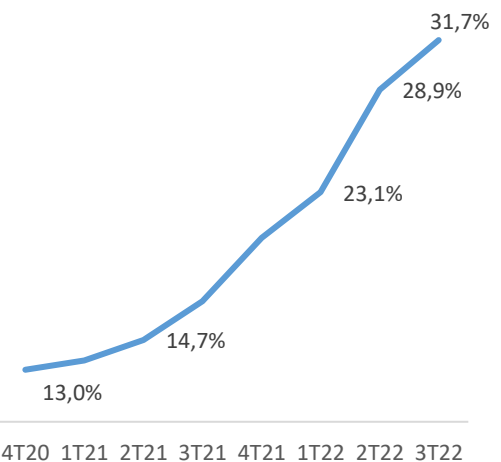
Banco de Chile

Información especie

Cifras en CLP

Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	8,7
Último Precio	86
YTD (%)	29,2%
DVD Yield (%)	6,2%

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

- **Se espera una recesión económica**, los principales drivers de este comportamiento serían: **1.** Disminución en el superávit de liquidez, **2.** Incremento en las tasas de interés, y **3.** Reformas de impuestos y pensiones en Chile. Este último genera expectativa frente al impacto económico que tendría sobre los niveles de consumo y una mayor salida de efectivo por mayores pagos impositivos.
- Con respecto al ROE, aunque sigue en niveles récord históricos (~30%), **la compañía estima que dicho comportamiento presente una normalización, dadas las expectativas a la baja en la inflación**, afectando el comportamiento de pago de los consumidores, por la disminución del salario en términos reales.
- Las políticas fiscales y monetarias más estrictas van en línea con las expectativas del mercado, dado que la expansión del 11,7% en el PIB de 2021 es insostenible a largo plazo. No obstante, **la tasa de cobertura del Banco de Chile es superior al mercado 3,7x vs ~2x de la industria**, lo cual refleja un buen colchón frente a un entorno desafiante en 2023.
- **El enfriamiento de la dinámica económica y la expectativa de recesión avocinan una desaceleración en las carteras**, siendo la cartera comercial la que se espera más afectada –esta pesa el 56% de la cartera total-, dada la disminución en el superávit de liquidez de los consumidores, y que para este trimestre fue la única que creció por debajo del 10%. A su vez, se espera que para inicios de 2023 este enfriamiento se agudice, dado que la cartera hipotecaria, que pesa el ~30%, está presentando una desaceleración pronunciada, ya que solo logró crecer 1,7% en términos reales anuales.
- Los niveles elevados en los tipos de interés y estabilización en la tasa de inflación seguirían impactando de manera positiva en el NIM durante el corto plazo. Sin embargo, la disminución de liquidez y la expectativa de contracción económica para 2023 del 1,2% en la economía, impactarían hacia una **normalización del ROE que se espera que alcance niveles de ~18% para 2T23**.
- **Criterios ASG:**
 - El Banco creó el Programa Compromiso Azul, el objetivo es el uso sostenible de energías renovables y fondos de inversión ESG para la promoción del uso de electromovilidad.
 - Impulso de “Voluntariado Corporativo” para la inclusión y liderazgo mediante actividades de apoyo destinadas a organizaciones sociales, reforestación y personas mayores.
 - En relación a equidad de género, la organización dispuso Programas de Formación para el desarrollo de liderazgo y ética laboral.



Con el fondeo en el radar

 Regresar

En el 3T22 Ecopetrol logró una utilidad de COP 9,5 BN (-9,1% T/T y + 149,9% A/A), en línea con nuestra estimación de 9,6 BN (-1,0%) y la del consenso de 9,3 BN (+2,2%, de acuerdo con la encuesta a analistas realizada y publicada por Ecopetrol). Teniendo en cuenta el ruido alrededor de este emisor, junto con el hecho de que la utilidad acumulada a septiembre que asciende a 26,6 BN es la más alta de la historia, calificamos de POSITIVOS estos resultados. Los ingresos de COP 43,4 BN decrecieron 1,0% trimestral y crecieron 86,2% anual, mientras que el EBITDA de COP 21,1 BN decreció 4,8% trimestral y aumentó 103,9% anual (-2,8% por debajo de nuestra estimación), ubicando al margen EBITDA en 48,7% (-2,3 p.p. frente a nuestra estimación). Tal como lo estimamos, se acumularon COP 10 BN más en la cuenta del FEPC, con un efecto negativo en la generación de caja operacional y por consiguiente en la caja disponible. En el 2T22 y 3T22 la acumulación del saldo del FEPC supera a la utilidad acumulada de estos dos trimestres en COP 0,4 BN.

Hechos relevantes

- Fundamentales:** En términos generales, los buenos resultados se pueden explicar por: **1)** el aumento en los volúmenes producidos (20% gas en 3T22), refinados, transportados, exportados, entre otros, que parten de la producción de 720,4 kbped (+2,3% T/T y +5,4% A/A), que superó a nuestra estimación de 714,4 kbped, evidenciando el buen resultado del mantenimiento realizado sobre Cupiagua y Apiay, así como la producción incremental del Permian en EE.UU; **2)** el hecho de que el efecto adverso de la disminución trimestral en la cotización promedio de la referencia Brent (-11,5% T/T y +37,5% A/A), ubicada en USD 100,7 por barril, fue compensado por la devaluación del peso colombiano; **3)** la mejora en los diferenciales de venta de las canastas de petróleo, gas y productos (mejora anual en USD; mejora anual y trimestral en COP); y **4)** el efecto combinado de la inflación y la tasa de cambio, el incremento en volúmenes y la disciplina en el gasto y la inversión.
- Durante el periodo, la compañía incrementó su actividad de inversión, llevándola a USD 1.135 MM (+10,6% T/T y + 35,0% A/A), registrando el máximo nivel de Capex trimestral en COP de su historia.
- Deuda:** El indicador de Deuda Bruta / EBITDA se ubicó en 1,5x, lo que evidencia una capacidad de pago adecuada. Respecto a la deuda en que se incurrió para la adquisición de ISA por USD 3.672 MM y vencimiento en 2023, luego de una emisión de bonos por USD 2.000 MM y la utilización de la facilidad de crédito con vencimiento en 2024, el saldo que vence en 2023 se ubica en USD 472 MM actualmente. De acuerdo con la compañía, estas operaciones de manejo de deuda mantienen el costo en USD dentro del rango de 4% a 5%. El comportamiento de los bonos de la compañía evidencia un deterioro preocupante, lo cual se podría evidenciar a la hora de recurrir al mercado de capitales, sin embargo, la estrategia implementada por la compañía está en recurrir al endeudamiento bancario, en reemplazo del mercado.

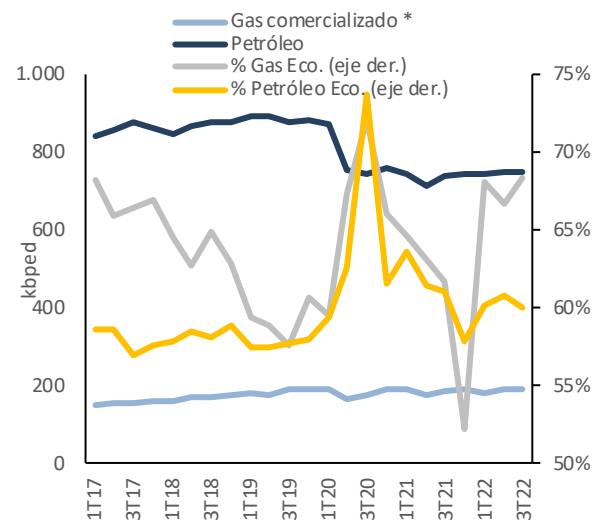
1 de diciembre de 2022



Información especie Cifras en COP

Precio objetivo	3.600
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	98,7
Ultimo Precio	2.401
YTD (%)	-2,7%

Gráfica 1. Producción Colombia y Part% Ecopetrol



Fuente: Ecopetrol, Ministerio de minas y energía. Construcción: Corficolombiana.
* Producción neta de Ecopetrol sin Savia ni Equion.

Andrés Duarte Pérez
Director de Renta Variable
Corficolombiana

andres.duarte@corficolombiana.com

Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	Ecopetrol				
	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Total ingresos	23.333	43.885	43.438	-1,0%	86,2%
Utilidad bruta	8.827	20.807	19.003	-8,7%	115,3%
Utilidad operacional	7.102	18.608	17.222	-7,4%	142,5%
Ganancia neta consolidada	4.323	11.545	10.472	-9,3%	142,2%
Utilidad Neta Controladora	3.807	10.470	9.513	-9,1%	149,9%
EBITDA	10.371	22.211	21.142	-4,8%	103,9%
Margen EBITDA	44%	51%	49%	-190 pbs	430 pbs
Producción (kbped)	684	705	720	2,3%	5,4%

Reforma Tributaria: Tomando como referencia la versión actual de la reforma tributaria, partiendo de la tasa efectiva actual del impuesto de renta de 33%, el sobrecargo de 5% (38% en total) aplicaría con cotizaciones del barril de petróleo entre USD 63 y 72; el sobrecargo de 10% (43% en total) aplicaría con cotizaciones del barril entre USD 72 y 83; el sobrecargo de 15% (48% en total) aplicaría a partir de los USD 83 por barril. A esto se le debe sumar el impacto de la no deductibilidad de los costos de producción de las regalías, que la compañía estima entre 2% y 5%, con lo que, en el peor escenario, Ecopetrol estima una tasa de impuesto de renta efectiva de 53%.

SosTECnilidad:

- Ecopetrol busca llegar a reemplazar con hidrógeno verde el 10% del hidrógeno utilizado actualmente.
- Los precios sombra del carbono utilizados por Ecopetrol para el costeo de sus proyectos no tienen ninguna implicación a nivel de los estados financieros actualmente. Utilizan precios de USD 20 por tonelada de CO2 emitido. El impuesto al carbono actual (y esperado de la reforma) le aplica a Ecopetrol S.A. y a Reficar, pero no se trata de un monto relevante.

Teleconferencia:

- **Ecopetrol no ve la “sobre” oferta de petróleo ruso en Asia** como un riesgo, dado que se trata de petróleos complementarios (pesado y de bajo nivel de azufre en el caso de Ecopetrol) y los países asiáticos están diversificando sus fuentes de suministro.
- **El impacto de la inflación** en los costos y la inversión la estiman entre +13% y + 17% el próximo año. Este año han logrado minimizar el efecto adverso a través de la gestión de contratos.
- **El presupuesto general de la nación 2023** contiene COP 19,1 BN para el pago del FEPC. No se descarta otro pago este año, teniendo en cuenta que pueden darse sobrantes presupuestales (recursos no ejecutados).
- **Ecopetrol reiteró que no habrá *Fracking***, por lo que está en proceso de deshacer los contratos en los que incurrió para tal fin. En cuanto a la producción de gas costa afuera, reiteró que se trata de contratos vigentes por lo que el trabajo en ese frente va a continuar. La reforma tributaria buscar no afectar la autosuficiencia de gas del país. Los hallazgos de gas costa afuera son todos en aguas profundas.
- **La posibilidad de emitir acciones** se limita a la creación de valor para todos los accionistas. La empresa reiteró que por lo pronto está realizando su fondeo de largo plazo a través de vehículos bancarios.



Sin novedad en el frente

 **Regresar**

En nuestra opinión, Canacol presentó resultados **NEUTRALES** en el 3T22, en línea con las expectativas del mercado a nivel operacional, registrando una sorpresa negativa por pérdida neta por afectaciones impositivas. Los ingresos operacionales presentaron un comportamiento positivo (+6,4% A/A y +0,8% T/T), mientras que el EBITDAX mostró una dinámica anual favorable (+4% A/A y +1,5% T/T) pese a mayores gastos operacionales relacionados con mantenimientos y seguros (+22,7% A/A y -6,6% T/T), gastos de transporte con estabilidad anual dado el menor volumen vendido (-1,1% A/A y +7,4% T/T), sumado a la no presencia de gastos de exploración en el trimestre. Por su parte, se presentaron mayores compras de gas natural comercializado (+16,7% A/A y +1,9% T/T) y gastos administrativos (+14,7% A/A y +8,1% T/T) por efectos inflacionarios y despidos. A nivel no operacional, se registraron pérdidas por diferencia en cambio (+520,4% A/A y +41,8% T/T) y un crecimiento anual significativo en los gastos financieros netos (+24,3% A/A y +0,7% T/T). De esta manera, la Utilidad Antes de Impuestos (UAI) tuvo una dinámica mixta (-13,4% A/A y +3,6% T/T) y el mayor impuesto diferido derivado del efecto de la tasa de cambio en el valor de los grupos de impuestos no usados generó pérdida neta en el 3T22.

Hechos relevantes

- Estabilidad en volúmenes de Gas:** Los volúmenes de venta de gas presentaron una leve reducción (-3,4% A/A y -2% T/T) principalmente por una menor demanda de volúmenes en agosto por parte de las termoeléctricas en la Costa Atlántica por un mayor nivel de embalses junto al mantenimiento de la red eléctrica. Los menores volúmenes fueron compensados por mayores precios promedio de venta de gas natural y GNL (+7,4% A/A y +0,6% T/T) tanto en contratos fijos como en el mercado spot, siendo en el segundo caso resultado de una oferta más restringida en el 3T22.
- Cabe mencionar que,** el precio promedio de venta tuvo un buen comportamiento ubicándose en USD 4,76 / Mcf (+7,4% A/A y +0,6% T/T), siendo el mayor desde el 2T19 (USD 4,83 / Mcf). Por su parte, el *netback* operativo llegó hasta USD 3,73 / Mcf (+6,9% A/A y +1,9% T/T) alcanzando su 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.
- Deuda y caja estables:** Respecto al indicador Deuda Neta / EBITDAX, al 3T22 mostró estabilidad, situándose en 2,2x frente al 2,1x del cierre del 2021. Por su parte, pese a la pérdida neta del período, el Flujo de Caja Operativo finalizó en USD 62 MM en el 3T22 mayor a los USD 35 MM del 2T22, principalmente por depreciaciones y amortizaciones (+USD 17 mil MM), devolución de gastos financieros netos (+USD 10 mil MM) y recuperación de impuestos diferidos (+USD 11 mil MM) junto a variaciones de capital de trabajo (+USD 23 mil MM), lo cual le permitió cubrir la salida de recursos por actividades de inversiones por USD 41 MM y actividades de financiamiento por USD 16 MM. De esta manera, los recursos en caja generados en el período llegaron a USD 4 MM y el saldo de efectivo se ubicó en USD 92 MM, estable frente al 2T22.

1 de diciembre de 2022

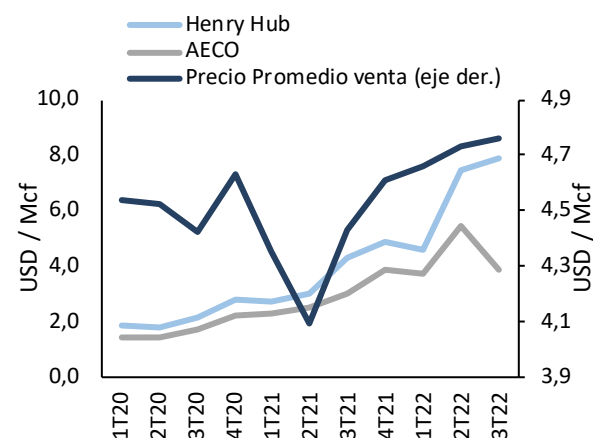


Información especie

Cifras en COP

Precio Objetivo	15.000
Recomendación	Neutral
Market Cap. (BN)	1,4
Último Precio	8.120
YTD (%)	-19,7%

Evolución precios de referencia



Fuente: EEFF Canacol. Elaboración: Casa de Bolsa SCB

Resumen resultados financieros

Cifras en USD miles	Canacol				
	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Venta de gas (Mcfpd)	190.553	187.963	184.163	-2,0%	-3,4%
Ingresos operacionales	81.925	86.430	87.131	0,8%	6,4%
EBITDAX	53.836	55.208	56.015	1,5%	4,0%
Utilidad Neta	8.790	-6.404	-4.463	n/a	n/a
Margen EBITDAX	65,7%	63,9%	64,3%	41 pbs	-143 pbs
Margen Neto	10,7%	-	-	n/a	n/a

Fuente: EEFF 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

Puntos Destacados de la Conferencia

- **Reforma Tributaria:** Canacol estaría expuesto a la tasa de renta del 35% y a la no deducibilidad de regalías, mientras que la sobretasa de renta del 3% aplicaría sólo para petróleo y carbón, no para gas.
- **Gasoducto Jobo – Medellín:** La compañía mencionó el acuerdo con el consorcio *Shanghai Engineering and Technology Corp.* para la construcción del gasoducto Jobo – Medellín analizado en nuestro informe ([link](#)). Sin embargo, consideramos que existen varios puntos por resolver relacionados con: **1)** Penalidades que se puedan presentar y sobre quién recaerían en caso de no cumplirse el tiempo de construcción sobre el consorcio y la fecha límite para entregar el gas comprometido a EPM del 1 de diciembre 2024, al igual que mecanismos de cobertura de impactos relacionados por parte de Canacol; **2)** Información sobre el agente con el cual se firmó el contrato de 21 MM scfpd, complementando los 54 MM scfpd firmados con EPM, al igual que la capacidad para firmar futuros contratos sobre los 25 MM scfpd remanentes para cubrir los 100 MM scfpd de capacidad inicial; **3) Tratamiento regulatorio del gasoducto Jobo – Medellín como gasoducto de conexión y su viabilidad regulatoria para poder transportar 100 MM scfpd.**
- **Readquisición de acciones:** Durante octubre de 2022, Canacol recompró 215,003 acciones a un precio promedio de CAD 2,10 por acción. En lo que va de 2022 ha recomprado un total de 5.609.335 acciones para su cancelación. Respecto a la posibilidad que se imponga una tasa impositiva del 2% en Canadá sobre la recompra de acciones desde el 2024, Canacol manifestó que su impacto sería bajo dada la tarifa.
- **Importación de gas desde Venezuela:** Canacol considera que la viabilidad para importar gas desde Venezuela dependerá de diferentes factores, dentro de los cuales se encuentra: **1)** Estado actual de la infraestructura del gasoducto; **2)** Valor de las inversiones para la operatividad del gasoducto; **3)** Mayor enfoque de la producción venezolana de gas para consumo doméstico y no para exportación; **4)** Incentivos para exportación a mercados internacionales como el europeo, con un mejor precio de remuneración frente al valor de remuneración al exportar a Colombia. Teniendo en cuenta todo lo anterior, Canacol considera que en un periodo de 2 -5 años no se daría la importación de gas desde Venezuela vía gasoductos.
- **Reverse Split:** La compañía hizo referencia a la citación a la asamblea extraordinaria del 19 de diciembre de 2022, donde propondrán un *Reverse Split* de 1 a 5 para facilitar la operatividad de inversionistas institucionales internacionales, lo cual fue analizado en nuestro informe ([link](#)).
- **Termoeléctrica “El Tesorito”:** Su entrada en operación se presentó el 14 de septiembre en alianza con Celsia y Proeléctrica, donde Canacol cuenta con una participación del 10% sobre el activo.
- **En cuanto a perforaciones,** en lo corrido del año al 3T22 se han perforado 9 de los 12 pozos que se tienen estimados para el 2022. Dentro del programa de perforación se encuentran los pozos Saxofón 1, Chimela 1, Natilla 1 y Dividivi 1 los cuales esperan perforar entre noviembre y diciembre del 2022. Respecto al Pozo Pola, la compañía manifestó atrasos, por lo cual esperan iniciar perforaciones en el 1T23 y no en el 4T22 como estaba inicialmente estipulado.

Estaremos atentos al *Guidance* 2023 que la compañía mencionó, los cuales serían dados a mediados de diciembre 2022.



terpel[®]

***Jet fuel* y decalaje golpean cifras trimestrales**

 Regresar

Jet fuel y decalaje golpean cifras trimestrales

Terpel mostró resultados **NEGATIVOS** en el 3T22, mayores que las expectativas del mercado a nivel de ingresos y menores en cuanto a EBITDA y Utilidad Neta. Pese al comportamiento favorable en los ingresos operacionales (+54,7% A/A y +8,5% T/T) con una variación anual que incluye la actualización en Colombia del margen al distribuidor mayorista para la gasolina motor corriente y el combustible diésel, los costos presentaron variaciones superiores (+60% A/A y +11% T/T) en medio de presiones inflacionarias y efectos de tasa de cambio. Adicionalmente, los gastos de distribución registraron incrementos significativos (+23,6% A/A y +6,2% T/T), relacionados en su mayoría con gastos de personal, especialmente sueldos y salarios, llevando al EBITDA a presentar contracciones de doble dígito (-15,4% A/A y -36,6% T/T), acompañado de un decalaje negativo por menores precios de los combustibles, principalmente del *jet fuel*, el cual no se encuentra regulado. A nivel no operacional, sobresale el marcado crecimiento en los gastos financieros (+98,6% A/A y +21,2% T/T) dada la indexación de la deuda al IPC. De esta manera, con una tasa efectiva de impuestos mucho mayor del 67% frente al 53% del 3T21, la Utilidad Neta de la controladora registró contracciones relevantes (-89,7% A/A y -93,8% T/T). A nivel de endeudamiento se registró un indicador Deuda Neta / EBITDA de 2,4x frente al 1,9x del 3T21, con incremento por efecto de diferencia en cambio y mayor deuda en Ecuador para capital de trabajo.

Hechos relevantes

- **Colombia impactada por decalaje:** Para el 3T22, los ingresos operacionales mostraron un comportamiento robusto (+44,4% A/A), soportado en un mayor ritmo de crecimiento en el volumen (+12,7% A/A), jalonado por el segmento aeronáutico y fidelización del programa "Vive Terpel". Sin embargo, el menor decalaje por caída en el precio del *jet fuel*, sumado a efectos por diferencia en cambio, impactó el EBITDA de manera relevante (-18,7% A/A).
- **Panamá y otros países:** En Panamá el crecimiento en volúmenes (+9% A/A) estuvo impulsado por la ampliación del portafolio de clientes en el segmento de aviación, permitiendo ingresos con un incremento significativo (+91,3% A/A), el cual no pudo trasladarse en el EBITDA (-32% A/A) debido al efecto negativo por decalaje tras desvalorización de inventarios y mayores gastos por despacho de combustibles dado el subsidio en precios implementado por el gobierno. En Perú resaltamos el comportamiento positivo en volúmenes (+27,8% A/A) dada la vinculación de clientes en el segmento de Aviación y el inicio de operación como distribuidor mayorista. En Ecuador sobresale el mayor EBITDA (+13,8% A/A) con buenos resultados en el sector Industrial.

- **Puntos destacados Conferencia:** **1)** Reforma tributaria con impacto marginal del 1% en tasa efectiva; **2)** Presión en Flujo de Caja derivada de aumento en capital de trabajo por efecto de decalaje en inventarios y por mayor cartera; **3)** Deuda con vencimientos importantes en 2022 (COP 400 mil MM) y 2023 (COP 529 mil MM de bonos), con manejo inicial mediante nuevos créditos para cubrir vencimientos y una posterior emisión de bonos en 2S23, donde consideramos que las condiciones de refinanciamiento serán retadoras. **4)** Expectativa 2023 buscando control de gastos y protección de márgenes en Colombia, viendo incertidumbre en Ecuador y Perú por tema social y político con retos en como trasladar al margen mayor costo por devaluación; **5)** Más que una recompra de acciones han evaluado pago de dividendos con acciones. **ASG:** La compañía mantiene sus proyectos de autogeneración en estaciones de servicio, esperando 12 nuevos proyectos para 2023.

Resumen resultados financieros

Terpel					
Cifras en COP mil MM	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	6.181	8.815	9.563	8,5%	54,7%
EBITDA	321	429	272	-36,6%	-15,4%
Utilidad Neta	80	131	8	-93,8%	-89,7%
Margen EBITDA	5,2%	4,9%	2,8%	-202 pbs	-236 pbs
Margen Neto	1,3%	1,5%	0,1%	-141 pbs	-121 pbs

Fuente: Informes financieros Terpel. Cálculos: Casa de Bolsa SCB

1 de diciembre de 2022

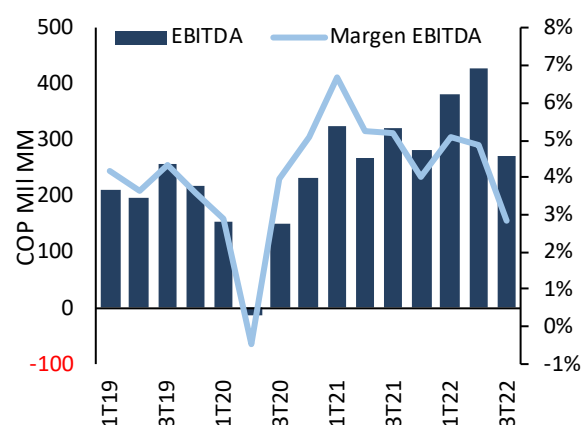


Información especie

Cifras en COP

Precio Objetivo	14.000
Recomendación	Sobrepesar
Market Cap. (BN)	1,4
Último Precio	8.050
YTD (%)	-22,1%

Gráfica 1. Evolución EBITDA



Fuente: Informes Financieros Terpel.

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



No recurrentes impactan el trimestre

 Regresar

Mineros | Entrega de Notas 3T22

No recurrentes impactan el trimestre

En nuestra opinión, Mineros mostró resultados **NEUTRALES** en el 3T22, mejores que las expectativas del mercado a nivel operacional, con sorpresa negativa en cuanto a la Utilidad Neta por no recurrentes dado el reconocimiento de provisiones por indemnizaciones en la Propiedad Gualcamayo (reducción de personal de hasta 30%) y el deterioro de activos en la Propiedad Aluvial Nechí por el volcamiento de la Planta Llanuras. Los ingresos operacionales mostraron un buen comportamiento anual (+13,1% A/A y -1% T/T), en medio de una producción total con una evolución anual importante (+16,4% A/A y +0,7% T/T), jalonada por la operación aluvial en Nechí en Colombia y Gualcamayo, compensando el menor precio promedio de venta del oro (-3,1% A/A y -6,3% T/T). Por su parte, los costos totales crecieron por debajo de los ingresos a nivel anual (+9,2% A/A y +4% T/T) en medio de mayores D&A, presiones inflacionarias y costos laborales. Por otro lado, los gastos administrativos registraron reducciones significativas (-10,7% A/A y -30,3% T/T) igual que los gastos de exploración (-25,7% A/A y +3,6% T/T). En medio de lo anterior, el EBITDA ajustado registró un comportamiento positivo (+33,3% A/A y -7,7% T/T), reflejado en un margen EBITDA del 31,7% (+482 pbs A/A y -228 pbs T/T). A nivel no operacional, sobresale el comportamiento de otros gastos (+125,5% A/A y +162,9% T/T) por los impactos de Gualcamayo y Nechí mencionados anteriormente. Los gastos financieros tuvieron un crecimiento anual de doble dígito (+37,2% A/A y +9,5% T/T) compensados por ingresos por diferencia en cambio. Por último, la tasa efectiva de impuestos sorprendió por su fuerte incremento (83% vs 41% 3T21) dada la mayor tasa de renta en Colombia y un gasto por impuesto diferido en el 3T22 frente a un ingreso en el 3T21 debido a menores créditos fiscales. De esta manera, la Utilidad Neta registró reducciones significativas (-68% A/A y -77,1% T/T), con una contracción relevante del margen neto a 1,9% (-486 pbs A/A y -638 pbs T/T).

Hechos relevantes

- **Colombia beneficiada por Nechí:** En el 3T22, la producción de oro presentó un buen comportamiento hasta las 25 mil onzas (+44,7% A/A y +5,7% T/T) jalonado por Nechí y mayores eficiencias, siendo un factor clave para la dinámica de ingresos en USD (+34,8% A/A y -4,1% T/T), donde las mayores onzas vendidas se reflejaron en el menor costo total de producción por onza (AISC, por sus siglas en inglés) (-22,4% A/A y -10% T/T). Consideramos que las presiones inflacionarias podrían continuar presionando la estructura de costos de la compañía.
- **Nicaragua reduce ingresos:** Se presentó una reducción en producción de oro (-1% A/A y -5,6% T/T), debido a mantenimientos que generaron menor actividad en un molino, reflejándose en los ingresos (-5,7% A/A y -12,6% T/T), los cuales a su vez vieron impactos por los menores precios del oro. Por su parte, el menor comportamiento anual del AISC (-2,4% A/A y +5,6% T/T) se relacionó con reducciones en las inversiones de sostenimiento. Dada que el menor funcionamiento del molino podría tomar un tiempo, se espera poder subir el tenor (contenido de oro del mineral) para compensar el comportamiento de la molienda.
- **El cielo abierto se refleja en Argentina:** Los ingresos presentaron un crecimiento marcado de doble dígito (+27,4% A/A y +22,9% T/T) con una mayor producción en Gualcamayo (+24,3% A/A y +6,4% T/T) dadas las eficiencias logradas tras el destajo realizado en la mina a cielo abierto en 2021. Consideramos que las presiones hiperinflacionarias en la estructura de costos y gastos serán un factor clave a monitorear.

Resumen Resultados Financieros

Mineros					
Cifras en USD MM	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Producción (mil Oz AuEq)	64	74	75	0,6%	16,9%
Precio promedio (USD/Oz) AuEq	1.778	1.837	1.722	-6,3%	-3,1%
Ingresos	120	137	136	-1,0%	13,1%
EBITDA Ajustado	32	47	43	-7,7%	33,3%
Utilidad Neta	8	11	3	-77,1%	-68,0%
Margen EBITDA	26,9%	34,0%	31,7%	-228 pbs	482 pbs
Margen Neto	6,8%	8,3%	1,9%	-638 pbs	-486 pbs

1 de diciembre de 2022

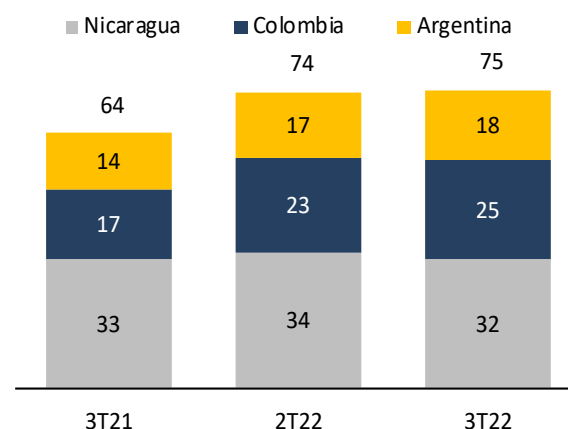


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	3.200
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	0,5
Último Precio	1.750
YTD (%)	-51,3%

Gráfica 1. Producción actividades propias (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

No recurrentes impactan el trimestre

Flujo de Caja se reduce a nivel anual: El 3T22 finalizó con USD 32,4 MM en caja (-37,4% A/A) impactado principalmente por la contracción en el Flujo de Caja Operacional (-8,8% A/A) principalmente por mayores gastos por impuesto a la renta y pago a proveedores, acompañado de mayor salida de recursos en el flujo de caja de la financiación por mayores pagos de deuda, incluyendo pasivos por arrendamientos, junto al pago de dividendos, compensados parcialmente por créditos tomados en el período.

Puntos Destacados de la Conferencia

Impacto Tributaria: Mineros considera que su mayor impacto se relaciona con la no deducibilidad de regalías en la base gravable y su impacto a nivel tributario.

En Colombia, respecto al impacto del volcamiento de la Planta Llanuras y su pérdida total, Mineros espera compensar la extracción aluvial con minería artesanal, lo cual deterioraría el margen bruto al reemplazar onzas aluviales por onzas artesanales. La planta se encuentra en proceso de reclamación con aseguradoras por USD 4,8 MM.

Respecto a Nicaragua, la compañía está atenta a las posibles sanciones por parte de Estados Unidos sobre Nicaragua y compañías del sector minero.

En Argentina, ven un escenario retador relacionado con el ambiente político, fuertes presiones inflacionarias, junto a diferencias en la tasa de cambio a la cual puede reconocer costos frente a la que utiliza para sus ventas a tasa, erosionando el margen de la operación. Todo esto podría llevar a acelerar el proceso de cierre de la operación en Gualcamayo, cuya vida útil se ha reducido gradualmente. Variables como el precio del oro y el comportamiento del USD/ARG serán claves a la hora se acelerar o no el proceso de cierre de la planta.

Sobre su listamiento en la Bolsa de Toronto, la compañía busca crecer el número de acciones transadas en este mercado, por encima de lo que se llegue a negociar en Colombia, pues consideran que eso permitiría una mejor formación de precios. Sobre una recompra de acciones, Mineros considera que puede ser uno de los puntos a tratar en la Asamblea de Accionistas del próximo año.

Hacia adelante, respecto a los programas de crecimiento y exploración:

- **En octubre del 2022, Mineros decide no ejercer su opción del ~ 31% de participación adicional del proyecto “La Pepa” en Chile, manteniendo su participación actual del 20%.** El racional de la decisión se centra en esperar un ambiente de negocios más propicio, sumado a mayores tasas de interés internacionales que implican mayor dificultad a la hora de financiar futuras inversiones de capital por ~ USD 300 MM en caso de ser el accionista mayoritario del proyecto.
- **En Nicaragua tienen:** **1) Hemco,** donde se está llevando a cabo un programa de perforación diamantina de 28 mil metros cerca de la mina, con el objetivo de aumentar los Recursos Minerales y las Reservas Minerales en las minas Panamá y Pioneer; **2) Porvenir,** donde la compañía continúa con los estudios técnicos, con resultados estimados para el 2S22. **3) Luna Roja,** en la cual, en octubre de 2022, la compañía inició una campaña de perforación diamantina de 3.000 metros, que espera completar en diciembre de 2022.
- **En Argentina, en el proyecto de Carbonatos Profundos,** Mineros revisó su plan de perforación original de 7.750 metros, replanteándolo hasta 5.300 metros, como consecuencia de las dificultades generales con la perforación a profundidad y la disponibilidad limitada de equipos en la región.

La compañía mencionó que el costo promedio de su deuda en COP se ubica en 14% - 15% y en USD 6% – 7 %.

Recordamos el **Guidance** de la compañía a nivel de producción con un estimado para 2022 entre 262 mil y 285 mil onzas de oro. Consideramos que, con un acumulado al 3T22 de 215 mil onzas, de mantener el ritmo promedio alcanzado de ~ 70 mil onzas se ubicarían en la parte alta del rango para el cierre del año.

ASG

- El 1 de julio de 2022, la mina Gualcamayo fue recertificada con pleno cumplimiento del Código Internacional de Manejo del Cianuro del Instituto Internacional para el Manejo del Cianuro.



Momentum alcista no baja la guardia

 Regresar

Momentum alcista no baja la guardia

En nuestra opinión, SQM presentó resultados POSITIVOS durante el 3T22, superando ampliamente las expectativas del mercado. Los ingresos operacionales presentaron un comportamiento sobresaliente (+347% A/A y +13,8% T/T) jalonados por el fuerte incremento anual de los ingresos por Litio (+1.161% A/A y +26,4% T/T) en medio de un mayor volumen comercializado (+89,1% A/A y +21,4% T/T), llegando hasta los 41,6 mil ton, sin ceder en el momentum alcista que ha presentado en lo corrido del año al presentar un volumen acumulado de 114 mil ton (+47,4% A/A), acompañado de un precio implícito promedio del Litio con variaciones anuales de triple dígito (+567% A/A y +3,9% T/T). Los ingresos por Litio representaron el 78,9% de los ingresos del trimestre. Por su parte, el EBITDA mostró resultados sobresalientes (+561% A/A y +25,3% T/T), con el margen llegando hasta el 56,1% (+1.817 pbs A/A y +513 pbs T/T) en medio de unos costos (sin D&A) con un crecimiento menor al de los ingresos (+232% A/A y +1,8% T/T), al igual que los gastos administrativos (+18% A/A y +5,4% T/T). A nivel no operacional, sobresalen menores gastos financieros netos (-14% A/A y -29,1% T/T) y una mayor pérdida por diferencia en cambio a nivel anual (+180,5% A/A y -19% T/T). Por su parte, en impuestos se presentó una tasa efectiva estable cercana al 29%. De esta manera, la Utilidad Neta de la controladora presentó un comportamiento muy positivo (+937,2% A/A y +28% T/T), registrando un margen neto del 37,2% (+2.115 pbs A/A y +412 pbs T/T).

Hechos relevantes

• **Litio mantiene momentum:** El llamativo comportamiento en ingresos del segmento, estuvo soportado tanto por el fuerte comportamiento del volumen como del precio, con las 41,6 mil ton siendo el volumen más alto en la historia de la compañía, al igual que un nuevo récord en el precio promedio implícito de USD 56 mil / tonelada métrica. La compañía espera que la demanda global crezca un 40% en el 2022 frente al 35% que habían mencionado en el 2T22 y que sus volúmenes vendidos se ubiquen en 150 mil ton (+48,3% A/A), mayores a los 145 mil ton que habían estimado el trimestre anterior. La compañía mencionó que tiene una participación de mercado del 19%. Hacia adelante, SQM no visualiza una entrada significativa de nueva oferta a nivel global (aparte de la expansión propia de plantas) dado el atraso en permisos para proyectos por parte de otros agentes, implicando la posibilidad de una oferta ajustada en 2023 que permitiría mantener precios relativamente elevados.

• **NVE muestra contracción en volúmenes:** Los ingresos de Nutrición Vegetal de Especialidad (NVE) (+27,6% A/A y -11,4% T/T) estuvieron afectados parcialmente por la contracción en volúmenes (-29% A/A y -9,6% T/T), compensado por el mayor nivel de precios. La compañía estima que la demanda global de Nitrato de Potasio agrícola pueda reducirse entre 15 - 20% A/A al cierre del 2022 frente al -10% A/A manifestado en el 2T22 y que sus volúmenes se ubiquen por debajo de las 1.155 Mton del 2021. Sumado a la menor demanda, se espera una mayor oferta proveniente de China que presionaría aún más los volúmenes. La compañía mencionó que tiene una participación de mercado del 31%.

• **Precio es el protagonista para el Yodo:** El sobresaliente comportamiento de los ingresos del segmento de Yodo en el 3T22 (+98% A/A y +23,5% T/T) estuvieron relacionados tanto con el mayor nivel de precios promedio (+82,9% A/A y +16,4% T/T), los cuales podrían mantenerse en niveles elevados debido a una oferta ajustada, como con volúmenes que volvieron a registrar expansiones significativas luego de un 2T22 con contracciones anuales (+9,7% A/A y +6,3% T/T). SQM espera que sus volúmenes para 2022 se ubiquen por encima de las 12,5 mil ton (+26,2% A/A).

• **Brasil baja la guardia en el mercado de Potasio:** En el caso del Potasio, el débil comportamiento en ingresos (-32,2% A/A y -67% T/T) se relacionó con una menor demanda, reflejada en los volúmenes (-68,9% A/A y -64,7% T/T) debido a condiciones de mercado más retadoras en Brasil, su principal destino, sumado a precios elevados que han destruido la demanda. SQM espera que sus volúmenes para 2022 se reduzcan en 40% A/A.

1 de diciembre de 2022

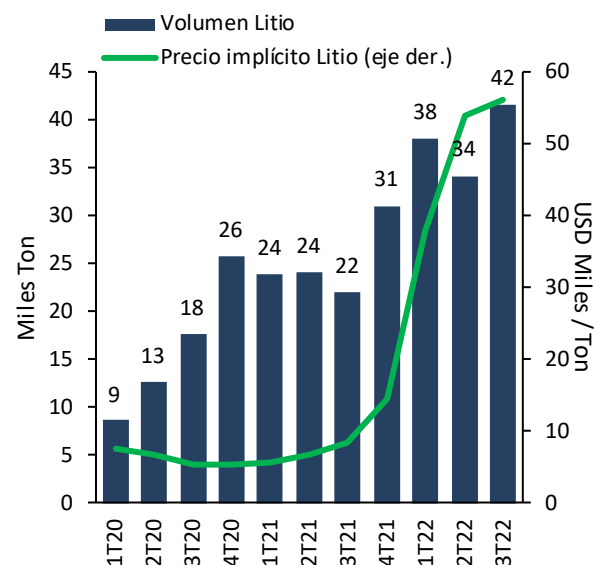


Información especie

Cifras en CLP

Precio objetivo	94.800
Recomendación	Sobreponderar
Mkt Cap (BN)	23.336
Ultimo Precio	86.449
YTD (%)	+98,7%

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

Momentum alcista no baja la guardia

Resumen resultados financieros

Cifras en USD MM	SQM				
	3T21	2T22	3T22	Var % A/A	Var % T/T
Volumen Litio*	22	34	42	89,1%	21,6%
Volumen NVE**	293	230	208	-29,0%	-9,6%
Ingresos operacionales	662	2.599	2.958	347,2%	13,8%
EBITDA Ajustado	251	1.325	1.660	561,4%	25,3%
Utilidad Neta Controladora	106	859	1.100	937,2%	28,0%
Margen EBITDA	37,9%	51,0%	56,1%	1.817 pbs	513 pbs
Margen Neto Controladora	16,0%	33,1%	37,2%	2.115 pbs	412 pbs

*Miles Toneladas. ** Nutrición Vegetal de Especialidad.

Fuente: Informes compañía Construcción: Casa de Bolsa SCB

Puntos Destacados de la Conferencia

- **Capex: En cuánto al crecimiento de las plantas de procesamiento de Litio**, esperan que su capacidad al 2024 llegue hasta 290 mil ton desde las 120 mil ton actuales, impulsadas por: **1)** El aumento de 2x en la capacidad de la planta de Litio en Antofagasta – salar del Carmen (capacidad de 150 mil ton en 2022 y 170 mil ton en 2024); **2)** Entrada en operación de la planta de refinación de hidróxido de Litio en China en 2023 (30 mil ton); **3)** Inicio de producción de hidróxido de Litio en Kwinana – Australia en 2024 con capacidad de 50 mil ton.
- **Respecto a la expansión en la capacidad para producción de Yodo**, esperan poder agregar 1,3 mil ton a comienzos de 2023 (Pampa Blanca) y otros 2,5 mil ton en 2024 (Pampa Orcoma).
- **SQM ha mostrado una posición activa en su diversificación de contratos con clientes**, pues a mediados de octubre se conoció que firmó un acuerdo con *GE Healthcare's Pharmaceutical Diagnostics business* para suministrarle yodo. Por su parte, en noviembre se conoció que SQM firmó un acuerdo con SK On, fabricante coreano de batería para vehículos, para la venta de Litio por un total de 57 mil ton por un periodo de 5 años desde 2023.

Consideramos importante monitorear el clima político en Chile y cualquier medida que puedan afectar tanto al sector minero cómo a las líneas de negocio de SQM.

Adicionalmente, consideramos que las presiones observadas en costos vía mayor inflación y costos de la energía pueden reflejarse en cierta reducción en márgenes operacionales hacia adelante.

Criterios ESG

- **En Chile, la compañía sigue enfocada en su programa de Salar Futuro con una inversión directa de ~ USD 1,5 BN**, cuya aprobación se encuentra en revisión por parte del ente regulador, para avanzar en temas tecnológicos relacionados con Tecnologías de Evaporación Avanzada y mejores técnicas de extracción directa de Litio buscando mejores rentabilidades y eficiencias.
- **A nivel de impuestos, SQM se convirtió en el mayor contribuidor del país**, al pagar ~ USD 3,6 BN al Estado Chileno en el acumulado al corte de septiembre del 2022.
- **La compañía espera reducir el uso de salmuera y agua en los procesos relacionados con Litio**, con un menor uso de agua del 40% para el 2030 y 65% para el 2040, junto a una reducción del 50% en el uso de la salmuera al 2030.



Separación de GPA se completaría en el 1S23

 Regresar

Éxito presentó resultados NEUTRALES durante el 3T22. Los ingresos registraron un comportamiento positivo (+22,6% 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 aumentó 12,9% A/A, con una contracción de 67 pbs en el margen, en medio de las presiones ejercidas por el entorno inflacionario. Sin embargo, resaltamos de forma positiva que este efecto se vio parcialmente compensado por la implementación de dilución de gastos y eficiencias operacionales. La utilidad neta disminuyó 60,5% A/A, afectada por el entorno de tasas de interés más altas, mayores provisiones en TUYA, mayor provisión de impuesto de renta y el efecto negativo por ajustes contables relacionados con el efecto inflacionario en Argentina, manteniendo el margen neto en su nivel más bajo desde el 2T20.

Hechos relevantes

• **Sólida dinámica de ingresos:** Los ingresos extendieron el comportamiento positivo (+22,6% A/A). Colombia representó el 72% de los ingresos, con un crecimiento de 15,9% A/A, impulsado por una sólida dinámica comercial, la contribución de Formatos Innovadores, Ventas Omnicanal, mayores volúmenes y mejores niveles de tráfico. Vale la pena señalar que durante el trimestre, los eventos promocionales “Megaprima”, “Ciber Monday”, “Días de Precios Especiales” y “Amor y Amistad” beneficiaron los ingresos del segmento Éxito, que esperamos continúen favorecidos en el 4T22, durante los eventos de temporada de fin de año. La operación de Uruguay, con una participación de 18% sobre los ingresos, se incrementó en 11,2% A/A en moneda local, reflejo 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 10% de los ingresos, con un incremento de 132,1% A/A en moneda local (mayor a la inflación), apoyado por mayor tráfico, dinámica comercial y el lanzamiento del nuevo formato Cash and Carry.

• **Rentabilidad presionada:** El EBITDA aumentó 12,9% A/A, con una contracción anual de 67 pbs en el margen, en medio de las presiones ejercidas por el entorno inflacionario actual. Sin embargo, resaltamos de forma positiva que este efecto se vio parcialmente compensado por la implementación de dilución de gastos y eficiencias operacionales. Reiteramos la importancia de mantener estas iniciativas para mitigar las posibles presiones que se mantendrían sobre los márgenes de rentabilidad.

• **Utilidad Neta y Flujo de Caja:** La utilidad neta disminuyó un 60,5% A/A, donde un mayor resultado operativo se vio opacado por el efecto de i) Cambios en los resultados de las asociadas, principalmente explicado por el mayor nivel de provisiones en TUYA, consecuente con el mayor nivel de créditos y la reactivación comercial; ii) Mayor nivel de gastos financieros, en medio del entorno inflacionario y de mayores tasas de interés; 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 lo que el margen neto se contrajo en 206 pbs frente al 3T21, manteniéndose en el nivel más bajo desde el 2T20. Con respecto al flujo de caja de los accionistas, observamos una disminución de 4,3% frente al saldo reportado al final de septiembre de 2021, principalmente por 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 2% A/A.

Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	Éxito				
	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	4.164	4.717	5.104	8,2%	22,6%
EBITDA	354	371	399	7,6%	12,9%
Utilidad Neta	126	62	50	-19,8%	-60,5%
Margen EBITDA	8,5%	7,9%	7,8%	-5 pbs	-67 pbs
Margen Neto	3,0%	1,3%	1,0%	-34 pbs	-206 pbs

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

1 de diciembre de 2022

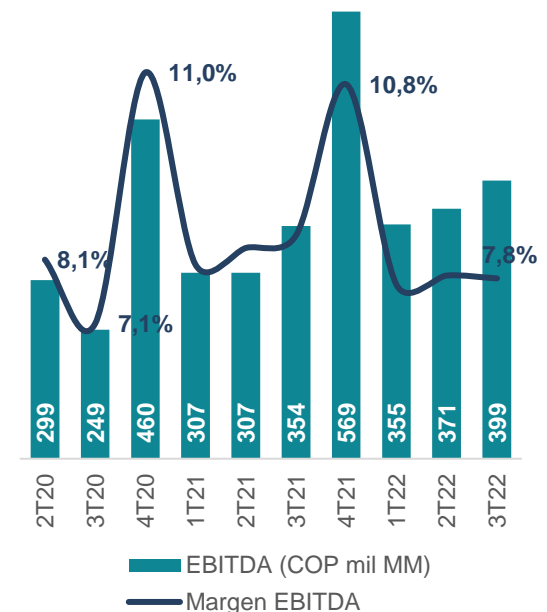


Información especie

Cifras en COP

Precio Objetivo	18.000
Recomendación	Neutral
Market Cap. (BN)	4,7
Último Precio	10.900
YTD (%)	-5,1%

Gráfica 1. EBITDA y Margen EBITDA



Fuente: EEFF Grupo Éxito. Elaboración: 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 las decisiones deben ser tomadas por los órganos directivos de GPA con la expectativa de que la operación se complete hacia el final del 1S23. Grupo Éxito, por su parte, adelantaría los procesos relacionados con la inscripción de sus acciones BDR nivel II en Brasil y la modificación en EE.UU hacia ADR nivel II, luego de que la Asamblea Extraordinaria de Accionistas aprobó la reforma de Estatutos en la que se reducirá el valor nominal de la acción. Este tema es relevante considerando que tal como mencionamos en nuestro informe "[El Oráculo de Éxito | Buscando desbloquear el valor](#)", el flotante de la especie podría aumentar desde 3,5% hasta 53,5%.
- Con relación a las **expectativas hacia el próximo año**, la administración mencionó que será un año demandante no solo en términos de volúmenes dado el impacto de las altas tasas de interés en el consumo, sino también en cuanto a la rentabilidad, dadas las presiones que todas las compañías están enfrentando en materia de costos. Como estrategia, la compañía ha estado expandiéndose en el formato Cash and Carry, considerando que en momentos de inflación y consciencia de precios del consumidor, es un formato clave y rentable con menores niveles de costos frente a otros formatos. Adicionalmente, se está reforzando la importancia en la variedad de productos del portafolio y continuarán los envíos a domicilio.

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.



Eficiencias y coberturas continúan rindiendo frutos

 **Regresar**

Eficiencias y coberturas continúan rindiendo frutos

Nutresa presentó resultados **NEUTRALES** en el 2T22, superando ligeramente las expectativas del mercado. Los ingresos mantuvieron un comportamiento positivo (+35,3% A/A), alcanzando un nuevo máximo histórico producto de la efecto positivo de la estrategia de aumentos de precios y mayores volúmenes de ventas en todas las regiones y en la mayoría de las unidades de negocio. En cuanto al EBITDA, pese al notable aumento de 23,9% A/A; como punto negativo señalamos que los costos de las materias primas continúan ejerciendo presión en la rentabilidad de los negocios y el Margen Bruto de Nutresa –alcanzando un nuevo mínimo histórico–; no obstante, resaltamos de forma positiva que las estrategias de cobertura de materias primas además de eficiencias operativas han compensado de forma parcial el efecto del entorno inflacionario sobre la rentabilidad.

Hechos relevantes

- **Ingresos, constantemente en máximos:** Los ingresos extendieron la dinámica positiva, con un crecimiento de 35,3% A/A hacia un nuevo récord. La dinámica se vio principalmente favorecida por el efecto positivo de la estrategia de aumentos de precios, los ingresos fueron mayores en todas las regiones y en la mayoría de las líneas de negocio, con mayores volúmenes de ventas –aumentando 8% A/A y moderando su ritmo frente a la dinámica de doble dígito observada durante el 1S22-. Los segmentos con mayor crecimiento en términos de ventas fueron Café (+72,9% A/A), Galletas (+44,4% A/A) y Pastas (+38,8% A/A).
- **Continúa presión en rentabilidad:** Pese al notable aumento en el EBITDA; señalamos como punto negativo que los costos de las materias primas continúan ejerciendo presión en la rentabilidad de los negocios y el Margen Bruto de Nutresa –alcanzando un nuevo mínimo histórico–; no obstante, resaltamos de forma positiva que las estrategias de cobertura de materias primas, además de eficiencias operativas han compensado gran parte del efecto del entorno inflacionario sobre la rentabilidad, con lo que la presión sobre el margen bruto fue sustancialmente menor en el 3T22 con respecto a lo observado en el 1S22. Desde nuestra perspectiva, la continuidad de las estrategias de coberturas, eficiencias operativas e incrementos de precios son la clave para mantener la senda positiva de los resultados del emisor, dado que el entorno inflacionario se mantendría durante los próximos trimestres.
- **Utilidad Neta y Flujo de Caja:** Consecuente con la dinámica operacional, la utilidad neta creció significativamente vs el 3T21, acompañada de efectos positivos por ingresos financieros, diferencia en cambio y participación en asociadas y negocios conjuntos, además de un efecto positivo del impuesto sobre la renta diferido, compensando parcialmente el efecto de mayores gastos financieros producto del incremento de tasas de interés. En cuanto a la caja de la compañía, señalamos que el saldo del efectivo al final de septiembre de 2022 es un 15,9% menor frente al reportado al final de septiembre de 2021, con un mayor nivel de inversión en capital de trabajo.
- **Con holgura para crecer:** El indicador de apalancamiento (Deuda Neta / EBITDA) se mantuvo estable en 1,9x al cierre de septiembre de 2022, con lo que continúa en niveles saludables, proporcionando holgura para el crecimiento orgánico e inorgánico, aunque reiteramos la importancia de monitorear el efecto del incremento anual de 581 pbs en el costo promedio de endeudamiento, considerando que aproximadamente el 79% de la deuda está atado a tasas variables.

Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	Nutresa				
	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	3.360	4.014	4.545	13,2%	35,3%
EBITDA	428	482	531	10,2%	23,9%
Utilidad Neta	168	208	220	5,8%	30,7%
Margen EBITDA	12,8%	12,0%	11,7%	-32 pbs	-107 pbs
Margen Neto	5,0%	5,2%	4,8%	-34 pbs	-17 pbs

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

1 de diciembre de 2022

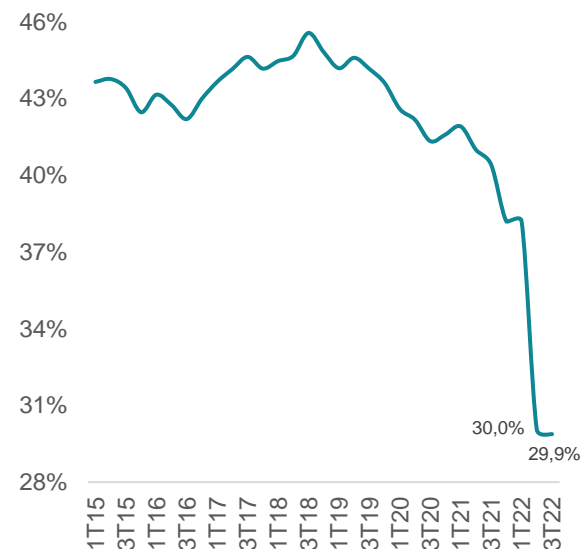


Información especie

Cifras en COP

Precio Objetivo	En revisión
Recomendación	En revisión
Market Cap (BN)	26,3
Ultimo Precio	57.510
YTD (%)	+100,8%

Evolución Margen Bruto Nutresa (%)



Fuente: Informes Financieros Nutresa.

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:

- Con respecto a los **precios elevados de las materias primas**, la administración mencionó que durante el período, los costos de los insumos continuaron con una senda creciente, reflejado en un mayor nivel promedio del índice de commodities. No obstante, a nivel trimestral el índice presentó una disminución del 6%. Nutresa continúa avanzando con coberturas, con el objetivo de gestionar el riesgo derivado de la volatilidad de las materias primas y de las monedas, para lo cual se ha destinado una porción importante de la caja de la compañía.
- La **dilución del gasto ha tomado parte importante en los esfuerzos de la compañía por mitigar las presiones sobre la rentabilidad**, con el objetivo de trasladar el efecto del entorno inflacionario de manera parcial al consumidor, de modo que la pérdida de su poder adquisitivo no se traduzca en una pérdida de asequibilidad de los productos de la compañía de tal forma que se mantenga la cuota de mercado.
- El **mayor nivel de gasto financiero** responde principalmente al apoyo de la gestión comercial que ha favorecido un mayor nivel de ingresos, soportado en incremento de la deuda. Con respecto a la tasas de interés promedio de la deuda (9,3%), es importante resaltar que se sitúa en niveles inferiores a la inflación y el endeudamiento de la compañía tiene una baja exposición al USD.
- Con relación a las **perspectivas para cierre de año**, se mencionó que se anticipa una posible moderación en términos de volúmenes, aunque con sólidos crecimientos de ventas internacionales. El 4T22 vendría acompañado de una buena dinámica comercial, una moderación gradual del precio de algunos commodities y la intensificación de la estrategia de coberturas, de acuerdo con los comentarios de la administración.
- Frente al **potencial efecto de la reforma tributaria**, la administración señaló que en relación con la categoría de impuestos saludables que gravaría a las bebidas azucaradas y a los alimentos ultraprocesados, se transferiría a los consumidores, destacando que todos los jugadores del sector con operación en Colombia verían los efectos de estas medidas y que el 40% de las ventas del Grupo se hacen al exterior, por lo que ese porcentaje no se verá afectado por la reforma tributaria.
- Con respecto a la **operación en Venezuela** con ocasión de la apertura de la frontera, se mencionó que esta se ha flexibilizado y reducido en tamaño, actualmente hay una operación en cárnicos que es pequeña y utiliza una baja porción de la capacidad instalada. La administración ve la mayor oportunidad en la exportación directa de productos secos que no requieren refrigeración, de manera que no se asuman riesgos de cartera, por lo que en el corto plazo no se contemplan inversiones grandes en esa región.

CRITERIOS ESG:

- El emisor se adhirió a los Principios para el Empoderamiento de las Mujeres y Pacto Global Red Colombia, con lo que se compromete a tomar medidas para avanzar en la equidad de género en el trabajo, el mercado y la comunidad.
- Nutresa continuará trabajando en la innovación en su portafolio de alternativas saludables, por lo cual estableció una meta para el 2030 en la que el 50% de sus innovaciones mejoren las condiciones de salud y nutrición para los consumidores.
- La Compañía avanza en su objetivo estratégico al año 2030 de tener el 100% de las materias primas abastecidas de forma productiva y sostenible, y conservando la biodiversidad.

FALABELLA

Un trimestre desafiante

 Regresar

Falabella presentó resultados NEGATIVOS en el 3T22, en niveles inferiores a las expectativas del mercado. Los ingresos crecieron levemente (+2,4% A/A), impulsados principalmente por la contribución de los negocios Bancario y de Centros Comerciales, compensando la menor contribución proveniente de los segmentos de Mejoramiento del Hogar y Tiendas Departamentales. El EBITDA consolidado presentó una importante disminución de 54,1% A/A, con una contracción de 743 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. La utilidad neta disminuyó 113,5% A/A y se posicionó en terreno negativo, en gran medida por el impacto de menores aportes en los negocios de Tiendas Departamentales y Mejoramiento del Hogar, mayores gastos financieros y un efecto negativo por diferencia en cambio.

Hechos relevantes

- **Ingresos relativamente estables:** Los ingresos crecieron ligeramente (+2,4% A/A). En Chile destaca la dinámica positiva del negocio Bancario y de Centros Comerciales, aunque fue compensada por un menor aporte de los formatos Retail –especialmente los segmentos de Tiendas Departamentales y Mejoramiento del Hogar-, considerando la alta base comparativa del 3T21 y el entorno de desaceleración del consumo, escenario que se mantendría durante el 4T22. En Perú, los ingresos presentaron un buen desempeño (+24,4% A/A), especialmente en los negocios de Servicios Financieros, Tiendas Departamentales y Supermercados. En Colombia los ingresos mantuvieron la senda positiva (+31,7% A/A), impulsados por la sólida dinámica del negocio Bancario y mayores ingresos en Tiendas Departamentales y Mejoramiento del Hogar. En Brasil, el formato Retail impulsó el incremento de 9,7% A/A. Mientras que en Argentina, los ingresos continúan afectados (-6,5% A/A) por el cierre definitivo de las Tiendas Departamentales y la venta de cartera del negocio financiero, aunque Mejoramiento del Hogar mantiene la senda positiva.
- **Rentabilidad se mantiene presionada:** Consecuente con el entorno de mayores costos, la utilidad bruta disminuyó 9,5% A/A, con una contracción de 412 pbs en el margen bruto, mientras que el nivel de Gastos de Administración y Ventas creció en mayor proporción frente a los ingresos (16,3% A/A), con lo que la utilidad operacional disminuyó un 81,3% A/A y el EBITDA consolidado cayó 54,1% A/A, con una contracción de 743 pbs en el margen, que se mantiene en su nivel más bajo desde el 2T20. Este comportamiento fue impulsado principalmente por la desaceleración de la dinámica del consumo en Chile y el efecto del entorno inflacionario en términos de gastos. En este sentido, reiteramos que dadas las expectativas de que la desaceleración del consumo en Chile se mantendría, la rentabilidad de la compañía se mantendría, lo que hace necesario que el emisor adopte programas de eficiencias que le permitan mitigar este impacto.
- **Utilidad neta sorprendió a la baja:** La utilidad neta disminuyó 113,5% A/A, en gran medida por el efecto de la disminución del resultado operacional, sumado al mayor nivel de costos financieros y un efecto negativo por diferencia en cambio. En el Flujo de Caja Operacional con corte a 9M22, observamos una disminución de 222,8% A/A, explicada por mayores pagos a proveedores en el negocio no bancario y un aumento en los créditos y cuentas por cobrar en el negocio Bancario.

Resumen resultados financieros

	Falabella				
Cifras en CLP mil MM	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Total Ingresos	2.900	3.075	2.971	-3,4%	2,4%
EBITDA	390	245	179	-27,1%	-54,1%
Utilidad Neta	184	65	-25	-138,2%	-113,5%
Margen EBITDA	13,4%	8,0%	6,0%	-195 pbs	-743 pbs
Margen Neto	47,1%	26,6%	-13,9%	-4.047 pbs	-6.099 pbs

Fuente: EEFF Falabella. Construcción: Casa de Bolsa SCB

1 de diciembre de 2022

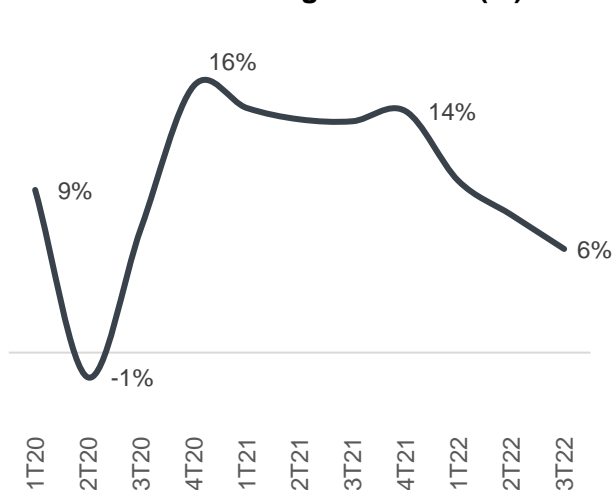
FALABELLA

Información especie

Cifras en CLP

Precio Objetivo	2.400
Recomendación	Neutral
Market Cap. (BN)	4,4
Último Precio	1.738
YTD (%)	-37,5%

Gráfica 1. Margen EBITDA (%)



Fuente: 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

- La administración mencionó que tiene como objetivo **normalizar los inventarios a niveles históricos** hacia finales de este año, tal vez con algunos efectos indirectos menores hacia el 1T23, para lo cual se han reducido las compras de mercancía y se están enfocando las reposiciones de las tiendas con los inventarios ya existentes.
- Con respecto a las **expectativas para el 4T22**, la administración comentó que con relación a la contracción de los márgenes se está observando una disminución de la demanda, en línea con la dinámica del ciclo económico, por lo cual esperan que esta dinámica se mantenga relativamente estable.
- Como parte de su plan de expansión, Falabella inauguró la primera tienda IKEA de América del Sur en Chile. Hacia adelante, se espera realizar la apertura de la segunda tienda, que contará con una superficie total de aproximadamente 25 mil m². Asimismo, **para 2023 se proyecta la llegada de IKEA al mercado colombiano.**

Criterios ESG

- **Falabella Retail asumió el compromiso de alcanzar una operación “Cero Residuos” en el marco de su estrategia +Verde**, que busca que el 90% de sus residuos sean reciclados o reutilizados al 2035. Este objetivo está alineado con el compromiso del emisor de reducir el impacto de sus instalaciones en las comunidades, bajo los principios de la economía circular.
- Durante el mes de agosto, **Tottus lanzó el primer e-learning en lengua de señas**, aplicado a colaboradores de oficina de apoyo y en los equipos de las tiendas. Mientras que en Perú y Colombia, Sodimac destacó en diversidad e inclusión, siendo reconocido con el Sello de Empresa Inspiradora de la Fundación ANDI, además de obtener el cuarto lugar de Los Mejores Lugares para Trabajar Diversidad e Inclusión.



Nuevas adquisiciones apoyan resultados

 Regresar

Nuevas adquisiciones apoyan resultados

Cencosud presentó resultados **NEUTRALES** durante el 3T22, en línea con las expectativas del mercado. Los ingresos registraron un comportamiento positivo (+27,8% A/A), jalonado por la consolidación de las adquisiciones de EE.UU. y 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 263 pbs A/A. Entre tanto, la utilidad neta controladora, inferior a las expectativas, disminuyó en 48,4% A/A, principalmente por mayores gastos financieros y efectos negativos de las cuentas de diferencia en cambio, resultado por unidades de reajuste, resultado operacional y mayor impuesto de renta.

Hechos relevantes

- Dinámica mixta en las regiones:** En Chile los ingresos se mantuvieron relativamente estables, donde los aumentos de doble dígito en los negocios de Supermercados y Centros Comerciales fueron contrarrestados por las caídas en Tiendas por Departamento y Mejoramiento del Hogar. En Argentina los ingresos crecieron por encima de la inflación y la disciplina en materia de gastos favoreció una expansión en el margen EBITDA. En Perú, las condiciones macroeconómicas limitaron el crecimiento de ingresos, aunque el formato Cash and Carry continúa creciendo y la recuperación del negocio de centros comerciales favorecieron la estabilidad de los márgenes de rentabilidad. En Colombia, la dinámica del segmento de Alimentos en el negocio de Supermercados y de Soft en Mejoramiento del Hogar respaldaron un alza en los ingresos, pero el margen EBITDA se contrajo, reflejando las presiones ejercidas por la inflación, mayores costos de energía, los altos costos logísticos y el aumento de gastos de personal. En Brasil, la adquisición de la cadena GIGA se reflejó en un mayor nivel de ingresos, de la mano del buen desempeño del formato Cash&Carry y el impulso de las ventas online, que sumado a la implementación de eficiencias operacionales en los distintos negocios, contribuyeron a una expansión del margen EBITDA. Finalmente, EE.UU. se suma a los resultados con la adquisición de The Fresh Market, que alcanzó una participación del 12,7% sobre el EBITDA ajustado de la compañía, y donde resaltamos un margen superior al consolidado de Cencosud (11,8% vs 9,4%), donde consideramos que la penetración de las marcas propias continuaría impulsando la categoría de alimentos.

- TFM y GIGA entran al consolidado:** Los ingresos extendieron la senda positiva con un aumento de 27,8% A/A, principalmente por la consolidación de TFM y GIGA, además de la resiliencia del negocio de Supermercados y la relevancia del Canal Online, lo que permitió hacer frente a la coyuntura actual, relacionada con la desaceleración del consumo, afectando sobre los negocios de Tiendas Por Departamento y Mejoramiento del Hogar –especialmente en Chile-. Considerando lo anterior, sumado al efecto del entorno inflacionario, la devaluación y la alta base comparativa observada en 2021, el margen EBITDA se contrajo en 263 pbs A/A, con lo cual reiteramos nuestra expectativa de que la compañía continúe implementando estrategias de precios y eficiencias que permitan seguir compensando este efecto. La utilidad neta disminuyó en 48,4%A/A y se posicionó por debajo de las expectativas del mercado, principalmente por mayores gastos financieros y efectos negativos de las cuentas de diferencia en cambio, resultado por unidades de reajuste, resultado operacional y mayor impuesto de renta. En cuanto al Flujo de Caja Operativo, se observa una disminución de 72,4% A/A, producto de mayores pagos a proveedores y empleados y mayor nivel de impuestos.

Resumen resultados financieros

Cifras en CLP mil MM	Cencosud			Var % T/T	Var % A/A
	3T21	2T22	3T22		
Ingresos	3.044	3.405	3.890	14,2%	27,8%
EBITDA Ajustado	367	321	367	14,2%	-0,1%
Utilidad Neta Controladora	141	-20	73	-462,1%	-48,4%
Margen EBITDA	12,1%	9,4%	9,4%	- 1pb	-263 pbs
Margen Neto	4,6%	-0,6%	1,9%	247 pbs	-277 pbs

1 de diciembre de 2022

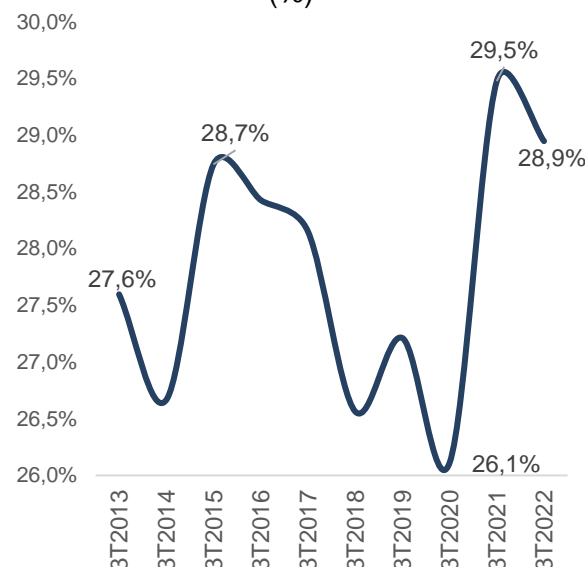


Información especie

Cifras en CLP

Precio Objetivo	1.500
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap. (BN)	3,8
Último Precio	1.326
YTD (%)	-6,9%

Gráfica 1. Evolución Margen Bruto 2T (%)



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

- Durante el 3T22, se abrieron **8 nuevas tiendas**, sumando un total de 16.707 m2. La administración enfatizó su intención de satisfacer las demandas de los clientes en las distintas geografías y formatos, mejorando la experiencia del consumidor. Asimismo, durante el periodo, **se remodelaron 41 tiendas**, sumando un total de 102 tiendas remodeladas en lo que va del año, manteniendo como principal objetivo el de mejorar la experiencia de los clientes en tiendas físicas.
- Con respecto al **entorno de altas tasas de interés**, es pertinente resaltar que al considerar las coberturas mediante Cross Currency Swaps que implementa la compañía, el 69,4% de la deuda de Cencosud con corte al mes de septiembre se encontraba en tasa fija, compuesta principalmente por deuda de corto plazo y bonos. Entre tanto, el 30,6% de la deuda cuenta con exposición a tasas variables, de los cuales un 76,3% se encuentra indexada a tasas de interés locales.
- Los **niveles de inventario se mantienen altos**, principalmente en los negocios de Tiendas por Departamento y Mejoramiento del Hogar, producto principalmente de la disminución del consumo y la menor rotación de los productos de categorías non-food, además del efecto del mayor costo de los productos como consecuencia de la apreciación del dólar.

Criterios ESG

- **La compañía fue reconocida en el Ranking Merco Talento 2022 como la Mejor Empresa del sector Holding Empresarial en Chile para atraer y retener talento**, mientras que Jumbo logró el puesto #31, subiendo 37 puestos respecto al año anterior. Este reconocimiento considera el impacto positivo en la calidad laboral, la reputación interna, oportunidades de desarrollo y crecimiento, motivación y orgullo en trabajar en una empresa.
- Como parte del **programa “Nuestros Productores”**, Jumbo Chile ha hecho un llamado a productores y emprendedores locales para ofrecerles la posibilidad de vender sus productos en sus supermercados. De acuerdo con la administración, esta iniciativa tiene como objetivo **i) Apoyarlos, asesorarlos y capacitarlos en términos de calidad y herramientas comerciales; ii) Otorgarles una plataforma de visibilidad frente a los clientes de Jumbo; y iii) contribuir con los productores en incrementar sus ventas.**



ARGOS

Eficiencias en costos mitigan presión en rentabilidad



Regresar

Eficiencias en costos mitigan presión en rentabilidad

Cementos Argos presentó resultados NEUTRALES en el 3T22, superando levemente las expectativas del mercado. Los ingresos se incrementaron hasta un nuevo máximo (+25,3% A/A), principalmente por la continuidad de la estrategia de mayores precios. El EBITDA ajustado aumentó notablemente frente al 3T21 (+23,2% A/A) y aunque el entorno inflacionario continuó ejerciendo presiones sobre la rentabilidad -reflejadas en una contracción de 32 pbs en el margen EBITDA-, el efecto fue parcialmente compensado por eficiencias en costos. La Utilidad Neta sorprendió positivamente, aunque los gastos financieros continúan presionando. El FCL al 3T22 fue un 49,6% menor al reportado al final del 3T21, principalmente por mayor inversión en Capital de Trabajo y mayor CAPEX de sostenimiento y rentabilidad.

Hechos relevantes

- Precios mantienen ingresos en máximos:** Los ingresos aumentaron 25,3% A/A hasta un nuevo récord (COP 3,1 BN), apoyados por la estrategia de mayores precios y el incremento de volúmenes de concreto (+6,6% A/A) a pesar del menor volumen de cemento (-1,8% A/A) -considerando las cifras ajustadas que excluyen el efecto de las desinversiones en EE.UU-. Para el cierre de año, prevemos que la demanda en EE.UU. podría empezar a verse limitada por una 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 en los próximos períodos. En Centroamérica se extendería la recuperación moderada del sector, con limitaciones provenientes de las condiciones climáticas y el entorno político.

- Eficiencias en costos mitigan presión en rentabilidad:** El EBITDA ajustado aumentó notablemente frente a la cifra reportada en el 3T21 (+25,3% A/A) y aunque el entorno inflacionario continuó ejerciendo presiones sobre la rentabilidad reflejadas en una contracción de 32 pbs en el margen EBITDA, el efecto fue parcialmente compensado por la implementación de estrategias de eficiencias en costos. Reiteramos nuestra expectativa de que la compañía continúe trabajando en iniciativas de mejoras en precios, coberturas y eficiencias operativas que ayuden a mitigar este efecto, que se mantendría durante los próximos períodos.

- Utilidad Neta, Flujo de Caja:** La Utilidad Neta superó las expectativas pese a registrar una disminución de 41,7% A/A, impactada principalmente por mayores gastos financieros, en medio del notable incremento del costo del endeudamiento, además de otros efectos relacionados con pérdida por diferencia en cambio, mayor tasa impositiva y gastos no recurrentes relacionados con el listamiento de las operaciones de EE.UU. en el NYSE. El FCL al cierre del 3T22 fue un 49,6% menor al reportado al final del 3T21, principalmente por mayor inversión en Capital de Trabajo, mayor CAPEX de sostenimiento y rentabilidad y un nivel más alto de impuestos.

- Desapalancamiento rindiendo frutos:** Destacamos de forma positiva que el indicador Deuda Neta / EBITDA + Dividendos se redujo hasta 2,84x, el nivel más bajo en los últimos 9 años, consecuente con el resultado de la estrategia de desapalancamiento. Además, resaltamos la disminución de la exposición del endeudamiento a tasas variables, aunque es pertinente continuar monitoreando el incremento de los costos de endeudamiento en medio del entorno inflacionario y del alza de tasas.

1 de diciembre de 2022

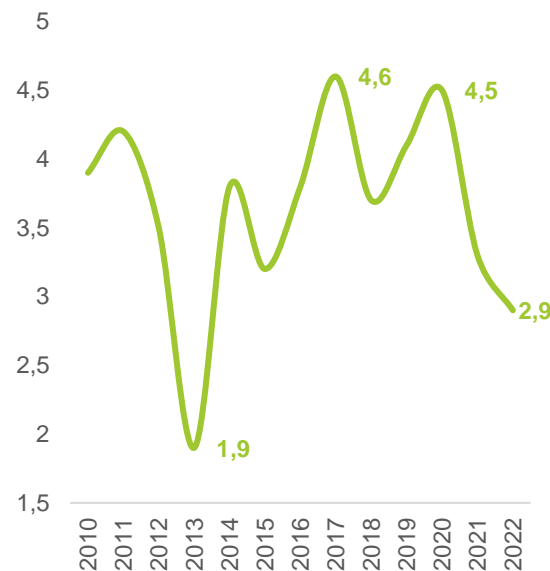


Información especie

Cifras en COP

Precio Objetivo	5.700
Recomendación	Neutral
Market Cap. (BN)	4,2
Último Precio	3.199
YTD (%)	-44,6%

Gráfico 1. Apalancamiento
(Deuda Neta / EBITDA + Dividendos recibidos)



Fuente: EEFF Cemargos. Elaboración: Casa de Bolsa SCB

Resumen resultados financieros

Cifras en COP miles MM	Cemargos				
	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Volumen de Cemento* (TM)	4.248	4.220	4.172	-1,1%	-1,8%
Ingresos Operacionales	2.488	2.851	3.118	9,4%	25,3%
EBITDA*	473	525	583	11,0%	23,2%
Utilidad Neta Controladora	100	5	58	1059,7%	-41,7%
Margen EBITDA*	19,0%	18,4%	18,7%	28 pbs	-32 pbs
Margen Neto	4,0%	0,2%	1,9%	168 pbs	-214 pbs

Fuente: EEFF Cemargos. 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

- La compañía hizo mención al **desacoplamiento entre la capitalización de mercado y el valor fundamental**, señalando que en contraste a la dinámica operacional, los precios de la acción han alcanzado niveles no vistos desde marzo de 2020. En este sentido, las iniciativas para cerrar dicho gap consisten en:
 - i. Doblegar el enfoque con miras a mejorar el desempeño financiero con énfasis en la rentabilidad, la sostenibilidad y el crecimiento.
 - ii. Continuación del trabajo requerido para completar el listamiento de las operaciones de EE.UU. en NYSE.
 - iii. Estructuración de mecanismos que permitan retribuir a los accionistas, distintos a los dividendos y sin limitaciones por la utilidad neta o las reservas contables.
- El **mayor nivel de gastos financieros responde principalmente a mayores tasas**, especialmente por la deuda indexada al IPC de Colombia, que representa el 37% del endeudamiento. Para mitigar el impacto de esta tendencia al alza, la compañía fijó el 40% de la deuda atada al IPC, lo que permitió generar ahorros anuales por COP 36 mil MM en gastos por intereses. Adicionalmente, el emisor compró alrededor de COP 80 mil MM en bonos indexados al IPC, financiados con deuda a tasa fija, generando ahorros por COP 6 mil MM.
- Con respecto al **potencial impacto de la reforma tributaria**, la administración comentó que no se espera un efecto inmediato en los resultados, anticipando que la mayor parte del impacto se vería hacia 2025 – 2026. Una vez entre en vigor el impuesto al carbono, habrá un impacto, la compañía tendrá que pagar esta tarifa. Por otro lado, existe la posibilidad de que de una vez la producción en la Zona Franca de Cartagena se destine al mercado de Colombia, la tarifa de renta subiría hacia 35% en lugar de la tasa actual del 15%.



Atentos a posible desliste

Regresar

Atentos a posible desliste

CLH publicó resultados NEGATIVOS durante el 3T22, inferiores a las expectativas del mercado. Los ingresos operacionales se incrementaron, principalmente por el alza en precios, además de mayores volúmenes de concreto y agregados. No obstante, el EBITDA extendió la dinámica observada en períodos anteriores con una reducción importante en términos anuales –presentando una sorpresa negativa con respecto a las expectativas del mercado-, principalmente por el sostenido entorno de mayores costos operativos, especialmente en el combustible para hornos, presionando el margen EBITDA. La utilidad neta fue negativa y se deterioró (USD -37 MM en el 3T22 vs USD -11 MM en el 3T21), consecuente con un menor resultado operativo, además de un efecto negativo de las operaciones discontinuas, una vez completada la desinversión de las operaciones en Costa Rica y El Salvador. El Flujo Libre de Efectivo se situó en terreno negativo ante un menor flujo operativo, mayor nivel de impuestos y mayores inversiones en activo fijo.

Hechos relevantes

- **Ingresos aumentan, pero presiones en márgenes se mantienen:** Los ingresos operacionales se incrementaron, apoyados principalmente por el alza en precios, además de mayores volúmenes de concreto y agregados. No obstante, el EBITDA extendió la dinámica observada en períodos anteriores con una reducción importante frente al mismo período del año anterior –presentando una sorpresa negativa con respecto a las expectativas del mercado-, esta dinámica fue principalmente explicada por el sostenido entorno de mayores costos operativos, especialmente en el combustible para hornos, que ejercieron presión sobre el margen EBITDA, llevándolo a contraerse en 573 pbs frente al 3T21.
- **Utilidad Neta y Flujo de Efectivo:** La utilidad neta de la participación controladora fue negativa y se deterioró en términos anuales (USD -37 MM en el 3T22 vs USD -11 MM en el 3T21), con una notable contracción de 1.266 pbs en el margen neto, lo anterior es consecuente con un menor resultado operativo, además de un efecto negativo de las operaciones discontinuas, una vez completada la desinversión de las operaciones en Costa Rica y El Salvador. El Flujo Libre de Efectivo se situó en terreno negativo con corte al 30 de septiembre de 2022 (USD -22 MM), principalmente explicado por el efecto de un menor flujo operativo, sumado al mayor nivel de impuestos, el incremento de las inversiones estratégicas en activo fijo y un impacto negativo de las operaciones discontinuas. Sin embargo, cabe resaltar que durante el 3T22, CLH recibió una contraprestación total aproximada de USD 326 MM relacionada con la desinversión en Costa Rica y El Salvador, cuyos ingresos no se muestran en las líneas de flujo de efectivo libre.
- **Operación Resiliencia en marcha:** en línea con la estrategia de CEMEX, buscará seguir tomando pasos para lograr los objetivos bajo dicho programa, que consiste en la optimización y rebalanceo de la base de activos en su portafolio, por lo cual se podrían considerar tanto inversiones como desinversiones estratégicas. En esta medida, **el emisor continúa evaluando otras oportunidades de desinversiones adicionales**, que incluso podrían ser de mayor tamaño, a las ya concluidas. En lo que corresponde a inversiones, CLH continúa evaluando e implementando proyectos estratégicos, como el proyecto Maceo en Colombia. **Nos mantendremos atentos a la información relacionada con la posible OPA de desliste que marcaría la salida del emisor de la BVC.**

1 de diciembre de 2022

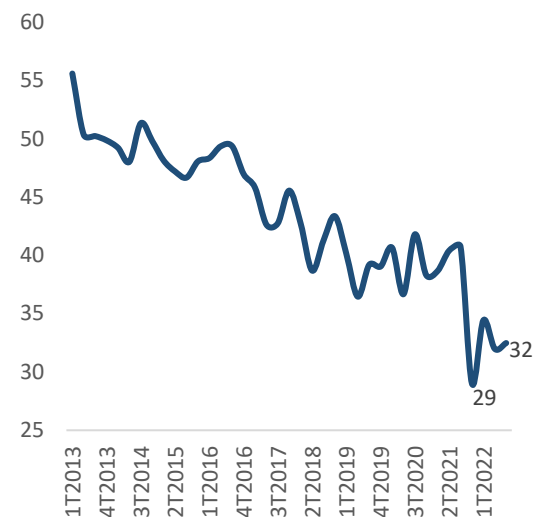


Información especie

Cifras en COP

Market Cap. (BN)	2,37
Último Precio	4.100
YTD (%)	+43,4%

Gráfico 1. Margen bruto (%)



Fuente: Cemex Latam Holdings. Elaboración: Casa de Bolsa SCB.

Resumen resultados financieros

Cifras en USD MM	CLH			Var % T/T	Var % A/A
	3T21	2T22	3T22		
Volumen Cemento Consolidado (mil tn3)	1.444	1.352	1.457	7,8%	0,9%
Volumen Concreto Consolidado (mil m3)	471	480	524	9,2%	11,3%
Ventas	201	206	204	-1,1%	1,5%
EBITDA	46	34	35	3,5%	-23,9%
Utilidad Neta	-11	0	-37	N.A.	N.A.
Margen EBITDA	22,9%	16,4%	17,2%	77 pbs	-573 pbs
Margen Neto	-5,5%	0,0%	-18,1%	-1.813 pbs	-1.266 pbs

Fuente: Informes financieros CLH. 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



Márgenes presionados por costos y gastos



Concreto | Entrega de Notas 3T22

Márgenes presionados por costos y gastos

Concreto publicó resultados NEGATIVOS en el 3T22. Los ingresos crecieron en 63,2% A/A, impulsados principalmente por la sólida ejecución de contratos de construcción, donde destaca además, el inicio de proyectos con el IDU y la EFR. Sin embargo, la alta inflación mantuvo las presiones en materia de costos y gastos, con lo que el EBITDA presentó una disminución importante del 33,4% A/A, con una contracción en el margen de aproximadamente 603 pbs, impacto que no logró ser compensado por el efecto positivo de no recurrentes como la venta de los estudios de DCO en el rubro de otros ingresos. Teniendo en cuenta lo anterior, la utilidad neta se vio afectada con una reducción de 15,2% A/A, principalmente por el mayor nivel de gastos financieros, parcialmente compensado por un efecto positivo de diferencia en cambio.

Hechos relevantes

- **Construcción:** El backlog cerró en COP 2,9 BN (consecuente con la meta de COP 1 BN por año), En los 9M22, la compañía registró una ejecución de COP 650 mil MM, consecuente con el impacto proveniente de los retrasos en aprobación de diseños, licencias, consecución de registros y permisos, especialmente en Bogotá. El negocio de infraestructura concentra el 59% del Backlog, principalmente en los proyectos Ruta 40, DCO la intersección Bosa y las troncales de Transmilenio en la 68 y Soach, mientras que el 41% restante se concentra en construcción, mayormente en proyectos de Concreto USA (Midtown Doral y casas y townhouses en Homestead).
- **Concesiones:** En el proyecto Vía 40 Express el EBITDA registró un desempeño negativo, con una disminución de 10,9% A/A en el trimestre, como consecuencia de un menor nivel de tráfico relacionado con tomas de rutas alternas por el impacto de las obras en tiempo de trayecto y en lo corrido del año se mantiene el efecto de base comparativa alta en 2021, producto de las compensaciones que se obtuvieron por COVID. En el proyecto Devimed, los ingresos operacionales y el EBITDA se mantuvieron relativamente estables (+3,3% A/A y -1,2% A/A, respectivamente), en línea con la dinámica del tráfico durante el trimestre (+6,4% A/A). DCO se encuentra en etapa de pre-construcción, finalizando trámites ambientales que junto al cierre financiero, permitirían el inicio de la obra.
- **PACTIA:** El NOI acumulado creció 12,8% A/A, principalmente por la recuperación de la ocupación hacia niveles promedio históricos, a excepción de los hoteles, aunque se está observando una reactivación del segmento que permitiría mejorar los indicadores de ocupación.
- **Vivienda:** Las ventas en el 3T22 aumentaron en 6,3% A/A en Colombia, mientras que en EE.UU. estas se redujeron en 74,2% A/A, consecuente con la ausencia de nuevos lanzamientos de proyectos en el 2022. En este segmento continuamos monitoreando la dinámica, dado que consideramos que las alzas en las tasas de interés y el incremento de precios continuarían ejerciendo presiones sobre la demanda de vivienda, aunque reiteramos que la compañía no tiene un volumen importante de proyectos en construcción próximos a entregarse con riesgo de acumular inventario.

- **EBITDA y Utilidad Neta:** En línea con lo expuesto anteriormente y considerando el entorno de mayores costos y gastos, el resultado operacional de la compañía presentó un comportamiento negativo (-13% A/A) y el EBITDA disminuyó un 33,4% A/A, con una contracción de 603 pbs en el margen. La utilidad neta se vio impactada con una reducción de 15,2% A/A, principalmente por el mayor nivel de gastos financieros (+72,3% A/A).

Resumen resultados financieros

Concreto					
Cifras en COP MM	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	207.349	291.153	338.451	16,2%	63,2%
EBITDA	56.054	49.672	37.346	-24,8%	-33,4%
Utilidad Neta	21.255	24.637	18.028	-26,8%	-15,2%
Margen EBITDA	27,0%	17,1%	11,0%	-603 pbs	-1.600 pbs
Margen Neto	10,3%	8,5%	5,3%	-314 pbs	-492 pbs

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

1 de diciembre de 2022

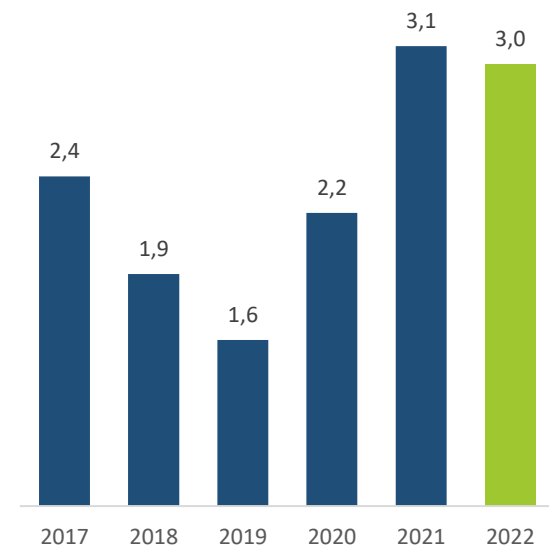


Información especie

Cifras en COP

P/VL (# veces)	0,2
Market Cap. (BN)	0,3
Último Precio	COP 245
YTD (%)	-15,5%

Gráfica 1. Backlog en COP BN



Fuente: Informes financieros Concreto.

Laura López Merchán
Analista Sector Consumo & Construcción
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 **disminución de la participación de Concreto en el proyecto Tercer Carril Bogotá – Girardot**, la administración mencionó que tras el acuerdo con el Grupo Vinci, cuya decisión se tomó en medio del entorno de alzas de tasas de interés y un potencial impacto en la consecución de garantías de cierre financiero, además de los requerimientos de caja. La transacción, además se traduce en una disminución proporcional en la participación de Concreto en la deuda subordinada de la concesionaria, así como el otorgamiento de una opción de recompra de acciones y la correspondiente deuda subordinada. Los impactos de esta negociación dependerán del cierre definitivo de la transacción, por lo cual se informará al mercado de forma oportuna.
- En cuanto a **Hidroituango**, se aclaró que el emisor está en el 100% de cumplimiento de sus obligaciones con relación a las Turbinas 1 y 2 y en todas las obras que ha solicitado EPM, en la etapa de transición de la entrega del contrato a un potencial contratista -que comprende del 1 de septiembre al 30 de noviembre-.
- Con relación al **potencial impacto de la reforma tributaria**, se mencionó que habría implicaciones provenientes de la ganancia ocasional, con un efecto en el impuesto diferido por valor razonable de PACTIA de COP 18 mil MM, se vería afectado el impuesto de renta por las limitaciones, deducciones y descuentos tributarios por aproximadamente COP 2 mil MM, de acuerdo con las estimaciones del emisor.

Criterios ESG:

- En línea con la estrategia de desarrollar proyectos de vivienda sostenibles, la compañía realizó análisis bioclimáticos y estudios para la implementación de atributos de sostenibilidad integral basados en los lineamientos de certificación CASA, con lo cual, en el 3T22, se realizaron dos lanzamientos que cumplen con estos parámetros. En ambos casos, se consideró la estrategia de precios de venta, proyectados al salario mínimo legal vigente del año de escrituración, con el objetivo de mitigar el impacto que pueda tener el incremento de los precios en medio de la volatilidad e incertidumbre, y, para garantizar que se logre el punto de equilibrio, de modo que se garantice la ejecución del proyecto.



Construcciones
EL CONDOR S.A.

Efecto contable impacta resultado neto

 Regresar

El Cóndor publicó resultados NEUTRALES durante el 3T22. Los ingresos de la compañía se incrementaron de forma importante (+151,7% A/A), en línea con una mayor ejecución de obras, con lo cual el EBITDA presentó un notable incremento de 293,8% A/A, con una expansión de 644 pbs en el margen EBITDA. Sin embargo, pese al mejor resultado operacional, la utilidad neta de la compañía se posicionó en terreno negativo por cuarto trimestre consecutivo (COP -40 mil MM), en contraste con el dato del 3T21 y con un mayor deterioro frente a la cifra reportada en el 2T22 (COP 24 mil MM y COP -0,1 mil MM, respectivamente), comportamiento principalmente explicado por resultados negativos por método de participación –sin efecto total en caja-, además del mayor nivel de gastos financieros y el efecto de mayores costos. Finalmente, el Backlog de la compañía al cierre del 3T22 se ubicó en COP 3 BN, donde un 65% corresponde a EPC's de concesiones de terceros, 27% a obras públicas y el 8% restante a EPC's de concesiones propias.

Hechos relevantes

- **Método de participación, efecto contable sin impacto en caja:** A partir del 1T22 los resultados de las concesiones Ruta al Mar, Pacífico 3 y VINUS son reconocidos vía método de participación, incorporando las pérdidas contables de las mismas que se han traducido en presiones a la utilidad neta, con lo cual el margen neto se contrajo de forma importante. No obstante, este efecto, aunque se mantendría durante los próximos períodos dada la etapa actual de las construcciones -donde los gastos financieros y la amortización de la inversión superan los ingresos contables-, no impacta la caja de la compañía.
- **Endeudamiento en la mira:** Si bien el mejor resultado operativo de la compañía permitió mejoras en los indicadores de apalancamiento, estos aún se mantienen superiores a 5 veces deuda neta / EBITDA, en niveles elevados, por lo cual consideramos relevante monitorear las estrategias que podría implementar la compañía para desapalancarse y ganar flexibilidad financiera, en medio de un entorno donde las altas tasas de interés se traducen en un encarecimiento del financiamiento de los proyectos.

Puntos destacados de la conferencia:

- **VINUS firmó un contrato de refinanciación de la deuda que había contraído durante la etapa de construcción,** además de hacer un pago a sus accionistas de la deuda subordinada y el remanente. El monto total de la refinanciación fue de COP 1,3 BN, con un plazo de vencimiento hacia julio de 2030. Consecuente con dicha operación, el emisor recibió COP 75 mil MM que fueron destinados al prepago de créditos y capital de trabajo.
- Con relación al proceso de **desinversión de Pacífico 3,** la compañía mencionó que adelanta la negociación con el comprador del activo, con la expectativa de que al finalizar el año se inicie con el cumplimiento de las condiciones precedentes que llevarían al desembolso de pago por la venta del activo, que se daría en los próximos trimestres y que sería clave para aliviar las presiones previamente mencionadas sobre el nivel de endeudamiento de la compañía.
- El Cóndor, en el marco de su operación ha emitido 40.000 toneladas de Co2, de las cuales un 63% se ha compensado a través de la **compra de bonos de carbono.**

Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	El Cóndor				
	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	114	190	287	50,6%	151,7%
EBITDA	9	33	35	6,5%	293,8%
Utilidad Neta	24	-8	-40	N.A.	N.A.
Margen EBITDA	7,9%	20,3%	12,4%	-798 pbs	446 pbs
Margen Neto	21,1%	-5,7%	-13,8%	-807 pbs	-3.486 pbs

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

1 de diciembre de 2022

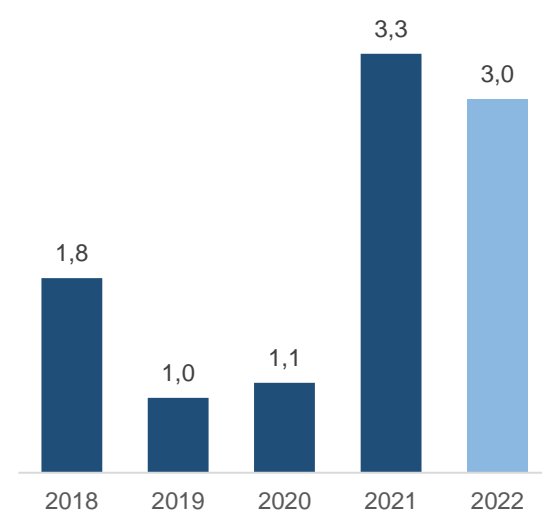


Información especie

Cifras en COP

Market Cap. (BN)	0,9
Último Precio	COP 1.600
YTD (%)	+97,5%

Gráfica 1. Backlog (COP BN)



Fuente: Construcciones El Cóndor.

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



CELSIA

**Con la energía puesta en la
austeridad consciente**



Regresar

Con la energía puesta en la austeridad consciente

Aunque Celsia mostró resultados **POSITIVOS** en el 3T22, alineados con las expectativas del mercado, consideramos relevante resaltar que hacia adelante serán claves temas como el impacto de la Reforma Tributaria sobre la dinámica del negocio y cambios en el ritmo de las inversiones debido a presiones derivadas de la devaluación del COP frente al USD y mayores costos de financiamiento, generando a su vez la búsqueda de mayores eficiencias en OPEX y la no afectación de las necesidades de capital de trabajo. A nivel de resultados trimestrales, los ingresos consolidados tuvieron un buen comportamiento (+33% A/A y +7,6% T/T) principalmente por Colombia, con una mejor dinámica anual en Generación (Gx) (+14,9% A/A y -12,8% T/T) y ventas de energía (+10,4% A/A y -4,9% T/T) tanto en contratos como en el *spot*. Los costos consolidados (+32,8% A/A y +17,1% T/T) tuvieron un crecimiento mayor a los ingresos debido al incremento de los costos variables, como aquellos relacionados con el Costo Equivalente Real de Energía (CERE) dada una mayor generación, junto a un aumento en costos fijos (+19,6% A/A) relacionados con materiales, operación y mantenimiento. El incremento anual de los gastos administrativos (+12% A/A y -0,6% T/T) se debió a gastos generales y D&A. En medio de lo anterior, el EBITDA tuvo un desempeño significativo a nivel anual y contracción trimestral (+34,1% A/A y -7,4% T/T) con un margen del 32,6% (+27pbs A/A y -528pbs T/T), con el segmento de Gx en Colombia realizando los mayores aportes al EBITDA consolidado con COP 146 mil MM. Llama la atención la persistencia en el aumento en gastos financieros (+93,4% A/A y +37,1% T/T) por exposición a tasas variables, con la tasa promedio en COP llegando al 13,46% frente al 7,43% del 3T21, mientras la tasa en USD llegó al 7,12%, mayor al 5,63% del 3T21. En el trimestre se presentó una mayor tasa de impuestos (35% vs 31% 3T21). La utilidad neta de la controladora tuvo un buen comportamiento anual (+13,7% A/A y -17,7% T/T) y el margen neto llegó al 6,7% (-113pbs A/A y -206 pbs T/T). En medio de lo anterior, el ROAE 12 meses (8,7%) tuvo su mayor nivel desde el 2T20 (12,2%).

Hechos relevantes

• **Colombia con buena dinámica de ingresos:** En Colombia se presentó un mejor comportamiento en ingresos (+35,6% A/A y +8,1% T/T) jalonados por el rubro de Generación (+51,9% A/A y +2,4% T/T), debido a una mayor venta de energía tanto en *spot* como en contratos y por el Cargo por Confiabilidad. Por su parte, los ingresos por Uso y Conexión de Redes (+40% A/A y +11,8% T/T) se beneficiaron de la entrada en operación comercial de nuevos activos, el mayor WACC regulatorio y el incremento en el indexador tarifario. Respecto a las plataformas de inversión, Caoba (activos de transmisión en Colombia) presentó un margen EBITDA del 86% (+150 pbs A/A) mientras que C2 Energía (inversión en Colombia en energías renovables no convencionales) registró un margen EBITDA del 79,9%, similar al 3T21. Por último, la termoeléctrica "Tesorito" entró en operación comercial el 14 de septiembre, generando ingresos por COP 4,7 mil MM y un EBITDA de COP 2,8 mil MM, implicando un margen EBITDA del 59,3%.

• **Centro América con impacto en Dos Mares:** La generación de energía presentó un comportamiento positivo al ubicarse en 232 Gwh (+10,6% A/A y +12,1% T/T), pese al impacto que ha sufrido Dos Mares por afectaciones aguas arriba de la planta de AES, la cual le aporta el 90% del volumen.

• **Flujo de Caja, inversiones y deuda:** Cifras acumuladas al 3T22 muestran una caja por COP 209 mil MM, donde sobresalen salidas de efectivo relacionadas con necesidades de capital de trabajo neto por COP 55 mil MM, deudores por COP 175 mil MM, pago de impuestos por COP 254 mil MM, dividendos netos por COP 291 mil MM y Capex por COP 1,2 BN, entre otros, compensado parcialmente por entrada de recursos provenientes de deuda por COP 736 mil MM. A nivel de inversiones, Celsia se ha visto impactado en proyectos solares dada la mayor tasa de cambio y el aumento en costos de financiamiento, pese a una corrección a la baja en costos internacionales de contenedores y paneles solares. El mayor costo interno de los proyectos debería reflejarse en los precios futuros de oferta de energía solar de los proyectos de la compañía, con un posible aumento de hasta un 20% para mantener su rentabilidad. A nivel de deuda financiera, la compañía espera poder alargar su vida media (5,7 años actualmente) y mantener indicadores Deuda Neta / EBITDA ~ 3,1x.

1 de diciembre de 2022



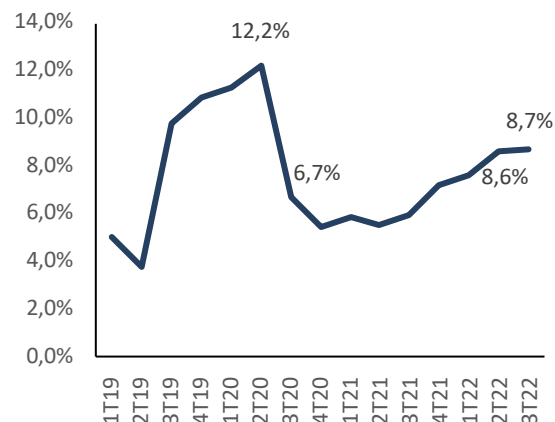
CELSIA

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	5.196
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	3,1
Último Precio	2.900
YTD (%)	-29,8%

Gráfica 1. ROAE 12 meses



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

Celsia					
Cifras en COP Mil MM	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	978	1.208	1.300	7,6%	33,0%
EBITDA	316	458	424	-7,4%	34,1%
Utilidad Neta controladora	77	106	87	-17,7%	13,7%
Margen EBITDA	32,4%	37,9%	32,6%	-528 pbs	27 pbs
Margen Neto	7,8%	8,8%	6,7%	-206 pbs	-113 pbs
ROAE 12M	5,5%	7,6%	8,6%	100 pbs	312 pbs
Energía Producida (Gwh)*	1.018	1.342	1.170	-12,8%	14,9%
Energía Vendida (Gwh)*	1.384	1.608	1.529	-4,9%	10,4%

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

Puntos Destacados de la Conferencia

- **Respecto a los ajustes tarifarios**, en el segmento de Generación (Gx) la compañía manifestó que se acogió de manera voluntaria a negociar los contratos de generación con un descuento entre 5,0% y el 9,4%, cuya indexación por un año se ajustó al mínimo entre IPC e IPP. A nivel de Transmisión, tomando como período de referencia diciembre del 2020, implica una disminución del 12% por un año. Sobre el segmento de Distribución (Dx), se da ajuste voluntario, usando como mes de referencia octubre del 2021, implicando disminución del 8,3% por un año. Por último, se establece un techo para los incrementos de la tarifa aplicada en la opción tarifaria de IPC + 0,3%. Todo lo anterior con impacto conjunto de COP 100 mil MM (Gx COP 15 mil MM y Dx COP 85 mil MM) e impacto del 3% en EBITDA durante el año que se mantengan las medidas.
- **Respecto a la Reforma Tributaria recientemente aprobada**, Celsia manifestó que ven impactos derivados de medidas como: **1)** Eliminación del ICA como descontable y conversión a deducible con límite máximo; **2)** Sobretasa del 3% para hidroeléctricas entre 2023 y 2026, sobre lo cual no tienen claridad hasta que punto las Pequeñas Centrales Hidroeléctricas (PCH con capacidad menor a 20 MW) se verían afectadas, junto a la viabilidad futura de este tipo de proyectos; **3)** Ven como parcialmente positiva la medida relacionada con el aumento al 30% del descuento en ciencia, innovación y tecnología, aunque se elimina la deducción de inversión vía depreciación acelerada en innovación; **4)** Tasa mínima de tributación del 15%. En general, sin incluir el efecto de sobretasa del 3%, Celsia calcula un aumento de COP 15 – 20 mil MM en impuesto a la renta frente al registro del 2021.
- **Implementación de un Plan de “Austeridad Consciente”** enfocado en eficiencia en OPEX y manejo de necesidades de capital de trabajo, entre otros, en medio de un entorno volátil con un mayor fortalecimiento del USD y mayores costos de financiamiento. Lo anterior repercute a su vez en la **dinámica de inversiones**, las cuales estarán enfocadas en asegurar rentabilidad y proyectos futuros con cierre financiero, donde un entorno de mayores tasas ha generado que el *hurdle rate* de los proyectos se ubique por encima del 12% - 15% que se veía en el pasado. **En relación al Capex**, la posibilidad de una desaceleración en las inversiones generaría que: **1)** El Capex obligatorio, el cual es fijo, pueda ser destinado gradualmente en los próximos años; **2)** El Capex regulatorio se ubique en la parte baja del rango del 5% - 8% de la Base Regulatoria de Activos (BRA) dado que en años anteriores han realizado mayores inversiones; **3)** El Capex de expansión estaría supeditado a señales de estabilidad regulatoria y cierres financieros.
- **Sobre temas varios**, la compañía manifestó que: **1) La recompra de acciones** se encuentra en el abanico de posibilidades del emisor para generarle valor al accionista; **2)** Es probable que se convoque a una **nueva subasta por parte de la UPME** para asegurar las fuentes de energía necesarias para el 2023 - 2024 debido a retrasos en proyectos claves para el sistema que generarían dificultades en asegurar la oferta de energía dentro de 3 – 4 años; **3)** Sobre el proyecto de resolución para comentarios sobre cambios en el funcionamiento de las transacciones de energía en bolsa, Celsia resaltó que ven temas positivos como el despacho intra diario pero les preocupa que las PCH, que no se despachan centralmente, deban empezar a hacerlo con esta nueva resolución, afectando la viabilidad tanto de estos proyectos como de eólicos y solares con capacidad menor a 20 MW. **4) Alta probabilidad de un Fenómeno de “El Niño” en 2023 – 2024** dado que su frecuencia es cada 5, 7 ó 10 años y Colombia lleva 7 años desde el último fenómeno; **5)** Volatilidad en los precios ofertados en la curva de generación por efectos de tasa de cambio, precios internacionales de *commodities* y atrasos en la entrada de proyectos como Hidroituango.

ESG: A través del programa de Obras por Impuestos Celsia ha logrado beneficiar a cerca de 19 mil personas con mejoras en vías y a 22 mil personas en 186 sedes educativas y 25 Centros de desarrollo infantil.

isa

Inflación se siente en ingresos y costos

 Regresar

En 3T21 ISA logró una utilidad neta de COP 668 mil MM (-0,34% T/T), en línea con nuestra estimación (ISA 1,45% por debajo), por lo que los calificamos como **NEUTRALES**. La utilidad antes de impuestos de COP 1,3 BN (+6,8% T/T y + 55,0% A/A), 4,2% por encima de nuestra estimación. La operación tuvo un buen desempeño, con un EBITDA de COP 2,3 BN (+2,26% T/T y +14,6% A/A), levemente por debajo de nuestra estimación (-2,8%), si bien los márgenes registraron un leve retroceso, con el margen EBITDA total de 64%, menor en 4 p.p. a nuestra estimación y el trimestre anterior. Respecto al margen EBITDA total, reconocemos el aporte negativo de la construcción, explicado por una mayor actividad. El efecto indexación viene impulsando positivamente a los ingresos (construcción y operación), que crecieron cerca de 25% respecto al año anterior. Destacamos la continuación de una menor carga impositiva debido al efecto favorable de los juros de Capital Propio de CTEEP y sus filiales sobre la tasa efectiva de impuestos, que antes se registraban solamente en el cuarto trimestre del año, así como la entrada antes de tiempo de Iguacú en Brasil (ingreso anual estimado de USD 11,8 MM). En el trimestre entraron en operación proyectos en Brasil y Colombia que representan ingresos anuales de USD 49 MM. Asimismo, se realizaron inversiones por COP 1,3 BN.

Hechos relevantes

- Cambios esperados:** El logro de los proyectos de transmisión adjudicados en Brasil el trimestre anterior a través de CTEEP, con inversiones de capital proyectadas de USD 780 MM en un periodo entre 42 y 60 meses, y un incremento en los ingresos consolidados de USD 60 MM a partir de 2026 implicará un salto inversión requerida, razón por la cual se presentará necesariamente un aumento en el endeudamiento, cuya razón deuda bruta a EBITDA se ubica en 4,1x actualmente. Suponemos que esta razón va a aumentar, sin superar los 4,5x. Dicho aumento estará plenamente soportado por el flujo esperado por estas inversiones, a las que se le suman victorias recientes como Kimal-Lagunas en Chile, con inversiones de USD 194 MM e ingresos anuales de USD 15 MM.
- Estos logros explican el incremento de 65% en las inversiones comprometidas para los próximos años, que ahora se ubican en USD 5.320 MM. Por otro lado, el efecto de ajustar voluntariamente las tarifas relacionadas a las inversiones anteriores al año 2000, para contribuir a contrarrestar el efecto sobre las tarifas de la electricidad del IPP en Colombia, comenzará a notarse en 4T22; en resumen, la Base Regulatoria de Activos se ajustará por IPC y no por IPP durante el siguiente año, realizando el ajuste desde 2020.
- Recurrencia / No Recurrencia:** Como ya es costumbre, los resultados de ISA presentan componentes no recurrentes y ajustes que deben incluirse para interpretar adecuadamente las variaciones trimestrales y anuales. En este trimestre, se deben tener en cuenta los impuestos en Brasil (juros de capital), el EBITDA (ajustado al cálculo de Ecopetrol), el hecho de haber incurrido en un gasto financiero en 3T21 por el reperfilamiento de la deuda de ISA Interchile, el tratamiento de los activos financieros relacionados con las concesiones viales en Chile que pasaron de pesos chilenos a UFs (Unidades de Fomento), y los ajustes al impuesto de renta dados los cambios regulatorios en Colombia. Estos efectos no recurrentes que conjuntamente beneficiaron a la utilidad neta también afectaron los resultados de 2T22.

1 de diciembre de 2022



Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	25.870
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	21,3
Ultimo Precio	19.270
YTD (%)	-14,0%

Gráfica 1. Indexación Regional

	Variaciones anuales de la Inflación		
	Chile (UF)	Brasil (IPCA)	Perú (IPC)
31/03/2020	3,74%	3,30%	1,82%
30/06/2020	2,82%	2,13%	1,60%
30/09/2020	2,34%	3,14%	1,82%
31/12/2020	2,68%	4,52%	1,97%
31/03/2021	2,80%	6,10%	2,60%
30/06/2021	3,53%	8,35%	3,25%
30/09/2021	4,81%	10,25%	5,23%
31/12/2021	6,61%	10,06%	6,43%
31/03/2022	7,94%	11,30%	6,82%
30/06/2022	11,37%	11,89%	8,81%
30/09/2022	13,86%	7,17%	8,53%

Fuentes: Bancos Centrales de Brasil, Chile y Colombia, e ISA. Cálculos: Corficolombiana.

Andrés Duarte Pérez
 Director de Renta Variable
 Corficolombiana
 andres.duarte@corficolombiana.com

Mas indexación: El crecimiento de 24,1% A/A y 9,3% T/T de los ingresos (construcción + operación) se explica en parte por el efecto de la indexación en los ingresos de la compañía que vienen mayoritariamente de cargos regulados. El IPP, IPC y la TRM en Colombia presentaron incrementos notables frente a los periodos anteriores. Si bien los incrementos relacionados con la inflación han cedido levemente en Brasil, con una variación anual de 7,2% en su IPCA de septiembre, en Chile y Perú las variaciones siguen siendo elevadas (Gráfica 1), con 13,9% en la UF en Chile y 8,4% en la inflación peruana. Como es de esperarse, la indexación afecta los costos y gastos también, esto se reflejó en los costos de construcción que terminaron afectando adversamente al margen EBITDA. En esta línea, el incremento en los gastos por intereses obedece tanto al incremento en la deuda como al incremento en las tasas, o a la Unidad Financiera en el caso de Chile (indicador parecido a la UVR en Colombia), que afecta la deuda asociada a las carreteras en dicho país. Al cierre de 3T22 las monedas registraron devaluaciones anuales frente al dólar de 19,4% en Chile, -0,1% (revaluación) en Brasil, 18,2% en Colombia y -3,6% (revaluación) en Perú, afectando positivamente al resultado consolidado de ISA, cuya moneda funcional es el peso colombiano.

Resumen resultados financieros

COP Miles MM	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Ut. de construcción	55	53	138	159,3%	153,8%
Ut. de operación	1.543	1.718	1.680	-2,2%	8,8%
Ut. operacional *	1.716	1.961	1.967	0,3%	14,6%
Ut. antes de impuestos	867	1.258	1.343	6,8%	55,0%
Ut. antes de minoritario	514	1.178	993	-15,7%	93,3%
Ut. Neta	121	670	668	-0,4%	450,4%
EBITDA	1.986	2.226	2.277	2,3%	14,6%
Margen EBITDA	69,3%	68,4%	64,0%	-6,4%	-7,6%

Fuentes: ISA. Cálculos: Corficolombiana. Cambio en el cálculo del EBITDA por nueva metodología.

Teleconferencia

- Aún no hay información para el público en relación con la nueva estrategia de largo plazo de la compañía. Anotamos que el requerimiento de construir una nueva estrategia pasa por la inminencia de cumplir anticipadamente la estrategia de largo plazo vigente (ISA 2030), en los aspectos operacionales y financieros.
- En relación a la revisión regulatoria y tarifaria para la actividad de transmisión en Colombia, la compañía aclaró que la propuesta vigente por parte de la CREG respecto a la valoración de los activos viejos, que entraría en vigencia en 2024, es que la valoración de estas inversiones se realice bajo la metodología de valor del activo depreciado. Actualmente, la revisión y actualización del valor de estas inversiones se realiza bajo la metodología de valor de reposición a nuevo. En Colombia, aproximadamente dos terceras partes del activo de transmisión de ISA corresponde a inversiones viejas (anteriores al año 2000).
- La compañía estima que el efecto de la reforma tributaria sería de COP 185 mil MM en 2023. Esta estimación se basa en el contenido de la primera ponencia, y se discrimina así: COP 175 mil MM corresponden a la aplicación de la tasa efectiva mínima; COP 6 mil MM corresponden al tratamiento de los proyectos de investigación en la base de tributación; los COP 6 mil MM restantes corresponden al ICA.
- La dirección enfatizó que la razón del deterioro aparente en el margen EBITDA corresponde a la actividad de construcción que se incrementó durante el trimestre.

ASG

- La empresa destacó el lanzamiento de la primera escuela de linieras en Colombia, que permitirá a 17 mujeres, se capaciten y certifiquen en el mantenimiento de líneas de transmisión eléctrica.
- La empresa presentó a través de la vicepresidenta de Relaciones Institucionales (Juliana Suso) su estrategia 2030 de Valor Sostenible, basado en los focos de Contribución positiva a los desafíos ambientales, Aporte al desarrollo territorial y Gobierno corporativo con foco en la creación de valor. Los resultados directos de este modelo incluyen un Índice de reputación, una Matriz de asuntos relevantes (materiales) y una Orientación estratégica para planes de acción. En las emisiones de CO2 específicamente, la meta a 2030 es la reducción de 11 millones de toneladas (no se especifica si es una meta anual o acumulada).



Fortaleza operacional permitiría mayor endeudamiento

 Regresar

Fortaleza operacional permitiría mayor endeudamiento

La utilidad trimestral de GEB se ubicó en COP 754 mil MM (+14,2% T/T y +6,2% A/A), superando en 14,1% nuestra estimación. Calificamos de **POSITIVOS** los resultados obtenidos, teniendo en cuenta que salvo por la variación trimestral del segmento de distribución de gas natural, la utilidad bruta de las cuatro actividades controladas (distribución y transporte de gas natural; transmisión y distribución de electricidad) registraron crecimientos de dos dígitos trimestral y anualmente. A lo anterior se suma el hecho de que el método de participación (Enel Colombia principalmente) de COP 550 mil MM (+4,5% T/T, + 2,2% A/A y 3,7% por encima de nuestra estimación) no evidenció el efecto adverso que se podría esperar por el cierre temporal de la generación en El Guavio (algo más de la tercera parte de la capacidad instalada de Enel Colombia). Los ingresos de COP 1,9 BN (+13,6% T/T, +30,7% A/A y 9,2% por encima de nuestra estimación) reflejan el efecto de la tasa de cambio, cuyo promedio en 3T22 registró devaluaciones de 11,7% T/T y 13,8% A/A. Por su parte, el EBITDA de COP 824 mil MM (11,7% T/T y -30,2% A/A) superó en 2,9% nuestra estimación. Quitando el efecto de los dividendos pagados por Enel Colombia en 3T21, el EBITDA de 3T22 creció 26,5% A/A. En general, los resultados publicados por la compañía también superaron las expectativas de los demás analistas que siguen a GEB.

Hechos relevantes

- **Tasa de cambio e Indexación:** Es importante mencionar que el desempeño de TGI y Cálidda en dólares (su moneda funcional) no resultó tan favorable; en el caso de TGI, su EBITDA creció 4,9% T/T y 7,2% A/A mientras que su utilidad decreció 11,4% T/T y 9,2% A/A; en el caso de Cálidda, su EBITDA se redujo 0,6% T/T y aumentó 13,1% A/A, mientras que su utilidad disminuyó 6,0% T/T y mejoró 3,4% A/A. La tasa de cambio y la inflación continúan beneficiando a las actividades con cargos regulados indexadas a medidas de inflación y al dólar. En septiembre, la inflación anual en Perú y Colombia se ubicó en 8,5% y 14,4% respectivamente, mientras que la tasa de cambio registró una devaluación anual de 18,2% en Colombia, y una revaluación de 3,6% en Perú; en este sentido, la devaluación en Colombia fue tan alta que al pasar la operación de Perú a pesos se genera un efecto favorable por tasa de cambio. En cuanto a Brasil, la apuesta a futuro de GEB en transmisión energética, en septiembre registró una inflación anual de 7,2% y una revaluación de 0,1%.

- **Precio bajo:** La acción de GEB se ha desvalorizado 30,7% año corrido (-38,7% EA), ubicándose por debajo del valor en libros, con la razón precio a valor en libros en 0,92. Sin entrar en un ejercicio de valoración intrínseca (por flujos de caja), la valoración de la acción por descuento de dividendos se ubica en COP 2.395 / acción, con un potencial de valorización de 38,2%. El crecimiento nominal utilizado es de 7,1% (inflación y crecimiento potencial proyectados), y la tasa de descuento de 15,7%; un ke de 14% en USD junto con la devaluación proyectada por el diferencial de inflaciones objetivo, o, una tasa de oportunidad 3,11% por encima de la inflación a septiembre. GEB le atribuye parte del castigo al efecto adverso sobre la liquidez de las acciones de los minoritarios dado que actualmente conviven dos especies (controlante y minoritarios). El plazo para el pago del dividendo restante es 21 de diciembre y una vez realizado este las especies deberían volver a unirse en una sola.

Endeudamiento: La razón de Deuda Neta sobre EBITDA de GEB se ubicó en 3,31x. Teniendo en cuenta los compromisos de inversión actuales en Brasil, donde realizarán capitalizaciones por más de USD 509 MM, la compañía va a requerir de endeudamiento adicional. GEB considera que su nivel de endeudamiento (Deuda Neta / EBITDA) podría ubicarse alrededor de 4x, nivel que considera saludable. Con el EBITDA anual actual, la empresa tiene un espacio de USD 271 MM para nuevo endeudamiento.

1 de diciembre de 2022

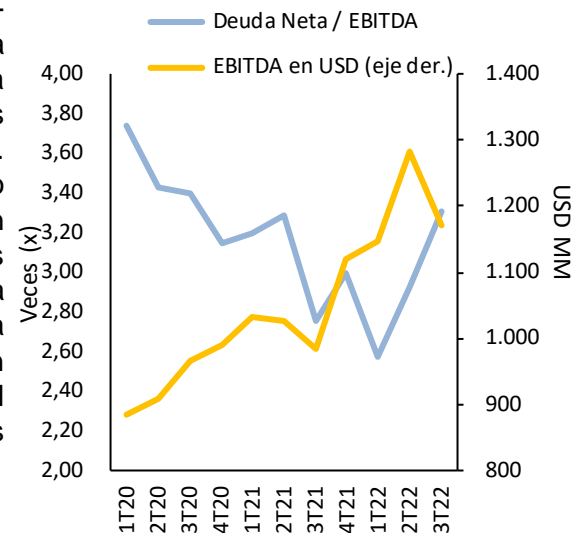


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	3.060
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	15,9
Ultimo Precio	1.733
YTD (%)	-30,7%

Gráfica 1. Endeudamiento y EBITDA



Fuente: GEB. Construcción: Corficolombiana

Andrés Duarte

**Director Renta Variable
Corficolombiana**

andres.duarte@corficolombiana.com

Fortaleza operacional permitiría mayor endeudamiento

Cálidda: Los resultados de Cálidda deberían mejorar durante el 4T22, toda vez que la empresa dijo haber terminado de normalizar sus inversiones, retrasadas por la pandemia COVID-19. Durante el 3T22 destacamos la disminución de la actividad relacionada con la ampliación de la red principal, cuya utilidad bruta se mantiene positiva; así como el incremento en los gastos administrativos (40,9% T/T y 145,1% A/A), en parte relacionados con la inflación en Perú.

TGI: Destacamos el crecimiento de la utilidad bruta en dólares (+6,8% T/T y +12,4% A/A), que se explicó por la disminución en los costos operacionales. Por otro lado, es importante aclarar que la disminución anual y trimestral de la utilidad neta en dólares se explica principalmente por la elevada tasa de tributación efectiva del impuesto de renta (provisión), ubicado en 45,4% en 3T22.

ENEL Colombia: Tal como lo mencionamos al comienzo, no se observó un efecto adverso notable por el no funcionamiento de la Central Hidroeléctrica El Guavio durante un mes. El efecto indexación sobre los contratos de electricidad junto con el buen desempeño de la actividad de distribución eléctrica resultaron más relevantes. Sin embargo, la utilidad operacional disminuyó 5,7% (+93,4% anual), a partir de crecimientos en costos que superaron a los crecimientos en ingresos, explicados en parte por la inflación en Colombia.

Tabla 1. Principales resultados por segmento y método de participación

Cifras en COP Mil MM	GEB				
	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Total ingresos	1.420	1.634	1.856	13,6%	30,7%
Total costos	- 811 -	922	- 1.068	15,8%	31,6%
Utilidad bruta	609	712	788	10,7%	29,4%
Resultado actividades operacionales	459	444	589	32,8%	28,3%
MPP	559	546	571	4,5%	2,2%
Ganancia antes de impuestos	853	802	939	17,0%	10,1%
Utilidad neta	746	701	797	13,7%	6,7%
Participación Controladora	710	661	754	14,2%	6,2%
Participación no Controladora	36	40	42	5,6%	18,2%
EBITDA Consolidado	1.180	738	824	11,7%	-30,2%

Puntos destacados de la conferencia

- **Pesificación de TGI:** Por lo pronto, la “pesificación” de TGI iniciaría en enero de 2023. Sin embargo, se deben revisar los parámetros, toda vez que la tasa de cambio actual es muy diferente a la del cierre de 2021 (referencia a utilizar originalmente), el acceso al mercado de capitales para realizar ajustes en el perfil de la deuda es poco atractivo y el costo de las coberturas es muy alto, no es un momento adecuado para realizar los cambios toda vez que se debe velar por la viabilidad y sostenibilidad de las empresas de servicios públicos como TGI.
- **Hidrógeno en TGI:** La compañía tiene dos pilotos, uno estacional y otro de movilidad, adicionalmente hay un proyecto distribuido para aplicaciones industriales, aparte de lo que se realizará conjuntamente con GEB.
- **Reforma tributaria en GEB:** El efecto se ve más sobre las empresas, no en el consolidado de la Holding.
- **GEB en el mercado de capitales:** Las operaciones relacionadas con la deuda ya se hicieron, actualmente el mercado de capitales no es atractivo para el fondeo de las operaciones e inversiones de la compañía. En cuanto a M&As, seguirán participando en Colombia y Perú, así como la evaluación de oportunidades en Brasil.

ASG:

- **GEB publicó su primer reporte de gestión del cambio climático** siguiendo las recomendaciones del marco TCFD (Task Force on Climate-Related Financial Disclosures) de la Junta de Estabilidad Financiera.
- **GEB alcanzó la protocolización de 207 acuerdos de las 224 comunidades étnicas** certificadas del Proyecto Colectora, y obtuvo las licencias ambientales del tramo Cuestecitas-La Loma (247 kms).
- **TGI obtuvo la adjudicación de un proyecto de obras por impuestos** para la implementación de 42 aulas interactivas solares en Antioquia, Bolívar, Cesar y Valle del Cauca.
- **En Perú,** Cálidda recibió el reconocimiento de Empresa Circular por la gestión de la huella hídrica y la huella de carbono por parte de la Sociedad Nacional de Industria.



EBITDA pierde dinamismo

 Regresar

Enel Américas presentó resultados NEGATIVOS durante el 3T22. A nivel operacional, llama la atención la contracción del EBITDA (-7,1% A/A y -11,6% T/T), principalmente por la menor dinámica en el segmento de distribución en Brasil, sumado a efectos por tasa de cambio, junto a un incremento anual del OPEX (+6,6% A/A y -3,6% T/T) por presiones inflacionarias, compensado parcialmente por eficiencias. A nivel no operacional, se presentaron mayores ingresos financieros a nivel anual (+42,2% A/A y -24,3% T/T) y a su vez se registró un incremento anual en gastos financieros (+52,3% A/A y -7,1% T/T) principalmente por aumento en costos financieros por valoración de operaciones de derivados en sociedades de Distribución en Brasil. Se presentaron ingresos por reajustes (+125,5% A/A y +27,8% T/T) tras efectos hiperinflacionarios en Argentina, junto a una menor pérdida por diferencia en cambio. El rubro de otras pérdidas registró pérdidas de USD 129 MM por pérdidas reconocidas en el proceso de venta de Enel Generación Fortaleza. En medio de lo anterior, se presentó una pérdida neta de la controladora de USD 680 MM.

Hechos relevantes

- **Perú saca la cara en Generación:** A nivel de Generación, en el 3T22 se registró estabilidad anual en el EBITDA (-0,1% A/A) en medio de menores ingresos producto de una reducción en los precios en la venta de energía eléctrica, compensado parcialmente por un incremento en el volumen de intermediación, junto al efecto por la venta de Enel Generación Fortaleza en agosto. En **Colombia** (-2,1% A/A), pese a mayores ingresos por precios atados al IPP y un aumento en volúmenes, se registraron costos incrementales debido a compras y transporte de energía, junto a efectos negativos por la devaluación del peso colombiano frente al dólar.
- El buen comportamiento en **Perú** (+37,7% A/A) estuvo jalonado por un aumento tanto en volúmenes como en precios de la energía, dada la indexación de tarifas de clientes libres y regulados. En **Argentina** (-20,5% A/A), hubo afectación por la devaluación del peso argentino frente al dólar y ajustes salariales por hiperinflación. En **Centro América** (-12,4% A/A) el comportamiento estuvo relacionado principalmente con Panamá debido a menores volúmenes y mayores costos por la entrada en operación de nuevas unidades de generación fotovoltaica.
- **Distribución liderada por Perú y Colombia:** Respecto al EBITDA del segmento (-11,9% A/A), su contracción se presentó en la mayoría de los países. **Brasil** (-16,4% A/A) presentó menores precios promedio de venta dados ajustes tarifarios asociados a los activos regulatorios por mejores condiciones hídricas, sumado a un menor volumen de venta de energía, compensado parcialmente por los reajustes tarifarios aprobados en las distribuidoras brasileras. En **Colombia** (+11,3% A/A) se registraron mayores ventas de energía por incremento tanto del precio promedio de venta como del volumen de energía vendida, compensado parcialmente por la devaluación del peso colombiano frente al dólar. **Perú** (+25,4% A/A) tuvo un aumento en ventas de energía por mayores precios medios de ventas. En **Argentina**, se registraron pérdidas por crecimiento en los costos asociados a compras de energía y un incremento en gastos de personal.

1 de diciembre de 2022

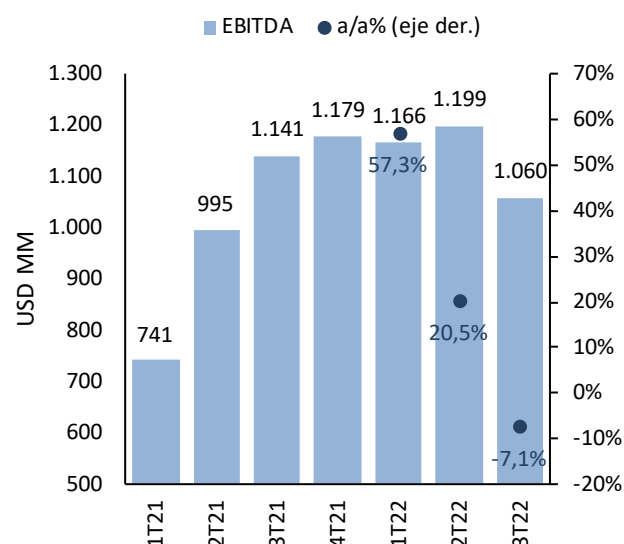


Información especie

Cifras en CLP

Precio Objetivo	120
Recomendación	Neutral
Market Cap. (BN)	9,3
Último Precio	93
YTD (%)	0%

Evolución EBITDA



Fuente: EEFF Enel Américas. Elaboración: Casa de Bolsa SCB

Resumen resultados financieros

Enel Américas					
Cifras en USD MM	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Gx - Energía vendida (GWh)	21.448	22.541	24.128	7,0%	12,5%
Dx - Energía vendida (GWh)	30.174	29.820	30.184	1,2%	0,0%
Ingresos operacionales	4.930	3.953	3.871	-2,1%	-21,5%
EBITDA	1.141	1.199	1.060	-11,6%	-7,1%
Utilidad Neta Controladora	264	211	-680	-422,3%	-357,6%
Margen EBITDA	23,1%	30,3%	27,4%	-295 pbs	424 pbs
Margen Neto	5,4%	5,3%	n/a	n/a	n/a

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

EBITDA pierde dinamismo

- **CAPEX:** Se ubicó en USD 833 MM (+2,3% A/A), lo cual se relaciona con mayores inversiones tanto en energías renovables en Perú como en el negocio de distribución en Argentina.
- **Deuda estable:** Con un saldo de Deuda Bruta de USD 8.202 MM en el 3T22 frente a USD 7.401 MM al cierre 2021, el indicador de Deuda Neta / EBITDA se ubica en niveles sanos de 1,4x (sin el pasivo pensional del Fondo de Sao Paulo).
- **Como lo hemos mencionado en informes anteriores, la inflación y la volatilidad de la tasa de cambio seguirán siendo factores relevantes en los resultados de la compañía,** con la inflación ejerciendo influencia en la indexación tarifaria y a su vez presiones en costos operacionales; y la tasa de cambio reflejándose en la consolidación de cifras en dólares.
- **Recordamos que los efectos del cambio de indexación tarifaria en Colombia** con un mínimo entre el IPC, IPP y un factor de actualización de precios propuesto por el Operador de Red aplicarían desde octubre del 2022.

Puntos Destacados de la Conferencia

- **Rotación de Activos:** En línea con la estrategia de la compañía, en la cual se priorizan las inversiones para llegar a una matriz energética limpia, se completó la venta de Enel Generación Fortaleza (termoeléctrica) por USD 77 MM, mientras que se encuentra en proceso la venta de Enel Distribución Goias por USD 786 MM, la cual se espera se lleve a cabo antes del cierre del 2022, generando una pérdida por deterioro.
- **Dadas las condiciones financieras más restrictivas** en los mercados internacionales y las mayores exigencias de rentabilidad, Enel Américas estima una mayor selectividad en la elección de proyectos, donde evalúan la incorporación de alianzas dentro de sus proyectos de crecimiento, buscando mantener un apalancamiento adecuado.



PROMIGAS

Promigas

 Regresar

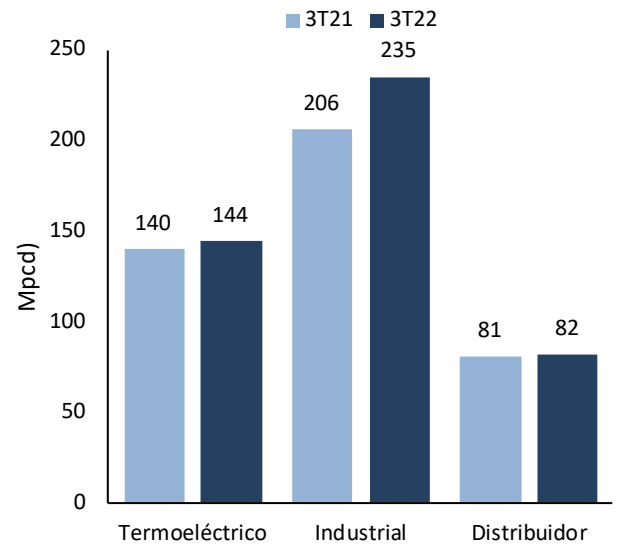
1 de diciembre de 2022

Hechos relevantes

- **Resultados operacionales:** Los ingresos consolidados para el 3T22 alcanzaron COP 1,5 BN, representando un incremento anual del 16,4% A/A y trimestral del 5,4% T/T, lo cual se tradujo en un aumento del EBITDA (+22% A/A y +8,1% T/T) con un margen del 38% (+174 pbs A/A y +94 pbs T/T).
- **Utilidad Neta:** El aumento de la Utilidad Neta de la controladora (+24,7% A/A y +0,3% T/T) se da en medio de mayores gastos financieros debido a un mayor saldo de deuda, mayores tasas de interés y mayor impuesto de renta producto del cambio en la tasa impositiva.
- **Volumen:** Respecto a los volúmenes, el Volumen Transportado Corporativo registró un crecimiento del 8,6% anual, en medio del aumento en el sector Industrial debido al incremento del consumo en la refinería DE Barrancabermeja, acompañado del sector GNCV debido el mayor consumo para Transoccidente. Las pérdidas de transporte corporativo se mantienen por debajo del límite regulatorio del 1%. Por su parte, el transporte de Promigas en la Costa Atlántica (+4% A/A) se presentó en medio de un mayor consumo causado principalmente por mantenimiento en líneas de transmisión de alta tensión (Refuerzo Costa Caribe), generando pico de consumo en jul-22 de 168 Mpcd.
- **Deuda:** Al corte del 3T22 la deuda consolidada se ubicó en COP 7,35 BN, (+16% A/A), con un el costo de deuda promedio de 8,86% frente al 5,34% del 3T21.

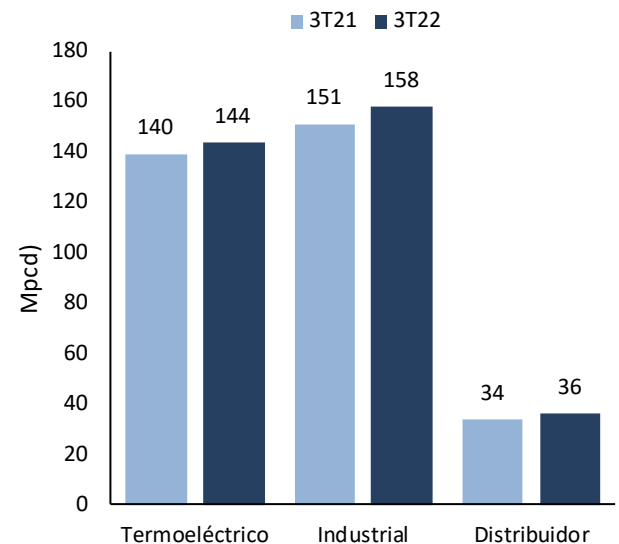
Otros: A nivel regulatorio: **1)** En cuanto a metodología tarifaria se dio la primera aplicación tarifaria que contempla la actualización de cargos con la nueva tasa de descuento y pesificación implementada para Promigas, Promioriente y Transmetano en septiembre. Para Transoccidente se espera su aplicación en diciembre de 2022. **2)** Respecto al proceso de vida útil normativa, se actualizaron los cargos de Promigas, Promioriente y Transmetano con el nuevo valor de inversión existente de los activos que vencieron Vida Útil Normativa en 2016, 2017 y 2018. Para Transoccidente, se espera su actualización en diciembre de 2022.

Gráfica 1. Volumen Transportado Corporativo



Fuente: Informes financieros Promigas.

Gráfica 2. Transporte de Gas Natural Promigas



Fuente: Informes financieros Promigas.

Resumen resultados financieros

Promigas					
Cifras en COP Mil MM	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	1.315	1.451	1.530	5,4%	16,4%
EBITDA	477	538	582	8,1%	22,0%
Utilidad Neta controladora	236	294	295	0,3%	24,7%
Margen EBITDA	36,3%	37,1%	38,0%	94 pbs	174 pbs
Margen Neto	18,0%	20,2%	19,3%	-98 pbs	128 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

Trabajando por el vehículo de infraestructura

 **Regresar**

Grupo Argos presentó resultados NEUTRALES en el 3T22, en línea con las expectativas del mercado. Los ingresos presentaron un comportamiento positivo (+23,6% 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 9,5% A/A, con una contracción anual de 321 pbs en el margen, explicada principalmente por el mayor nivel de costos, especialmente en el negocio cementero. La Utilidad Neta disminuyó 9,2% A/A, y el margen neto se contrajo en 136 pbs, principalmente por el efecto de mayores tasas de indexación, traducido en un mayor nivel de gastos financieros. El costo de deuda aumentó en 427 pbs, aunque las estrategias de coberturas han permitido mitigar de forma parcial el impacto del alza de tasas.

Hechos relevantes

• **Eficiencias mitigan presiones en negocio cementero:** Los ingresos marcaron un nuevo récord (+25,3% A/A) y aunque las presiones inflacionarias –especialmente en combustibles- se mantuvieron presentes durante el 3T22, impactando la rentabilidad ([ver informe](#)), el efecto fue parcialmente compensado por eficiencias en costos, que esperamos se mantengan con el objetivo de mitigar este impacto.

• **Celsia, austeridad consciente:** En línea con las expectativas, los resultados de Celsia en el 3T22 fueron positivos ([ver informe](#)), resaltando la dinámica positiva de ingresos principalmente en Colombia, con mayor generación y venta de energía, con lo que el aporte al EBITDA consolidado creció un 41,9% A/A. Esperamos que la indexación de los ingresos continúe favoreciendo los resultados operacionales y consideramos clave monitorear el impacto de la Reforma Tributaria, el efecto de la devaluación cambiaria y mayores costos de financiamiento, reafirmando la necesidad de eficiencias en términos de gastos operacionales.

• **Carreteras y aeropuertos mejor a lo esperado:** 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. La disminución del EBITDA (-64% A/A) es consecuente con la desconsolidación de las concesiones viales, sumado a la terminación anticipada de las concesiones en República Dominicana. Sin embargo, resaltamos de forma positiva que el negocio se ha beneficiado de mayor nivel de tráfico tanto en las concesiones viales como aeroportuarias, donde destacamos la firma del nuevo acuerdo con MAM para crear otra plataforma de inversión enfocada en activos aeroportuarios.

• **PACTIA y NDU, con mayores aportes:** El Negocio de Desarrollo Urbano presentó mayores ingresos de flujo de caja, favorecidos por utilidades del hotel SOFITEL Casablanca, la percepción de ingresos de su etapa residencial y la firma de dos promesas en Puerto Colombia. Para el Fondo Inmobiliario Pactia, el EBITDA consolidado aumentó 35% A/A, y el GLA se redujo en 5,6% 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.

• **Resultado consolidado:** Los ingresos mantienen la senda positiva (+23,6% A/A), favorecidos por mayores aportes de todos los negocios. El margen EBITDA se contrajo 321 pbs como consecuencia del mayor nivel de costos variables –especialmente en el negocio cementero- y la utilidad neta disminuyó en línea con lo esperado, producto del efecto de mayores tasas de indexación y su efecto al alza en los gastos financieros.

Resumen resultados financieros

Grupo Argos					
Cifras en COP mil MM	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Operacionales	4.115	5.898	5.088	-13,7%	23,6%
EBITDA	1.159	1.391	1.269	-8,8%	9,5%
Utilidad Neta Controladora	211	229	192	-16,3%	-9,2%
Margen EBITDA	28,2%	23,6%	24,9%	136 pbs	-321 pbs
Margen Neto	5,1%	3,9%	3,8%	-12 pbs	-136 pbs

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

1 de diciembre de 2022

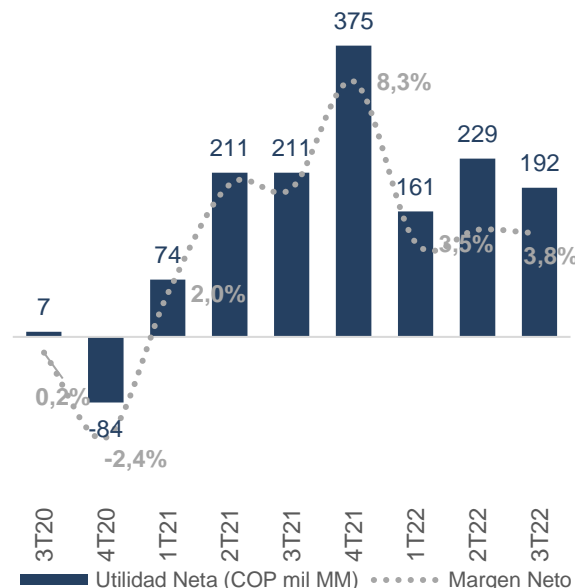


Información especie

Cifras en COP

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

Gráfica 1. Utilidad Neta y Margen Neto



Fuente: EEFF Grupo Argos. Elaboración: 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

- **El costo de la deuda aumentó 427 pbs frente al 3T21 hasta situarse en 10,5%**, aún en niveles inferiores a la tasa de inflación; esto se da gracias a las estrategias de coberturas que han permitido mitigar de forma parcial el impacto del alza de tasas, donde vale la pena mencionar que sin la implementación de estas estrategias el costo de la deuda sería superior en aproximadamente 300 pbs.
- **La compañía destinó parte de su caja a la compra de 3.088.365 acciones de Cementos Argos en el mercado secundario** (equivalente a aproximadamente el 0,3% de los títulos en circulación), a un precio promedio de COP 3.970 / acción, lo que corresponde a un monto de alrededor de COP 12.260 MM. Frente a este punto, es importante tener en cuenta que dada la regulación vigente, el máximo de acciones que podría comprar la compañía sin necesidad de hacer una OPA debe ser menor al 5% de las acciones en circulación.
- **El emisor mantiene el guidance para los resultados financieros al cierre de 2022**, excluyendo el efecto de operaciones no recurrentes, donde estima que los ingresos ascenderían a COP 17 – 17,5 BN, mientras que el EBITDA se posicionaría en COP 4,4 – 4,6 BN y la utilidad neta se ubicaría alrededor de COP 1,2 - 1,3 BN.
- **Grupo Argos continúa trabajando por la consolidación del vehículo de infraestructura ‘Grupo Argos Infra’**, que centrará la gestión de activos alternativos de infraestructura en una sola plataforma. El proceso inició con el acuerdo de Odinsa con MAM, con el cierre de la vertical de vías en junio de 2022 y durante el mes de septiembre se realizó la firma del acuerdo con MAM para la constitución de la vertical de concesiones aeroportuarias, cuya plataforma consolidaría dos hubs importantes en América Latina. Adicionalmente, se contrataron asesores para el análisis de la creación de la vertical de energía. Frente a este tema resaltamos de forma positiva que le permitiría a la compañía desapalancarse y reducir el riesgo al actuar como gestor de fondos de infraestructura

Criterios ESG:

- Grupo Argos participó en el ranking global de The World’s Top Female-Friendly Companies, donde ocupó el primer lugar entre 400 empresas a nivel mundial, donde Forbes realizó más de 85.000 encuestas a mujeres en 36 países para calificar criterios como equidad salarial, programas para promover la igualdad de género, representación femenina en los niveles directivos, rol de las mujeres en el trabajo, sólidas oportunidades de avance profesional y modelos de trabajo flexibles.



Banco respalda a la Holding

 Regresar

Banco respalda a la Holding

Grupo Sura presentó resultados NEGATIVOS en el 3T22, por debajo de las expectativas del mercado. La utilidad neta decreció -2,0% A/A, muy por debajo de las expectativas del mercado, dado un mayor crecimiento de los gastos respecto a los ingresos, principalmente por mayor siniestralidad en Suramericana (27,4% A/A) y menor rendimiento de encaje en SUAM. Por su parte, Suramericana, a pesar de aumentar la colocación de primas a doble dígito (20,5% A/A), esta no logró mitigar el incremento en siniestralidad y gastos administrativos (29,3% A/A) debido a: **1)** Mayores costos medios en la solución de autos del negocio, **2)** Aumento en las reservas por expectativas de incrementos salariales, y **3)** La provisión por litigios tributarios anteriores, generando una pérdida neta de COP -23 mil MM. Por otro lado, SUAM presentó una disminución en su utilidad neta del 53,7% A/A (COP 103 mil MM), explicado por el menor recaudo sobre comisiones establecido por la regulación de la Comisión Nacional del Ahorro para el Retiro (APR) en México, y el rendimiento negativo del encaje por el comportamiento negativo del mercado financiero global.

Hechos relevantes

- Suramericana presentó pérdida neta.** Las primas emitidas aumentaron 20,5% A/A principalmente por el segmento de Generales (30,9% A/A), favorecidas por incremento en la inflación y más ingresos por pólizas emitidas en moneda extranjera dado el fortalecimiento del dólar. Este comportamiento de mayor colocación no logró mitigar el crecimiento en el índice de siniestralidad (74,2% 3T22 vs. 69,9% del 3T21). Lo anterior provino sobre todo de los segmentos de Generales y de Salud; el primero por mayores costos globales en la cadena de abastecimiento de autos nuevos y reparación de usados, y el de Salud por mayor siniestralidad en las EPS que ocasionó la actualización del Plan Básico de Salud (PBS), en parte mitigado por menor incidencia de COVID-19. A pesar del incremento del 29,3% A/A en los gastos, es importante destacar el enfoque de la compañía en la transformación productiva de sus modelos operativos y el fortalecimiento de sus sistemas de gestión. Lo anterior, logró ser aliviado por el incremento de los resultados por inversiones (70,8% A/A), gracias al plan estratégico de indexación a tasas de interés e inflación, lo cual, y a pesar de una utilidad neta negativa (COP -23mil MM), Suramericana generó un ROE acumulado 12 meses del 6,4%, el se encuentra por debajo de su costo del equity.
- Menor recaudo en comisión continúa afectando el negocio de SUAM.** El menor recaudo en comisiones por APR, el desfavorable rendimiento del AUM (-14,8% A/A) y los retiros en Perú, afectaron los ingresos por comisiones en -10,1% A/A del segmento por AUM, y a su vez, el rendimiento negativo del ingreso por encaje (-7,8% de yield) dado el negativo comportamiento de los mercados financieros por mayor inflación y tasas de interés, conllevaron a una disminución en el EBITDA por 41,1% A/A. No obstante, SUAM ha ejecutado iniciativas para contrarrestar la volatilidad de los mercados en las cifras de la compañía como la creación de alternativas de liquidez a corto plazo y creación de herramientas tecnológicas para optimizar la administración de portafolios. Se espera que estas acciones también ayuden a mitigar el aumento de las salidas de capital por los clientes dada la preferencia en inversiones off-shore y CDT.

- Subsidiarias aportan positivamente al compartimiento financiero de la Holding.** Gracias al incremento del 72,8% de la utilidad neta anual de Bancolombia, en su resultado por método de participación, la Holding logró ganancias en este rubro por COP 520 mil MM.

Resumen resultados financieros

Grupo Sura					
Cifras en COP Mil MM	3T21	2T22	3T22	Var % A/A	Var % T/T
Primas retenidas	4.945	5.697	5.876	18,8%	3,2%
Ingresos operacionales	6.583	7.525	7.851	19,3%	4,3%
Siniestros retenidos	3.422	4.004	4.314	26,1%	7,7%
Utilidad operativa	697	909	673	-3,4%	-26,0%
Utilidad neta	408	558	400	-2,0%	-28,2%

1 de diciembre de 2022

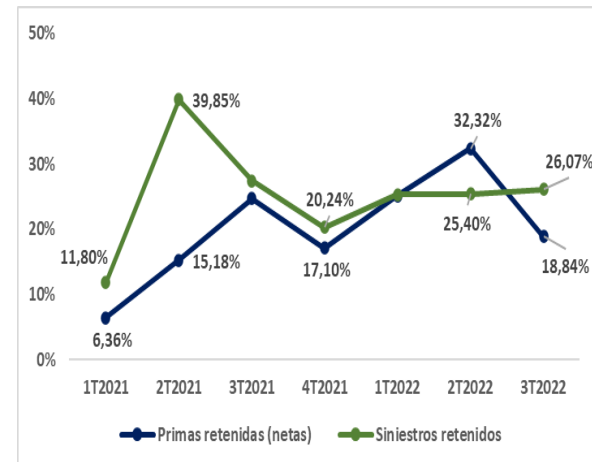


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	30.700
Market Cap (BN)	20,3
Ultimo Precio	41.840
YTD (%)	39,47%
DVD Yield (%)	1,9%

Gráfica 1. Comportamiento Anual Ingresos vs Egresos 3T22



Fuente: Informes financieros Bancolombia.

Construcción: Casa de Bolsa SCB

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 compañía está evaluando el impacto que la tasa mínima de tributación del 15% tendría sobre los resultados para 2022, pero en términos generales esperan que **el cambio de la reforma tributaria no tenga un impacto financiero relevante**. Se destaca que el Impuesto de ICA deja de ser un descuento tributario.
- La compañía se encuentra en la **evaluación de escisión de Protección para la creación de Compañía Aseguradora**, esto con el fin de aprovechar los beneficios de ley tales como: **1) Deslizamientos del salario mínimo, 2) Mutualidad**, pasando del autoseguro al aseguramiento. Adicionalmente, se busca mayores eficiencias a través de lo que sería este nuevo vehículo.
- La actualización del Plan Básico de Salud y el traslado masivo de usuarios generaron que el **índice de siniestralidad de las EPS aumentara, pasando de 92,5% en 3T21 a 102% para 3T22**, afectando el segmento de Salud de Suramericana, traduciendo esto a una mayor profundización de la pérdida neta para este segmento.
- El **Método de Participación** presentó un crecimiento del 54,7% A/A. impulsado por Bancolombia, Grupo Argos y Nutresa. Sin embargo, Protección continúa afectando la buena dinámica del índice dado el retorno negativo del encaje.

Criterios ASG

- Grupo Sura está entre el 1% de organizaciones mejor evaluadas en sostenibilidad por S&P Global.
- En términos de capital social, la compañía realizó una convocatoria llamada “Pensar con Otros” con el objetivo de Construir Ciudadanía y Democracia en Colombia. A la fecha se han realizado 14 proyectos.
- La compañía ha desarrollado diferentes iniciativas para el impulso y desarrollo de Inclusión Financiera, de las que se han beneficiado 595,670 personas, y se han creado 31 iniciativas de formación en habilidades financieras.

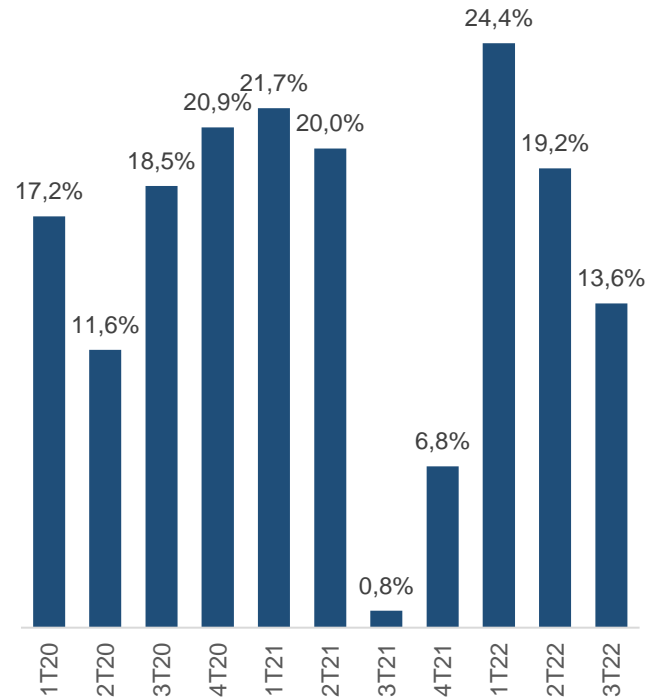


Corficolombiana

 **Regresar**

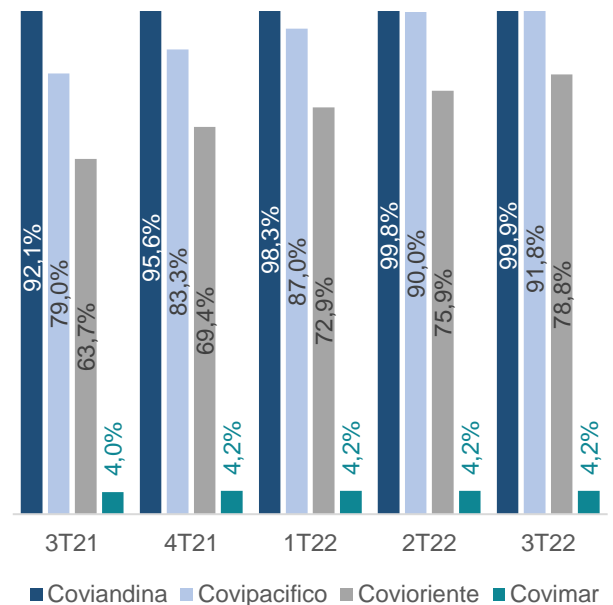
- Resultados consolidados:** Los ingresos del sector real registraron un crecimiento de 20,4% A/A, impulsado por mayores ingresos de todos los sectores, principalmente en el segmento de infraestructura, donde la indexación a la inflación y el alza de la tasa de cambio resultó en mayores ingresos en el negocio de concesiones. Los ingresos por método de participación se incrementaron en 21,4% A/A, los gastos financieros aumentaron en 140,2% A/A y los gastos de personal y generales crecieron en 38,8%. De este modo, el EBITDA alcanzó un incremento de 46,6% A/A, con una expansión de 819 pbs en el margen, mientras que la utilidad neta controlante presentó un incremento de 1.949% A/A, con una expansión de 1.279 pbs en el margen neto controlante, considerando que en el 3T21 se presentó un efecto de base comparativa baja, dado el impacto en el saldo del impuesto diferido del incremento en la tasa de tributación.
- Negocio de energía y gas:** El volumen transportado por la compañía incrementó en 8,9% A/A, mientras que en el negocio de distribución el crecimiento del volumen fue de 6,4% A/A en Colombia y 4,2% A/A en Perú. Los ingresos del negocio aumentaron en 14,9% A/A, apoyados por mejores ingresos de transporte de gas por mayor TRM de facturación, mayor demanda por parte del segmento industrial, incremento en el negocio de distribución y comercialización por mayor consumo de usuarios y mejores resultados en el negocio de financiación no bancaria. Con lo anterior, el EBITDA creció un 20,6% A/A y la utilidad neta controlante aumentó en 25,2% A/A, pese a mayor nivel de gastos financieros e impuestos.
- Infraestructura:** El margen bruto de operación aumentó en 64,7% 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. En términos trimestrales el margen se contrajo en 22%, consecuente con la desaceleración del avance de obra de las concesiones 4G, que se acercan a su etapa final de construcción. El tráfico promedio diario de carreteras aumentó en 12,2% A/A, especialmente en Covipacífico.
- Hotelería:** La ocupación hotelera en el 3T22 se ubicó en 73,6% (superior a la media nacional 63%), impulsando un aumento de 81,3% A/A en los ingresos y de 95% A/A en el margen bruto de operación. El número de habitaciones vendidas y la tarifa promedio crecieron en 33% A/A y 26% A/A respectivamente. Los ingresos por alimentos y bebidas han incrementado su participación dentro de los ingresos totales de la cadena, creciendo hasta un 40% con relación a 2019 en septiembre de 2022.

Gráfica 1. Margen neto controlante – Corficolombiana (%)



Fuente: Informes Financieros Corficolombiana.

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



Fuente: Informes Financieros Corficolombiana.

* 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

Resumen resultados financieros

Corficolombiana					
Cifras en COP mil MM	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos sector real	2.537	3.257	3.055	-6,2%	20,4%
EBITDA	1.148	1.872	1.633	-12,8%	42,3%
Utilidad Neta Controlante	20	625	415	-33,6%	1949,3%
Margen EBITDA	45,2%	57,5%	53,4%	-404 pbs	819 pbs
Margen Neto	0,8%	19,2%	13,6%	-562 pbs	1.279 pbs



FCD bajo presión

 **Regresar**

PEI presentó resultados financieros NEUTRALES en el 3T22. Los ingresos operacionales aumentaron en 21,6% A/A, principalmente beneficiados por el rubro de arrendamiento variable en la categoría Comercio, sumado a esto, en línea con nuestras expectativas, los indicadores de vacancia física continúan mejorando en términos anuales, aunque se mantienen relativamente estables frente a las cifras reportadas en el 2T22. Sin embargo, como punto negativo, el Flujo de Caja Distribuible disminuyó, consecuente con el entorno inflacionario y de mayores tasas de interés, por lo que reiteramos que continuamos monitoreando el endeudamiento, que debido a las necesidades de financiamiento de las nuevas adquisiciones del vehículo, se encuentra cercano al límite del 40%.

Hechos relevantes

• **Niveles de vacancia estables:** En línea con nuestras expectativas, los indicadores de vacancia continúan mejorando en términos anuales, cercanos a niveles pre pandemia, como resultado de la gestión comercial y la dinámica del sector inmobiliario, aunque empiezan a estabilizarse a nivel trimestral. La vacancia física cerró el trimestre en 6% (-124 pbs vs. 3T21 y +10 pbs vs. 2T22). La vacancia económica se redujo en 340 pbs frente al 3T21 y aumentó 90 pbs con respecto al 2T22, dado el otorgamiento de periodos de gracia a los nuevos arrendatarios que se incorporaron al portafolio durante el trimestre en la categoría de Corporativos. En este sentido, esperamos que durante los próximos trimestres los indicadores de vacancia continúen mejorando, aunque a un ritmo moderado frente a lo observado durante el 1S22, con lo cual prevemos que los márgenes operativos se mantendrían relativamente estables en el corto plazo, al igual que la rentabilidad del portafolio (Cap Rate).

• **FCD presionado por incremento en gastos financieros:** Pese a la dinámica de los indicadores de vacancia, reflejadas en mayores ingresos operacionales y estabilidad de los márgenes operativos (NOI y EBITDA), retomando la senda hacia su tendencia histórica, el Flujo de Caja Distribuible por título se ubicó alrededor de COP 256 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 posibilidad de que este escenario se mantenga durante el 2023, el FCD se vería presionado durante los siguientes periodos, aunque vale la pena considerar que parte de los recursos de una posible desinversión podrían destinarse a la distribución de rendimientos a inversionistas. No obstante, es importante resaltar que este efecto sería mitigado en gran parte por la indexación del 75% de los cánones de arrendamiento a la inflación del 2022 –donde esperamos un dato de aproximadamente +12,2% A/A-, que se reflejaría en los ingresos a partir del 2023.

• **Cartera y endeudamiento:** Las mejoras en el recaudo de cartera permitieron un progreso de 115 pbs en el indicador de cartera neta como proporción de los ingresos de los últimos 12 meses (0,85% en el 3T22 vs 2% en el 3T21). Entre tanto, el indicador deuda neta / activos se incrementó levemente a 36,1%, aún cercano al límite de 40%. En este sentido, consideramos importante monitorear este aspecto y sus limitantes sobre la destinación de recursos hacia crecimiento orgánico e inorgánico del vehículo, considerando además el incremento anual de 493 pbs en el costo de la deuda en medio del entorno de mayor inflación y de alzas de tasas, dada la alta exposición del endeudamiento del vehículo a tasas variables.

Resumen resultados financieros

COP en Mil MM	PEI				
	3T21	2T22	3T22	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Oper.	\$124	\$151	\$151	21,6%	-0,4%
Rot. cartera neta (días)	6	3	3	-50,0%	0,0%
FCD (COP / Título)	\$1.508	\$986	\$256	-83,0%	-74,0%
Vacancia Económica	12,2%	7,9%	8,8%	-340	90
Margen NOI (Acum.)	81,1%	82,5%	80,8%	-30	-170

1 de diciembre de 2022

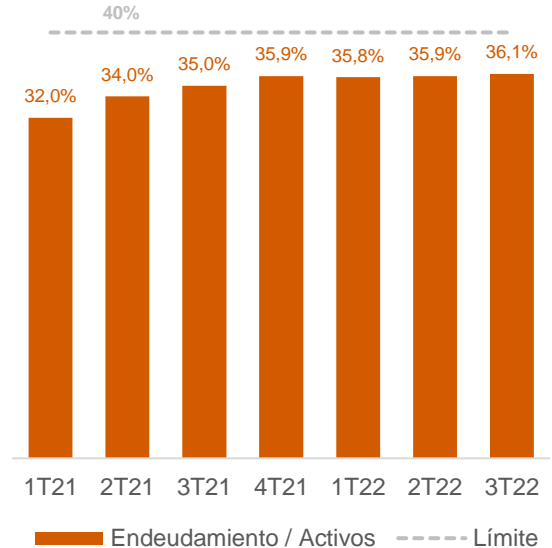


Información especie

Cifras en COP

AUM (BN)	8,4
GLA (M ²)	1.141.855
Vacancia económica	8,8%
Margen NOI	80,8%

Gráfica 1. Endeudamiento / Activos



Fuente: Informes Financieros PEI.

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 los **esquemas de remuneración de los Agentes de Manejo**, se comentó que se evalúa la posibilidad de presentar a los inversionistas la opción de realizar un ajuste con miras a alineación con estándares internacionales, de modo que se tome en cuenta la rentabilidad en lugar del AUM.
- Con relación al **programa de readquisición de títulos**, la administración del vehículo señaló que hasta el momento se han recomprado alrededor de 17.565 títulos, a un precio promedio de COP 39.200, lo que representa aproximadamente COP 687 MM. Con respecto a este tema, se mencionó que se evalúan mecanismos para mejorar la liquidez, de modo que el mecanismo de readquisición no se vea limitado por este factor.
- Frente a las **desinversiones** anunciadas recientemente, se espera culminar en el 1S23 por aproximadamente un 5% del portafolio y se comentó que se están evaluando diversos compradores, que no necesariamente serían fondos locales y en línea con lo que mencionamos en nuestro informe "[PEI Llamada en Contexto | Cobertura natural ante la inflación](#)", PEI está buscando que las desinversiones se realicen con ciertas plusvalías, considerando que a futuro, por ejemplo, una bodega que esté muy cercana a sectores donde se planea hacer temas de vivienda y demás, lo que puede aumentar el valor de venta de los inmuebles ante una posible desinversión en un momento dado. Además, los **recursos provenientes de esta iniciativa**, se destinarían principalmente a **i) Retribuir a los inversionistas mediante un flujo extraordinario** y **ii) Disminución del apalancamiento**.
- Con respecto al **endeudamiento del vehículo**, se mencionó que se adelantan negociaciones que permitan acceder con mayor facilidad y mejores condiciones de financiamiento con multinacionales, esperando que un reperfilamiento de la deuda se completaría en el 1T23, de modo que no se afecte el nivel de endeudamiento actual.



Dinámica desafiante pero positiva

 Regresar

BVC | Entrega de Notas 3T22

Dinámica desafiante pero positiva

Consideramos que **BVC** presentó resultados **POSITIVOS** para el **3T22**. La utilidad neta de la controladora presentó un crecimiento relevante del +14% A/A, sin embargo, el crecimiento del trimestre anterior (31% A/A) evidencia una desaceleración de las ganancias de la compañía. Lo anterior, impulsado por la buena dinámica de los ingresos ordinarios (23,2% A/A), acentuado en las actividades de Post-Negociación (19,5% A/A) y de Emisores Listados (21,9% A/A), que son más del 65% de ingresos operativos; dicha actividad fue impulsada por los servicios de compensación y de custodia, no obstante el crecimiento fue limitado dada la menor dinámica del mercado financiero en acciones y derivados estandarizados.

Por otro lado, los gastos registraron un crecimiento de 23,3% A/A en la misma proporción que los ingresos, presionados, debido al aumento de otros gastos (23,1% A/A) y beneficios a los empleados (10,6%), ambos por el efecto inflacionario en Colombia y proyectos de inversión que están vinculados al intercambio de tasas. Dado lo anterior, la utilidad neta logró presentar un incremento gracias a un crecimiento inorgánico proveniente de otros ingresos (+106,7% A/A), ubicando el margen neto en 20%, con un leve crecimiento anual de 67pbs. Consideramos que para el 2023 el panorama es retador, teniendo en cuenta las implicaciones de una posible desaceleración económica, el impacto por la subida de tasas y los cambios esperados por parte de la reforma tributaria.

Hechos relevantes y Puntos Destacados de la Conferencia

- **La compañía se encuentra a la expectativa de la aprobación por parte del regulador Chileno para finalizar el proceso de integración.** Se esperaba que la aprobación de la creación de la sociedad tuviera lugar como máximo a finales de este año, sin embargo, ha existido retrasos desde Chile que postergarían la consolidación hasta el 2023.
- **La carga tributaria impacta en menor proporción a lo esperado.** Aunque la reforma tributaria tiene un impacto negativo sobre las utilidades, este fue menor a lo esperado, resaltando la decisión sobre el impuesto a las ganancias ocasionales, donde la propuesta inicial estaba alrededor del 30% pero quedó en 15%.
- Se destaca la contribución al desarrollo de las Pymes colombianas a través de A2censo, con más de +2mil inversionistas y un monto total financiado de COP 23mil MM al 3T22 (19% A/A).
- El impulso por el uso de la tecnología y una mayor innovación en el campo de la digitalización de productos seguirán siendo pilares de la compañía, resaltando que para este periodo se implementó el modelo OTP para robots asistentes en el CSD.

1 de diciembre de 2022

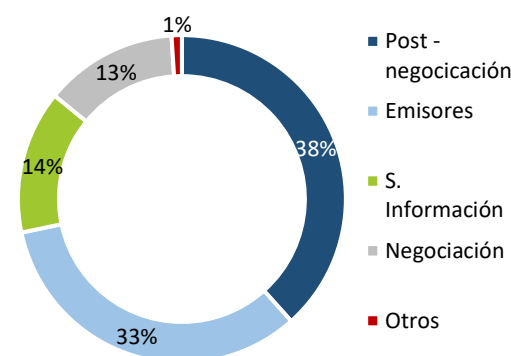


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	10.500
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	0,45
Último Precio	7.505
YTD (%)	-24,0%
DVD Yield (%)	7,8%

Gráfica 1. Distribución ingreso por línea de negocio BVC



Resumen resultados financieros

Cifras en COP MM	BVC				
	3T21	2T22	3T22	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos operacionales	155	125	190	23,2%	52,0%
EBITDA	50	48	64	27,9%	32,8%
Utilidad Neta	31	25	36	15,5%	44,4%
Margen EBITDA	32,4%	51,7%	56,2%	2384 pbs	453 pbs
Margen neto	20,1%	19,9%	18,9%	-103 pbs	-99 pbs

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

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.

eTb

Fibra óptica no logra contagiar a los ingresos del emisor

 Regresar

Fibra óptica no logra contagiar a los ingresos del emisor

ETB publicó en el 3T22 resultados financieros NEGATIVOS. El EBITDA presentó una contracción en su crecimiento anual -4,7% A/A a pesar de su recuperación trimestral 4,7% T/T. Esto como resultado de un débil comportamiento de los ingresos (0,8% A/A y -0,5% T/T) impulsado principalmente por los servicios de Streaming y Troncal SIP. Sumado a lo anterior, los otros ingresos tuvieron una dinámica importante (233,8% A/A y 169,9% T/T) gracias a los traslados de red necesarios para las obras civiles del Metro de Bogotá. No obstante, el comportamiento de los costos y gastos operacionales (2,4% A/A y 15,0% T/T) presionados por el entorno inflacionario, y un mayor gasto financiero que pasó de COP 30,4 mil MM a COP 75 mil MM por los intereses de dividendos del Distrito.

Así las cosas, la utilidad neta presentó decrecimiento en términos anuales, pasando de COP 103,6 mil MM para el 3T21 a COP 3,01 mil MM en el 3T22 (-97,5% A/A y -56,7% T/T). Tenemos un panorama neutral sobre la compañía, ya que a pesar del estancamiento en los ingresos durante el 2022, la compañía está involucrada en procesos de transformación que favorecerían los ingresos a través de contratos para la implementación de fibra óptica en proyectos digitales, como el que se firmó en Noviembre con Scotiabank Colpatría por valor de COP 524 mil MM.

Hechos relevantes y Puntos Destacados de la Conferencia

• **Margen EBITDA deteriorado:** La estabilidad en las ventas (0,8% A/A y -0,5% T/T), en especial por Cargos Fijos, estuvo impactado por el importante crecimiento de los gastos (15,0% A/A y 2,4% T/T) afectado por el incremento salarial y el avance de la migración de clientes en servicios de cobre a fibra (más rentable). Lo anterior, impactó en el margen EBITDA que se ubica para el 3T22 en 30,4% (-412pbs A/A y 247pbs T/T).

• **Continúa el estancamiento de los clientes en el segmento móvil:** a pesar del leve aumento trimestral en el volumen de clientes, continúa el decrecimiento anual constante. El emisor espera seguir con recuperaciones periódicas, por lo cual aumentarán el valor comercial para lograr mayor receptividad de los clientes. Exaltaron su composición de mercado, con 53% pospago – 47% prepago, mientras en el mercado usualmente es 80% pospago - 20% prepago.

• **La transición de las tecnologías de Cobre a Fibra óptica sigue mejorando** para los servicios fijos, su participación pasó de 62% clientes en Fibra óptica y 38% en Cobre para el 3T21 a 71% Fibra óptica y 29% cobre, se espera que para fin de año ascienda al 75% la fibra óptica.

• **La compañía logró un reconocimiento por Fiber Broadband Association,** reconociendo a ETB como el operador de fibra óptica de Colombia por ser la empresa pionera en el desarrollo e implementación de la tecnología de fibra óptica y su compromiso con el despliegue especialmente en Bogotá.

• **Se ampliará la infraestructura en el proyecto de conectividad en Sumapaz,** que junto con la Alcaldía de Bogotá, se buscará la ampliación de tecnología en 5 Centros de Conectividad Campesina, se instalarán 5 más y se ubicarán 5 zonas wifi de esta localidad rural de Bogotá para impulsar la productividad de la comunidad.

Resumen resultados financieros

Cifras en COP MM	ETB				
	3T21	2T22	3T22	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Oper.	343.341	350.274	371.460	8,2%	6,0%
EBITDA	118.472	97.797	112.871	-4,7%	15,4%
Utilidad Neta	105.017	5.981	2.587	-97,5%	-56,7%
Margen Neto	30,6%	1,7%	0,7%	-2989 pbs	-101 pbs
Margen EBITDA	34,5%	27,9%	30,4%	-412 pbs	247 pbs

1 de diciembre de 2022

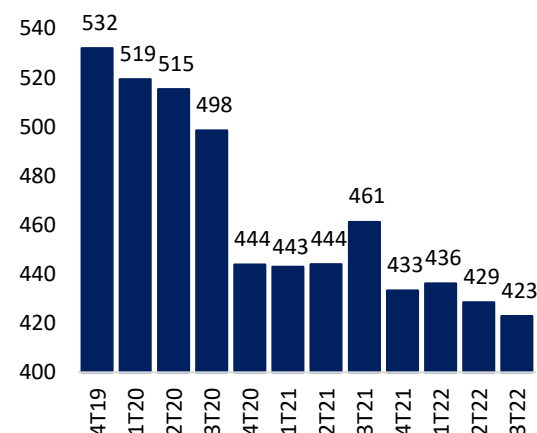


Información especie

Cifras en COP

Recomendación	Neutral
Market Cap (MM)	440.268
Último Precio	124
YTD (%)	-34,7%
P/B	0,18

Gráfica 1. Comportamiento histórico del EBITDA 12 M (COP en mil MM)



Fuente: Informes financieros ETB.

Katherine Rojas

Analista Renta Variable

angie.rojas@casadebolsa.com.co

Omar Suárez

Gerente Renta Variable

omar.suarez@casadebolsa.com.co



Una manzana jugosa en el cierre fiscal

 Regresar

Una manzana jugosa en el cierre fiscal

Iniciamos análisis trimestral de resultados de Apple Inc (AAPL) con los resultados del 4T22, recordando el periodo fiscal manejado por la compañía (octubre 2021 a septiembre 2022). Los resultados del periodo fueron **POSITIVOS**, en línea con las expectativas del mercado, donde en el trimestre se observó una dinámica positiva de los ingresos (+8,1% A/A y +8,7% T/T), liderado por el sobresaliente desempeño del segmento *iMac* (+25,4% A/A y +55,9% T/T) debido a los nuevos *MacBook Air* y *Mac Book Pro* que llegaron al mercado en el verano, acompañado de un comportamiento positivo de las ventas del *iPhone* (+9,7% A/A y +4,8% T/T), el cual representó el 47% de los ingresos del periodo y de una dinámica favorable en la línea de accesorios (+9,8% A/A y +19,4% T/T) en medio de las nuevas características del *Apple Watch Series 8* con un enfoque en temas de salud y seguridad para el cliente, entre otros. Por geografías, la mayoría de los segmentos presentaron crecimientos a nivel de ingresos, donde la compañía resaltó la dinámica trimestral presentada en mercados emergentes, particularmente en India, el sureste de Asia y América Latina. Por su parte, la Utilidad Operacional (+4,7% A/A y +7,9% T/T) se presentó en medio de costos crecientes (+8% A/A y +10,6% T/T), mayores gastos administrativos (+14,7% A/A y +17,1% T/T) y de investigación y desarrollo (+17,1% A/A y -0,5% T/T), llevando al margen operacional al 28%, con estabilidad frente a los periodos comparables. Pese a que a nivel no operacional se presentaron mayores gastos por incremento en gastos financieros, la buena dinámica operacional descrita permitió que la Utilidad Neta registrara un aumento favorable trimestral y estabilidad anual (+0,8% A/A y +6,6% T/T) con una tasa efectiva de impuestos del 16% frente al 11,6% del 4T21 y un margen neto relativamente estable del 23% (-167 pbs A/A y -45 pbs T/T).

Hechos relevantes

- Ingresos anuales por segmentos:** Para el cierre de año fiscal, los ingresos presentaron un crecimiento importante (+7,8% A/A) con la mayoría de las líneas de negocio registrando un buen comportamiento soportado en el lanzamiento de nuevos productos y servicios a lo largo del año pese al impacto negativo de un dólar fuerte en varias de las geografías con presencia de la compañía. La venta de iPhones (+7,1% A/A) representó el 52% de los ingresos anuales, estable frente a su participación anual anterior, favorecida por nuevos modelos presentado en el año. Sobresale el crecimiento doble dígito en *iMac* (+14,2% A/A) por mayor venta de *laptop*, junto al crecimiento marcado en Servicios (+14,1% A/A) por los ingresos provenientes de publicidad, servicios en la nube y el *App Store*.
- Flujo de Caja fortalecido:** La compañía terminó el año fiscal 2022 con un Flujo de Caja Operacional de USD 122 BN (+17,4%) liderado por el mejor comportamiento en su Utilidad Neta, la cual se ubicó en USD 99,8 BN (+5,4% A/A). La generación de caja operacional mostró la robustez suficiente para cubrir gran parte de las salidas del Flujo de Caja de la Inversión de USD 22,4 BN (+53,7% A/A) y de la Financiación USD 111 BN (+18,6% A/A), incluyendo la retribución de valor para el accionista con un total de USD 89 BN en recompra de acciones y USD 14,8 BN en pago de dividendos, rubros con un comportamiento levemente superior al presentado un año atrás.
- Con miras al futuro:** Para el 1T23, el cual incluye el periodo navideño, se esperarían los resultados del lanzamiento del nuevo iPad e iPad Pro, al igual que el posible impacto sobre la dinámica de la producción de protestas en fábricas en China. En materia de *Guidance* trimestral, no se registró información sobre ingresos dada la incertidumbre global de corto plazo, aunque se espera un impacto negativo por efectos de tasa de cambio.

1 de diciembre de 2022

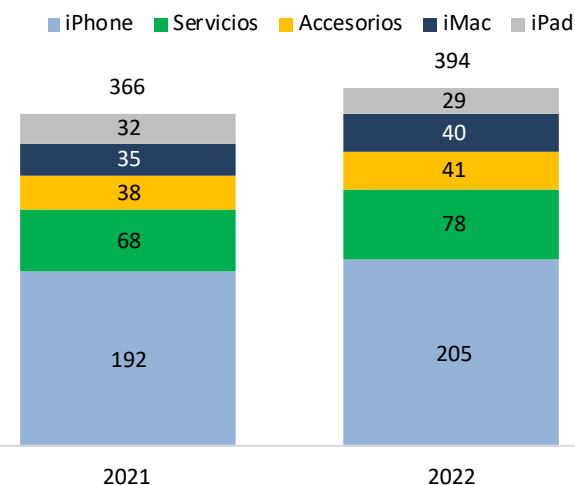


Información especie

Cifras en USD

Market Cap (BN)	2.403
Ultimo Precio	151
YTD (%)	-14,9%
P/VL	46,5

Gráfica 1. Ingresos por categoría (USD BN)



Fuente: Apple. Cálculos: Casa de Bolsa.

Resumen resultados financieros

Cifras en USD MM	Apple				
	4T21	3T22	4T22	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos operacionales	83.360	82.959	90.146	8,1%	8,7%
Utilidad Operacional	23.786	23.076	24.894	4,7%	7,9%
Utilidad Neta Controladora	20.551	19.442	20.721	0,8%	6,6%
Margen Operacional	28,5%	27,8%	27,6%	-92 pbs	-20 pbs
Margen Neto Controladora	24,7%	23,4%	23,0%	-167 pbs	-45 pbs

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

amazon

Vientos de marea alta



Regresar

Vientos de marea alta

Amazon publicó resultados **NEGATIVOS** durante el 3T22, inferiores a las expectativas del mercado. Los ingresos de la compañía se incrementaron en línea con las estimaciones del consenso de analistas (+14,7% A/A), apoyados por el mayor nivel de ventas en Norteamérica y un incremento en los ingresos de Amazon Web Services (AWS), que fue parcialmente compensado por la disminución observada en las ventas internacionales, impactadas por el efecto del fortalecimiento del dólar. Consecuente con un mayor nivel de costos, la utilidad operativa disminuyó de manera importante (-48% A/A), sorprendiendo de forma negativa al mercado y con una contracción anual de 239 pbs en el margen. Aunque el importante incremento en los gastos financieros fue compensado por un mayor nivel de ingresos por intereses, el menor resultado operativo se vio reflejado en una notable disminución de la utilidad neta (-9% A/A), también inferior a las expectativas. El guidance de cierre de año refleja que el entorno continuaría siendo retador en materia del mayor nivel de costos, lo que continuaría presionando a la utilidad operativa.

Hechos relevantes

- **Aspectos relevantes del 3T22:** Aunque los ingresos del segmento AWS se incrementaron de forma importante (+20% A/A), la desaceleración del ritmo de crecimiento de las ventas empieza a ser notable al comparar con la dinámica de trimestres anteriores, principalmente por la ralentización del entorno macroeconómico, que podría extenderse hacia los próximos períodos. Adicionalmente, el entorno inflacionario continúa impactando el bolsillo de los consumidores, principalmente en Europa; mientras que, en el caso de países emergentes, el fortalecimiento del dólar tiene un efecto significativo. Aunque los costos continúan presionando los márgenes de rentabilidad, resaltamos de forma positiva los esfuerzos que ha realizado el emisor en términos de dilución de costos fijos y eficiencias, con el objetivo de mitigar este efecto, que consideramos deberían mantenerse.
- **Guidance para el 4T22:** Amazon estima que los ingresos del 4T22 se posicionarían entre USD 140 – 148 BN, con un crecimiento en términos anuales que rondaría el rango de 2% - 8%, esta proyección toma en cuenta el potencial impacto negativo del tipo de cambio. Sin embargo, las expectativas de utilidad operativa entre USD 0 – 4 BN, señalan el entorno retador en materia de costos y los vientos en contra para los márgenes de rentabilidad hacia el cierre de año.

Puntos destacados de la conferencia:

- Con respecto a las **optimizaciones en el segmento AWS**, la administración comentó que la compañía ha estado trabajando en reducir las facturas de los clientes, permitiendo que su costo fijo se convierta en variable y puedan ahorrar a través de servicios alternativos o chips Graviton3, con el objetivo de proporcionar alivio a los clientes manteniendo los indicadores de rentabilidad en niveles deseados.
- Con relación al **FCL negativo**, la administración mencionó los retos que ha enfrentado con relación a la desaceleración del crecimiento de los ingresos, además del entorno de mayores costos, traducido en un menor resultado operativo, con lo cual señaló que a pesar de las iniciativas que se han ejecutado en términos de eficiencias, aún hay esfuerzos por realizar en ese frente, con el objetivo de que la estructura de costos retorne a los niveles pre pandemia. Adicional a esto, está el impacto de la cadena de suministros sobre los inventarios, lo que ha afectado la relación del capital de trabajo, que esperan se normalice en el 2023.

Resumen resultados financieros

Cifras en USD MM	Amazon				
	3T21	2T22	3T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	110.812	121.234	127.101	4,8%	14,7%
Utilidad Operativa	4.852	3.317	2.525	-23,9%	-48,0%
Utilidad Neta	3.156	-2.028	2.872	N.A.	-9,0%
Margen Operativo	4,4%	2,7%	2,0%	-75 pbs	-239 pbs
Margen Neto	2,8%	-1,7%	2,3%	393 pbs	-59 pbs

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

1 de diciembre de 2022

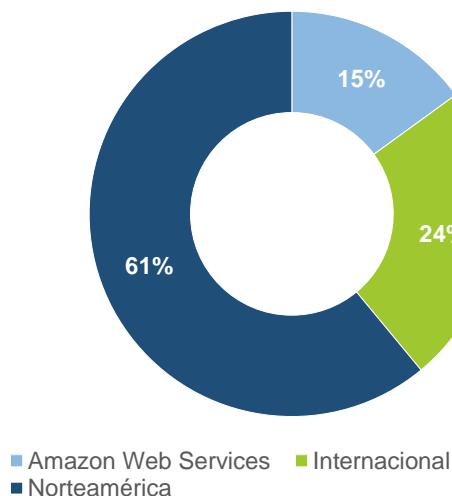


Información especie

Cifras en USD

Market Cap. (BN)	0,9
Último Precio	92,42
YTD (%)	- 44,6%
PER	92,8
P/VL	6,9

Gráfica 1. Ventas netas TTM



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



Gastos se diluyen e ingresos se expanden

 Regresar

Gastos se diluyen e ingresos se expanden

Nubank presentó resultados POSITIVOS para el 3T22, por encima de las expectativas del mercado. La utilidad neta tuvo una importante recuperación ubicándose en USD 7,8 MM, resaltando que es la primera vez desde que salió a bolsa que este emisor presenta una utilidad positiva (USD -34,3 MM para el 3T21 y USD -29,8 MM en el 2T22). Lo anterior, dado el fuerte repunte en los ingresos por intereses (234,7% A/A y 15,7% T/T) que lograron mitigar el notable aumento de los gastos de intereses (242,4% A/A y 10,8% T/T), esta dinámica gracias a la expansión continuada de los servicios de crédito minorista, incremento de tasas y un mayor financiamiento al consumo vía préstamos personales y tarjetas de crédito, logrando ubicar el NIM en 11,1% para este período (350 pbs A/A y 160 pbs T/T). Este comportamiento operacional junto al enfoque de venta cruzada ofreciendo nuevos servicios y depósitos en moneda local de bajo costo impulsaron especialmente el crecimiento en la cartera de tarjetas de crédito (7,86% T/T). Aunado a esto, la buena relación entre el ARPAC (USD 7,9) vs el costo de servicio por cliente (USD 0,8) ratifica la eficiencia operativa de Nubank. No obstante, este comportamiento fue limitado por el incremento en el gasto financiero (353,6% A/A y 12,9% T/T) y de provisiones (195,6% A/A y 10,9% T/T) debido a mayores tasas de interés en Brasil y el aumento de las captaciones. Finalmente, el índice de eficiencia mejoró, pasando de 91,6% en el 3T21 al 55,1% en el 3T22.

Hechos relevantes

- Los gastos operacionales disminuyen como porcentaje de los ingresos:** Este rubro pasa de ocupar el 51% en el 3T21 a ocupar el 32% para el 3T22, en línea con los esfuerzos de la compañía por reducir continuamente los gastos de la operación. No obstante, presentaron un aumento del 71,7% anual y 8,7% T/T provenientes de mayores costos de infraestructura tecnológica y procesamiento de datos para mejorar la experiencia del cliente.
- El ARPAC sigue creciendo en comparación al costo por cliente:** La estabilidad de los antiguos clientes, atracción de nuevos y mayores volúmenes de compras impulsaron el aumento del ingreso promedio mensual por cliente activo (ARPAC) que aumentó 61% anual, ubicándose en USD 7,9 para el 3T22, mientras que el costo promedio mensual se mantuvo en USD 0,8, esto es parte del éxito de Nubank, ya que el coste de mantener a sus clientes es significativamente inferior a lo que ingresa por cada uno, esperando así, cumplir con un ecosistema de compañía a escala y lograr una plataforma operativa con pocos egresos.
- La experiencia del cliente es la inversión de marketing más importante para el emisor:** El objetivo de venta cruzada ha tenido como resultado el repunte en el número de clientes del banco, que para el cierre del período se ubicó en 70,4 MM (46,4% A/A), lo cual va en línea con el propósito de convertir sus clientes en activos a largo plazo, siendo Brasil el país con mejor desempeño en la atracción de clientes, que para el cierre del trimestre ya eran 66,9 MM (+41% A/A). Para México, segundo país en el que arribó, se alcanzaron un total de 3 MM de clientes y en Colombia, su más reciente arribo, alcanzaron 429 mil.
- Deterioro macroeconómico brasileño impulsa la morosidad:** El indicador de morosidad mayor a 90 días presentó un leve deterioro, aumentando 150pbs A/A y 60pbs T/T, esto como reflejo de las perspectivas de incertidumbre a corto plazo para la economía brasileña.

1 de diciembre de 2022

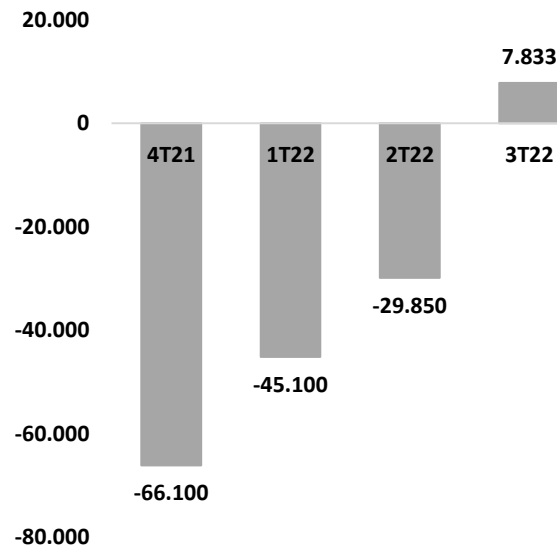


Información especie

Cifras en USD

Market Cap (M)	19,921
Ultimo Precio	4,26
YTD (%)	-54,58%
P/B	4,42

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



Fuente: Informes financieros Nubank.

Resumen resultados financieros

NUBANK					
Cifras en USD miles	3T21	2T22	3T22	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos por Intereses	294.958	853.013	987.248	234,7%	15,7%
Provisiones Netas	127.005	338.492	375.474	195,6%	10,9%
Utilidad Neta	-34.357	-29.850	7.833	338,6%	281,1%
ARPAC (US\$)	4,9	7,8	7,9	61,2%	1,3%
NIM	7,6%	9,5%	11,1%	350 pbs	160 pbs
Calidad de Cartera (90 días)	3,2%	4,1%	4,7%	150 pbs	60 pbs

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 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
ana.reyes@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

Laura López Merchán

Analista Renta Variable
laura.lopez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext: 22636

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

José Julián Achury

Practicante Renta Fija
jose.achury@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23632

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. 22630

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