



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Resumen Resultados 2T25

Menor Gasto por Intereses y Provisiones impulsan las Ganancias

agosto de 2025

Harold Rubio

Analista Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

Daniel Bustamante

Analista Renta Variable
daniel.bustamante@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



Resumen Resultados 2T25

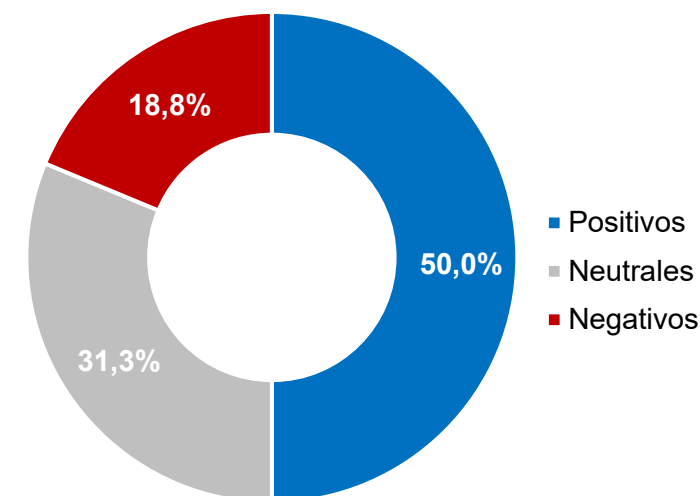
Menor Gasto por Intereses y Provisiones impulsan las Ganancias

Sector Financiero: El sector financiero mantuvo un buen ritmo al continuar reportando incremento de sus Utilidades gracias a la reducción del Gasto en Provisiones y el menor Costo de Fondeo, en un entorno de reducción de tasas de interés. Aunque se observó que en algunos casos el Margen Neto de Interés (NIM) se vio presionado, el sector compensó con Ingresos no Financieros y de Inversiones, además de un crecimiento de la Cartera concentrado en Hipotecario, mientras Consumo permaneció débil. Entre los casos particulares, **Davivienda** destacó por el beneficio adicional de una carga tributaria atípicamente baja y mayores Ingresos por Instrumentos Derivados, mientras que **Grupo CIBEST (Bancolombia)** sobresalió por el parte de otro tipo de Ingresos distintos a los de Intereses, con una mayor participación de Comisiones y Otros Ingresos Operacionales que redujeron la dependencia al margen financiero de intermediación.

Sector Consumo: **Terpel** presentó resultados Neutrales en el 2T25, con Ingresos de COP 9,38 billones (+5% A/A; -1% T/T), impulsados por Colombia y las operaciones en Perú y Ecuador, aunque contrarrestados por caídas en Panamá y República Dominicana. El EBITDA cayó 7% A/A, presionado por un decalaje negativo en el negocio de JET, mientras que la reducción de 24% A/A en los Gastos Financieros permitió que la Utilidad Neta creciera 32% A/A, superando levemente las expectativas del mercado. **Grupo Éxito** mostró una recuperación destacada de rentabilidad con un EBITDA recurrente de COP 452 mil millones (+32,3% A/A, margen 8,7%) y una Utilidad Neta Controladora de COP 147 mil millones, revirtiendo la pérdida del año anterior. A esto se suma un sólido crecimiento de las Ventas Comparables (SSS) de +6,8% A/A, impulsado por No Alimentos y la omnicanalidad, reflejando mayor productividad por metro cuadrado.

Sector Construcción e Infraestructura: En el 2T25, **Cementos Argos** fue determinante para los resultados consolidados del grupo, al reportar un fuerte crecimiento en Utilidades Netas frente al 2T24, explicado por la reducción en Gastos Financieros y por efectos cambiarios favorables, aunque su EBITDA retrocedió por menores volúmenes de Cemento y Concreto, lo que refleja la debilidad continúa de la demanda en Colombia y Centroamérica, con el Caribe como la región más resiliente. Estos resultados impactaron directamente a **Grupo Argos**, que depende en gran medida del desempeño de su filial cementera, pero que también encontró soporte en otras líneas de negocio: **Celsia**, con ingresos afectados por la normalización de condiciones climáticas y menores ventas en bolsa, y **Odinsa**, con crecimientos sólidos en tráfico aeroportuario y concesiones viales, que ayudaron a compensar un poco la debilidad en Cemento e Inmobiliario.

Gráfico 1 – Calificación general de los resultados del trimestre



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Resumen Resultados 2T25

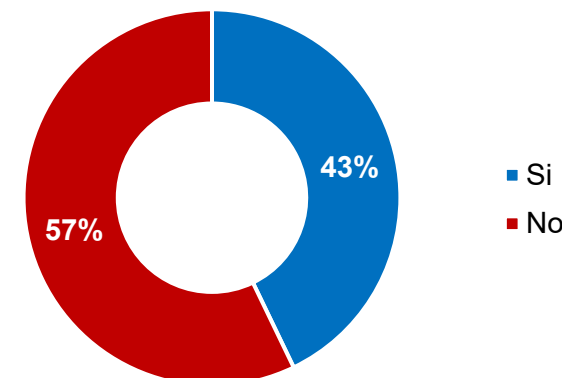
Menor Gasto por Intereses y Provisiones impulsan las Ganancias

Sector Minero Energético: El sector mostró un desempeño mixto durante el 2T25. **Canacol** volvió a presentar resultados débiles, afectados por la contracción en volúmenes de venta de gas natural, lo que presionó Ingresos (-29% A/A) y EBITDAX (-35% A/A), alcanzando sus niveles más bajos en tres años. La Utilidad Neta fue inferior a lo esperado, sostenida únicamente por efectos contables no recurrentes, mientras que el Flujo de Caja Libre se mantuvo en terreno negativo. **Ecopetrol** también reportó resultados Negativos, con una Utilidad Neta que cayó 46% A/A, golpeada por la fuerte corrección en los precios del crudo, a pesar de alcanzar una producción récord en el Permian. Ingresos y EBITDA se deterioraron, en medio de mayores gastos operativos, ubicándose por debajo de lo estimado. En contraste, **Mineros** sobresalió con un sólido desempeño, impulsado por precios del oro en máximos históricos. Sus ingresos crecieron 37% A/A y el EBITDA ajustado 65% A/A, superando expectativas y llevando a una Utilidad Neta que más que se duplicó (+140% A/A), con expansión significativa de márgenes.

Sector Utilities: El desempeño del sector en el 2T25 fue heterogéneo. **Celsia** presentó resultados Neutrales, con ingresos afectados por la normalización de condiciones climáticas y menores ventas en bolsa, pero con sorpresas positivas en Utilidad Neta, apoyada en una fuerte reducción de costos operativos. **Grupo Energía Bogotá (GEB)** reportó resultados Neutrales, con estabilidad operativa en sus negocios controlados, destacándose la distribución de gas, aunque el menor aporte del Método de Participación y provisiones extraordinarias limitaron el desempeño de la utilidad. **ISA**, por su parte, registró resultados Negativos, impactados por ajustes regulatorios en Brasil (RBSE) y provisiones en Colombia, lo que derivó en una fuerte contracción de Ingresos, EBITDA (-26% A/A) y Utilidad Neta (-36% A/A), quedando por debajo de las expectativas de mercado.

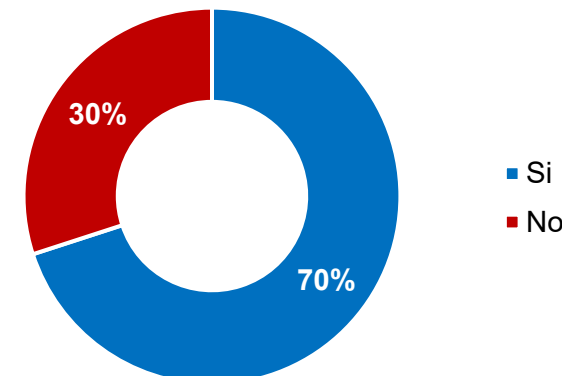
Sector Inmobiliario: El sector mantuvo un desempeño positivo en el 2T25, aunque con señales mixtas entre vehículos. **PEI** mostró solidez operativa y eficiencia financiera, con ingresos creciendo 7% A/A, un NOI al alza (+9,5% A/A) y reducción de gastos financieros (-15% A/A), lo que impulsó su Flujo de Caja Causado (+45% A/A) y un incremento relevante en el Dividend Yield, pese al aumento de la vacancia en el portafolio logístico. Por su parte, **TIN** reportó también resultados Positivos, con crecimiento de ingresos por arrendamientos (+10% A/A) y un mayor flujo distribuible favorecido por menores costos de deuda, aunque el EBITDA se redujo (-6% A/A) y los márgenes mostraron deterioro por mayores gastos de mantenimiento. Ambos vehículos se mantienen beneficiados por la tendencia de reducción en tasas de interés.

Gráfico 2 – Compañías que crecen su EBITDA respecto al año anterior



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfico 3 – Compañías que crecen su Utilidad Neta respecto al año anterior



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Resumen Resultados 2T25

Menor Gasto por Intereses y Provisiones impulsan las Ganancias

Tabla 1 – Resumen de resultados Segundo trimestre 2025

Cifras COP Miles MM	Calificación	Ingresos					EBITDA					Utilidad Neta Controladora				
		2T24	1T25	2T25	Var % T/T	Var % A/A	2T24	1T25	2T25	Var % T/T	Var % A/A	2T24	1T25	2T25	Var % T/T	Var % A/A
Gupo CIBEST	Positivos	5.187	5.064	5.227	3%	1%	-	-	-	N.A.	N.A.	1.440	1.738	1.791	3%	24%
Davivienda	Positivos	2.171	2.270	2.319	2%	7%	-	-	-	N.A.	N.A.	-74	291	434	49%	N.A.
Nubank ¹	Positivos	2.849	3.248	3.668	13%	29%	-	-	-	N.A.	N.A.	487	557	637	14%	31%
Grupo Sura	Positivos	4.821	4.672	4.743	2%	-2%	-	-	-	N.A.	N.A.	880	1.168	1.381	18%	57%
Grupo Aval	-	1.921	1.930	2.021	5%	5%	-	-	-	N.A.	N.A.	204	361	495	37%	142%
Banco de Bogotá	-	1.341	1.302	1.340	3%	0%	-	-	-	N.A.	N.A.	197	267	430	61%	118%
Celsia	Neutrales	1.925	1.451	1.316	-9%	-32%	464	472	442	-6%	-5%	98	58	66	14%	-33%
GEB	Neutrales	1.924	1.992	2.049	3%	7%	838	932	917	-2%	9%	589	945	561	-41%	-5%
ISA	Negativos	3.446	4.012	3.343	-17%	-3%	2.225	2.438	1.644	-33%	-26%	707	695	455	-35%	-36%
Promigas ³	-	1.663	2.115	1.779	-16%	7%	569	399	493	24%	-13%	312	204	299	46%	-4%
Canacol ¹	Negativos	95	76	67	-11%	-29%	73	56	47	-16%	-35%	-21	32	14	-56%	N.A.
Ecopetrol	Negativos	33	31	30	-5%	-9%	14	13	11	-16%	-21%	3	3	2	-42%	-46%
Cementos Argos	Neutrales	1.344	1.231	1.283	4%	-5%	265	258	235	-9%	-12%	127	137	245	79%	92%
Grupo Argos	Neutrales	3.685	2.903	2.689	-7%	-27%	993	809	704	-13%	-29%	337	2.234	268	-88%	-20%
Corficolombiana	-	2.654	2.781	2.620	-6%	-1%	1.112	1.170	1.208	3%	9%	-83	261	64	-76%	N.A.
Grupo Éxito	Positivos	5.075	5.405	5.208	-4%	3%	342	371	452	22%	32%	-19	93	147	58%	N.A.
Terpel	Neutrales	8.925	9.473	9.348	-1%	5%	463	436	432	-1%	-7%	121	167	160	-4%	32%
PEI ²	Positivos	185	206	199	-3%	7%	130	150	142	-6%	9%	38	55	55	0%	45%
TIN ²	Positivos	11	11	12	3%	10%	8	8	8	-3%	7%	4	5	6	5%	50%
Mineros ¹	Positivos	54	54	54	-1%	0%	50	71	82	15%	66%	18	38	44	14%	141%

1. Cifras en USD MM.
2. Utilidad Neta Controladora: Flujo de Caja Distribuible por título.
3. EBITDA: Utilidad Operativa

Canacol EBITDAX
Bancolombia y Davivienda: Ingresos Netos por Intereses

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Resumen Resultados 2T25

Índice de navegación

- **Sector Financiero**
 - Banco de Bogotá
 - Grupo CIBEST
 - Davivienda
 - Grupo Aval
 - Nubank
- **Holdings**
 - Corficolombiana
 - Grupo Sura
 - Grupo Argos
- **Sector Construcción e Inmobiliario**
 - Cementos Argos
 - PEI
 - TIN
- **Sector Consumo**
 - Grupo Éxito
 - Terpel
- **Sector Utilities**
 - Celsia
 - GEB
 - ISA
 - Promigas
- **Sector Minero Energético**
 - Canacol
 - Ecopetrol
 - Mineros

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Banco de Bogotá | Entrega de Notas 2T25

agosto de 2025

Harold Rubio

Analista Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



Banco de Bogotá | Entrega de Notas 2T25



Banco de Bogotá cerró el 2T25 con una Utilidad Neta de COP 430,1 mil millones (+118% A/A, +61% T/T), en un trimestre marcado por la expansión del Ingreso Neto por Intereses (+7,2% A/A) y la reducción de Provisiones (-22,9% A/A), con un Margen de Interés Total de 4,3%.

El Banco de Bogotá reportó en el segundo trimestre de 2025 una **Utilidad Neta Atribuible a los Accionistas de COP 430 mil millones, con un incremento de 118% frente al mismo trimestre de 2024**. En el acumulado del primer semestre, la Utilidad sumó COP 698 mil millones. Este desempeño estuvo explicado por la interacción entre márgenes financieros, provisiones y otros ingresos.

En línea con el comportamiento de la Utilidad, El Ingreso Neto por Intereses alcanzó COP 1,34 billones en el 2T25, con un crecimiento de 7,2% frente al 2T24. En el primer semestre acumulado, la cifra fue de COP 2,65 billones. El Margen Neto de Intereses se ubicó en 4,3% en el trimestre, mientras que el costo de fondeo se situó en 6,3%, con una reducción de 2 pbs respecto al trimestre anterior.

Este comportamiento del margen estuvo acompañado por menores **Provisiones**. El **Gasto Neto** por este concepto fue de **COP 407 mil millones en el trimestre, con una disminución de 22,9% frente al 2T24**. En el acumulado del semestre, las **Provisiones sumaron COP 997 mil millones**. Como consecuencia, el **Costo de Riesgo Neto** se ubicó en **1,5% en el 2T25**, por debajo del 2,1% registrado en el mismo trimestre del año anterior.

La evolución de las Provisiones se relaciona con los indicadores de **Calidad de Cartera**. Al cierre del 2T25, el **Índice de Cartera Vencida (ICV) 30+ días** se ubicó en **5,3%** y el **ICV 90+ días** en **3,8%**, **ambos por debajo de los niveles del 2T24**. Estos resultados se dieron en un contexto donde la **Cartera Hipotecaria presentó una expansión anual de 17,3%**, la **Cartera Comercial** permaneció sin cambios relativos, con una **variación de 0,1%** y la **Cartera de Consumo** creció **2,9%** frente al mismo periodo del año anterior.

Market Cap. (BN COP)	12,64
Último Precio (COP)	35.580
YTD	+32,46%
P/VL	0,79x
P/E	9,14x
DVD Yield	4,92%

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; Stock Analysis; datos con corte a 22 agosto 2025

Gráfico 1 – Movimiento Acción Bogotá

Cifras en COP



Fuente: Investing, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

Banco de Bogotá | Entrega de Notas 2T25



El indicador de Cobertura sobre Cartera vencida mayor a 90 días fue de 121,5% en el 2T25, frente a 123,3% en el mismo trimestre de 2024. De igual forma, las Provisiones sobre la Cartera Total representaron 4,7%, inferiores al 5,7% observado un año atrás, lo que refleja un ajuste en la relación entre Cartera deteriorada y reservas.

Por el lado de los Ingresos distintos a Intereses, las Comisiones Netas sumaron COP 348 mil millones en el trimestre, con una reducción de 5,2% frente al 2T24. En el acumulado semestral, alcanzaron COP 704 mil millones. En contraste, los Otros Ingresos Operacionales totalizaron COP 321 mil millones en el 2T25, con un incremento de 127% frente al mismo trimestre de 2024. En el acumulado del semestre, esta línea llegó a COP 598 mil millones.

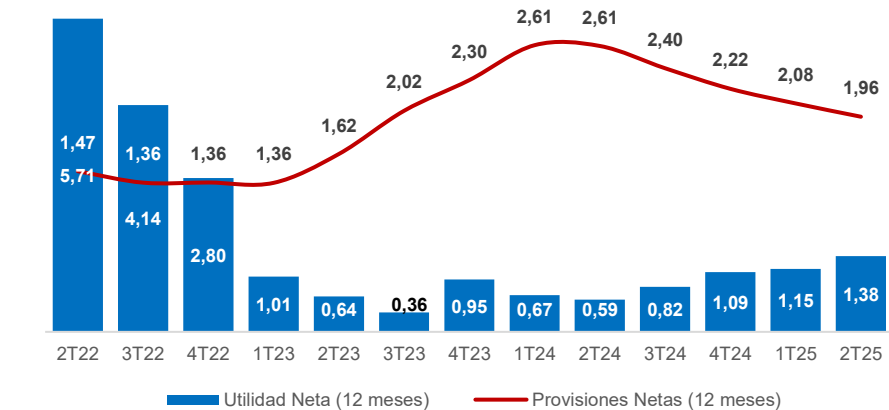
El comportamiento de los Ingresos se dio en paralelo con un aumento en los Gastos Operacionales. Estos fueron de COP 1,05 billones en el 2T25, lo que representó un incremento de 11,3% frente al mismo trimestre del año anterior. En el acumulado del semestre, los Gastos Operacionales sumaron COP 2,06 billones. Como resultado de este desempeño, el Índice de Eficiencia se situó en 51,3% en el trimestre.

Finalmente, en el balance general, la Cartera Bruta consolidada cerró en COP 106,7 billones al 30 de junio de 2025, con un crecimiento anual de 2,6%. Los Depósitos totalizaron COP 107 billones, con una variación de 6,4% en la comparación anual, de los cuales los CDTs representaron el 52,4%. En términos de capital, la relación de Solvencia Total se ubicó en 15,0% frente al 14,4% de un año atrás, mientras que el Patrimonio consolidado sumó COP 17,0 billones, con un crecimiento de 6,5% A/A.

E.S.G.

En materia de criterios Ambientales, Sociales y de Gobernanza (ESG), el Banco de Bogotá informó que durante el segundo trimestre de 2025 no se presentaron cambios relevantes o materiales en las prácticas, procesos, políticas e indicadores implementados en relación con estos asuntos, incluyendo los climáticos.

Gráfico 2 –Utilidad Neta 12 meses vs Provisiones Netas 12 meses
Cifras en billones COP



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfico 3 - Tabla de Resultados
Cifras en miles millones COP

BANCO DE BOGOTÁ					
Cifras en COP mil MM	2T24	1T25	2T25	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Netos por intereses	1.341	1.302	1.340	-0,1%	2,9%
Gasto Neto Provisiones	528	590	407	-22,9%	-31,0%
NIM Total	4,5%	4,2%	4,3%	-19 pbs	12 pbs
Utilidad Neta (Controlante)*	197	267	430	117,9%	61,0%
ROE anualizado *	5,0%	6,4%	10,3%	526 pbs	386 pbs
Costo del riesgo	2,1%	2,2%	1,5%	-60 pbs	-72 pbs
Calidad de Cartera 90 días	4,6%	3,9%	3,8%	-80 pbs	-7 pbs
Costo de Fondeo	8,3%	6,8%	6,3%	-200 pbs	-50 pbs

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Grupo CIBEST | Entrega de Notas 2T25

Rentabilidad permanece sólida, por encima de comparables

agosto de 2025

Harold Rubio

Analista Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



Grupo CIBEST | Entrega de Notas 2T25

Rentabilidad permanece sólida, por encima de comparables



Destacamos como **POSITIVOS** los resultados del segundo trimestre de 2025 para Grupo CIBEST, ya que reporta un crecimiento de su Utilidad Neta Atribuible de **+3,1% T/T** y **+24,4% A/A**, junto a una caída del Gasto de Provisiones del **-32,3% A/A**, y un aumento de la Cartera Bruta del **+4% A/A**.

En el segundo trimestre de 2025, Grupo CIBEST reafirmó su posición como una de las entidades más rentables del sector bancario nacional, en un entorno económico de lenta recuperación. Con una **Utilidad Neta Atribuible de COP 1,79 billones (+3,1% T/T, +24,4% A/A)**, el nuevo holding financiero superó las expectativas del mercado (COP 1,72 billones) por un **+4,0%**, entregando resultados financieros sólidos a pesar de las aún tasas altas de interés. Este desempeño vino respaldado por una gestión del riesgo crediticio acorde a los cambios en el entorno, y el buen desempeño de otros ingresos, aportando a elevar el **ROE trimestral a 17,5%** (vs. 15,3% en 2T24) y el **ROE de los últimos 12 meses a 16,3%**, con una rentabilidad mayor al promedio del sector.

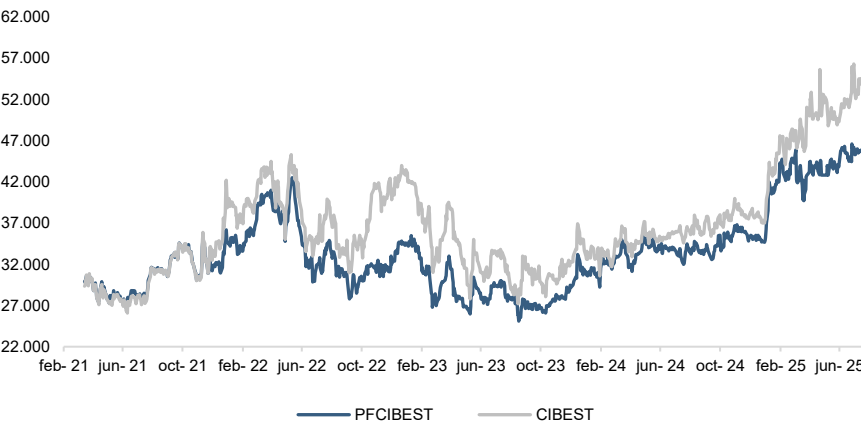
El pilar de estos resultados radica en gran medida en la calidad de su Portafolio Crediticio. Las **Provisiones Netas se desplomaron un -32,3% A/A**, de COP 1,62 billones en 2T24 a **COP 1,10 billones en 2T25**, reflejando un índice de Cartera Vencida a 30 días que mejoró de 5,17% en 2T24 a 4,54% en 2T25, y un Índice a 90 días estable en 3,19% (vs. 3,43% en 2T24). La Cobertura, aunque se moderó de 112% a 107,7%, sigue siendo saludable en el contexto del sector, liberando recursos para impulsar la rentabilidad. La Cartera Bruta creció a **\$280 billones (+4,4% A/A)**, impulsada por los segmentos de: *Vivienda* (+9,8%), *Comercial* (+4,3%) y una recuperación marginal en *Consumo* (+0,1 % A/A) tras el estancamiento del 2T24.

En Ingresos, el **Ingreso Neto por Intereses (NII)** avanzó de COP 5,19 billones a **COP 5,23 billones (+0,8% A/A)**, gestionando la compresión del **Margen Neto de Interés (NIM)** de 7,05% en 2T24 a **6,57% en 2T25**. Este desafío se contrarrestó con un Costo de los Pasivos reducido de 5,04% en 2T24 a **4,23% A/A en 2T25**, y un crecimiento de los Depósitos a \$283 billones (+9,6% A/A). La diversificación de ingresos fue igualmente crucial: las comisiones subieron de COP 1,04 billones a COP 1,09 billones (+4,8% A/A), apalancadas por banca seguros, medios de pago y fiduciaria, mientras que otros ingresos operacionales crecieron de COP 741 mil millones a COP 831 mil millones (+12,1% A/A), impulsados por derivados, valorizaciones de inversión y el dinamismo de Nequi (21.400 usuarios activos) y Wompi, que han colocado a CIBEST un paso por delante de sus pares.

Recomendación	SOBREPONDERAR PF
Precio Objetivo (PF)	54.600
Market Cap. (BN COP)	48,11
Último Precio PF (COP)	46.100
YTD	28,4%
P/VL	1,05x
DVD Yield	10,2%

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; datos con corte a 06 agosto 2025

Gráfico 1 – Movimiento de Grupo CIBEST Ordinaria y Preferencial
Cifras en COP



Fuente: Investing, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

Grupo CIBEST | Entrega de Notas 2T25

Rentabilidad permanece sólida, por encima de comparables

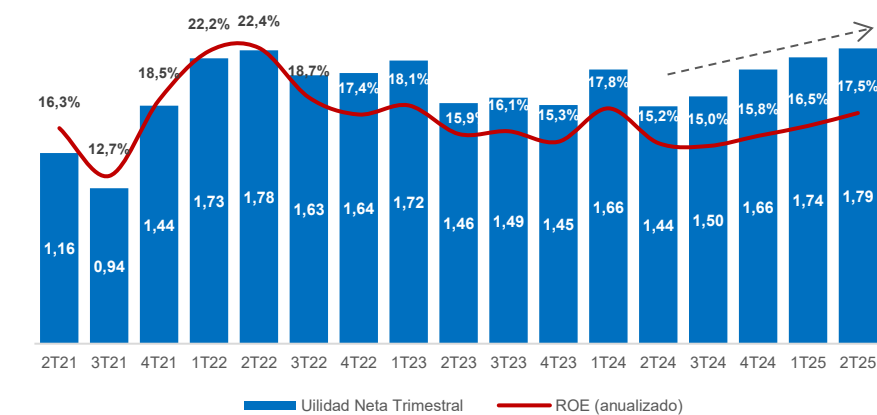
No todo fue perfecto en el trimestre. Los **Egresos Operacionales** escalaron de COP 3,30 billones en 2T24 a **COP 3,69 billones en 2T25 (+11,8% A/A)**, impulsados por mayores gastos en Personal, Tecnología y Administrativos, reflejo de las ambiciones de digitalización y expansión regional (Banistmo en Kuara, Banco Agrícola). Esto llevó a que el **Índice de Eficiencia** de 48,9% en 2T24 a **50,7% en 2T25**, un empeoramiento de 1,8 puntos porcentuales. Aunque el margen operativo sigue robusto y este deterioro no compromete los resultados globales, se espera una mejora de parte de CIBEST en la gestión de gastos para los próximos resultados. Aun así, la Cartera de Crédito, con un crecimiento disciplinado en segmentos clave como Vivienda y Comercial, y una base de **Depósitos** fortalecida que alcanzó **COP 283 billones (+9,6 % A/A)**, con un enfoque estratégico en captar depósitos de bajo costo, permitió al grupo sostener una rentabilidad envidiable, consolidando su posición como un referente en el sector bancario colombiano.

Los buenos resultados del trimestre vienen acompañados de iniciativas corporativas importantes, como **la nueva estructura societaria** adoptada en 2025, que otorga mayor flexibilidad estratégica, y **el programa de recompra de acciones, diseñado para incrementar el valor por acción y reforzar el retorno a los accionistas**. Estos elementos lo consolidan como líder indiscutible en el sector. Grupo CIBEST sobresale no solo por la magnitud y consistencia de sus resultados, sino también por una propuesta innovadora y una ejecución ágil orientada a maximizar el valor para sus accionistas.

ASG

En línea con su estrategia corporativa, Grupo CIBEST continúa integrando criterios **ASG (Ambiental, Social y de Gobernanza)** en su modelo de negocio, combinando la rentabilidad financiera con el impacto sostenible. Durante el periodo, **el grupo fortaleció sus programas de inclusión financiera a través de plataformas como Nequi y Wompi, impulsó el financiamiento verde y proyectos con enfoque ambiental, y avanzó en la eficiencia energética para reducir su huella de carbono**. En materia de gobernanza, reforzó las prácticas de transparencia y cumplimiento, consolidando un marco de gestión ética que respalda su reputación y atractivo para inversionistas con enfoque sostenible.

Gráfico 2 –Utilidad Neta Atribuible y ROE anualizado



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfico 3 - Tabla de Resultados

Grupo CIBEST					
Cifras en COP mil MM	2T24	1T25	2T25	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos netos por intereses	5.187	5.064	5.227	0,8%	3,2%
Gasto Provisiones Netas	-1.619	-1.100	-1.096	-32,3%	-0,3%
Utilidad Neta (Controladora)	1.440	1.738	1.791	24,4%	3,1%
Calidad de la cartera (90 días)	3,4%	3,2%	3,2%	-24 pbs	2 pbs
ROE 12 meses	16,1%	15,8%	16,3%	20 pbs	49 pbs
NIM	7,1%	6,4%	6,6%	-48 pbs	17 pbs
Costo de Fondeo	5,0%	4,2%	4,2%	-81 pbs	3 pbs

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Davivienda | Entrega de Notas 2T25

Provisiones e Impuestos sostiene Utilidades en ascenso

agosto de 2025

Harold Rubio

Analista Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



Davivienda | Entrega de Notas 2T25

Provisiones e Impuestos sostiene Utilidades en ascenso



Calificamos como **POSITIVOS** los resultados de Banco Davivienda en el 2T25, respaldados por un incremento de 49,2% A/A en la Utilidad Neta, sumando otro trimestre consecutivo de crecimiento. Este desempeño se explica por una gestión del riesgo efectiva, con reducción del Gasto Neto de Provisiones y un menor Costo de Fondeo implícito, aunque también incidió una carga tributaria atípicamente baja.

Banco Davivienda cerró el 2T25 con una **Utilidad Neta Consolidada de COP 434 mil millones**, un avance de 49,2% T/T, **revirtiendo las pérdidas de hace un año**. Observamos que esta mejora se explica principalmente por la fuerte reducción del **Gasto en Provisiones (-34% A/A)** hasta COP 982 mil millones, lo que llevó el Costo de Riesgo a 2,62% en 12 meses (-210 pbs A/A). Resaltamos cómo este alivio en el gasto de riesgo es el principal motor de la rentabilidad, complementado por mayores Ingresos en Inversiones y Derivados, así como por menores Egresos Financieros y Gastos Operativos. Consideramos que el resultado valida la estrategia de fortalecimiento de la Calidad de Cartera, aunque su sostenibilidad dependerá de mantener estos niveles de riesgo controlado.

Ahora bien, además de estos factores operativos, observamos que la carga tributaria en el 2T25 fue atípicamente baja, con solo COP 6 mil millones en el trimestre. Esto obedeció al aprovechamiento de pérdidas fiscales de 2024 y a ajustes en impuestos diferidos, que redujeron de manera significativa la tasa efectiva de impuestos frente a la tarifa corporativa normal (35%). En términos simples, el banco pagó mucho menos de lo habitual, lo que elevó la Utilidad Neta reportada, aunque se trata de un efecto extraordinario y poco recurrente.

Para sostener esta rentabilidad en el tiempo, la disciplina en gastos y la eficiencia operativa se vuelven determinantes. En este frente, los **Gastos Operativos** sumaron **COP 1,5 billones en el trimestre (+3,1% A/A)**, llevando el índice de eficiencia a 55,3% (+15 pbs A/A). Este aumento implica una ligera pérdida de eficiencia operativa en el corto plazo. No obstante, observamos que parte de este crecimiento del gasto obedece a inversiones en tecnología y canales, orientadas a sostener la competitividad y generar eficiencias futuras. La clave estará en que estas inversiones comiencen a traducirse en mayor generación de ingresos para revertir la tendencia del indicador.

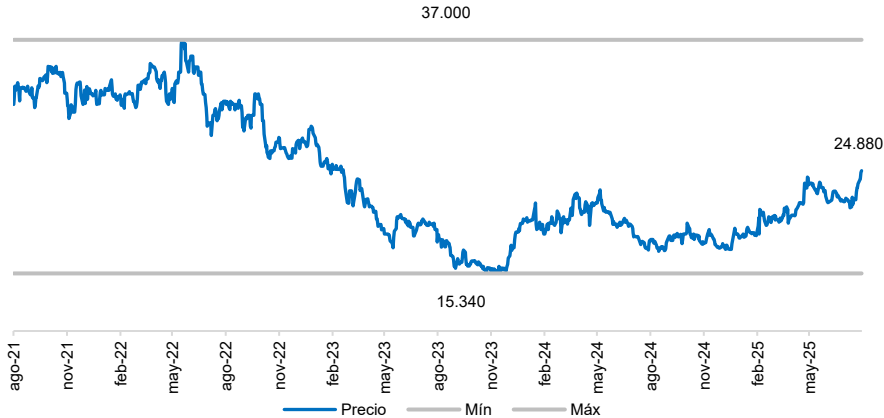
En paralelo, la gestión de Ingresos fuera del Margen Financiero mostró un balance estable. Los Ingresos No Financieros acumulados se mantuvieron en COP 1,2 billones (+0,1% A/A), destacando el aumento en Comisiones (+9,4%) gracias a Seguros y Transaccionalidad, que compensó la caída en Otros Ingresos (-35,5%) afectada por efectos de base en deterioros. Esta composición evidencia que el crecimiento de Ingresos No Financieros sigue dependiendo en gran medida del dinamismo de las líneas transaccionales, lo que subraya la importancia de fortalecer esta base.

Recomendación	SOBREPONDERAR
Precio Objetivo (COP)	28.000
Market Cap. (COP BN)	2,90
Último Precio	24.880
YTD (%)	+41,7%
P/B	0,86

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, información a Agosto 14 de 2025

Gráfico 1 – Acción Preferencial Davivienda

Cifras en COP



Fuente: Investing, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

Davivienda | Entrega de Notas 2T25

Provisiones e Impuestos sostiene Utilidades en ascenso

Más allá de los Ingresos No Financieros, la principal base de generación de resultados sigue siendo el Margen Financiero. El **Margen Financiero Bruto** alcanzó **COP 2,3 billones en el trimestre (+6,8% A/A)** y COP 4,6 billones en el acumulado (+4,0% A/A), pese a la contracción en Ingresos por Intereses (-3,8% A/A) y Cartera (-6,3% A/A). Este impacto fue mitigado por la reducción de Egresos Financieros (-11,8% A/A), reflejada en un menor Costo de Fondeo, lo que permitió preservar la rentabilidad del margen. **Nos llama la atención que el NIM se mantuviera en 5,44% en 12 meses (-11 pbs A/A)**, mientras que el NIM ajustado a Cambios y Derivados subió a 5,83% (+8 pbs A/A), mostrando resiliencia en un contexto de tasas descendentes.

En cuanto a la evolución del balance, la Cartera Bruta consolidada creció 3,9% A/A hasta COP 145,1 billones, impulsada por los segmentos Comercial (+6,2%) y Vivienda (+8,6%), mientras que Consumo retrocedió (-5,5%). Consideramos que este ajuste en Consumo es consistente con una política de moderación del riesgo en segmentos más vulnerables, priorizando calidad sobre volumen. Observamos mejoras en la **Calidad de Cartera (mora >90 días en 4,46%, -20 pbs A/A)** y una Cobertura de 86,4% (-491 pbs A/A), que al incluir colaterales asciende a 140,3% (+150 pbs A/A), reforzando la solidez del portafolio frente a eventuales deterioros.

Finalmente, la fortaleza de balance sigue siendo calve en la estrategia del banco. Las fuentes de **Fondeo sumaron COP 163,2 billones (+5,2% A/A)**, con Depósitos a término creciendo 11,4% A/A, mientras que el patrimonio se incrementó a COP 16,4 billones (+6,0% A/A), respaldando una Solvencia Total de 15,58% (+120 pbs A/A). Consideramos que la combinación de un Índice de Solvencia total de 15,58% (+120 pbs A/A) y el refuerzo de capital derivado de la reciente emisión de bonos Tier II por USD 500 millones, otorga a Davivienda un respaldo significativo frente a los requerimientos de Basilea III y una holgura suficiente para financiar crecimiento orgánico, absorber impactos de la integración con Scotiabank y enfrentar posibles presiones en márgenes en un escenario de tasas más bajas.

Sostenibilidad (E.S.G.)

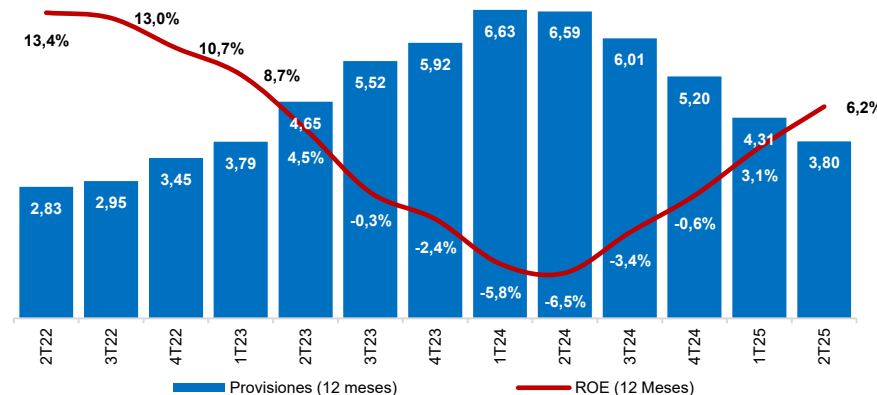
El **portafolio Sostenible** creció **45,4% A/A hasta COP 27,3 billones (18,8% de la Cartera total)**, con incrementos de 33,4% A/A en Cartera Verde y 49,5% A/A en Cartera Social. Consideramos que este avance no solo refuerza la estrategia ESG del banco, sino que también diversifica la **exposición sectorial hacia activos con menor perfil de riesgo ambiental y social**, constituyéndose en un pilar para el crecimiento sostenible de largo plazo.



DAVIVIENDA

Gráfico 2 – Provisiones 12 mes vs ROE 12 meses

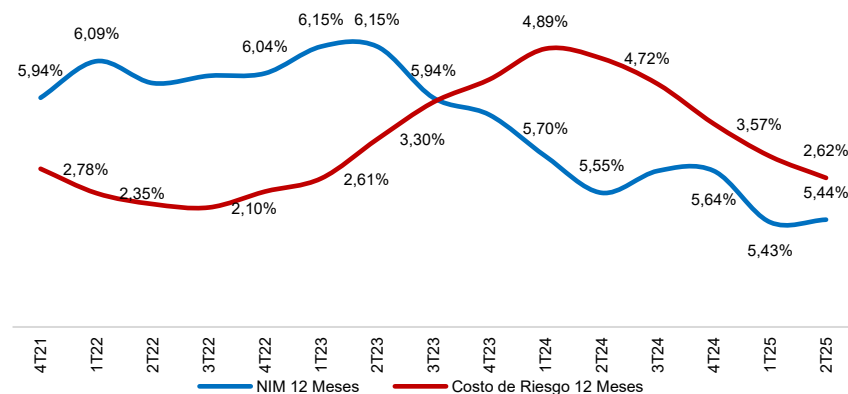
Cifras en COP



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfico 3 – NIM 12 vs CoR 12 meses

Cifras en COP



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Casa de Bolsa

Asset Management

Davivienda | Entrega de Notas 2T25

Provisiones e Impuestos sostiene Utilidades en ascenso



Tabla 1 – Principales cifras Banco Davivienda
Cifras en miles COP

DAVIVIENDA					
Cifras en COP mil MM	2T24	1T25	2T25	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso neto por intereses	2.171	2.270	2.319	6,8%	2,2%
Provisiones Netas	1.488	864	982	-34,0%	13,6%
Utilidad Neta	-74	291	434	NA	49,2%
ROE (Anualizado)	-1,9%	7,2%	10,7%	NA	NA
NIM (Anualizado)	5,5%	5,5%	5,6%	5 pbs	7 pbs
Eficiencia (12 Meses)	54,8%	54,3%	55,3%	50 pbs	100 pbs
Calidad de Cartera (90 días)	4,7%	4,4%	4,5%	-20 pbs	4 pbs

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Fuente: Emisor, cálculos Casa de Bolsa SCB

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Grupo Aval | Entrega de Notas 2T25

agosto de 2025

Harold Rubio

Analista Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



Grupo Aval | Entrega de Notas 2T25

Grupo Aval reportó una Utilidad Neta atribuible de COP 494.900 millones en el 2T25, con variaciones de 36,9% T/T y 142,2% A/A. El resultado estuvo asociado a un *mayor Ingreso Neto por Intereses, menores Provisiones y mayores Ingresos No Financieros*. La Cartera con Mora mayor a 90 días se ubicó en 3,5% y el Costo de Riesgo en 1,7% (-35 pbs A/A). Los Pasivos por fondeo aumentaron 6,8% A/A, con predominio de depósitos de clientes.

El **Ingreso Neto por Intereses** fue de **COP 2,02 billones**, con incrementos de 5,2% A/A y 4,7% T/T. La variación anual se explicó por una **disminución de 11,7% en el Gasto por Intereses**, mientras que la trimestral se relacionó con un menor Costo de Fondeo y con mayores Ingresos por Cartera e Inversiones.

El **Margen Neto de Interés (NIM)** consolidado se ubicó en **4,0%**, con cambios de +58 pbs A/A y +52 pbs T/T. El NIM de Cartera fue 4,5% (+20 pbs A/A y +7 pbs T/T), en un contexto de reducción de la tasa promedio de fondeo a 6,8% desde 8,2% un año atrás y con un margen sobre inversiones que aumentó de 0,21% a 2,44% A/A.

La **Utilidad Neta Atribuible a los Accionistas** fue de **COP 494.900 millones**, con variaciones de 36,9% T/T y **142,2% A/A**. El **ROAE fue de 11,3%** (vs. 8,4% en 1T25) y el **ROAA de 1,1%** (vs. 1,0% en 1T25). La mejora se apoyó en *mayores márgenes financieros, menores Provisiones y en una reducción de los Gastos en proporción a los Ingresos*.

El **segmento bancario fue el principal aportante al resultado**, con control del Gasto Operativo. En Corficolombiana, los Ingresos Operacionales aumentaron frente al 1T25 y fueron menores frente al 2T24 por menor actividad en energía y gas. Las comisiones de fondos de pensiones y cesantías variaron 0,1% A/A, las de actividad fiduciaria 18,3% A/A y las comisiones bancarias 1,6% A/A.

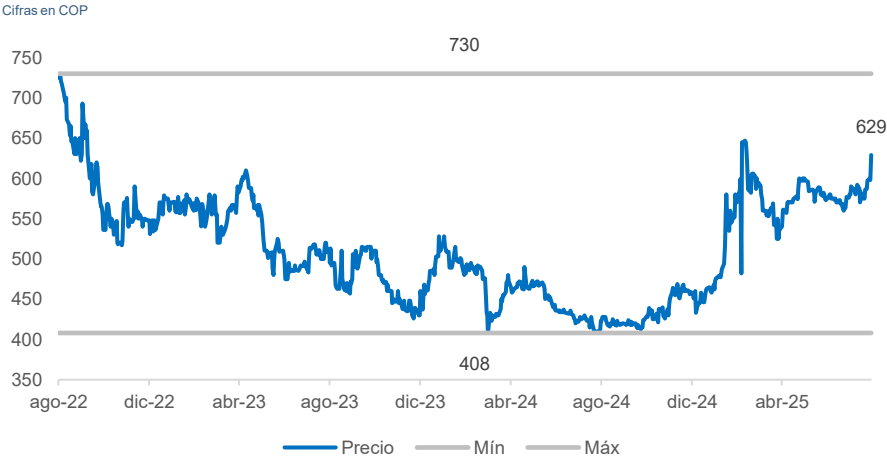
Los **Ingresos Diferentes a Intereses** fueron **COP 2,42 billones**, con **variaciones de 24,6% A/A y -3,4% T/T**. El crecimiento anual se explicó por *mayores Ingresos en negociación de inversiones (+67,6% A/A), estabilidad en ingresos por comisiones y mayores resultados en Otros Ingresos*, que incluyeron ganancias por derivados y operaciones de cambio. En contraste, la disminución trimestral se relacionó principalmente con menores ventas de bienes y servicios (-20,6% A/A), junto con una menor contribución del segmento no financiero.



Market Cap. (BN COP)	14,71
Último Precio PF (COP)	629
YTD	+41,03%
P/VL	0,84x
DVD Yield*	5,1%

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; datos con corte a 14 agosto 2025

Gráfico 1 – Movimiento Acción PFAVAL



Fuente: Bloomberg, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

*Dividend Yield a corte del 21 de marzo del 2025.

Grupo Aval | Entrega de Notas 2T25



El **Gasto Neto por Provisiones** fue de **COP 866.100 millones**, con disminuciones de 12,2% A/A y 13,6% T/T. El Costo de Riesgo fue de 1,7%, con variaciones en Consumo de 4,2% (vs. 5,6% en 2T24) y en Comercial de 0,4%, igual que en 2T24.

La Cartera con Mora mayor a 30 días se ubicó en 4,8% (vs. 5,8% en 2T24) y la **Mora mayor a 90 días en 3,5%** (vs. 4,2% en 2T24). Por segmento, Consumo pasó de 3,1% a 2,8% y Comercial de 4,1% a 3,9%, mientras Vivienda se mantuvo en 3,6%. La Relación de Cobertura sobre cartera vencida mayor a 90 días se mantuvo en 1,3x, con estabilidad frente al trimestre anterior y al mismo periodo del año previo.

La **Eficiencia sobre Ingresos fue 52,0%**, con variaciones de -273 pbs A/A y +118 pbs T/T. Los Gastos Administrativos fueron COP 1,17 billones (+4,4% A/A y +0,8% T/T) y los Gastos de Personal COP 842.500 millones (+6,5% A/A y +1,4% T/T). La **Eficiencia sobre Activos** se ubicó en 2,8%, lo que representa un aumento de 6 pbs A/A y de 3 pbs frente al trimestre anterior, manteniendo un comportamiento estable en la estructura de costos.

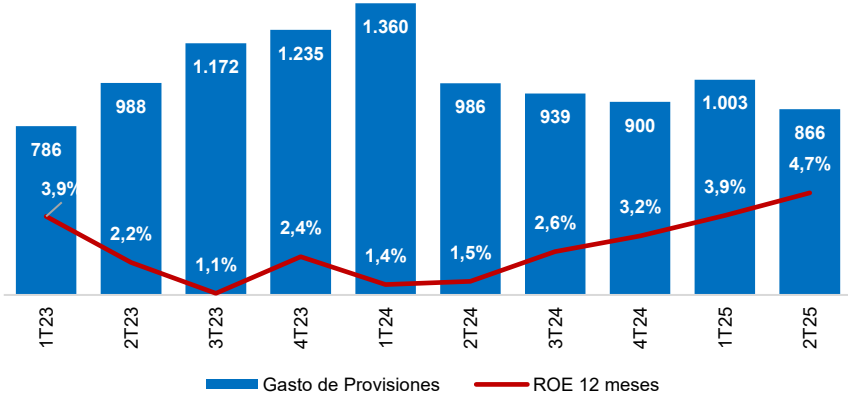
La **Cartera Bruta** fue **COP 199,4 billones**, con **incrementos de 3,2% A/A y 0,3% T/T**. Por tipo de cartera, Vivienda aumentó 20,1% A/A y 2,8% T/T, Consumo 3,6% A/A y 0,5% T/T, y Comercial 0,3% A/A y -0,3% T/T.

Los **Pasivos Financieros** fueron **COP 280,6 billones**, con **variaciones de 6,3% A/A y 1,5% T/T**. Los **Depósitos** de clientes sumaron **COP 211,8 billones (+6,8% A/A y +1,9% T/T)**, equivalentes al 75,5% del fondeo. El **Costo Promedio de Fondeo** fue **6,8%**, igual al 1T25 y 140 pbs inferior al 2T24.

E.S.G.

En materia ESG, el Grupo mantuvo iniciativas orientadas a inclusión financiera y cobertura sobre cartera vencida mayor a 90 días de 1,3x. El Ratio de Depósitos sobre Cartera Neta fue 110,4% y el Patrimonio Atribuible a los accionistas aumentó 6,2% A/A.

Gráfico 2 –Gasto Provisiones 12 meses vs ROE 12 meses
Cifras en billones COP



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Tabla 1 –Resultados Financieros trimestrales
Cifras en miles millones COP

GRUPO AVAL					
Cifras en COP mil MM	2T24	1T25	2T25	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Netos por interés	1.921	1.930	2.021	5,2%	4,7%
Gasto Neto Provisiones	986	1.003	866	-12,2%	-13,6%
Utilidad Neta (Controlante)	204	361	495	142,2%	37,0%
NIM	3,4%	4,2%	4,6%	117 pbs	37 pbs
ROE anualizado	4,9%	8,4%	8,4%	350 pbs	0 pbs
Costo del riesgo	2,1%	2,0%	1,7%	-40 pbs	-30 pbs

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Corficolombiana| Entrega de Notas 1T25

agosto de 2025

Harold Rubio

Analista Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



Corficolombiana | Entrega de Notas 2T25

Corficolombiana presentó sus resultados Consolidados del 2T25, con un aumento en la Utilidad Neta explicado principalmente por menores Gastos Financieros y el aporte del sector de Infraestructura.

Corficolombiana presentó los resultados consolidados del 2T25, en los que se observa un **aumento de la Utilidad Neta Consolidada hasta COP 250.537 millones**, frente a COP 102.231 millones en el mismo periodo del año anterior (+145,1% A/A). La **Utilidad Neta Atribuible a los Accionistas Controlantes fue de COP 63.807 millones**, en contraste con una pérdida de COP -83.221 millones en el 2T24. En el acumulado enero-junio, la Utilidad Neta se ubicó en COP 705.393 millones (+34,7% A/A), mientras que la Atribuible a los Controlantes fue de COP 324.379 millones, más del doble frente a los COP 134.981 millones registrados en el mismo semestre de 2024.

En los Estados Financieros Separados, la Utilidad Neta del 2T25 alcanzó COP 61.756 millones, superior a los COP 23.493 millones del 2T24 (+162,9% A/A). **De manera acumulada, la Utilidad sumó COP 318.605 millones, lo que representó un crecimiento de 30% frente al 1S24**, explicado principalmente por el aporte del Método de Participación, **la reducción en el Costo de Fondeo y un mejor resultado de Tesorería**.

Los Ingresos del Sector Real se ubicaron en COP 2,62 billones en el trimestre (-1,3% A/A) y en COP 5,40 billones en el semestre (+1,8% A/A). El EBITDA consolidado fue de COP 1,21 billones en el trimestre (+25,9% A/A) y de COP 2,38 billones en el semestre (+1,1% A/A), reflejando el desempeño operativo de los sectores, en especial Infraestructura. Por su parte, la **Utilidad Neta se benefició de la caída en los Gastos Financieros, resultado de la reducción del Costo Promedio de la Deuda consolidada a 9,35%** en junio de 2025, desde el 11,25% del año anterior.

En materia de Fondeo, la **Deuda Financiera consolidada cerró en COP 17,7 billones, con una disminución en el Costo Promedio gracias al descenso en las tasas de interés de mercado**. El nivel de Apalancamiento se redujo en comparación con 2024, y el doble apalancamiento del holding pasó de 150,1% en junio de 2024 a 144,8% en junio de 2025, resultando en un menor peso relativo del fondeo financiero sobre el capital. **Estas condiciones explicaron la caída anual de 21,2% en el Gasto por Intereses del semestre, que totalizó COP 1,44 billones**.

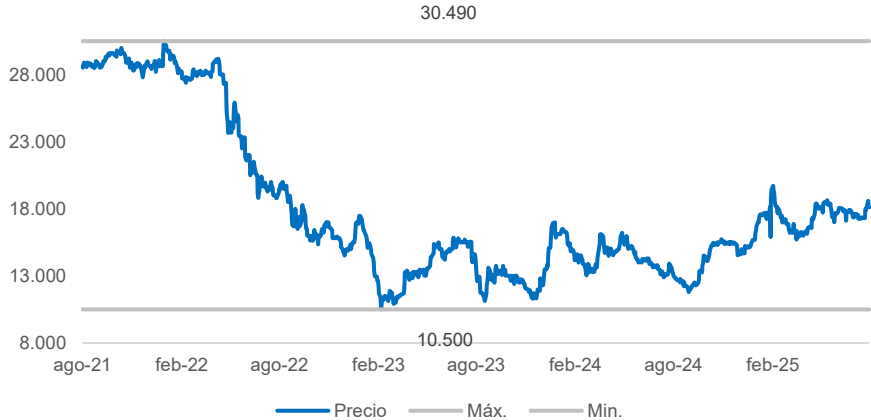
En cuanto a hechos posteriores al 2T25, **se concretó la venta de la participación en Mineros en Julio de 2025**, transacción que representó un **Ingreso de Caja de COP 131.000 millones** y una **Utilidad de COP 47.324 millones** en los Estados Financieros Separados. Si bien no hace parte directa de los resultados operativos del 2T25, sí constituye un elemento relevante para el desempeño financiero de la Corporación en el segundo semestre del año.



Market Cap. (BN COP)	6,67
Último Precio (COP)	18.320
YTD	+24,80%
P/VL	0,53x
P/E	17,09x
DVD Yield (Preferencial)	7,35%

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; Stock Analysis; datos con corte a 22 agosto 2025

Gráfico 1 – Movimiento Acción CORFICOLCF
Cifras en COP



Fuente: Investing, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

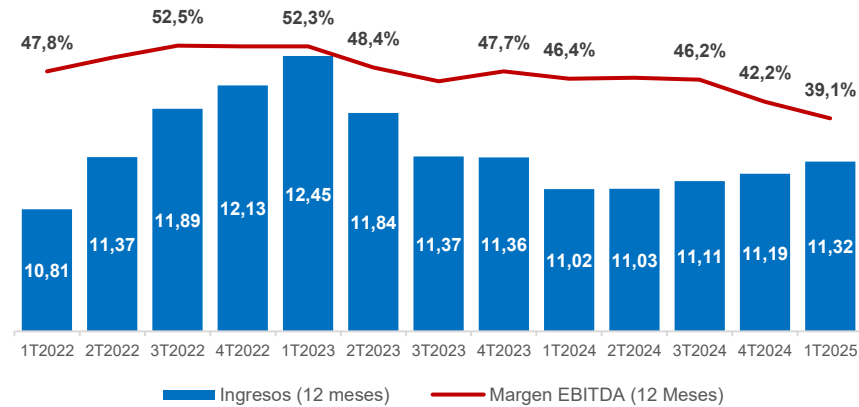
Corficolombiana | Entrega de Notas 2T25

Resultados por Sectores

- Energía y Gas:** La normalización de las condiciones climáticas redujo los volúmenes regasificados y transportados. En consecuencia, el EBITDA fue COP 677.417 millones en el trimestre (-4,4% A/A) y COP 1,43 billones en el semestre (-8,0% A/A), mientras la Utilidad Neta cerró en COP 310.425 millones en el 2T25 (-3,7% A/A) y en COP 761.011 millones en el acumulado (-4,2% A/A).
- Infraestructura:** La Infraestructura incrementó su aporte con la entrega de la Unidad Funcional 2 de Covipacífico, que elevó los Ingresos de Construcción y Operación. El EBITDA del trimestre fue COP 516.969 millones (+91,6% A/A) y en el semestre COP 953.079 millones (+14,6% A/A). La Utilidad Neta se situó en COP 137.080 millones en el 2T25 (+94,2% A/A) y en COP 381.496 millones en el 1S25 (+28,0% A/A). **El tráfico promedio diario de concesiones llegó a 113.000 vehículos, un aumento de 3,8% A/A.**
- Turismo:** En el 2T25, **Hoteles Estelar reportó una Ocupación de 60%**, superior en 1,4 p.p. frente al 2T24, y una tarifa promedio de COP 449.778 (+16% A/A). Como resultado, el RevPAR (Ingreso promedio por habitación disponible) aumentó frente al mismo periodo del año anterior, lo que se reflejó en los Ingresos Operativos del sector. El EBITDA se ubicó en COP 24.302 millones (+10,2% A/A) y en el semestre totalizó COP 51.114 millones (-1,1% A/A). **La Utilidad Neta Controlante fue de COP 7.183 millones en el trimestre y COP 16.481 millones en el semestre**, frente a COP 9.534 millones en el 1S24 (+72,9% A/A).
- Agroindustria:** El EBITDA fue COP 1.089 millones en el 2T25 (-89,3% A/A) y COP 3.569 millones en el semestre (-38,8% A/A). El sector registró **Pérdida Neta de COP 3.888 millones en el trimestre y de COP 7.089 millones en el semestre**, frente a una Pérdida de COP 5.392 millones en el 1S24. En Palma se observó un mayor rendimiento (5,18 ton/ha vs. 4,49 en 2T24) y Ventas de 8.571 ton (+10% A/A), en Arroz crecieron el área y las Ventas (4.156 ton, +22% A/A) pero con menor precio (COP 1.519/kg), mientras en Caucho las Ventas bajaron a 2.137 toneladas, aunque con mejor precio (COP 7.708/kg).
- Negocios Financieros:** El segmento registró una **Pérdida Neta Consolidada de COP -258.089 millones**. El resultado se vio **afectado por condiciones del mercado que impactaron la valoración de portafolio**, aunque la pérdida del negocio de Tesorería fue inferior a la del 1T24. Se registró una ganancia en la venta de Títulos Financieros por COP 34.366 millones.



Gráfico 2 – Ingreso Operacional 12 meses vs Margen EBITDA 12 meses
Cifras en billones COP



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfico 3 - Tabla de Resultados
Cifras en miles millones COP

Corficolombiana					
Cifras en COP mil MM	2T2024	1T2025	2T2025	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso Operacional Sector Real	2.654	2.781	2.620	-1,3%	-5,8%
Margen Bruto de Operación	1.221	1.397	1.233	1,0%	-11,7%
MPU y Dividendos	82	208	82	-0,8%	-60,7%
Gasto Financiero, neto	599	431	423	-29,4%	-1,8%
EBITDA	1.112	1.170	1.208	8,7%	3,2%
Utilidad Neta Controlante	-83	261	64	-176,7%	-75,5%
Margen Bruto	46,0%	50,2%	47,1%	1,1 pbs	-3,2 pbs
Margen EBITDA	41,9%	42,1%	46,1%	4,2 pbs	4,0 pbs
Margen Neto	-3,1%	9,4%	2,4%	5,6 pbs	-6,9 pbs

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Grupo Sura | Entrega de Notas 2T25

Banca y Seguros sostienen Utilidades

agosto de 2025

Harold Rubio

Analista Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



Grupo SURA| Entrega de Notas 2T25

SUAM y CIBEST impulsan buena dinámica de Utilidad



Grupo SURA presentó resultados **POSITIVOS** a corte del 1S25, con una Utilidad Neta Controladora Ajustada de COP 1,22 billones (+33,5% A/A), impulsada principalmente por SURA Asset Management (+42,1% A/A) y Grupo Cibest (+13,7% A/A), en contraste con un desempeño mixto en Suramericana, donde Vida creció 11,7% mientras Generales retrocedió 49,7%.

Tras un 2024 marcado por movimientos excepcionales que inflaron la Utilidad, el 1S25 permite observar la verdadera capacidad de Grupo SURA para sostener rentabilidad. Las cifras ajustadas muestran que la **Utilidad Neta Controladora** alcanzó **COP 1,22 billones, con un crecimiento de 33,5% frente a la base comparable de 2024**, reflejando de manera más nítida la capacidad de generación de valor de sus negocios principales: Seguros e Inversiones. Más que un cambio de rumbo, los resultados confirman la consistencia de una estrategia que hoy, con un portafolio depurado, se expresa sin los ruidos de activos industriales (Nutresa y Grupo Argos).

En la contabilidad reportada, los **Ingresos Operacionales** fueron de **COP 14,66 billones** frente a COP 21,92 billones en 1S24, mientras la **Ganancia Operativa** cayó de COP 6,27 billones a **COP 2,55 billones** y la **Utilidad Neta Controladora** descendió de COP 5,14 billones a **COP 1,22 billones**. **No obstante, esta diferencia no puede interpretarse como un deterioro del negocio, sino como el reflejo de un modelo de operación distinto frente a 2024**, cuando las cifras estuvieron infladas por la Utilidad de Nutresa (COP 4,0 billones), Impuestos asociados (COP 363 mil millones) y el Método de Participación en Grupo Argos (COP 587 mil millones), además de la EPS. Una vez depurados estos efectos, la comparación cambia por completo: **donde parecía una caída del 76%, en realidad hay un crecimiento recurrente superior al 30%.**

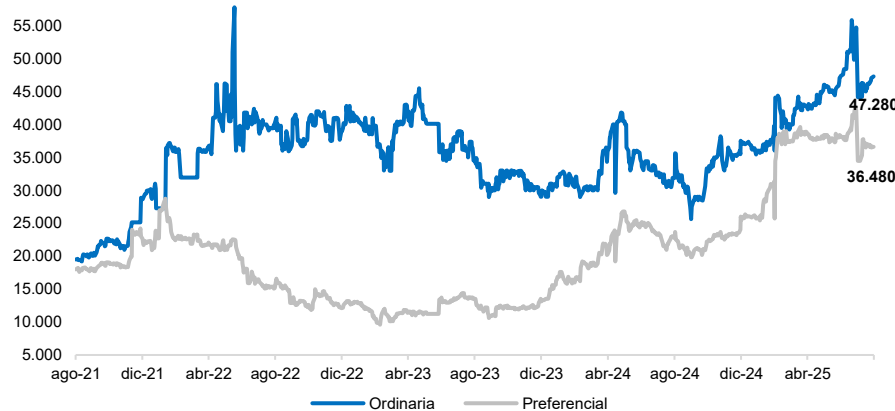
En el negocio Asegurador, administrado por Suramericana, los resultados proforma presentan matices interesantes. **Las Primas Emitidas** crecieron **+3,1% A/A**, alcanzando **COP 9,38 billones** al cierre de junio. El **Resultado Técnico** avanzó **+10% A/A** hasta **COP 1,22 billones**, apalancado en una siniestralidad más baja (55,7% vs. 57,8% en 2024). Los **Ingresos por Inversiones** tuvieron un incremento moderado de **+2,2% A/A** hasta COP 1,06 billones, mientras que la **Utilidad Neta Controladora** proforma **retrocedió -5% A/A**, desde COP 454 mil millones a **COP 431 mil millones**.

Este desempeño plantea una lectura dual. Por un lado, el negocio Asegurador muestra fortaleza operativa, con mejor siniestralidad y mayor resultado técnico, lo cual evidencia disciplina en gestión de riesgos y tarifas. Pero, por otro lado, la caída del **Yield de inversiones (10,8% vs. 11,8% en 2024)** junto con la presión en rentabilidad llevó a que el **ROE ajustado** cayera a **12,2%** (desde 13,7%) y el **ROTE** (retorno sobre patrimonio tangible) a **15,2%** (desde 17,3%). Consideramos que Suramericana mejora en lo estructural (riesgo y técnica), pero su rentabilidad final sigue condicionada por la coyuntura financiera.

Recomendación	SOBREPONDERAR PF
Precio Objetivo	49.760
Market Cap. (COP BN)	13,76
Último Precio (Ord)	47.280
YTD (%)	+27,10%
P/B	0,98

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; datos con corte a 20 agosto 2025

Grupo SURA - Acción Ordinaria y Preferencial
Cifras en COP



Fuente: Investing, cálculos Casa de Bolsa SCB



Asset Management

Grupo SURA| Entrega de Notas 2T25

SUAM y CIBEST impulsan buena dinámica de Utilidad



Por su parte, **SURA Asset Management (SURA AM)** fue el gran motor del semestre. Los Activos Bajo Gestión (AUM) alcanzaron COP 781 billones (+15,1% A/A), mientras que los Ingresos por Comisiones crecieron +9,4% A/A, hasta COP 2,08 billones. Los Ingresos por Encaje pasaron de COP 176 mil millones en 2024 a COP 278 mil millones en 2025, y la Utilidad Operativa excluyendo encaje avanzó +14,7% A/A hasta COP 769 mil millones. La **Utilidad Neta se expandió +42,1% A/A, apalancada tanto en la mejora operativa como en el mayor retorno del encaje**. En rentabilidad, el ROE ajustado se ubicó en 10,4% (vs. 8,7% en 2024), el ROTE ajustado (retorno sobre patrimonio tangible) en 26,8% (vs. 25,8%), y el margen operacional ex encaje en 33,3% (vs. 31,8%). **Este desempeño confirma que el negocio previsional y de ahorro sigue siendo el principal generador de valor del grupo, con alta eficiencia y escala.**

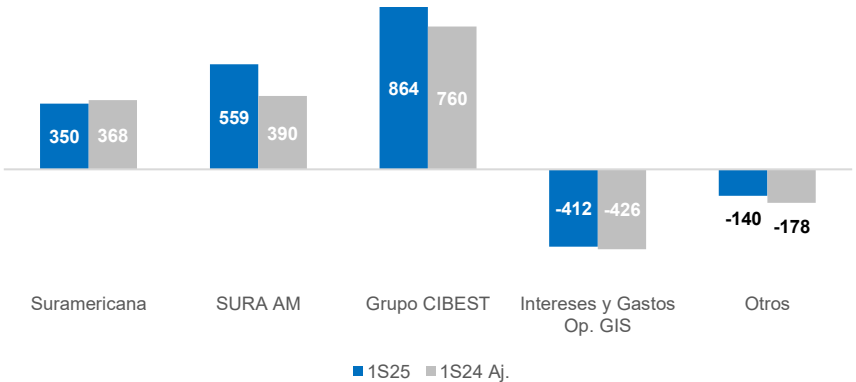
Dentro de SURA AM, la **plataforma SURA Investments**, que consolida los negocios de gestión y asesoría de Inversiones (incluyendo las operaciones de Inversiones SURA y SURA Investment Management), **registró un desempeño sobresaliente**: los Activos Bajo Gestión crecieron +17,0% A/A hasta COP 94 billones, los Ingresos por Comisiones avanzaron +18,2% a COP 226 mil millones y la **Utilidad Operativa se expandió +76,4%, alcanzando COP 28 mil millones**. Este salto se explica por la mayor escala en AUM y una expansión del Margen Operativo de 350 pbs, confirmando su mayor eficiencia. Por su parte, **Grupo Cibest aportó COP 3,5 billones en Utilidades Netas (+13,7% A/A) con un ROE de 16,8%**, sustentado en menor costo de riesgo y márgenes financieros resilientes.

La composición de la Utilidad Controladora (COP 1,22 billones) refleja con mayor claridad el perfil financiero depurado del grupo: los mayores aportes provinieron de SURA AM y Cibest, mientras Suramericana fue la de menor contribución debido a la presión en rentabilidad financiera. La **Utilidad del portafolio financiero consolidado ascendió a COP 1,8 billones (+16,8% A/A)**, los dividendos sumaron COP 2,2 billones (94% desde negocios financieros) y la deuda neta se mantuvo estable a pesar de atender impuestos extraordinarios. **Estos indicadores refuerzan la idea de un holding más compacto y coherente, con generación de caja alineada a sus filiales core.**

En conclusión, el 1S25 no representa un giro estratégico, sino la manifestación más clara del perfil financiero histórico de Grupo SURA. **Con las desinversiones en activos no estratégicos ya ejecutadas, la Utilidad ajustada crece con solidez, con SURA AM (impulsada también por el dinamismo de su plataforma de inversiones) y Cibest liderando.** Suramericana muestra disciplina técnica aunque presiones en rentabilidad. **Persisten retos** (volatilidad en inversiones, presión en seguros generales y potenciales cambios regulatorios en pensiones), **pero el semestre demuestra que el grupo puede generar valor recurrente y sostenible a partir de su esencia financiera.**

Contribución a la Utilidad Neta Controladora Ajustada, excl. EPS SURA

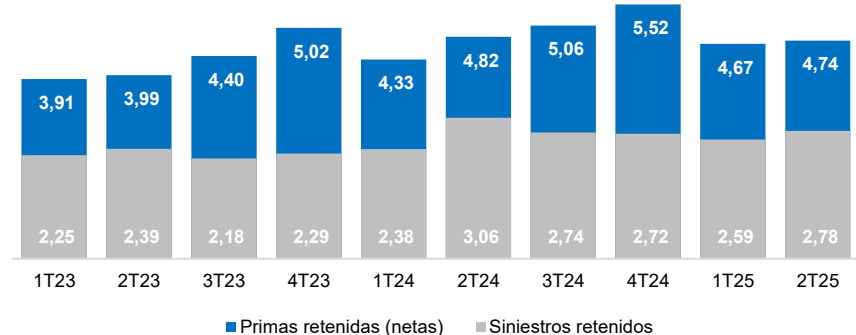
Cifras en Mil Millones COP



Fuente: Emisor, Cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Primas Retenidas vs. Siniestros retenidos - trimestrales

Cifras en COP Billones



Fuente: Emisor, Cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Grupo Argos | Entrega de Notas 2T25

Eficiencia financiera y retos operativos tras la escisión

agosto de 2025

Harold Rubio

Analista Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



Grupo Argos| Entrega de Notas 2T25

Eficiencia financiera y retos operativos tras la escisión



GRUPO ARGOS

Grupo Argos presentó resultados **NEUTRALES** en el 2T25: menores ingresos, pero con Utilidades ajustadas en fuerte expansión y un mayor retorno efectivo para los accionistas tras la escisión con Grupo Sura.

El segundo trimestre de 2025 reflejó una caída en los Ingresos Consolidados de Grupo Argos, que alcanzaron COP 2,69 billones (–21,8% A/A), con un EBITDA de COP 704 mil millones (–15,0% A/A). En contraste, **la Utilidad Neta Consolidada creció 51,6%** hasta COP 268 mil millones, impulsada por menores Gastos Financieros y un mejor resultado cambiario. De este total, **la Utilidad Neta Controladora fue COP 89 mil millones, con un incremento de 25% A/A**, lo que muestra que, aunque las ganancias globales del grupo aumentaron de forma significativa, la parte atribuible a los accionistas de Grupo Argos creció a un ritmo más moderado. **Consideramos que esta divergencia reafirma un patrón visto en el 1T25: la Utilidad Neta sigue dependiendo de factores financieros, mientras el desempeño operativo muestra debilidad en Ingresos.**

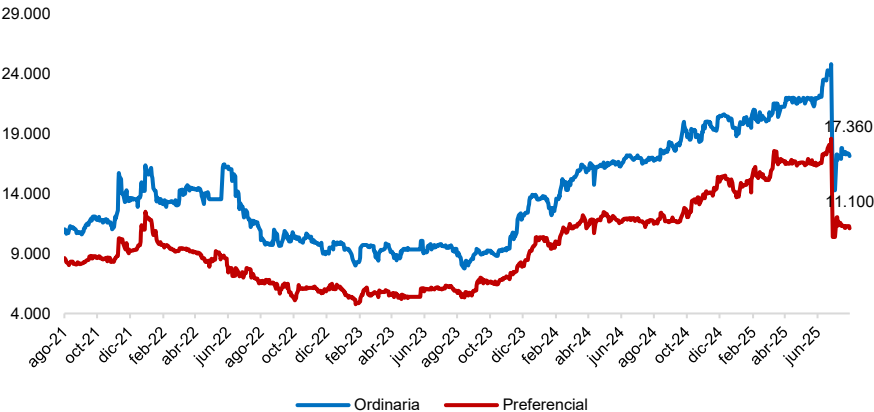
En el acumulado a Junio, los Ingresos proforma fueron COP 5,59 billones (–10,5% A/A), pero el EBITDA creció 6,4% hasta COP 1,51 billones, elevando el margen de 22,7% a 27,1%. La Utilidad Neta Operativa ajustada ascendió a COP 514 mil millones (+161% A/A), mientras que la Utilidad Neta Controladora proforma fue de COP 183 mil millones (+338% A/A). Estos contrastes muestran que, al excluir impactos no recurrentes, la empresa exhibe un repunte sólido en rentabilidad atribuible tanto al Grupo como a los accionistas controladores. **No obstante, observamos que la base de Ingresos aún no logra estabilizarse tras la escisión y venta de activos.**

En resultados separados, la Holding registró Ingresos de COP 453 mil millones (+55% A/A), un EBITDA de COP 310 mil millones (+134%) y **Utilidad Neta de COP 212 mil millones, más de tres veces lo observado en 2024**. Este desempeño contrasta con la caída de Ingresos a nivel Consolidado, ya que en los estados separados **la principal fuente son los dividendos de filiales como Cementos Argos, Celsia y Odinsa, junto con rendimientos financieros, rubros que en 2025 crecieron de manera significativa**. En otras palabras, mientras los negocios operativos enfrentaron presiones en Ingresos, la matriz a nivel separado, logró fortalecer su rentabilidad gracias al mayor flujo recibido desde sus compañías del portafolio.

Precio Objetivo (COP)	15.860
Recomendación	SOBREPONDERAR PF
Market Cap. (COP BN)	10,13
YTD (%)	-16,80%
P/VL	0,99x
Div. Yield	4,01%

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; Yahoo Finance; datos con corte a 21 agosto 2025

Gráfico 1 – Movimiento acción Ordinaria y Preferencial
Cifras en COP



Fuente: Investing, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

GRUPO ARGOS

Grupo Argos| Entrega de Notas 2T25

Eficiencia financiera y retos operativos tras la escisión

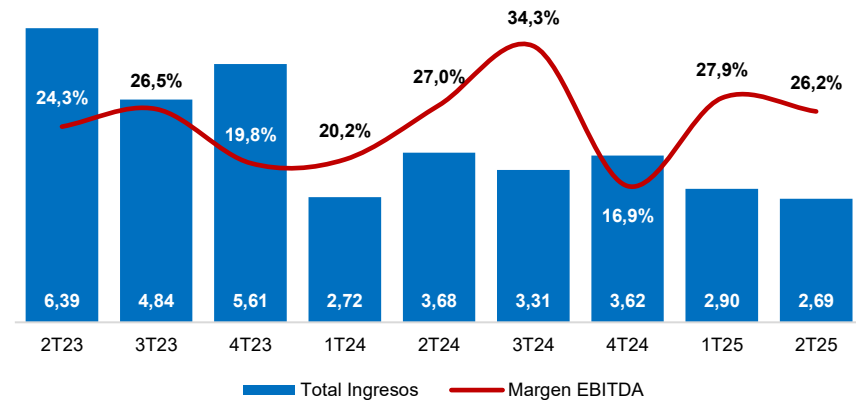
En el frente **Cementero**, los Ingresos acumulados fueron COP 2,5 billones y el EBITDA llegó a COP 500 mil millones. El trimestre estuvo marcado por un deterioro contable en Puerto Rico de COP 53 mil millones, catalogado como no recurrente. Este ajuste resta tracción en el corto plazo, pero no compromete la operación en la isla. En contraste, Centroamérica avanzó en la integración de agregados, con la expectativa de generar entre USD 100–150 millones de EBITDA hacia 2030. Así, mientras en Colombia la demanda de cemento sigue debilitada por la menor actividad de vivienda y obras civiles, la región caribeña emerge como la apuesta estratégica de mayor proyección.

Una dinámica similar de contrastes se observó en **Energía**. Celsia acumuló Ingresos por COP 2,76 billones (–16,2% A/A) y un EBITDA de COP 893 mil millones (+23,2% A/A), con un margen de 32,3% en el semestre. La recuperación de la hidrología frente al año anterior permitió normalizar la generación hídrica, en contraste con 2024 con el Fenómeno de El Niño presionando los resultados. A esto se sumó el efecto de eficiencias operativas bajo el programa ReimaginarC y la mayor diversificación de la matriz energética, donde los proyectos renovables en Colombia y Perú empiezan a ganar peso. La razón Deuda Neta/EBITDA se ubicó en 3,56x, con el objetivo de seguir reduciéndola en los próximos trimestres.

En **Concesiones e Inmobiliario** se observaron resultados diferenciados. **Odinsa**, en cifras acumuladas a junio, registró Ingresos por COP 161 mil millones (+69% A/A), EBITDA de COP 104 mil millones (+75% A/A) y Utilidad Neta de COP 90 mil millones (+95% A/A), apalancados en el récord de pasajeros en El Dorado, el crecimiento de Quiport y el cierre financiero por COP 1,8 billones para la segunda fase del Túnel de Oriente. En contraste, **Pactia** presentó en el 2T25 una caída de 15% A/A en Ingresos y de 9% A/A en EBITDA, aunque mantuvo una ocupación del 91% y consolidó el 48% de su portafolio en activos logísticos. Por su parte, el **negocio de Desarrollo Urbano** acumuló Ingresos de COP 45 mil millones (–44% A/A), reflejando menor avance en proyectos en curso.

Finalmente, el Grupo consolidó una posición financiera robusta. La **Deuda Neta consolidada se redujo en 111% frente a 2024**, con ratificación de la calificación AAA por Fitch y S&P. Para los accionistas, la **escisión con Grupo Sura generó más de COP 1,5 billones en valorización de portafolio**, la acción se triplicó en los últimos dos años y el Ingreso percibido por Dividendos aumentó al distribuirse entre un menor número de acciones y complementarse con los dividendos de Grupo Sura. **Estos hechos constituyen una materialización tangible de valor para el inversionista. El desafío para Grupo Argos hacia adelante será sostener esa fortaleza financiera con un crecimiento operativo más consistente en los negocios estratégicos.**

Gráfico 2 – Evolución Ingresos vs Margen EBITDA
Cifras en miles millones COP



Fuente: Emisor, Cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfico 3 - Tabla de Resultados
Cifras en miles millones COP

Grupo Argos - Consolidado					
Cifras en COP Mil MM	2T24	1T25	2T25	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Totales	3.685	2.903	2.689	-27,0%	-7,4%
EBITDA	993	809	704	-29,1%	-13,0%
Utilidad Neta	337	2.234	268	-20,4%	-88,0%
Margen EBITDA	27,0%	27,9%	26,2%	-76 pbs	-166 pbs
Margen Neto	9,1%	76,9%	10,0%	83 pbs	-6697 pbs

Fuente: Emisor, Cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Cementos Argos | Entrega de Notas 2T25

Resiliencia en Utilidades en medio de entorno desafiante

agosto de 2025

Harold Rubio

Analista Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



Cemargos| Entrega de Notas 2T25

Resiliencia en Utilidades en medio de entorno desafiante



Cementos Argos anunció los resultados del 2T25, los cuales calificamos como **NEUTRALES** dado el aumento de la Utilidad Neta Controladora de +93,4% frente al año anterior, superando nuestras expectativas, pero que se enmarcan en un entorno aún desafiante para los Ingresos y el EBITDA que disminuyeron -4,5% A/A y -11,6% A/A respectivamente.

Consideramos que los resultados reportados por Cementos Argos en el 2T25 muestran un desempeño mixto frente al mismo trimestre del año anterior, con descensos en Ingresos y EBITDA, pero con un repunte relevante en la Utilidad Neta. Los **Ingresos Operacionales alcanzaron COP 1,28 billones**, lo que implica una variación negativa del 4,5% A/A, aunque con un avance del 4,3% T/T, **impulsado por una recuperación parcial en volúmenes y precios hacia el cierre del trimestre**. Nos parece que la combinación de menores volúmenes y un entorno macroeconómico desafiante sigue condicionando el crecimiento de la línea superior.

En términos de rentabilidad operativa, **el EBITDA fue de COP 235 mil millones**, con una caída del 11,6% A/A y del 9,2% T/T, **afectado por menores niveles de actividad y por el impacto de costos en algunas geografías**. El margen EBITDA se ubicó en 18,3%, retrocediendo 147 pbs A/A y 272 pbs frente al 1T25. Evidenciamos que, si bien la compañía mantiene esfuerzos de eficiencia y control de gastos, **la menor absorción de costos fijos derivada de la caída en volúmenes sigue presionando la rentabilidad operativa**.

Destacamos que la **Utilidad Neta alcanzó COP 245 mil millones, registrando un crecimiento del 92,3% A/A** y del 78,9% T/T, impulsada principalmente por menores Gastos Financieros y un entorno cambiario favorable. La Utilidad Neta Controladora se ubicó en COP 153 mil millones, con un avance del 93,4% A/A, aunque con un retroceso del 92,8% frente al primer trimestre, explicado por la ausencia de Ingresos Extraordinarios que se habían registrado en el 1T25.

En Colombia, evidenciamos un trimestre de dos velocidades: Abril y Mayo registraron los niveles de venta más bajos del año, pero Junio mostró una recuperación importante, con el mayor promedio diario de despachos de 2025. El volumen de cemento cayó a 1,23 millones de toneladas (-8,3% A/A) y el de concreto a 518 mil m³ (-18,3% A/A). Consideramos positivo que, pese a esta contracción, el EBITDA local haya crecido 2,7% A/A hasta COP 172 mil millones, con un margen de 25,5%, respaldado por la estrategia de precios y programas como “De la Mina al Mercado”.

Recomendación	NEUTRAL
Precio Objetivo (COP)	11.700
Market Cap. (COP BN)	14,09
Último Precio	10.920
YTD (%)	+7,06%
P/B	1,08

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. Cifras con corte a agosto 12 de 2025

Gráfico 1 – Acción Cementos Argos (ordinaria)

Cifras en COP



Fuente: Investing, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

Cemargos| Entrega de Notas 2T25

Resiliencia en Utilidades en medio de entorno desafiante



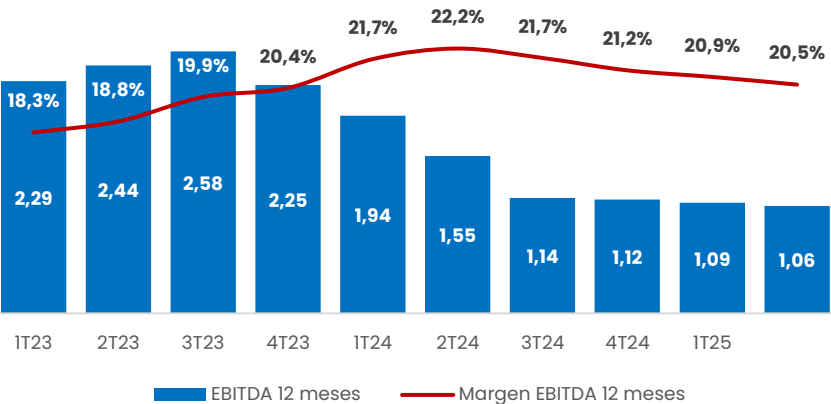
En Centroamérica y el Caribe (CCA), observamos un comportamiento desigual. Los volúmenes totales de cemento se mantuvieron prácticamente planos (+0,1% A/A), con un avance del 3,6% en el Caribe y un retroceso del 4,8% en Centroamérica. Destacamos el dinamismo en República Dominicana y Puerto Rico, que permitió un crecimiento de Ingresos del 6,9% en el Caribe y una expansión del margen EBITDA a 22,9% (+312 pbs). En Centroamérica, el Margen EBITDA mejoró a 30,4% (+175 pbs), apoyado en eficiencias y menor costo de clinker, aunque la demanda en Panamá siguió débil.

Adicionalmente, el trimestre estuvo marcado por avances relevantes en el plan SPRINT 3.0, especialmente en materia de creación de valor para el accionista. La compañía **ejecutó el 68% del programa de recompra de acciones (COP 342 mil millones)** y distribuyó COP 500 mil millones en dividendos, **equivalentes al 50% de lo aprobado para 2025**. Además, la escisión de más de 28 millones de acciones de Grupo Sura, con un valor estimado de COP 1.200 por acción de CEMARGOS, **eleva la rentabilidad por dividendo proyectada al 18% para el año**.

En el frente de crecimiento, destacamos **la adquisición de un activo clave de Agregados para exportación en el Caribe y la opción de arrendamiento portuario en la costa sureste de EE. UU.**, pasos que se alinean con el objetivo de reconstruir la plataforma en ese país y generar USD 300 millones adicionales de EBITDA anual en un plazo de 3 a 5 años. Mientras tanto, la posición robusta de caja actual de la compañía otorga flexibilidad para ejecutar inversiones de bajo CAPEX y alto retorno.

De cara al segundo semestre, **destacamos las perspectivas de recuperación gradual en Colombia, apoyadas por proyectos de infraestructura como: Hidroituango, Metro de Bogotá, Quora y Arena Primavera**, así como por el crecimiento del 24,9% A/A en ventas de vivienda nueva en el 1S25. Nos parece que las ampliaciones puntuales en capacidad de Concreto, junto con la meta de ingresar al índice MSCI Emerging Markets, podrían fortalecer la visibilidad y liquidez de la acción. En síntesis, aunque persisten riesgos asociados a la demanda y condiciones de mercado, **Cementos Argos mantiene fundamentos saludables y una hoja de ruta clara para capturar oportunidades en el mediano plazo**.

Gráfico 2 – EBITDA 12 meses y Margen EBITDA 12 meses
Cifras en COP Bn



Fuente: Emisor, Cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Tabla 1 – Resultados operacionales trimestrales
Cifras en miles millones COP

Cementos Argos					
Cifras COP mil millones	2T24	1T25	2T25	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Operacionales	1.344	1.231	1.283	4,3%	-4,5%
EBITDA	265	258	235	-9,2%	-11,6%
Utilidad Neta	127	137	245	78,9%	92,3%
Utilidad Neta Controladora	79	2.125	153	-92,8%	93,4%
Margen EBITDA	19,7%	21,0%	18,3%	-272 pbs	-147 pbs
Margen Neto (controladora)	5,9%	172,6%	11,9%	-16.069 pbs	603 pbs

Fuente: Emisor, Cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset
Management

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

PEI Entrega de Notas 2T25

Resultados positivos a pesar de aumento en las vacancias

agosto de 2025

Daniel Bustamante

Analista Renta Variable
daniel.bustamante@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente de Estrategia Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



PEI Entrega de Notas 2T25

Resultados positivos a pesar de aumento en las vacancias

PEI presentó resultados Positivos para el segundo trimestre de 2025, en línea con las expectativas del mercado, destacándose por su continua eficiencia operativa y reducción en los Gastos Financieros.

Los Ingresos totalizaron COP 199 mil millones, con un crecimiento del +7,3% A/A (-3,4% T/T), impulsados principalmente por el escalonamiento de cánones contractuales y ajustes inflacionarios. No obstante, este desempeño fue parcialmente compensado por un incremento en la **vacancia física**, que alcanzó 7,2% (vs. 5,9% en 2T24 y 5,9% en 1T25), niveles no vistos desde 2021, explicado principalmente por un repunte de vacancias en el segmento logístico (5,7% en 2T25 vs 1,3% en 2T24) y menores ocupaciones en el segmento comercial, por su parte el segmento Corporativo registró una mejora en la vacancia a nivel anual y secuencial (12,8% en 2T25 vs 14,4% en 2T24).

En términos de **vacancia económica**, esta aumentó 58pbs A/A y 127pbs en la comparación trimestral, pasando de 7,12% en 1T25 a 8,39%, con mayor presión en el portafolio Logístico.

El Ingreso Neto Operativo (NOI) alcanzó COP 167 mil millones, con un crecimiento de +9,5% A/A y un margen de 84% (+170pbs A/A), reflejando la estabilidad operativa del vehículo. En paralelo, el EBITDA se situó en COP 142 mil millones, creciendo un 8,7% A/A y disminuyendo -5,7% T/T, con un margen del 71,2%, consistente con el desempeño operativo del vehículo.

Destacamos la reducción del 15,2% A/A en los Gastos Financieros Netos, gracias a que el 86,7% de la deuda continúa indexada a tasa variable, lo que ha permitido capturar eficientemente el ciclo bajista de tasas. Esto favoreció el Flujo de Caja Causado, que nuevamente alcanzó los COP 55 mil millones (+44,7% A/A), en línea con las expectativas del mercado, equivalente a COP 1.285 por título. Este desempeño ha permitido un aumento relevante en el Dividend Yield (12 meses), que se ubicó en 6,99%, frente al 3,41% del 2T24 (a precios de mercado).



Precio Objetivo (COP)	94.943
Recomendación	NEUTRAL
YTD (%)	-0,26%
Activos administrados (COP BN)	9,91
PVL	0,46x
Dividend Yield LTM	6,2%

Gráfica 1. Evolución título PEI

Cifras en COP



Asset Management

PEI Entrega de Notas 2T25

Resultados positivos a pesar de aumento en las vacancias

Por otro lado, la **tendencia de reducción de los Gastos Financieros se mantiene**, mejorando el indicador de Cobertura de Intereses (EBITDA / Gasto financiero Neto), que según nuestros cálculos, pasó de 1,3x en el 2T24 a 1,7x en el 2T25. Adicionalmente, el apalancamiento se redujo a 32,6%, por debajo del 33,6% registrado un año atrás y aún dentro del límite establecido por el vehículo del 35%. Sin embargo, es importante resaltar que el apalancamiento continúa en niveles relativamente altos frente a sus comparables y consideramos relevante que se dé una disminución del mismo, con el fin de aumentar la rentabilidad a los inversionistas.

En cuanto a la **emisión de títulos**, el vehículo afirma que la Superintendencia financiera ya dio visto bueno para dicha emisión y el 15 de agosto será publicado el aviso de la oferta. Se espera que sea por un monto estimado entre COP 300.000 mm y COP 500.000 mm (entre 4,2 y 7 millones de títulos a un precio de COP 71.000 por unidad). Esta colocación, que otorgará preferencia a inversionistas actuales y se realizaría a precios de mercado, se destinará al pago de obligaciones financieras, con el fin de disminuir los Gastos Financieros y mejorar la estructura de capital del vehículo.

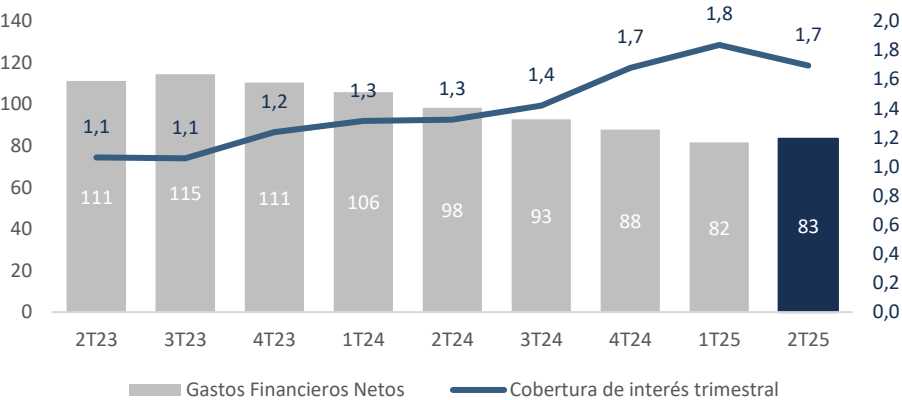
Cifras en COP mil MM	2T24	PEI 1T25	2T25	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Totales	185	206	199	-3,4%	7,3%
NOI	152	175	167	-4,5%	9,5%
EBITDA	130	150	142	-5,7%	8,7%
FC causado	38	55	55	0,0%	44,7%
FDC*	888	1.285	1.285	0,0%	44,7%
Margen NOI	82,3%	84,8%	84,0%	-89pbs	170pbs
Margen EBITDA	70,3%	72,9%	71,2%	-173pbs	89pbs

* COP por título

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

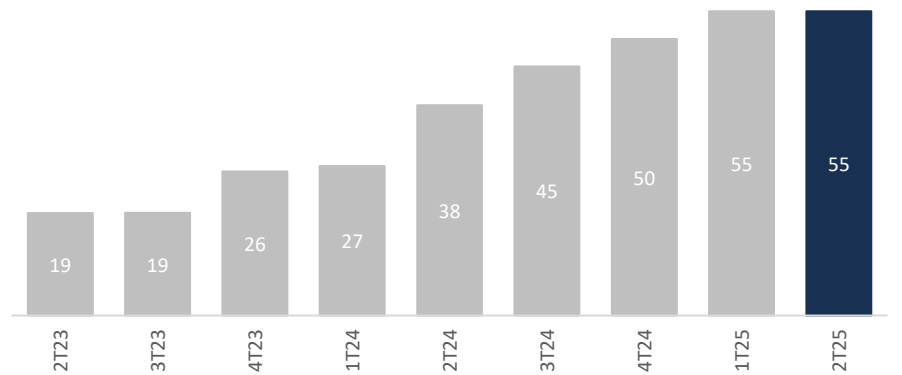
Gráfica 2. Gastos Financieros trimestrales

Cifras Cobertura de Interés en veces (eje derecho)



Gráfica 3. Flujo de Caja Causado

Cifras en COP mil millones



[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

TIN Entrega de Notas 2T25

Impacto positivo por menor Costo de la Deuda

agosto de 2025

Daniel Bustamante

Analista Renta Variable

daniel.bustamante@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente de Estrategia Renta Variable

omar.suarez@avalcasadebolsa.com

TIN Entrega de Notas 2T25

Impacto positivo por menor Costo de la Deuda

TIN presentó Resultados Positivos para el 2T25, donde se continúa evidenciando el impacto positivo por un menor costo de deuda que beneficia el Flujo de Caja Distribuible a los inversionistas.

Los Ingresos Operacionales para el segundo trimestre de 2025 se ubicaron en COP 11,8 mil millones, representando un incremento del 10% A/A, impulsado principalmente por los Ingresos de Arriendos indexados al IPC.

Por otro lado, se registró un NOI de COP 10,1 mil millones, representando un incremento del 6% anual, sin embargo, en este periodo nuevamente su margen de 86% disminuyó, ubicándose 328pbs por debajo del 2T24 y 345pbs por debajo del trimestre anterior.

Así mismo, el EBITDA ascendió a COP 10,1 mil millones, representando una disminución del -6% A/A, registrando un margen de 68%, siendo igualmente inferior en 179pbs frente al 2T24. explicado en gran medida por una mayor ejecución de mantenimientos y reparaciones, que aumentaron 286,4% A/A.

Pese a lo anterior, nuevamente destacamos la continua disminución de los **Gastos Financieros**, los cuales, para el 2T25 fueron de COP 3,3 mil millones, representando una disminución de 21% anual, de manera secuencial se presentó un incremento de 4%. Lo anterior, explicado por un menor Costo promedio de la Deuda que se ubicó en 9,82% E.A vs 12,46% E.A en 2T24, beneficiado por la estructura de la deuda financiera del vehículo, correspondiente al 100% en Tasa Variable, en donde se mantendría esta tendencia con los futuros recortes de tasas de interés esperados por parte del Banco de la República.

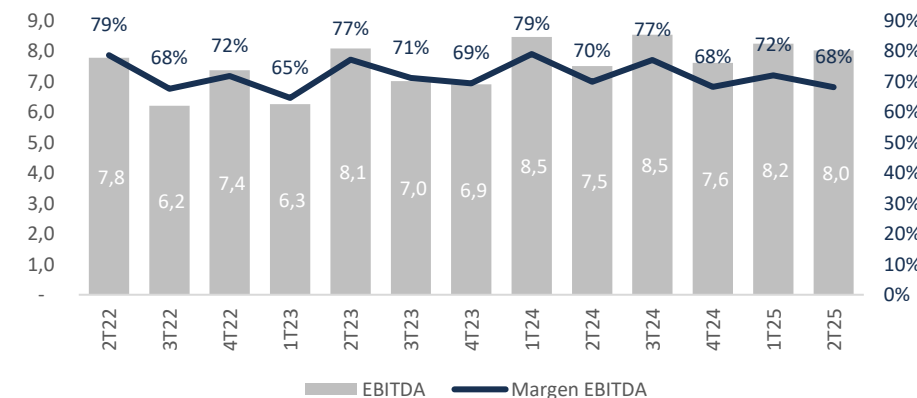
Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Activos Administrados (COP MM)	552.082
Vacancia Económica	2,86%
Vacancia Física	3,57%
Dist. Rendimientos (COP MM)	5.748
Dividend Yield (Anualizado)	5,5%

Gráfica.1 EBITDA

Cifras en COP mil millones



TIN Entrega de Notas 2T25

Impacto positivo por menor Costo de la Deuda

En ese sentido, se registró una **Distribución de Rendimientos por COP 5,74 mil millones para el trimestre**, siendo 50% superior a la del año 2T24 y representando un Margen del 49% sobre los Ingresos Operacionales del periodo y alcanzando un Dividend Yield (anualizado) del 5,5%.

Por otro lado, las **Vacancia Física y Económica (3,57% y 2,86% respectivamente)** del vehículo continúan en niveles saludables.

Recordamos que el **9 de mayo de 2025, se concretó la migración al mercado de Renta Variable**, con un Split de 370:1, en donde el precio de referencia del título fue de COP 21.680, aumentando el numero de unidades en circulación a 19.463.850, en esa misma línea, el vehículo afirmó que está analizando la implementación de un formador de liquidez para el título. Por otra parte, la Junta Directiva aprobó una readquisición de títulos con un monto máximo anual al 3% de los títulos en circulación (583.915 títulos) y hasta por un valor de COP 5,6 mil millones, sin embargo, continúan analizando la fecha oportuna para iniciar dicho proceso.

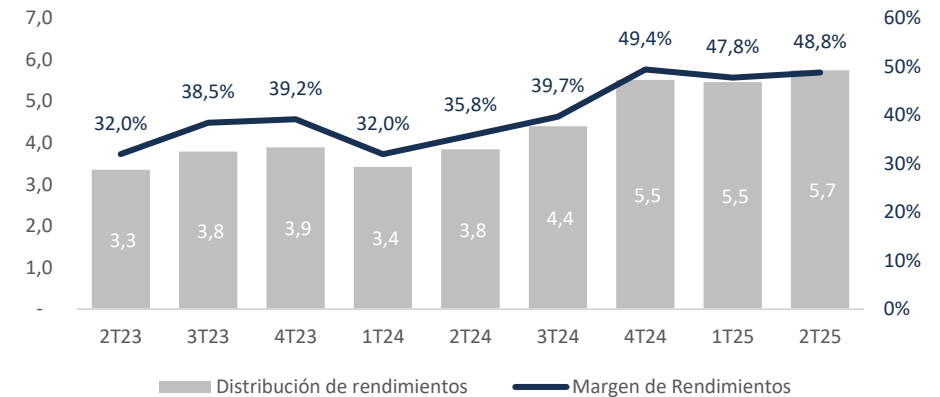
COP mil millones	TIN			Var % A/A	Var % T/T
	2T24	1T25	2T25		
Ingresos Operacionales	10,7	11,4	11,8	10%	3%
NOI	9,5	10,2	10,1	6%	-1%
EBITDA*	7,5	8,2	8,0	7%	-3%
Gasto financiero	4,2	3,2	3,3	-21%	4%
Distribución de rendimientos	3,8	5,5	5,7	50%	5%
Margen NOI	89%	89%	86%	-328Pbs	-345Pbs
Margen EBITDA	70%	72%	68%	-179Pbs	-392Pbs
Margen de Rendimientos	36%	48%	49%	1299Pbs	103Pbs

*Calculado por Aval Casa de Bolsa

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfica 2. Distribución y Margen de Rendimientos

(Distribución de Rendimientos) cifras en COP millones



Gráfica 3. Ingresos Operacionales y Gastos Financieros

Cifras en COP millones



[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Grupo Éxito | Entrega de Notas 2T25

Estrategia comercial y control del gasto, claves en resultados

agosto de 2025

Harold Rubio

Analista Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



Grupo Éxito | Entrega de Notas 2T25

Estrategia comercial y control del gasto, claves en resultados



Grupo Éxito reportó resultados **POSITIVOS** para el segundo trimestre del año, destacados por un incremento de +2,6% A/A en Ingresos Operacionales y en EBITDA de 32,3% A/A, así como un registro de Utilidades frente a las pérdidas del año anterior.

Consideramos que los resultados consolidados del 2T25 de Grupo Éxito son buenos mostrando un trimestre sólido, **con Ingresos Netos Operacionales de COP 5,2 billones, creciendo +2,6% A/A (+5,8% sin FX)** y con un avance positivo en los tres mercados donde opera. Destacamos el dinamismo de **Colombia**, con **ventas al alza de +6,8%** gracias al impulso de la categoría de *No Alimentos* (+11,3%) y el *Canal Omnicanal* (+8,2%); el crecimiento sostenido de Uruguay (+4,1% en ventas Retail en moneda local) apalancado en el formato Fresh Market; y la resiliencia de Argentina en su negocio inmobiliario (+67,2% en moneda local) que compensó parcialmente la contracción del Retail.

Destacamos que las **Ventas Comparables (SSS) crecieron +6,8% A/A**, impulsadas por el dinamismo en *No Alimentos*, *mayor penetración Omnicanal* y la *efectividad de otras comerciales*. Este indicador considera solo tiendas con más de 12 meses de operación, incluyendo conversiones pero no aperturas recientes. **La expansión neta de 36 tiendas elevó el área de ventas a 1,008 millones de m²**. En Colombia, Éxito (69% del mix) y Carulla (19%) crecieron +6,9% en Retail y +8,2% en SSS, mientras en Uruguay el formato Fresh Market (61,3% de ventas) impulsó SSS de +5,1% en moneda local.

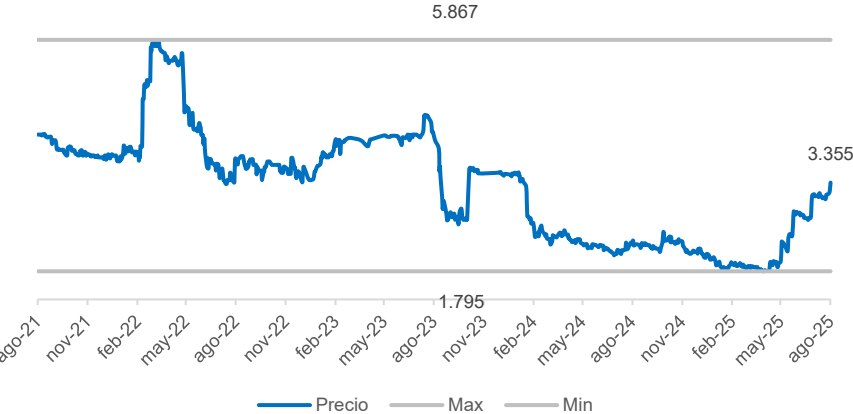
Evidenciamos que **Uruguay continúa siendo la operación más rentable**, con un EBITDA recurrente de COP 119.573 millones y un margen de 11,9% (+64 pbs), sustentado en un entorno macro estable, control de mermas y crecimiento en tiendas Fresh Market. En contraste, Argentina sigue enfrentando un escenario retador, con caídas de -6,8% en ventas Retail y margen EBITDA recurrente negativo de -6,1%, afectado por cierres de tiendas y debilidad en el consumo, aunque el negocio inmobiliario creció +67,2% en moneda local.

A nivel consolidado, el **EBITDA recurrente alcanzó COP 452 mil millones (+32,3% A/A; +195 pbs de margen a 8,7%)**, reflejando eficiencias en Gastos (SG&A -7,1%) y mejoras operativas en Colombia (+50,8%) y Uruguay (+10,4% en moneda local). Consideramos que este desempeño responde a un plan disciplinado de control de costos, optimización logística y acciones de eficiencia estructural.

Precio Objetivo (COP)	4.640
Recomendación	SOBREPONDERAR
Market Cap. (COP BN)	4,37
YTD (%)	60,86%
P/VL	0,51x
EV/EBITDA L12M	4,10x

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; Yahoo Finance; datos con corte a 13 agosto 2025

Gráfico 1 – Movimiento Acción Grupo Éxito
Cifras en COP



Fuente: Investing, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

Grupo Éxito | Entrega de Notas 2T25

Estrategia comercial y control del gasto, claves en resultados



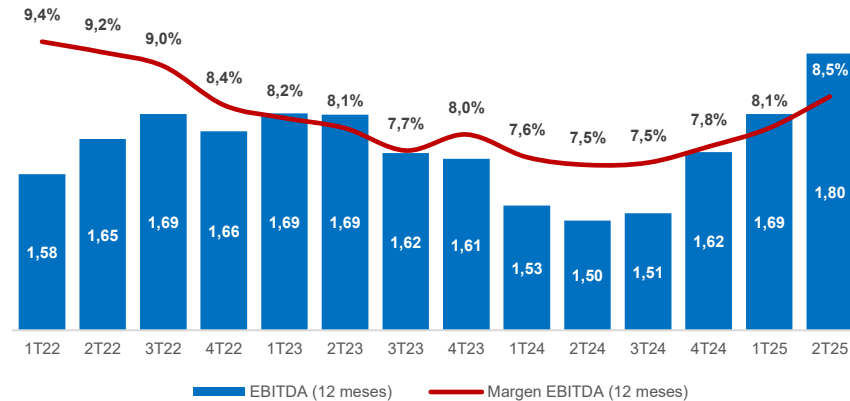
En cuanto a rentabilidad, la **Utilidad Neta Controladora fue de COP 147 mil millones**, revirtiendo la pérdida de 2T24, gracias a menores gastos no recurrentes, reducción de costos financieros y el aporte de filiales como Tuya S.A. Este resultado, junto con una Utilidad por Acción (UPA) de COP 113,2, refuerza la recuperación de la capacidad de generación de valor para el accionista.

Nos parece relevante que la compañía mantenga un **Margen Bruto estable frente a los últimos trimestres, en 25,6%**, con mejoras en Colombia (+59 pbs) y estabilidad en Uruguay, compensando el retroceso de Argentina. La estrategia comercial, enfocada en un *portafolio ampliado* y en la *unificación de marcas*, sigue contribuyendo a preservar la rentabilidad en un entorno de recuperación económica lenta, en especial en el sector retail alimentario.

En inversión, el CAPEX del trimestre fue de COP 34.766 millones, con un **72,9% destinado a expansión, innovación, omnicanalidad y transformación digital**. Esto se traduce en 35 aperturas, conversiones o remodelaciones en Colombia y una en Uruguay, junto con el **cierre de tiendas de bajo desempeño en los tres países**, como parte de la búsqueda de mayor eficiencia por metro cuadrado.

De cara al resto de 2025, destacamos que la Administración busca mantener la senda de crecimiento y rentabilidad, apoyada en la consolidación del negocio en Colombia, el fortalecimiento de Uruguay y la reestructuración en Argentina. Nos parece que el enfoque en los márgenes, disciplina financiera y reinversión selectiva en proyectos estratégicos deja a Grupo Éxito bien posicionado para cumplir su plan anual tanto en resultados como en generación de caja.

Gráfico 2 – Evolución EBITDA 12 y Margen EBITDA 12 meses
Cifras en miles millones COP



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfico 3 - Tabla de Resultados
Cifras en miles millones COP

Grupo Éxito					
Cifras en COP mil millones	2T24	1T25	2T25	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	5.075	5.405	5.208	-3,6%	2,6%
EBITDA	342	371	452	21,8%	32,3%
Utilidad Neta controladora	-19	93	147	NA	NA
Margen EBITDA	6,74%	6,87%	8,68%	182 Pbs	195 Pbs
Margen Neto	-0,37%	1,72%	2,82%	NA	NA
Utilidad Bruta	1.300	1.383	1.336	-3,4%	2,8%
Margen Bruto	25,61%	25,58%	25,65%	6 Pbs	4 Pbs
Utilidad Operacional	148	198	298	50,2%	101,1%
Margen Operacional	2,92%	3,67%	5,72%	205 Pbs	280 Pbs

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Terpel Entrega de Notas 2T25

Crecimiento en Utilidad Neta, con presión en desempeño operativo

agosto de 2025

Daniel Bustamante

Analista Renta Variable
daniel.bustamante@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente de Estrategia Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



Terpel Entrega de Notas 2T25

Crecimiento en Utilidad Neta, con presión en desempeño operativo

Terpel reportó resultados Neutrales para el 2T25, alineados con las expectativas del mercado. El desempeño operativo nuevamente se vio presionado por un decalaje negativo en los precios del combustible JET, mientras que menores Gastos Financieros continúan impulsando la Utilidad Neta.

Los Ingresos consolidados totalizaron COP 9,38 billones, en línea con el consenso del mercado, con un crecimiento del 5% vs 2T24 y prácticamente estable (-1% T/T) de manera secuencial. Este resultado se explicó por el aporte del 76% de los Ingresos en Colombia, que crecieron 7,7% A/A, al igual que el aporte del 14% sobre el total de los Ingresos en conjunto de Perú y Ecuador, que aumentaron sus Ingresos en 13,3% A/A y 6,3% A/A respectivamente. Este buen comportamiento fue parcialmente contrarrestado por la contracción de doble dígito en los Ingresos en Panamá (-16,3% A/A) y República Dominicana (-20% A/A), los cuales aportaron el 8% y 2% de los Ingresos respectivamente. Por otro lado, destacamos los volúmenes vendidos consolidados, que registraron nuevamente un buen comportamiento ascendiendo a 781 millones de galones (MM Gls), apalancado por el buen desempeño de las diferentes líneas de negocio, en donde, la línea de Lubricantes fue la única en presentar una leve contracción del -2% A/A.

Por su parte, el EBITDA se ubicó en COP 432 mil millones en línea con las expectativas del mercado, siendo estable en comparación con el trimestre previo y registrando una contracción anual del 7%. La presión en la rentabilidad estuvo asociada a un decalaje negativo de COP -17 mil millones entre los precios de compra y venta del combustible, particularmente en el mercado de JET en Colombia. Como resultado, el margen EBITDA se mantuvo en 4,6%, equivalente a una contracción de 57 pbs frente al año anterior. Sin el efecto del decalaje, el EBITDA habría alcanzado los COP 450 mil millones.

Por otro lado, nuevamente destacamos la reducción del 24% A/A en los Gastos Financieros (descontando Intereses de arrendamientos), lo que ha permitido fortalecer los indicadores de endeudamiento de manera considerable. Sin embargo, se registro un leve aumento de manera secuencial en el Apalancamiento Neto y Bruto, mientras que la Cobertura de Interés se mantuvo estable frente al 1T25.



Precio Objetivo (CLP)	16.680
Recomendación	NEUTRAL
YTD (%)	+26%
EV/EBITDA	3,14x
PVL	0,81x
P/E	4,46x

Gráfica 1. Precio Acción Terpel

Cifras en COP



Cifras con corte al 22/08/2025



Asset Management

Terpel Entrega de Notas 2T25

Crecimiento en Utilidad Neta, con presión en desempeño operativo

Por su parte, la Utilidad Neta Controladora alcanzó los COP 160 mil millones, 4% superior a las expectativas del mercado. Este resultado representó un sólido crecimiento del 32% en términos interanuales y con una leve contracción del -4% a nivel secuencial, registrando con un Margen Neto del 1,7%, lo que implicó una mejora de 32 pbs A/A. La mejora de la Utilidad Neta continúa beneficiándose por la menor destinación hacia el Gasto Financiero frente a 2024 y un desempeño operativo estable.

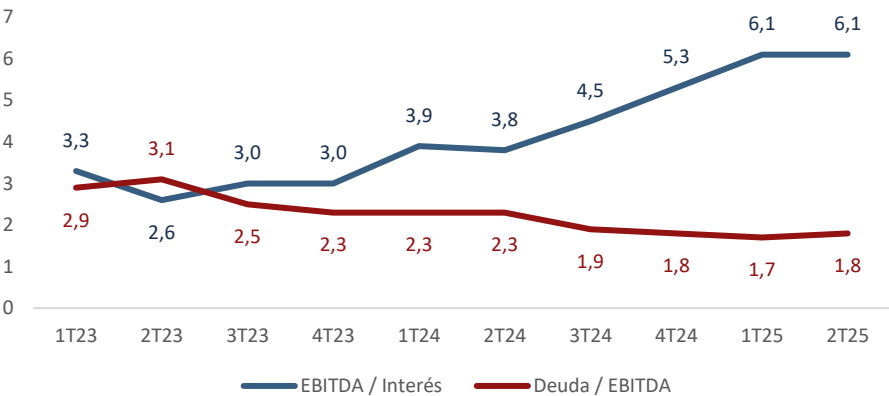
ASG: En el 2T25, Terpel destinó COP 1.900 millones enfocados en movilidad eléctrica y nuevas energías, y COP 5.000 millones en transformación digital, alineando su estrategia ASG con la diversificación del portafolio y la eficiencia operativa. La compañía también realizó inversiones en expansión y mantenimiento de su red de EDS y SSCC (servicios de Conveniencia), así como en capacidad de almacenamiento y planta de lubricantes, reforzando su posición competitiva mientras avanza en iniciativas de sostenibilidad y transición energética.

Cifras en COP mil MM	Terpel				
	2T24	1T25	2T25	Var % T/T	Var % A/A
Volumen (MM GLs)*	769	778	781	0%	2%
Ingresos	8.925	9.473	9.348	-1%	5%
EBITDA	463	436	432	-1%	-7%
Utilidad Neta Controladora	121	167	160	-4%	32%
Ganancias por acción	668	920	880	-4%	32%
Margen EBITDA	5,2%	4,6%	4,6%	2pbs	-57pbs
Margen Neto	1,4%	1,8%	1,7%	-5pbs	35pbs

* Millones de Galones

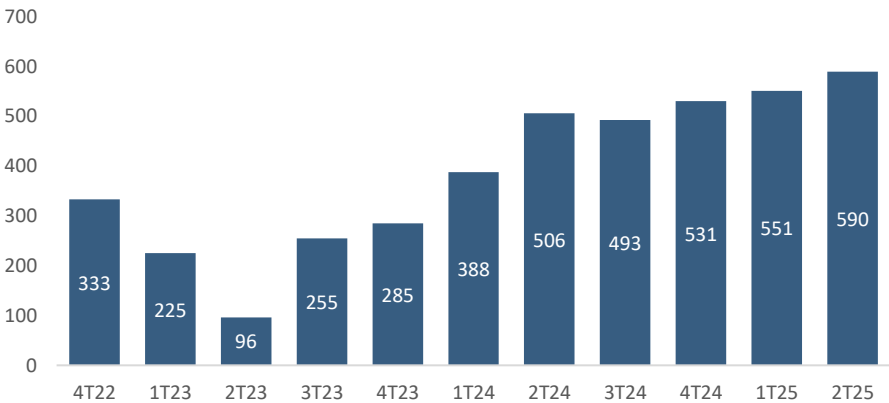
Gráfica 2. Indicadores de endeudamiento

Cifras en veces



Gráfica 3. Utilidad Neta

Cifras 12 meses en COP mil millones



[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Celsia Entrega de Notas 2T25

Margen EBITDA saludable refleja mejora en eficiencia operativa

agosto de 2025

Daniel Bustamante

Analista Renta Variable

daniel.bustamante@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente de Estrategia Renta Variable

omar.suarez@avalcasadebolsa.com



Celsia Entrega de Notas 2T25

Margen EBITDA saludable refleja mejora en eficiencia operativa

Celsia presentó resultados Neutrales para el 2T25, con sorpresa positiva en la Utilidad Neta frente a las expectativas del mercado.

Los Ingresos consolidados totalizaron COP 1,32 billones, en línea con las expectativas del mercado, lo que representó una disminución de -32% A/A y -9% frente al trimestre anterior. Esta contracción de los ingresos se da principalmente por una disminución del -47% A/A en las ventas por Generación de Energía Eléctrica que representaron el 25% del total, a causa de las condiciones climáticas normales que provocaron una reducción del 83% en las ventas de energía en bolsa, compensado parcialmente por mayores ventas bajo contratos e Ingresos por Cargo por Confiabilidad, así como por la disminución del -1,4% A/A en Ingresos por Actividades de Comercialización minorista (57% del total).

El EBITDA ascendió a COP 442 mil millones, en línea con el consenso del mercado y marcando una leve disminución de -4,7% A/A (-6,3% T/T). Este desempeño se explica principalmente por una contracción de los Costos Operacionales del -38,8% A/A (-9,6% T/T), gracias a las menores compras de energía y menores costos de energía térmica en un contexto de mayor generación hidráulica, que favoreció tanto los márgenes operativos como la eficiencia de costos. En ese sentido, a pesar de la disminución del EBITDA, destacamos positivamente el aumento de 951pbs en su margen, que para el periodo fue de 33,6%, frente al 24,1% del 2T24, dando continuidad a la normalización frente al promedio histórico.

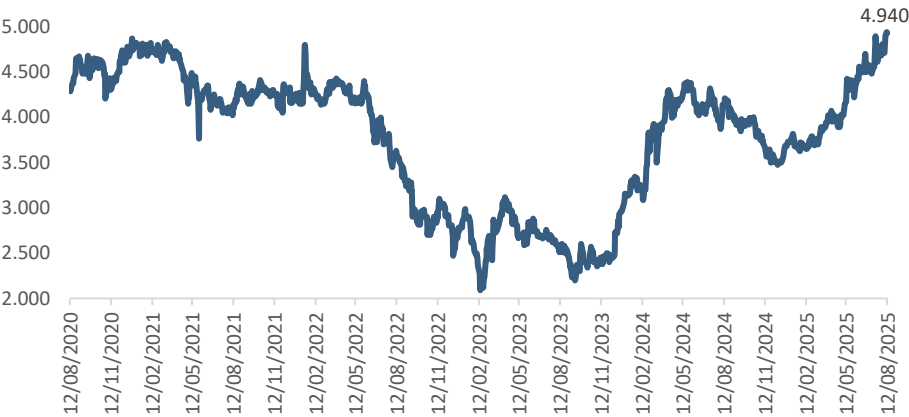
Por su parte, la Utilidad Neta Atribuible a la Controladora alcanzó COP 66 mil millones, registrando una sorpresa positiva del 11% frente al consenso del mercado, representando una disminución del 33% frente al 2T24 y un aumento del 13% secuencial. A su vez, la Utilidad Neta Consolidada se situó en COP 112 mil millones (-20% A/A y +3,4% T/T). Este desempeño se da en línea con la disminución en los Gastos Financieros compensado por una mayor carga impositiva frente a la del 2T24



Precio Objetivo (CLP)	5.320
Recomendación	NEUTRAL
YTD (%)	34%
PER	22,79x
PVL	1,51x
EV/EBITDA	7,86%

Gráfica 1. Acción Celsia

Cifras en COP



Asset Management

Fuente: Emisor,, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Celsia Entrega de Notas 2T25

Margen EBITDA saludable refleja mejora en eficiencia operativa

Destacamos que los Gastos Financieros disminuyeron -6% A/A y -4%T/T, donde **el Costo Promedio de la Deuda se redujo desde 12,8% en marzo de 2024 vs. 11,19% a cierre del segundo trimestre del presente año**. Como resultado de la disminución del EBITDA, el ratio de Deuda Neta sobre EBITDA (12 meses) se ubicó en 3,6x, mostrando una leve deterioro secuencial y ubicándose por encima del nivel de 3x registrado en el 2T24. Sin embargo, la Cobertura de Intereses 12 meses (EBITDA/Gastos Financieros Brutos) continúa fortaleciéndose frente al año 2024, pasando de 2,1x en 2T24 a 2,4x en 2T25 , reflejando una menor carga financiera en el periodo.

Consideramos que Celsia se encuentra bien posicionada para continuar capitalizando un entorno de condiciones hidrológicas estables. La compañía ha demostrado capacidad de adaptación y resiliencia, con una estrategia orientada a la Eficiencia Operativa y mayor participación de fuentes renovables, lo que debería contribuir positivamente a los Márgenes y Retornos durante los próximos trimestres.

ESG

Durante el trimestre, **el 88% de la energía generada por Celsia provino de fuentes hidráulicas**, reflejo de una matriz energética predominantemente renovable. La energía solar representó un 11% del total, **mientras que la térmica solo representó el 1% vs. 16% en el 2T24**.

Gráfica 2. EBITDA

Cifras trimestrales en COP mil millones (eje izquierdo)

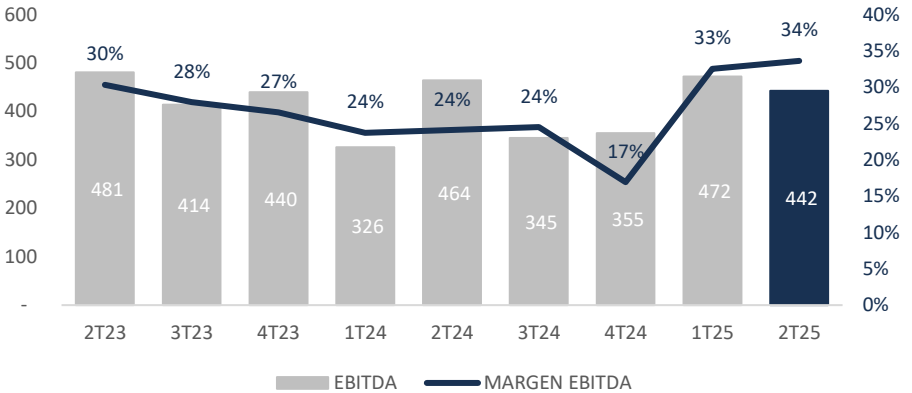


Tabla 2. Resultados Financieros 2T25

Cifras en COP mil millones

Celsia					
COP mil millones	2T24	1T25	2T25	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Ordinarios	1.925	1.451	1.316	-31,6%	-9,3%
Utilidad Bruta	467	463	423	-9,4%	-8,6%
EBITDA Total	464	472	442	-4,7%	-6,3%
Utilidad Neta Controladora	98	58	66	-32,8%	13,3%
Utilidad Neta	139	108	112	-19,9%	3,4%
Margen Bruto	24,3%	31,9%	32,2%	789 pbs	24 pbs
Margen EBITDA	24,1%	32,5%	33,6%	951 pbs	108 pbs
Margen Neto	7,2%	7,4%	8,5%	125 pbs	104 pbs

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

GEB Entrega de Notas 2T25

Solidez operativa compensada por menor aporte del método de participación

agosto de 2025

Andres Duarte

Director Renta Variable Corficolombiana
Andres.duarte@corfi.com

Daniel Bustamante

Analista Renta Variable
daniel.bustamante@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente de Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



GEB Entrega de Notas 2T25

Solidez operativa compensada por menor aporte del Método de Participación

Grupo Energía Bogotá reportó resultados NEUTRALES para el 2T25, donde la buena dinámica Operacional fue levemente opacada por un menor aporte en el Método de Participación .

GEB obtuvo una Utilidad de COP 561 mil millones en el segundo trimestre del año, disminuyendo 4,7% anual y 40,6% trimestral. De la Utilidad Bruta de las actividades controladas por 910 mil millones (+5,8% A/A y sin variación secuencial), destacamos el excelente desempeño de la actividad de Distribución de Gas Natural (+18,1% A/A y +7,7% T/T) y el deterioro en la Actividad de Transporte de Gas (-11,6% A/A y -0,1% T/T); en línea con el comportamiento de los volúmenes distribuidos en Perú, y los transportados en Colombia. Durante el trimestre se provisionaron 68 mil millones por concepto de Air-e, totalizando 95 mil en el año.

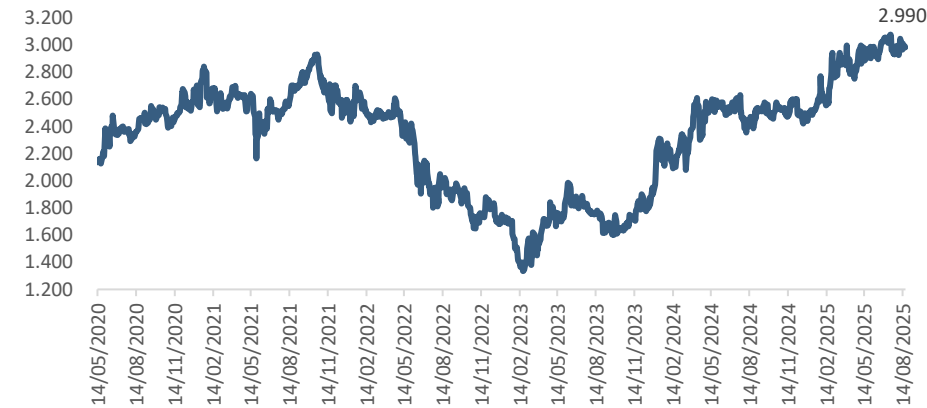
A nivel agregado, los negocios controlados mostraron estabilidad en su operación, por lo cual, la disminución en el aporte del Método de Participación Patrimonial (-6,3% A/A y -25,2% T/T) hizo buena parte de la diferencia en la Utilidad Antes de Impuestos de COP 675 mil millones (-10,2% A/A y -42,5% T/T). El Método de Participación fue afectado por la provisión de 244 mil millones constituida por Enel Colombia por concepto del proceso que tiene con la UAESP relacionado con el alumbrado público. Por su parte, el EBITDA de actividades controladas de 917 mil millones creció 9,5% interanual (-0,6% T/T), en línea con nuestra estimación de 912 mil millones, logrando un margen de 44,7%, 1.3 p.p. superior al del año anterior (-1,6 p.p. debajo de 1T25). Finalmente, el ROE de 14,3% fue 1 p.p. superior al del año anterior, una mejora más que notable en términos reales.



Precio Objetivo (COP)	3.460
Recomendación	SOBREPONDERAR
YTD (%)	22,5%
PVL	1,5x
PER	10,42x
EV/EBITDA	12,35x

Gráfico 1. Precio Acción GEB

Cifras en COP



Fuente: GEB, cálculos Corficolombiana y Aval Casa de Bolsa SCB

GEB Entrega de Notas 2T25

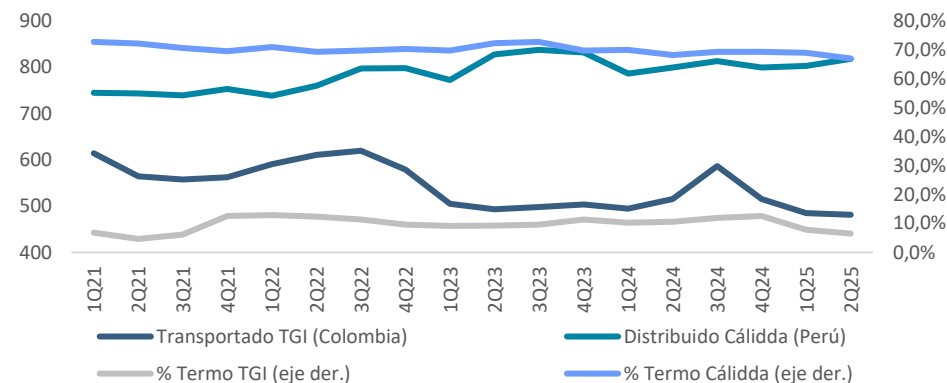
Solidez operativa compensada por menor aporte del Método de Participación

Utilidad Bruta y EBITDA: En 2T25 la participación de la actividad de Distribución de Gas participó del 36,1% del total de la Utilidad Bruta, Transporte de Gas del 32,9%, Transmisión Eléctrica del 22,6% y el restante 8,4% fue para Distribución Eléctrica. Frente al promedio de los cuatro trimestres anteriores, la participación de Distribución de Gas incrementó 2,9 p.p. mientras que la de Transporte disminuyó 2,3 p.p. Destacamos entonces la fortaleza del portafolio de las Actividades Controladas, cuyo EBITDA creció 9,5% anual (-0,6% trimestral). Resaltamos el buen desempeño en los Ingresos de Transmisión beneficiados por la tasa de cambio, la disminución en los Ingresos de Transporte a partir de los menores volúmenes producto de la normalización en la generación hidráulica (menor generación térmica y por ende menor demanda de gas). En cuanto a los Costos y Gastos, sobresale lo relacionado con la provisión de Air-e en el segmento de Trasmisión eléctrica por 68 mil millones. En cuanto al EBITDA de GEB, a los 917 mil millones de las actividades controladas (+9,5% A/A y -0,6% T/T), se sumaron 153 mil en dividendos de Argo (Brasil), ubicando al EBITDA ajustado en 1,1 BN.

Distribución de gas (Cálidda): La Utilidad Bruta de Cálidda (Perú) aumentó 18,1% A/A y 7,7% T/T, y el EBITDA de 239 mil millones creció 14,5% anual y 4,0% trimestral, más que compensando el deterioro registrado en TGI (Colombia). El volumen facturado de 818 millones de pies cúbicos diarios (MPCD) incrementó 2,4% anual, con crecimientos en todos los sectores (industrial, Gas Natural Vehicular, generación, residencial y comercial) a pesar de la disminución registrada en las nuevas conexiones y redes. El margen EBITDA ajustado de 63,1% se mantuvo en la parte alta del rango histórico.

Gráfica 2. Volúmenes de gas y utilización en generación térmica

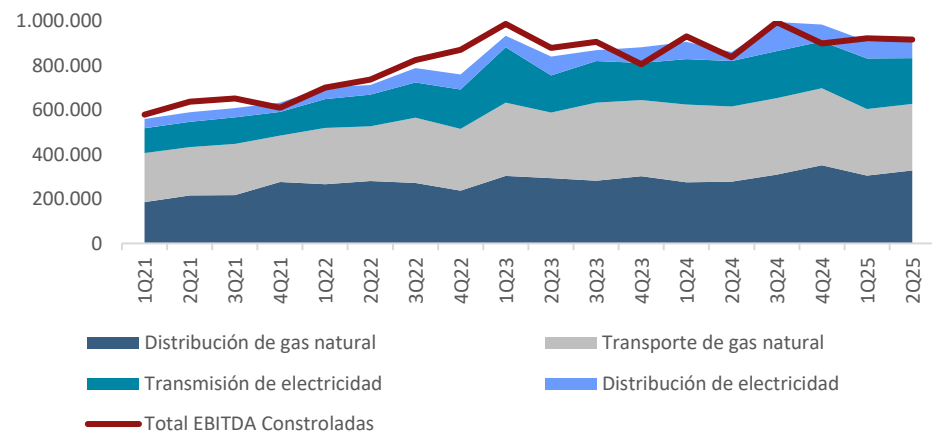
Cifras de volumen en MPCD



Fuente: TGI, Cálidda. Construcción Corficolombiana

Gráfica 3. Utilidad Bruta de actividades controladas

Cifras en COP millones



Fuente: GEB. Construcción Corficolombiana

GEB Entrega de Notas 2T25

Solidez operativa compensada por menor aporte del Método de Participación

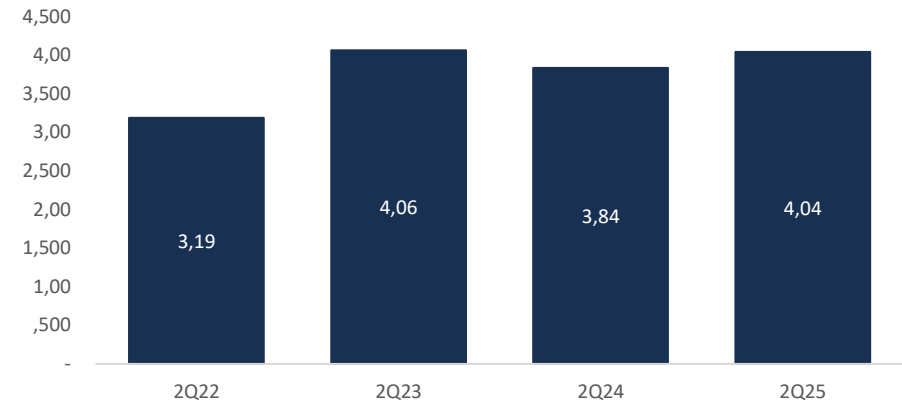
Transporte de gas (TGI – Colombia): El desempeño de TGI en 2T25, cuyo EBITDA de 396 mil millones disminuyó 3,4% A/A (+1,2% T/T), se explica principalmente por la normalización en volúmenes de gas transportado en Colombia, descrita anteriormente. En el frente regulatorio, el Ministerio de Minas y Energía y la CREG confirmaron la actualización tarifaria para TGI. Asimismo, de acuerdo con el plan de suministro de gas natural (2023 – 2032) se aprobó la priorización de la compresión de gas como demanda esencial, garantizando una tarifa de USD 9,8/MBTU entre 2026 y 20259.

Enel Colombia: El EBITDA* de COP 1,7 BN aumentó 9,8% interanual y disminuyó 12,7% trimestral. El deterioro trimestral se explica principalmente por el aumento de los Costos Fijos, a partir de mayores Gastos de Personal y especialmente una Provisión de 91,4 mil millones, correspondientes al capital base de la deuda con la Unidad Administrativa Especial de Servicios Públicos (UAESP). Durante 2T25 se registraron condiciones hidrológicas favorables, disminuyó el costo de los combustibles y se registraron mayores ingresos derivados del incremento en la Base Regulatoria de Activos (BRA). El crecimiento anual de la generación eléctrica de Enel fue 3,3%, mientras que la demanda de energía para el segmento de Distribución fue 1,8% A/A.

Capex: La inversión acumulada a Junio de USD 230 millones implica una ejecución de 48,1% frente a lo anunciado para el año. Del total invertido, 67,0% se destinó a Transmisión eléctrica, 20,4% a Distribución de gas, 10,9% a Transporte de gas y el restante 1,7% a Distribución eléctrica. El Capex orgánico de USD 1.512 millones proyectado entre 2025 y 2029 se enfoca principalmente en el segmento de Transmisión eléctrica en proyectos como Colectora, Sogamoso Norte, Chivor II-Nore y Refuerzo Suroccidental en Colombia.

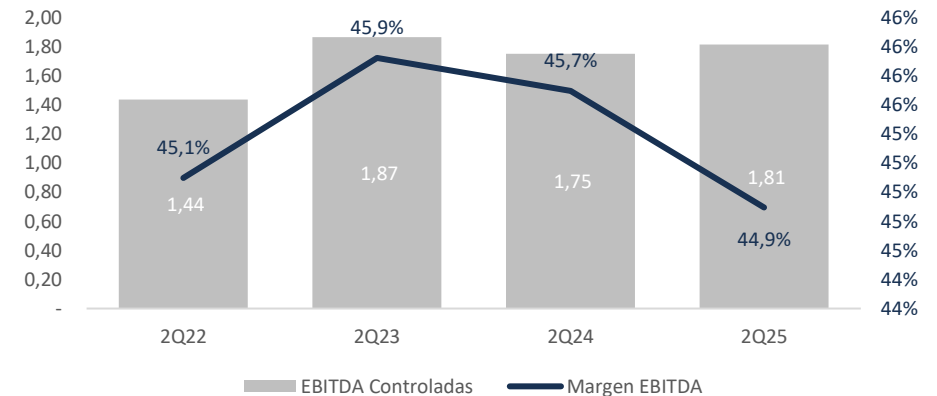
Gráfica 4. Total Ingresos

Cifras año corrido en COP billones



Gráfica 5. EBITDA Controladas

Cifras año corrido en COP billones



Fuente: GEB, cálculos Corficolombiana y Aval Casa de Bolsa SCB

*Nos referimos acá al EBITDA obtenido por Enel, diferente a utilizado en cálculo del EBITDA ajustado de GEB, que toma los dividendos girados por las empresas asociadas como es el caso de Enel Colombia.

GEB Entrega de Notas 2T25

Solidez operativa compensada por menor aporte del Método de Participación

La apuesta principal de la expansión inorgánica y el crecimiento de los negocios asociados también está en la Transmisión eléctrica, que al primer semestre participó del 38% del EBITDA ajustado (que incluye los dividendos decretados de las compañías asociadas y negocios conjuntos).

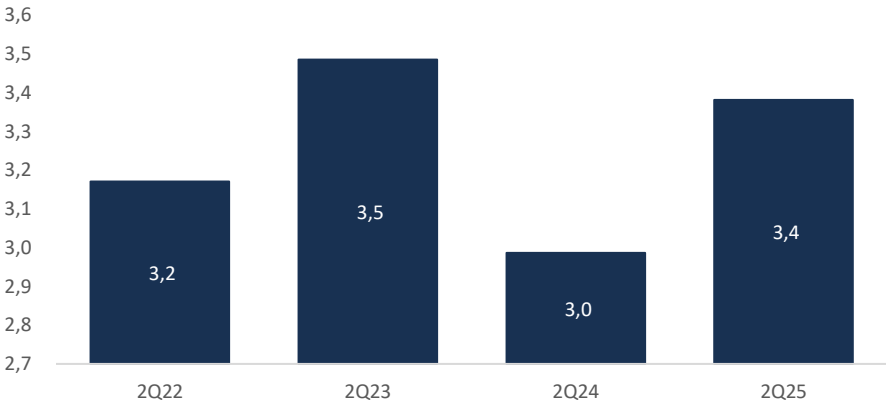
Diferencia en Cambio: Contrario a lo que pasa con los ingresos indexados al dólar, que se vieron beneficiados a partir de la devaluación promedio del peso colombiano, los cierres de la tasa de cambio, con los que se calcula la diferencia en cambio del balance, presentaron revaluaciones (1,5% anual y 1,9% trimestral), resultando en una Pérdida por Diferencia en Cambio de 59,7 mil millones. En cuanto a las tasas de cambio promedio cruzadas, el peso colombiano se devaluó frente al real brasileiro y sol peruano en términos anuales y trimestrales, mientras que se devaluó frente al peso chileno.

Cifras en COP mil MM	GEB				
	2Q24	1Q25	2Q25	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Operacionales	1.924	1.992	2.049	3%	7%
Utilidad Bruta	844	910	910	0%	8%
Utilidad Operacional	619	660	552	-16%	-11%
EBITDA (Controladas)	838	932	917	-2%	9%
Utilidad Neta Controlante	589	945	561	-41%	-5%
Margen Bruto	43,9%	45,7%	44,4%	-126pbs	53pbs
Margen Operacional	32,2%	33,1%	26,9%	-618pbs	-525pbs
Margen EBITDA	43,5%	46,8%	44,7%	-201pbs	120pbs
Margen NETO	30,6%	47,5%	27,4%	-2007pbs	-324pbs

Fuente: GEB, cálculos Corficolombiana y Aval Casa de Bolsa SCB

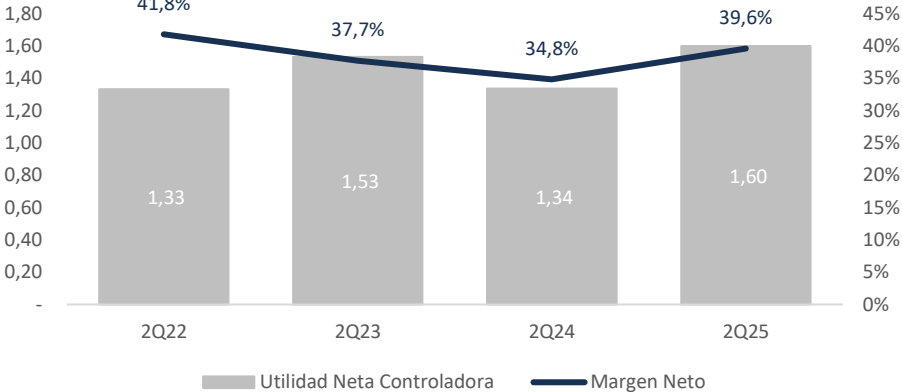
Gráfica 5. EBITDA Consolidado

Cifras año corrido en COP billones



Gráfica 6. Utilidad y Margen Neto

Cifras año corrido. Utilidad Neta en COP billones (eje izquierdo)



[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

ISA Entrega de Notas 2T25

Efectos no recurrentes impactan resultados

agosto de 2025

Andres Duarte

Director Renta Variable Corficolombiana
Andres.duarte@corfi.com

Daniel Bustamante

Analista Renta Variable
daniel.bustamante@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente de Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



ISA Entrega de Notas 2T25

Efectos no recurrentes impactan resultados

ISA reportó resultados Negativos para el 2T25, con EBITDA y Utilidad Neta por debajo de las Expectativas del mercado

ISA obtuvo una Utilidad Neta de 455 mil millones de pesos en el segundo trimestre del año, disminuyendo -35,7% interanual y -34,5% secuencial. El EBITDA total de COP 1,6 BN, disminuyó -26,1% y -32,6% frente al año y trimestre anteriores, a partir de Ingresos Operacionales de 2,3 BN (-12,1% A/A y -24,1% T/T). Salvo por los Ingresos Totales de COP 3,3 BN (-3,0% A/A y -16,7% T/T), la Utilidad de construcción de 143 mil millones (+6,4% A/A y +32,0% T/T) y el método de participación aportado por los negocios no controlados de 130 mil millones (-4,1% A/A y -16,8% T/T), el desempeño de ISA a lo largo del estado de resultados fue mucho menor a nuestras estimaciones, principalmente por el impacto negativo por 594 mil millones en ingresos y 140 mil millones en utilidad, del ajuste en la fórmula de actualización del componente financiero de los activos de la RBSE (Red Básica del Sistema Existente) dictado por la Agencia Nacional de Energía Eléctrica (ANEEL) de Brasil.

Asimismo, durante el trimestre se provisionaron 88 mil millones por concepto de Air-e en Colombia. Ahora bien, aunque el ajuste de la RBSE es un evento no recurrente, se trata de un ajuste sobre las cifras operacionales, que va a afectar el perfil de pagos hasta 2028. Asimismo, eliminando el efecto de este ajuste sobre los resultados de 2T25, la Utilidad Neta habría disminuido -15,9% anual (-14,3% T/T) y el EBITDA habría crecido apenas 0,6% (-8,2% T/T). Teniendo en cuenta todo lo anterior, calificamos como **Negativos** los resultados obtenidos por ISA en el segundo trimestre del año.



Precio Objetivo (CLP)	26.540
Recomendación	SOBREPONDERAR
YTD (%)	25,6%
PER	8,89x
PVL	1,32x
EV/EBITDA	6,91%

Gráfica 1. Precio Acción ISA

Cifras en COP



Cifras con corte al 05/05/2025

ISA Entrega de Notas 2T25

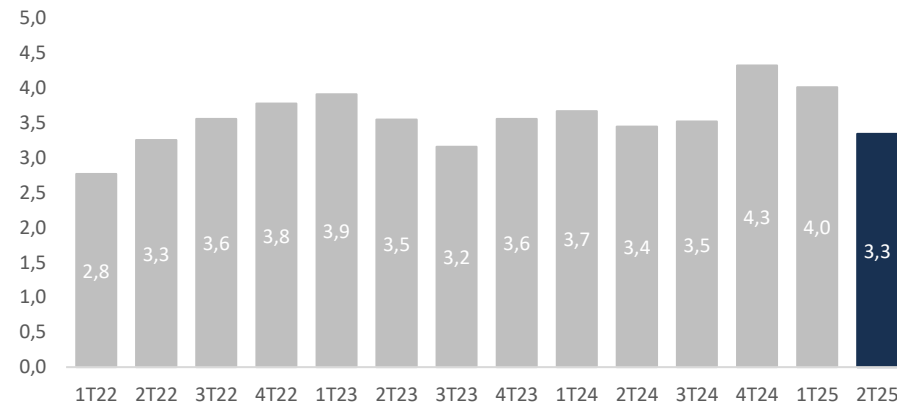
Efectos no recurrentes impactan resultados

Efecto RBSE: La extensión del contrato de Concesión Paulista hasta diciembre de 2042 en Brasil, generó inicialmente una indemnización sobre la infraestructura de transmisión energizada a partir de junio del 2000, a través de un componente económico y un componente financiero. El regulador brasileiro (ANEEL) actualizó la metodología de pago del componente financiero de la Red Básica del Sistema Existente (RBSE) o activos de transmisión no depreciados y existentes antes del año 2000. En primer lugar, se mantuvo la metodología de cálculo de flujos de caja vencidos, en segundo lugar se actualizó el componente financiero en función del WACC establecido en cada revisión tarifaria, lo cual se registró en 2T25, con efectos negativos de 140 mil millones de pesos en utilidad y 594 mil millones en EBITDA. Anotamos que no hay un efecto retroactivo más allá de lo que se registró en 2T25. Adicionalmente se creó un nuevo perfil de pagos, por lo que a futuro, el pago del componente financiero del RBSE dejará de ser 1.578 millones de reales anuales y pasará a ser 1.271 millones anuales durante los siguientes tres años.

Regulación y Air-e: En 2T25 ISA, Intercolombia y Transelca reconocieron provisiones por COP 88 mil millones por concepto de Air-e, completando 163 mil millones en el año. Debemos anotar que ISA le presta el servicio de transmisión eléctrica a todo el sistema, y no está sobre la mesa la posibilidad de que ISA le deje de prestar el servicio a este Distribuidor-Comercializador de electricidad, dada la intervención del gobierno sobre Air-e. Así las cosas, podemos esperar que se mantenga este ritmo de provisiones durante el segundo semestre del año en curso. Por lo pronto, continuará incrementando esta cuenta por cobrar, sin llegar a amenazar la estabilidad financiera o la expansión orgánica e inorgánica de ISA. Este tema regulatorio, quitó del primer plano la discusión sobre la actualización tarifaria en Colombia (WACC, valoración de los activos, etc.).

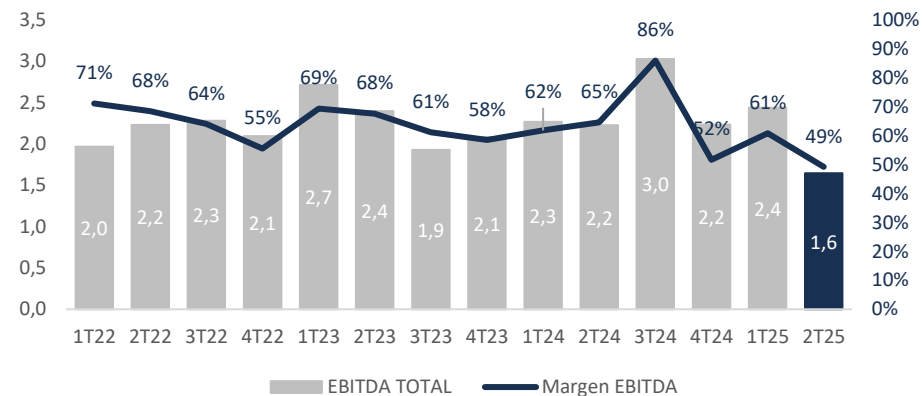
Gráfica 2. Ingresos Totales

Cifras trimestrales en COP billones



Gráfica 3. EBITDA y Margen EBITDA

Cifras trimestrales en COP mil millones



ISA Entrega de Notas 2T25

Efectos no recurrentes impactan resultados

Capex y Deuda: La ejecución de Capex de COP 1,3 BN en 2T25, levemente inferior a 1T25, incrementó 18,2% anual. Para el total semestral, ISA ejecutó 2,7 BN, 28,6% más que en 2S24. Esperamos que durante el segundo semestre se ejecuten 3,9 BN más (+44,4% A/A), para cumplir con lo presupuestado en el plan de inversiones 2025 a 2030; 48% en Brasil, 19% en Colombia, 19% en Chile, 10% en Perú y el restante 4% en Panamá; 84% en transmisión eléctrica, 13% en vías y el restante 3% en telecomunicaciones. Para esto, la empresa espera mantener un endeudamiento alrededor de 4,0x (deuda bruta/EBITDA), manteniéndose dentro del rango aceptado para mantener el grado de inversión (sector utilities de energía). Al cierre de junio, el endeudamiento se ubicó en 4,1x y el indicador de flujo de caja operativo sobre deuda neta fue 22,4% (sin incluir el efecto RBSE).

Futuro de proyectos y escaladores: Aunque aún excluyendo el efecto del RBSE en Brasil sobre el desempeño trimestral, calificamos como NEGATIVOS los resultados, **coincidimos con ISA en el sentido de que no está comprometida la solidez financiera, ni los planes de inversión y crecimiento de ISA.** Tal como ha sido el caso durante los últimos años, esperamos que la compañía mantenga su tendencia de crecimiento principalmente a partir de la entrada de nuevos proyectos, con ingresos tarifarios ajustados por los escaladores contractuales. Durante el trimestre se destaca la energización del proyecto Água Vermelha en Brasil, junto con siete refuerzos y mejoras; en Colombia se finalizó la renovación de las líneas de transmisión Bolívar-Sabanalarga y Bolívar-Termocartagena; y en Panamá inició la etapa constructiva de la vía Panamericana Este. En cuanto a los escaladores contractuales (IPP e IPC en Colombia, IGPM e IPCA en Brasil, IPC en Chile y PPI en Perú, además del IPP estadounidense que también se aplica en Colombia) debemos resaltar la estabilización de la inflación en Latam, en niveles superiores a los que regían antes de la pandemia, lo cual favorecerá los ingresos de ISA.

Gráfica 4. Utilidad y Margen Neto

Cifras trimestrales en COP mil millones

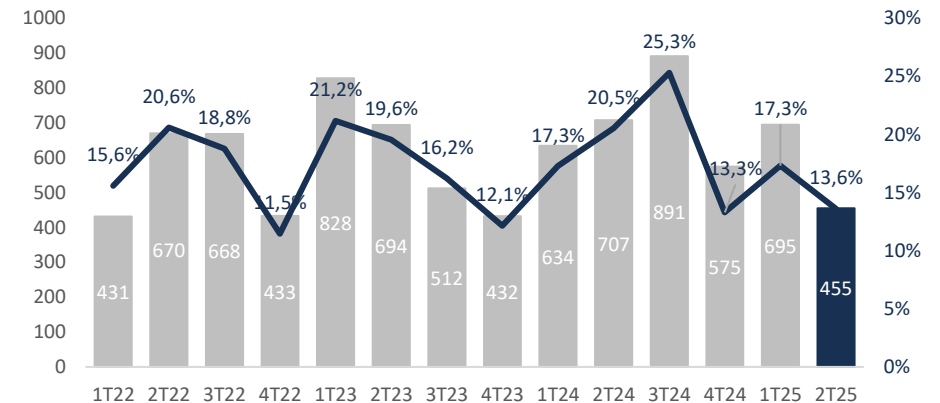


Tabla 2. Resultados Trimestrales 2T25

Cifras en COP mil millones

COP Miles MM	ISA				
	2T24	1T25	2T25	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Totales	3.446	4.012	3.343	-17%	-3%
EBITDA Total	2.225	2.438	1.644	-33%	-26%
Utilidad neta	707	695	455	-34%	-36%
Margen EBITDA	65%	61%	49%	-1158 pbs	-1540 pbs
Margen Neto	21%	17%	14%	-370 pbs	-692 pbs

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Promigas

Entrega de Notas 2T25

agosto de 2025

Daniel Bustamante

Analista Renta Variable
daniel.bustamante@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente de Estrategia Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com

Promigas

Entrega de Notas 2T25

Promigas reportó resultados para el 2T25, continuando en el contexto de menor demanda de energía térmica

Los Ingresos por Actividades Ordinarias del periodo se ubicaron en COP 1,83 billones, representando un incremento de 2% A/A y 3% T/T. Este resultado se explicó por el incremento de los Ingresos en la Distribución de gas, soportados por un mayor consumo este y por la comercialización en USD para la compañía Surtigas. Lo anterior, compensado por menores Ingresos de Transporte de Gas Natural, debido a los altos niveles de los embalses hídricos, ocasionando una reducción de la demanda en el uso de energía térmica y volumen da gas transportado.

Por otro lado, se registraron **Costos** por COP 1,19 billones en el 2T25 equivalente a un aumento del 4% frente al 2T24, ubicando la Utilidad Bruta del periodo en COP 647 mil millones (-2% A/A).

Ahora bien, los **Gastos Operacionales** del periodo ascendieron a COP 174 mil millones, aumentando 11% A/A. En línea con lo anterior, la **Utilidad Operacional del 2T25** disminuyó -6% A/A y aumentó de manera secuencial en 4%, ubicándose en COP 514 mil millones.

La **Utilidad Neta Controladora** del periodo se ubicó en COP 288 mil millones, registrando una moderada disminución del -5% A/A y -4% T/T, equivalente a un margen del 16%. Este resultado, atribuido a Gastos Financieros estables, una diferencia en cambio positiva pero menor en -39% T/T y -17% A/A y una menor carga impositiva en el periodo frente al 2T24 y 1T25.

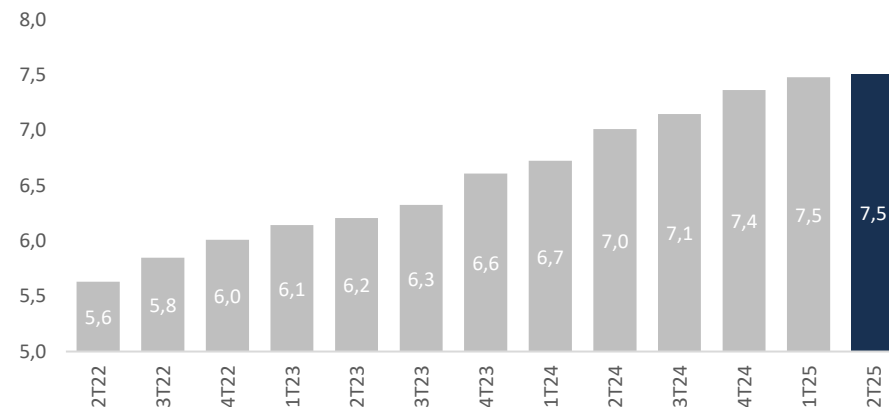
Gráfica 1. Precio Acción Promigas

Cifras en COP



Gráfica 2. Ingresos Actividades Ordinarias LTM

Cifras COP billones



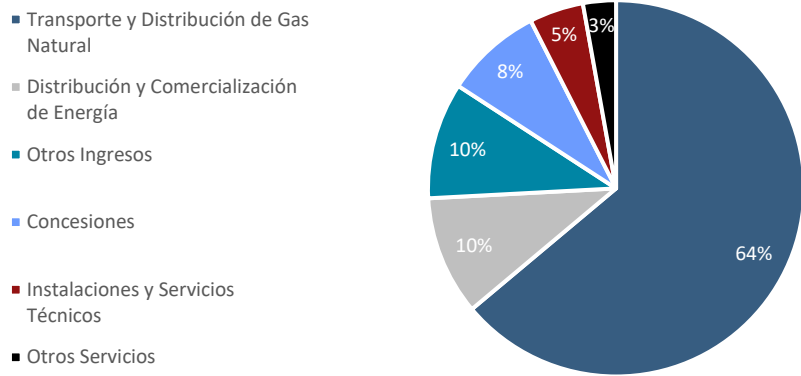
LTM: Últimos 12 meses

Promigas

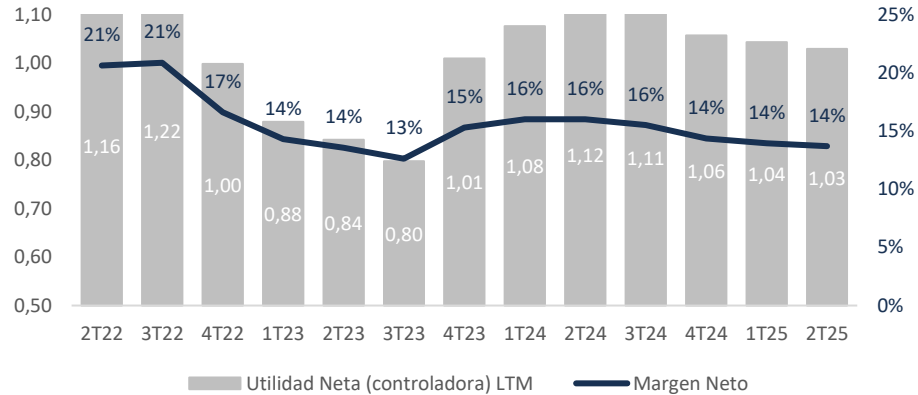
Entrega de Notas 2T25

Cifras en COP mil mm	Promigas				
	2T24	1T25	2T25	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	1.801	1.779	1.834	3%	2%
Utilidad Operacional	550	493	514	4%	-6%
Utilidad Neta Controladora	302	299	288	-4%	-5%
Margen Operacional	31%	28%	28%	34pbs	-250pbs
Margen Neto	17%	17%	16%	-109pbs	-108pbs

Gráfica 3. Participación de Ingresos por segmento
Cifras trimestrales



Gráfica 3. Utilidad Neta Controladora LTM
Cifras Utilidad Neta en COP billones (eje izquierdo)



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Canacol Entrega de Notas 2T25

Menor producción nuevamente afecta resultados

agosto de 2025

Daniel Bustamante

Analista Renta Variable
daniel.bustamante@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente de Estrategia Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



Canacol Entrega de Notas 2T25

Menor producción nuevamente afecta resultados

Canacol presentó resultados Negativos en el 2T25, afectados nuevamente por contracción en los volúmenes de venta de gas natural y GNL.

Los Ingresos Netos de regalías alcanzaron USD 67,3 millones, con una caída de -12% T/T y -29% A/A. La principal presión provino de una reducción de -25% A/A y -7,6% T/T en los volúmenes vendidos de gas natural (119 MMcfpd*), alcanzando niveles que no se veían desde 2018. Este deterioro fue acompañado por una moderación en los precios promedio de venta que disminuyó 1% frente al 2T24.

El EBITDAX del trimestre se ubicó en USD 47 millones, siendo la cifra más baja en 3 años, lo que representó una contracción de -16% T/T y -35% A/A, con una sorpresa negativa de -14% frente al consenso. La caída se explica por menores volúmenes de venta mencionados anteriormente, y un aumento en los Gastos Operativos Fijos. En ese sentido, el margen EBITDAX se situó en 70%, con una disminución de -365pb T/T y -699pbs A/A.

La Utilidad Neta ascendió a USD 14 millones, también inferior a las expectativas del mercado (USD 15 millones). No obstante, este resultado nuevamente fue impulsado por reconocimiento de recuperación de impuestos sobre la renta diferido no monetario por USD 14 millones. Por lo tanto, el Margen Neto se ubicó en 20%, comparado con el 42% reportado en el trimestre anterior.

Por otro lado, se registró un Flujo de Caja Operativo por USD 37 millones, siendo inferior en 35% al del 2T24, en línea con la disminución del EBITDAX. Por su parte, el Flujo de Caja Libre nuevamente se ubicó en territorio negativo (USD -34 millones), presionado por un aumento de 68% A/A en los Gastos de Capital en Efectivo, justificado principalmente por el costo de perforación del pozo Natilla-2

* MMcfpd: Millones de Pies Cúbicos por día
Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Precio Objetivo (CLP)	En revisión
Recomendación	SUBPONDERAR
YTD (%)	-43,4%
EV/EBITDA LTM	2,58x
P/VL	0,14x
P/S	0,15x

Gráfica 1. Comportamiento Acción Canacol
Cifras en COP



Cifras con corte al 01/08/2025

Canacol Entrega de Notas 2T25

Menor producción nuevamente afecta resultados

En términos de Endeudamiento, el ratio de Apalancamiento Neto* se deterioró y aumentó nuevamente a 2,7x, mismo nivel que el del 2T24. Así mismo, la Cobertura de Intereses** cayó a su nivel mas bajo de los últimos 3 años a 4,5x.

ESG

En materia de sostenibilidad, durante el primer semestre, Canacol obtuvo la calificación más alta otorgada por ISS en desempeño Ambiental, Social y de Gobernanza dentro del sector de gas natural y petróleo a nivel nacional e internacional, consolidando su posición como líder ESG en Colombia.

Canacol					
Cifras en USD MM	2T24	1T25	2T25	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Totales Netos de Regalías	94,6	76,0	67,3	-11,5%	-28,9%
Ventas Contractuales Gas Natural y GNL (MMcfd)	159	129	119	-7,6%	-25,0%
EBITDAX	73	56	47	-15,8%	-35,3%
Utilidad Neta	-21	32	14	-56,4%	N/A
Utilidad Por acción	-0,62	0,93	0,41	-55,9%	N/A
Margen EBITDAX	77,4%	74,0%	70,4%	-365pbs	-699pbs
Margen Neto	-22,5%	41,8%	20,6%	-2125pbs	N/A

Fuente: Emisor,, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfica 2. Apalancamiento Neto y Cobertura de Interés*

Cifras en veces.

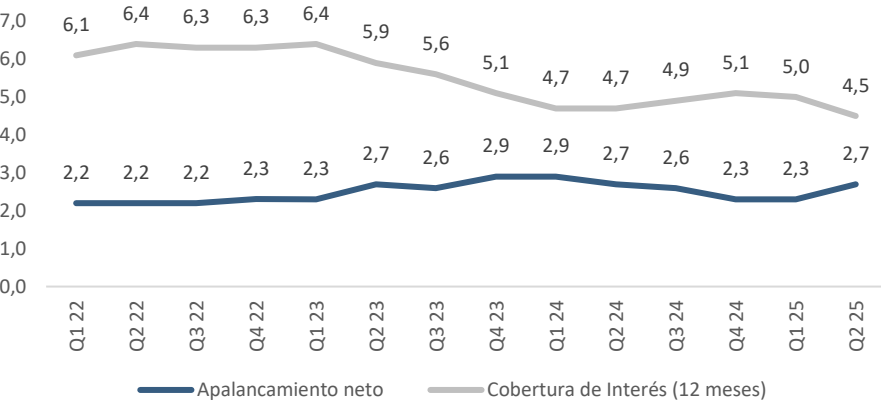
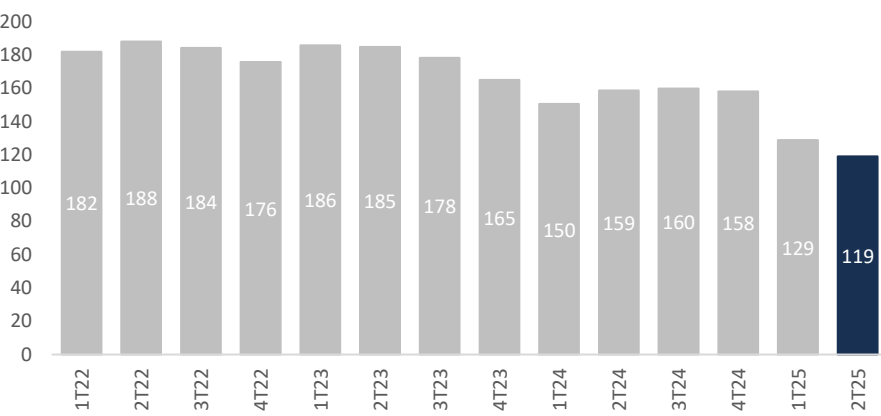


Gráfico 3. Volumen de ventas de gas natural y GNL

Cifras en MMcfd.



* Apalancamiento Neto: Deuda Neta / EBITDA LTM.

** Cobertura De Interés: EBITDA LTM / Gastos de Interés

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Ecopetrol Entrega de Notas 2T25

Utilidad Neta por debajo de las expectativas a pesar de
producción resiliente

agosto de 2025

Andres Duarte

Director Renta Variable Corficolombiana
Andres.duarte@corfi.com

Daniel Bustamante

Analista Renta Variable
daniel.bustamante@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente de Estrategia Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



Ecopetrol Entrega de Notas 2T25

Utilidad Neta por debajo de las expectativas

Ecopetrol reportó resultados Negativos, con Utilidad Neta por debajo de las expectativas

La Utilidad de Ecopetrol de COP 1,8 BN para 2T25 disminuyó 46,4% interanual y 42,1% trimestral, la más baja desde 4T20 (COP 0,7 BN), lo cual contrasta con la producción de 755,5 miles de barriles de petróleo equivalente diario (-0,5% A/A y +1,3% T/T), la segunda mayor de los últimos diez años, con una participación récord del Permian estadounidense (15,3% del total).

En el segundo trimestre del año, los ingresos de Ecopetrol se ubicaron en 29,7 BN (-9,1% A/A y -5,4% T/T), producto de la interacción entre la producción, el pronunciado deterioro en la cotización del petróleo Brent, que disminuyó 19,6% A/A (-10,3% T/T) en dólares y 14,0% A/A (-10,2% T/T) en pesos, un menor deterioro en las canastas de venta de productos y gas natural en dólares (-13,3% A/A y -0,7% A/A); y el favorable desempeño en la producción ya mencionado.

Lo anterior, sumado a un crecimiento menor en el Costo de Ventas (+2,8% A/A y +2,2% T/T) y mayores Gastos Operacionales (administración, exploración y proyectos), creciendo 14,3% A/A y 25,9% T/T, se tradujo en un deterioro operacional.

Continuando, con un margen EBITDA de 37,5%, el EBITDA del periodo fue COP 11,1 BN (-20,8% A/A y -16,0% T/T), afectado además por un inusualmente bajo aporte de ISA que explicamos más adelante. Frente a nuestras estimaciones, los Ingresos fueron mayores en 4,2%, el EBITDA menor en 2,2% y la Utilidad Neta fue menor en 17,9%. Calificamos a los resultados de 2T25 como Negativos.



Precio Objetivo (CLP)	2.250
Recomendación	NEUTRAL
YTD (%)	4,8%
PER	5,78x
PVL	0,91x
EV/EBITDA	4,15x

Gráfico 1. Acción de Ecopetrol

Cifras en COP



Cifras con corte al 07/05/2025

Ecopetrol Entrega de Notas 2T25

Utilidad Neta por debajo de las expectativas

Por otro lado, cabe señalar, que la mejora en la generación de caja operativa a raíz de los pagos del gobierno y la menor acumulación del saldo del FEPC, actualmente en 0,9 BN trimestral (2,4 BN hace un año y 5,1 BN hace dos), **permiten pensar que las inversiones restantes se podrán realizar con generación de caja interna**, teniendo en cuenta que el nivel de endeudamiento actual (deuda bruta / EBITDA) de 2,4x es cercano al límite máximo de 2,5x establecido por la compañía.

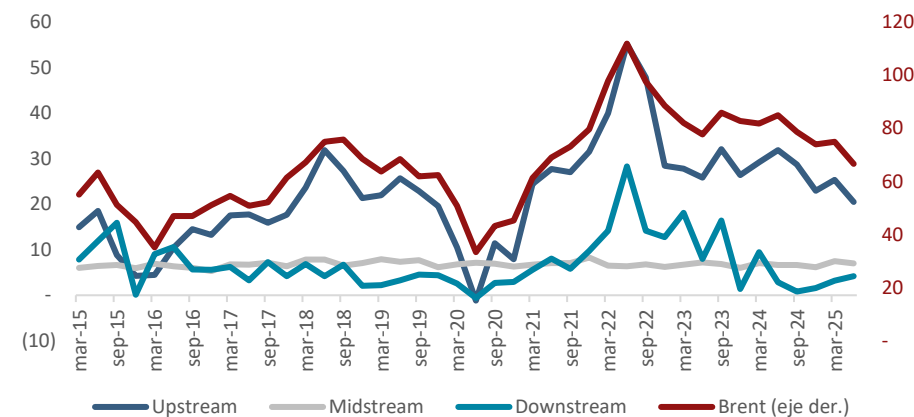
Producción: La producción fue 8,5 kbped (miles de barriles de petróleo equivalente diario) superior a nuestra expectativa de 747 kbped, ubicándose en 755,5 kbped (-0,5% A/A y +1,3% T/T), la segunda mayor de los últimos diez años. Del total, 15,3% provino del Permian estadounidense, que marcó su récord histórico de producción con 115,5 kbped (+17,6% A/A y +20,5% T/T). Sin incluir al Permian, la producción de Ecopetrol habría disminuido 3,2% anual y 1,5% trimestral (-15,2% A/A y -2,2% T/T en el caso del gas natural). Enfatizamos la importancia de la producción del Permian estadounidense sobre los resultados de Ecopetrol, teniendo en cuenta que, la producción total de petróleo y gas de Colombia en 2T25 disminuyó -6,4% y -18,9% interanual respectivamente.

ISA y EBITDA: El EBITDA total de ISA fue COP 1,6 BN, disminuyendo 26,1% y 32,6% frente al año y trimestre anteriores, a partir de ingresos operacionales de 2,3 BN (-12,1% A/A y -24,1% T/T). El desempeño de ISA a lo largo del estado de resultados fue mucho menor a nuestras estimaciones, principalmente por el impacto negativo por 594 mil millones en ingresos y EBITDA, del ajuste en la fórmula de actualización del componente financiero de los activos de la RBSE (Red Básica del Sistema Existente), dictado por la Agencia Nacional de Energía Eléctrica (ANEEL) de Brasil. Asimismo, durante el trimestre se provisionaron 88 mil millones por concepto de Air-e en Colombia. Estimamos que, en condiciones normales, el EBITDA de ISA habría superado los COP 2,0 BN, con lo que el margen EBITDA de Ecopetrol se habría ubicado alrededor del 39%, en línea con lo estimado por la compañía en su plan de inversiones para 2025.

Fuente: Ecopetrol, cálculos Corficolombiana y Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfica 2. EBITDA por barril

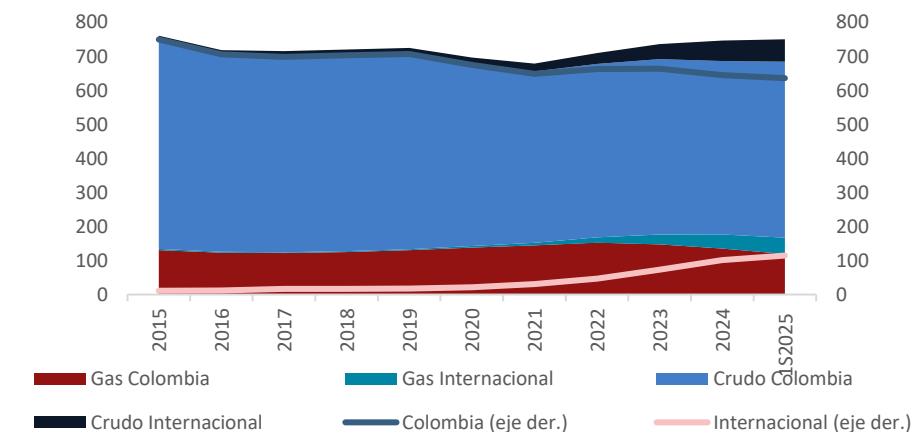
Cifras en USD/Barril. Brent (eje derecho)



Fuente: Ecopetrol, BANREP, EIA. cálculos Corficolombiana

Gráfico 3. Producción local e internacional

Cifras producción en Kbped. Internacional* (eje derecho)



Fuente: Ecopetrol, cálculos Corficolombiana.

*Kbped: Miles de barriles de petróleo equivalente diario

* Internacional = Savia + Ecopetrol América + Permian

Ecopetrol Entrega de Notas 2T25

Utilidad Neta por debajo de las expectativas

Salvo por el margen EBITDA de Downstream que mejoró 1,6 p.p. anual y 1,4 p.p. trimestral, los demás márgenes (Upstream, Midstream e ISA) registraron disminuciones anuales y secuenciales. Se trata de un desarrollo negativo, más si la expectativa es que los precios se mantengan deprimidos, y aún más teniendo en cuenta la política pública desfavorable para el sector en Colombia. Sin embargo, reiteramos que la empresa no presenta una catástrofe operativa, lo cual observamos en esta ocasión a partir de los EBITDA por barril de los diferentes segmentos, donde se evidencia la incidencia de la cotización del petróleo sobre el EBITDA de los segmentos de Upstream (exploración y producción) y Downstream (refinación), destacándose la recuperación de Upstream, y sin incidencia en el Midstream (transporte y logística, sin incluir a ISA), una línea de negocio con cargos regulados. Los EBITDA por barril los medimos relativos a la producción en el caso del Upstream, los barriles transportados en el Midstream y la carga de refinación (Cartagena + Barrancabermeja) para Downstream.

Expectativas: Aunque los resultados de Ecopetrol fueron Negativos, no creemos que se presente un mayor deterioro en lo que queda del año, esperamos más bien una estabilización; leve disminución en la producción respecto a 2T25; estabilidad en precios en dólares y pesos; buen desempeño en Downstream dada la terminación de los mantenimientos mayores durante 1S25; menores impuestos a cargo, tanto por la ausencia de la sobretasa por el nivel de precios, como por la devolución esperada de saldos a favor; recuperación en ISA, principalmente a partir de la entrada de nuevos proyectos, con ingresos tarifarios ajustados por los escaladores contractuales al alza; etc. Asimismo, creemos que esta expectativa coincide con lo que espera la compañía, con el cumplimiento de los dividendos esperados por la Nación en 2026 de 5,1 BN (COP 139/acción, 35% menor al actual), respetando la política de repartición de dividendos actual, para lo cual se requeriría de resultados netos trimestrales cercanos a COP 2,3 BN en 3T25 y 4T25. En ese sentido, aunque no esperamos que continúe el deterioro en el desempeño, tampoco estimamos una recuperación.

Fuente: Ecopetrol, cálculos Corficolombiana y Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfica 4. Utilidad Neta antes de Impairment

Cifras Utilidad Neta en COP billones (eje izquierdo)

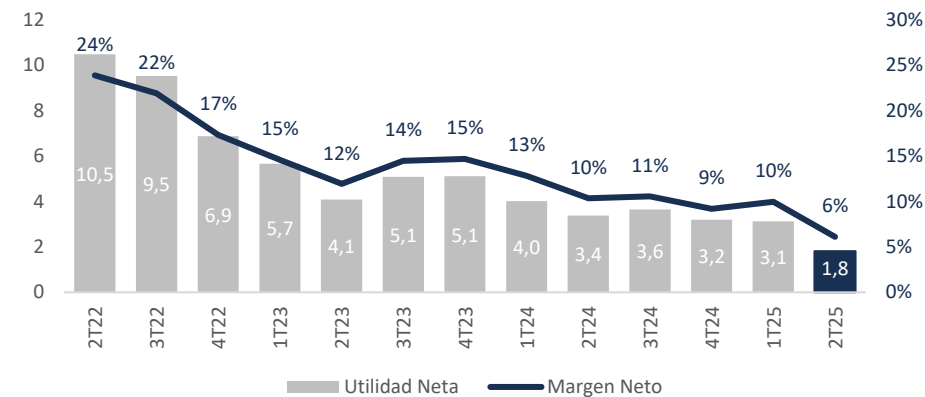


Tabla 2. Resultados Trimestrales 2T25

Cifras en COP billones

Cifras en COP billones	Ecopetrol				
	2T24	1T25	2T25	Var T/T	Var A/A
Total Ingresos	32,63	31,37	29,67	-5%	-9%
Utilidad Bruta	12,05	10,66	8,51	-20%	-29%
Utilidad Operacional	9,54	8,38	5,64	-33%	-41%
EBITDA	14,05	13,26	11,14	-16%	-21%
Utilidad Neta Controladora (antes de Impairment)	3,38	3,13	1,81	-42%	-46%
Margen Bruto	37%	34%	29%	-531pbs	-825pbs
Margen Operacional	29%	27%	19%	-772pbs	-1022pbs
Margen EBITDA	43%	42%	38%	-474pbs	-553pbs
Margen Neto	10%	10%	6%	-387pbs	-424pbs

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Mineros Entrega de Notas 2T25

Precios del oro continúan beneficiando resultados

agosto de 2025

Daniel Bustamante

Analista Renta Variable
daniel.bustamante@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente de Estrategia Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



Mineros Entrega de Notas 2T25

Precios del oro continúan beneficiando resultados

Mineros reportó resultados Positivos para el 2T25, con sorpresa positiva en el EBITDA y la Utilidad Neta frente a nuestras expectativas, con precios del oro que se mantienen por encima de los USD 3.000/Oz.

Durante el segundo trimestre de 2025, los **Ingresos Consolidados** alcanzaron **USD 182 millones**, registrando un importante aumento del 37% frente al 2T24. Este desempeño estuvo explicado principalmente por un aumento del 42% en el precio promedio realizado por onza de oro vendida, que se ubicó en USD 2.313/oz frente a USD 2.327/oz en el mismo periodo del año anterior, reflejando la buena dinámica del precio del oro a nivel global que se mantiene por encima de los USD 3.000/oz .

En términos operativos, la **producción total se mantuvo relativamente estable (+0,4% A/A y – 0,6% T/T)**, explicado por el moderado aumento del 1%A/A en Nechí Aluvial (Colombia) y contrarrestado por una leve disminución del 0,2% A/A en Nicaragua.

Por el lado de los costos, el **Cash Cost* por onza vendida aumentó un 42% A/A**, mientras que el **AISC (All-in Sustaining Cost) se incrementó un 28% A/A**, reflejando en parte el impacto del entorno de mayores precios del oro que incrementan el costo de compra a mineros artesanales. Los Costos de Venta crecieron un 17% frente al mismo periodo de 2024.

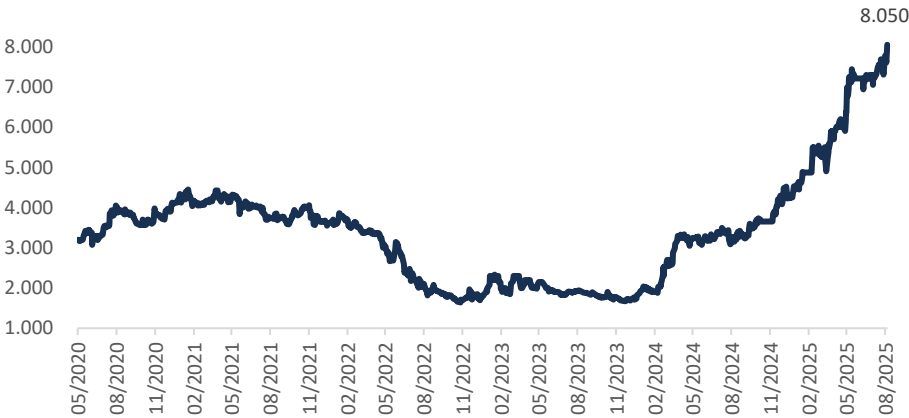
Destacamos el EBITDA ajustado, que a pesar del aumento de los Costos y Gastos Operacionales ascendió a **USD 82 millones (superior en 10% a nuestras expectativas)**, mostrando un notable crecimiento del **65% A/A y 15% T/T**, registrando un margen EBITDA del 45% (+652 pbs T/T y +859 pbs A/A).

Este sólido desempeño operativo se tradujo en una **Utilidad Neta de USD 44 millones, superando en 12% nuestras expectativas y nuevamente duplicando el resultado anual (+140% A/A, +14,5% T/T)**. El Margen Neto se expandió 1.030 pbs anual, alcanzando un 24%, mientras que la Utilidad por Acción (UPA) se situó en USD 0,15, un 150% superior a la registrada en el mismo trimestre del año anterior.



Precio Objetivo (CLP)	8.500
Recomendación	NEUTRAL
YTD (%)	89,2%
PER	4,49x
PVL	1,3x
EV/EBITDA	3,35x

Gráfica 1. Comportamiento Acción Mineros
Cifras COP



Cifras con corte al 13/08/2025

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB
* Cash Cost: Costo en efectivo por onza de oro vendida. AISC: Costo total de producción y venta por onza de oro.

Mineros Entrega de Notas 2T25

Precios del oro continúan beneficiando resultados

La compañía anunció que el 30 de septiembre espera cerrar la adquisición del 80% de participación del Proyecto La Pepa a Pan American Silver, incrementando su participación al 100%. Este es un proyecto avanzado en etapa de exploración de oro en Chile y representa un incremento en la cartera de proyectos con crecimiento orgánico con miras de desarrollo interesante para la compañía

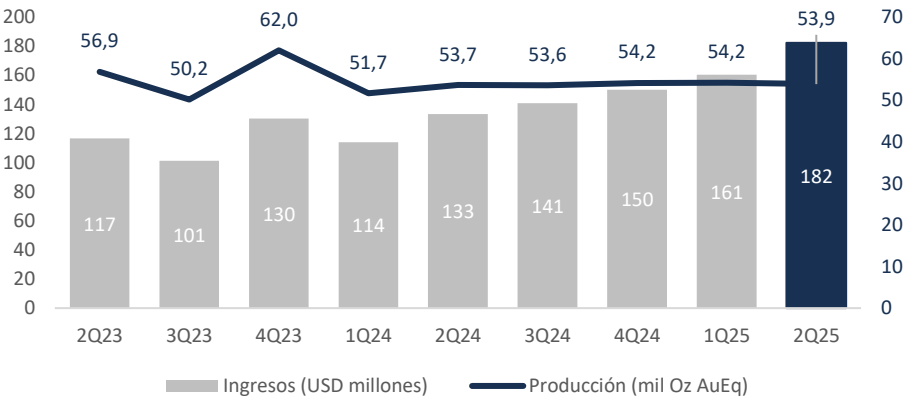
Respecto al programa de recompra de acciones, es importante recordar que la Junta Directiva autorizó recomprar un monto de hasta USD 12 millones, con un plazo máximo de ejecución hasta el 31 de marzo de 2027, en ese sentido, la compañía estará informando la fecha oportuna en que dará inicio al programa.

Mantenemos una visión Positiva sobre la evolución de los resultados de Mineros en el tercer trimestre, considerando que, los precios del oro se han mantenido por encima del umbral de USD 3.000/oz, lo que seguiría favoreciendo los Ingresos y Márgenes Operativos de la compañía.

Mineros					
Cifras en USD MM	2Q24	1Q25	2Q25	Var % T/T	Var % A/A
Producción (mil Oz AuEq)	53,7	54,2	53,9	-0,6%	0,4%
Precio promedio (USD/Oz)	2.327	2.881	3.313	15,0%	42,4%
Cash cost (USD/oz)	1.174	1.437	1.671	16,3%	42,3%
AISC (USD/oz)	1.514	1.685	1.940	15,1%	28,1%
Ingresos	133	161	182	13,6%	36,8%
EBITDA Ajustado (USD millones)	50	71	82	15,4%	65,7%
Utilidad Neta	18	38	44	14,5%	140,7%
Margen EBITDA	37,2%	44,4%	45,1%	70 pbs	789 pbs
Margen Neto	13,6%	23,7%	23,8%	18 pbs	1030 pbs

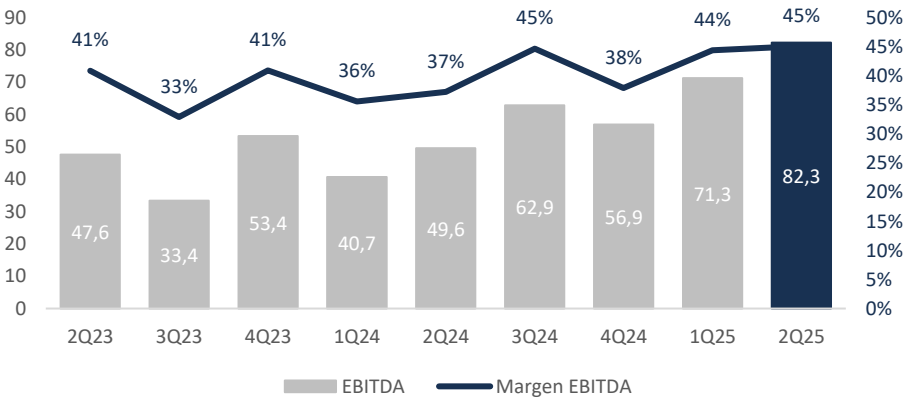
Gráfica 2. Ingresos y Producción Trimestral

Cifras de producción (eje derecho)



Gráfica 3. EBITDA y Margen EBITDA

Cifras EBITDA en USD millones (eje izquierdo)



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB
* Cash Cost: Costo en efectivo por onza de oro vendida. AISC: Costo total de producción y venta por onza de oro.

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Nubank | Entrega de Resultados 2T25

ROE permanece sólido en 28%

agosto de 2025

Harold Rubio

Analista Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



Nubank | Entrega de Resultados 2T25

ROE permanece sólido en 28%



Calificamos como **POSITIVOS** los resultados de Nubank en el 2T25, gracias al sólido crecimiento de Utilidades (+42% A/A), la expansión del NII y el control en Provisiones, que muestran un modelo rentable y resiliente pese al entorno de tasas altas.

En el segundo trimestre de 2025, Nubank alcanzó una **Utilidad Neta de USD 637 millones**, el resultado trimestral más alto en su historia. Esta cifra representa un crecimiento de **42% A/A** al ajustar por tipo de cambio, y un **30,7% A/A** en términos nominales, frente a los USD 487 millones reportados en el 2T24. **El ROE se ubicó en 28%**, mostrando solidez a pesar de que los Gastos Operativos aumentaron 46% A/A, impulsados por mayores desembolsos en personal, marketing y programas de fidelización. Que el banco absorba este aumento de costos y preserve rentabilidad confirma que ya opera en una fase de madurez, con escala suficiente para sostener retornos incluso en un entorno de mayor inversión. La **Utilidad por Acción (EPS) de USD 0,132** se mantuvo alineada con la expectativa de USD 0,13 del mercado, validando la consistencia del desempeño.

Este avance en Utilidades encuentra soporte en el dinamismo del **Ingreso Neto por Intereses (NII), que creció 22% A/A hasta USD 2.099 millones**. El impulso provino de la expansión de la Cartera generadora de intereses (+59% A/A) y de un Fondeo competitivo (91% de la tasa interbancaria). Este diferencial ha permitido a Nubank ampliar su margen en un contexto de tasas elevadas en Brasil (15,0% tras la decisión de junio), mostrando que el banco convierte un entorno de tasas restrictivas en una ventaja frente a sus pares más dependientes de fondeo mayorista.

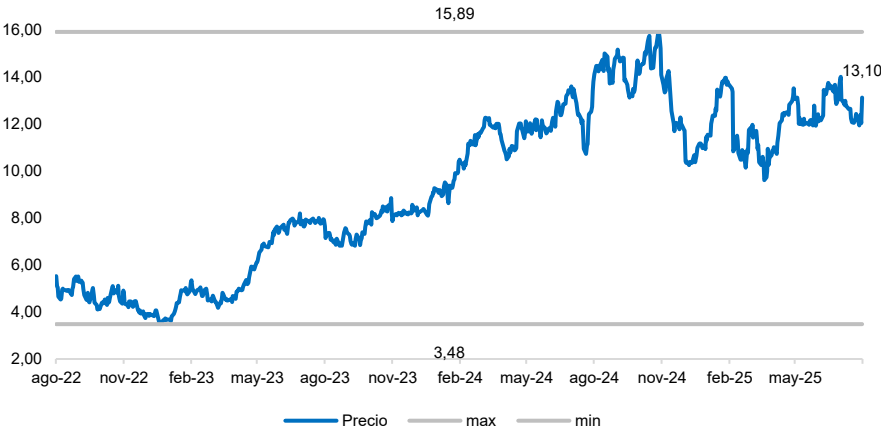
Tras este crecimiento del NII, el **NIM se ubicó en 17,7% en el 2T25**, frente al 19,8% del 2T24, lo que implica una caída de 210 pb A/A. Esta compresión era esperada después de un 2024 de spreads excepcionalmente altos, cuando el alza abrupta de tasas permitió trasladar mayores intereses a los clientes. En 2025, con un fondeo más costoso, los márgenes tienden a normalizarse hacia niveles más sostenibles. Lo relevante es que, pese a este ajuste, el NIM ajustado por riesgo mejoró a 9,2% (+100 pb A/A), evidenciando que la disciplina en originación y la Calidad de la Cartera compensan el menor margen nominal. Con ello, Nubank logra sostener su rentabilidad más allá del crecimiento de volumen, apoyándose en una gestión de riesgo más eficiente.

La consistencia de los márgenes se refleja en un **Gasto de Provisiones** estable en torno al **4,0% de la Cartera**, lo cual contrasta positivamente con un crecimiento del portafolio de Crédito.

Market Cap. (USD miles MM)	63,30
Último Precio (USD)	13,10
YTD (%)	+26,45%
P/VL	7,32x
P/E	27,90x

Fuente: Stock Anlysis; Cifras con corte al 15 agosto 2025

Acción Nubank (NU US Equity)
Cifras en USD



Fuente: Investing, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

Nubank | Entrega de Resultados 2T25

ROE permanece sólido en 28%

Este control del riesgo se complementa con mejoras en eficiencia. El **Índice de Eficiencia se ubicó en 28,3%** en el 2T25, **mejorando +400 pb** frente al 32% del 2T24, gracias a la capacidad de Nubank de escalar Ingresos más rápido que los Gastos Operativos, pese al incremento del 46% A/A en estos últimos.

El dinamismo del 2T25 se refleja en ambos frentes del balance. La **Cartera total alcanzó USD 27.300 millones (+44% A/A)**, con un crecimiento sobresaliente en préstamos personales y tarjetas. De este total, la Cartera generadora de Intereses sumó **USD 15.700 millones (+59% A/A)**, confirmando la apuesta por productos de mayor rentabilidad. En paralelo, los **Depósitos** llegaron a **USD 36.600 millones (+45% A/A)**, con un Loan-to-Deposit Ratio de 43%, lo que evidencia liquidez holgada y baja dependencia de fondeo externo. Destacamos además que el crecimiento no se concentra solo en Brasil: México aportó USD 6.700 millones y Colombia alcanzó USD 2.100 millones (+841% A/A), reforzando que la diversificación regional empieza a ser un pilar de estabilidad para financiar la expansión crediticia.

Precisamente **en Calidad, los indicadores muestran un desempeño mixto**: la mora temprana (15–90 días) descendió a 4,4% (–30 pb T/T), pero la mora >90 días aumentó a 6,6% (+10 pb T/T; +40 pb A/A). Esto refleja que las cohortes más recientes presentan un perfil más sano, mientras que las más antiguas aún arrastran rezagos. La lectura es que la gestión de riesgo está funcionando, aunque el desafío será reducir el rezago en los portafolios heredados

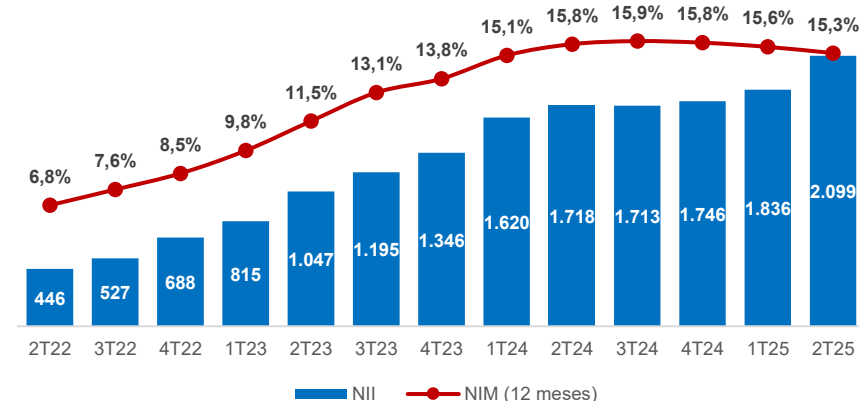
El crecimiento se apoya también en la base de clientes, que llegó a **122,7 millones (+17% A/A)**, con una tasa de actividad de 83,2%. Más importante aún, el ARPAC (ingreso promedio por cliente activo) subió 18% A/A hasta USD 12,2, reflejando que la estrategia ya no se limita a captar usuarios, sino a profundizar su monetización. En Colombia, programas como Nu Plus, con puntos y mayores rendimientos en “Cajitas de ahorro”, y el CDT al 10% E.A., son ejemplos de cómo se traduce la fidelización en ingresos recurrentes y sostenibles.

En conjunto, el 2T25 ratifica a Nubank como un banco que combina crecimiento acelerado con rentabilidad sólida. **Las utilidades avanzan a doble dígito, los márgenes se mantienen en expansión y la liquidez sigue fortalecida**. Aunque la eficiencia se deterioró levemente y la mora de más de 90 días exige monitoreo, el balance general sigue siendo favorable. La diversificación regional y el fondeo competitivo refuerzan su resiliencia en un entorno de tasas altas, validando la tesis de un modelo de crecimiento rentable y sostenible.



Evolución NII vs NIM 12 meses

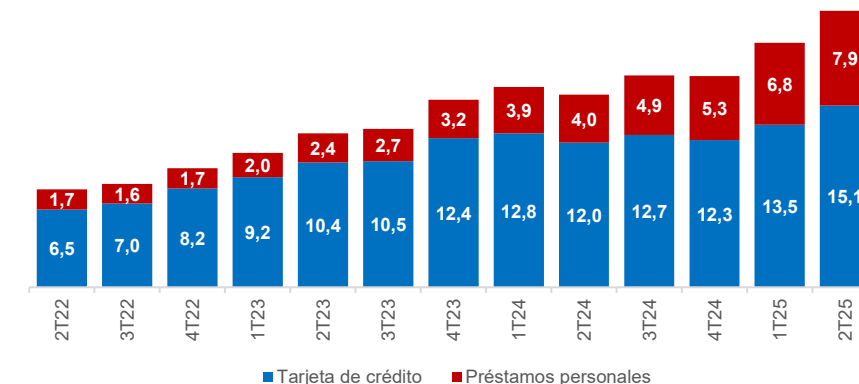
Cifras en USD MM



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Composición del crédito por segmento de Cartera Bruta

Cifras en USD miles MM



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

Nubank | Entrega de Resultados 2T25

ROE permanece sólido en 28%



NUBANK					
Cifras en USD millones	2T24	1T25	2T25	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	2.849	3.248	3.668	28,8%	13,0%
Provisiones Netas	760	974	1.012	33,2%	4,0%
Utilidad Neta	487	557	637	30,7%	14,3%
ARPAC (US\$)	11,2	11,2	12,2	8,9%	8,9%
NIM	19,8%	17,5%	17,7%	-210 pbs	20 pbs
Calidad de Cartera (90 días)	7,0%	6,5%	6,6%	-40 pbs	10 pbs
ROE anualizado	28,0%	27,4%	28,0%	2 pbs	60 pbs

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

¿Quiénes somos?

Aval Casa de Bolsa, la comisionista de bolsa del Grupo Aval



Juan David Ballén
Director de Análisis y Estrategia
juan.ballen@avalcasadebolsa.com
+ (601) 606 21 00 Ext. 22622



Nicolás Aguilera Peña
Analista II de Renta Fija
nicolas.aguilera@avalcasadebolsa.com
+ (601) 606 21 00 Ext. 22710



Carlos David Alape
Analista II de Renta Fija
carlos.alape@avalcasadebolsa.com
+ (601) 606 21 00 Ext. 22603



Daniel Estrada Fajardo
Practicante de Renta Fija
daniel.estrada@avalcasadebolsa.com
+ (601) 606 21 00 Ext. 22793



Omar Suárez
Gerente Estrategia Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com
+ (601) 606 21 00 Ext. 22619



Daniel Bustamante
Analista II de Renta Variable
daniel.bustamante@avalcasadebolsa.com
+ (601) 606 21 00 Ext. 22703



Harold Stiven Rubio
Analista II de Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com
+ (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, ni es un compromiso de Aval 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 Aval 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 Aval Casa de Bolsa S.A. Aval Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa forma parte del Conglomerado Financiero Aval.

Contáctenos

analisis.estrategiaCB@avalcasadebolsa.com

Síguenos:



Aval Casa de Bolsa



@AvalCasadeBolsa



Aval Casa de Bolsa



www.avalcasadebolsa.com

Bogotá

t. (601) 606 21 00

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

Medellín

t. (604) 604 25 70

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

Cali

t. (602) 898 06 00

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

Bucaramanga

t. (607) 647 07 10

d. Cra 27 No 36-14, Piso 10

Barranquilla

t. (605) 368 10 00

d. Cra 52 #74-56, Oficina 803
Torre Banco de Occidente

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Análisis y Estrategia de Aval Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa (“Aval 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 esta y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de este 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. Aval Casa de Bolsa no es proveedor oficial de precios y no extiende ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad o integridad de la información presentada, de modo que Aval Casa de Bolsa no asume 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 Aval Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción. Aval Casa de Bolsa no asume 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 Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE(S) 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 a las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.



Asset
Management



Aval Casa de Bolsa



@AvalCasadeBolsa



Aval Casa de Bolsa



Aval Casa de Bolsa