

## Resumen Resultados Financieros 3T23



# Se siente la desaceleración

Omar Javier Suárez Triviño  
Gerente de Estrategia Renta Variable  
[Omar.Suarez@casadebolsa.com.co](mailto:Omar.Suarez@casadebolsa.com.co)

Andrés Duarte Perez  
Director de Renta Variable  
[Andres.Duarte@corfi.com](mailto:Andres.Duarte@corfi.com)

Brayan Andrey Alvarez Diaz  
Analista Renta Variable  
[Brayan.Alvarez@casadebolsa.com.co](mailto:Brayan.Alvarez@casadebolsa.com.co)

Angie Katherine Rojas Bernal  
Analista Renta Variable  
[Angie.Rojas@casadebolsa.com.co](mailto:Angie.Rojas@casadebolsa.com.co)



# Resumen Resultados Financieros 3T23

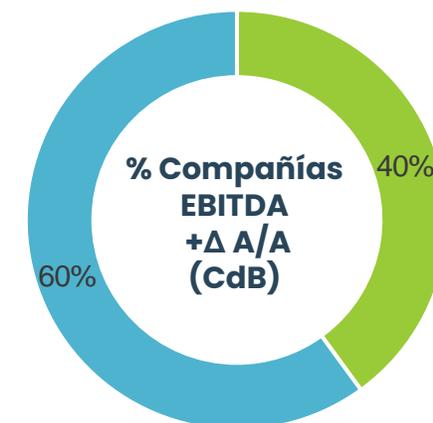
## Se siente la desaceleración

Durante el 3T23 se mantuvo la moderación en las cifras de la mayoría de las compañías listadas en la Bolsa de Valores de Colombia observada desde trimestres anteriores, especialmente a nivel de Utilidad Neta, donde en nuestra opinión apenas el 38% de los emisores bajo cobertura presentaron resultados Positivos, un 42% Neutrales y 21% Negativos. A nivel anual, el 40% de las empresas analizadas reflejaron un avance en términos de EBITDA, siendo mucho menor al 57% del 2T23 y a nivel de Utilidad Neta un 44% (frente al 42% en el 2T23). Algunos puntos a resaltar durante el 3T23:

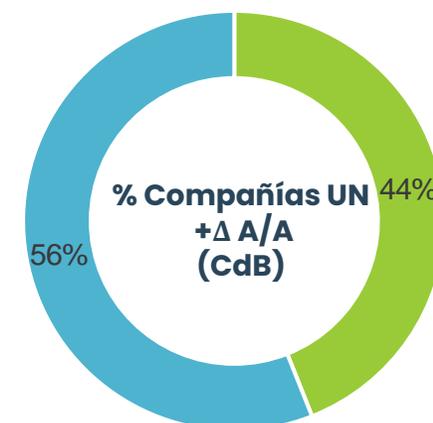
- **A nivel no operacional**, los aún altos Gastos Financieros y las pérdidas por Tasas de Cambio se tradujeron en contracciones de la Utilidad Neta para la mayoría de las compañías.
- **El Sector Petrolero** moderó sus cifras dado el menor precio promedio internacional del petróleo.
- **Para el Sector Bancario**, los resultados continúan presionados por el importante aumento de los Egresos por Intereses y el continuo crecimiento en las Provisiones.
- **En el Sector de Consumo**, sigue reportando presiones en los márgenes, en línea con la menor demanda y mayores Gastos, tanto a nivel Operativo como No Operativo.
- **En la industria Cementera**, Cementos Argos, continúa beneficiándose de la sólida estrategia de precios y un debilitamiento de la demanda menor a la esperada.
- **En Utilities**, se presentaron presiones sobre sus Utilidades y contracción de los márgenes, afectados por los mayores costos que producen el incremento en la generación térmica, dada la expectativa del Fenómeno del Niño.
- **En Chile**, destaca la resiliencia de Banco de Chile, mientras que SQM continúa mostrando resultados débiles por la disminución del precio *spot* del Litio, así como del Potasio y Productos Especializados en Nutrición de las Plantas, así mismo, Falabella y en menor medida Cencosud, continúan viéndose afectados del debilitamiento de la demanda en Tiendas Departamentales y Mejoramiento del Hogar.
- **En EE.UU**, se vieron sorpresas positivas en los emisores bajo cobertura, impulsados por los ingresos de servicios, que han beneficiado la expansión de márgenes.



■ Positivos ■ Neutrales ■ Negativos



■ Si ■ No



■ Si ■ No

# Resumen Resultados Financieros 3T23

## Calificación Resultados 3T23

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

### POSITIVOS



### NEUTRALES



### NEGATIVOS



DAVIVIENDA



Mineros

FALABELLA

# Resumen Resultados Financieros 3T23 – Colombia

Cifras en COP mil MM	Ingresos					EBITDA					Utilidad Neta Controladora				
	3T22	2T23	3T23	Var % T/T	Var % A/A	3T22	2T23	3T23	Var % T/T	Var % A/A	3T22	2T23	3T23	Var % T/T	Var % A/A
PEI <sup>4</sup>	151	167	175	5%	16%	96	118	121	2%	26%	256	433	434	0%	70%
BVC	65	73	74	1%	14%	16	28	28	0%	77%	11	17	16	-8%	41%
GEB	1.856	1.941	1.870	-4%	1%	824	879	906	3%	10%	754	692	764	10%	1%
Cementos Argos	3.118	3.332	3.087	-7%	-1%	592	669	742	11%	25%	58	101	208	107%	259%
Terpel <sup>3</sup>	9.540	8.644	9.292	7%	-3%	137	135	391	188%	185%	8	2	167	6887%	1942%
Celsia	1.300	1.585	1.481	-7%	14%	424	481	414	-14%	-2%	87	45	58	28%	-33%
Nutresa	4.545	4.737	4.669	-1%	3%	531	539	507	-6%	-4%	220	135	114	-15%	-48%
Bancolombia	4.985	4.934	4.851	-2%	-3%				N.A.		1.629	1.460	1.492	2%	-8%
Grupo Argos	5.088	6.392	4.844	-24%	-5%	1.269	1.553	1.283	-17%	1%	192	313	190	-39%	-1%
Grupo Sura	7.851	9.541	7.388	-23%	-6%				N.A.		400	-11	311	n/a	-22%
Canacol <sup>1</sup>	88	78	79	2%	-10%	56	61	62	2%	11%	-4	40	-1	n/a	n/a
ISA	3.558	3.547	3.153	-11%	-11%	2.277	2.394	1.928	-19%	-15%	668	694	512	-26%	-23%
Ecopetrol	43.438	34.300	35.130	2%	-19%	21.142	14.585	16.038	10%	-24%	9.513	4.087	5.086	24%	-47%
Grupo Éxito	5.104	5.119	5.131	0%	1%	399	395	329	-17%	-18%	50	-6	-32	n/a	n/a
Mineros	436	615	410	-33%	-6%	164	213	135	-36%	-17%	11	56	-150	n/a	n/a
Davivienda	2.227	2.451	2.012	-18%	-10%				N.A.		399	25	-364	n/a	n/a

1. Cifras en USD MM.

3. EBITDA = Utilidad Operacional

4. Utilidad Neta Controladora = Flujo de Caja Distribuible por título

Canacol EBITDAX

Bancolombia, Davivienda Ingresos Netos por Intereses

Fuente: Emisor, cálculos Casa de Bolsa SCB

# Resumen Resultados Financieros 3T23 – EE.UU y Chile

	Ingresos					EBITDA					Utilidad Neta Controladora				
	3T22	2T23	3T23	Var % T/T	Var % A/A	3T22	2T23	3T23	Var % T/T	Var % A/A	3T22	2T23	3T23	Var % T/T	Var % A/A
Amazon <sup>5</sup>	127	134	143	6%	13%	3	8	11	0	3	3	7	10	46%	244%
Apple <sup>5</sup>	90	82	89	9%	-1%	25	23	27	17%	8%	21	20	23	15%	11%
Bank of America <sup>5</sup>	25	25	25	0%	3%				N.A.		7,1	7,4	7,8	5%	10%
Nubank <sup>5</sup>	1,0	1,5	1,7	15%	76%				N.A.		0,01	0,22	0,30	35%	3769%
Banco de Chile <sup>2</sup>	313	369	375	2%	20%				N.A.		340	332	260	-22%	-24%
Cencosud <sup>2</sup>	3.890	3.605	3.824	6%	-2%	367	348	336	-3%	-8%	94	63	45	-28%	-52%
Falabella <sup>1</sup>	3.321	3.354	3.001	-11%	-10%	200	176	202	15%	1%	-19	61	-5	n/a	n/a
SQM <sup>1</sup>	2.958	2.052	1.840	-10%	-38%	1.660	877	788	-10%	-53%	1.100	580	479	-17%	-56%

1. Cifras en USD MM
2. Cifras en CLP mil MM
5. Cifras en USD BN

Amazon y Apple EBITDA = Utilidad Operacional

Fuente: Emisor, cálculos Casa de Bolsa SCB

# Resumen Resultados Financieros 3T23

## Índice

- Sector Financiero
  - Banco de Bogotá
  - Banco de Chile
  - Bancolombia
  - BVC
  - Davivienda
  - Grupo Aval
- Sector Petróleo y Gas
  - Canacol
  - Ecopetrol
  - Mineros
  - SQM
  - Terpel
- Sector Consumo
  - Cencosud
  - Falabella
  - Grupo Éxito
  - Nutresa
- Sector Infraestructura e Inmobiliario
  - Cementos Argos
  - PEI
- Sector Utilities
  - Celsia
  - GEB
  - ISA
  - Promigas
- Holdings
  - Corficolombiana
  - Grupo Argos
  - Grupo Sura
- Emisores Estados Unidos
  - Amazon
  - Apple
  - Bank of America
  - Nubank

# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



## Banco de Bogotá I

# Entrega de Notas

## 3T23

VOLVER



# Banco de Bogotá I

## Entrega de Notas 3T23

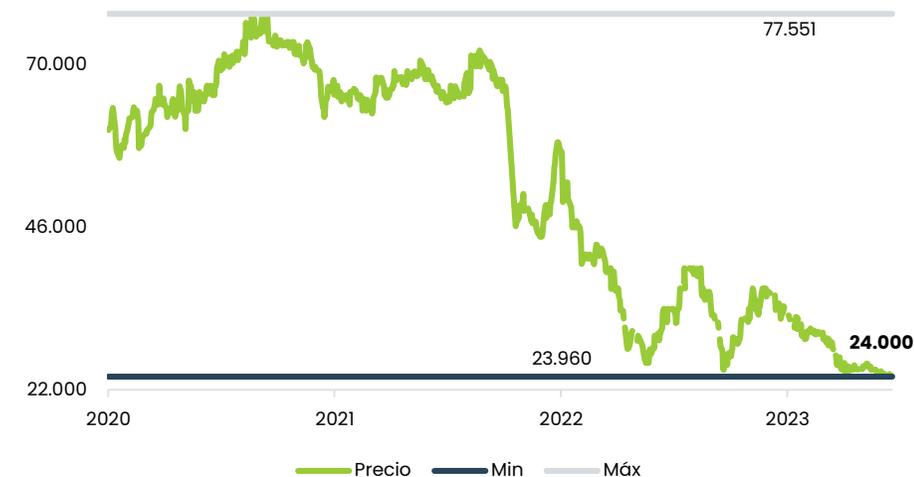
### Principales puntos

- **Continúa deterioro en Calidad de Cartera y el incremento en Gasto de Provisiones (+124,6% A/A y +32,6% T/T)** en parte por el crecimiento de la cartera y la continua desaceleración económica evidenciado en el deterioro de la Calidad de Cartera en su Cartera Vencida 90 días que se ubicó en 4,0% en el 3T23 luego del 3,4% en 3T22), especialmente por mayor mora en Cartera de Consumo. Lo anterior, sumado a un menor monto en de Recuperación de Activos Financieros (-27,6% A/A y +5,0% T/T).
- **Continúa creciendo la Cartera Neta de Crédito (+8,4% A/A y +2,1% T/T), impulsada principalmente por el Segmento de Consumo (+11,6% A/A y +3,7% T/T)**, seguido del crecimiento sobre las Carteras Hipotecaria (+10,4% A/A y +2,8% T/T) y la Cartera de Comercial (+7,0% A/A y +1,6% T/T). Es importante tener cuenta que, la Cartera Comercial tiene el 65% de lo que corresponde a Cartera Bruta, siendo este segmento el más importante para Banco de Bogotá.
- **El 83% de los préstamos se encuentran domiciliados en Colombia en el 3T23**, luego del 81,9% en el 2T23, y el 17% restante en la operación extranjera: Multi Financial Group en Panamá (15,0%) y Banco de Bogotá Panamá (2,1%). Asimismo, los préstamos internos crecieron +13,8% anual y +3,8% trimestralmente.
- **NIM estable ubicándose en 4,5% en 3T23 frente al 4,6% del trimestre anterior** (-8 pbs A/A y -16 pbs) derivado por la estabilidad en el NIM de Cartera de 5,4%, a pesar de la contracción en el NIM de Inversiones que finalizó en -1,0% para el 3T23, luego del +0,1% en 3T22 y -0,1% en 2T23. Finalmente, el crecimiento de los Ingresos por Intereses (+44,9% A/A y +3,7% T/T) se ubicó por debajo del incremento de los Gastos de Intereses (+83,6% A/A y +6,9% T/T) provenientes de fondeo a través de CDT's (+140,1% A/A y +6,4% T/T), esto por el entorno de altas tasas de interés, lo cual a su vez genera el incremento del Costo de Fondeo que finalizó el trimestre en 8,9% (+50pbs T/T) dado que el mayor fondeo viene a través de CDT's, siendo el tipo de captación más costoso.



**Gráfica 1. Acción Banco de Bogotá**

Cifras en COP. Datos con la especie Ordinaria



# Banco de Bogotá I

## Entrega de Notas 3T23

BANCO DE BOGOTÁ					
Cifras en COP mil MM	3T22	2T23	3T23	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos por intereses	2.533	3.541	3.672	44,9%	3,7%
Gastos por intereses	1.314	2.257	2.413	83,6%	6,9%
NIM Total	4,5%	4,6%	4,5%	-8 pbs	-16 pbs
Utilidad Neta (Controlante)*	435	277	146	-66,4%	-47,2%
ROE anualizado *	10,9%	7,2%	3,8%	-711 pbs	-342 pbs
Costo del riesgo	1,41%	2,20%	2,88%	147 pbs	68 pbs

**Gráfica 2. NIM Total – Trimestral anualizado (%)**

Cifras en %. NIM 0 Margen Neto de Intereses



**Gráfica 3. ROE Trimestral Anualizado (%)**

Cifras en %.



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



Banco de Chile | Entrega de Notas 3T23

**Estable y rentable  
se mantiene  
Banchile**

VOLVER

**BANK**

# Banco de Chile | Entrega de Notas 3T23

## Estable y rentable se mantiene Banchile

Banco de Chile presentó resultados **NEUTRALES** durante el 3T23, levemente por debajo de las expectativas del mercado.

- Si bien la Utilidad Neta cayó **-23,0% A/A y -21,7% T/T**, esto hace parte del ciclo de normalización de los indicadores del banco. Lo anterior, debido a una base comparativa alta que tuvo el emisor el año pasado, por tanto, producto del fuerte retroceso en la inflación y una actividad económica más débil. **Es importante seguir monitoreando el comportamiento de la inflación, que de acuerdo con el emisor finalizaría 2023 alrededor del 4,4%, así como la tasa de referencia del Banco Central, ya que caídas más pronunciadas podrían afectar negativamente al emisor en el IS24.**
- **El ROE sigue presentando cifras a doble dígito, ubicándose en 21,0% (-91 pbs A/A y -66 pbs T/T)**, a pesar del desafiante entorno económico, este resultado constituye uno de los mejores en la región. El declive de las cifras son resultado del **1)** Destacado crecimiento de los Ingresos Netos por Intereses (+26,7% A/A y +0,2% T/T), impulsados principalmente por los Créditos de Consumo (+9,0%A/A), que fueron mitigados por el fuerte incremento de los Gastos por Intereses (+33,2% A/A y -1,4% T/T) especialmente por un mayor nivel de los Depósitos a Plazo (+16,5% A/A). Asimismo, **2)** La fuerte disminución anual en la Utilidad por Indexación a UF (-88,6% A/A y -69,0% T/T) como consecuencia de la caída en los niveles de inflación y de la tasa de referencia del Banco Central; y en menor medida por, **3)** El continuo crecimiento de los Gastos Operacionales (+4,4% A/A y +1,8% T/T) relacionados con Gastos de TI, y **4)** Una mayor estabilidad en los requerimientos de Provisiones (+4,0% A/A y -9,6% T/T), gracias a la acumulación desde trimestres anteriores. Este último punto, también incidió en la disminución de -43,1% A/A sobre las Pérdidas Crediticias Esperadas.

## Banco de Chile

Cifras en CLP.

<b>Recomendación</b>	<b>Mantener</b>
<b>Precio Objetivo</b>	<b>105,9</b>
Market Cap. (CLP BN)	9,7
Último Precio	96,3
YTD (%)	9,43%
P/VL	1,94
DVD Yield	8,9%

### Gráfica 1. Acción Banchile (CHILE CI Equity)

Cifras en CLP.



Fuente: Bloomberg, Informes Financieros de la Compañía  
Cálculos: Casa de Bolsa SCB

# Banco de Chile | Entrega de Notas 3T23

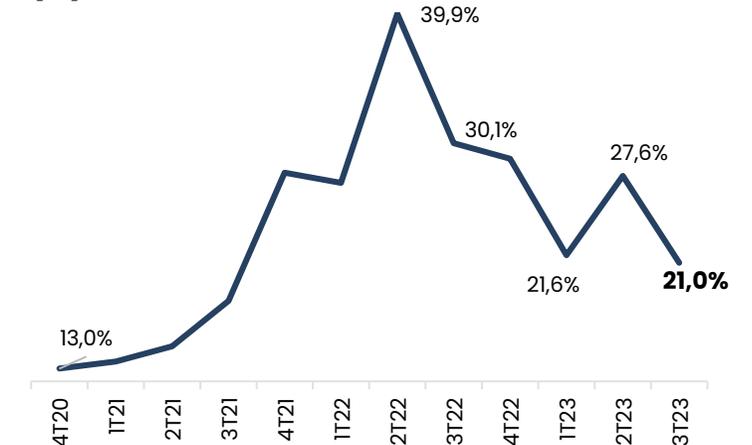
## Estable y rentable se mantiene Banchile

- **Indicador de Calidad de Cartera mantiene estabilidad**, a pesar de un leve repunte anual ubicándose en 1,35% para el 3T23, luego del 1,08% en 3T22 y 1,33% en 2T23, presentando niveles muy saludables frente a la industria (1,93%). Este leve deterioro anual es consecuencia de la normalización en el ciclo económico, reflejo de la menor liquidez de los clientes, el aumento del desempleo y desaceleración de la actividad económica, por lo cual se podría esperar estos parámetros continúen deteriorándose de manera paulatina durante los próximos trimestres, mitigado por las altas provisiones que el emisor estuvo realizando desde años anteriores.

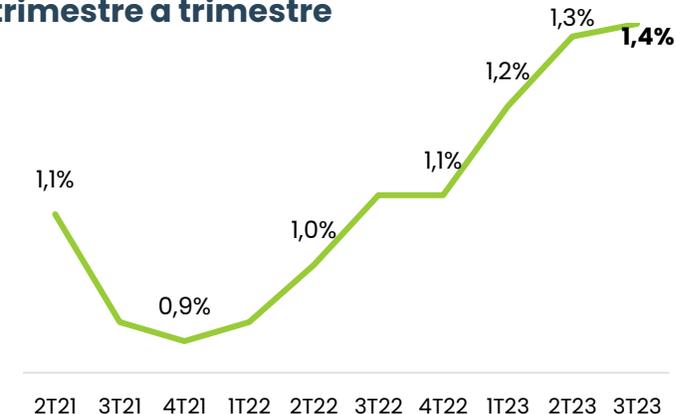
BANCO DE CHILE					
Cifras en CLP MM	3T22	2T23	3T23	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos netos por intereses	313.152	368.611	376.117	20,1%	2,0%
Provisiones Netas	115.752	85.660	77.479	-33,1%	-9,6%
Utilidad Neta	339.896	332.147	259.993	-23,5%	-21,7%
Calidad de cartera	1,08%	1,33%	1,35%	3 pbs	0 pbs
ROE 12 meses	30,1%	27,6%	21,0%	-91 pbs	-66 pbs
Índice de Solvencia	18,0%	17,8%	17,7%	-3 pbs	-1 pbs

## Banco de Chile

Gráfica 2. Comportamiento del ROE 12 Meses (%)



Gráfica 3. Deterioro de Calidad de Cartera trimestre a trimestre



# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Bancolombia | Entrega de Notas 3T23

## Recuperar cartera castigada, el respiro del banco

VOLVER



# Bancolombia | Entrega de Notas 3T23

## Recuperar cartera castigada, el respiro del banco

Bancolombia presentó resultados **NEUTRALES** durante el 3T23, en línea con las expectativas del mercado a nivel de Utilidad Neta.

A pesar de la retadora situación económica con bajos niveles de consumo y pérdida en la capacidad de pago de los clientes, el banco logró un ROE 12 meses de doble dígito (16,8%), mayor a sus comparables, con signos de deterioro (-310 pbs A/A y -48 pbs T/T). La resiliencia del emisor se evidencia en la estabilidad en su Utilidad Neta (-8,4% A/A y +2,1% T/T). A pesar de lo anterior, los resultados continúan presionados por: **1**) Importante crecimiento de los Egresos por Intereses (79,3% A/A y 2,7% T/T) especialmente por la prevalencia en la atracción hacia CDT's, a pesar de la fortaleza en los Ingresos por Intereses (23,8% A/A y 0,3% T/T) jalonados por la Cartera Comercial (41,5% A/A) y Leasing (40,5% A/A), y **2**) El continuo crecimiento en las Provisiones (37,5% A/A) afectadas por el deterioro en la Cartera de Consumo, sin embargo, con moderación trimestral (-22,7 % T/T) gracias al fuerte incremento en la Recuperación de Cartera Castigada (49,9% A/A y 41,7 % T/T).

→ Es importante seguir monitoreando las decisiones de política monetaria en Colombia, y los niveles de las tasas de captación y colocación.

BANCOLOMBIA					
Cifras en COP mil MM	3T22	2T23	3T23	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos netos por intereses	4.985	4.934	4.851	-2,7%	-1,7%
Provisiones Netas	1.170	2.082	1.610	37,5%	-22,7%
Utilidad Neta (Controladora)	1.629	1.460	1.492	-8,4%	2,1%
Calidad de la cartera (90 días)	2,4%	3,0%	3,2%	74 pbs	20 pbs
ROE 12 meses	19,9%	17,3%	16,8%	-310 pbs	-48 pbs
Índice de Solvencia	12,5%	12,5%	12,8%	32 pbs	29 pbs
NIM	7,2%	6,7%	6,8%	-34 pbs	9 pbs
Costo de Fondo	3,4%	5,5%	5,8%	245 pbs	28 pbs

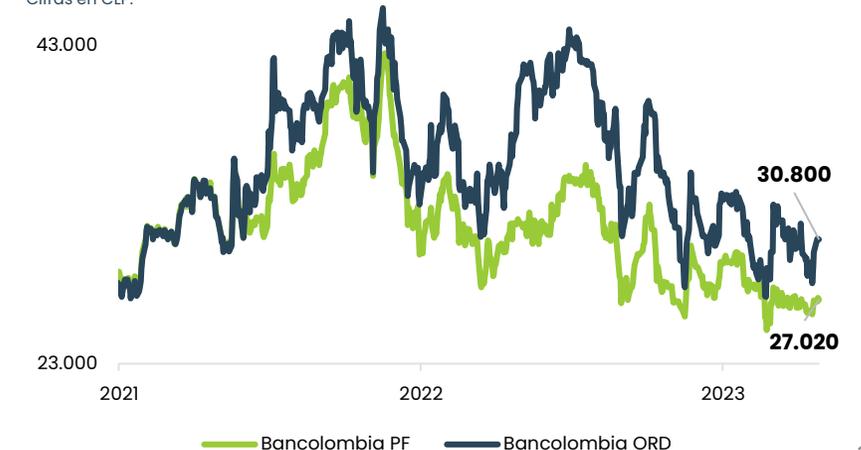


Cifras en COP. Información con la especie Ordinaria

Recomendación	Sobreponderar
Precio Objetivo	42.050
Market Cap. (BN)	27,9
Último Precio	30.800
YTD (%)	-27,5%
P/VL	0,81
DVD Yield	11,5%

### Gráfica 1. Acción Bancolombia ORD y PF

Cifras en CLP.



Fuente: Bloomberg, Informes Financieros de la Compañía  
Cálculos: Casa de Bolsa SCB

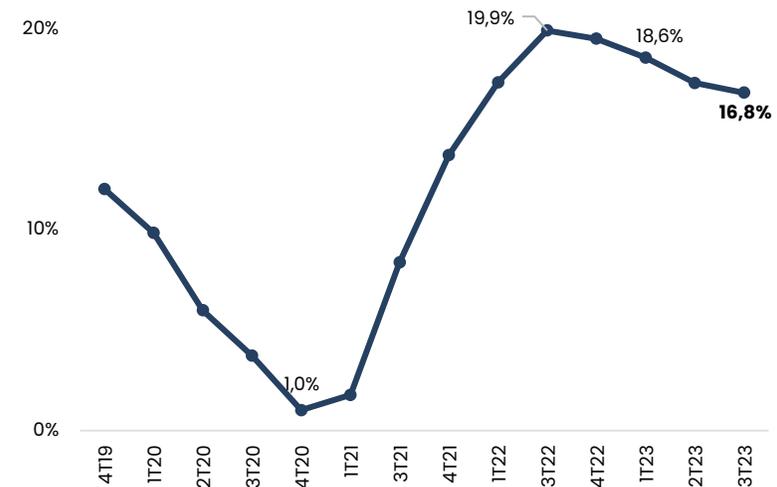
# Bancolombia | Entrega de Notas 3T23

## Recuperar cartera castigada, el respiro para banco

### Puntos destacados:

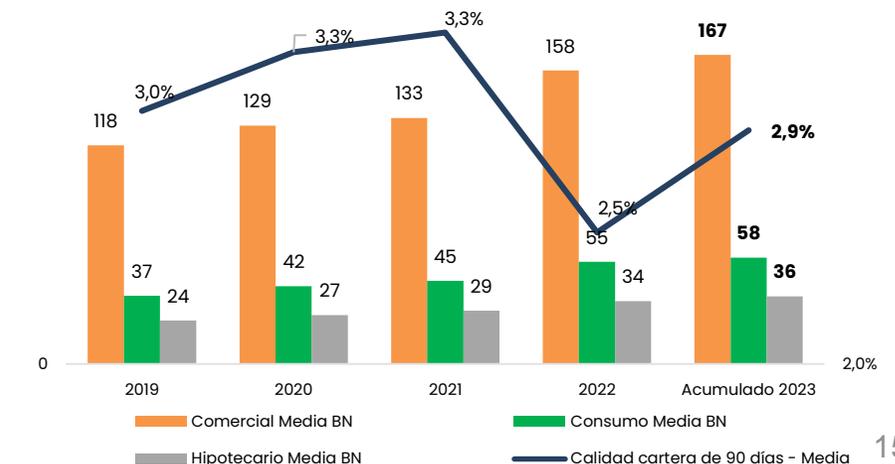
- **Necesidades de fondeo incrementan los Costos de Fondeo (3,4% para el 3T22 frente al 5,8% del 3T23)**, el cambio de ponderación en la Mezcla de Fondeo, donde los CDT's pasaron de ser el 28% en 3T22 al 37% en 3T23 se debe al **1)** Prevalciente apetito hacia CDT's, resultado del entorno de altas tasas de interés, y **2)** Necesidades de cumplir con vencimientos de títulos en este 2S23, luego de que el año pasado por temas del CFEN tuvieron que emitir títulos con vencimientos de corto y largo plazo con el fin de cumplir con la regulación, esta medida ha llevado al fuerte crecimiento de los Egresos Netos por Intereses (79,3% A/A y 2,7% T/T).
- **Recuperación de Cartera Castigada aliviaron Provisiones:** La pérdida de capacidad de pago se ha reflejado en el aumento del indicador de Cartera Vencida 90 días que pasó de 2,43% en 3T22 a 3,17% en 3T23, generando la necesidad de incrementos importantes en Provisiones (+37,5% A/A y -22,7% T/T). No obstante, los crecimientos de Cartera Vencida se han moderado (54pb en 1T23, 27pbs en 2T23 y 20pbs 3T23), lo cual podría suponer que estaría cerca de tocar techo.
- Por lo pronto, el banco se benefició este trimestre por el fuerte incremento en la Recuperación de Cartera Castigada (49,9% A/A y 41,7% T/T) y menor provisión por deterioro (-17,6% T/T), gracias a liberación de provisión por un cliente comercial. Lo anterior, ayudó a un menor Costo de Riesgo Trimestral (3,1% en 2T23 y 2,4% en 3T23), así como a una menor Cobertura (132% en 2T23 a 123% en 3T23), volviendo a niveles de 2019 (~124%). Finalmente, el Índice de Solvencia continúa estable (12,8%).

Gráfica 2. ROE 12 M consolidado Bancolombia



Gráfica 3. Saldo de la cartera y Calidad de Cartera

Cifras en COP BN  
200



Fuente: Bloomberg, Informes Financieros de la Compañía  
Cálculos: Casa de Bolsa SCB

# Bancolombia | Entrega de Notas 3T23

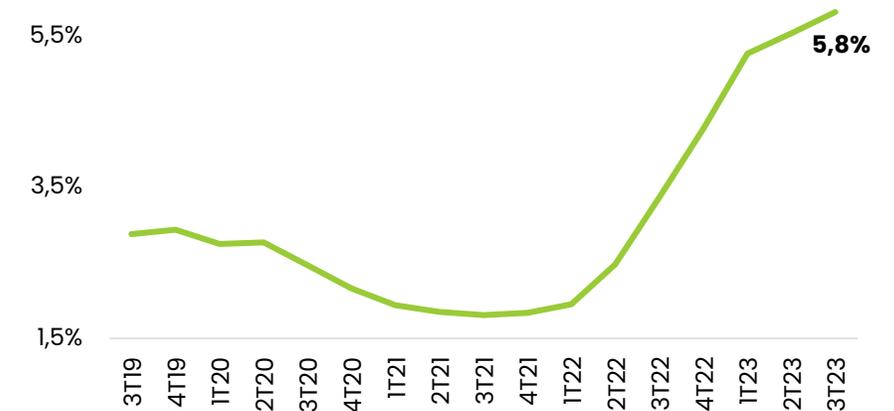
## Recuperar cartera castigada, el respiro para banco

### Comentarios Conferencia de resultados y ASG:

- **Mejor valoración en inversiones permitió leve repunte trimestral en el NIM (-34 pbs A/A y +9 pbs T/T):** Son resultado del aumento en los Gastos de Intereses por la preferencia de los clientes en CDT's (31,2% A/A) que por las Cuentas Corrientes (-13,7% A/A) y de Ahorro (-11,0% A/A), llevando a un Margen de Cartera del 7,9% en 2T23 a 7,6% en 3T23. Sin embargo, una recuperación en el Margen de Inversiones que pasó de -2,6% en 2T23 a 1,0% en 3T23, jalonado por mejores resultados en la valoración de inversiones que pasaron de COP 41 mil MM en 2T23 a COP 421 mil MM en 3T23.
- En su **Monedero Digital de Bancolombia A La Mano cumplieron su 10º aniversario**, llegando a 6,4 millones de clientes, logrando que el 15% de los nuevos clientes lo tengan como producto financiero principal, beneficiando especialmente los pequeños agricultores por medio de préstamos a través de la plataforma.
- **Han logrado un acumulado de COP 131 BN**, agregando COP ~28 BN en el 2023, para la estrategia de contribuir a negocios agrícolas de pequeña escala, edificios ecológicos y pulmones relacionados con el género, entre otros.
- La **contracción en la Cartera de Créditos continúa en todas las filiales de manera generalizada**, en la operación de Colombia (-0,14% T/T), Banistmo-Panamá con una caída del -2,9% T/T (-14,7% A/A), Banagrícola – El Salvador disminución del -3,58% T/T (-11,1% A/A), y finalmente el Grupo Agromercantil Holding en Guatemala con un retroceso del -3,7% T/T (7,12% A/A).

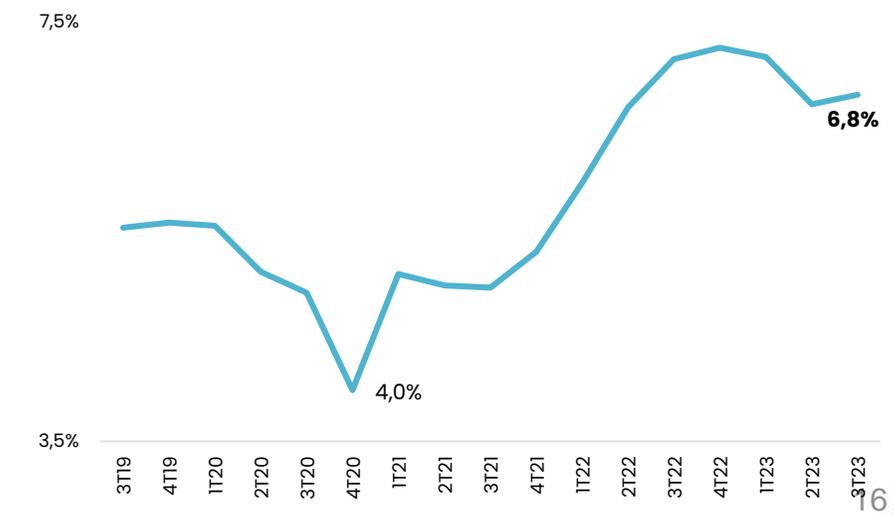
**Gráfica 4. Costo de Fondeo trimestre a trimestre**

Cifras en %



**Gráfica 5. NIM trimestre a trimestre**

Cifras en %. NIM: Margen Neto de Inversiones



12 de diciembre de 2023

# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



BVC | Entrega de Notas 3T23  
**Beneficiada por  
altos volúmenes  
de CDT's**

VOLVER

# BANK

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA



# BVC | Entrega de Notas 3T23

## Beneficiada por altos volúmenes de CDT's

### Principales puntos

**BVC presentó resultados POSITIVOS durante el 3T23.**

- **Saldos de CDT's benefició a la Utilidad Neta** logrando incrementar 41,6% A/A, a pesar de retroceso trimestral (-7,8% T/T). Los Ingresos Ordinarios presentaron una destacada dinámica anual (+25,2% A/A y +2,3% T/T) jalonados por el buen comportamiento de Post-Negociación (+31,6% A/A y +2,5% T/T) impulsado principalmente por los Servicios de Compensación y Liquidación de la CRCC (+82% A/A) gracias al incremento de las operaciones, seguido del crecimiento del 28% A/A en Custodio por aumento en la demanda de nuevos títulos y de saldos de CDT's. Asimismo, los ingresos por el segmento de Emisores lograron un crecimiento importante del 30,5% A/A (+3,4% T/T) debido a mayores emisiones desmaterializadas de nuevos títulos e incremento de saldos de CDT's. Es importante recalcar que el segmento de Negociación logró un repunte del 12,5% A/A y 2,5% T/T, gracias a derivados (+27% A/A) y Renta Fija (+17% A/A), esto a pesar del bajo rendimiento en acciones (-45% A/A).
- Sumado a lo anterior, **logró mayor eficiencia** durante el 3T23 gracias **al buen comportamiento de los Gastos (-3,2% A/A y +5,1% T/T) y la reducción de los Costos Financieros (-77,0% A/A)** especialmente por un evento no recurrente durante el 2022, donde se tuvo que vender en septiembre de 2022 un título TES del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el cual correspondía a BVC, y esto registró una pérdida importante en 2022. Sumado a esta comparación, durante el 3T23 las tasas de colocación de las inversiones beneficiaron la valoración.
- **Fuerte repunte del EBITDA (+77,0% A/A y -0,2% T/T)** gracias al comportamiento de los ingresos junto a los gastos y costos explicado anteriormente, reflejan la importante recuperación de su Margen EBITDA (+3.176pbs A/A) y registrar una Utilidad Neta destacable de COP 16 mil MM luego de los COP 11 mil MM en el 3T22.



Bolsa de Valores de Colombia

Cifras en COP.

Recomendación	Neutral
Market Cap. (BN)	0,65
Último Precio	10.740
YTD (%)	58,8%
P/VL	1,17

### Gráfica 1. Acción BVC

Cifras en COP.



Fuente: Bloomberg, Informes Financieros de la Compañía  
Cálculos: Casa de Bolsa SCB

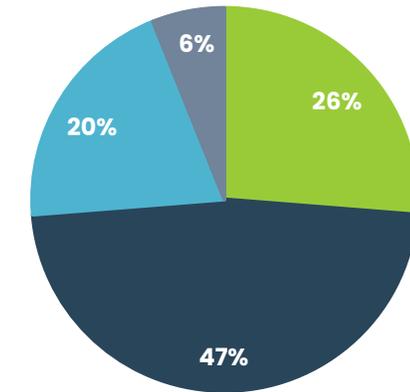
# BVC | Entrega de Notas 3T23

## Beneficiada por altos volúmenes de CDT's

BVC					
Cifras en COP mil MM	3T22	2T23	3T23	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	65,1	73,2	74,1	13,8%	1,3%
EBITDA	15,8	28,0	28,0	77,0%	-0,2%
Utilidad Neta	11,1	17,0	15,7	41,6%	-7,8%
Margen EBITDA	24,3%	60,6%	56,0%	3176 pbs	-462 pbs
Margen neto	17,0%	23,2%	21,1%	415 pbs	-208 pbs

Gráfica 2. Distribución de Ingresos por Compañía

Cifras en %.



■ BVC ■ Deceval ■ CRCC ■ Precia

Gráfica 3. EBITDA trimestral

Cifras en COP MM.



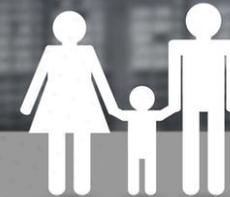
# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Davivienda | Entrega de Notas 3T23

## Utilidades en Terreno Negativo

VOLVER



# Davivienda | Entrega de Notas 3T23

## Utilidades en terreno negativo

Davivienda presentó resultados **NEGATIVOS** durante el 3T23, muy por debajo de las expectativas.

Presentó Pérdida Neta por COP -364 mil MM, ubicando un ROE 12 meses de -0,3%, luego del 12,9% en el 3T22 y 4,4% en el 2T23. Este fuerte retroceso fue consecuencia principalmente de: **1)** Persistencia de Altos niveles de Provisiones (114,6% A/A y 7,2% T/T) jalonados principalmente por el deterioro en la Cartera de Consumo, evidenciado en el empeoramiento de Calidad de Cartera de este portafolio que pasó de 2,68% en 3T22 a 6,02% en 3T23; **2)** Crecimiento importante de los Egresos por Intereses (65,7% A/A y -0,2% T/T) producto de una mayor atracción hacia CDT's de los clientes, por ello este producto pasó de representar el 37% en 3T22 al 49% en 3T23 de la Mezcla de Fondo; y **3)** Aumento relevante en los Gastos Operacionales (+9,9% A/A y +3,2% T/T) por impactos inflacionarios.

→ **Importante seguir monitoreando:** Decisiones de política monetaria sobre las tasas de interés; los niveles de tasas de captación; y decisión de pago de dividendos en 2024.

DAVIVIENDA					
Cifras en COP mil MM	3T22	2T23	3T23	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos netos por intereses	2.227	2.451	2.012	-9,6%	-17,9%
Provisiones Netas	760	1.522	1.631	114,6%	7,2%
Utilidad Neta	399	25	-364	n/a	n/a
ROE (12 Meses)	12,9%	4,4%	-0,3%	-1324 pbs	-478 pbs
NIM (12 Meses)	6,0%	6,2%	5,9%	-9 pbs	-21 pbs
Eficiencia (12 Meses)	47,2%	51,5%	53,6%	640 pbs	210 pbs
Calidad de Cartera (90 días)	2,9%	4,4%	4,7%	181 pbs	31 pbs
Costo de Riesgo (12 Meses)	2,1%	3,3%	4,0%	185 pbs	65 pbs

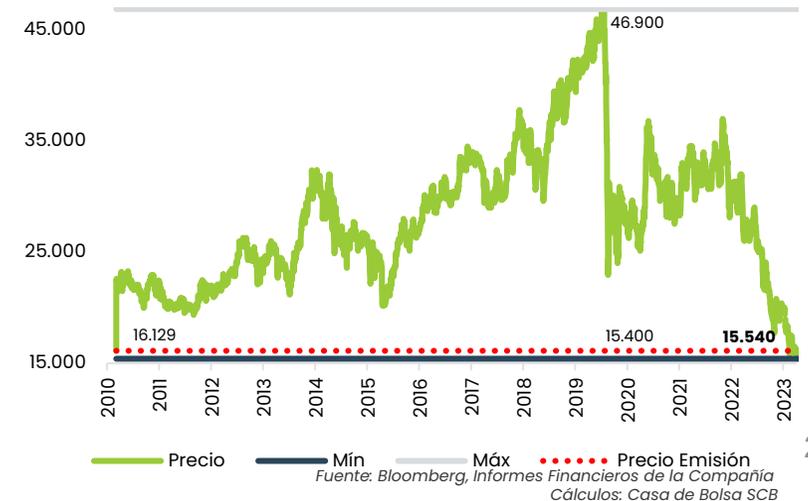


Cifras en COP. Información con la especie Preferencial

Recomendación	Mantener
Precio Objetivo	24.900
Market Cap. (BN)	7,0
Último Precio	15.540
YTD (%)	-43,6%
P/B	0,45
DVD Yield	6,5%

### Gráfica 1. Acción PF Davivienda

Cifras en COP.



# Davivienda | Entrega de Notas 3T23

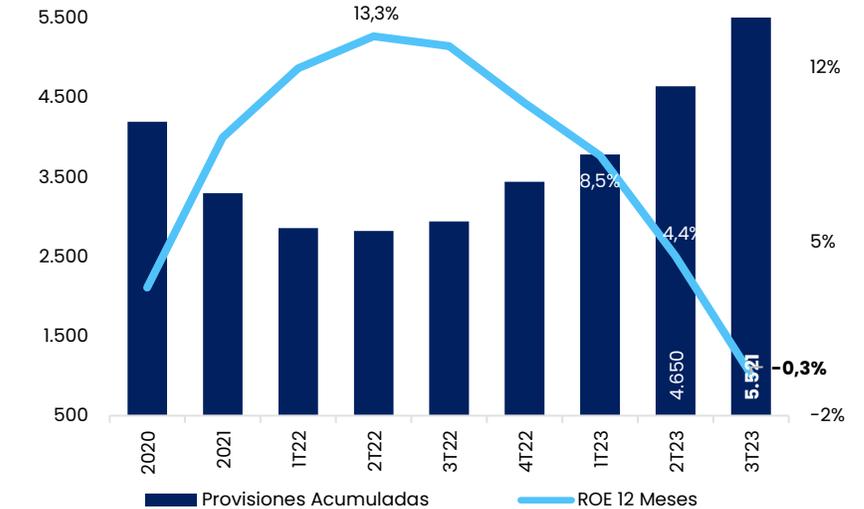
## Utilidades en terreno negativo

### Puntos destacados:

- **Fuentes de Fondo y Provisiones inciden en la Pérdida del Emisor:** La atracción de los clientes por CDT's gracias al entorno de altas tasas de interés y las necesidades de fondeo de Largo Plazo en torno al cumplimiento del CFEN, llevó a que el banco captara a tasas muy altas, llevando al fuerte crecimiento de los Egresos Netos por Intereses (65,7% A/A y -0,2% T/T). Junto con lo anterior, los altos niveles de Provisiones (+114,6% A/A y +7,2% T/T) generaron una pérdida en el trimestre por COP -364 mil MM.
- **Continúa el fuerte deterioro en la Calidad de Cartera 90 días (2,9% para el 3T22 frente al 4,7% del 3T23):** El fuerte incremento de los Castigos de Cartera (111,9% A/A y 37,5% T/T) han sido reflejo de la pérdida de la capacidad de pago de los clientes dado el entorno de altas tasas de interés y desaceleración económica, lo cual, ha llevado a que sean necesarios incrementos importantes en los Gastos de Provisiones (+114,6% A/A y +7,2% T/T). Lo anterior, ha impactado en mayor medida a la Calidad de la Cartera de Consumo que se ubicó en 6,0%, con un fuerte deterioro (+334pbs A/A y +51pbs T/T), afectado por los niveles de tasas de interés e inflación.
- **Contracción del Margen Financiero no cesa (-74,0% A/A y -59,0% T/T):** La moderación anual, pero con retroceso trimestral de los Ingresos por Intereses (+25,7%A/A y -7,8% T/T) que junto con el fuerte crecimiento de los Egresos por Intereses (+65,7% A/A y -0,2% T/T) debido a la continua preferencia por CDT's, llevaron a la caída del Margen Financiero Bruto (-9,6% A/A y -17,9% T/T). Lo anterior, refleja las presiones por parte de los Costos de Fondeo principalmente por las altas tasas de interés, llevando a la caída del NIM (-9pbs A/A y -21pbs T/T). Finalmente, y junto a lo anterior, los altos niveles de Provisiones llevaron al fuerte retroceso del Margen Financiero.

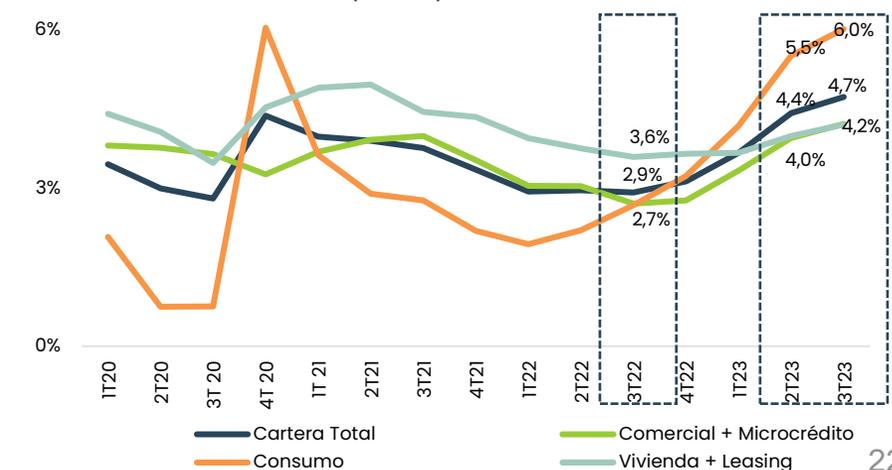
**Gráfica 2. ROE 12 meses y Provisiones Acumuladas**

Cifras en COP Miles de MM



**Gráfica 3. Niveles de mora, mayor deterioro en Cartera de Consumo**

Cifras en %. Calidad de cartera (90 días)



# Davivienda | Entrega de Notas 3T23

## Utilidades en terreno negativo

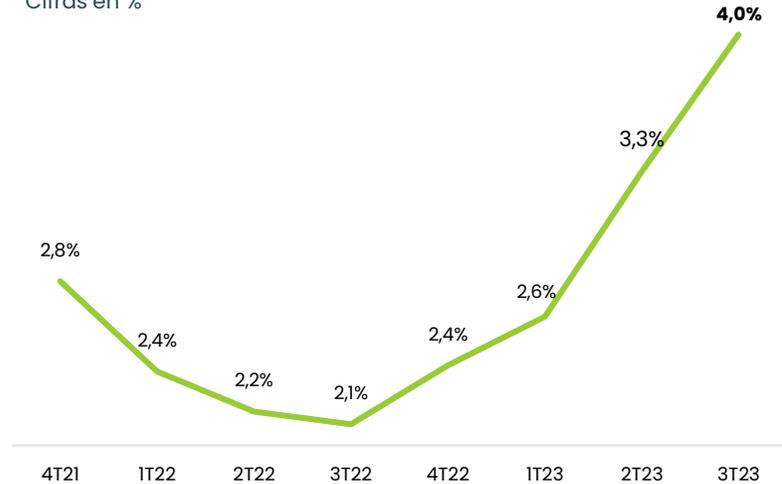
- **Origenación de créditos, en continuo retroceso.** La caída de la Cartera Bruta (-0,9% A/A y -1,0% T/T) es el reflejo de la menor dinámica económica, la baja atracción al crédito y una postura conservadora del emisor con el objetivo de mejorar los indicadores de mora (Calidad de Cartera) luego de un fuerte golpe durante lo corrido del año, como resultado de una fuerte dinamización en la oferta de créditos de consumo en el 2021. Por lo tanto, la reducción ha sido más relevante en la Cartera de Consumo (-7,4% A/A y -3,3% T/T), seguido de la Cartera Comercial (0,0% A/A y -1,3% T/T), siendo la Cartera Hipotecaria la única con leves incrementos (+7,8% A/A y +2,1% T/T).

### Comentarios Conferencia de resultados y ASG:

- **No habría Pago de Dividendos durante el 2024.** En caso de que la decisión de política monetaria en Colombia se pospusiera más de lo esperado y continuaran los altos niveles de inflación, baja dinámica económica y altas tasas de interés, según Davivienda es muy poco probable que pague dividendos el próximo año.
- **El banco invirtió más de COP 1,3 BN** en Daviplata y la expansión del Nanocrédito respaldado por el Fondo de Garantías, con el fin de fortalecer la innovación e inclusión financiera en el país.
- La Junta Directiva autorizó la inversión en la sociedad Holding Davivienda Internacional S.A., domiciliada en Panamá, la cual centralizará la inversión de todas las filiales de Centroamérica con el objetivo de visibilizar ordenadamente la estructura del banco ante terceros.

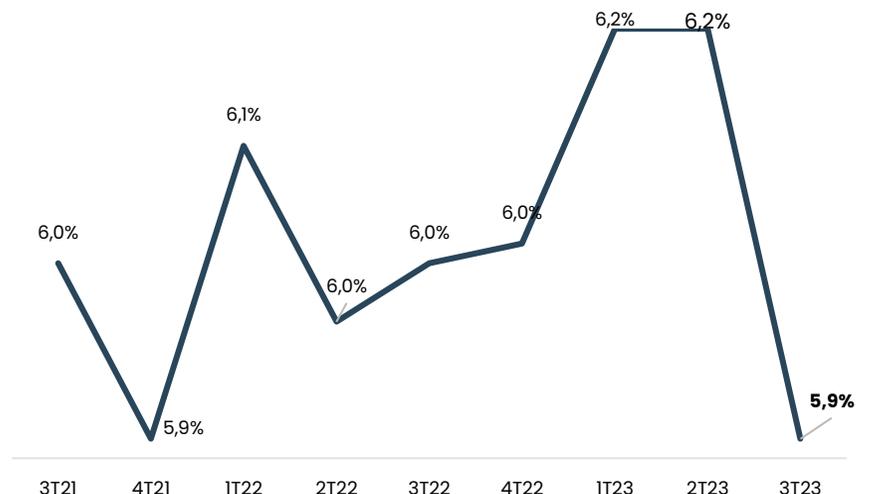
**Gráfica 4. Costo de Riesgo 12 meses**

Cifras en %



**Gráfica 5. NIM 12 meses**

Cifras en %. NIM: Margen Neto de Inversiones



# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



Grupo Aval I

## Entrega de Notas 3T23

VOLVER



# Grupo Aval I

## Entrega de Notas 3T23

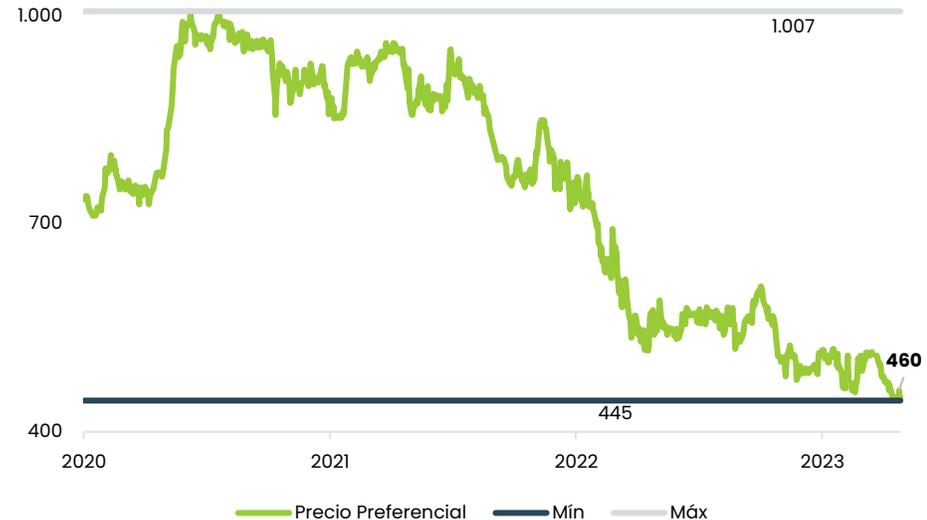
### Principales puntos

- **Continúa disminución del Margen Neto de Interés consolidado (NIM):** Se ubicó en 2,8%, (3,5% en el 3T22 y de 3,4% en el 2T23). Lo anterior, jalonado principalmente por la contracción del NIM de Inversiones que se ubicó en -3,0%, como resultado del bajo rendimiento del mercado de capitales. Por otro parte, aún el NIM se encuentra presionado por el crecimiento de los Gastos de Intereses (73,1% A/A y 2,2% T/T), principalmente por los gastos de Depósitos a Término (132,3% A/A y 5,7% T/T), frente al crecimiento en menor medida de los Ingresos por Intereses (40,7% A/A y 2,5% T/T). Esto sumado a mayores Gastos Administrativos (6,4% A/A) por alta inflación, llevaron a una disminución en la Utilidad Neta frente al año anterior (-84,1% A/A y -61,0% T/T), ubicando un ROE anualizado de 1,6% en el 3T23 (-826 pbs A/A y -250 pbs T/T).
- **Deterioro en Calidad de Cartera e incremento de Costo de Riesgo:** Menor capacidad de pago en clientes y actualización de parámetros macroeconómicos más conservadores se reflejó en el incremento de 118pbs A/A y 37pbs T/T del Costo de Riesgo, impulsado por el deterioro de la Cartera Vencida de 30 días (4,3% en 3T22 a 5,3% en 3T23) y 90 días (3,2% en 3T22 a 3,8% en 3T23) impulsado principalmente por los préstamos de Consumo morosos.
- **Se mantuvo crecimiento de Cartera Bruta,** ubicándose en COP 188 BN (+6,2% A/A y +0,5% T/T). Sin embargo, presenta signos de desaceleración trimestrales como resultado de la desaceleración económica y altas tasas de interés que desincentivan la toma de créditos por parte de los clientes. El crecimiento estuvo liderado por la Cartera Hipotecaria (+6,8% A/A y +2,0% T/T) y Cartera Comercial (+6,6% A/A y 0,0% T/T), jalonados principalmente por préstamos de Capital de Trabajo (+15,5% A/A y +4,0% T/T), siendo la Cartera de Consumo la de menor impulso (+5,2% A/A y +1,0% T/T) impulsada principalmente por los Créditos de Nómina (+0,2% A/A y +1,5% T/T).



**Gráfica 1. Acción Grupo Aval (PFAVAL CB Equity)**

Cifras en COP. Datos con la especie Preferencial



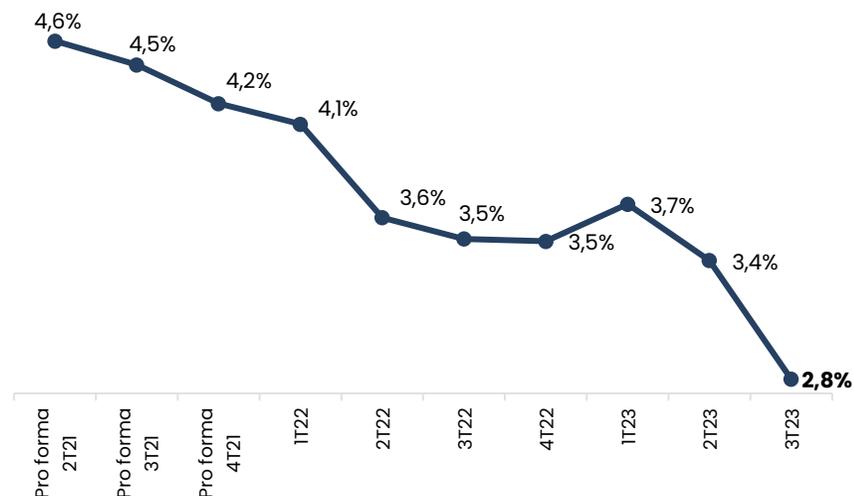
# Grupo Aval I

## Entrega de Notas 3T23

GRUPO AVAL					
Cifras en COP mil MM	3T22	2T23	3T23	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos por intereses	5.213	7.155	7.335	40,7%	2,5%
Gastos por intereses	3.295	5.579	5.702	73,1%	2,2%
Utilidad Neta (Controlante)	408	166	65	-84,1%	-61,0%
NIM	3,5%	3,4%	2,8%	-75 pbs	-63 pbs
ROE anualizado	9,8%	4,1%	1,6%	-826 pbs	-250 pbs
Costo del riesgo	1,4%	2,2%	2,5%	118 pbs	37 pbs

**Gráfica 2. NIM Trimestral consolidado – Grupo Aval**

Cifras en %. NIM 0 Margen Neto de Intereses



**Gráfica 3. Costo de Riesgo – Grupo Aval**

Cifras en %.



# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



## Canacol Entrega de Notas 3T23

# No Recurrentes hundieron Utilidad

VOLVER



# Canacol | Entrega de Notas 3T23

## No Recurrentes hundieron Utilidad

Canacol presentó resultados **NEUTRALES** durante el 3T23, estando en línea con las expectativas del mercado en cuanto a Ingresos y EBITDAX, mientras que la sorpresa negativa vino por parte la Utilidad Neta (USD -0,5 MM) debido a la contabilización de Deterioro de Activos de Largo Plazo (USD -32,6 MM), relacionados con la terminación del proyecto del gasoducto que conecta Medellín con Jobo, donde USD 25,1 MM corresponden a Costos Acumulados y USD 7,5 MM a Gastos y Depósitos Pagados por Anticipado.

La reducción en los ingresos (-9,9% A/A) se da por los Ingresos causados en el 3T22 relacionados con la entrega de un contrato a largo plazo en particular de un comprador que terminó de causarse al cierre del 2022, algo que también se reflejó en una disminución de USD 7,5 MM en los Costos y Gastos. Adicional a lo anterior, **los mayores precios promedio de venta, neto de Gastos de Transporte, permitieron mitigar la disminución de las ventas contractuales de Gas Natural y GNL que llegaron a 178,2 Mcfpd (-3,2% A/A)**, debido a las restricciones inesperadas en la capacidad de producción de la compañía y que limitó las entregas de Gas No Esencial.

El incremento de los Gastos Operativos (+22,6% A/A), Generales y Administrativos (+16,3% A/A); y Otros Gastos (+15,78% A/A), se vio compensado por la reducción en los Gastos de Transporte (-72,6% A/A). Así, **se observó una expansión de 14,7 pp en el Margen EBITDAX.**

**Con una normalización esperada en los volúmenes de Gas Natural y GNL hacía final de año, una vez solucionados los imprevistos en algunos pozos productores, junto con los menores Gastos de Transporte y mayor precio promedio, debería reportarse un sólido comportamiento de los ingresos en el 4T23.** A nivel No Operativo, la desaceleración en los intereses y la no causación de Gastos No Recurrentes debería aliviar las presiones sobre la Utilidad Neta.



Precio Objetivo (COP)	Bajo Revisión
Recomendación	Bajo Revisión
YTD (%)	-44,67%
PER	0,93x
P/VL	0,5x
Dividend Yield	15,6%

**Gráfica 1. Precio de la acción de Canacol**

Cifras en COP



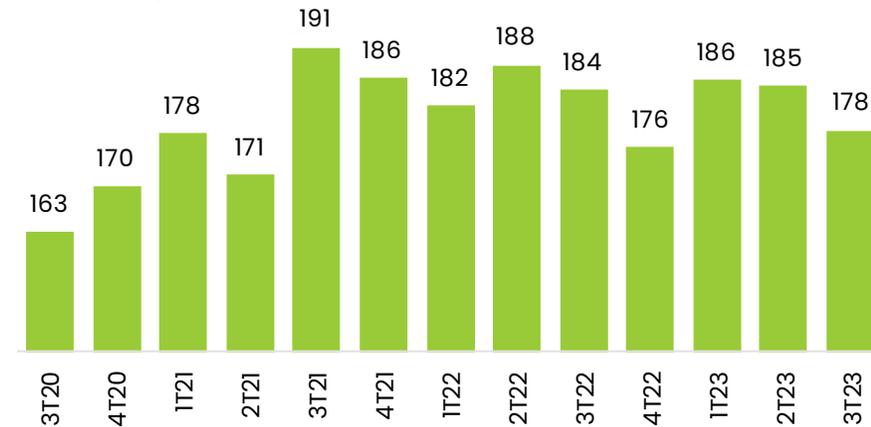
# Canacol | Entrega de Notas 3T23

## No Recurrentes hundieron Utilidad



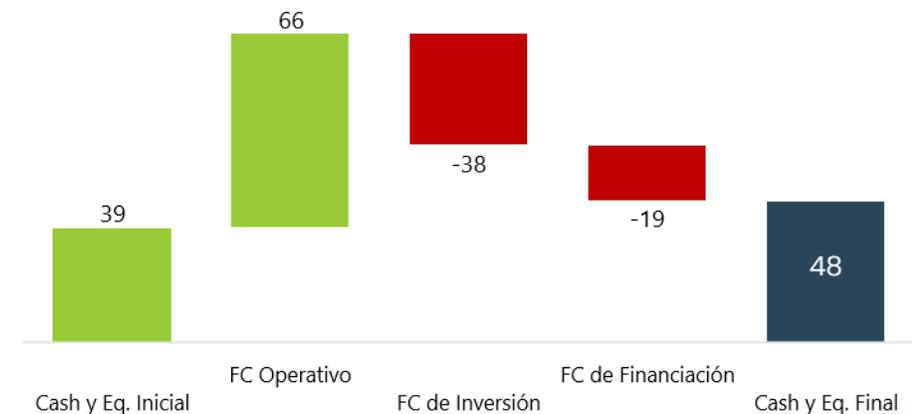
**Gráfica 2. Evolución ventas contractuales Gas Natural y GNL**

Cifras en MMcfpd



**Gráfica 3. Evolución Flujo de Caja 3T23**

Cifras en USD MM – FC = "Flujo de Caja"



Canacol					
Cifras en USD MM	3T2022	2T2023	3T2023	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Totales	88	78	79	1,8%	-9,9%
Gastos Totales	55	38	71	87,8%	28,8%
Ventas Contractuales Gas Natural y GNL*	184	185	178	-3,6%	-3,2%
Utilidad antes de Impuestos	22	25	6	-	-
EBITDAX	56	61	62	2,4%	10,9%
Utilidad Neta	-	4	0,5	-	-
Margen EBITDAX	63,8%	78,1%	78,5%	44 pbs	1468 pbs
Margen Neto	-5,1%	51,5%	-0,7%	-5214 pbs	442 pbs

\*MMcfpd = Millones de pies cúbicos por día

# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



Ecopetrol Entrega de Notas 3T23

## Precios y TRM se roban el protagonismo

VOLVER





# Ecopetrol | Entrega de Notas 3T23

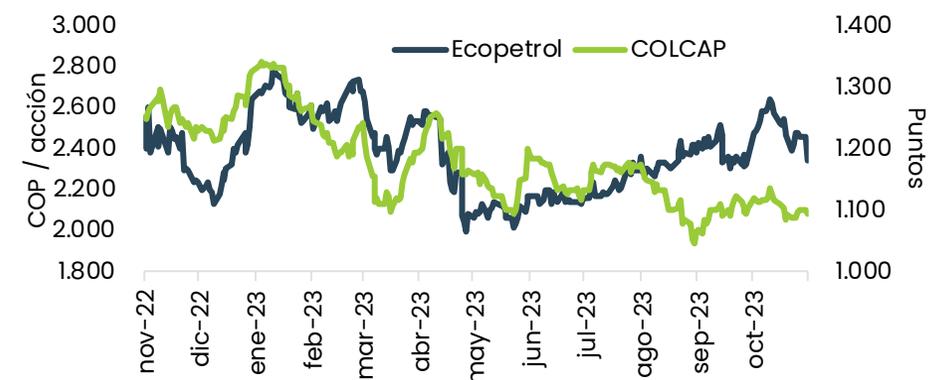
## Precios y TRM se roban el protagonismo

La utilidad de Ecopetrol de COP 5,1 BN incrementó 24,4% respecto al trimestre anterior y disminuyó 46,5% respecto al año anterior (9,8% inferior a nuestra estimación de 5,6 BN). La diferencia frente a nuestra estimación se explica principalmente por una mayor tasa efectiva de tributación para la provisión de impuestos (47,0% en 3T23), por lo que calificamos como **NEUTRALES** estos resultados. Por su parte, la producción de 740,8 miles de barriles de petróleo equivalente diario - kbped (+1,8% T/T y +2,8% A/A), 0,3% superior a nuestra estimación, se ubicó finalmente en niveles prepandemia. Asimismo, el ingreso se ubicó en 35,1 BN (+2,4% T/T y -19,1% A/A) en línea con nuestras expectativas y el EBITDA de COP 16,0 BN (+10,0% T/T y -24,1% A/A), con un margen de 45,7%, superó en 3,6% nuestra estimación. En términos de márgenes (bruto, operacional, EBITDA y neto), se presentó una mejora a nivel trimestral, junto con un deterioro anual.

En esta ocasión, la recuperación trimestral en las cotizaciones de las canastas de venta de crudo, productos y gas natural, se vieron limitadas en el ingreso en pesos, debido a la revaluación del peso colombiano. **En cuanto al FEPC, el saldo de la cuenta por cobrar cerró en COP 25,7 BN (0,5 BN superior a nuestra estimación)**, destacándose la disminución en la acumulación mensual promedio debido al incremento en los precios de la gasolina en Colombia

Precio Objetivo (COP)	2.600
Recomendación	Neutral
Market Cap. (COP BN)	96,2
Último Precio	2.340
YTD (%)	-3,3%
Dividend Yield	25,3%

**Gráfica 1. Ecopetrol vs. Colcap LTM**  
COP / acción



Cifras en COP mil MM	Ecopetrol				
	3T2022	2T2023	3T2023	Var % T/T	Var % A/A
Ventas Totales	43.438	34.300	35.130	2,4%	-19,1%
EBITDA	21.142	14.585	16.038	10,0%	-24,1%
Utilidad Neta Controlante	9.513	4.087	5.086	24,4%	-46,5%
Margen EBITDA	48,7%	42,5%	45,7%	313 pbs	-302 pbs
Margen Neto	21,9%	11,9%	14,5%	256 pbs	-742 pbs

# Ecopetrol | Entrega de Notas 3T23

## Precios y TRM se roban el protagonismo

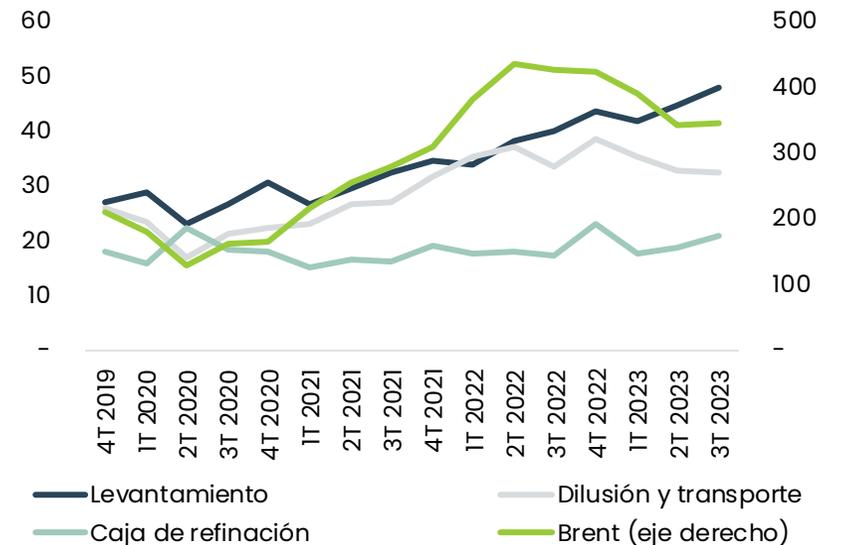
Si la utilidad de 4T23 se mantuviera igual a la del tercer trimestre, la utilidad anual de Ecopetrol decrecería 40,4% respecto a 2022, una trayectoria negativa, con un menor aporte esperado para la nación en 2024.

### Puntos destacados

- Producción:** La producción de 740,8 miles de barriles de petróleo (+1,8% T/T y +2,8% A/A), se ubica por encima de la producción de 4T19 de 729,2 kbped (prepandemia). Para 3T23, la participación de Ecopetrol Permean fue de 9,0% (+8,9 p.p. respecto a 4T19), sin lo cual, la producción del trimestre permanecería 7,5% inferior al nivel prepandemia. Asimismo, la participación del recobro mejorado en la producción total continúa incrementando y para 3T23 se ubicó en 40%. Creemos que una participación mayor del recobro mejorado en la producción total va a continuar presionando los costos al alza. Si bien parte de la presión al alza en los costos viene de la inflación colombiana, la tendencia es anterior en el caso de los costos de levantamiento.
- Endeudamiento:** Durante el 2023, a partir de operaciones de manejo de deuda principalmente, el saldo de 3,5 miles de millones de dólares bajó a 0,2 en 2023, mientras que el saldo de 2024 pasó de 2,3 miles de millones de dólares a 1,8, y se esperan operaciones de manejo de deuda para parte de este saldo. Al cierre de 3T23, la deuda sobre EBITDA fue 1,7x (+0,1x respecto al trimestre anterior y +0,2x respecto al año anterior) y la Deuda Neta sobre EBITDA fue 1,5x, incrementando igualmente frente a los periodos anteriores, pero manteniendo un espacio de endeudamiento holgado. Salvo por requerimientos de caja debido al nivel de pago de dividendos y la velocidad del incremento en el precio de los combustibles en Colombia (FEPC), Ecopetrol no espera incrementar su endeudamiento.

### Gráfica 2. Evolución de los costos por barril

Eje derecho. Cifras en COP



# Ecopetrol | Entrega de Notas 3T23

## Precios y TRM se roban el protagonismo

**Segmentos:** Como lo mencionamos al comienzo, la evolución de los márgenes consolidados (bruto, operacional, EBITDA y neto) fue positiva a nivel trimestral y negativa a nivel anual. Debemos destacar el hecho de que el segmento de Refinación (Downstream) tuvo una evolución favorable en márgenes tanto trimestral como anualmente, a pesar de que el precio en dólares y en pesos de la canasta de Productos disminuyó en términos anuales. Mientras tanto, los márgenes de Logística y Transporte (Midstream) evolucionaron negativamente tanto trimestral como anualmente, en parte debido a la revaluación del peso colombiano, en un trimestre durante el cual ISA (transmisión eléctrica principalmente) no tuvo un buen desempeño.

**Ruido:** Durante el trimestre se realizó el “DÍA DEL INVERSIONISTA, ENERGÍA QUE TRANSFORMA – ESTRATEGIA 2040”, donde se rectificó la postura de la compañía y el Gobierno en torno al gas natural y su importancia como combustible para la transición energética. Habiéndose aclarado lo anterior, la incertidumbre viene presentándose en el frente de la participación de Ecopetrol en diferentes actividades de la cadena de la energía eléctrica, específicamente la generación eléctrica e inclusive el transporte de gas natural. En este frente, Ecopetrol aclaró que su intención de incursionar en generación eléctrica se limita al autoabastecimiento y a una futura generación eléctrica para la producción de hidrógeno; mientras que no realizaron ninguna aclaración en torno al transporte de gas natural.

### Comentarios Conferencia de Resultados

- **Gas Natural:** Ecopetrol estima déficits incrementales en el gas natural durante los siguientes años, para los cuales no descarta recurrir a importaciones de Venezuela. La producción esperada al cierre del año se ubica en 730 kbped y aún no se ha determinado la meta de 2024 en adelante.
- **Dividendos:** El guidance es un rango entre 40% y 60%, que junto con la disminución en la utilidad respecto a 2022 va a traducirse en menores dividendos a repartir en 2024.
- **Offshore e Hidrógeno:** En relación a las condiciones que se deben presentar para viabilizar la producción de gas offshore, las respuestas de la compañía no se tradujeron en niveles de precio mínimos. En cuanto al Hidrógeno, Ecopetrol aclaró que de acá a 2030 están en periodo de aprendizaje.

# Ecopetrol | Entrega de Notas 3T23

## Precios y TRM se roban el protagonismo

### ASG

- **Ambiental:** La empresa reutilizó 38,8 millones de metros cúbicos de agua en sus operaciones, y logró reducir 423.199 tCO<sub>2</sub>e (acumulado a septiembre), cumpliendo 102% respecto al plan del año.
- **Reportes:** Se presentó el tercer reporte especializado sobre gestión del cambio climático atendiendo las recomendaciones del “Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD)”.
- **Social:** Al cierre de 3T23 se destinaron COP 298.589 millones para la ejecución del Portafolio de Desarrollo Territorial, que incluye la inversión social, ambiental y de relacionamiento de carácter estratégico y obligatorio.

# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Mineros Entrega de Notas 3T23



## FX y Discontinuadas jugaron mala pasada

VOLVER



# Mineros | Entrega de Notas 3T23

## FX y Discontinuadas jugaron mala pasada

Mineros presentó resultados **NEGATIVOS** durante el 3T23, con una **disminución en los Ingresos (-5,9% A/A)**, afectados por la caída en las Ventas de Oro (-8,76% A/A), debido a menores Onzas vendidas (50,1 mil vs. 56,9 mil en 3T22), explicado especialmente por la suspensión de la planta principal de Hemco en Nicaragua, la cual procesa cerca del 89% de todo el material y de la disposición de relaves. Así mismo, la revaluación del peso colombiano frente al dólar limitó el efecto positivo del aumento del precio del Oro, el cual en el 3T23 tuvo un promedio de USD 1.921/Onza (+12% A/A). Por otra parte, la caída en las Ventas de Oro fue compensada, en menor parte, por un fuerte incremento de las Ventas de Plata (+85,9% A/A).

Por su parte, los Costos de Operación Minera continúan creciendo (+1,3% A/A), afectados por los mayores costos de la minería artesanal y los salarios, algo que ha afectado los resultados de la compañía a lo largo del año, mientras que el Costo por Onza de Oro alcanzó los USD 1.222 (+21,4% A/A). **Lo anterior generó contracciones tanto en el Margen Bruto (-471 pbs A/A) como sobre el Margen EBITDA Ajustado (-460 pbs A/A)**. Cabe resaltar que la compañía mostró un alivio en los Gastos de Administración (-11,4% A/A).

Los mayores retos vinieron a nivel No Operativo, donde **se reportó un ahorro de COP 21 mil MM en Deterioro de Activos, algo que fue opacado por las pérdidas de COP 23,9 mil MM por Diferencia en Cambio y COP 184,4 mil MM de Operaciones Discontinuadas de Minas Argentina S.A**, de donde COP 51,2 mil MM corresponden a pérdidas operativas y COP 133,2 mil MM de pérdidas en venta de activos.

**Dejando de lado los resultados y eventos no recurrentes, hacia finales del 2023 esperamos que los resultados vuelvan a estar en línea con lo observado en los primeros 2 trimestres del año**, beneficiado de aún altos precios del Oro y normalización en la producción, sin embargo, la revaluación del peso vs. 4T22 seguiría siendo un limitante para los ingresos.

Precio Objetivo (COP)	3.200
Recomendación	Neutral
YTD (%)	-5,41%
PER	6,1x
P/VL	0,35x
Dividend Yield	16,2%

**Gráfica 1. Precio de la acción de Mineros**

Cifras en COP





# Mineros | Entrega de Notas 3T23

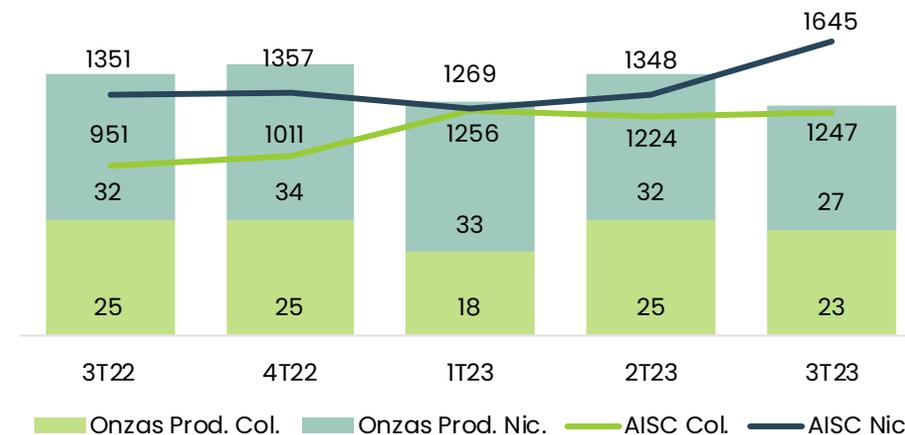
## FX y Discontinuadas jugaron mala pasada

Mineros					
Cifras en COP mil MM	3T2022	2T2023	3T2023	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Totales	436	615	410	-33,3%	-5,9%
Costo por Onza de Oro*	1.007	1.207	1.222	1,2%	21,4%
Utilidad Bruta	131	174	104	-40,3%	-20,6%
EBITDA Ajustado**	164	213	135	-36,4%	-17,4%
Utilidad Neta Controlante	11	56	- 150	-	-
Margen Bruto	30,1%	28,3%	25,3%	-299 pbs	-471 pbs
Margen EBITDA	37,5%	34,6%	32,9%	-164 pbs	-460 pbs
Margen Neto	2,4%	9,2%	-36,5%	-4572 pbs	-3898 pbs

\*USD \*\*TRM = Promedio del trimestre (3T22 = 4.374; 2T23 = 4.431,88; 3T23 = 4.048,63)

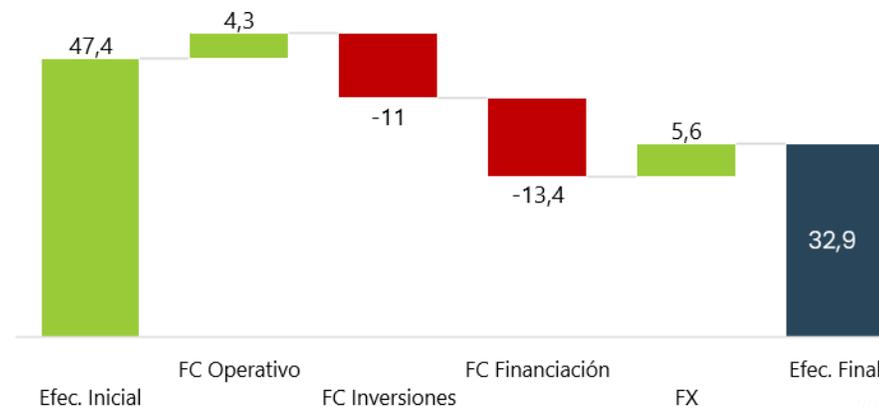
### Gráfica 2. Evolución Onzas Producidas y AISC

Cifras en Miles de Onzas (Onzas Producidas) y USD por Onza (AISC). Col = Colombia; Nic = Nicaragua



### Gráfica 3. Evolución Flujo de Caja 3T23

Cifras en USD MM - FC = "Flujo de Caja"



# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



SQM | Entrega de Notas 3T23

## Precios continúan limitando los resultados

VOLVER



# SQM | Entrega de Notas 3T23

## Precios continúan limitando resultados

**SQM presentó resultados NEGATIVOS durante el 3T23, ubicándose por debajo de lo esperado por la media del mercado,** donde pese a mantener estable los volúmenes, sin variaciones significativas frente a la producción del 3T22, el deterioro de los resultados es explicado, en buena parte, por la disminución de los precios promedio del Litio (-46,4% A/A), el cual pesa +71% del total de los ingresos en lo corrido del año, así como, la contracción en el precio de los productos de Nutrición Vegetal de Especialidad (-29,8% A/A) y del Potasio (-53,1% A/A). Con lo anterior, **se reportó una fuerte reducción de los Ingresos (-37,8% A/A), algo que junto a mayores Costos de Materias Primas (+32,5% A/A) y Gastos por Beneficios a Trabajadores (+54,5% A/A), generó una caída importante en el Margen Bruto de la compañía (-14,2 pp A/A).**

A nivel No Operativo, los incrementos en los Ingresos Financieros (+313% A/A) compensaron en su totalidad el aumento de los Gastos Financieros (+82,2% A/A) y de las pérdidas por Diferencia en Cambio (+58,7% A/A). Así, **la Utilidad Neta Controlante se ubicó USD 481,6 MM (-56,4% A/A).** Este debilitamiento de los resultados ha limitado **el Flujo de Caja Operativo que, en lo corrido del año, alcanzó los USD 409 MM, siendo sólo un 14% de lo reportado en el mismo periodo del 2022.**

Si bien con las recientes adquisiciones de SQM en Australia esperamos se dé un impulso en la producción, y, por ende, a los ingresos, **en el corto y mediano plazo difícilmente se tendrán precios del Litio, Potasio y demás segmentos, en niveles similares al 2022,** esto, mezclado con presiones importantes por los Costos de Materias Primas, aún altos Gastos Financieros e Incrementos en los Salarios, los márgenes de la compañía se mantendrían rezagados frente a los observados el año anterior. **El debilitamiento de los resultados y los mayores vencimientos de Pasivos Financieros en el Corto Plazo (+65% YTD), generarían presiones y limitaría el Flujo de Caja de la Compañía.**

Precio Objetivo (CLP)	58.980
Recomendación	Neutral
YTD (%)	-31,14%
PER	4,7x
Capitalización Bursátil (CLP BN)	12,1
Dividend Yield	1,1%

**Gráfica 1. Precio de la acción de SQM**

Cifras en CLP - Serie A



Fuente: SQM 3Q23 Financial Report, Bloomberg, cálculos Casa de Bolsa SCB



# SQM | Entrega de Notas 3T23

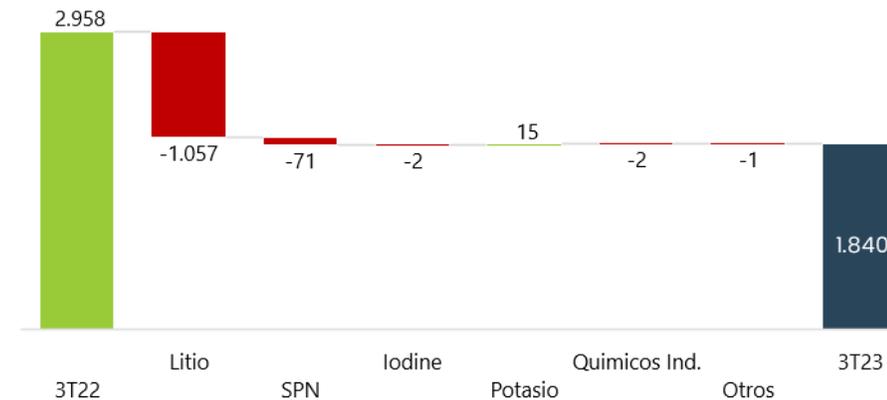
## Precios continúan limitando los resultados

SQM					
Cifras en USD MM	3T2022	2T2023	3T2023	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Totales	2.958	2.052	1.840	-10,3%	-37,8%
Utilidad Bruta	1.633	855	754	-11,9%	-53,8%
EBITDA Ajustado	1.660	877	788	-10,1%	-52,5%
Utilidad Neta Controlante	1.100	580	479	-17,4%	-56,4%
Utilidad por Acción*	3,85	2,03	1,68	-17,2%	-56,4%
Margen Bruto	55,2%	41,7%	40,9%	-73 pbs	-1424 pbs
Margen EBITDA	56,1%	42,7%	42,8%	10 pbs	-1329 pbs
Margen Neto	37,2%	28,3%	26,1%	-223 pbs	-1113 pbs

\*USD por acción

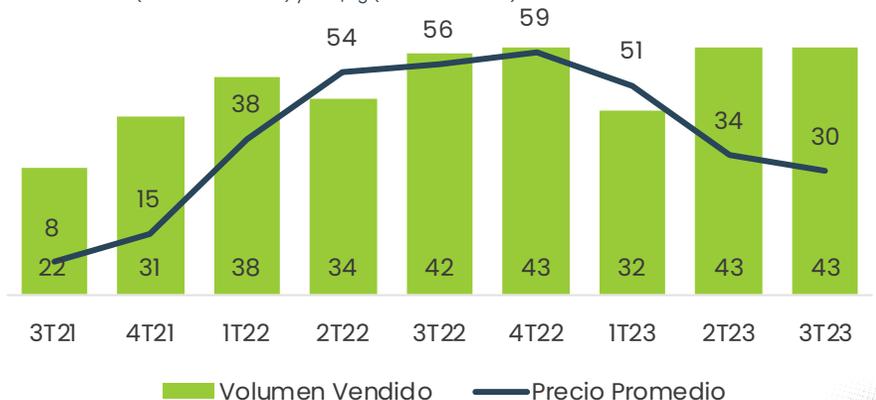
**Gráfica 2. Comportamiento Ingresos vs. 3T22 por segmento**

Cifras en USD MM



**Gráfica 3. Volumen vendido vs. Precio Promedio del Litio**

Cifras en KMT (Volumen Vendido) y USD/Kg (Precio Promedio)



# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



## Terpel | Entrega de Notas 3T23

# Eficiencia en Costos impulsa resultados

VOLVER





# Terpel | Entrega de Notas 3T23

## Eficiencia en Costos impulsa resultados

Terpel presentó resultados **POSITIVOS** durante el 3T23, mostrando importantes avances a nivel Operativo respecto al 2022, mientras que se reportó una **desaceleración de las presiones No Operativas**. Así, si bien se observó una reducción en los Ingresos (-2,6% A/A y +7,5% T/T), se presentaron mayores eficiencias, principalmente por menores Costos de Ventas de Bienes (-7,0% A/A y +5,3% T/T), lo que benefició el Margen Bruto (+340 pbs A/A), siendo lo que mayor impacto positivo tuvo sobre los resultados, al igual que en el **Flujo de Caja Operativo el cual creció +102% T/T, mejorando significativamente en lo que va corrido del año respecto al mismo periodo del 2022 (COP -292 mil MM en 9M22 vs. COP 888 mil MM en 9M23)**.

Por otro lado, **se reportó un crecimiento de los Costos de Distribución (+10,3% A/A)**, impulsado por mayores Gastos de Mantenimiento y Reparaciones (+262% A/A), junto con Sueldos y Salarios (+14,33% A/A) en línea con el aumento del salario mínimo. Así mismo, **a pesar de mostrar una desaceleración de las Provisiones respecto al 2T23 (COP 58 mil MM en 2T23 vs. COP 2,5 mil MM en 3T23), continúan los incrementos, creciendo +166% A/A**, debido al deterioro de cartera de Viva Colombia, dado el proceso de liquidación en el que está.

**Por su parte, los Gastos de Intereses continúan creciendo (+45,9% A/A y +5,5% T/T)**, a pesar de contar con menores Pasivos Financieros (-3,6% A/A) y tener una mejora respecto al 2T23 en la participación sobre ingresos, siguen representando el ~1,5% de los Ingresos (-17 pbs T/T), estando lejos del 1,04% reportado en el 2019,

De mantener estas eficiencias operativas, esperaríamos seguir observando un mejor comportamiento de los márgenes, expandiéndose en los próximos trimestres, beneficiado también del mayor precio de la Gasolina, mientras que una desaceleración de las provisiones y alivio de los Gastos de Intereses, esperamos ver una disminución gradual de las presiones sobre la Utilidad Neta.

Precio Objetivo (COP)	14.000
Recomendación	Neutral
YTD (%)	-15,94%
PER	3,7x
P/VL	0,44x
Dividend Yield	13,6%

**Gráfica 1. Precio de la acción de Terpel**

Cifras en COP



Fuente: Terpel 3Q23 Financial Report, Bloomberg, cálculos Casa de Bolsa SCB

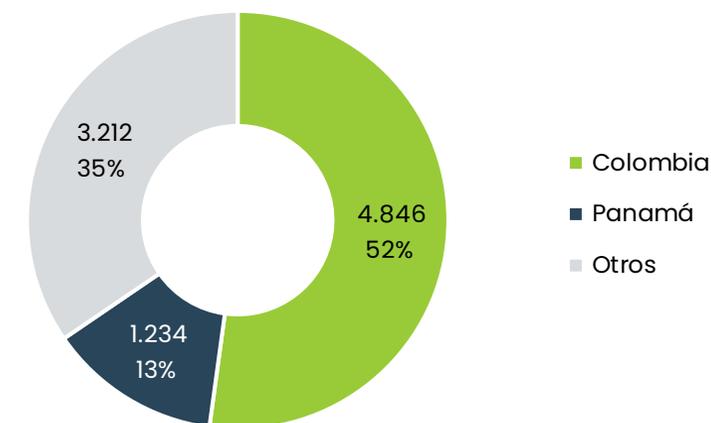
# Terpel | Entrega de Notas 3T23

## Eficiencia en Costos impulsa resultados

Terpel					
Cifras en COP mil MM	3T2022	2T2023	3T2023	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Operacionales	9.540	8.644	9.292	7,5%	-2,6%
Utilidad Bruta	629	731	929	27,1%	47,7%
Utilidad Operacional	137	135	391	188,3%	184,6%
Utilidad Neta Controlante	8	2	167	6887,2%	1942,0%
Margen Bruto	6,59%	8,46%	10,00%	154 pbs	340 pbs
Margen Operacional	1,44%	1,57%	4,20%	264 pbs	276 pbs
Margen Neto	0,09%	0,03%	1,80%	177 pbs	171 pbs

Gráfica 2. Ingresos por geografía

Cifras en COP mil MM



# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



## Cencosud | Entrega de Notas 3T23

# FX opacó resiliencia de la operación

VOLVER



# Cencosud | Entrega de Notas 3T23

## FX opacó resiliencia de la operación

Durante el 3T23 Cencosud reportó resultados **NEUTRALES**, donde a pesar de ubicarse en línea con las expectativas en cuanto a Ingresos y EBITDA, reportó una fuerte sorpresa negativa en la Utilidad Neta. Así, Cencosud continuó mostrando resiliencia en su segmento core, pues presentó una ligera contracción en los ingresos de Supermercados (-0,43% A/A), no obstante, los mayores desafíos continúan siendo Mejoramiento del Hogar (-16,9% A/A) y Tiendas Departamentales (-13,4% A/A) en línea con el debilitamiento del consumo, contracción del ingreso disponible de los hogares y deterioro del sector de construcción. Sin embargo, se ha observado una mejoría en los días de inventarios, principalmente en Mejoramiento del Hogar (-6,6 días) debido al aumento de las promociones en Argentina y Chile, algo que también ha limitado la rentabilidad.

Por otra parte, pese al alivio de las presiones inflacionarias sobre los Costos (-3,0% A/A) y la disminución en Costos de Distribución (-14,3% A/A), se vieron opacados por los mayores Gastos de Personal (+3,9% A/A), Pérdidas por Diferencia en Cambio Operacional (+44,3% A/A), Pérdidas por Variaciones Derivados Especulativos (+48,3% A/A) y Otras Ganancias (-85,4% A/A). **Lo anterior, generó contracciones en el Margen EBITDA (-62 pbs A/A) y Margen Operacional (-52 pbs A/A).**

**Así mismo, las altas tasas de interés y la tasa de cambio continuaron generando incrementos** en los Gastos Financieros (+22,7% A/A), mientras que la Pérdidas por Diferencia en Cambio No Operacional (+233% A/A) alcanzó los CLP 36 mil MM, afectando la Utilidad Neta Controlante (-61,6% A/A), que llegó a CLP 28 mil MM.

A futuro el segmento de Supermercados esperamos continúe resiliente, no obstante, el comportamiento de las tasas de cambio hacia final de año sería una limitante en los resultados No Operacionales, mientras que, a nivel Operacional, el aún difícil entorno económico, continuaría afectando las Tiendas Departamentales y Mejoramiento del Hogar. Como punto positivo, esperamos que la disminución del apalancamiento, en línea con el pago de parte de los Obligaciones con Bancos (~CLP 665 mil MM), así como la disminución de las tasas de interés, alivien los Gastos Financieros de la compañía, algo que impulsaría el Flujo de Caja de Cencosud.

Precio Objetivo (CLP)	2.125
Recomendación	Sobreponderar
YTD (%)	15,24%
PER	16,2x
P/VL	1,14x
Dividend Yield	6,4%

### Gráfica 1. Precio Acción Cencosud

Cifras en CLP



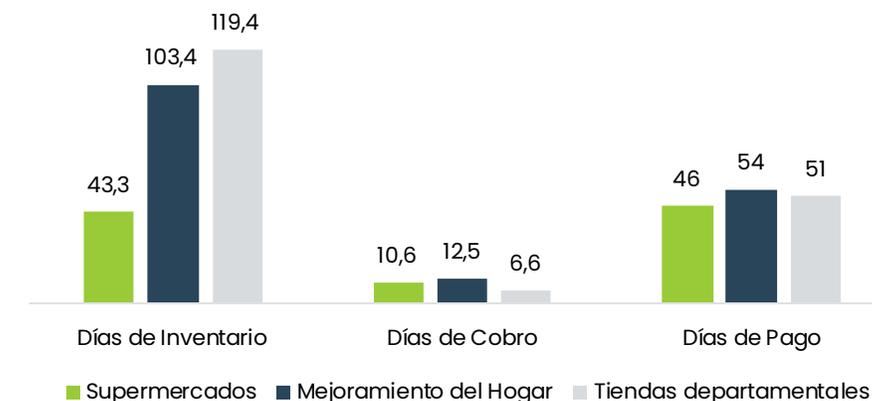
# Cencosud | Entrega de Notas 3T23

## FX opacó resiliencia de la operación

Cencosud					
Cifras en CLP mil MM	3T2022	2T2023	3T2023	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Totales	3.890	3.605	3.824	6,1%	-1,7%
Ingresos Online	345	358	342	-4,4%	-1,0%
Ingresos Offline	3.388	3.097	3.324	7,3%	-1,9%
Otros Ingresos	156	150	158	5,4%	1,2%
Utilidad Operacional	272	229	248	8,0%	-9,0%
EBITDA Ajustado	367	348	336	-3,3%	-8,2%
Utilidad Neta	94	63	45	-27,8%	-51,8%
Margen Operacional	7,0%	6,4%	6,5%	12 pbs	-52 pbs
Margen EBITDA	9,4%	9,7%	8,8%	-86 pbs	-62 pbs
Margen Neto	2,4%	1,7%	1,2%	-56 pbs	-123 pbs

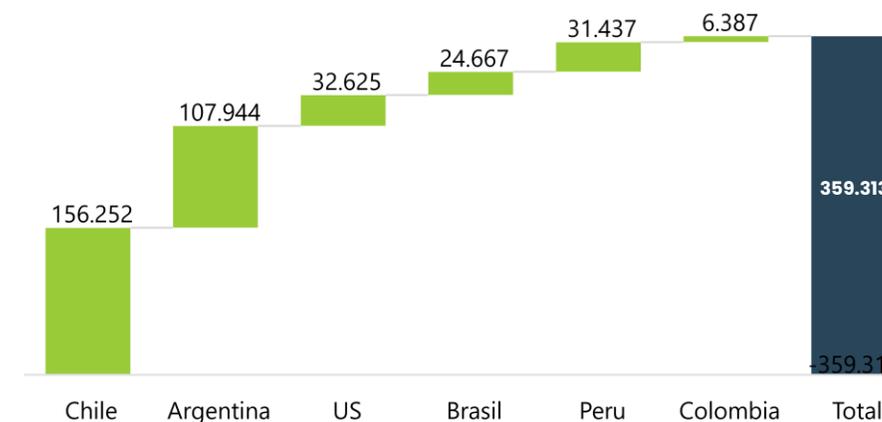
### Gráfica 2. Ratios Capital de trabajo principales segmentos

Cifras en días Promedio



### Gráfica 3. EBITDA Ajustado por país

Cifras en CLP MM



# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Falabella | Entrega de Notas 3T23



## ¿El final de los malos resultados?

VOLVER



# Falabella | Entrega de Notas 3T23

## ¿El final de los malos resultados?

FALABELLA

Durante el 3T23 Falabella reportó resultados **NEGATIVOS**, ubicándose en línea con las expectativas, aunque reportando menores pérdidas frente a las esperadas por la media del mercado. Así, Falabella continuó mostrando una contracción en los Ingresos (-9,6% A/A), impulsada principalmente por el debilitamiento de las ventas en los segmentos core de la compañía: Tiendas Departamentales (-15,5% A/A) y Mejoramiento del Hogar (-14,8% A/A). Por su parte, Chile (-13,6% A/A) y Argentina (-14,6% A/A) fueron las geografías más debilitadas en Ingresos. No obstante, el Flujo de Caja Operativo mejoró significativamente en los primeros 9 meses del año frente al mismo periodo del 2022, llegando a los CLP 1,2 BN (CLP 763 mil MM negocio Bancario y CLP 440 mil MM No-Bancario), mientras el año pasado se ubicaba en CLP -306 mil MM.

Por otro lado, la normalización de los inventarios (-12,5% YTD) ha impulsado una mejoría en los días de Inventarios en los principales segmentos: Tiendas Departamentales (-13,2 días) y Mejoramiento del Hogar (-32,8 días), junto a menores Gastos de Administración (-5,9% A/A) y una desaceleración de las Provisiones (+48,4% A/A vs. 73,7% A/A en 2T23), han impulsado los márgenes de la compañía: Margen Operacional (+14 pbs A/A), Margen EBITDA (+71 pbs A/A) y Margen Neto (+41 pbs A/A), sin embargo, continúan muy rezagados frente al Margen EBITDA (14,6%) y Margen Neto (6,1%) promedio entre 2014 y 2019, diferencia que esperamos vaya reduciéndose gradualmente en el mediano plazo.

A futuro, el plan de desapalancamiento de Falabella enfocado en una optimización del CAPEX en 2024, mejorar eficiencias y, principalmente, monetización de activos no estratégicos de entre USD 0,8 y 1 BN, principalmente Real Estate, tendría beneficios en la disminución de la carga financiera, ubicando la Deuda Neta entre USD 3,2 y 3,0 BN, lo que, teniendo en cuenta el EBITDA de los últimos 12 meses tendría un indicador Deuda Neta / EBITDA entre 6,6x y 6,2x, bastante más alto que el promedio de 2,9x entre 2014 y 2019, lo que mantendría latente la posibilidad de la pérdida de Grado de Inversión. Por otro lado, este segmento es el que mejor desempeño ha presentado en lo corrido del año (EBITDA +13,7% A/A YTD), por lo que limitaría los resultados de la compañía en el 2024 donde esperamos un debilitamiento del consumo y deterioro en el sector de construcción en las principales geografías, algo que afectaría los ingresos de Falabella.

Precio Objetivo (CLP)	2.050
Recomendación	Neutral
YTD (%)	18,48%
Market Cap. (CLP BN)	5,3
P/VL	0,79x
Dividend Yield	1,1%

### Gráfica 1. Precio Acción Falabella

Cifras en CLP



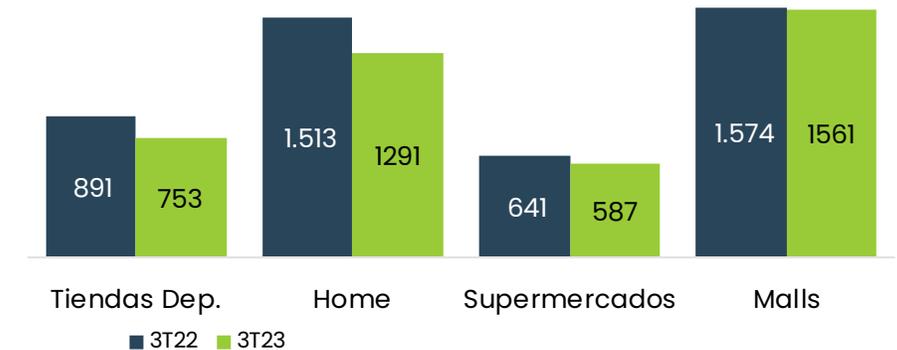
# Falabella | Entrega de Notas 3T23

## ¿El final de los malos resultados?

FALABELLA

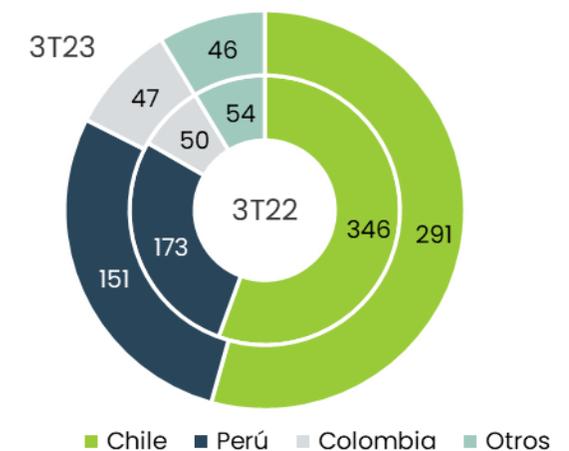
Gráfica 2. Evolución Ingresos por segmento

Cifras en USD MM



Gráfica 3. GMV Online 3T22 vs. 3T23

Cifras en USD MM



Falabella					
Cifras en USD MM	3T2022	2T2023	3T2023	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Totales	3.321	3.354	3.001	-10,5%	-9,6%
Ingresos Negocios Bancarios	538	584	538	-7,9%	0,0%
Ingresos Negocios No Bancarios	2.783	2.769	2.464	-11,0%	-11,5%
Utilidad Operacional	75	34	72	111,8%	-4,0%
EBITDA	200	176	202	14,8%	1,0%
Utilidad Neta	-	19	61	-	-
Margen Operacional	2,3%	1,0%	2,4%	139 pbs	14 pbs
Margen EBITDA	6,0%	5,2%	6,7%	148 pbs	71 pbs
Margen Neto	-0,6%	1,8%	-0,2%	-199 pbs	41 pbs

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



Grupo Éxito | Entrega de Notas 3T23  
**Contracción de márgenes no cesa**

VOLVER

# Grupo Éxito | Entrega de Notas 3T23

## Contracción de márgenes no cesa

Durante el 3T23 Grupo Éxito mostró resultados **NEGATIVOS**, dando una sorpresa negativa en el EBITDA y Utilidad Neta, con una contracción significativa en sus **Márgenes de rentabilidad**. Los ingresos mostraron un crecimiento de sólo 0,5% A/A, impulsado principalmente por la Venta de Servicios (+7,7% A/A) y en menor medida a Venta de Bienes (+0,2% A/A). Sin embargo, las presiones inflacionarias siguen contrayendo el Margen Bruto (-60 pbs A/A).

Las menores eficiencias no se hicieron presentes sólo en los Costos, sino que, **los mayores Gastos generaron presiones sobre el Margen EBITDA (-141 pbs A/A)**. Finalmente, esta mezcla de menores eficiencias, junto con resultados negativos a nivel No Operativo resultó en una **Utilidad Neta Controlante de COP -32 mil MM, siendo 2,2x menor a lo esperado por la media del mercado**. Pese a los esfuerzos en innovación y buenos resultados en nuevos formatos, vemos un escenario desafiante para Grupo Éxito en los próximos trimestres, con dificultades de transmitir el aumento de los Costos a los precios, debilitamiento del consumo y aún altas tasas de interés.

Grupo Éxito					
Cifras en COP mil MM	3T2022	2T2023	3T2023	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Totales	5.104	5.119	5.131	0,2%	0,5%
EBITDA Recurrente	399	395	329	-16,9%	-17,6%
Utilidad Neta Controlante	50	6	32	-	-
Margen EBITDA	7,8%	7,7%	6,4%	-132 pbs	-141 pbs
Margen Neto	1,0%	-0,1%	-0,6%	-50 pbs	-160 pbs



Precio Objetivo (COP)	4.830
Recomendación	<b>SOBREPONDERAR</b>
Market Cap. (COP BN)	4,6
YTD (%)	3,47%
P/VL	0,71x
EV/EBITDA L12M	5,40x

Gráfica 1. Precio Acción Grupo Éxito

Cifras en COP



# Grupo Éxito | Entrega de Notas 3T23

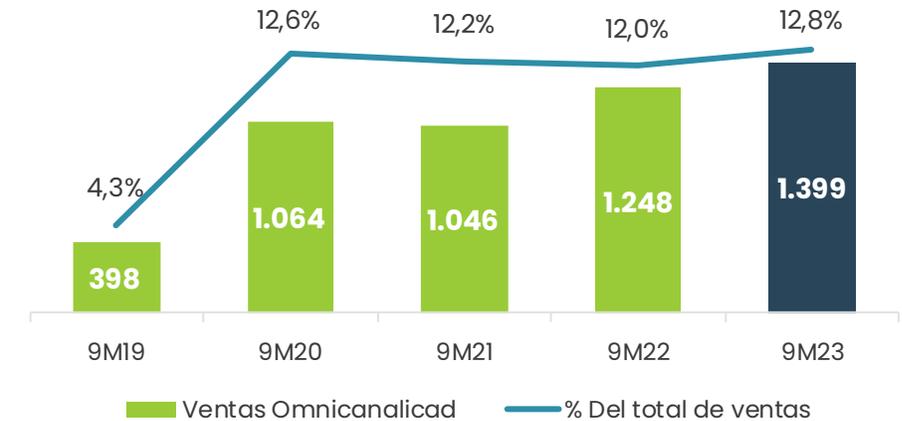
## Contracción de márgenes no cesa

### Puntos destacados:

- Ineficiencias no cesan:** A pesar de observarse una desaceleración en la inflación, los Costos (+1,35% A/A) y Gastos de Distribución, Administración y Ventas (+5,3% A/A) continúan creciendo por encima de los Ingresos, a pesar de mostrar una reducción de los Inventarios (-2,7% T/T y -10,2% A/A) y mayores Descuentos sobre las Compras de materias primas (+8,2% A/A). Lo anterior, debido en gran parte a los Beneficios a Empleados (+8,6% A/A) y Servicios (+9,2% A/A), algo que también repercutió en los Costos de Logística (+12,4% A/A). Con lo anterior, los márgenes reportaron contracciones: Margen Bruto (-60 pbs A/A) y Margen EBITDA (-203 pbs A/A). **Estas menores eficiencias esperamos que sigan estando presentes, en línea con la aún alta inflación, que seguiría impulsando los Costos y los salarios (0,33% del total de Gastos).**
- No Recurrentes y No Operativos no ayudaron:** Los Gastos No Recurrentes asociados al listamiento en las Bolsa de Nueva York y Sao Paulo, así como, al programa de reestructuración, superaron los COP 25 mil MM, mientras que, se reportó una disminución en los Gastos Financieros (-22,9% A/A y -32,2% T/T), principalmente por una diferencia de COP +84,6 mil MM en las Ganancias por Diferencia en Cambio. Lo anterior, que se vio contrarrestado en su totalidad por menores Ingresos Financieros (-63,2% A/A y -61,6% T/T) y mayores pérdidas asociadas a Negocios Conjuntos (+117% A/A). Con la finalización de la escisión con GPA esperaríamos ver un alivio en los No Recurrentes, sin embargo, las aún altas tasas de interés seguirían presionando los Gastos Financieros y las Provisiones en Tuya, junto con las pérdidas por Factoring, seguirían limitando los resultados. Por otra parte, la revaluación del Peso Colombiano frente al dólar hacia final de año vs. 4T22 deberían reflejarse en pérdidas por diferencia en cambio.

### Gráfica 2. Estrategia Omnicanal ventas totales y participación de los ingresos

Cifras en COP mil MM (Ventas Omnicanal) y % (Participación de los ingresos)



### Gráfica 3. Participación de los Ingresos y del EBITDA por país

Cifras en %



# Grupo Éxito | Entrega de Notas 3T23

## Contracción de márgenes no cesa

**Uruguay continúa liderando los resultados:** Uruguay fue la geografía que mejor desempeño presentó con un incremento de los Ingresos (+8,6% A/A), mientras que el efecto negativo de la tasa de cambio ("FX") afectó los ingresos provenientes de Argentina (-28,1% A/A y +190,3% A/A ex. FX). A nivel Nacional, los Ingresos (+2,9% A/A) se vieron impulsados por el buen desempeño del segmento de Real Estate (+16,5% A/A), mientras que el segmento Retail Low Cost\* fue el que mayor deterioro presentó (-6,4% A/A). Esta dinámica esperamos seguir viéndola en los siguientes trimestres, pues, Uruguay muestra una menor elasticidad frente a los cambios en la inflación gracias a los segmentos premium en esta geografía, así como, la posibilidad de incrementar su participación en caso de que los minoritarios de Disco ejerzan la opción de venta que estará vigente hasta mediados del 2025.

**Mejor Flujo de Caja Operativo, pero aún falta:** El Flujo de Caja Operativo para los primeros 9 meses del año fue de COP -333,7 mil MM, siendo el mayor de los últimos años, incluso a años prepandemia ex GPA, así, esperaríamos ver un crecimiento en este al cierre del 2023, superando los COP 901 mil MM del 2022, sin embargo, no esperamos que sea suficiente para afrontar los COP 2,1 BN (87,7% del total) de Créditos y Préstamos que vencen en menos de 1 año, por lo que, esperamos que parte ellos se refinancien, lo que podría generar una disminución más lenta en el Costo de la Deuda.

### Comentarios Conferencia de resultados

**En lo corrido del año, la estrategia Omnicanal ha generado +14 MM de órdenes (+52,3% A/A),** llegando a COP 1,4 BN (+12,1% A/A), equivalente al 12,8% de las Ventas Totales, aumentando 80 pbs A/A su participación.

**Se han alcanzado importantes avances en proyectos clave** como: IKEA Viva Envigado cuenta con un 99,8% de progreso, finalización de Calle Bistro en Villavicencio, 14 aperturas en Surti Mayorista, adquisición de 2 tiendas en Uruguay y mayores colaboraciones con Aliados y Mi Surtii.

### ASG

ICONTEC ratificó a Carulla Fresh Market, como marca Carbono Neutral por cuarto año. Mientras que, en alianza con Garnier y la Fundación Éxito, se movilizaron para realizar un voluntariado para sembrar manglares y limpiar playas.

# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



Nutresa | Entrega de Notas 3T23

## Estrategia de precios perdiendo fuerza

VOLVER





# Nutresa | Entrega de Notas 3T23

## Estrategia de precios perdiendo fuerza

**Nutresa presentó resultados NEUTRALES durante el 3T23**, reportando un debilitamiento en los resultados, con un ligero incremento en los ingresos (+2,7% A/A), que se da principalmente por el aumento de precios (+7,8% A/A), que contrarrestó la disminución en los volúmenes (-4,7% A/A). Del mismo modo, los menores Costos de las materias primas, en línea con un retroceso A/A del Índice de Commodities y menores presiones inflacionarias, mejoró el Margen Bruto de la compañía (+357 pbs A/A).

Sin embargo, **las menores eficiencias relacionadas a los Gastos de Administración, Ventas y Producción**, debido, en mayor parte, al incremento de los Beneficios a Empleados, Otros Servicios y Mantenimiento, **junto con las pérdidas por Diferencia en Cambio, generaron presiones sobre el Margen EBITDA (-82 pbs A/A)**. Por otro lado, los aún altos Gastos Financieros (+63,8% A/A) continúan siendo un factor clave en la importante reducción de la Utilidad Neta (-48,1% A/A), contrayendo el Margen Neto (-239 pbs A/A).

Último Precio	49.100
Market Cap. (BN)	22,48
Dividend Yield	2,4%
YTD (%)	10,54%
P/VL	2,31x
PER	26,2x

### Gráfica 1. Precio y volumen Nutresa

Cifras en COP



Fuente: Nutresa EEFF 3T23, cálculos Casa de Bolsa SCB

Grupo Nutresa					
Cifras en COP mil MM	3T2022	2T2023	3T2023	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Totales	4.545	4.737	4.669	-1,4%	2,7%
EBITDA	531	539	507	-5,8%	-4,5%
Utilidad Neta Controlante	220	135	114	-15,5%	-48,1%
Margen EBITDA	11,7%	11,4%	10,9%	-51 pbs	-82 pbs
Margen Neto	4,8%	2,9%	2,4%	-41 pbs	-239 pbs

# Nutresa | Entrega de Notas 3T23

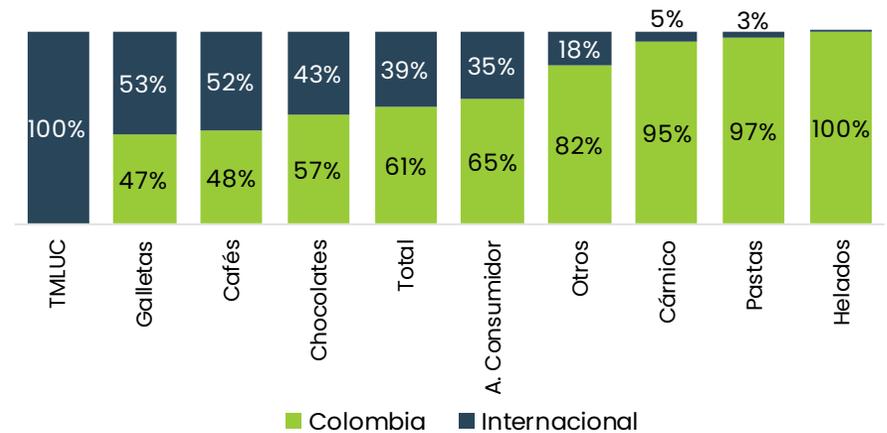
## Estrategia de precios perdiendo fuerza

### Puntos destacados:

- Estrategia de precios perdiendo fuerza:** En los últimos trimestres la caída en los volúmenes se veía compensada por el fuerte incremento del promedio de precios, pues, desde el 1T21 y hasta el 2T23, estos registraron aumentos de doble dígito A/A cada trimestre, sin embargo, en el 3T23, estos se incrementaron en menor proporción (7,8% A/A). Esta variación en los precios se vio limitada por el efecto de la tasa de cambio, pues los precios a nivel internacional retrocedieron sólo 1,6% A/A en USD, pero 9,1% A/A en COP, debido a la revaluación de 7,7% frente al 3T22. Lo anterior, junto con una caída en los volúmenes, especialmente a nivel local (-10,4% A/A), acentuó aún más la desaceleración que se venía observando en el crecimiento los ingresos, siendo en el 3T23 sólo de 2,7% A/A. A pesar de lo anterior, se observa un mejor Flujo de Caja Operativo, creciendo 540% A/A y 34,7% T/T.
- Gastos contrarrestan moderación de los Costos:** La Utilidad Bruta se vio beneficiada de menores presiones inflacionarias, moderación en el índice de Commodities y disminución de los Inventarios, mejorando significativamente el Margen Bruto (+357 pbs A/A). Por otra parte, el Margen EBITDA mostró una contracción de 82 pbs A/A, afectado en parte por los mayores Gastos de Administración, Producción y Ventas, que en conjunto crecieron 14,75% A/A, pero principalmente por las pérdidas asociadas a la Diferencia en Cambio, que significaron el 1,2% de los Ingresos del trimestre y una contracción de 115 pbs en el Margen EBITDA en comparación a si no se hubiese dado dicha pérdida.
- Desaceleración en los Gastos Financieros:** Después de haber mostrado incrementos mayores al 100% A/A en el 1T23 y 2T23, para el 3T23 estos fueron

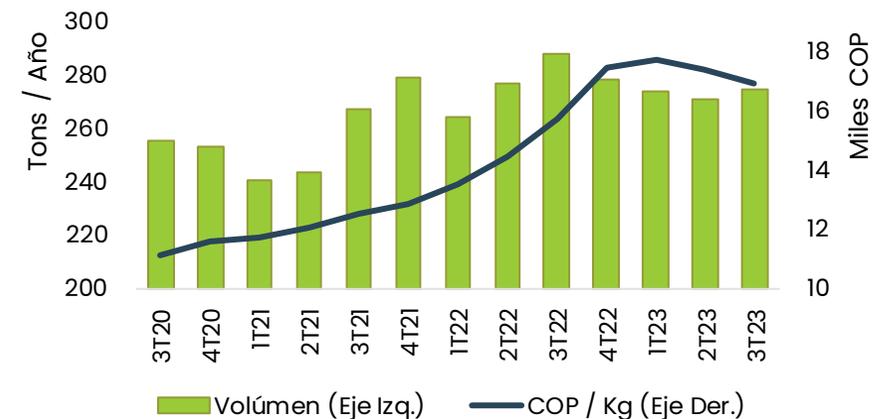
Gráfica 2. Participación de ingresos por geografías en los segmentos

Cifras en %



Gráfica 3. Volumen vs. COP/Kg

Cifras en Tons/Año (Eje Izq) y COP miles (Eje Der.)



# Nutresa | Entrega de Notas 3T23

## Estrategia de precios perdiendo fuerza

63,79% mayores al 3T22, mostrando una menor participación sobre los Ingresos (-35 pbs) y disminuyendo 9,4% T/T., lo que ha significado un ligero alivio en la Cobertura de Intereses (2,73x 3T23 vs. 2,62x 2T23), a pesar de una mayor tasa de interés promedio (13,5% del 3T23 vs. 12,96% del 2T23), no obstante, continúan siendo bastante altos.

**Estamos viendo un escenario más retador para la compañía de cara a final de año y el 2024**, que, con menos espacio para continuar con un incremento en los precios, una menor dilución de costos fijos debido a menores volúmenes, mayores Gastos Operativos y que, a partir del 1ro de Noviembre comenzará a regir el impuesto saludable, algo que afectaría a más del 80% de los productos de la compañía, esperaríamos observar mayores presiones en los márgenes. A nivel No Operativo, la reducción de la deuda y la posible disminución de las tasas de interés, ejercería menores presiones sobre la Utilidad Neta, no obstante, no vemos que sea suficiente para contrarrestar las menores eficiencias que esperamos para Nutresa.

### Comentarios Conferencia de resultados

**Durante el 3T23, a nivel local, el segmento de Pasta es el único que presenta una caída en las ventas (-0,8% A/A)**, debido a mayor competencia y mayores costos de materias primas, mientras que Helados (+23,2% A/A) y Otros (+11,5% A/A) son los que mayores incrementos reportaron.

**El total de exportaciones desde Colombia durante el 3T23 fue USD 98 MM**, mientras que a nivel internacional los segmentos que más crecen son: TMLC (+22,2% A/A), con bebidas instantáneas frías siendo la categoría más destacada y presentando un buen comportamiento en Chile y México; Alimentos al Consumidor (+16,6% A/A) con Centro América creciendo doble dígito.

### ASG

La compañía fue reconocida como la mejor reputación en el sector de alimentos y la segunda a nivel nacional, de acuerdo a los resultados del monitor MERCO Empresas y Líderes Empresariales 2023, donde se evalúan valores como: Innovación, Talento, Dimensión Internacional, Ética y Responsabilidad Social Corporativa, entre otros.

# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



Cementos Argos | Entrega de Notas 3T23

## Eficiencias fortalecen márgenes

VOLVER





# Cemargos | Entrega de Notas 3T23

## Eficiencias fortalecen márgenes

**Cementos Argos presentó resultados POSITIVOS durante el 3T23, estando ligeramente por encima de las expectativas en cuanto a EBITDA y la mayor sorpresa positiva vino por la Utilidad Neta.** A pesar de una caída de los volúmenes en Cemento (-4,5% A/A) y Concreto (-10,8% A/A), los Ingresos sólo retrocedieron 1% A/A, mostrando la solidez de la estrategia de precios, la cual esperamos continúe, aunque siendo menos agresiva, cerrando la brecha con los precios promedio de ciertos mercados estratégicos a nivel Nacional y en Estados Unidos frente a los competidores, junto con la progresiva recuperación de la demanda en esta última geografía, impulsada por el segmento de infraestructura.

**Las mayores eficiencias se hicieron presentes, permitiendo expansión del Margen Bruto (+598 pbs A/A) y del Margen EBITDA (+505 pbs A/A),** gracias a un mayor enfoque en la rentabilidad y optimización de la cadena de valor, permitiendo seguir cerrando la diferencia existente frente a sus comparables. Por último, la Utilidad Neta (+259,4% A/A) se vio beneficiada de una menor tasa efectiva de impuestos (-41 pp vs. 3T22), siendo 70% mayor a lo esperado por la media del mercado.

Cemargos					
Cifras en COP mil MM	3T2022	2T2023	3T2023	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Totales	3.118	3.332	3.087	-7,4%	-1,0%
EBITDA	592	669	742	11,0%	25,3%
Utilidad Neta Controladora	58	101	208	106,9%	259,4%
Margen EBITDA	19,0%	20,1%	24,0%	397 pbs	505 pbs
Margen Neto	1,9%	3,0%	6,8%	373 pbs	489 pbs

Precio Objetivo (COP)	7.349
Recomendación	Sobreponderar
YTD (%)	27,89%
PER	12,5x
P/VL	0,6x
Dividend Yield	6,7%

**Gráfica 1. Precio Acción Cementos Argos**

Cifras en COP



# Cemargos | Entrega de Notas 3T23

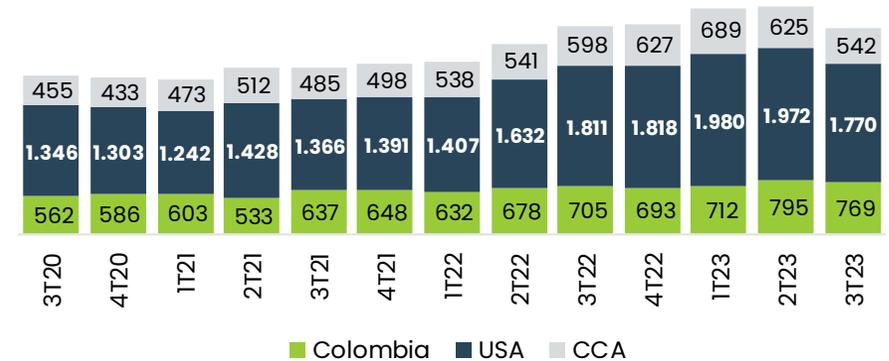
## Eficiencias fortalecen márgenes

### Puntos destacados:

- Optimizaciones no paran:** El mayor enfoque en la rentabilidad y expansión de los márgenes ha dado resultado, mezclando estrategias de control de Costos y mejor desempeño en la productividad, reflejándose en unos Costos de Ventas 8,2% menores A/A, con una disminución de los precios de energía (-6,4% A/A) y fletes (-8% A/A) en Estados Unidos, mientras que una mayor optimización en la logística a nivel nacional redujo los Costos de Distribución (-9,3% A/A). Lo anterior, junto con una estrategia de precios aún agresiva, creciendo doble dígito, tanto en Cemento como en Concreto, en Colombia y Estados Unidos, ha impulsado los márgenes de la compañía: Margen Bruto (+598 pbs A/A) y del Margen EBITDA (+505 pbs A/A).
- Caída en los volúmenes:** El debilitamiento de la demanda a nivel nacional, junto con las problemáticas sociales y políticas en Haití, que ha limitado los ingresos del Caribe, y las dificultades operativas en Newberry, son factores clave en la disminución de los volúmenes, algo que esperamos comience a cambiar y muestre mejoras en el 2024, en línea con una mayor demanda del segmento de Infraestructura y Construcción en Estados Unidos, impulsados por los proyectos anunciados a finales del 2021 por el Gobierno de Joe Biden, así como, esperamos menores problemáticas operativas en la planta de Florida, gracias a mejores condiciones climáticas para la producción debido a menores lluvias.
- A futuro esperamos continúen mejorando los resultados:** Las mayores eficiencias, posible recuperación de la demanda, el aún alto margen para incrementar los precios, las sinergias dada la combinación con Summit Materials y la disminución de la deuda, junto con la reducción de las tasas de interés en un futuro, esperaríamos sean factores que continúen impulsando los resultados de la compañía, algo que esperamos se refleje en la valorización de la acción.

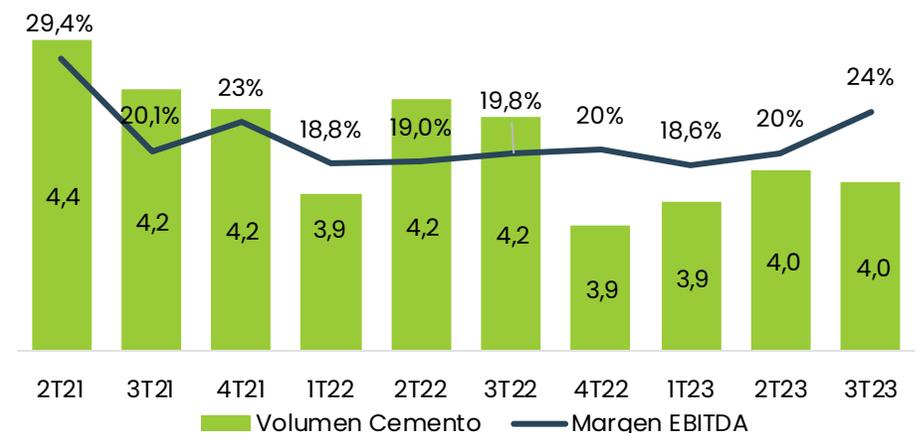
### Gráfica 2. Composición de Ingresos por geografías

Cifras en COP mil MM



### Gráfica 3. Volumen de Cemento vs. Margen EBITDA

Cifras en 000 TM (Volumen de Cemento) y % (Margen Neto)



# Cemargos | Entrega de Notas 3T23

## Eficiencias fortalecen márgenes

### Comentarios Conferencia de resultados:

**En el trimestre se dieron importantes avances en el programa SPRINT.** Se ha ejecutado 4% de la primera fase del programa de recompras, con COP 4,1 mil MM en acciones ordinarias y COP 700 MM en acciones Preferenciales. Del mismo modo, la transacción con Summit Materials ([Ver Informe](#)), en donde esperan que la Utilidad Neta post transacción se ubique 4,0x por encima de la esperada para el 2023. Así, se espera que la primera fase del programa de recompras y la combinación con Summit Materials se den en el 1T24.

**En cuanto a la operación en Estados Unidos, los márgenes continúan expandiéndose,** con un Margen EBITDA incrementando +450 pbs en lo corrido del año y +633 pbs respecto al 3T22, lo que ha impulsado el Guidance para el 2023 a nivel consolidado, pasando de un EBITDA en un rango de COP 2,3 BN y COP 2,4 BN a entre COP 2,45 BN y COP 2,55 BN. Del mismo modo, gracias al buen desempeño del segmento de Infraestructura y Construcción, que ha aumentado 380 pbs en su participación de despachos de Concreto, se ha visto limitado el efecto negativo de los menores despachos al segmento residencial.

**A nivel Colombia,** la estrategia de optimización en la Cadena de Valor ha permitido ahorrar más de COP 52 mil MM en lo corrido del año, mientras que, los volúmenes disminuyeron en menor medida que la industria nacional. **Respecto a Centro América y el Caribe,** se firmó la renovación de la planta en Panamá por otros 20 años. Por otro lado, los volúmenes de Trading disminuyeron 44% A/A, en línea con la estrategia de seguir impulsando y utilizando la capacidad de exportación desde Colombia.

Por último, se reportaron mejores indicadores de apalancamiento respecto al 2T23 y **se espera que, para final de año, las iniciativas para controlar los gastos de intereses hayan ayudado a ahorrar alrededor de COP 200 mil MM.**

### ASG:

Dentro de las metas de la compañía en Estrategias Ambientales, se busca que para 2030 se generen ingresos por productos con características sostenibles, por USD 800 MM. Finalmente, se espera que para finales de esta década el uso de Combustibles Alternativos sea de 33%.

diciembre de 2023

# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval

PEI | Entrega de Notas 3T23



## Sólidos resultados operacionales

VOLVER

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA



# PEI | Entrega de Notas 3T23

## Sólidos resultados operacionales

PEI presentó resultados **POSITIVOS** durante el 3T23, mostrando solidez a nivel operacional y la capacidad de ajustar los cánones de arrendamiento incluso por encima de la inflación del 2022, beneficiado de la desaceleración de la oferta y aumento de la demanda en segmentos clave como Corporativo y Logístico, algo que, contrario a lo esperado, no ha mostrado mayores afectaciones en las renovaciones de contratos, pues estas superan el 98,5%. Lo anterior, junto con unos ingresos variables mostrando un buen comportamiento, gracias a una desaceleración de las ventas menor a lo previsto y la vacancia física del portafolio que disminuyó 58 pbs A/A, impulsaron los ingresos (+16% A/A).

Por otra parte, los descuentos en las comisiones y unos Gastos creciendo en menor medida que los ingresos, han beneficiado al Margen EBITDA, que en lo corrido del año se ubica +5 pp por encima del mismo periodo del 2022, llegando al 70,8%. A futuro y a la espera de: **1)** La nueva estructura de comisiones; **2)** Los resultados de las desinversiones; y **3)** Un escenario macroeconómico más favorable, **esperaríamos ver una recuperación en el Flujo de Caja Distribuible, mientras que para el Margen NOI esperaríamos que se mantuviese rondando la media histórica entre el 80% - 85% y el Margen EBITDA se mantenga superior al 70%.**

PEI					
Cifras en COP mil MM	3T2022	2T2023	3T2023	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Totales	151	167	175	4,6%	16,2%
NOI	122	138	143	3,7%	17,8%
EBITDA	96	118	121	2,3%	25,8%
FCD*	256	433	434	0,2%	69,5%
Margen NOI	80,8%	82,6%	82,0%	-67 pbs	116 pbs
Margen EBITDA	63,9%	70,8%	69,3%	-156 pbs	533 pbs



Act. Administrados (COP BN)	9,2
Área Arrendable (mil M2)	1.147
YTD (%)	50,88%
Dividend Yield	0,8%
P/VL	0,4x
Vacancia física	5,5%

**Gráfica 1. Precio de mercado PEI**

Cifras en COP



Fuente: PEI EEFF 3T23, cálculos Casa de Bolsa SCB  
\*COP por título

# PEI | Entrega de Notas 3T23

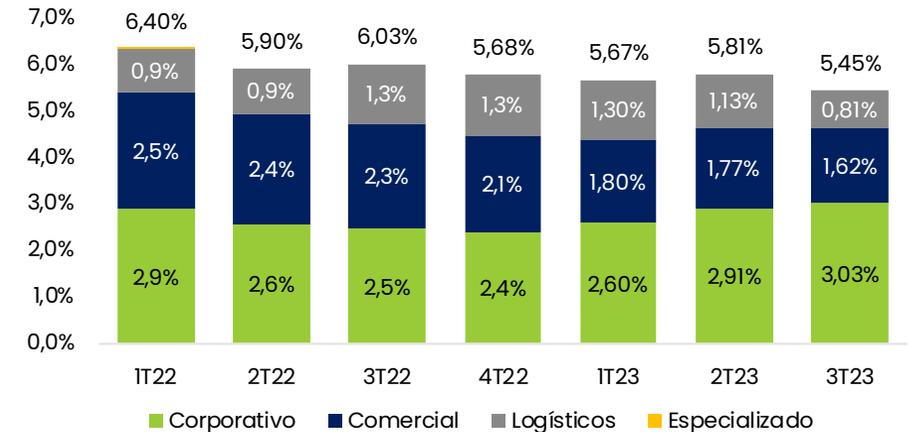
## Sólidos resultados operacionales

### Puntos destacados:

- **Ajuste por encima de inflación:** Los cánones de arrendamiento, en su mayoría se ajustan con la inflación del año pasado (13,2%), sin embargo, el entorno de desaceleración en las licencias de construcción, así como, disminución en la oferta de m2 en las principales ciudades (Industrial -39,8% A/A; Retail -24,2% A/A; Oficinas -2,3% A/A) y los mayores precios de mercado por m2 en el segmento Logístico, ha permitido un mayor ajuste en los cánones de arrendamiento.
- **Ingresos Variables y Vacancia Física continúan sólidos:** Del mismo modo, las ventas por m2 en los activos con ajuste por ingresos variables alcanzaron los COP 870 mil por mes, creciendo 10,3% T/T, impulsando los Ingresos del segmento Comercial, que a su vez mostró el mejor desempeño en la vacancia física dentro del portafolio, con una disminución de 208 pbs A/A, seguido de Logístico (-125 pbs A/A) y Especializado que continúa en 0%.
- **Cifras de cartera siguen mejorando:** La Cartera Bruta continúa consolidándose, disminuyendo 20% A/A, llegando a COP 11,2 mil MM, presentando una Rotación de Cartera Neta de sólo 2 días, ubicándose muy por debajo del promedio de 2019 (5 días).
- **Un futuro prometedor:** A futuro, si bien esperamos una contracción de los ingresos variables, la capacidad que ha mostrado de ajustar cánones por encima de inflación podría contrarrestar este efecto. Así mismo, la gradual disminución del Costo de la Deuda y las desinversiones, generarían alivios en los Gastos Financieros y en el Flujo de Caja Distribuible, mientras que a nivel operativo esperamos siga mostrando estabilidad.

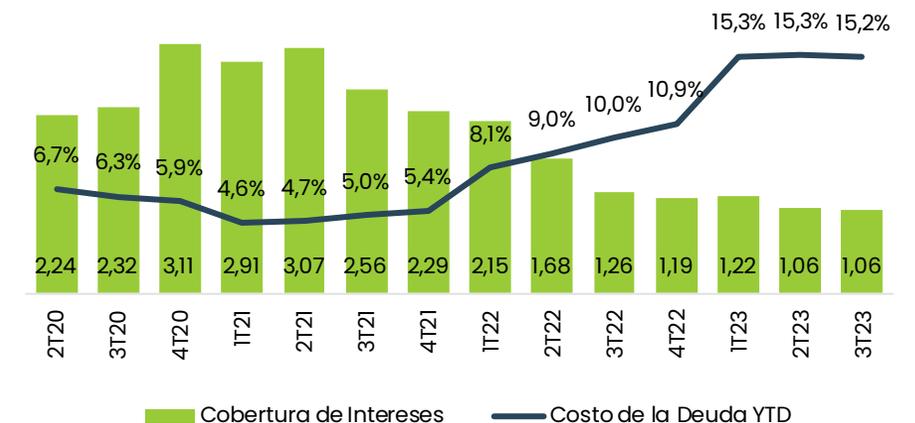
Gráfica 2. Vacancia por segmento y Total

Cifras en %



Gráfica 3. Cobertura de intereses vs. Costo de la deuda YTD

Cifras en Número de veces (Cobertura de intereses) y % (Costo de la deuda YTD)



# PEI | Entrega de Notas 3T23

## Sólidos resultados operacionales

### Comentarios Conferencia de resultados:

**Los Costos de construcción se han incrementado incluso por encima de la inflación y así, el costo de reposición ha sido mayor, lo que debería ajustar por encima a la inflación.** Del mismo modo, se espera que las categorías, ex Logístico, comenzarán a incrementar el canon de arrendamiento, beneficiándose de la menor oferta y el crecimiento de la demanda.

**El aumento de la vacancia física en el segmento Corporativo, en línea con la entrega anticipada de algunos locales, principalmente en One Plaza,** algo que, la llegada de un nuevo arrendatario, en el 1T24 vuelva a disminuir esta vacancia, ayudada también del aumento del tráfico en las oficinas.

**Ya se radicó toda la información pertinente para la Asamblea Extraordinaria que tendría lugar a finales de Noviembre o inicios de Diciembre.** Esta contempla una modificación del límite de endeudamiento pasando del 40% al 35% y límites en la cobertura de intereses (EBITDA/Intereses), así mismo, se buscará una nueva comisión basada en el desempeño del NOI y del Flujo de Caja Distribuible.

**Se han recibido 4 cartas de intención no vinculantes por 5 activos que tienen un valor en libros de COP +571 mil MM.** Se espera tener un Memorando de Entendimiento antes de que finalice el año, por 2 de los activos, con un enfoque en desinversión parcial y no total. Parte de los recursos de estas desinversiones se destinarán para el pago de la deuda, así mismo, se pondrá en consideración si se destina una parte para el Flujo de Caja Distribuible.

### ASG:

PEI continúa con su estrategia sostenible, con un enfoque en Ecoeficiencia y adaptación al cambio climático, con algunos activos que tienen certificaciones LEED, innovación tecnológica, contribución al bienestar de la comunidad, proveedores y arrendatarios, entre otras. Además, en el trimestre se avanzó en el plan de descarbonización e indicadores para la financiación sostenible en más de 12 activos.

# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



## Celsia Entrega de Notas 3T23

# El niño se hace sentir

VOLVER



# Celsia | Entrega de Notas 3T23

## El Niño se hace sentir

Durante el 3T23 Celsia mostró resultados **NEUTRALES**, Utilidad Neta levemente por encima de las expectativas del mercado.

El buen desempeño de los Ingresos (+14,0% A/A y -6,5% T/T) estuvo jalonado por el fuerte incremento de Conexión de Redes (+40,4% A/A) y aumento en el segmento de Generación de Energía Eléctrica (+32,2% A/A) gracias a un mayor rubro de ventas por un precio spot más alto. Ahora bien, el EBITDA (-2,4% A/A y -13,9% T/T) que junto con su margen de 27,9% (-469 A/A) presentaron una fuerte contracción principalmente por el robusto incremento en Costos de Ventas (+20,7% A/A) debido a mayor generación de energía térmica y administración de riesgos. Finalmente, el ROAE 12 meses presentó una fuerte contracción anual (-535pbs A/A y -56 pbs T/T) afectado por los altos gastos financieros (+40,0% A/A) debido a la indexación de la deuda.

→ **Es importante seguir monitoreando:** El tiempo por el cual se podría prolongar el Fenómeno del Niño, y el comportamiento del IPC, dado que si continúa por senda bajista permitiría aliviar las presiones en los Gastos Financieros, lo que a su vez se podría beneficiar al ROE 12 meses (Gráfica 2).

Celsia					
Cifras en COP Mil MM	3T22	2T23	3T23	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	1.300	1.585	1.481	14,0%	-6,5%
EBITDA	424	481	414	-2,4%	-13,9%
Ut. Neta controladora	87	45	58	-33,1%	28,4%
Margen EBITDA	32,6%	30,3%	27,9%	-469 pbs	-239 pbs
Margen Neto	6,7%	2,9%	3,9%	-276 pbs	107 pbs
ROAE 12M	8,7%	3,9%	3,3%	-535 pbs	-56 pbs
Energía Producida*	1.170	1.089	1.053	-10,0%	-3,3%
Energía Vendida*	1.529	1.393	1.384	-9,5%	-0,6%

\*Colombia. Gwh

Tabla 1. Cifras de mercado

COP	
Precio objetivo	4.000
Recomendación	Neutral
Market Cap (COP BN)	2,6
Último Precio	2.450
YTD (%)	-11,5%
Dividend Yield	11,6%
PVL	0,57x
PER	15,7x

Gráfica 1. Comportamiento precio LTM



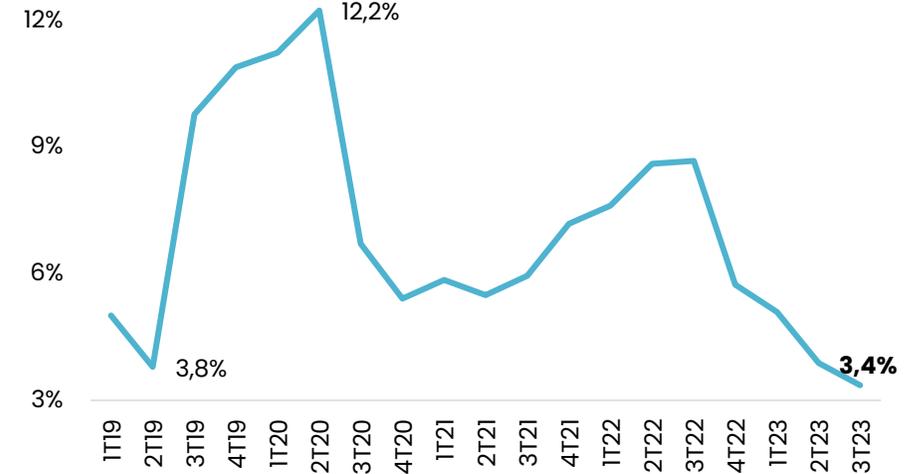
# Celsia | Entrega de Notas 3T23

## El Niño se hace sentir

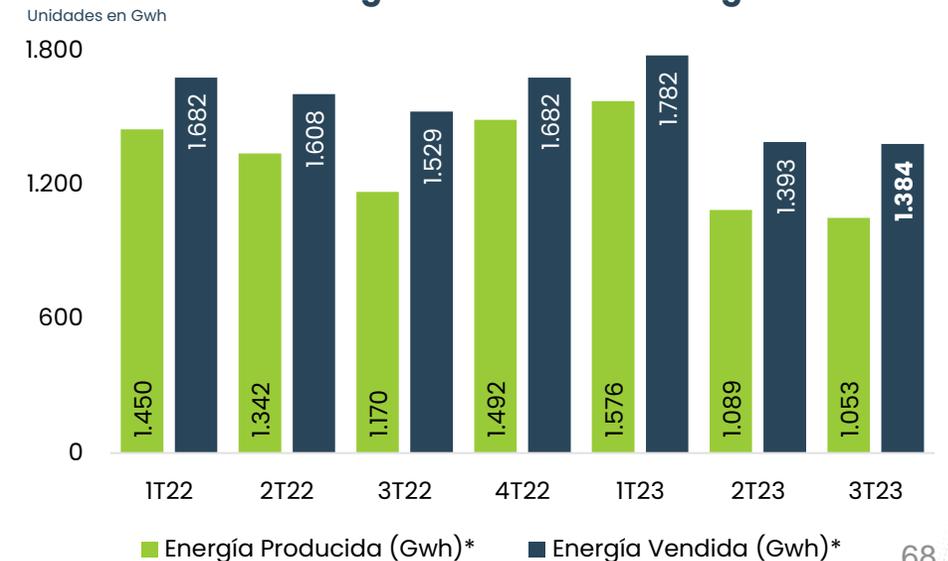
### Puntos destacados

- Mejores Ingresos gracias** al fuerte incremento de Conexión de Redes (+40,4% A/A) que estuvo jalonado por mayor operación comercial. Así como, por el destacado comportamiento de los ingresos por Generación de Energía Eléctrica (+32,2% A/A y +4,5% T/T) que se logró gracias a un mayor valor de las ventas en el mercado *spot*, principalmente por el mayor precio *spot* de la energía en bolsa que pasó de ~+210 \$/kWh en el 2T23 a ~+311 \$/kWh en 3T23, lo cual pudo compensar la disminución sobre la Energía Vendida tanto en Colombia (-9,5% A/A) por menores transacciones en Bolsa (-42,4% A/A), como en Centro América (-22,6% A/A) debido menores ventas en contratos (-58,9% A/A). Asimismo, estuvieron impulsados por mayores ingresos de Cargo por Confiabilidad dada la mayor transacción de Oferta de Energía en Firme sobre la operación comercial en Tesorito.
- Caoba sigue destacando frente a las otras plataformas.** Esta plataforma de activos de transmisión que tiene 17 proyectos energizados logró un EBITDA de COP 61 mil MM, con un estacada comportamiento anual (+19,9% A/A) y un margen del 85,1% (-170 pbs A/A). Lo anterior, a pesar de que aún no se han reconocido los ingresos por uso y conexión de redes producto de la convocatoria de Tolú Viejo.
- Continúa el deterioro sobre la Cobertura de Intereses:** A pesar de un nivel de Deuda Neta/EBITDA de 2,7x en el 3T23 frente al 3,2x del 3T22, la compañía tuvo un deterioro sobre la Cobertura de Intereses (EBITDA/G. Financieros) dado que se ubicó en 1,9x en el 3T23, frente al 2,7x del 3T22 (*Gráfica 4*) debido a que los Gastos Financieros continúan al alza derivado de altas tasas de interés y niveles de inflación por encima de lo esperado.

Gráfica 2. ROAE 12 meses



Gráfica 3. Saldo Energía Producida vs. Energía Vendida



Fuente: Emisor, cálculos Casa de Bolsa SCB

# Celsia | Entrega de Notas 3T23

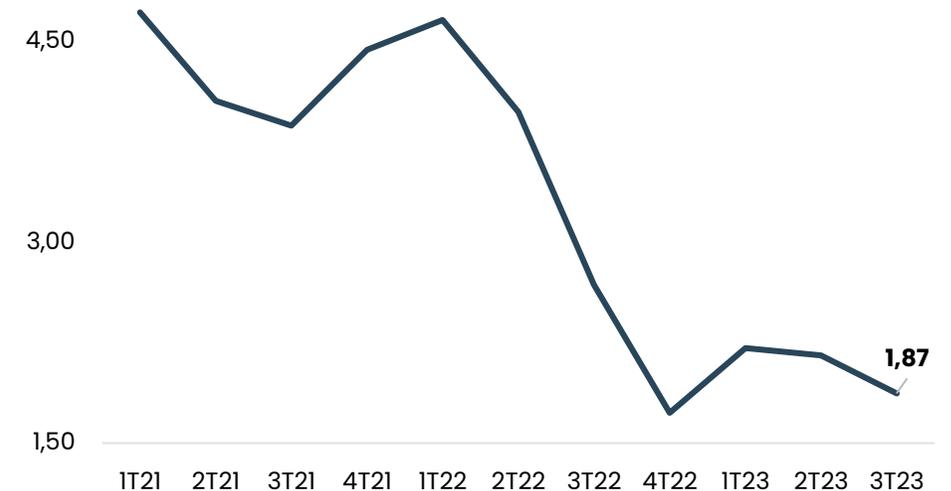
## El Niño se hace sentir

### Comentarios Conferencia de Resultados

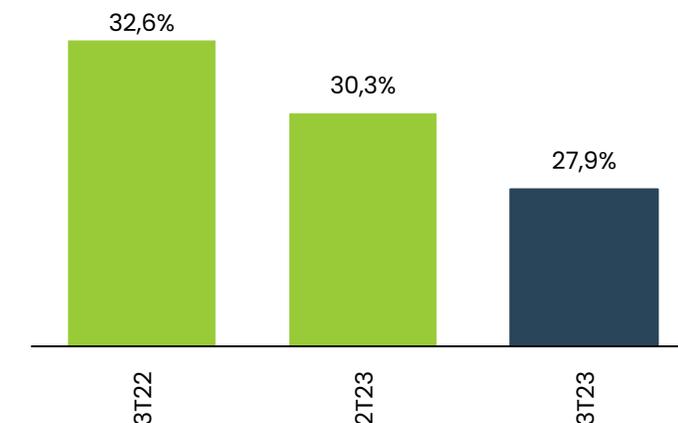
- **La compañía se ha ido preparando para el impacto del Fenómeno del Niño**, esto generó que se adelantaran reparaciones y mantenimientos en trimestres anteriores, y permitió un respiro en este trimestre evidenciado en una importante disminución de los Gastos Administrativos (-11,2% A/A y -19,7% T/T).
- **El emisor dio inicio a la ejecución de la opción con Prime Termoflores**, una opción financiera de energía registrada ante el mercado como contrato bilateral, en el que Prime entrega energía asociada a los activos de producción de Flores I y Flores IV cuando el precio de bolsa supera un precio strike pactado, en caso de darse podría beneficiar a los ingresos.
- Inauguración de Celsia Solar Palmira 1 que espera brindar energía a Quimpac, empresa que se dedica a la fabricación de sustancias y productos químicos básicos.
- **Los directivos afirmaron que existe un saldo pendiente por recuperar de COP ~ 5,8 BN en todo el sector eléctrico**, luego de la aplicación de la opción tarifaria, mecanismo que sirve para diferir en el tiempo los incrementos en la tarifa de energía, que se utilizó al inicio de la pandemia para no tener ningún aumento en las tarifas, y luego para diferir los efectos de la alta inflación que se dio a nivel mundial durante 2021 y 2022.
- **ESG:** Celsia y Cubico entregaron en municipios 98 becas para estudiantes de estratos 1 y 2 de la Universidad del Tolima con excelencia académica.

### Gráfica 4. Cobertura de Intereses

Cifras en veces. Fórmula: EBITDA/Gastos Financieros.



### Gráfica 5. Margen EBITDA



# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



GEB | Entrega de Notas 3T23

## Diversificación impulsa resultados

VOLVER



# GEB | Entrega de Notas 3T23

## Diversificación impulsa resultados

Durante el 3T23 GEB mostró resultados **POSITIVOS**, por encima a las expectativas del mercado.

La utilidad trimestral de GEB se ubicó en COP 764 mil millones (+10,4% T/T y +1,4% A/A), 7,5% por encima de nuestra estimación. Mientras que el ingreso operacional de las actividades controladas de COP 1,9 BN, se mantuvo estable trimestral (-3,7%) y anualmente (+ 0,7% A/A), 2,1% inferior a nuestra estimación, la empresa mejoró su margen operacional y neto. Asimismo, se presentó una mejora en el margen EBITDA (empresas controladas), llegando a 48,5%, ubicando al EBITDA total en COP 906 miles de millones (+2,7% T/T y +10,0% A/A), 3,0% por encima de nuestra estimación.

Teniendo en cuenta lo anterior, junto con el hecho de que la estabilidad en el ingreso se obtuvo a pesar de la disminución trimestral de 11,2% en los ingresos de las actividades de distribución de gas y electricidad (mayoritariamente de Perú), explicados en buena parte por la revaluación del peso colombiano), los resultados se mantuvieron positivos.

De mantenerse el resultado trimestral para el 4T23, la Utilidad de 2023 sería de COP 3,1 BN, y al utilizar el Payout de 70% (COP 2,1 BN), los dividendos por acción a repartir el próximo año de 234 pesos ubicarían al dividend yield en 13,5% (actualmente es 12,6%). Los segmentos de negocio en Colombia (transporte de gas natural y transmisión de energía eléctrica) impulsaron al resultado trimestral.

COP Mil MM	GEB				
	3T22	2T23	3T23	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	1.856	1.941	1.870	-3,7%	0,7%
EBITDA Controladas	824	879	906	3,1%	10,0%
Utilidad Neta	754	692	764	10,4%	1,4%
Margen EBITDA	44,4%	45,3%	48,5%	317 pbs	406 pbs
Margen Neto	40,6%	35,7%	40,9%	521 pbs	25 pbs

Tabla1. Cifras de mercado  
COP

Precio objetivo	2.676
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (COP BN)	15,7
Último Precio	1.705
YTD (%)	+1,3%
Dividend Yield	12,8%
PVL	0,84x
PER	5,1x



Gráfica 1. GEB y COLCAP– Comportamiento precio LTM

GEB: COP / acción. COLCAP: Puntos.



Fuente: Capital IQ. Construcción: Corficolombiana.

# GEB | Entrega de Notas 3T23

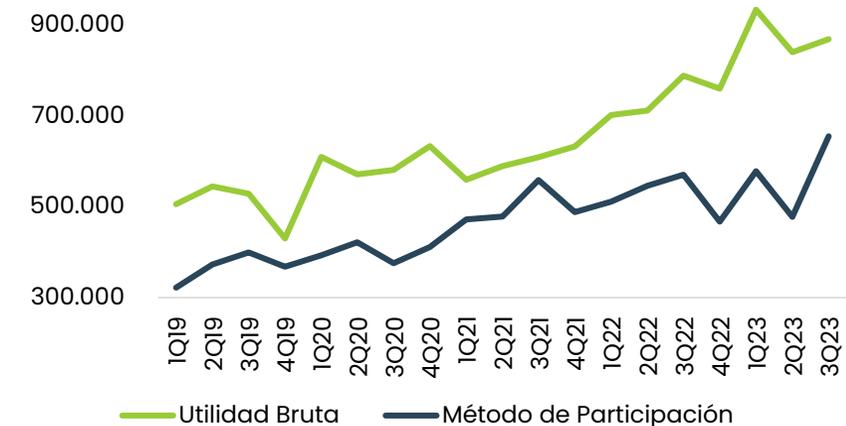
## Diversificación impulsa resultados

### Puntos destacados

- **Diversificación en varios niveles:** El transporte de gas natural en Colombia sigue siendo la actividad más relevante para GEB, participando de cerca del 50% del EBITDA acumulado al 3T23. Por otro lado, debemos anotar que, por efecto de la pesificación de la remuneración de los contratos de capacidad en Colombia, la participación de los ingresos en dólares va a bajar de ~66% a ~53%. Sin embargo, la compañía continúa diversificándose a nivel geográfico, especialmente en Brasil y Perú, mientras incrementa la participación de la actividad de transmisión eléctrica de esos países y de Colombia.
- Destacamos el efecto positivo de la diversificación a nivel del tipo de negocio, con mejoras en la Utilidad Operacional que viene de los negocios controlados, así como el aporte de las compañías no controladas que aportan a través del método de participación a la Utilidad Neta Consolidada (*gráfico 2*). Como mencionamos al comienzo, en 3T23 el efecto positivo de la diversificación provino de las actividades controladas en Colombia, a lo que se sumó Enel Colombia y en menor grado Brasil, vía método de participación.
- **Costos y gastos de las actividades controladas y endeudamiento:** La caída en ingresos de Distribución de Gas y Electricidad en Perú, y en la Distribución de Gas fue mayor a los descensos registrados en el ingreso. Este no fue el caso para la Distribución de Electricidad, cuyo ingreso cayó 23,3% T/T (muy superior a lo esperado por el efecto de la tasa de cambio) y -1,1% A/A, mientras que su costo disminuyó 7,6% T/T (+16%A/A), a partir del aumento en los costos de la energía distribuida de ElectroDunas en su moneda funcional (PEN). Así las cosas, el crecimiento en la Utilidad Bruta se explicó por el buen desempeño del Transporte de Gas y la Transmisión Eléctrica en Colombia, tanto por su crecimiento en ingresos, como por menores crecimientos en los costos (decrecimiento a nivel trimestral). Finalmente, si bien se mantiene la tendencia de incrementos anuales en los costos financieros, tanto la Razón de Endeudamiento (Deuda Neta / EBITDA) de 3,1x, como la Cobertura de Intereses (EBITDA / Intereses netos) de 6,8x, evidencian holgura y mejoraron frente al trimestre y año anteriores.

**Gráfica 2. Utilidad Bruta y Método de Participación**

Cifras en COP Millones



Fuente: GEB IR. Construcción: Corficolombiana.

# GEB | Entrega de Notas 3T23

## Diversificación impulsa resultados

**Valor y Riesgos:** Al castigo evidenciado en la relación de Precio a Valor en Libros de 0,85x, le debemos sumar el efecto favorable que tendrá el reconocimiento del valor de la base regulatoria de activos en Colombia que ya superó su vida útil normativa, los aportes incrementales de las inversiones en Brasil (vía método de participación) y el hecho de que la compañía continúa expandiéndose a nivel regional, destacándose la reciente adjudicación de la licitación de transmisión eléctrica en Perú (junto con ISA), con ingresos aproximados anuales de USD 83,5 millones. Sin embargo, persiste la incertidumbre regulatoria en torno a las actividades de GEB en Colombia; la posibilidad de una revisión tarifaria a la electricidad, la decisión respecto a la valoración de los activos que ya cumplieron su vida útil normativa, cambios en las reglas de la integración vertical en el sector energético, etc.

### Comentarios Conferencia de Resultados

- **Importación de gas natural:** No se espera la entrada de producción de gas proveniente de Orca y/o Uchuva (Ecopetrol offshore) antes de 2027. Es más probable que se tengan buenas noticias en la producción del Piedemonte Llanero (Parex) antes de ese año. La construcción de una Regasificadora en el Pacífico también se demorará varios años. Así las cosas, se espera que incremente la importación de gas natural -que actualmente supera los 300 millones de pies cúbicos diarios- a partir de incrementos en la capacidad de SPEC (Regasificadora de Cartagena), e inclusive desde Venezuela.
- **Transición energética y renovación del parque automotor colombiano:** La apuesta está en la gasificación del parque automotor. Actualmente la compañía no ve al hidrógeno como una solución en el transporte terrestre.

### ASG:

- Enlaza obtuvo la certificación de carbono neutro por parte de Icontec en reconocimiento por su compromiso y acciones para reducir las emisiones de gases efecto invernadero (GEI) de su negocio, e implementar un programa para alcanzar la neutralidad.
- Como parte del programa de reactivación económica "Con Punche Perú", liderado por el Ministerio de Economía y Finanzas del Perú y el Ministerio de Energía y Minas, Cálidda inició la construcción de nuevas redes de distribución para beneficiar a 75.000 hogares de sectores vulnerables.

# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



ISA Entrega de Notas 3T23

## Efecto adverso de los escaladores y la tasa de cambio

VOLVER



# ISA | Entrega de Notas 3T23

## Efecto adverso de los escaladores y la tasa de cambio

Durante el 3T23 ISA mostró resultados **NEUTRALES**, levemente por debajo de las expectativas del mercado.

ISA obtuvo una Utilidad Neta de COP 512 mil MM (-26,2% T/T y -23,4% A/A) inferior a nuestra estimación. Los márgenes presentaron deterioros tanto A/A como T/T, como el Margen EBITDA que se ubicó en 61,1% (-635pbs T/T y -284 pbs A/A) reflejo de caída en el EBITDA (-19,5% T/T y 15,3% A/A) inferior a nuestra estimación. La disminución en el Margen Operativo se explica porque una elevada proporción de los ingresos se indexan con la inflación más reciente, mientras que la indexación de los costos se basa en la inflación del periodo anterior. Asimismo, la menor Utilidad frente a lo estimado se debió a una mayor tasa real de impuestos (26,1%) frente a la que aplicamos (17%). Esta evolución negativa de los resultados se explica mayoritariamente por el desempeño de la tasa de cambio y los escaladores de los diferentes negocios.

COP Miles MM	ISA			Var % T/T	Var % A/A
	3T22	2T23	3T23		
Ingresos Totales	3.558	3.547	3.153	-11,1%	-11,4%
EBITDA Total	2.277	2.394	1.928	-19,5%	-15,3%
Utilidad neta	668	694	512	-26,2%	-23,4%
Margen EBITDA	64,0%	67,5%	61,1%	-635 pbs	-284 pbs
Margen Neto	18,8%	19,6%	16,2%	-332 pbs	-254 pbs

Tabla1. Cifras de mercado

Precio objetivo	23.725
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (COP BN)	16,0
Último Precio	14.450
YTD (%)	-29,5%
Dividend Yield	6,1%

Gráfica 1. ISA y COLCAP – Comportamiento precio LTM

ISA: COP / acción. COLCAP: puntos



Fuente: ISA, cálculos Casa de Bolsa SCB  
Fuente: Capital IQ, BVC..

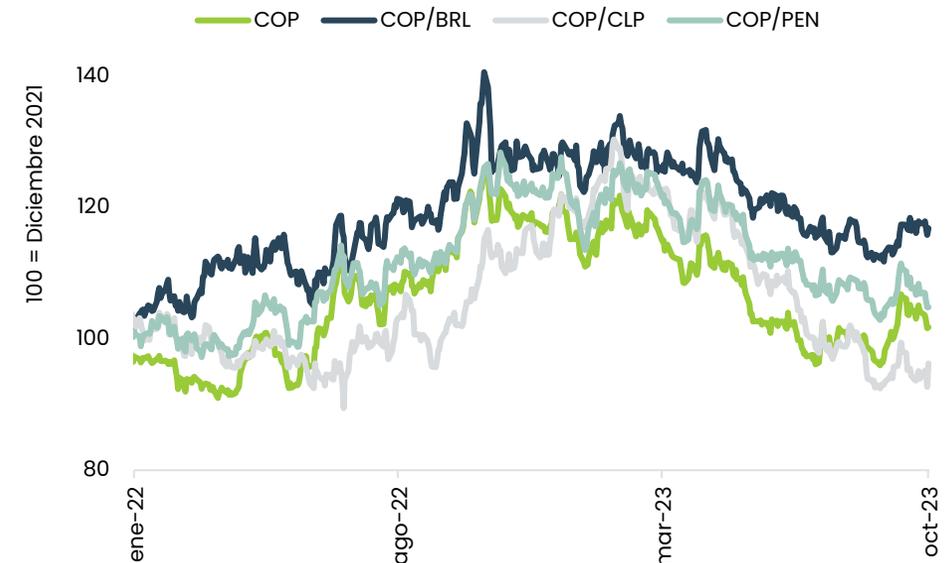
# ISA | Entrega de Notas 3T23

## Efecto adverso de los escaladores y la tasa de cambio

### Puntos destacados

- Escaladores contractuales y tasa de cambio:** Por un lado, se presentó un cambio en la tendencia inflacionaria de la región (disminución con rezago en el caso de Colombia) junto con la revaluación del peso frente al dólar (~16%), real brasilero (~12%) y peso chileno (~20%), afectando negativamente los márgenes operacionales y reduciendo los resultados consolidados de las filiales en el exterior reexpresados en pesos (método de participación en filiales sin control), esto explica la mayor parte del resultado trimestral (gráfico 2).
- Escaladores contractuales y activo financiero:** En Chile, la inflación ha disminuido 860pbs A/A (-240pbs T/T). Por su parte, la Unidad de Fomento (UF) se reajusta diariamente según la variación del IPC M/M. Esto viene afectando los resultados en Chile (vías) dado que, a partir de septiembre del 2022, el negocio de vías en Chile modificó el tratamiento del activo financiero de sus concesiones viales de pesos chilenos a UFs. Inicialmente, este ajuste impactó favorablemente al **1)** Ingreso en COP 258 mil MM por el efecto de la corrección monetaria, habiendo incrementado la UF en 3,5%; **2)** al EBITDA en COP 180 mil MM y **3)** la Utilidad Neta en COP 130 mil MM. Durante 3T23 la variación de la UF fue solo de 0,3%, con lo cual limitó el Ingreso por Corrección Monetaria del Activo Financiero. Así las cosas, más del 60% del menor ingreso A/A se explica por el tratamiento del Activo Financiero en Chile.
- Construcción de Vías:** Utilidad de Construcción en 3T23 fue COP 112 mil MM (-18,8% A/A). Durante el trimestre se observó una menor actividad constructiva en vías en Chile, principalmente Ruta del Loa, Ruta de la Araucanía y Ruta de los Ríos. Los retrasos del trimestre se explican por el Ministerio de Obras Públicas, las consultas ambientales y las expropiaciones en Chile, sin embargo, debe recordarse que en Chile estos riesgos están a cargo del Estado. Hay un retraso, pero las expectativas son buenas y las inversiones comprometidas sin ejecutar elevadas.

Gráfica 2. Tasa de cambio COP y cruzadas frente a COP



# ISA | Entrega de Notas 3T23

## Efecto adverso de los escaladores y la tasa de cambio

### Comentarios Conferencia de Resultados

- **Operaciones de mercado:** No se tiene prevista una emisión de acciones; está abierta la posibilidad de recomprar deuda, específicamente los bonos en USD 144 en cabeza de Interchile; en cuanto a nuevas emisiones, se tiene prevista una emisión en pesos en el mercado local.
- **Participaciones con GEB en Perú:** Posterior al cierre del ejercicio, ISA en alianza con GEB se ganó la licitación de transmisión eléctrica más grande otorgada por el Estado peruano. Denominada TOCE CEPI, comprende más de mil km de nuevas líneas, con lo cual ISA alcanzaría una participación del 75% del mercado peruano. La inversión aproximada es de USD 833 millones y el ingreso anual esperado de USD 83,5 millones anuales. Aún hacen falta las aprobaciones de las autoridades peruanas, pero se tiene previsto un co-control con participaciones iguales entre GEB e ISA, tal como se anunció el pasado 26 de octubre.
- **Expectativas varias:** ISA espera obtener la concesión de la Carretera Panamericana del Este en Panamá (246 km, con una inversión de USD 287 millones). La expectativa en utilidad es un crecimiento de entre 10% - 15% frente al año pasado, la cual se puede obtener con una utilidad trimestral de COP 444 mil MM en 4T23 (usando 12,5% de crecimiento anual). Al cierre de 2023, ISA espera ejecutar COP 5,5 billones de Capex, y al cierre de 3T23, tiene 28 BN en inversiones comprometidas pendientes por ejecutar (back-log).

### Temas de ESG:

- Durante el trimestre, ISA recibió el premio BIBO por segundo año consecutivo, un reconocimiento a las mejores prácticas ambientales en el país.
- ISA INTERCOLOMBIA fue reconocida por el Pacto Global dada su contribución al acceso al agua en Colombia (agua limpia y saneamiento), debido al trabajo realizado en el proyecto de las Pilas Públicas de Maicao, Guajira.
- ISA CTEEP recibió el reconocimiento ORO por su programa GHC Protocol (GHC hace referencia al estándar de contabilidad de las emisiones de CO2 equivalente en los reportes contables de la compañía).

# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



## Promigas

# Entrega de Notas

## 3T23

VOLVER



# Promigas | Entrega de Notas 3T23

## Puntos destacados

**Resultados Operacionales:** En el 3T23, los Ingresos Consolidados alcanzaron COP 1,6 BN (+7,7% A/A y +8,7% T/T) jalonado por fuerte incremento de Instalaciones y servicios técnicos (+40,8% A/A) y por la Distribución y Comercialización de Energía (+11,6% A/A) gracias a un mayor consumo de las cementeras y generación térmica dado el Fenómeno del Niño, así como por el incremento sobre la tarifa de energía producto de la estacionalidad climática.

**Retroceso en la Utilidad Operacional,** que se ubicó en COP 480 mil MM (-3,2% A/A y -2,7% T/T), registrando un Margen Operacional del 29,1% (-329 pbs A/A - 342 pbs T/T) impactado principalmente por un crecimiento anual de los Gastos Operacionales (+6,8% A/A y -12,1% T/T) por encima de la Utilidad Bruta que se ubicó en COP 559 mil MM (+4,8% A/A y +12,1% T/T), sumado al incremento de los Costos de Ventas (+12,9% A/A y +4,4% T/T) debido a la mayor exposición a bolsa en su abastecimiento de energía eléctrica y contratación de personal para desarrollo de nuevos negocios (+43,4% A/A), esto a pesar de un menor costo de Construcción de Concesiones (-14,4% A/A), lo que a su vez llevó a un retroceso del EBITDA del -0,9 A/A y -1,4% T/T, mostrando a su vez caídas en su Margen EBITDA (-303 pbs A/A y -306 pbs T/T).

**Respecto a la Utilidad Neta de la Controladora** (-15,0% A/A y -2,5% T/T), su comportamiento estuvo acompañado de un Margen Neto del 15,2% para 3T23, luego del 19,3% en le 3T22 y 17,0% en 2T23 (-406 pbs A/A y -175 pbs T/T) en medio de mayores Gastos Financieros debido a la indexación de la deuda al IPC e incrementos en el endeudamiento, especialmente sobre créditos en moneda nacional (+188,4% A/A).

## Tabla 1. Información de la especie

Cifras en COP

Market Cap (BN)	4,7
Ultimo Precio	4.170
YTD (%)	-7,1%
D. Yield	2,5%
P/VL	0,88x
PER	5,9x

## Gráfica 1. Promigas – Comportamiento precio LTM

COP / acción



# Promigas | Entrega de Notas 3T23

**Fenómeno de “El Niño”:** Acorde a Promigas, se pronostica un Niño con probabilidad de ocurrencia del 100% hacia finales del 2023, el cual, según el IDEAM, esperando que se dé un alivio de este Fenómeno a partir de abril del 2024. La infraestructura de transporte de la compañía respaldada por SPEC y la recién implementada entrada temprana de la bidireccionalidad de Barranquilla – Ballena, lo cual asegura la seguridad de la matriz energética del país.

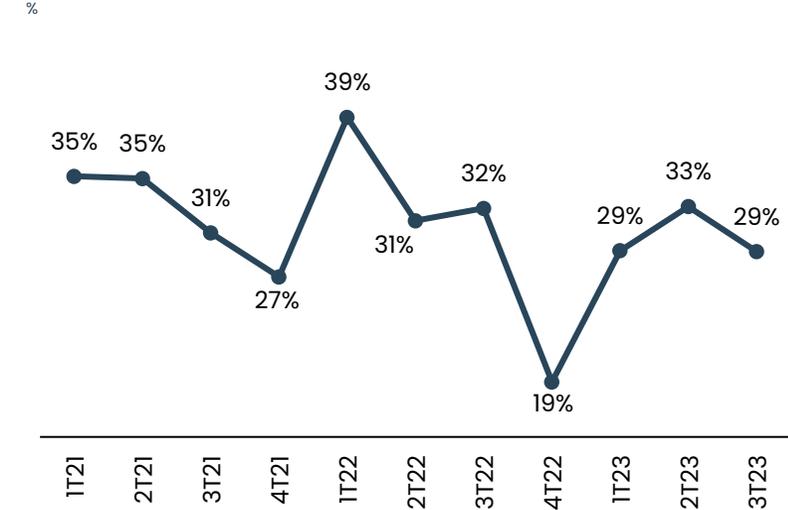
El 6 de septiembre de 2023 se dio el inicio de transferencia de gas desde el gaseoducto de Promigas al de TGI, dando paso a la conexión del Sistema del Caribe con el sistema del interior, asociado a la bidireccionalidad de la SNT (Seguridad Nacional del Transporte) de Promigas.

**Tabla 2. Resultados Financieros 3T23**

Cifras en COP

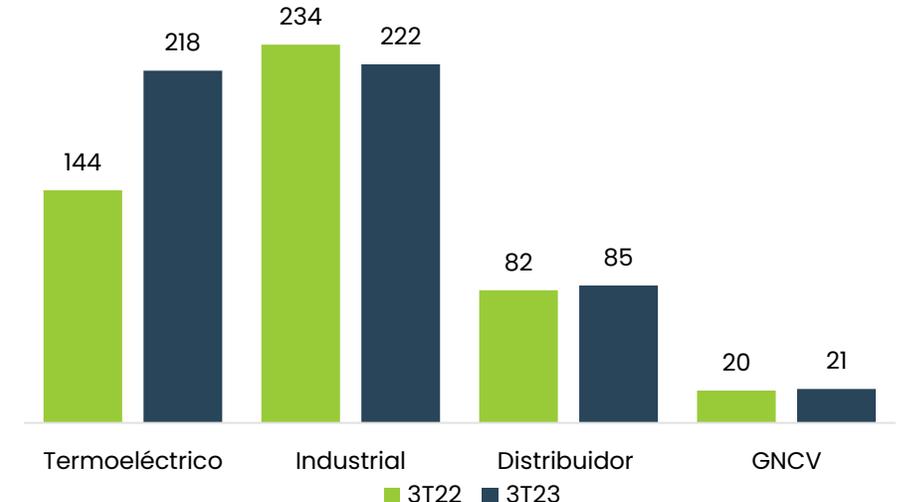
Promigas					
Cifras en COP Mil MM	3T22	2T23	3T23	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	1.530	1.515	1.648	8,7%	7,7%
Contrato con Clientes	1.247	1.271	1.366	7,4%	9,5%
Concesiones nacionales	44	25	46	84,8%	3,3%
Concesiones del exterior	132	64	89	38,9%	-32,0%
Otros	108	155	147	-5,0%	36,5%
Utilidad Operacional	496	493	480	-2,7%	-3,2%
Utilidad Neta controladora	295	257	251	-2,5%	-15,0%
Margen Operacional	32,4%	32,6%	29,1%	-342 pbs	-329 pbs
Margen Neto Controladora	19,3%	17,0%	15,2%	-175 pbs	-406 pbs

**Gráfica 2. Margen Operacional trimestral**



**Gráfica 3. Volumen transportado Corporativo (MPCD)**

Cifras en Millones de Pies Cúbicos



\* 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.

# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



## Corficolombiana | Entrega de Notas 3T23

# Etapa de Construcción en la recta final

VOLVER



# Corficolombiana | Entrega de Notas 3T23

## Etapa de Construcción en la recta final

**Corficolombiana presentó resultados para el 3T23, con una contracción de 15,3% A/A de los Ingresos del Sector Real**, explicado por la disminución en la actividad de construcción, así como, la reducción del impacto de la inflación en el rendimiento del activo financiero de las Concesiones Viales, lo que llevó a una contracción de los ingresos en Infraestructura (-43,5% A/A, COP -558 mil MM), por otro lado, Energía y Gas (+5,5% A/A, COP +85,6 mil MM) continúa fortaleciéndose gracias al mayor consumo de Gas por parte de las cementeras y las termoeléctricas, beneficiado de “El Fenómeno de El Niño”. En menor medida, se observó un incremento en los ingresos de Turismo (+7,0% A/A) gracias a mayores tarifas y oferta gastronómica, mientras que, Agroindustria (+5,4% A/A) debido a la tendencia bajista de los precios de Commodities.

Por otra parte, **se presentaron incrementos en los Costos de Ventas y Servicios (+3,5% A/A) a nivel consolidado**, afectado por una menor contracción de los Costos (-12% A/A) frente a los ingresos, así como mayores Costos en Energía y Gas (+7,2% A/A), Turismo (+13% A/A) y Agroindustria (+35,2% A/A). **Lo anterior, generó contracciones en el Margen Bruto (-978 pbs A/A) y Margen EBITDA (-1.015 pbs A/A).**

**A nivel No Operacional, se observó un incremento de los Gastos de Intereses (+58,7% A/A)**, en línea con las mayores tasas de interés, mayor saldo de depósitos y mayor nivel de endeudamiento en Energía y Gas (COP +1,6 BN) como parte de la estrategia para contrarrestar posibles problemas de liquidez en el mercado bancario. Así, la Utilidad Neta Controlante alcanzó los COP 56 mil MM.

Finalmente, los avances y finalización de las Concesiones Viales, si bien han generado un efecto negativo en el PyG, también **ha permitido incrementar los Activos (+8,3% A/A), mientras que, a futuro se esperaba un mejor flujo de caja.**

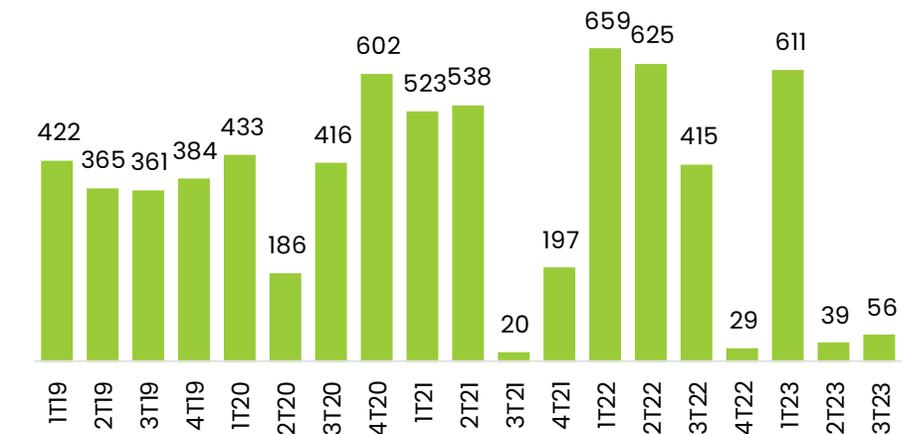
**Gráfica 1. Precio Acción Corficolombiana**

Cifras en COP



**Gráfica 2. Evolución Utilidad Neta Controlante**

Cifras en COP mil MM



# Corficolombiana | Entrega de Notas 3T23

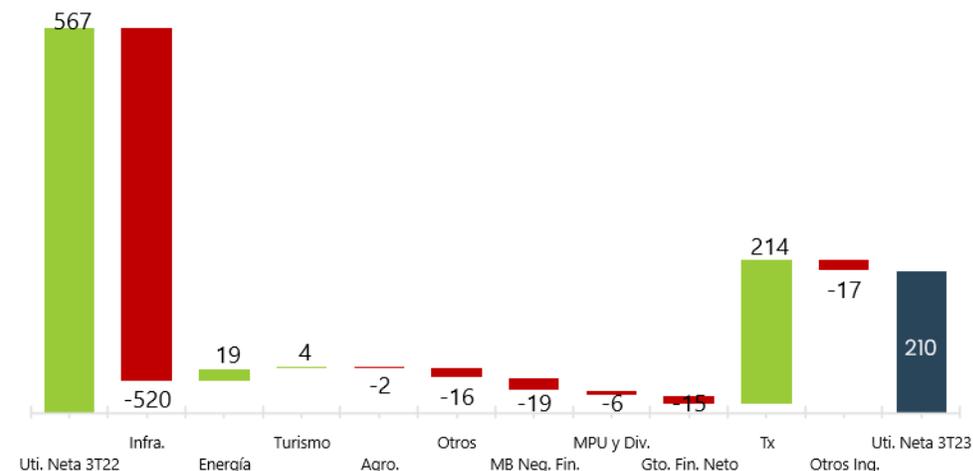
## Etapa de Construcción en la recta final

Corficolombiana					
Cifras en COP mil MM	3T2022	2T2023	3T2023	Var % T/T	Var % A/A
Ingreso Operacional Sector Real	3.055	2.649	2.588	-2,3%	-15,3%
Utilidad Bruta Sector Real	1.709	1.364	1.195	-12,4%	-30,1%
MPU y Dividendos	88	87	82	-6,2%	-6,8%
Gasto Financiero Neto	426	292	459	57,3%	7,9%
EBITDA	1.633	1.093	1.120	2,5%	-31,4%
Utilidad Neta Controlante	415	39	56	42,2%	-86,5%
Margen Bruto	56,0%	51,5%	46,2%	-533 pbs	-978 pbs
Margen EBITDA	53,4%	41,3%	43,3%	202 pbs	-1015 pbs
Margen Neto	13,6%	1,5%	2,2%	68 pbs	-1142 pbs

Margenes tomando en cuenta el ingreso del sector real

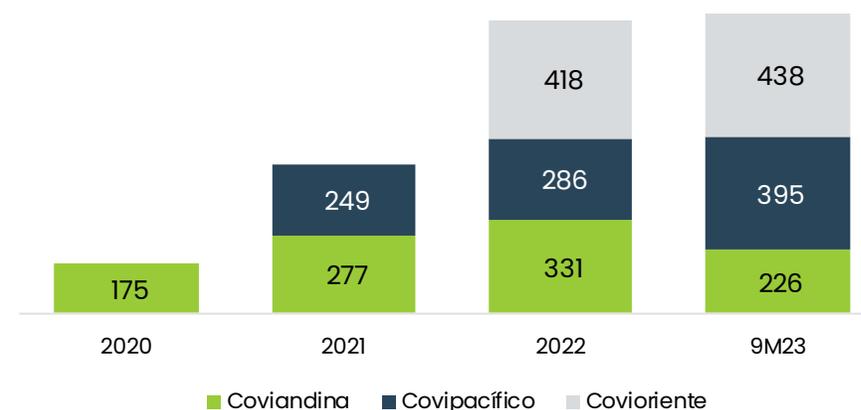
**Gráfica 3. Utilidad Neta 2T22 vs. 3T23**

Cifras en COP mil MM (Utilidad Neta incluye interés minoritario)



**Gráfica 4. Flujo de Caja Concesiones Viales**

Cifras en COP mil MM



diciembre de 2023

# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



## Grupo Argos | Entrega de Notas 3T23

# Eficiencias siguen mejorando márgenes

VOLVER

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA





## GRUPO ARGOS

# Grupo Argos | Entrega de Notas 3T23

## Eficiencias siguen mejorando los márgenes

Durante el 3T23 Grupo Argos mostró resultados **NEUTRALES**, ligeramente por debajo de lo esperado por el promedio del mercado en cuando a Ingresos y EBITDA, no obstante, la Utilidad Neta estuvo 41,4% debajo de lo previsto. Los ingresos consolidados decrecieron (-4,8% A/A), afectados principalmente por la disminución en aquellos percibidos por el Negocio Inmobiliario (-47% A/A) y por Método de Participación (-37,3% A/A), asociado, en su mayoría, a Grupo Sura.

Por su parte, una mejor optimización de los Costos de Bienes y Servicios (-4,2%A/A), ayudaron a expandir el Margen Bruto (+68 pbs A/A), que, junto con menores Gastos de Estructura (-3,4% A/A), impulsaron el Margen EBITDA (+154 pbs A/A).

A nivel No Operativo las pérdidas por Diferencia en Cambio alcanzaron los COP 13 mil MM, mientras que los Egresos Financieros Netos aumentaron 23% A/A. Lo anterior, limitó la Utilidad Neta Controlante (-1,0% A/A), llegando a COP 190 mil MM, no obstante, se vio una ligera expansión del Margen Neto (+15 pbs)

Grupo Argos					
Cifras en COP mil MM	3T2022	2T2023	3T2023	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Totales	5.088	6.392	4.844	-24,2%	-4,8%
EBITDA	1.269	1.553	1.283	-17,4%	1,1%
Utilidad Neta Controlante	192	313	190	-39,2%	-1,0%
Margen EBITDA	24,9%	24,3%	26,5%	219 pbs	154 pbs
Margen Neto	3,8%	4,9%	3,9%	-97 pbs	15 pbs

Precio Objetivo (COP)	13.060
Recomendación	Sobreponderar
YTD (%)	-3,06%
PER	5,8x
P/VL	0,4x
Dividend Yield	6,3%

### Gráfica 1. Precio de la acción Grupo Argos

Cifras en COP



# Grupo Argos | Entrega de Notas 3T23

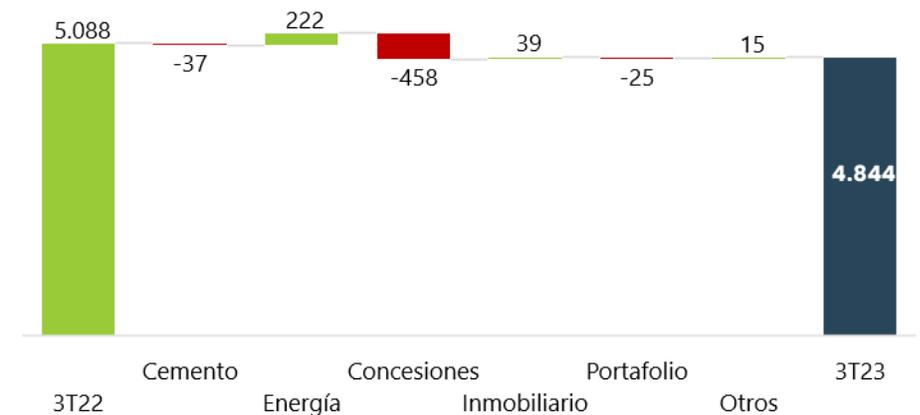
## Eficiencias siguen mejorando los márgenes

### Puntos destacados:

- **Resultados de Cemento continúan resilientes:** Cementos Argos reportó una ligera contracción en los ingresos (-1,0% A/A), mostrando una sólida estrategia de precios y un debilitamiento de la demanda menor al esperado, mientras que, el mayor enfoque en rentabilidad ha permitido continuar expandiendo sus márgenes (Margen EBITDA +506 pbs A/A y Margen Neto +515 pbs A/A).
- **Segmento de Energía debilitado:** Por su parte, Celsia reportó un crecimiento de los Ingresos (+14,0% A/A) impulsados principalmente por Caoba (+22,2% A/A) y Tesorito, que representó el 10,6% del total de Ingresos. Lo anterior se benefició del aumento de las tarifas gracias a la indexación al IPC, lo que compensó una disminución en la Energía Vendida (-11,4% A/A), sin embargo, esta indexación también impulsó los Costos Variables (+26,9% A/A), algo que se veía compensado ligeramente por menores Gastos (-11,2% A/A). Así, reportó una contracción en sus márgenes (Margen EBITDA -470 pbs y Margen Neto -306 pbs A/A)
- **Sólidos indicadores de endeudamiento:** Respecto al mismo periodo del año 2022, Grupo Argos presentó una menor Deuda Neta (-36% A/A) llegando a COP 0,71 BN, impulsado principalmente por el pago de la deuda en Odinsa. Mientras que, el costo de la deuda continuó disminuyendo, ubicándose en 9,9% (-60 pbs A/A y -40 pbs T/T), no obstante, los Gastos por Intereses se incrementaron (+32,25% A/A). A futuro, esperamos que, con el menor costo de la deuda y la reducción del apalancamiento, se comience a observar menores presiones sobre la Utilidad Neta, algo que será impulsado con la desaceleración de la Inflación (49% de la deuda) y reducción de la IBR (38% de la deuda).

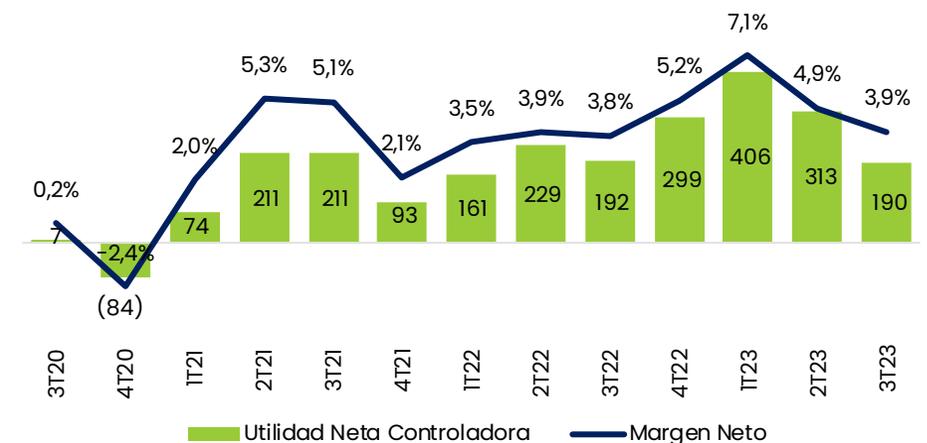
Gráfica 2. Ingresos consolidados por segmento vs. 3T22

Cifras en COP mil MM



Gráfica 3. Utilidad Neta Controladora vs. Margen Neto

Cifras en COP mil MM (Utilidad Neta Controladora) y % (Margen Neto)



# Grupo Argos | Entrega de Notas 3T23

## Eficiencias siguen mejorando los márgenes

**Negocio de Desarrollo Urbano continúa dando sorpresa positiva:** A pesar del debilitamiento del mercado de vivienda a nivel nacional, se observaron mayores ingresos por venta de lotes (+97% A/A) y m2 vendidos (+154% A/A). Esperamos que continúe mostrando buen comportamiento hacia final de año gracias a las mayores escrituraciones esperadas para estas fechas.

**A futuro esperamos continuar observando solidez en los resultados,** con Cementos Argos beneficiado de mayores eficiencias gracias a la combinación con Summit Materials, Celsia aún beneficiada de las tarifas indexadas, mientras que Odinsa, el mayor tráfico aéreo y normalización del tráfico terrestre, debería continuar mostrando buenos resultados. Así mismo, Pactia debería continuar beneficiándose de los ajustes de los cánones de arrendamiento a la inflación, así como, menores presiones por Gastos Financieros a la espera de la reducción de tasas de Interés.

### Comentarios Conferencia de resultados:

La combinación de Summit Materials y la operación de Cementos Argos en Estados Unidos, la cual, **a la fecha del anuncio, se valoró esta última a USD 3,2 BN, representaría COP 5.809 por acción de Grupo Argos.** Esta nueva compañía combinada, si se llegase a listar en la Bolsa de Valores de Colombia, sería la segunda de mayor capitalización bursátil, sólo detrás de Ecopetrol.

**Se realizaron cambios sobre los términos de la transacción entre el GEA y el Grupo Gilinski,** entre ellos: **1)** Ya no se realizará el intercambio de acciones por medio de un Patrimonio Autónomo, sino que se hará de manera directa. **2)** En caso de no lograr adquirir el 10,1% adicional de Nutresa Alimentos en la OPA, la diferencia se pagará en Efectivo, de USD 12 por acción. Así mismo, se espera que el primer intercambio de acciones tenga lugar antes de finalizar el año.

El pasado 12 de Octubre se dio reapertura del puente El Alambrado, algo que tomó sólo 4 meses y se espera continúe su operación de manera permanente y se normalice el tráfico en este corredor. Así mismo, el 2 de Octubre, Odinsa pagó COP 280 mil MM de su deuda, fortaleciendo la estructura de capital. Por otro lado, en Negocio de Desarrollo Urbano se firmaron 2 promesas de venta.

### ASG:

El segmentó de Negocio de Desarrollo Urbano con su proyecto "Reciclemos Juntos Barú" recibió el Premio Nacional a la Responsabilidad Social 2023 de Camacol. Este proyecto inició en 2022, apoyando la movilidad social de más de 150 recicladores y sus familias, mejorando sus condiciones de vida.



Grupo Sura | Entrega de Notas 3T23

## Utilidad impactada por transacción de Nutresa

VOLVER



# Grupo Sura | Entrega de Notas 3T23

## EPS sigue presionando a Suramericana

Grupo Sura presentó resultados **NEUTRALES** para el 3T23, por debajo de las expectativas del mercado.

La Utilidad Neta del 3T23 se ubicó en COP 311 mil MM frente a los COP 400 mil MM del 3T22 (-22,4% A/A), sin embargo, este resultado tiene el impacto de la venta de las operaciones en Argentina y El Salvador por una cifra de COP 85 mil MM y COP 41 mil MM por el Método de Participación de Nutresa, de excluir estas dos cifras, la Utilidad se hubiese ubicado en COP 436 mil MM con un crecimiento de 8,9% A/A. Es importante tener en cuenta que la lectura de las cifras al 3T23 no deben compararse con los trimestres anteriores, dado que estas cifras son Pro-Forma y se puede analizar únicamente A/A.

Este rendimiento del 3T23 estuvo fuertemente impactado principalmente por **1)** La caída importante en Método de Participación (-23,2% A/A), en parte por la salida de Nutresa de la estructura de la compañía; **2)** seguido del fuerte incremento de los Siniestros Retenidos (+18,3% A/A) dada la alta siniestralidad de EPS por encima del 100% durante el trimestre, y finalmente la continua presión por los altos Gastos Operacionales (+15,0% A/A) en parte como consecuencia de la consolidación de AFP Protección y AFP Crecer en SURA AM. Sin embargo, lo anterior logró ser compensado por el destacado comportamiento de las Primas Emitidas que se ubicaron en COP 8,1 BN (+26,2% A/A).

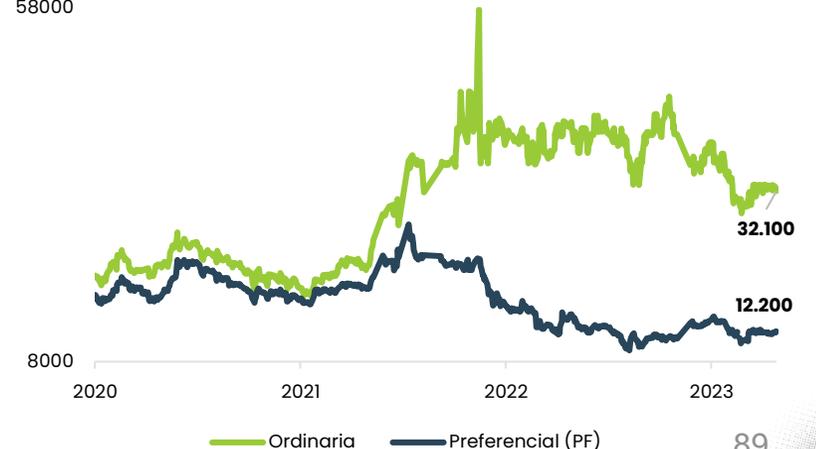


Cifras en COP. Información sobre la especie Ordinaria

Recomendación	Neutral
Precio Objetivo	30.700
Market Cap. (BN)	16,5
Último Precio	32.100
YTD (%)	-23,6%
P/B	0,58
DVD Yield	4,0%

### Gráfica 1. Acción PF y Ordinaria Grupo Sura

Cifras en COP.  
58000



Grupo Sura					
Cifras en COP Mil MM	3T22	2T23	3T23	Var % A/A	Var % T/T
Primas retenidas	5.876	6.699	<b>5.986</b>	1,9%	-10,6%
Ingresos operacionales	7.851	9.541	<b>7.388</b>	-5,9%	-22,6%
Siniestros retenidos	4.314	5.016	<b>4.033</b>	-6,5%	-19,6%
Utilidad operativa	673	1.205	<b>827</b>	22,8%	-31,4%
Utilidad neta	400	-11	<b>311</b>	-22,4%	n/a
Utilidad neta sin Efecto Impuesto	400	607	<b>311</b>	-22,4%	-48,8%

# Grupo Sura | Entrega de Notas 3T23

## EPS sigue presionando a Suramericana

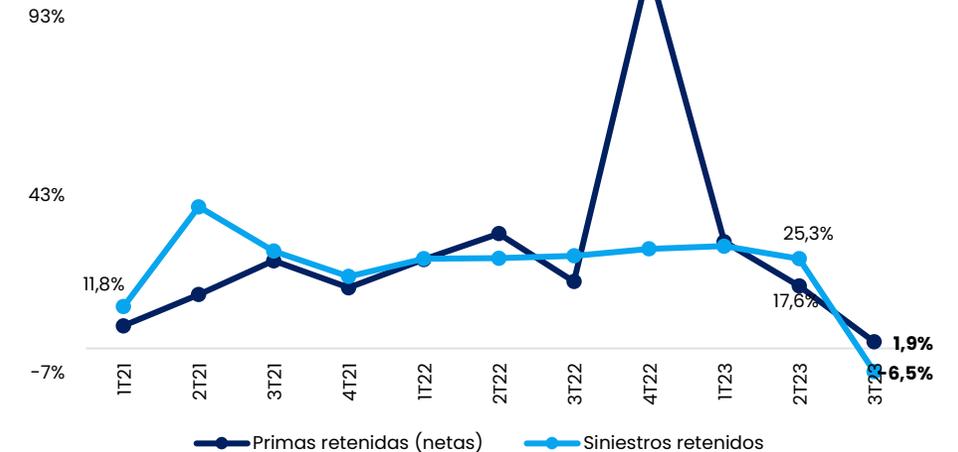
→ **Importante seguir monitoreando:** alzas en las tasas de interés que continuarían impactando los Gastos Financieros y decisiones frente a la transacción de Nutresa.

### Puntos destacados:

- **Ruido en la Utilidad de Suramericana por venta de sus operaciones en Argentina y El Salvador:** Durante el trimestre, la compañía decidió vender sus operaciones de seguros en Argentina y El Salvador por decisiones estratégicas, con el fin de orientar estos recursos hacia otras regiones, por cual presentó Pérdida en el período que se ubicó en COP -38 mil MM, sin embargo, excluyendo dicho evento la compañía hubiese reportado ganancias por COP 66 mil MM.
- **La Utilidad de la Suramericana continúa presionada por la alta Siniestralidad (+15,6% A/A)** jalonada principalmente por una mayor siniestralidad en la EPS que pasó del 102% en 3T22 a 106% en 3T23, este rubro del Segmento de Salud se debió a la mayor demanda de servicios en salud, incrementando indicadores de frecuencia y severidad. No obstante, esto ha sido mitigado por el buen comportamiento de las Primas Emitidas (+14,0% A/A) especialmente por el incremento de la UPC en el segmento de Salud (*Unidad de pago por capitación, valor anual que se reconoce por cada uno de los afiliados al sistema general de seguridad social*) y nuevos negocios en la filial de Chile, así como el destacado comportamiento del Resultado por Inversiones que logró un repunte del 44,8% A/A gracias a los activos en el portafolio indexados a la inflación en Colombia.

**Gráfica 2. Comportamiento Anual de la Actividad Operacional de Grupo Sura Holding**

Cifras en % A/A



**Gráfica 3. Siniestralidad EPS vs Utilidad del segmento**

Cifras de Siniestralidad en %. Cifras de Utilidad Neta en COP miles de MM



Fuente: Bloomberg, Informes Financieros de la Compañía  
Cálculos: Casa de Bolsa SCB

# Grupo Sura | Entrega de Notas 3T23

## EPS sigue presionando a Suramericana

- **Mayores Reservas Técnicas presionaron el Negocio de SUAM:** Evidenciado en una Utilidad de COP 151 mil MM, que si bien estuvo impulsada anualmente, presentó una contracción trimestral (3,5% A/A y -47,3% T/T). Estos resultados se dieron debido a la fortaleza de los Ingresos Operacionales del 3T23 frente a los del 3T22 (+57,2% A/A) a pesar del fuerte retroceso trimestral (-17,6% T/T), jalonado por el negocio de Ahorro y Retiro, gracias a una mayor base salarial y crecimiento del 10,6% sobre el AUM. Adicionalmente, los resultados estuvieron presionados por el fuerte incremento sobre las Reservas Primas que pasaron de COP 594 mil MM en 2T23 a COP 981 mil MM a 3T23 (+65,1% T/T), esto se dio luego de un análisis de sensibilidades por riesgo de Tasa de Interés en los diferentes portafolios.

### Comentarios Conferencia de resultados y ASG:

- **Altas tasas de interés siguen impactando resultados, pero en menor medida,** ya que, si bien la Utilidad Operativa logró un destacado comportamiento anual, el resultado trimestral se contrajo (+22,8% A/A y -31,4% T/T). A este resultado se le suma los Gastos por Intereses que siguen siendo superiores frente al resultado del mismo trimestre de 2022 (+5,2% A/A y -8,0% T/T), a pesar de que empiezan a mostrar signos de moderación, permitiendo un descenso sobre el Resultado Financiero de la compañía (-1,6% A/A y -3,9% T/T). Se espera reducción en Gastos de Intereses por expectativa de menores tasas de interés por menor inflación hacia el **1S24**.
- Grupo Sura logró una calificación de BBB por parte del MSCI gracias al destacado desempeño en inversión sostenible y desarrollo del talento.
- A pesar de las implicaciones financieras de la transacción respecto a dejar de ser accionistas de Nutresa, **el emisor espera reflejar estabilidad en la generación de caja.** Finalmente, en 2024 prevén finalizar todos los procesos de la transacción.
- De acuerdo con S&P Global, el emisor logró un desempeño superior al 98% entre las 618 compañías del sector de Servicios Financieros Diversos incluidas en la Evaluación de Sostenibilidad Corporativa.

# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



Amazon | Entrega de Notas 3T23

## Optimización y Récords se hacen presentes

VOLVER



# Amazon | Entrega de Notas 3T23

## Optimización y Records se hacen presentes

Amazon presentó resultados **POSITIVOS** durante el 3T23, con unos ingresos creciendo 12,6% A/A en línea con lo esperado por el promedio del mercado, mientras que, la sorpresa positiva vino por parte de la Utilidad Operativa, la cual se ubicó 343% por encima de la reportada en el 3T23 y 45% mejor a las expectativas.

El buen desempeño operativo ha sido impulsado por la sólida estrategia de optimización de costos y gastos que ha llevado a cabo la compañía, lo que ocasionó un crecimiento de sólo 5,9% A/A en los Costos y Gastos totales, **así como, los excelentes resultados del Prime Day, que rompió récords de ventas, y el buen desempeño de los ingresos en los segmentos más rentables de la compañía** como Publicidad (+26% A/A), Suscripciones (14%) y Venta de Productos de Terceros (20%), que han ganado, en conjunto, +246 pbs A/A en su participación dentro del total de Ingresos de Amazon. Esto último es algo que vemos con buenos ojos, pues, le brindaría un mejor posicionamiento para el escenario actual de debilitamiento en la demanda, enfocándose más en la Venta de Servicios que creció 17,9% A/A vs. los Ingresos por Ventas de Productos que se incrementaron sólo 6,5% A/A.

Los buenos resultados operativos se reflejaron en la expansión del Margen Operacional y Margen Neto en 583 pbs y 464 pbs respectivamente, en comparación a los reportados en el 3T22.

Esperamos continuar observando un sólido desempeño operativo en el 4T23, con mejores márgenes A/A, aunque reflejando una desaceleración en los resultados, a la espera, entre otras cosas, de los resultados de los nuevos compromisos y expansión de los proyectos de Inteligencia Artificial con los consumidores de Amazon Web Services ("AWS"). **El Guidance de la compañía para el 4T23: Ingresos entre USD 160 BN y USD 167 BN (Entre +7% y +12% vs. 4T22); Utilidad Operacional entre USD 7 BN y USD 11 BN (Entre +159% y USD +307% vs. 4T22).**



Market Cap. (USD BN)	1.227
Último Precio (USD)	120
YTD (%)	41,67%
PER	81,4x
P/VL	7,27x
Utilidad por Acción (USD)	1,46

Gráfica 1. Precio de la acción de Amazon

Cifras en USD



Fuente: Amazon 3Q23 Financial Report, cálculos Casa de Bolsa SCB

# Amazon | Entrega de Notas 3T23

## Optimización y Records se hacen presentes

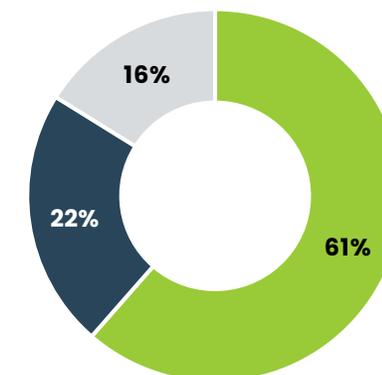
Amazon					
Cifras en USD BN	3T2022	2T2023	3T2023	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Totales	127,1	134,4	143,1	6,5%	12,6%
Ingresos por Venta de Servicios	67,8	75,4	79,9	6,1%	17,9%
Ingresos por Venta de Productos	59,3	59,0	63,2	7,0%	6,5%
Utilidad Operacional	2,5	7,7	11,2	45,7%	343,1%
Utilidad Neta	2,9	6,8	9,9	46,4%	244,0%
Utilidad por Acción*	0,28	0,66	0,96	45,5%	242,9%
Margen Operacional	2,0%	5,7%	7,8%	210 pbs	583 pbs
Margen Neto	2,3%	5,0%	6,9%	188 pbs	464 pbs

\*Cifras en USD



Gráfica 2. Participación de los Ingresos

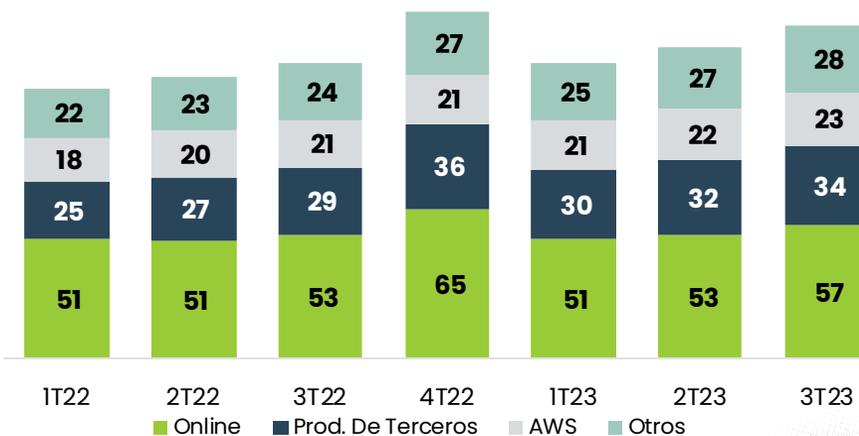
Cifras en %



■ Norteamérica ■ Internacional ■ Amazon Web Services

Gráfica 3. Ventas por segmento

Cifras en USD BN



Fuente: Amazon 3Q23 Financial Report, cálculos Casa de Bolsa SCB

diciembre de 2023

# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



## Apple | Entrega de Notas 3T23

# Resultados batiendo récords

VOLVER



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA





# Apple | Entrega de Notas 4T23

## Resultados batiendo récords

Apple presentó resultados **POSITIVOS** durante el 4T23, estando en línea con las **expectativas del mercado**, donde a pesar de alcanzar Ingresos históricos en algunas geografías importantes como lo son: India, Brasil, Canadá, Francia, México, Filipinas, Arabia Saudita, entre otros; Se reportó un retroceso en los Ingresos (-0,7% A/A), debido a una caída del 5,3% A/A en la venta de Productos, jalonada por una disminución del 34% A/A de los ingresos percibidos en Mac y un impacto negativo de las tasas de cambio. Lo anterior se vio contrarrestado casi en su totalidad por un incremento de 16,3% A/A en la venta de Servicios, presentando récords en todos los segmentos como Publicidad, iCloud, APP Store, Video, AppleCare y Servicios de Pagos.

Por otra parte, si bien, la tasa de cambio limitó los ingresos, esta presentó un mayor beneficio para la compañía, que, junto a **mayores eficiencias en el apalancamiento operacional, impulsaron el Margen Bruto más de 291 pbs A/A, llegando a 45,2%**, siendo el más alto en la historia de la compañía. **En cuanto al Margen Operacional, este incrementó 252 pbs A/A**, mostrando una mayor eficiencia en los Gastos por Ventas y Administración (-4,5% A/A), algo que fue opacado por mayores Gastos de Investigación y Desarrollo (+8,1% A/A). Lo anterior, junto con mayores ingresos No Operacionales, impulsaron **la Utilidad Neta (+10,8% A/A) y el Margen Neto (+266 pbs A/A)**. Finalmente, el menor Flujo de Caja Operativo en el 2023 (-9,5% A/A) fue compensado por menor compras de Valores Negociables, lo que ayudó a mejorar la liquidez de la compañía, Ratio Corriente (0,99x en 2023 vs. 0,88x en 2022)

**A futuro, esperamos una desaceleración en la venta de Productos**, en línea con un debilitamiento del consumo a nivel mundial, así como, el fortalecimiento de competidores en mercados clave como Asia y Europa. Por otra parte, **esperamos continuar viendo un fortalecimiento de las ventas de Servicios, lo que impulsaría los márgenes de la compañía**, pues es el segmento más eficiente, con un Margen Bruto de 70,8% en el 2023.

Market Cap. (USD BN)	2.776
Último Precio (USD)	178
YTD (%)	36,67%
PER	29x
P/VL	46,1x
Utilidad por Acción (USD)	6,12

**Gráfica 1. Precio de la acción de Apple**

Cifras en USD



Fuente: Apple 4Q23 Financial Report, cálculos Casa de Bolsa SCB



# Apple | Entrega de Notas 4T23

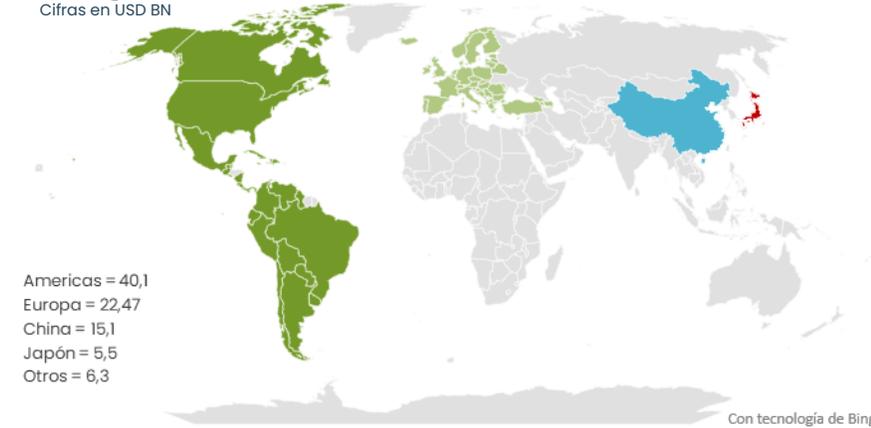
## Resultados batiendo récords

Apple					
Cifras en USD MM	4T2022	3T2022	4T2023	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Totales Netos	90.146	81.797	89.498	9,4%	-0,7%
Utilidad Bruta	38.095	36.413	40.427	11,0%	6,1%
Utilidad Operacional	24.894	22.998	26.969	17,3%	8,3%
Utilidad Neta	20.721	19.881	22.956	15,5%	10,8%
Utilidad por acción*	1,29	1,27	1,47	0,20	0,18
Margen Bruto	42,3%	44,5%	45,2%	65 pbs	291 pbs
Margen Operacional	27,6%	28,1%	30,1%	202 pbs	252 pbs
Margen Neto	23,0%	24,3%	25,6%	134 pbs	266 pbs

\*Cifras en USD

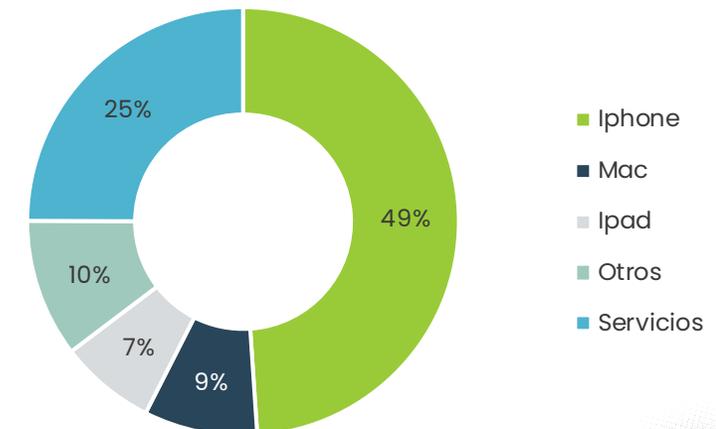
**Gráfica 2. Participación de los Ingresos por Geografías**

Cifras en USD BN



**Gráfica 3. Ventas por segmento**

Cifras en USD BN



Fuente: Apple 4Q23 Financial Report, cálculos Casa de Bolsa SCB

# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



## Bank of America | Entrega de Notas 3T23

# Gastos por FDIC presionan mayores gastos

VOLVER

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# BANK



# Bank of America | Entrega de Notas 3T23

## Gastos por FDIC presionan mayores gastos

### Principales puntos

Bank of America presentó resultados **POSITIVOS** durante el 3T23, especialmente la Utilidad Neta que estuvo 10% por encima de las expectativas del mercado.

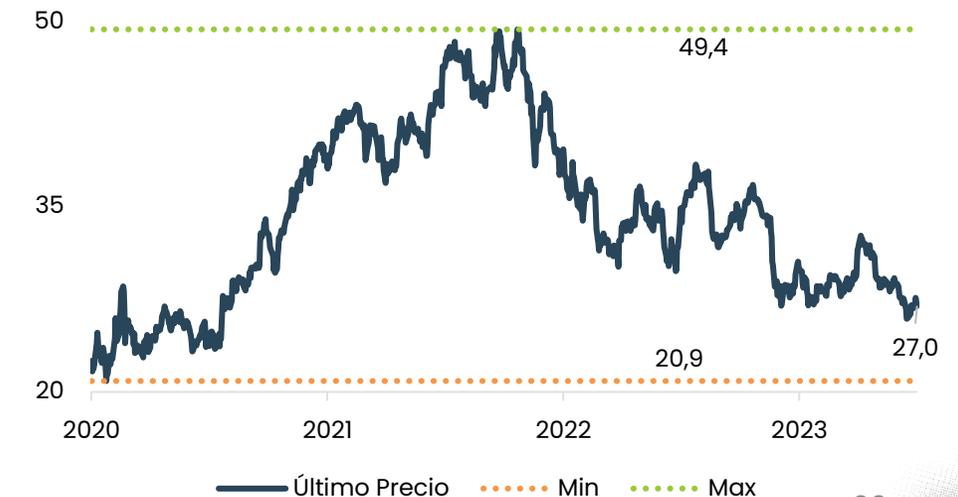
- **Consumo y tasas de interés jalonan los Ingresos:** El entorno de altas tasas de interés han permitido alcanzar mayores Ingresos Netos por Intereses que pasaron de USD 13,8 BN en 3T22 a 14,4 BN en 3T23 (4,5% A/A y 1,6% T/T). Es importante resaltar que la economía de Estados Unidos ha mostrado una resiliencia importante, especialmente en el Consumo, por lo cual el segmento de Banca de Consumo logró un crecimiento del 7,8% A/A en sus Ingresos Netos por Intereses, en parte jalonado por mayor emisión de tarjetas de crédito. El emisor espera que los ingresos caigan moderadamente para el 4T23.
- **Mayores Gastos por la FDIC (en español Corporación Federal de Seguros de Depósito).** Los Gastos No Relacionados con Intereses (3,5% A/A) estuvieron impulsados por inversiones en tecnología, y un mayor gasto de la FDIC dado el cambio en la evaluación de los bancos que generó el aumento por USD 125 millones en este rubro, el cual fue compensado por la disminución de personal. Esperan que los gastos disminuyan gracias a estrategias de eficiencia vía reducción de personal, sin embargo, se podría dar otro cobro por parte de la FDIC en el 4T23 por USD 1,9 BN. Estas estrategias de reducción de gastos llevaron a la estabilidad en el ROE que se ubicó en 11,2% en 3T23, misma cifra que la de 2T23 y mayor al 10,8% del 3T22.
- **A Monitorear:** Es importante monitorear los datos de actividad económica e inflación en Estados Unidos, lo cual tiene incidencia sobre una posible alza adicional en la tasa de referencia de la Reserva Federal (FED) y el tiempo en que estas permanezcan altas. El comportamiento de la tasa de referencia tiene un efecto directo sobre el desempeño económico y por tanto sobre el crecimiento y calidad de la cartera, el cual impacta la Utilidad Neta y el ROE.



Market Cap. (USD BN)	214
Último Precio	26,96
YTD (%)	-18,6%
PER	7,4
P/VL	0,83
DVD	3,6%

Gráfica 1. Acción BAC US Equity

Cifras en USD.



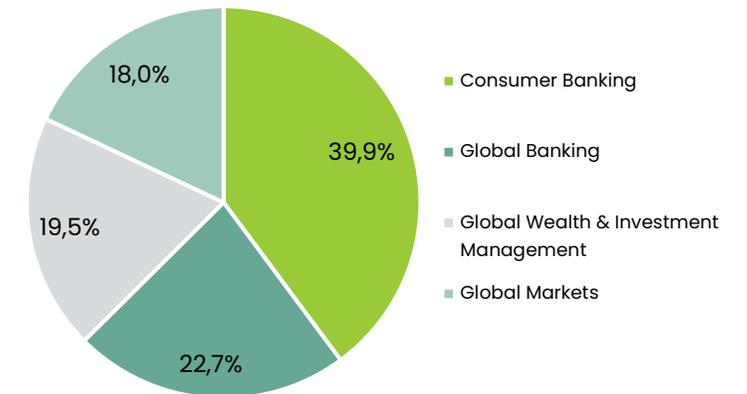
# Bank of America | Entrega de Notas 3T23

## Gastos por FDIC presionan mayores gastos

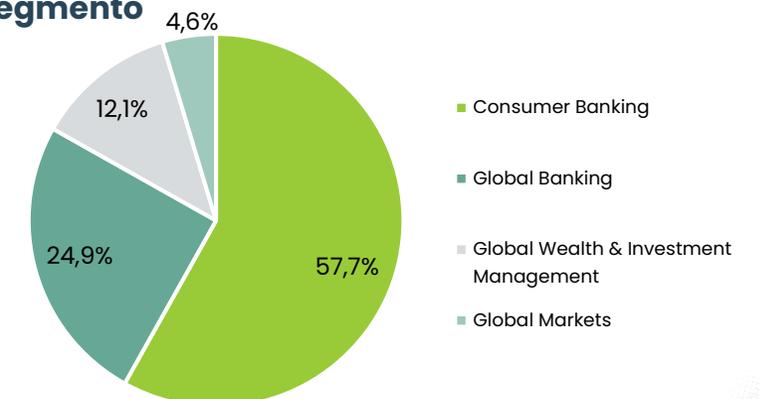


BANK OF AMERICA					
Cifras en USD BN	3T22	2T23	3T23	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Totales	24,5	25,2	25,2	2,7%	-0,1%
Ingresos netos por intereses	13,8	14,2	14,4	4,5%	1,6%
Provisiones Netas	0,9	1,1	1,2	37,4%	9,7%
Utilidad Neta (Controladora)	7,1	7,4	7,8	10,2%	5,3%
ROE 12 meses	10,8%	11,2%	11,2%	40 pbs	0 pbs

Gráfica 2. Ingresos por Segmento



Gráfica 3. Ingresos Netos por Intereses por Segmento



diciembre de 2023

# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



## Nubank | Entrega de Notas 3T23

# Sigue rompiendo récords

VOLVER



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA



# Nubank | Entrega de Notas 3T23

## Sigue rompiendo récords



Nubank presentó resultados **POSITIVOS** durante el 3T23, muy por encima de las expectativas del mercado.

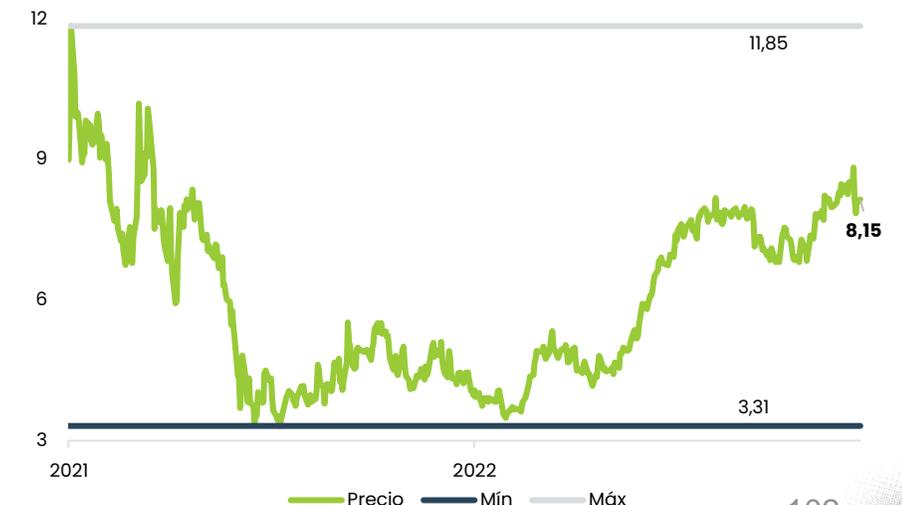
- **Continúa sorprendiendo la Utilidad Neta consolidada (+3768,7% A/A y +34,8% T/T), luego de pasar** de presentar una ganancia Neta de USD 7,8 MM en el 3T22 a una Utilidad por USD 303 MM en el 3T23. Lo anterior, gracias al destacado comportamiento de su apalancamiento operativo del modelo de negocio, manteniendo un crecimiento en los Ingresos por Cliente: ARPAC de USD 7,9 en 3T23 vs. USD 10,0 en 3T22, logrando un impulso del +19,2% A/A y +8,1% T/T, frente a una estabilidad en los Gastos por Cliente que crecieron el +12,5% tanto A/A como T/T (*CTS por sus siglas en inglés*, USD 0,8 en 3T23 y USD 0,9 en 3T22), lo cual le han permitido a la compañía mantener una plataforma operativa eficiente.
- **Provisiones y Egresos por Intereses presionan, pero no debilitan:** El fuerte repunte en los Ingresos por Intereses (+63,5% A/A y +14,3% T/T), principalmente por el impulso en los Ingresos de Tarjetas de Crédito (+159,2% A/A y +14,5% T/T) y Créditos Personales (+81,0% A/A y +28,4% T/T), fue levemente moderado por: **1)** El fuerte aumento en Provisiones (+67,1% A/A y +6,3% T/T) en línea con mayores niveles de cartera, especialmente por Cartera de Crédito (+50,2% A/A y +1,0% T/T) y un deterioro en la morosidad (Calidad de Cartera 90 días 4,7% en 3T22 a 6,1% en 3T23) dado el entorno económico retador del año y alto crecimiento de la cartera, a pesar de una leve mejoría en el indicador a 30 días que cayó trimestralmente 10pbs ubicándose en 4,2% para el 3T23, **2)** El destacado incremento de Egresos por Intereses (+16,9% A/A y +18,6% T/T) como consecuencia del crecimiento de las operaciones en México y Colombia; y **3)** El continuo incremento de Gastos Administrativos (+19,3% A/A y +9,9% T/T); jalonados por la inflación, impactando principalmente a Gastos en Atención al cliente (+41,0% A/A), y mayores gastos por análisis de crédito y de cobranza. Como resultado de ese fuerte crecimiento de los Ingresos por encima de los Gastos, el Índice Eficiencia Operativa continúa disminuyendo, ubicándose en 35,0% (-2.010 pbs A/A y -40 pbs T/T) a un nivel muy competitivo en la industria.

Cifras en USD.

<b>Market Cap. (USD BN)</b>	<b>38,7</b>
Último Precio	8,15
YTD (%)	100,25%
P/VL	7,82
P/S	8,0

### Gráfica 1. Acción Nubank (NU US Equity)

Cifras en USD.



Fuente: Bloomberg, Informes Financieros de la Compañía  
Cálculos: Casa de Bolsa SCB

# Nubank | Entrega de Notas 3T23

## Sigue rompiendo récords

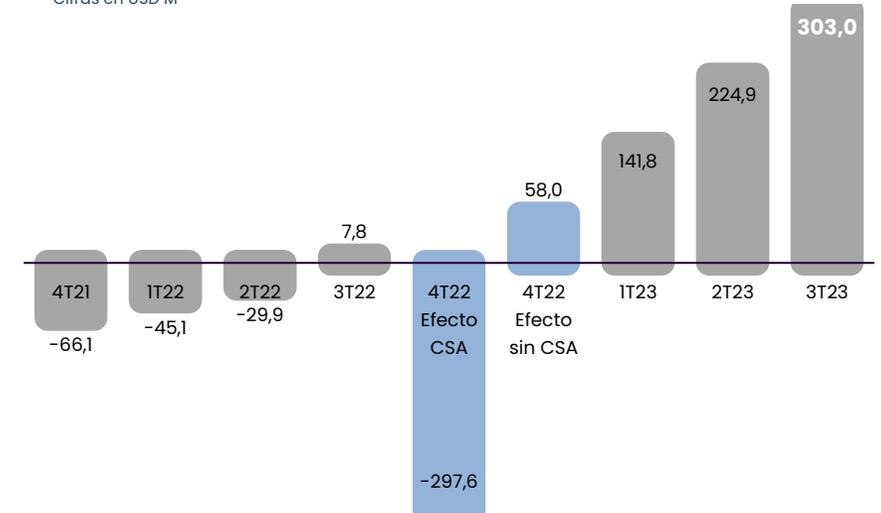
### Creación de valor a Largo Plazo

- **Continúa fuerte crecimiento de clientes:** Aún continúa su fuerte crecimiento en Brasil en número de clientes (+25,6% A/A), así como en México, que ha logrado una base de 4,3 MM (+43,3% A/A) y en Colombia de 800 mil clientes (+100,0% A/A), para un total de 89,1 MM de clientes (+26,7% A/A y 6,5% T/T) tras su llegada a los 3 países.
- Adicionalmente, ha logrado convertirse **en la cuenta bancaria principal para el 59% de sus clientes activos**, siendo el resultado de generar fidelidad, y esperan que esto se traduzca en el futuro a una mayor cantidad de productos demandados, lo que a su vez representara en un mayor ARPAC mensual, como resultado de la venta cruzada y venta adicional, creando una estrategia estable de expansión en la monetización, reflejo de esto es el fuerte crecimiento de NuCoin, que fue lanzado en marzo de 2023 y llegó a 10,5 MM de clientes activos en el 3T23.

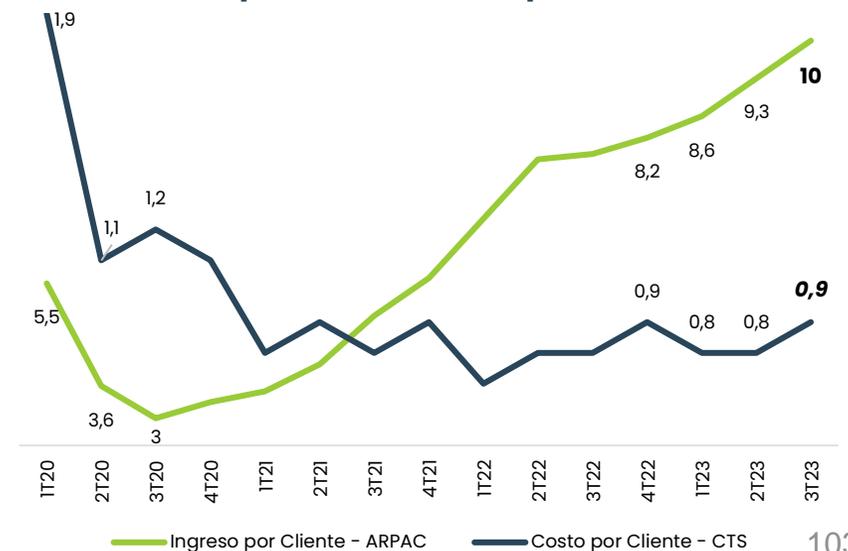
NUBANK					
Cifras en USD miles	3T22	2T23	3T23	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos por Intereses	987.248	1.500.225	1.732.699	75,5%	15,5%
Provisiones Netas	375.474	590.434	627.506	67,1%	6,3%
Utilidad Neta	7.833	224.866	303.036	3768,7%	34,8%
ARPAC (US\$)	7,9	9,3	10,0	26,6%	7,5%
NIM	11,1%	18,3%	18,8%	770 pbs	50 pbs
Calidad de Cartera (90 días)	4,7%	5,9%	6,1%	140 pbs	20 pbs
ROE (12 Meses)	1,0%	17,0%	21,0%	2000 pbs	400 pbs

Gráfica 2. Comportamiento de la Utilidad Neta

Cifras en USD M



Gráfica 3. Apalancamiento Operativo



# ¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



**Juan David Ballén**  
Director de Análisis y Estrategia  
[juan.ballen@casadebolsa.com.co](mailto:juan.ballen@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22622



**José Julian Achury**  
Analista de Renta Fija  
[jose.achury@casadebolsa.com.co](mailto:jose.achury@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22602



**Nicolás Aguilera**  
Analista de Renta Fija  
[nicolas.aguilera@casadebolsa.com.co](mailto:nicolas.aguilera@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22793



**Juan Camilo Gutiérrez**  
Practicante de Renta Fija  
[juan.gutierrez@casadebolsa.com.co](mailto:juan.gutierrez@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22710



**Omar Suárez**  
Gerente Estrategia Renta Variable  
[omar.suarez@casadebolsa.com.co](mailto:omar.suarez@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22619



**Angie Katherine Rojas**  
Analista de Renta Variable  
[angie.rojas@casadebolsa.com.co](mailto:angie.rojas@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22703



**Brayan Andrey Álvarez**  
Analista de Renta Variable  
[brayan.alvarez@casadebolsa.com.co](mailto:brayan.alvarez@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22636

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

# Contáctenos

[analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co](mailto:analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co)

## Síguenos:

 @CasadeBolsaSCB

 CasadeBolsaGrupoAval

   Casa de Bolsa SCB Grupo Aval

 [www.casadebolsa.com.co](http://www.casadebolsa.com.co)

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



### Bogotá

**t.** (601) 606 21 00

**f.** 755 03 53

**d.** Cra 13 No 26-45, Oficina  
502, Edificio  
Corficolombiana

### Medellín

**t.** (604) 604 25 70

**f.** 321 20 33

**d.** Cl 3 sur No 41-65, Of.  
803, Edificio Banco de  
Occidente

### Cali

**t.** (602) 898 06 00

**f.** 889 01 58

**d.** Cl 10 No 4-47, Piso 21  
Edificio Corficolombiana

### Bucaramanga

**t.** (602) 898 06 00

**f.** 889 01 58

**d.** Cl 10 No 4-47, Piso 21  
Edificio Corficolombiana

# 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.**