



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Resumen Resultados 3T25

Eficiencia operativa como eje de rentabilidad

noviembre 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 3T25

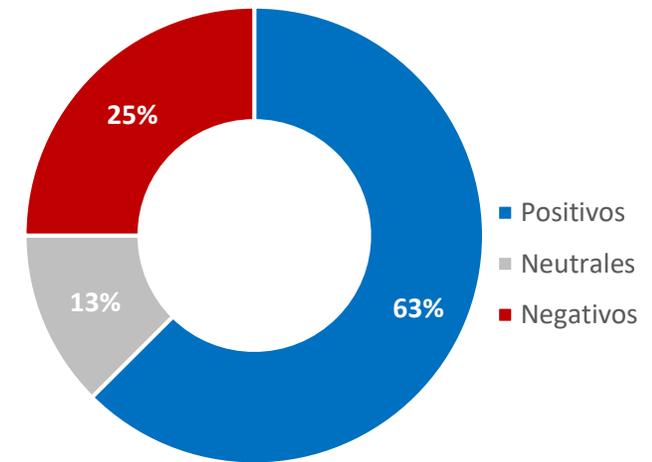
Eficiencia operativa como eje de rentabilidad

Sector Financiero: Los resultados del 3T25 dejan la sensación de que la banca colombiana, en conjunto, está encontrando un nuevo punto de equilibrio. No es solo que las Provisiones cedan o que la Calidad de la Cartera mejore (eso ya se veía venir) sino que el fondeo barato, impulsado por el salto de las plataformas digitales, se volvió una pieza central del margen. También se nota una disciplina operativa más evidente, casi una respuesta natural al ciclo prolongado de presión en Ingresos. Y, aunque el crecimiento de Cartera sigue siendo prudente, la rentabilidad regresa por una vía más estructural que coyuntural. En las cuatro principales entidades aparece la misma señal: un sistema que se está reacomodando y donde lo digital empieza a pesar tanto como el negocio bancario tradicional. **Grupo Cibest:** Destaca por un salto en rentabilidad, impulsado por una fuerte caída en Provisiones y un fondeo más barato que elevó su ROE por encima del 20%. **Davivienda:** Su mayor logro es la normalización del riesgo y el papel creciente de DaviPlata como motor real de fondeo y margen.

Sector Consumo: **Terpel** reportó resultados Positivos para el 3T25, con sorpresa positiva en la Utilidad Neta, que se ubicó por encima de nuestras expectativas. El desempeño operativo nuevamente se vio presionado por un decalaje negativo en los precios del combustible JET, mientras que menores Gastos Financieros y desempeño operativo estable continuaron beneficiando la Utilidad Neta. **Grupo Éxito** estuvo marcado por una mejora operativa estructural de la cuál la compañía logró que su estrategia de conversión de tiendas, optimización de costos y fortalecimiento del surtido se reflejara directamente en un repunte claro de productividad, especialmente en el SSS (+5,4% A/A). Ese avance en eficiencia (visible en mejores márgenes, un EBITDA superior a lo esperado y un retorno a Utilidades) fue el sello del trimestre y sintetiza la recuperación real del negocio, con Colombia y Uruguay como ejes de ese impulso.

Sector Construcción e Infraestructura: En 3T25 de **Cementos Argos** estuvo definido por una combinación poco común: una mejora operativa real (impulsada por mayores volúmenes de cemento y eficiencias del programa “De la Mina al Mercado”) y un salto financiero extraordinario derivado de los rendimientos de la liquidez obtenida tras la venta de Summit Materials. Esta mezcla de productividad al alza y un gasto financiero neto ampliamente favorecido fue el factor que más caracterizó el trimestre y explica el crecimiento excepcional de la Utilidad Neta. En el caso de **Grupo Argos**, el 3T25 mostró con claridad la transición hacia una Holding más simple y enfocado. Sin el ruido de la escisión, lo que sobresale es el comportamiento recurrente de Energía e Infraestructura: **Celsia** recuperando ritmo, Atera avanzando con fuerza y **Odinsa** mostrando un portafolio que sigue generando valor. Son estas operaciones, más que los efectos extraordinarios, las que explican hacia dónde se está moviendo el Grupo.

Gráfico 1 – Calificación general de los resultados del trimestre



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

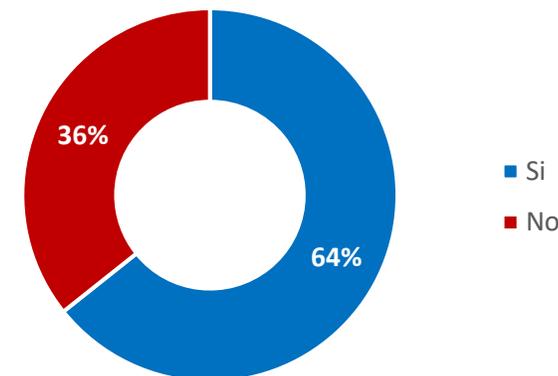
Resumen Resultados 3T25

Eficiencia operativa como eje de rentabilidad

Sector Minero Energético: **Canacol** volvió a presentar resultados negativos, afectados por una nueva contracción en los volúmenes de venta de gas natural y GNL, llevando los Ingresos a caer -24% A/A y el EBITDAX a retroceder -43% A/A, niveles que reflejan el deterioro estructural de su base productiva. La Utilidad Neta superó lo observado un año atrás gracias a efectos contables no recurrentes, pero el Flujo de Caja operativo continuó débil y la crisis de liquidez llevó a la compañía a iniciar un proceso de reestructuración. En línea con nuestras expectativas, **Ecopetrol** también reportó resultados negativos, con una caída anual de 29,8% en la Utilidad Neta, presionada por menores precios del Brent, un deterioro en los diferenciales de crudo y un entorno macro menos favorable. A pesar de mantener niveles de producción históricamente altos (751 kbped) y evidenciar mejoras secuenciales, los ingresos y el EBITDA se mantuvieron por debajo de lo estimado, mientras que la desmejora en precios y tasa de cambio anticipa un 4T25 retador. En contraste, **Mineros** sobresalió como el mejor desempeño del sector, favorecido por precios del oro en máximos históricos. Los Ingresos crecieron 39% A/A y el EBITDA ajustado 44% A/A, impulsando una Utilidad Neta que aumentó 90% A/A, con significativa expansión de márgenes. La compañía avanzó en su estrategia de creación de valor mediante recompras de acciones y consolidación del 100% del Proyecto La Pepa en Chile, reforzando su portafolio de crecimiento orgánico hacia los próximos años.

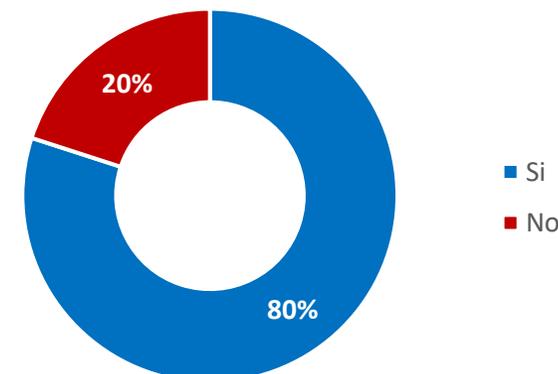
Sector Utilities: El sector de Utilities presentó un trimestre Neutral en el 3T25, con estabilidad operativa pero presiones por la revaluación del COP y dinámicas regulatorias mixtas. **Celsia** reportó resultados en línea, con menores Ingresos por Generación pero un EBITDA creciendo 10% A/A gracias a mejor hidrología, aunque la Utilidad Neta cayó por mayores Gastos Administrativos y Financieros, mientras avanza en su desapalancamiento y ejecución de EnergizarC. **GEB** mostró un desempeño mixto: la Utilidad Neta retrocedió 3% A/A por debilidad en las actividades controladas y efecto cambiario, parcialmente compensado por la recuperación de ENEL Colombia y el sólido desempeño del negocio de transmisión. ISA entregó cifras neutras, afectadas por efectos regulatorios y de moneda en Brasil y Perú, aunque el crecimiento subyacente del negocio permanece fuerte; la compañía continúa ejecutando un amplio plan de inversiones en transmisión y nuevos negocios energéticos, reforzando su papel en la infraestructura eléctrica regional.

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 3T25

Eficiencia operativa como eje de rentabilidad

Sector Inmobiliario: El sector Inmobiliario mostró un trimestre positivo pero divergente en el 3T25, con **PEI** entregando resultados sólidos en línea con el mercado, impulsados por el crecimiento contractual indexado al IPC y una reducción significativa de Deuda tras su reciente emisión de títulos, lo que fortaleció el Flujo de Caja Distribuible (+44,7% A/A) pese a la dilución de títulos; no obstante, el desempeño se vio parcialmente afectado por mayores niveles de Vacancia Física y Económica. Por su parte, **TIN** presentó resultados neutrales, con crecimiento estable en Ingresos y EBITDA, aunque con márgenes presionados por mayores comisiones; aun así, la reducción del Costo de la Deuda —100% a tasa variable— continúa soportando un mayor Flujo Distribuible y un yield de 5,4%, en un contexto de Vacancias saludables y un plan activo de adquisiciones en el segmento logístico. Para ambos vehículos, proyectamos que la mejora del FCD será más gradual de lo anticipado, dado el cambio de perspectiva en las tasas de interés e inflación para Colombia.

Resumen Resultados 3T25

Eficiencia operativa, como eje de rentabilidad

Tabla 1 – Resumen de resultados Tercer trimestre 2025

Cifras COP Miles MM	Calificación	Ingresos					EBITDA					Utilidad Neta Controladora				
		3T24	2T25	3T25	Var % T/T	Var % A/A	3T24	2T25	3T25	Var % T/T	Var % A/A	3T24	2T25	3T25	Var % T/T	Var % A/A
Gupo CIBEST	Positivos	5.153	5.227	5.303	1%	3%	-	-	-	N.A.	N.A.	1.501	1.791	2.144	20%	43%
Davivienda	Positivos	2.179	2.319	2.342	1%	7%	-	-	-	N.A.	N.A.	109	434	374	-14%	242%
Nubank¹	Positivos	2.943	3.668	4.173	14%	42%	-	-	-	N.A.	N.A.	553	637	783	23%	41%
Grupo Sura	Positivos	7.292	7.657	7.757	1%	6%	-	-	-	N.A.	N.A.	534	702	1.238	76%	132%
Grupo Aval	-	1.668	2.021	1.872	-7%	12%	-	-	-	N.A.	N.A.	416	495	521	5%	25%
Banco de Bogotá	-	1.257	1.340	1.331	-1%	6%	-	-	-	N.A.	N.A.	378	430	390	-9%	3%
Celsia	Neutrales	1.408	1.316	1.297	-1%	-8%	345	442	381	-14%	10%	74	66	59	-10%	-21%
GEB	Neutrales	2.022	2.049	1.983	-3%	-2%	995	917	900	-2%	-10%	802	561	778	39%	-3%
ISA	Neutrales	3.521	3.343	3.990	19%	13%	3.024	1.644	2.492	52%	-18%	891	455	700	54%	-21%
Promigas³	-	1.785	1.834	1.864	2%	4%	486	514	516	0%	6%	238	288	305	6%	28%
Canacol¹	Negativos	95	67	72	8%	-23%	86	47	49	4%	-43%	10	14	19	35%	80%
Ecopetrol	Negativos	34.607	29.669	29.840	1%	-14%	11.963	8.508	9.970	17%	-17%	3.649	1.811	2.563	42%	-30%
Cementos Argos	Positivos	1.336	1.283	1.366	6%	2%	311	235	361	54%	16%	114	153	220	44%	94%
Grupo Argos	Positivos	3.310	2.689	3.343	24%	1%	1.136	704	850	21%	-25%	494	200	1.677	738%	240%
Corficolombiana	-	2.667	2.620	2.587	-1%	-3%	1.118	1.208	1.213	0%	8%	-6	64	18	-71%	N.A.
Grupo Éxito	Positivos	5.242	5.208	5.229	0%	0%	342	452	448	-1%	31%	-35	147	143	-3%	N.A.
Terpel	Positivos	9.075	9.348	9.628	3%	6%	456	432	479	11%	5%	153	160	173	9%	13%
PEI²	Positivos	188	199	200	1%	7%	132	142	137	-3%	4%	45	55	65	18%	44%
TIN²	Neutrales	11,1	11,8	11,4	-3%	3%	8,5	8,0	12,4	55%	45%	4,4	5,7	6,0	5%	37%
Mineros¹	Positivos	141	182	196	7%	39%	63	82	90	10%	44%	29	44	54	24%	90%

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 3T25

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 3T25

noviembre de 2025

Harold Rubio

Analista Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com

Great
Place
To
Work®

Certificada

DIC 2024-DIC 2025

COL

Banco de Bogotá | Entrega de Notas 3T25



En el 3T25, Banco de Bogotá presentó resultados con una Utilidad Neta de COP 390,3 mil millones (-9,2% T/T; +3,3% A/A), un Ingreso Neto de Intereses de COP 1,33 billones (-0,6% T/T) y una Cartera Bruta de COP 109,4 billones (+2,5% T/T).

La Utilidad Neta Atribuible del Banco de Bogotá para del 3T25 fue de COP 390,3 mil millones (-9,2% T/T; +3,3% A/A). Este comportamiento estuvo determinado por el nivel de Ingreso Neto por Intereses, el aumento en el Gasto por Provisiones y la reducción en los Gastos Operativos, además del incremento en los Ingresos por Comisiones. Los indicadores de rentabilidad reflejaron estas variaciones. El ROAA se ubicó en 1,0% (-20 pbs T/T; sin variación A/A), influenciado por la disminución trimestral de la Utilidad y por el crecimiento del activo promedio, mientras que el ROAE cerró en 9,1% (-130 pbs T/T; -10 pbs A/A), afectado por la menor Utilidad del trimestre y por el incremento del Patrimonio promedio.

El Ingreso Neto por Intereses fue COP 1.331,4 mil millones (-0,6% T/T; +7,1% A/A). Los Ingresos por Intereses totalizaron COP 3.428,0 mil millones (+0,9% T/T), con mayor aporte de la cartera Hipotecaria y del portafolio de Inversiones, mientras que los Gastos por Intereses fueron COP 2.096,7 mil millones (+1,9% T/T), afectados por el incremento del costo de CDTs y de las operaciones interbancarias y overnight. El Margen Neto de Interés (NIM) se mantuvo en 4,3%, con una tasa implícita de colocación de 11,2% (-11 pbs T/T) y una tasa implícita de captación de 6,3% (-1 pb T/T). El margen asociado a la Cartera se ubicó en 4,8% (-10 pbs T/T), mientras que el Margen de Inversiones fue 2,0% (+53 pbs T/T), en línea con la mayor duración y rendimiento del portafolio.

El Gasto por Provisiones alcanzó COP 514,9 mil millones (+26,4% T/T; +1,5% A/A), influenciado por una menor recuperación de castigos y por ajustes en el segmento de Consumo. El Costo de Riesgo (CoR) neto anualizado se ubicó en 1,9%, con variaciones por segmento con dinámicas diferenciadas: Consumo presentó un CoR de 8,6% (+333 pbs T/T), Comercial de 0,8% (+49 pbs T/T) e Hipotecario de 0,6% (-36 pbs T/T). El Ingreso Neto por Comisiones sumó COP 369,4 mil millones (+6,1% T/T; +4,1% A/A) y los Gastos Operativos fueron COP 990,6 mil millones (-5,4% T/T; +7,0% A/A), lo que derivó en un índice de Eficiencia de 48,7%.

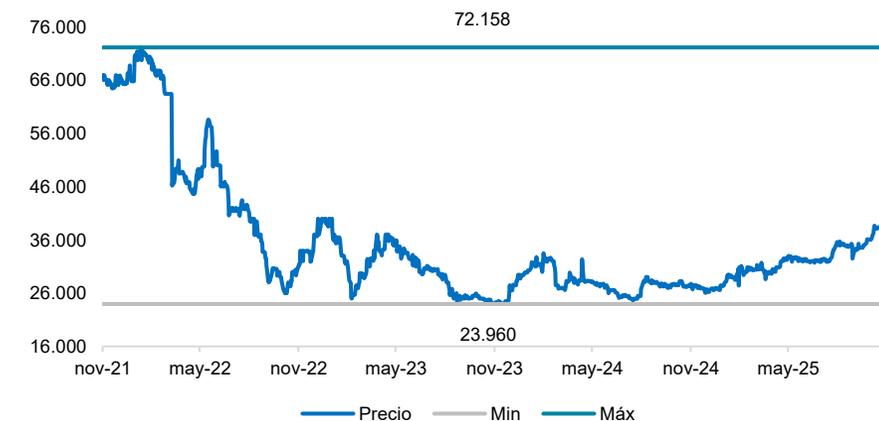
La Calidad de los activos presentó diferentes comportamientos dentro de rangos controlados. El índice de Cartera Vencida +30 días fue 5,1% (-15 pbs T/T), mientras que el índice +90 días cerró en 3,6% (-21 pbs T/T). La Cobertura frente a Cartera Vencida +90 días se ubicó en 123,9% (+24 pbs T/T) y la relación de Castigos sobre Cartera Vencida +90 días fue 63,6% (+58 pbs T/T). La Cartera en el exterior representó 15,3% del total, con una variación de -1,3% T/T en pesos y de +2,4% T/T medida en dólares.

Market Cap. (BN COP)	13,71
Último Precio (COP)	38.600
YTD	+43,71%
P/VL	0,85x
P/E	12,37x
DVD Yield	4,92%

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; Stock Analysis; datos con corte a 20 noviembre 2025

Gráfico 1 – Movimiento Acción Bogotá

Cifras en COP



Fuente: Yahoo Finance, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

Banco de Bogotá | Entrega de Notas 3T25



En este contexto, los Activos totales alcanzaron COP 155,8 billones (+1,8% T/T; +6,0% A/A), impulsados por una **Cartera bruta de COP 109,4 billones (+2,5% T/T; +4,8% A/A)**, donde la cartera Comercial representó el 62,9% del total y explicó cerca de 66% del crecimiento trimestral, con una variación anual de +3,3%. La Cartera Hipotecaria aportó alrededor de 20% parte del crecimiento del trimestre, representó el 14,6% del portafolio y registró un incremento anual de +16,0%, mientras que la cartera de Consumo contribuyó con el porcentaje restante del crecimiento T/T, representó el 22,5% del total y aumentó 2,6% A/A.

Por su parte, los Pasivos totalizaron COP 138,4 billones (+1,7% T/T; +6,1% A/A), reflejando una expansión anual consistente en las principales fuentes de fondeo. Los **Depósitos** se ubicaron en **COP 106,1 billones (-0,8% T/T; +7,7% A/A)**, manteniendo una estructura compuesta por CDTs (53,5%), Cuentas de Ahorro (32,5%) y Cuentas Corrientes (13,5%). La relación **Depósitos/Cartera neta** permaneció en **1,02x**, en línea con los niveles históricos del Banco. El **Costo de Fondeo implícito** se ubicó en **6,3%**, con una reducción de 1 pb T/T.

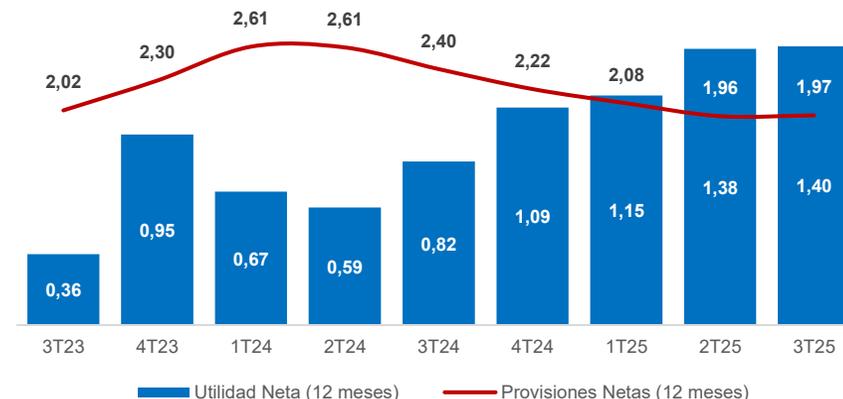
La **Solvencia total** fue **15,6% (+64 pbs T/T; +70 pbs A/A)**, con un CET1 de 14,0% (+70 pbs T/T; +120 pbs A/A), mientras que los Activos Ponderados por Nivel de Riesgo (APNR) sumaron COP 107,9 billones (-1,1% T/T; -2,6% A/A). En liquidez, el **Índice de Cobertura de Liquidez** se ubicó cerca de **127%** y el Coeficiente de Fondeo Estable Neto (CFEN) alrededor de 109%, en un entorno donde Colombia continuó siendo la principal fuente de ingresos (-4,45% A/A), seguida por Panamá (-4,50% A/A).

Gestión del Banco en iniciativas A.S.G.

Durante el 3T25, el Banco de Bogotá no registró cambios materiales en sus prácticas o indicadores ASG, manteniendo las líneas divulgadas en informes previos. En materia de financiación sostenible, el Banco continuó con los saldos vigentes de sus **bonos ordinarios sostenibles emitidos en 2024 por COP 282 mil millones y COP 218 mil millones**, junto con el bono subordinado sostenible 2033 por USD 230 millones, sin incorporar nuevas transacciones ni modificaciones durante el trimestre.

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	3T24	2T25	3T25	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Netos por intereses	1.257	1.340	1.331	6,0%	-0,6%
Gasto Neto Provisiones	507	407	515	1,5%	26,4%
NIM Total	4,2%	4,3%	4,3%	12 pbs	0 pbs
Utilidad Neta (Controlante)*	378	430	390	3,3%	-9,2%
ROE anualizado *	9,3%	10,3%	9,1%	-22 pbs	-122 pbs
Costo del riesgo	1,9%	1,5%	1,9%	-5 pbs	40 pbs
Calidad de Cartera 90 días	4,7%	3,8%	3,6%	-114 pbs	-24 pbs
Costo de Fondeo	7,7%	6,3%	6,3%	-140 pbs	0 pbs

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Grupo Cibest | Entrega de Notas 3T25

El ROE “vuela alto” y alcanza nuevos niveles

noviembre 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 3T25

El ROE “vuela alto” y alcanza nuevos niveles



Calificamos los resultados de tercer trimestre como **POSITIVOS**, dado que las **ganancias superaron en un 20% las expectativas del mercado (COP 1,78 Bn)**, lo que, a nuestro juicio, muestra el buen momento del Grupo y reafirma su solidez operativa.

Al cierre del 3T25, Grupo Cibest reportó una **Utilidad Neta atribuible a los accionistas de COP 2,1 billones (+19,7% T/T; +42,8% A/A)** y un ROE trimestral de 20,4% (17,6% a 12 meses), superando en 20% las expectativas del mercado. Según nuestro criterio, este resultado es una muestra del buen momento del Grupo, reflejando la fortaleza operativa, sustentada en una gestión prudente del riesgo, un fondeo más eficiente y una estrategia de capital que viene fortaleciendo las métricas de rentabilidad y valoración.

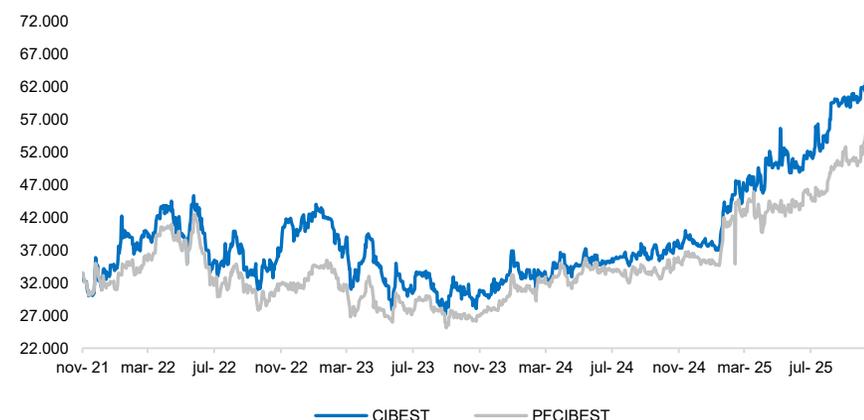
El desempeño del trimestre se explicó por tres factores principales:

- **Menor costo del riesgo.** Fue el principal impulsor del periodo, explicando cerca de la mitad del incremento interanual y más de un tercio del aumento frente al trimestre anterior. Las **Provisiones netas** se redujeron 24,4% T/T y 47,8% A/A, hasta **COP 829 mil millones**, llevando el Costo de Riesgo (CoR) a 1,18%. Esta mejora respondió a la calibración de modelos de riesgo, con liberaciones de Provisiones por **COP 266 mil millones**, y a un mejor comportamiento de pago en los segmentos de Consumo y Vivienda, donde la mora disminuyó y las recuperaciones se fortalecieron.
- **Expansión del margen financiero.** El **Margen Neto de Interés (NIM)** se ubicó en **6,59%** (+2 p.b. T/T y -24 p.b. A/A), impulsado por la caída en el Gasto por Intereses, dado que el **Costo Promedio de los Depósitos** bajó a **4,05%** (-13 p.b. T/T; -65 p.b. A/A). Destacamos que, pese al descenso en las tasas activas, la tasa efectiva promedio de los créditos fue **11,21%**, lo que permitió mantener márgenes de intermediación robustos, sostenidos por la buena gestión del Costo de Fondeo y la expansión del crédito de Consumo digital (Nequi, Mi Bancolombia). Este resultado contribuyó a estabilizar el NIM y a consolidar el avance del ROE hasta 20,4%.
- **Mayor eficiencia operativa.** Los Gastos Operativos disminuyeron 2,4% T/T tras normalizarse los pagos extraordinarios del 2T25 asociados a la migración de empleados al Holding. El indicador de **Eficiencia** mejoró a **48,5%** (-220 p.b. T/T), reflejando una gestión disciplinada, con una reducción de Gastos Generales (-3%) y ahorros en Honorarios y trámites derivados del proceso corporativo.

Recomendación	Sobreponderar
Precio Objetivo (PF)	54.400
Market Cap. (BN COP)	59,04
Último Precio PF (COP)	57.300
YTD	64,3%
P/VL	1,33x
DVD Yield	6,8%

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; datos con corte a 07 noviembre 2025

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



Fuente: Yahoo Finance, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

Grupo Cibest | Entrega de Notas 3T25

El ROE “vuela alto” y alcanza nuevos niveles



En el balance, la **Cartera bruta** alcanzó **COP 279,97 billones** (+3,9% A/A; +0,1% T/T), **impulsada por Hipotecario (+8,6%) y Consumo (+2,6%)**, mientras que el segmento Comercial (+2,8%) se vio afectado por prepagos a créditos corporativos y la revaluación del peso (-3,6%), que, al excluirse, habría implicado un crecimiento anual de +5,9%. Destaca también el desempeño del Microcrédito, con un aumento de 60,7% A/A y 22,3% T/T, reflejo del impulso a segmentos productivos de menor escala y de **una mejor calidad crediticia sin incremento del riesgo**.

Por su parte, los **Depósitos** totalizaron **COP 281,3 billones**, con una leve variación (-0,5% T/T), pero con un crecimiento de +8,3% A/A, explicado por el aumento en cuentas de Ahorro y Corrientes, especialmente del segmento empresarial.

Programa de recompra de acciones y efecto en la rentabilidad

Durante el trimestre, la ejecución del programa de **recompra de acciones** (con un **avance del 26,7%** del monto autorizado (COP 1,35 billones), equivalente a **7,25 millones** de acciones recompradas) tuvo un **impacto directo en la mejora del ROE, al reducir el Patrimonio promedio** y elevar la rentabilidad del Grupo hasta 20,4%. **Consideramos que esta iniciativa se consolida como una palanca estratégica de creación de valor**, reflejando la confianza que la administración posee en el verdadero valor de la empresa, y con el fin de maximizar el retorno al accionista.

Desempeño de Nequi y Bre-B

En el Conference Call, la administración resaltó que Nequi alcanzó Utilidades, cerrando el trimestre con **26,6 millones de cuentas activas** y un **ratio préstamos/depósitos entorno a 0,24-0,25x**, consolidándose como motor de inclusión y diversificación de ingresos. Asimismo, se destacó el avance de Bre-B, la nueva plataforma de transferencias inmediatas, su rápida adopción y crecimiento en volumen transaccional, fortaleciendo los flujos de depósitos y ampliando la base operativa.

Perspectivas 2025–2026

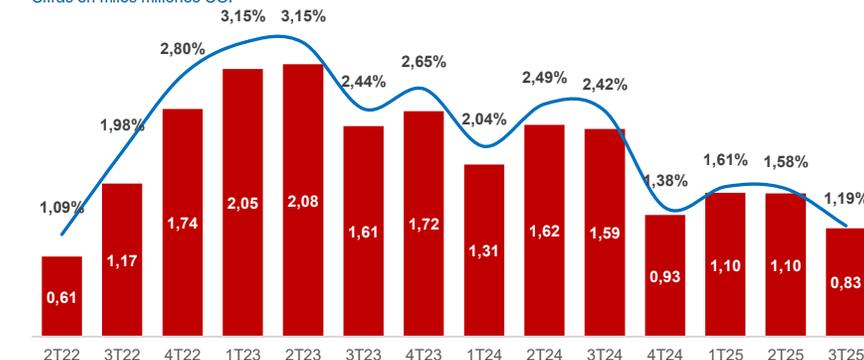
Finalmente, se expusieron expectativas para el año, donde se proyecta **para 2025 un ROE cercano al 17%**, un Margen Neto de Interés de **6,5%** y un crecimiento de **Cartera del 3,5%**, mientras que **para 2026** espera una **expansión del portafolio de Crédito de 7%** (Comercial +6,2%, Consumo +10%, Hipotecario +6,2%, según datos del Conference Call), con un entorno macro de PIB 3,0%, Inflación 4,1%, Tasa Interés de 8,25% y Costo de Riesgo entre 1,6% y 1,8%.

Gráfico 2 – Ingreso Neto de Interés (12 meses) y NIM anualizado
Cifras en billones COP



— Ingreso Neto de Intereses — NIM trimestral
Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfico 3 – Gasto de Provisiones (12 meses) y Costo de Riesgo (CoR)
Cifras en miles millones COP



— Gasto Provisiones — Costo del Riesgo
Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

Grupo Cibest | Entrega de Notas 3T25

El ROE “vuela alto” y alcanza nuevos niveles



Tabla 1 – Principales cifras Grupo Cibest

Cifras en miles MM COP y %

Resultados Grupo CIBEST					
Cifras en COP mil MM	3T24	2T25	3T25	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos netos por intereses	5.153	5.227	5.303	2,9%	1,5%
Gasto Provisiones Netas	-1.589	-1.096	-829	-47,8%	-24,4%
Utilidad Neta (Controladora)	1.501	1.791	2.144	42,8%	19,7%
Calidad de la cartera (90 días)	3,4%	3,2%	3,1%	-36 pbs	-11 pbs
ROE 12 meses	15,7%	16,3%	17,6%	183 pbs	129 pbs
NIM	6,8%	6,6%	6,6%	-24 pbs	2 pbs
Costo de Fondeo	4,9%	4,2%	4,1%	-75 pbs	-13 pbs

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Davivienda | Entrega de Notas 3T25

Se consolida recuperación de Utilidades

noviembre de 2025

Harold Rubio

Analista Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



Davivienda | Entrega de Notas 3T25

Se consolida recuperación de Utilidades



Davivienda presentó resultados del 3T25 que calificamos como **POSITIVOS**, con una Utilidad Neta que más que se duplica respecto al año anterior, impulsada por la caída en Provisiones y un Margen Neto de Interés en ascenso. Frente a las expectativas, el resultado también fue favorable, quedando en línea con lo previsto.

Los resultados del tercer trimestre 2025 de Davivienda confirman lo que el mercado esperaba ver desde hace meses: **una entidad financiera en pleno proceso de recuperación**, con fundamentos operativos más sólidos y una gestión de riesgo notoriamente mejorada. La **Utilidad Neta Consolidada**, que alcanzó **COP 374 mil millones (+243% A/A; -13,9 % T/T)**, que más que se duplicó frente al año anterior, explicada particularmente por dos frentes críticos: **el manejo del Riesgo de Crédito y la optimización del Costo de Fondeo**.

El ascenso del **Margen Neto de Interés (NIM) hasta 5,65%**, impulsado por una recomposición adecuada de la base de depósitos hacia **fuentes más económicas como DaviPlata**, muestra una entidad que ha aprendido a navegar con mayor destreza un ciclo de tasas aún incierto en el mediano plazo. Observamos que el **Gasto de Provisiones (COP 859 mil millones)** cayó **-18,6% A/A**, aunque aumentó ligeramente **+4,6% T/T**, mientras la **Mora >90 días** se redujo a **4,39% (-40pb A/A; -12pb T/T)**. El **Costo de Riesgo (CoR)** trimestral anualizado disminuyó a **2,37%** en el 3T25 (-33 pbs T/T; -62 pbs A/A), lo que indica una mejora en el perfil de riesgo y la cartera.

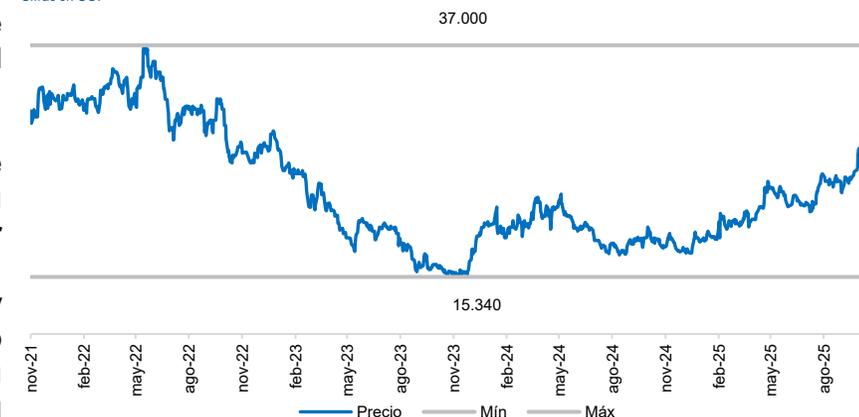
En este escenario, **DaviPlata toma un rol estratégico**, según lo comentó la administración en la llamada de resultados. En Octubre, **la plataforma consolidó su evolución de billetera digital a neobanco**, ampliando su oferta con productos de ahorro, medios de pago y créditos de bajo monto. A cierre del 3T25, registró **depósitos por COP 1,1 billones (+15,6% A/A; +2,1% T/T)**, y una **Cartera de crédito de COP 69 mil millones (+388% A/A; +83,8% T/T)**, impulsada por Nanocréditos. Sus **Ingresos** trimestrales alcanzaron **COP 49 mil millones (+51% A/A)** y en el año suman COP 141,7 mil millones (+57% A/A). Sin embargo, pese a su crecimiento y formalización como neobanco, la administración fue clara: **no existe un plan para separarlo societariamente del banco, dado su aporte directo al fondeo y a la eficiencia del margen**. Actualmente, la expectativa es que DaviPlata **alcance su punto de equilibrio hacia finales del próximo año**, impulsado por el aumento de Ingresos por Crédito y los Ingresos transaccionales que provienen de las nuevas tarjetas.

Recomendación	Sobreponderar
Precio Objetivo (COP)	"En revisión"
Market Cap. (COP BN)	3,55
Último Precio	30.460
YTD (%)	+73,46%
P/B	0,88

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

Gráfico 1 – Acción Preferencial Davivienda

Cifras en COP



Fuente: Yahoo Finance, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

Davivienda | Entrega de Notas 3T25

Se consolida recuperación de Utilidades

Resaltamos que el crecimiento de la **Cartera Bruta**, de apenas **+2,7% A/A; -0,3% T/T**, queda muy por debajo de la **proyección inicial del banco (6%-8%)**, lo que obligó a **ajustar la guía a 4%-6%**. Este crecimiento moderado contrasta con la fortaleza en Eficiencia y Solvencia, sugiriendo que el banco ha privilegiado la consolidación por encima de una expansión acelerada de su cartera.

El **ROE trimestral** anualizado cerró en torno a **9,03% (+620 pb A/A; -200 pb T/T)**, apenas rozando el límite superior de las proyecciones del propio banco. Por su parte, el **ROE 12 meses avanzó a 7,77% (+1.119 pb A/A)**, aún rezagado frente a los niveles de largo plazo que la entidad aspira a alcanzar. La caída T/T en la utilidad se explica casi por completo por la **normalización del impuesto de renta**, tras un segundo trimestre atípicamente favorable, mientras el Resultado antes de impuestos creció **+17,4% T/T**, una señal de que la operación sí continúa fortaleciéndose.

En síntesis, Davivienda presenta un balance positivo que debe reconocerse: **ha logrado sanear su perfil de riesgo, optimizar su estructura de fondeo y recuperar rentabilidad de manera sostenible**. Sin embargo, la volatilidad persiste y el verdadero reto será convertir esta solidez operativa **en un crecimiento sostenido de la Cartera** sin deteriorar la calidad ni la eficiencia. A esto se suman los costos de integración con Scotiabank Colpatría en tecnología, migración, talento y plataformas, que ejercerán presión en las Utilidades entre 2026 y 2027 antes de que las sinergias se materialicen. El mercado, que ya ha premiado la recuperación, ahora exigirá crecimiento con disciplina, en un proceso de integración que será su prueba de fuego.

Gestión de Sostenibilidad (ASG)

Davivienda fortaleció su estrategia ASG en el 3T25 con un **portafolio sostenible de COP 29,1 billones (+6,8% T/T; +47,1% A/A)**, impulsado por el crecimiento de la **Cartera Social** (COP 20,8 billones; +8,9% T/T; +54,4% A/A) y la **Cartera Verde** (COP 8,2 billones; +2,1% T/T; +28,7% A/A). Aunque el Fondeo sostenible cayó (-6,8% T/T; -0,8% A/A), el banco avanzó en la gestión de riesgos mediante la **integración del SARAS**, realizando 201 evaluaciones y 640 seguimientos a proyectos con impactos ambientales y sociales. Además, consolidó alianzas en bioeconomía, biodiversidad y construcción sostenible, y reportó avances en inclusión financiera y educación, con más de **4,5 millones de cuentas sin costo y 5,8 millones de participantes en programas formativos**. Finalmente, la Junta aprobó la emisión de **bonos vinculados a la sostenibilidad por hasta USD 150 millones**, reforzando su compromiso de largo plazo con la gestión responsable.



Gráfico 2 – Utilidad Neta 12 meses y Gasto Provisiones 12 meses

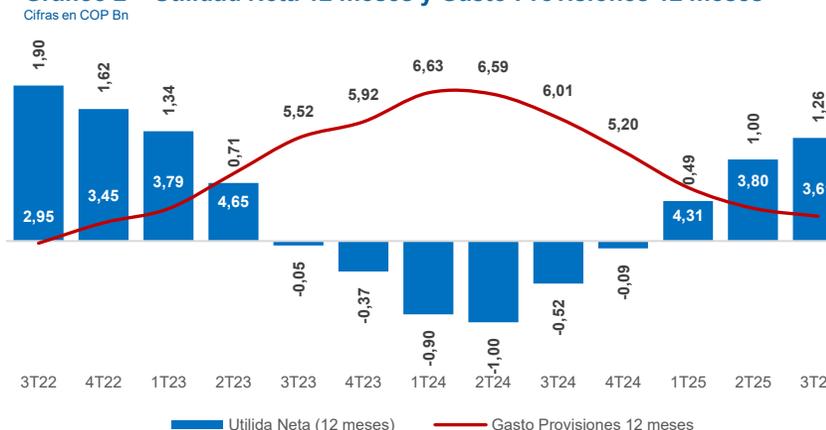
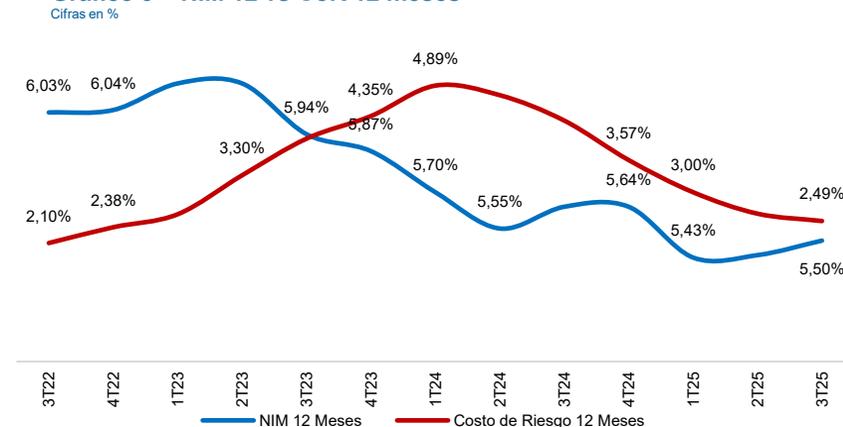


Gráfico 3 – NIM 12 vs CoR 12 meses



Davivienda | Entrega de Notas 3T25

Se consolida recuperación de Utilidades



Tabla 1 – Principales cifras Banco Davivienda
Cifras en miles MM COP

Resultados Davivienda					
Cifras en COP mil MM	3T24	2T25	3T25	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso neto por intereses	2.179	2.319	2.342	7,5%	1,0%
Provisiones Netas	1.055	982	859	-18,6%	-12,5%
Utilidad Neta	109	434	374	241,6%	-13,9%
ROE (Anualizado)	2,8%	10,7%	9,0%	622 pbs	-162 pbs
NIM (Anualizado)	5,5%	5,6%	5,7%	16 pbs	6 pbs
Eficiencia (12 Meses)	54,3%	55,3%	55,2%	90 pbs	-10 pbs
Calidad de Cartera (90 días)	4,6%	4,5%	4,4%	-24 pbs	-7 pbs

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Grupo Aval | Entrega de Notas 3T25

noviembre de 2025

Harold Rubio

Analista Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com

Great
Place
To
Work®

Certificada

DIC 2024-DIC 2025

COL

Grupo Aval | Entrega de Notas 3T25



Grupo Aval cerró el 3T25 con crecimiento anual en sus Utilidades, expansión del Margen Financiero, mejora en la Calidad de Cartera y mayor aporte de Ingresos no financieros, en un trimestre con fondeo estable y Costo de Riesgo contenidos.

Para el tercer trimestre 2025, la **Utilidad Neta atribuible a los accionistas** de Grupo Aval fue de **COP 521,0 mil millones**, con variaciones de +5,3% frente al segundo trimestre y +25,3% frente al mismo periodo de 2024. El desempeño tuvo variaciones en el Margen Financiero, en la Calidad de Cartera y en los Ingresos no financieros. **El ROAE se ubicó en 11,5%** (+19 pb T/T; +117 pb A/A) y el ROAA en 1,0% (-1 pb T/T; +13 pb A/A).

Los **Ingresos Netos por Intereses** totalizaron **COP 1,87 billones (-7,4% T/T; +12,2% A/A)**. El **Margen Neto de Interés (NIM)** fue **4,35%** (+46 pb A/A y 35 pbs T/T) asociado a la reducción del costo de fondeo, que descendió a 6,59% (7,53% en 3T24; 6,48% en 2T25), en línea con la disminución de las tasas de captación. Dentro de la estructura de costos por producto, la caída agregada se explicó **por menores tasas en depósitos a término**, que representan **48,5% del total de depósitos**, complementada por niveles relativamente estables en cuentas de Ahorro y Corrientes. El rendimiento promedio de la Cartera se situó en 11,51% (-8 pb T/T; -98 pb A/A).

La **Cartera bruta** alcanzó **COP 203,4 billones**, con crecimientos de 2,1% T/T y 4,6% A/A. **El avance anual se observó en las principales líneas de negocio, especialmente Consumo y Vivienda**. La variación trimestral refleja que los desembolsos superaron los pagos y castigos netos, permitiendo un crecimiento positivo en el saldo de créditos. Los **Depósitos** sumaron **COP 212,6 billones**, con variaciones de 0,4% T/T y 8,5% A/A. Dentro del fondeo, los depósitos a término fueron la principal fuente de expansión, mientras que las cuentas de ahorro y corrientes mantuvieron participaciones estables. La relación Depósitos/Cartera neta fue de 1,09 veces.

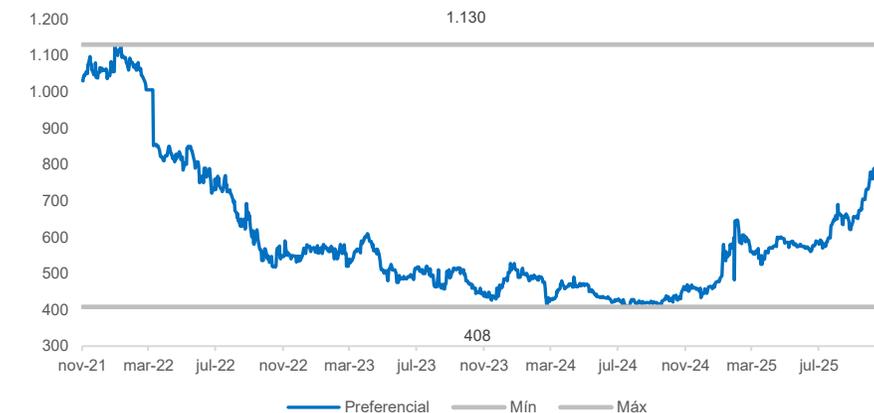
La **Calidad de Cartera** mejoró. El indicador de **mora +90 días** se ubicó en **3,4%**, con disminución de 15 puntos básicos frente al trimestre anterior y 93 puntos básicos frente al nivel reportado un año atrás. El **Costo de Riesgo (CoR)** se mantuvo en **1,9%**, con una reducción anual de 2 puntos básicos, **explicada principalmente por el comportamiento del portafolio de Consumo**, cuyo Costo de Riesgo disminuyó 39 puntos básicos hasta 3,9%. La formación de Cartera Vencida mostró niveles menores a los observados en periodos previos.

Market Cap. (BN COP)	18,24
Último Precio PF (COP)	760
YTD	+70,40%
P/VL	0,99x
DVD Yield*	5,1%

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

Gráfico 1 – Movimiento de la acción preferencial (PFAVAL)

Cifras en COP



Fuente: Yahoo Finance, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

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

Grupo Aval | Entrega de Notas 3T25



En línea con lo anterior, el **Gasto Neto por Provisiones** ascendió a **COP 963.500 millones**, con un aumento anual de 2,7% frente al tercer trimestre de 2024. Esta variación **reflejó un mayor nivel de pérdida neta por deterioro registrado en el periodo, sin cambios relevantes en la tendencia trimestral.**

Los **Ingresos por Comisiones** fueron **COP 983 mil millones** (+11,8% A/A), con incrementos en los negocios **bancarios, fiduciarios y pensionales**. Los Otros Ingresos Operativos totalizaron COP 139 mil millones, impulsados por ganancias netas por diferencias en cambio por COP 299,5 mil millones, superiores a las observadas un año atrás. Los Ingresos provenientes del **segmento No Financiero**, incluyendo Nexa BPO, Aportes en Línea y otras filiales, sumaron **COP 463 mil millones**. Al ser resultados consolidados, estas cifras incorporan el aporte de operaciones fuera de Colombia, como las actividades bancarias y transaccionales en Centroamérica, que contribuyen a las variaciones consolidadas en cartera, depósitos, comisiones y riesgo.

Los **Gastos Operativos** fueron **COP 2,27 billones**, con una variación de -1,4% T/T y +10,3% A/A. La reducción trimestral estuvo **explicada principalmente por menores gastos en el rubro de Otros Costos y Gastos Operacionales**, que contempla principalmente Gastos de Personal, Gastos Administrativos (servicios, mantenimiento, etc.), y la depreciación de activos. El **indicador de Eficiencia** (Cost to Income) cerró en **50,7%** (-124 pb T/T; +6 pb A/A), y el Costo sobre Activos en 2,7% (-9 pb T/T; +9 pb A/A).

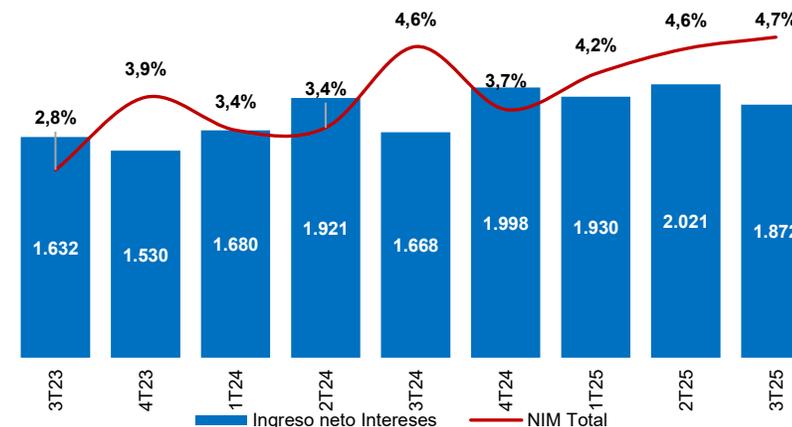
En materia de Capital, el **Patrimonio Atribuible** ascendió a **COP 18,4 billones**, con un incremento anual de 5,6%. El **Índice de Capital Básico (CET1)** se ubicó en **14,0%** (+70 pb T/T; +120 pb A/A), mientras que la **Solvencia total** fue de **15,6%** (+60 pb T/T; +70 pb A/A), superiores a los niveles del mismo trimestre de 2024.

Estrategia A.S.G. Grupo Aval

A corte del 3T25, Grupo Aval avanzó en su estrategia ASG **“Return with Purpose”** mediante la financiación de proyectos de energía e infraestructura y acciones sostenibles por entidad; en el frente social, **Misión La Guajira** benefició a 21.500 personas y 3.100 familias en más de 80 comunidades, expandió conectividad a 12 comunidades adicionales, **Dale!** visibilizó 763.000 micronegocios, el **Banco Popular** abrió 19.000 Cuentas Plateadas y **Banco de Occidente** aportó COP 400 millones a infraestructura educativa, mientras que en materia ambiental el Grupo publicó su primer reporte TNFD.

Gráfico 2 – Ingreso Neto Intereses vs NIM trimestral

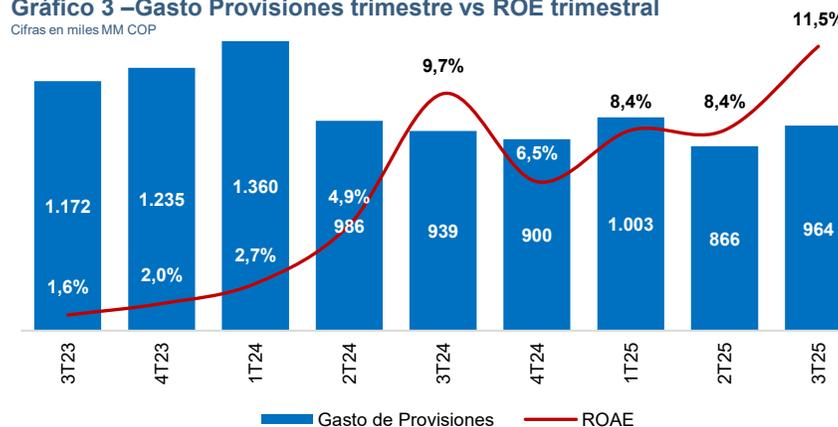
Cifras en miles MM COP



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfico 3 –Gasto Provisiones trimestre vs ROE trimestral

Cifras en miles MM COP



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

Grupo Aval | Entrega de Notas 3T25



Tabla 1 – Principales cifras Grupo Aval

Cifras en miles COP Miles MM y %

Resultados Grupo Aval					
Cifras en COP mil MM	3T24	2T25	3T25	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Netos por interés	1.668	2.021	1.872	12,2%	-7,4%
Gasto Neto Provisiones	939	866	964	2,7%	11,2%
Utilidad Neta (Controlante)	416	495	521	25,3%	5,3%
NIM	3,9%	4,0%	4,4%	46 pbs	35 pbs
ROE anualizado	9,7%	8,4%	11,5%	175 pbs	310 pbs
Costo del riesgo	2,3%	1,7%	1,9%	-40 pbs	20 pbs

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Corficolombiana | Entrega de Notas 3T25

noviembre de 2025

Harold Rubio

Analista Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com

Great
Place
To
Work®

Certificada

DIC 2024-DIC 2025
COL

Corficolombiana | Entrega de Notas 3T25



Los resultados de Corficolombiana en el trimestre reflejan un desempeño marcado por menores gastos financieros, una mayor generación operativa en infraestructura y energía, y variaciones mixtas entre los demás sectores.

Corficolombiana presentó sus resultados consolidados del 3T25, con un incremento en la Utilidad Neta explicado principalmente por menores Gastos Financieros y el comportamiento operativo de los sectores de Energía y Gas e Infraestructura. La **Utilidad Neta Consolidada alcanzó COP 207.429 millones**, frente a COP 150.060 millones en el mismo periodo del año anterior (+38,2% A/A) y por debajo de los COP 250.537 millones del 2T25 (-17,2% T/T). La **Utilidad Neta Atribuible a los Accionistas Controlantes fue COP 18.438 millones**, comparado con COP 63.807 millones en el 2T25 (-71,1% T/T) y con una pérdida de COP -6.103 millones en el 3T24. En los primeros nueve meses del año, la **Utilidad Neta consolidada alcanzó COP 912.822 millones (+35,5% A/A)** y la atribuible a los controlantes COP 342.817 millones (+166,0% A/A).

En los Estados Financieros Separados, la Utilidad Neta del 3T25 fue COP 63.983 millones, superior a los COP 61.756 millones del 2T25 (+3,6% T/T) y frente a la pérdida de COP -1.823 millones en el 3T24. **De forma acumulada, la Utilidad sumó COP 382.588 millones (+57,3% A/A), explicada por la reducción del Costo de Fondeo**, cuyo saldo pasó de COP 7,56 billones en septiembre de 2024 a COP 6,99 billones en septiembre de 2025, con una caída en la tasa desde 12,12% a 10,31%. Adicionalmente, el Margen Neto de Tesorería pasó de COP -25.321 millones en 9M24 a **COP 26.233 millones en 9M25**.

Los **Ingresos del Sector Real se ubicaron en COP 2,59 billones en el 3T25 (-3,0% A/A)**, frente a COP 2,62 billones en el 2T25 (-1,3% T/T). El Margen Bruto fue COP 1,16 billones (-4,7% A/A; -2,4% T/T). El **EBITDA consolidado alcanzó COP 1,21 billones** frente a COP 1,12 billones en el 2T25 (+8,2% T/T) y frente a COP 731.223 millones en el 3T24 (**+65,9% A/A**). La caída del Gasto Financiero continuó siendo determinante: el **Gasto de Intereses fue COP 688.575 millones**, inferior a COP 758.000 millones del 2T25 (**aprox. -9% T/T**) y a los COP 1,00 billones del 3T24 (**-31,2% A/A**). Los Gastos de Personal y Generales fueron COP 361.424 millones (-6,5% A/A; -1,2% T/T). La Utilidad Antes de Impuestos alcanzó COP 372.877 millones, frente a COP 413.000 millones del 2T25 (-9,7% T/T) y COP 297.187 millones del 3T24 (+25,5% A/A).

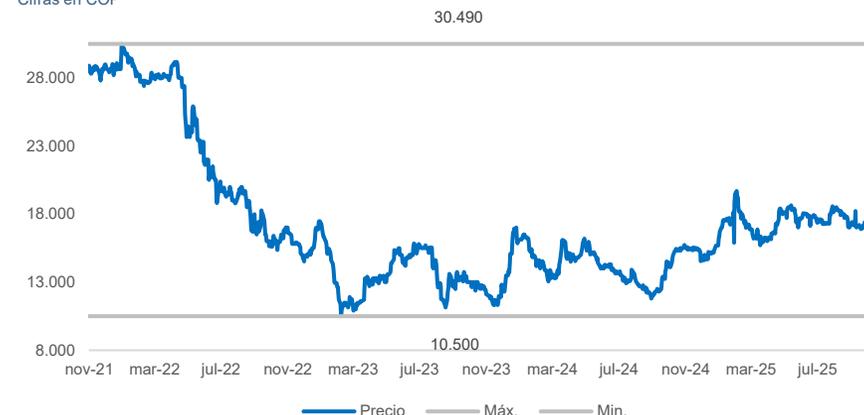
En materia de fondeo, la estructura consolidada mostró al 3T25 una composición de **44,16% en créditos, 23,98% en bonos y 31,86% en depósitos**, frente al 2T25 (44,54%, 22,48%, 32,98%) y al 3T24 (45,03%, 20,16%, 34,81%). El **costo promedio consolidado de la deuda cerró en 9,26%** en Septiembre de 2025, por debajo del 9,58% de Junio de 2025 (-32 pb T/T) y del 10,61% de Septiembre de 2024 (-135 pb A/A).

Market Cap. (BN COP)	6,63
Último Precio (COP)	18.180
YTD	+23,84%
P/VL	0,50x
P/E	16,57x
DVD Yield (Preferencial)	7,35%

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; Stock Analysis; datos con corte a 19 noviembre 2025

Gráfico 1 – Movimiento de la acción ordinaria

Cifras en COP



Fuente: Yahoo Finance, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

Corficolombiana | Entrega de Notas 3T25



En el balance separado, los activos sumaron COP 28,8 billones (+5,7% A/A; +2,0% T/T), impulsados por el crecimiento de las inversiones de renta fija y derivados (+34,2% A/A). En el consolidado, los activos alcanzaron COP 60,6 billones (+0,8% A/A; -0,4% T/T).

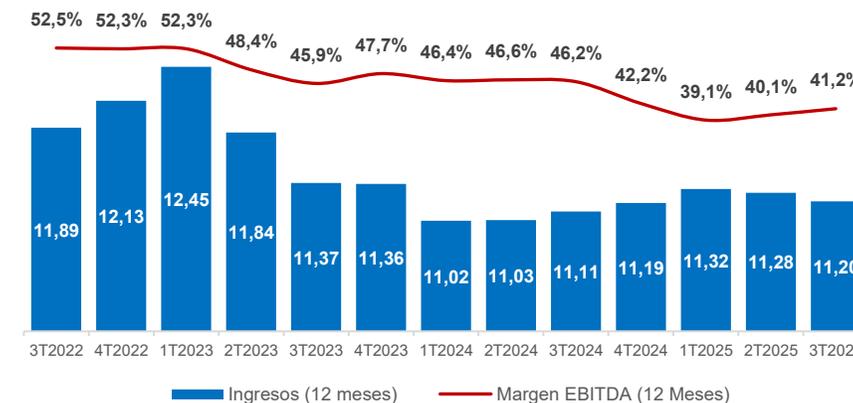
Durante el trimestre, Sociedad Portuaria El Cayao (SPEC), la terminal de regasificación de gas natural licuado (GNL) ubicada en Cartagena, operó con bidireccionalidad en 96% de los días y **atendió cerca del 19% de la demanda nacional de gas**. En Infraestructura, el **tráfico promedio diario consolidado fue 107.000 vehículos (+4,3% A/A; -5,7% T/T)**, y Hoteles Estelar registró ocupación de 66%, tarifa promedio de COP 447.324 y RevPAR de COP 293.757.

Resultados por Sectores

- Energía y Gas:** El sector registró Ingresos por COP 1,79 billones (+4,8% A/A; +1,7% T/T), **impulsados por mayores ventas y el aporte del activo financiero**. El Margen Bruto ascendió a COP 750.879 millones (+8,1% A/A; +7,6% T/T) y el EBITDA fue COP 696.935 millones (+14,7% A/A; +7,7% T/T). La Utilidad Neta alcanzó COP 360.154 millones (+26,2% A/A; -5,5% T/T), **reflejando un trimestre con mayor aporte operativo pero menor ingreso financiero** frente al 2T25.
- Infraestructura:** Los Ingresos fueron COP 458.641 millones (-28,5% A/A; -14,2% T/T) **por la menor actividad constructiva en proyectos casi finalizados**. Aun así, el EBITDA aumentó a COP 575.211 millones (+404,8% A/A; +11,3% T/T) **gracias a mayores Ingresos de operación y menores Costos**. La Utilidad Neta cerró en COP 76.257 millones (-3,7% A/A; -44,4% T/T). El tráfico promedio diario fue 107.000 vehículos (+4,3% A/A; -5,7% T/T), mostrando expansión anual y normalización respecto al 2T25.
- Turismo:** En el 3T25, el sector Turismo registró Ingresos por COP 155.640 millones (+1,1% A/A; -4,4% T/T), mientras **Hoteles Estelar alcanzó una ocupación de 66%** (+1 p.p. A/A; +6 p.p. T/T), una **tarifa promedio de COP 447.324** y un **RevPAR de COP 293.757** (+10,1% A/A). El EBITDA se ubicó en COP 25.981 millones (-14,3% A/A; +6,9% T/T) y la Utilidad Neta consolidada fue COP 9.543 millones (-25,9% A/A; +32,9% T/T), reflejando un mejor desempeño secuencial a pesar de la desaceleración de la demanda en agosto y septiembre.
- Agroindustria:** Los Ingresos ascendieron a COP 73.648 millones (+10,2% A/A; +1,5% T/T), **con mayor aporte de palma y arroz**. El EBITDA fue COP 11.579 millones (-16,3% A/A; +5,3% T/T) por presión de costos en caucho y arroz. La Utilidad Neta alcanzó COP 6.703 millones (+95,7% A/A; +72,5% T/T), favorecida por mayor desempeño de palma y menores gastos financieros frente al trimestre anterior.

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 – Obligaciones Financieras vs ratio Deuda Neta/EBITDA 12 meses

Cifras en COP Bn y # veces



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Corficolombiana | Entrega de Notas 3T25



Tabla 1 – Principales cifras Corficolombiana

Cifras en miles COP Miles MM y %

Resultados Corficolombiana					
Cifras en COP mil MM	3T2024	2T2025	3T2025	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso Operacional Sector Real	2.667	2.620	2.587	-3,0%	-1,3%
Margen Bruto de Operación	1.220	1.233	1.163	-4,7%	-5,7%
MPU y Dividendos	86	82	77	-10,8%	-5,5%
Gasto Financiero, neto	496	423	387	-22,0%	-8,4%
EBITDA	1.118	1.208	1.213	8,5%	0,4%
Utilidad Neta Controlante	-6	64	18	-402,1%	-71,1%
Margen Bruto	45,7%	47,1%	44,9%	-0,8 pbs	-2,1 pbs
Margen EBITDA	41,9%	46,1%	46,9%	5,0 pbs	0,8 pbs
Margen Neto	-0,2%	2,4%	0,7%	0,9 pbs	-1,7 pbs

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Grupo Sura | Entrega de Notas 3T25

Un trimestre de mejor calidad operativa

noviembre 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 3T25

Un trimestre de mejor calidad operativa



Los resultados del 3T25 los calificamos como **POSITIVOS** para Grupo SURA, con buenas cifras consolidadas (Utilidad Neta controladora de COP 1,24 billones, +132% A/A) que superaron las expectativas del mercado y reflejan avances estructurales importantes. Sin embargo, vale la pena distinguir los resultados de: efectos contables extraordinarios no recurrentes y una mejora operativa sostenible que apenas comienza a consolidarse.

La Utilidad Neta controladora contable de Grupo SURA llegó a **COP 1.238 mil millones (+132% A/A; +76% T/T)** que incorpora un efecto extraordinario de **COP 430.388 millones**, producto de la **reclasificación de Utilidades acumuladas en inversiones del exterior tras la reorganización societaria**. Específicamente, esto incluye **COP 420.585 millones de ganancias** por conversión de moneda extranjera de Grupo Argos S.A. que estaban registradas en el Otro Resultado Integral; y por otro lado, se registró un impacto negativo de COP -59.471 millones por el pasivo de acciones preferenciales.

Pero el dato que realmente importa está en otra cifra: la **Utilidad proforma de COP 866.771 millones (+73,0% A/A)**, que excluye estos efectos no recurrentes y **revela el verdadero desempeño del negocio**. A Septiembre, la Utilidad proforma acumulada suma COP 2,1 billones (+47,4% A/A), superando con holgura la meta anual. Esto quiere decir que del resultado financiero, **aproximadamente el 59,6% del crecimiento A/A de la Utilidad** provino del desempeño recurrente del negocio, no de ajustes contables. Esto significa que, más allá de la Escisión, **SURA está creciendo por méritos propios** derivado de: *mayores Ingresos por comisiones, mejor rendimiento de Inversiones a valor razonable, mayor aporte del Método de Participación y eficiencias operativas tangibles*. Esto se evidenció en la rentabilidad ajustada del trimestre (ROE) a 13,8%, con tendencia favorable.

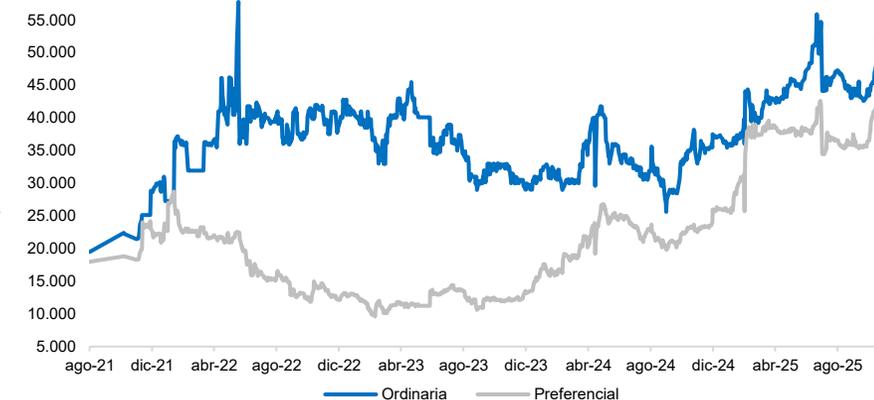
Si hay algo que caracterizan los resultados, es el aporte a la balanceado a la Utilidad de una estructura de inversión diversificada en tres grandes plataformas operativas para el Grupo, cada una en un rol estratégico:

- **Grupo Cibest | contribuye a Utilidad con COP 525.123 millones:** Es el mayor impulsor individual, representando el principal contribuyente del trimestre, favorecido por tres factores clave: *menor costo del riesgo, estabilidad del margen financiero y normalización del crédito*. Este desempeño ratifica a Cibest como un pilar fundamental en los resultados del Holding.
- **SURA Asset Management | contribuye a Utilidad con COP 457.027 millones:** La plataforma de administración de activos destaca por su capacidad con un modelo de negocio recurrente. Los Ingresos por comisiones crecieron +13% A/A, con las Comisiones de fondos de pensiones obligatorias alcanzando **COP 825.730 millones (+11,35% A/A)** solo en el 3T25, frente a COP 741.509 millones del año anterior. Más significativo aún, el Rendimiento neto de Inversiones a valor razonable creció un notable +52,79% A/A (de COP 595.859 millones a **COP 910.397 millones en el 3T25**), reflejando no solo una mejor gestión de portafolio sino también condiciones de mercado más favorables para la administración de activos.

Recomendación	NEUTRAL
Precio Objetivo	49.760
Market Cap. (COP BN)	16,67
Último Precio (Ord)	55.600
YTD (%)	+49,46%
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: Yahoo Finance, cálculos Casa de Bolsa SCB

Grupo SURA | Entrega de Notas 3T25

Un trimestre de mejor calidad operativa



- Suramericana | contribuye a Utilidad con COP 181.567 millones:** El negocio de seguros mostró un desempeño soportado en tres pilares: *estabilidad de siniestralidad, expansión de servicios y mayor dinamismo en seguros de vida individual*. Las primas retenidas devengadas (a 9 meses) crecieron de COP 10.811 mil millones a **COP 11.296 mil millones (+4,48% A/A)**, impulsadas por el aumento de nuevos clientes en Vida Individual, gracias a nuevas soluciones y servicios ofrecidos. Los siniestros retenidos se mantuvieron controlados (**COP 6.077 mil millones** vs. COP 6.119 mil millones a 9 meses), y los costos de seguros disminuyeron principalmente por menores costos en Seguros Generales S.A. (Chile), asociados a la no renovación de contratos en cartera hipotecaria.

La matemática del portafolio de estos tres motores aportó más del 100% de la Utilidad proforma del trimestre, compensando el resultado financiero neto del Holding (COP -255.302 millones, que mejoró desde COP -434 mil millones en 3T24), los gastos operativos corporativos (COP -38.994 millones) y otros efectos menores.

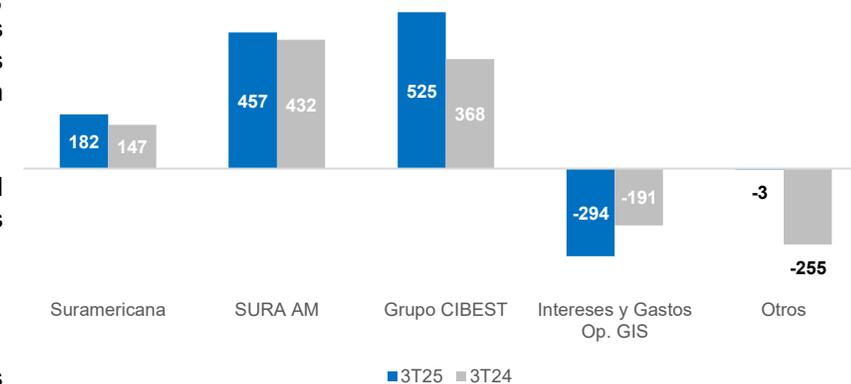
Crecimiento moderado en Ingresos, pero con un mix de mayor calidad

Los Ingresos del trimestre crecieron de manera moderada pero con una composición claramente más favorable: los consolidados alcanzaron **COP 7,8 billones (+7,6% A/A; 1,3% T/T)** y superaron en +5,1% lo esperado, mientras que en el acumulado del año sumaron COP 22,4 billones (+5,8% A/A). Destacamos que el avance provino de líneas de mayor calidad, con fuertes crecimientos en los rendimientos a valor razonable (+53% A/A), costo amortizado (+17%), comisiones (+13%), servicios (+24%) y método de participación (+41%). Esta tendencia fue apoyada operativamente por Suramericana, particularmente en Vida gracias a mayores ventas y menor cancelación de pólizas, y por SURA AM, cuyos Ingresos por Comisiones ascendieron a **COP 3,8 billones en el año (+10% A/A)**, consolidando un portafolio más diversificado y menos dependiente del negocio tradicional de seguros.

La eficiencia operativa fue otro pilar del trimestre. Los **Siniestros Retenidos** proforma disminuyeron ligeramente y los Gastos crecieron muy por debajo de los Ingresos, lo que impulsó la Utilidad operativa proforma del Grupo a COP 4,3 billones en el acumulado (+23,8% A/A) y a COP 1,7 billones en el trimestre (+43,9% A/A). **Este apalancamiento llevó el margen operativo del 16% al 22%**, mientras el resultado financiero neto mostró menor presión frente al año previo.

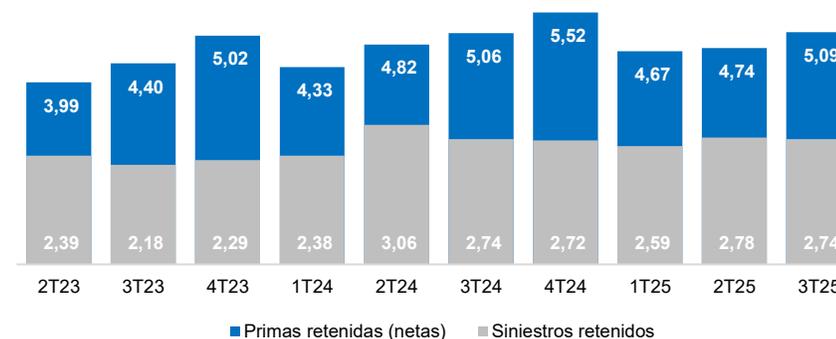
Con la Escisión ya finalizada, Grupo SURA entra en una etapa donde **el desempeño dependerá exclusivamente de la solidez de su operación recurrente**: sostener márgenes cercanos al 22%, mantener retornos estables y afianzar un mix de Ingresos más balanceado. Aunque el 3T25 mostró avances, la continuidad de estos resultados exigirá disciplina en costos, mayor tracción en comisiones y servicios. **Los próximos trimestres, libres de efectos extraordinarios, serán el verdadero examen de la fortaleza estructural del Grupo.**

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

Grupo SURA | Entrega de Notas 3T25

Un trimestre de mejor calidad operativa



Tabla 1 – Principales cifras Grupo SURA
Cifras en COP Miles MM

Resultados Grupo SURA					
Cifras proforma en COP Mil MM	3T24	2T25	3T25	Var % A/A	Var % T/T
Primas Retenidas Netas	5.065	4.743	5.091	0,5%	7,3%
Total Ingresos	7.292	7.657	7.757	6,4%	1,3%
Siniestros Retenidos Netos	-2.743	-2.778	-2.743	0,0%	-1,3%
Utilidad operativa	1.196	1.381	1.719	43,7%	24,5%
Utilidad Neta Controladora	534	702	1.238	131,9%	76,4%
Margen Operacional	16,4%	18,0%	22,2%	576 pbs	41 pbs
Margen Neto	7,3%	9,2%	16,0%	864 pbs	68 pbs
ROE 12 meses	21,5%	23,3%	23,9%	245 pbs	6 pbs

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Grupo Argos | Entrega de Notas 3T25

Buen desempeño operativo en medio de no-recurrentes

noviembre 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 3T25

Buen desempeño operativo en medio de no-recurrentes



Nuestra calificación para los resultados del 3T25 de Grupo Argos es **POSITIVA**, superando nuestras expectativas, dado el buen rendimiento operativo mostrado, traducido en una expansión de +420 pbs pb en márgenes EBITDA y un incremento del +154% en la Utilidad Controladora, sin incluir el efecto extraordinario de la escisión de las cifras financieras y contables.

El 3T25 representa un trimestre particularmente bueno para Grupo Argos, no solo por el tamaño de los efectos extraordinarios registrados en sus estados financieros, sino porque **este período permitió ver con claridad la nueva identidad corporativa de la compañía**. La escisión de su participación en Grupo Sura, que separó definitivamente los activos financieros del portafolio industrial, fue el evento que marcó el rumbo del trimestre. Este movimiento generó Utilidades de Operaciones Discontinuas por **COP 2,96 billones** en los estados financieros separados y **COP 1,64 billones en los consolidados**, cifras que explican gran parte del salto en la Utilidad Neta del período. Con esta decisión, el Grupo deja atrás el modelo histórico de conglomerado diversificado y adopta una estructura mucho más simple, clara y orientada a negocios donde tiene experiencia comprobada: cemento, energía e infraestructura.

Los resultados reportados lucen positivos. La Utilidad Neta consolidada **augmentó 240%** interanual hasta COP 1,67 billones, mientras que la **Utilidad Neta Controladora creció 327%** interanual hasta COP 1,41 billones. Pero esta lectura **es incompleta si no se distingue entre el efecto de la escisión y la operación corriente del negocio**. Incluso los Ingresos, que crecieron de COP 2,9 billones a **COP 3,3 billones (+13% A/A)**, no alcanzan a mostrar la verdadera dinámica operativa del Grupo. De hecho, la Utilidad de Operaciones Continuas cayó de COP 185,5 mil millones en el 3T24 a COP 36 mil millones en 3T25 (-80,6% A/A), reflejando un impacto tributario más alto y una base sin efectos extraordinarios. Sin embargo, **el desempeño recurrente, cuando se observa sin la distorsión de las transacciones extraordinarias, mostró un avance sólido y estructural**.

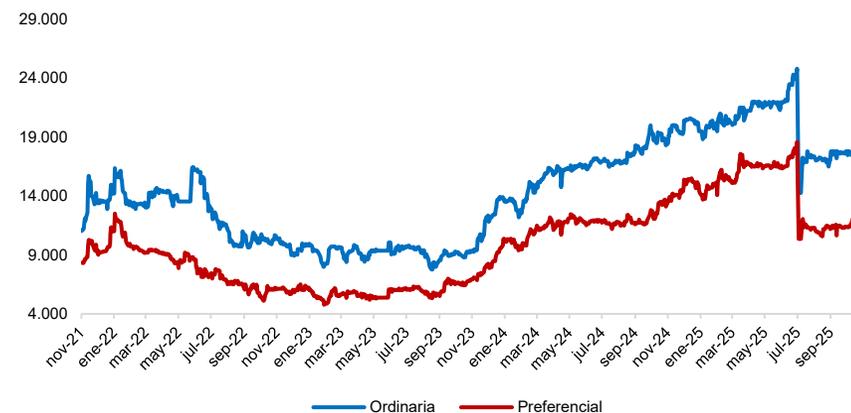
Precisamente los resultados proforma permiten ver esa realidad con mucha mayor claridad. **Excluyendo la escisión**, la venta de Summit, los deterioros de activos y otros efectos no recurrentes, los Ingresos recurrentes fueron **COP 2,889 mil millones (-1,9% A/A)**, una caída leve influenciada por ajustes contables en Puerto Rico. Pero lo verdaderamente importante no estuvo en los Ingresos, sino en la rentabilidad. El **EBITDA recurrente creció 13,6% interanual hasta COP 884 mil millones**, y el **margen EBITDA dio un salto significativo de +420 puntos básicos**, pasando de 26,4% a 30,6%.

Precio Objetivo (COP)	15.860
Recomendación	NEUTRAL
Market Cap. (COP BN)	11,16
YTD (%)	-13,50%
P/VL	1,03x
Div. Yield	10,83%

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; datos con corte a 19 noviembre 2025

Gráfico 1 – Movimiento de la acción Ordinaria y Preferencial

Cifras en COP



Fuente: Yahoo Finance, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

Grupo Argos | Entrega de Notas 3T25

Buen desempeño operativo en medio de no-recurrentes



Esta expansión, que **no puede atribuirse a efectos contables sino a una operación más eficiente**, muestra una mejora importante la calidad del negocio. A esto se suma que la **Utilidad Neta recurrente** ascendió a **COP 415 mil millones (+117,8% A/A)** y la **Utilidad Neta Controladora recurrente** alcanzó **COP 214 mil millones (+154% A/A)**, evidenciando que la rentabilidad real mejoró de manera sustancial, incluso con Ingresos planos.

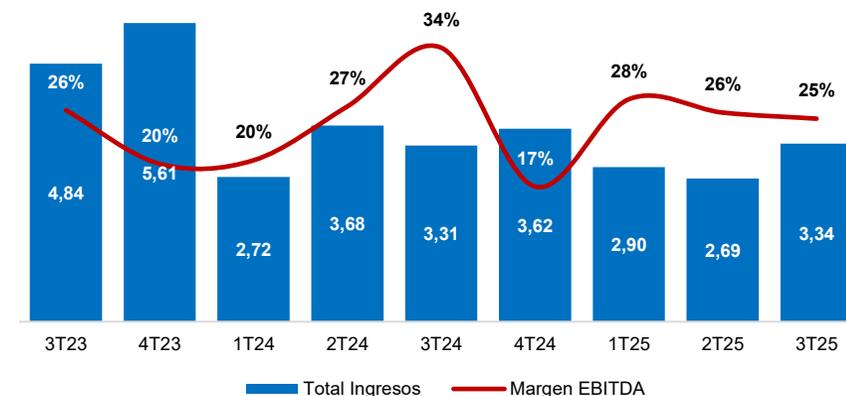
El desempeño de las filiales sostiene esta tendencia, y constituye la parte más interesante del trimestre una vez despejado el ruido de la escisión. En **Cementos Argos**, la compañía logró un crecimiento de EBITDA de 16% interanual gracias a mayor eficiencia en Colombia y Centroamérica, acompañado del avance estratégico en la plataforma de exportación de Agregados hacia Estados Unidos, un proyecto que podría sumar más de USD 150 millones de EBITDA en los próximos años. **Celsia** también entregó un trimestre robusto, pues la normalización de la hidrología permitió mejorar volúmenes y rentabilidad, impulsando su **EBITDA un 10% interanual** hasta COP 381 mil millones. Además, el lanzamiento de Atera (una nueva plataforma de eficiencia energética creada junto a Brookfield, con más de 500 clientes y un plan de inversión de USD 500 millones) permitió reducir la Deuda neta consolidada en cerca de COP 400.000 millones, fortaleciendo la posición financiera del negocio.

Por su parte, **Odinsa registró uno de los mejores desempeños dentro del Grupo**. Sus Ingresos crecieron **40% interanual**, el **EBITDA aumentó 45% A/A** y la **Utilidad Neta subió 54% A/A**, impulsados por la valorización de los activos del fondo de capital privado administrado junto a Macquarie y por la fortaleza operacional de su portafolio de vías y aeropuertos. La empresa también **marcó un hito importante con la creación de Odinsa Aguas**, comenzando su expansión hacia infraestructura hídrica a través de la adquisición de Ticsa en México. El cierre financiero de la segunda fase del Túnel de Oriente, por COP 1,8 billones, continúa consolidando su posición como uno de los actores más relevantes en concesiones de largo plazo.

En conjunto, el 3T25 fue un trimestre de transición donde la Utilidad extraordinaria capturó la atención, **pero fue el desempeño recurrente el que definió la verdadera dirección estratégica de Grupo Argos**. La compañía dejó atrás el perfil de conglomerado para consolidarse como un Holding industrial con tres motores operativos que vienen creciendo en eficiencia, margen y gestión financiera, apoyados por decisiones que fortalecen su capacidad para crear valor. La simplificación del portafolio y la mejora en rentabilidad son una muestra de a una organización más clara y enfocada, donde **la Utilidad extraordinaria explica la foto del trimestre, pero la operación recurrente explica la trayectoria**.

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	3T24	2T25	3T25	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Totales	3.310	2.689	3.343	1,0%	24,3%
EBITDA	1.136	704	850	-25,2%	20,7%
Utilidad Neta	494	200	1.677	239,7%	738,2%
Margen EBITDA	34,3%	26,2%	25,4%	-888 pbs	-77 pbs
Margen Neto	14,9%	7,4%	50,2%	3524 pbs	4271 pbs

Fuente: Emisor, Cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Cementos Argos | Entrega de Notas 3T25

Eficiencias operativas impulsan EBITDA y Utilidad Neta

noviembre de 2025

Harold Rubio

Analista Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com

Great
Place
To
Work®

Certificada

DIC 2024-DIC 2025

COL

Cementos Argos | Entrega de Notas 3T25

Eficiencias operativas impulsan EBITDA y Utilidad Neta



Los resultados del trimestre fueron **POSITIVOS**, impulsados por el aumento en los volúmenes de producción y venta, así como por una gestión eficaz de las eficiencias operativas. No obstante, una parte relevante del salto en Utilidades frente al año anterior, provino del impulso financiero generado por los rendimientos de la liquidez tras la venta de Summit Materials.

Cementos Argos presentó sus resultados correspondientes al 3T25 que superaron nuestras proyecciones iniciales. La **Utilidad Neta Consolidada alcanzó COP 247.503 millones (+80,3% A/A; +45% T/T)**, superando en más de 44% nuestras expectativas, y los **Ingresos Operacionales sumaron COP 1,37 billones (+2,3% A/A)**, de los cuales observamos contribuciones por parte del aumento en volúmenes de Cemento y una recuperación gradual de la región.

En el frente operativo, observamos que los **volúmenes de Cemento aumentaron 7,5% A/A**, con una **recuperación destacada en Colombia**, donde los **despachos crecieron 7,3%** apoyados por el dinamismo del segmento Comercializador y la Autoconstrucción. En **Centroamérica y el Caribe**, los **volúmenes avanzaron 13,7%**, con Guatemala operando a plena capacidad y República Dominicana beneficiándose del impulso turístico e inmobiliario. Sin embargo, por otro lado, **identificamos debilidad en los volúmenes de ventas de Concreto (RMC) disminuyendo un 7,9% en el 3T25** y una contracción más marcada del 15,7% en el acumulado de los nueve meses. Esta disminución se debe en parte a una "decisión estratégica" de cambiar el modelo de negocio en Panamá.

Esto permitió el buen comportamiento del **EBITDA alcanzando los COP 360.955 millones (+15,9% A/A; +53,9% T/T)**, mientras que el EBITDA ajustado llegó a COP 374 mil millones, con un **margen de 27,4%**, **368 pbs por encima del año anterior**. Destacamos cómo el programa "De la Mina al Mercado" continua generando eficiencias en *transporte, logística y operación*, fortaleciendo la estructura de Costos y que contribuyen a un **ROCE de 15,7%**, ya por encima del objetivo anual.

En el ámbito financiero, observamos que la empresa sigue capitalizando la liquidez de la venta de Summit Materials (USD 2.873 millones). **Cerca del 66% de esos recursos (COP 7,8 billones)** permanecen invertidos en instrumentos líquidos de bajo riesgo, generando **rendimientos cercanos a USD 80 millones a Septiembre**. Resaltamos que este hecho ayudó a la mejora del **Gasto Financiero Neto por COP 110.234 millones A/A**, al pasar de una pérdida de -COP 124.416 millones en 3T24 a -COP 14.182 millones en 3T25. Adicionalmente, se observó que **la revaluación del peso aportó COP 46.477 millones en ganancias cambiarias**. Con la liquidez actual, el indicador **Deuda Neta/EBITDA se ubica en un saludable -6,7x**, reflejando el excelente nivel de solvencia de la empresa, dada la fuerte posición de caja.

Recomendación	NEUTRAL
Precio Objetivo (COP)	11.700
Market Cap. (COP BN)	13,34
Último Precio	10.340
YTD (%)	+1,37%
P/B	1,03

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

Gráfico 1 – Acción Cementos Argos (ordinaria)

Cifras en COP



Fuente: Yahoo Finance, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

Cementos Argos | Entrega de Notas 3T25

Eficiencias operativas impulsan EBITDA y Utilidad Neta



Estrategia de Cementos Argos de reingreso a los EE. UU.

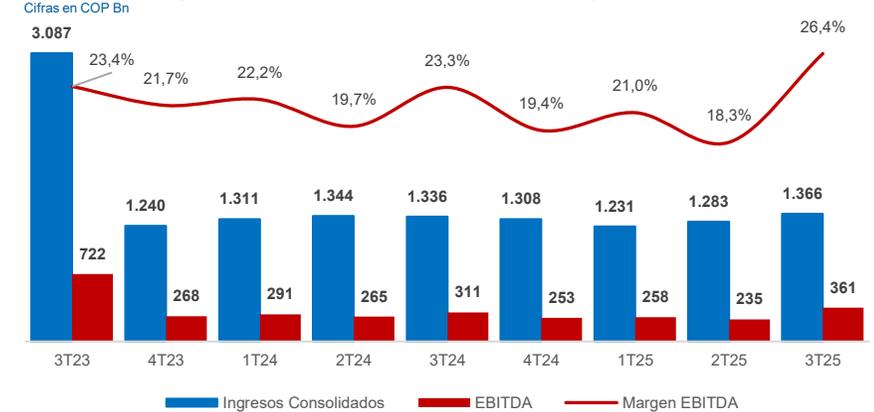
Durante la llamada de presentación de resultados, le fue consultada a la administración acerca del avance de sus planes en el reingreso a Estados Unidos, del cual resumimos una parte:

- La operación en Estados Unidos es un **pilar clave del plan SPRINT 3.0**. La compañía está **desarrollando Argos Materials**, una plataforma de agregados orientada a generar **USD 200 millones de EBITDA incremental hacia 2030**, bajo un modelo asset-light de exportación multi-origen, multi-producto y multi-destino.
- Durante el 3T25, **se aseguraron dos posiciones portuarias adicionales en la costa sureste de EE. UU.**, ampliando la capacidad logística hacia mercados como Texas, Florida y Nueva Orleans. Se completaron pruebas de calidad y avanza la certificación DOT; el **primer embarque comercial está programado para Noviembre**, y se constituyeron **Cemargos USA Corp.** y **Argos Materials LLC** para soportar la operación.
- La **proyección de producción** prevé superar las **10 millones de toneladas** cortas por año, con un despliegue gradual:
 - Fase 1 (2025–2026): 1 millón
 - Fase 2 (2026–2030): 9,5 millones
 - Fase 3 (2030+): >10 millones
- Dentro de las metas financieras, está generar USD 200 millones de EBITDA incremental con un **CAPEX < USD 500 millones**, y complementar la expansión con adquisiciones bolt-on para fortalecer la plataforma de agregados.

Aspectos ASG:

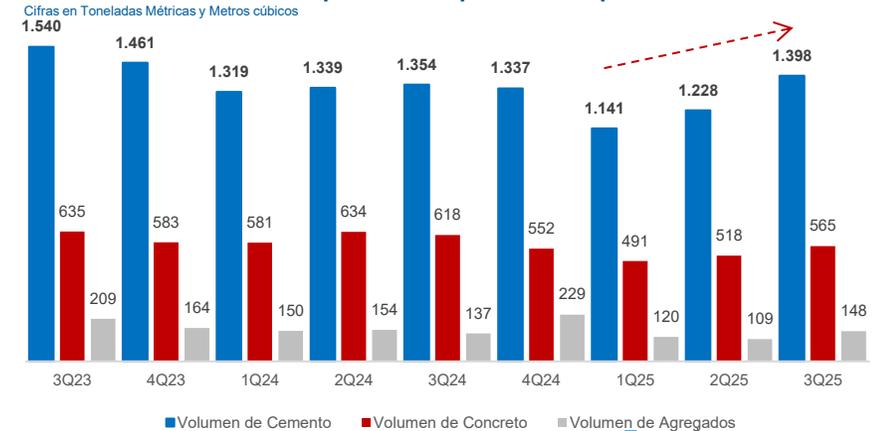
Cementos Argos mantuvo en el 3T25 un sólido desempeño en sostenibilidad, **destacándose en ALAS20** y sin cambios materiales en sus políticas ASG, mientras continúa gestionando riesgos estratégicos como la **reducción de emisiones de CO₂**. La compañía sostiene **provisiones ambientales y de desmantelamiento por COP 62.978 millones**, avanza en proyectos de investigación en biocombustibles con la Universidad de Antioquia y monitorea riesgos climáticos que afectaron operaciones en Centroamérica y el Caribe durante el trimestre.

Gráfico 2 – Ingresos consolidados, EBITDA y Margen EBITDA del trimestre



Fuente: Emisor, Cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfico 3 – Volúmenes de producción por línea de producto en Colombia



Fuente: Emisor, Cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Grupo Cibest | Entrega de Notas 3T25

El ROE “vuela alto” y alcanza nuevos niveles



Tabla 1 – Principales cifras consolidadas Cementos Argos

Cifras en miles MM COP y %

Resultados Cementos Argos					
Cifras COP mil millones	3T24	2T25	3T25	Var % T/T	Var % AA
Ingresos Operacionales	1.336	1.283	1.366	6,5%	2,3%
EBITDA	311	235	361	53,9%	15,9%
Utilidad Neta	137	171	248	45,0%	80,3%
Utilidad Neta Controladora	114	153	220	44,0%	93,9%
Margen EBITDA	23,3%	18,3%	26,4%	814 pbs	310 pbs
Margen Neto (controladora)	8,5%	11,9%	16,1%	420 pbs	761 pbs

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

PEI Entrega de Notas 3T25

Flujo de Caja por título aumenta a pesar de dilución

noviembre 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 3T25

Flujo de Caja por título aumenta a pesar de dilución

PEI presentó resultados Positivos para el tercer trimestre de 2025, en línea con las expectativas del mercado. A pesar del menor ritmo de recorte de tasas, estancamiento en la inflación y dilución de títulos, el Flujo de Caja Distribuible por título continuó creciendo.

Ingresos: Los Ingresos totalizaron COP 200 mil millones, con un crecimiento del +6,5% A/A (+1% T/T), impulsados principalmente por el crecimiento natural de los contratos de arrendamiento indexados a la inflación.

NOI y EBITDA: Por su parte, el Ingreso Neto Operativo (NOI) alcanzó COP 166 mil millones, con un crecimiento de +6,4% A/A y un margen de 83% (-14pbs A/A), reflejando la estabilidad operativa del vehículo. En paralelo, el EBITDA se situó en COP 137 mil millones, creciendo un 4,2% A/A y moderándose en un -3% frente al trimestre anterior, con un margen del 68,4%, explicado principalmente por mayores comisiones pagadas.

Deuda y Gastos Financieros: Ahora bien, la reciente emisión de títulos por COP 500.000 millones le permitió al vehículo disminuir su Deuda Financiera en un 15%, pasando de COP 3,23 billones a COP 2,75 billones, ajustando su nivel de endeudamiento a 27,8% frente al 32,6% del trimestre anterior. En ese sentido, resaltamos la reducción del -13,3% A/A y -3,6% T/T en los Gastos Financieros Netos, donde el Costo Promedio de la deuda se ubicó en 10,32% vs 11% del 3T24 y 10,52% del trimestre anterior. Es importante destacar que el 49,4% de la deuda está indexada al IPC (el cual tuvo un repunte del 5,18% en el trimestre), mientras que el 38,6% está indexada al IBR y el 12% restante es en Tasa Fija.

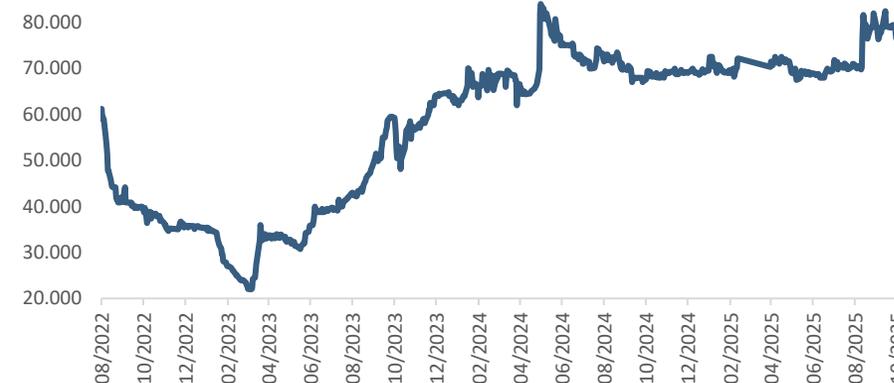
Flujo de Caja Distribuible: Lo anterior, benefició el Flujo de Caja Causado, que ascendió a los COP 65 mil millones, representando un incremento de +44,7% A/A y +18,2% T/T, permitiendo compensar la dilución de títulos que aumentó en un 17% y entregando COP 1.302 por cada uno (+23,8% A/A y +1,3% T/T), los cuales serán pagados el 18 de noviembre de 2025.



Ticker	PEI
Sector	Inmobiliario
Precio Objetivo (COP)	93.695
Recomendación	Sobreponderar
Precio Cierre	81.580
Potencial de Valorización	14,9%
YTD	16,58%
Cap. Bursátil (COP Bn)	4,05
Activos administrados (COP Bn)	9,93x
P/V	0,57x
EV/EBITDA	11,7x

Gráfica 1. Evolución título PEI

Cifras en COP



Cifras con corte al 05/11/2025

PEI Entrega de Notas 3T25

Flujo de Caja por título aumenta a pesar de dilución

En ese sentido, el Dividend Yield (12 meses) se ubicaría en 6,18% según nuestros cálculos (con el precio de cierre del 5/11/2025), manteniéndose en los niveles de este año y superando el rango de 2,8% y 4,5% del año 2024. La compañía espera que el Dividend Yield se ubique por encima del 7% para 2026.

Vacancia Física y Económica: Este desempeño fue levemente opacado por un incremento en la **vacancia física**, que alcanzó 7,2% vs 5,2% en 3T24, explicado principalmente por el aumento de vacancias en el segmento corporativo (12,89%) y logístico (5,92%). Por su parte la **vacancia económica** también aumentó 54pbs A/A, pasando de 7,44% en 3T24 a 7,98%, sin embargo, mejoró de manera secuencial disminuyendo 41 Pbs.

Seguimos manteniendo una perspectiva positiva sobre el vehículo, sin embargo, creemos que la mejora del Flujo de Caja para el accionista será mas lenta de lo esperado, dado el cambio de perspectiva en las tasas de interés e inflación para Colombia.

Gráfica 2. Flujo de Caja Causado

Cifras en COP mil millones

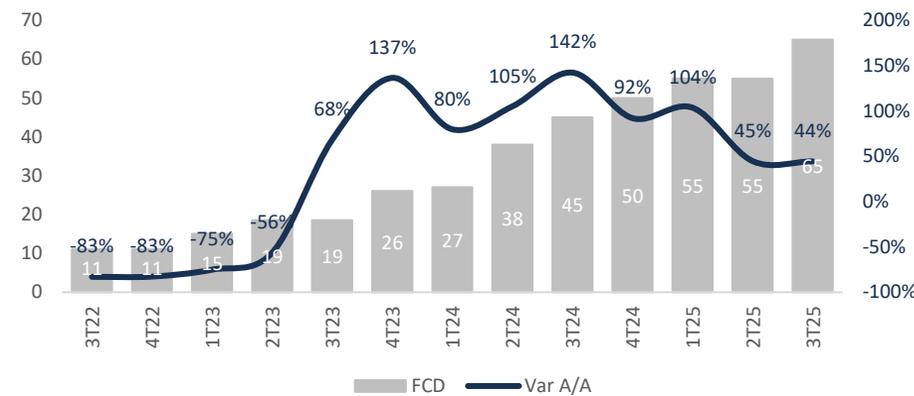


Tabla 2. Resultados Trimestrales 3T25

Cifras en COP mil millones

PEI	3T24	2T25	3T25	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Totales	188	199	200	0,9%	6,5%
NOI	156	167	166	-0,6%	6,4%
EBITDA	132	142	137	-3,0%	4,2%
FC causado	45	55	65	18,2%	44,4%
FDC*	1.052	1.285	1.302	1,3%	23,8%
Margen NOI	82,9%	84,0%	82,7%	-122pbs	-14pbs
Margen EBITDA	70,0%	71,2%	68,4%	-275pbs	-155pbs

*COP por título

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

TIN Entrega de Notas 3T25

Impacto positivo por menor Costo de la Deuda

noviembre 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 3T25

Impacto positivo por menor Costo de la Deuda

TIN presentó Resultados Neutrales para el 3T25, con un menor Gasto Financiero que continúa beneficiando el Flujo de Caja Distribuible a los inversionistas a pesar de menores márgenes

Ingresos: Los Ingresos Operacionales para el tercer trimestre de 2025 se ubicaron en COP 11,9 mil millones, representando un incremento del 8% A/A, impulsado principalmente por los Ingresos de Arriendos indexados al IPC.

NOI y EBITDA: Por otro lado, se registró un NOI de COP 10,3 mil millones, representando un incremento del 5% anual, con un margen de 86%, estable frente trimestre anterior y disminuyendo 180 pbs frente al 3T24.

Así mismo, se registró un EBITDA de COP 8,5 mil millones, representando un aumento del 5% T/T y estable frente al mismo periodo de 2024. En ese sentido, el Margen EBITDA se situó 71%, siendo inferior en 609 pbs frente al 3T24. explicado en gran medida por una mayor ejecución de comisiones que crecieron 83% A/A.

Destacamos la continua disminución de los Gastos Financieros, los cuales, para el 3T25 fueron de COP 3,4 mil millones, representando una disminución de 14% anual, de manera secuencial se presentó un incremento de 5%. Lo anterior, explicado por un menor Costo promedio de la Deuda que se ubicó en 10,03% E.A vs 11,01% E.A en 3T24, beneficiado por la estructura de la deuda financiera del vehículo, correspondiente al 100% en Tasa Variable.



Ticker	TIN
Sector	Inmobiliario
Recomendación	Neutral
Precio Cierre	21.680
Cap. Bursátil (COP millones)	421.976
Activos administrados (COP millones)	571.059
P/V	0,98x
EV/EBITDA	17x

Gráfica.1 Ingresos Operacionales y Gastos Financieros

Cifras en COP mil millones



TIN Entrega de Notas 3T25

Impacto positivo por menor Costo de la Deuda

Flujo de Caja Distribuible: En ese sentido, se registró una **Distribución de Rendimientos por COP 6 mil millones para el trimestre**, siendo 37% superior a la del 3T24 y representando un Margen del 50% sobre los Ingresos Operacionales del periodo y alcanzando un Dividend Yield (12 meses) del 5,44% a precios de mercado (100%).

Vacancia física y económica: Por otro lado, destacamos el nivel saludable de las **Vacancias Física y Económica (3,39% y 2,84% respectivamente)**, que se encuentran por debajo de sus comparables.

El vehículo esperar cerrar 2 compras de inmuebles en el segmento Logístico este año por aproximadamente COP 23 mil millones, segmento que ven atractivo para el año 2026 gracias a su alta ocupación. Por otro lado, proyectan realizar una nueva emisión el próximo año, con el propósito de disminuir deuda y adquirir nuevos inmuebles, dicha emisión rondaría los COP 150 mil millones.

Creemos que el aumento del Flujo de Caja tendrá una desaceleración, dado el cambio de perspectiva en las tasas de interés e inflación para Colombia.

Gráfica 2. Distribución y Margen de Rendimientos

(Distribución de Rendimientos) cifras en COP millones

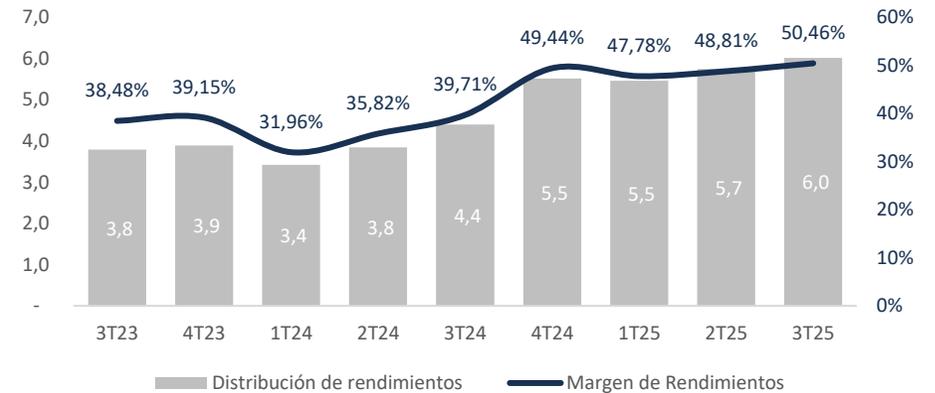


Tabla 2. Resultados Trimestrales 3T25

Cifras en COP mil millones

TIN	3T24	2T25	3T25	Var % A/A	Var % T/T
<i>COP mil millones</i>					
Ingresos Operacionales	11,1	11,8	11,9	8%	1%
NOI	9,8	10,1	10,3	5%	2%
EBITDA*	8,5	8,0	8,5	-1%	5%
Gasto financiero	3,9	3,3	3,4	-14%	2%
Distribución de rendimientos	4,4	5,7	6,0	37%	5%
Margen NOI	88%	86%	86%	-180Pbs	64Pbs
Margen EBITDA	77%	68%	71%	-609Pbs	279Pbs
Margen de Rendimientos	40%	49%	50%	1075Pbs	164Pbs

*Calculado por Aval Casa de Bolsa

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Grupo Éxito | Entrega de Notas 3T25

Buen desempeño operativo impulsado por eficiencias

noviembre de 2025

Harold Rubio

Analista Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com

Great
Place
To
Work®

Certificada

DIC 2024-DIC 2025
COL

Grupo Éxito | Entrega de Notas 3T25

Buen desempeño operativo impulsado por eficiencias



Grupo Éxito presentó sus resultados para el tercer trimestre del año, los cuáles calificamos como **POSITIVOS**, al superar nuestras expectativas sobre Utilidades en un **+28%**, así como en EBITDA en un **+11%**.

Observamos una **tendencia de mejora operativa y financiera que se ha sostenido a lo largo del año**, apoyada en la ejecución de su estrategia comercial (*conversión de tiendas hacia marcas emblemáticas Éxito y Carulla y aumento del surtido*) y en la optimización de Costos y Gastos (*control de mermas, eficiencias logísticas y optimización de red física y estructura operativa*).

Los **Ingresos Consolidados** totalizaron **COP 5,2 billones (-0,3% A/A y +0,4% T/T)** manteniéndose estables frente al trimestre anterior, aunque **con un crecimiento del +3,9% A/A** al excluir el efecto cambiario, gracias al éxito de sus estrategias comerciales y el desempeño de ventas en Colombia (+4,3% en ventas netas) y Uruguay (+4,3% en ventas netas excl. FX), combinado con la expansión de los negocios inmobiliarios y complementarios en la región.

El cuanto al desempeño del indicador **Ventas Mismos Metros (SSS)**, observamos que el 3T25 mostró una dinámica favorable para el la empresa, con un **crecimiento consolidado de +5,4% A/A**, impulsado principalmente por las operaciones de Colombia y Uruguay. En nuestro análisis, destacamos que **Colombia continúa siendo el principal motor**, con un **SSS de +5,5% A/A**, apoyado en la recuperación de las categorías de **No Alimentos** y en el buen desempeño del segmento Frescos. **Uruguay replicó esta tendencia**, también con un **+5,5% A/A**, gracias al aporte sostenido del formato Fresh Market. Incluso **Argentina**, pese a un entorno desafiante, **registró un crecimiento de +3,6% A/A**, lo que nos sugiere que las iniciativas comerciales han logrado sostener el tráfico y la rotación.

Con relación a los metros cuadrados de venta, el Grupo opera **584 tiendas** con un **área de venta consolidada de 985 mil m²**, distribuida principalmente en **Colombia (826 mil m²)**, seguida por **Uruguay (88 mil m²)** y **Argentina (70 mil m²)**.

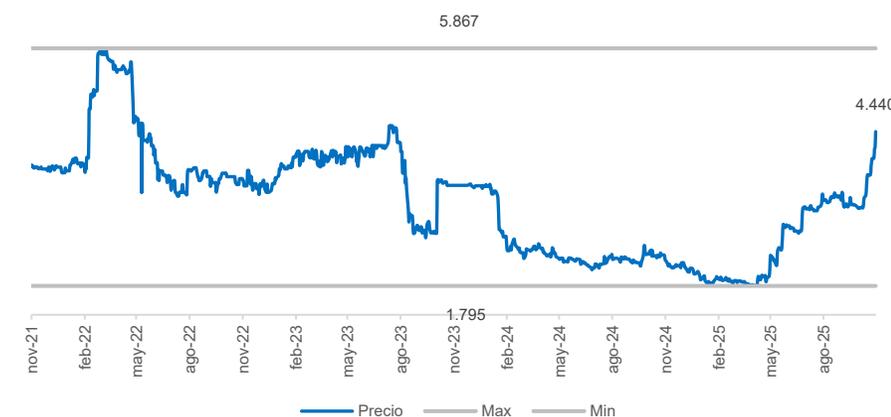
Desde nuestra mirada, destacamos la estrategia de red física que se centró en **19 intervenciones LTM** (18 en Colombia y 1 en Uruguay) **orientadas a conversiones y remodelaciones**, mientras que en paralelo **se avanzó en el cierre de tiendas de bajo rendimiento**. Consideramos que estos ajustes, en conjunto con la estrategia de enfoque de marcas (Éxito y Carulla), ayudan a **optimizar los metros disponibles y mejorar el aporte operativo de la red**, aportando así a la recuperación del indicador SSS y a una presencia comercial más eficiente.

Precio Objetivo (COP)	4.640
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap. (COP BN)	5,76
YTD (%)	111,93%
P/VL	0,84x
P/E	16,40x

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

Gráfico 1 – Movimiento Acción Grupo Éxito

Cifras en COP



Fuente: Yahoo Finance, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

Grupo Éxito | Entrega de Notas 3T25

Buen desempeño operativo impulsado por eficiencias



La **Utilidad Neta** alcanzó **COP 143 mil millones (-2,7% T/T)**, revirtiendo la pérdida registrada un año atrás, mientras que el **EBITDA Recurrente** aumentó **+30,9% A/A y -0,9% T/T**, hasta **COP 448 mil millones**, con un margen de 8,6% (+204 pb A/A y -11 pb T/T). Según nuestro análisis, ambos resultados son la combinación de mayor **eficiencia operativa en Colombia y Uruguay** y una **mejor gestión financiera**, apoyada en: *menores costos de deuda, reducción de pérdidas cambiarias y alivio en gastos por factoring y derivados*. Sumado al avance de los negocios complementarios.

Colombia fue el principal impulsor del trimestre, con Ingresos creciendo 4,4% y una expansión relevante del margen EBITDA gracias al mejor desempeño de **No Alimentos** y la **venta Omnicanal (+14,6% del total de ventas)**. **Uruguay** sostuvo una rentabilidad elevada con un **margen del 11,5%**, mientras que **Argentina** siguió presionada por el **menor consumo y la devaluación**, apoyándose parcialmente en el negocio inmobiliario.

En cuanto al **negocio Inmobiliario**, creemos que el desempeño del 3T25 se mantiene en buen momento otorgando ese toque de diversificación y solidez al ingreso del Grupo (*Otros Ingresos +4,1% A/A excl. FX*). Por ejemplo, en **Colombia**, Viva Malls registró Ingresos por **COP 122.478 millones (+12,4% A/A)** y opera **807.600 m²** con una **ocupación del 97,4%**, mientras que en **Argentina** el segmento creció **+13,9% A/A excl. FX**, con **14 centros comerciales, 180.750 m²** y una **ocupación del 84,6%**.

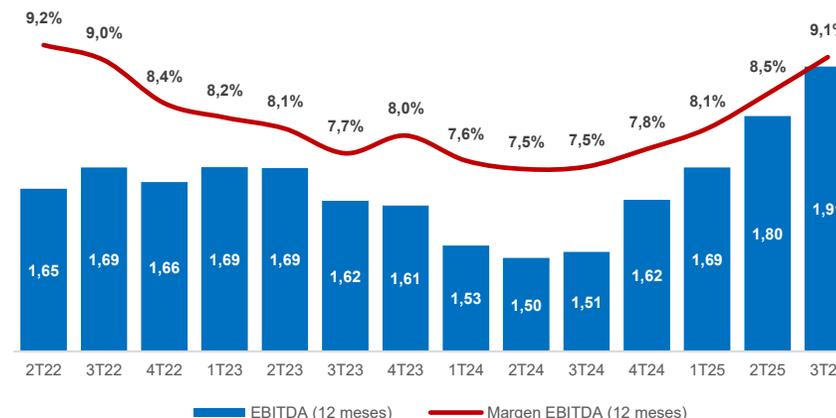
Es importante resaltar que el portafolio posee bajo nivel de vacancia física y económica, y vale la pena también mencionar que al momento, vienen trabajando en diferentes planes de expansión de área de arrendamiento, desarrollando proyectos como **Viva Suba**, que añadirá más de **50.000 m² en Bogotá**. En línea con este desarrollo, estimamos que el CAPEX ejecutado en el año para el negocio retail e inmobiliario, asciende a **COP 10.516 millones** en inversiones directas sobre activos inmobiliarios, un nivel menor frente al registrado un año atrás (COP 23.680 millones).

Iniciativas ASG

Al corte del 3T25 Grupo Éxito muestra avances relevantes: más de **30 mil colaboradores capacitados** y cerca de **30 mil beneficiados** con programas de bienestar; un **abastecimiento altamente local** (95% en textiles y más del 88% en productos frescos) que fortaleciendo productores regionales; y un aporte ambiental destacable con la **recolección de 4.426 toneladas de material reciclable**, cuyos recursos se destinan totalmente a programas de nutrición infantil.

Gráfico 2 – Evolución EBITDA 12 y Margen EBITDA 12 meses

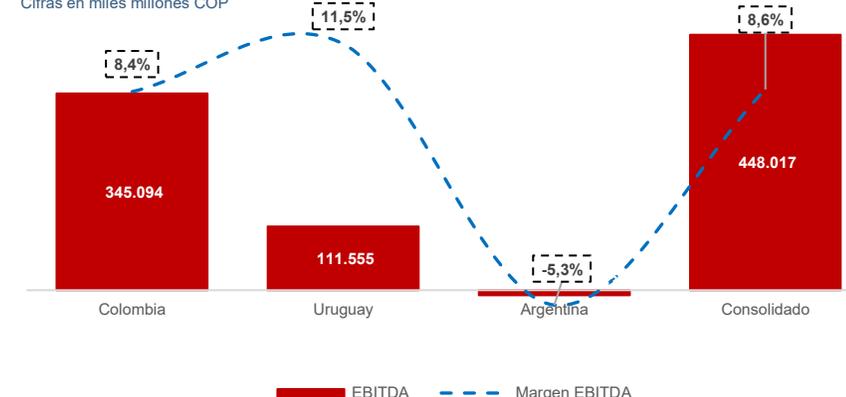
Cifras en miles millones COP



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfico 3 – EBITDA y Margen EBITDA del trimestre por región

Cifras en miles millones COP



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

Grupo Éxito | Entrega de Notas 3T25

Buen desempeño operativo impulsado por eficiencias



Tabla 1 – Principales cifras consolidadas Grupo Éxito

Cifras en miles MM COP y %

Cifras en COP mil millones	Resultados Grupo Éxito				
	3T24	2T25	3T25	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	5.242	5.208	5.229	0,4%	-0,3%
EBITDA	342	452	448	-0,9%	30,9%
Utilidad Neta controladora	-35	147	143	-2,7%	NA
Margen EBITDA	6,53%	8,68%	8,57%	-11 Pbs	204 Pbs
Margen Neto	-0,66%	2,82%	2,73%	-9 Pbs	NA
Utilidad Bruta	1.286	1.336	1.312	-1,8%	2,0%
Margen Bruto	24,54%	25,65%	25,09%	-55 Pbs	55 Pbs
Utilidad Operacional	135	298	286	-3,9%	112,0%
Margen Operacional	2,58%	5,72%	5,47%	-25 Pbs	290 Pbs

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Terpel Entrega de Notas 3T25

Sorpresa positiva en Utilidad Neta

noviembre de 2025

Daniel Bustamante

Analista Renta Variable
daniel.bustamante@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

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

Great
Place
To
Work®

Certificada

DIC 2024-DIC 2025

COL

Terpel Entrega de Notas 3T25

Sorpresa Positiva en Utilidad Neta

Terpel reportó resultados Positivos para el 3T25, con sorpresa positiva en la Utilidad Neta, que se ubicó por encima de nuestras expectativas. El desempeño operativo nuevamente se vio presionado por un decalaje negativo en los precios del combustible JET, mientras que menores Gastos Financieros y desempeño operativo estable continúan beneficiando la Utilidad Neta.

Ingresos y volumen vendido: Los Ingresos consolidados totalizaron COP 9,6 billones, en línea con nuestras expectativas, con un crecimiento del 6% vs 3T24 y del 3% frente al trimestre anterior. Este resultado se explicó por el aporte del 77% en los Ingresos en Colombia, que crecieron 10% A/A, el cual fue parcialmente contrarrestado por la contracción de los Ingresos en Panamá y Perú de -3% A/A y -4% A/A respectivamente. Por otro lado, destacamos los volúmenes vendidos consolidados, que registraron nuevamente un buen comportamiento ascendiendo a 806 millones de galones (MM Gls) creciendo 5% A/A, apalancado por el buen desempeño de las diferentes líneas de negocio, en donde, la línea de Industria fue la única en presentar una contracción del -6% A/A, impactado por la desaceleración en los sectores de construcción y transporte.

EBITDA: Por su parte, el EBITDA se ubicó en COP 479 mil millones, siendo 6% superior a nuestras expectativas, y registrando un crecimiento del 11% T/T y del 6% A/A. A pesar de que se registró un decalaje negativo entre los precios de compra y venta del combustible JET, el margen EBITDA se mantuvo estable 5% frente al año anterior y mejoró levemente en 35pbs frente al 2T25. Sin el efecto del decalaje, el EBITDA habría alcanzado los COP 494 mil millones.

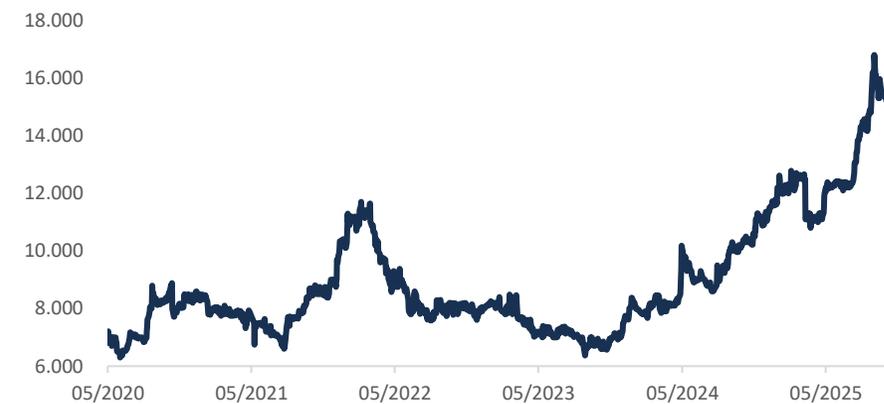
Endeudamiento: Destacamos nuevamente la reducción del 14% A/A en los Gastos por Interés, lo que ha permitido fortalecer los indicadores de endeudamiento. El Apalancamiento Neto (Deuda Neta/EBITDA) se encuentra en niveles de 1x y la Cobertura de Interés (EBITDA/ Gastos Financieros) se fortaleció ascendiendo a 6,4x desde 4,3x en el 3T24.



Ticker	TERPEL
Sector	Consumo
Precio Objetivo (COP)	22.200
Recomendación	Sobreponderar
Precio Cierre	16.520
Potencial de Valorización	34,40%
YTD	43,70%
Cap. Bursátil (COP Bn)	2,99
P/E	4,54x
P/V	0,97x
EV/EBITDA	3,34x

Gráfica 1. Precio Acción Terpel

Cifras en COP



Cifras con corte al 22/08/2025

Terpel Entrega de Notas 3T25

Sorpresa Positiva en Utilidad Neta

Utilidad Neta: La Utilidad Neta Controladora alcanzó los COP 173 mil millones, registrando una sorpresa positiva de 18% frente a nuestras expectativas. Este resultado representó un crecimiento del 13% en términos interanuales y del 9% a nivel secuencial, registrando con un Margen Neto del 1,8%, lo que implicó una mejora de 11 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 lo corrido del año al 3T25, la compañía ya reporta un porcentaje de cumplimiento superior al 100% en objetivos ambientales como, la recuperación de envases plásticos y lubricantes (125%), Ton de CO2 certificadas para no causación del impuesto al carbono (109%), Ton de CO2 compensadas de la huella de carbono de la compañía (360%), Ton de CO2 evitadas de la huella de carbono (100%) Gwh de energía renovable generada (100%) y Kwh vendidos en red EDS Espacios públicos B2C (480%).

Gráfica 2. Indicadores de endeudamiento

Cifras en veces

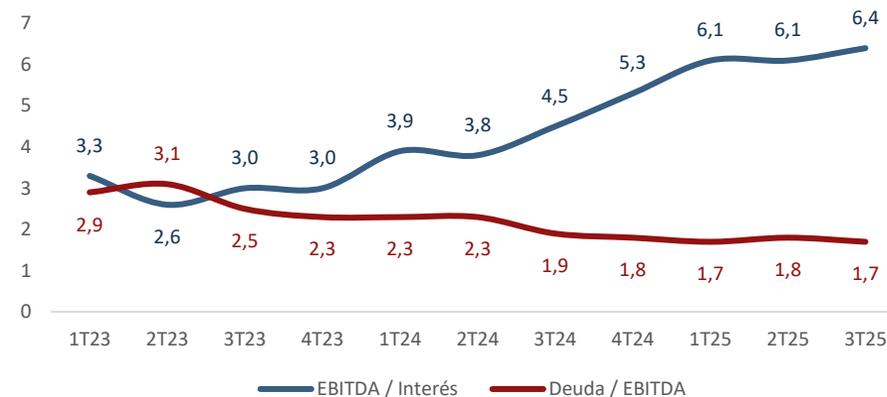


Tabla 2. Resultados Financieros 3T25

Cifras en COP mil millones

Terpel					
Cifras en COP mil MM	3T24	2T25	3T25	Var % T/T	Var % A/A
Volumen (MM GLs)*	768	781	806	3%	5%
Ingresos	9.075	9.348	9.628	3%	6%
EBITDA	456	432	479	11%	5%
Utilidad Neta Controladora	153	160	173	9%	13%
Ganancias por acción	845	880	956	9%	13%
Margen EBITDA	5,0%	4,6%	5,0%	35pbs	-5pbs
Margen Neto	1,7%	1,7%	1,8%	9pbs	11pbs

* Millones de Galones

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Celsia Entrega de Notas 3T25 Desapalancamiento en línea con la estrategia

noviembre de 2025

Daniel Bustamante

Analista Renta Variable
daniel.bustamante@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

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

Great
Place
To
Work®

Certificada

DIC 2024-DIC 2025

COL

Celsia Entrega de Notas 3T25

Desapalancamiento en línea con la estrategia

Celsia presentó resultados Neutrales para el 3T25, con EBITDA levemente por debajo de las expectativas del mercado.

Ingresos: Los Ingresos consolidados totalizaron COP 1,29 billones, en línea con las expectativas del mercado, lo que representó una disminución de -7,9% A/A y -1,4% frente al trimestre anterior. Esta contracción de los ingresos se da principalmente por una disminución del -20,7% A/A en las ventas por Generación de Energía Eléctrica que representaron el 24% del total, a causa de las condiciones climáticas normales que provocaron menor demanda de energía térmica, compensado parcialmente por mayores ventas en comercialización minorista de +3,2% A/A y +1,5% T/T.

EBITDA: El EBITDA se ubicó en COP 381 mil millones, 7% por debajo de lo que esperaba el mercado y marcando un aumento del 10,4% A/A (-14% T/T). Este desempeño se explica principalmente por una contracción de los Costos Operacionales del -13,5% A/A (+4,3% T/T), en línea con los menores Costos de Generación en un contexto de mayor generación hidráulica, que favoreció nuevamente los márgenes operativos si se compra con los resultados del mismo periodo de 2024. En ese sentido, el margen EBITDA aumentó 487pbs A/A, y se ubicó en 29,4%, frente al 24,5% del 3T24, sin embargo, fue más bajo que el 33,6% reportado el trimestre anterior.

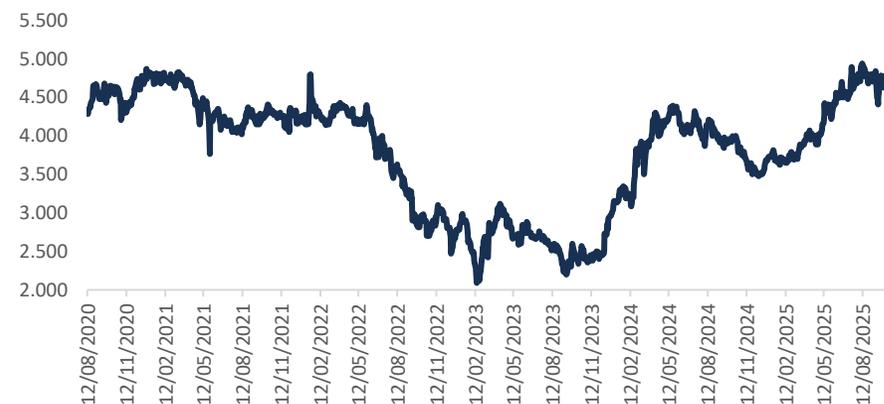
Utilidad Neta Controladora: La Utilidad Neta atribuible a la controladora se ubicó en COP 59 mil millones (en línea con las expectativas del mercado), registrando una disminución del -20% A/A y -10% T/T, con un margen del 6,2% (-164Pbs A/A y -230pbs T//). El anterior comportamiento explicado principalmente por un aumento en los Gastos administrativos y Financieros de +15% y +8% si se compara contra el mismo periodo de 2024.



Ticker	CELSIA
Sector	Utilities
Precio Objetivo (COP)	5.320
Recomendación	Neutral
Precio Cierre	4.900
Potencial de Valorización	8,6%
YTD	33,2%
Cap. Bursátil (COP Bn)	5,08
P/E	24,1x
P/V	1,48x
EV/EBITDA	7,3x

Gráfica 1. Acción Celsia

Cifras en COP



Celsia Entrega de Notas 3T25

Desapalancamiento en línea con la estrategia

Deuda y Gastos Financieros: Destacamos la disminución de la Deuda Neta que pasó de COP 5,8 billones a COP 5,2 billones, impulsado por un saldo en caja de COP 764 mil millones superior en 206% frente a lo reportado el 2T25. Lo anterior permitió mejorar el Apalancamiento Neto (Deuda Neta / EBITDA), pasando de 3,6x a 3,2x. Por su parte, a pesar que los Gastos Financieros aumentaron en su variación anual con respecto al 3T24, se continúa evidenciando una tendencia de disminución en lo corrido de 2025, como consecuencia, la Cobertura de Interés 12 meses (EBITDA/Gasto Financieros) ha mejorado, pasando de 2,21x en el 3T24 a 2,38x en el 3T25, donde el Costo de la Deuda estructural se ubicó en 11,04%, siendo inferior en 148 pbs frente al 3T24.

EnergizarC: La compañía continúa enfocada en generar valor a sus accionistas con su estrategia “EnergizarC” y espera disminuir su Deuda por debajo de COP 4 billones, en donde, para el 4T25 cuenta con COP 720 mil millones para dicho propósito, provenientes de Atera, Cuentas por Cobrar de la ventas de Activos de Centro América en 2023 y distribuciones del vehículo de inversiones en Perú. Por otra parte, en su estrategia de mayor generación de EBITDA, ya cuenta con COP 82 mil millones de ahorros garantizados para 2026, representando el 49% del objetivo propuesto de optimización de COP 165 mil millones. Consideramos que el plan de Celsia es atractivo y su éxito dependerá de que la compañía continúe materializando sus estrategias de desapalancamiento, eficiencia operativa y monetización de activos, lo que contribuiría 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. 11% en el 3T24.

Gráfica 2. Utilidad Neta

Cifras 12 meses en COP mil millones (eje izquierdo)

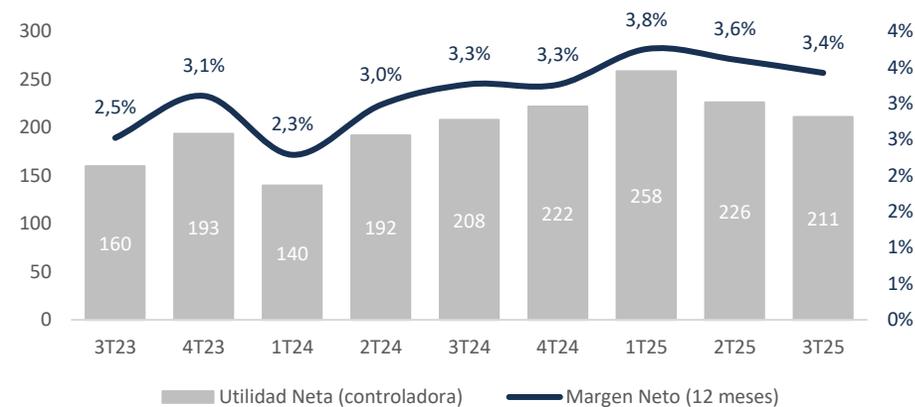


Tabla 2. Resultados Financieros 3T25

Cifras en COP mil millones

Estado de Resultados					
COP mil millones	3T24	2T25	3T25	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Ordinarios	1.408	1.316	1.297	-7,9%	-1,4%
Utilidad Bruta	332	423	367	10,4%	-13,4%
EBITDA	345	442	381	10,4%	-13,9%
Utilidad Neta Controladora	74	66	59	-20,7%	-10,2%
Utilidad Neta	110	112	80	-27,2%	-28,1%
Margen Bruto	23,6%	32,2%	28,3%	468 pbs	-391 pbs
Margen EBITDA	24,5%	33,6%	29,4%	487 pbs	-425 pbs
Margen Neto	7,8%	8,5%	6,2%	-164 pbs	-230 pbs

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

GEB Entrega de Notas 3T25

Recuperación en ENEL Colombia, impacto cambiario y debilidad en actividades controladas

noviembre 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

Great
Place
To
Work®

Certificada

DIC 2024-DIC 2025

COL

GEB Entrega de Notas 3T25

Recuperación en ENEL Colombia, impacto cambiario y debilidad en actividades controladas

Grupo Energía Bogotá reportó resultados Neutrales para el 3T25, en línea con las expectativas, con estabilidad entre recuperación y presión operativa.

La Utilidad de COP 778 mil millones obtenida por GEB en 3T25, disminuyó 3,0% interanual y aumentó 38,7% secuencial. Es importante recordar que la recuperación secuencial obedece más al hecho de que los resultados del segundo trimestre fueron afectados por la disminución en el aporte del Método de Participación patrimonial, principalmente por efectos no recurrentes provenientes de ENEL Colombia. En cuanto a las actividades controladas, la Utilidad Bruta de la Distribución de Gas Natural (-6,7% A/A y -12,0% T/T) y la Distribución de Electricidad (-46,4% A/A y -9,3% T/T) registraron un mal desempeño, parcialmente explicado por la revaluación del peso colombiano, ubicando a la Utilidad Bruta total en COP 888 mil millones (-10,8% A/A y -2,4% T/T).

Por su parte, el Método de Participación de 575 mil millones creció 0,1% anual y 12,8% trimestral. Adicionalmente, el EBITDA de las actividades controladas disminuyó (-14,4% A/A y -6,8% T/T), con un margen de 45,4% (+0,3 p.p.). Frente a nuestras estimaciones, los Ingresos, la Utilidad Operacional, el EBITDA y la Utilidad Neta controladora están en línea con nuestras expectativas (-1,8%, +1,9%, -2,4% y +3,5%), **por lo que calificamos como Neutrales los resultados de 3T25.**

Deterioro en las Actividades Controladoras: Al revisar la Utilidad Bruta de las actividades controladas, Transmisión Eléctrica tuvo un desempeño favorable (+4,4% A/A y +7,2% T/T) y Transporte de Gas registró una recuperación secuencial respecto a 2T25, cuando se presentó el peor resultado desde 2T23. Los demás crecimientos fueron negativos, resultando en una Utilidad Bruta total de COP 888 mil millones (-10,8% A/A y -2,4% T/T).

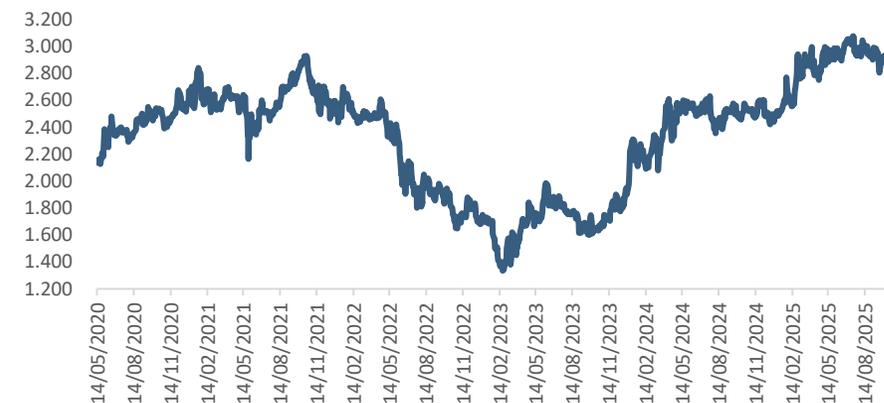
Fuente: GEB, cálculos Corficolombiana y Aval Casa de Bolsa SCB



Ticker	GEB
Sector	Utilities
Precio Objetivo (COP)	3.460
Recomendación	Sobreponderar
Precio Cierre	3.175
Potencial de Valorización	9,0%
YTD	30,1%
Cap. Bursátil (COP Bn)	28,9
P/E	11,8x
P/V	1,54x
EV/EBITDA	13,8x

Gráfico 1. Precio Acción GEB

Cifras en COP



GEB Entrega de Notas 3T25

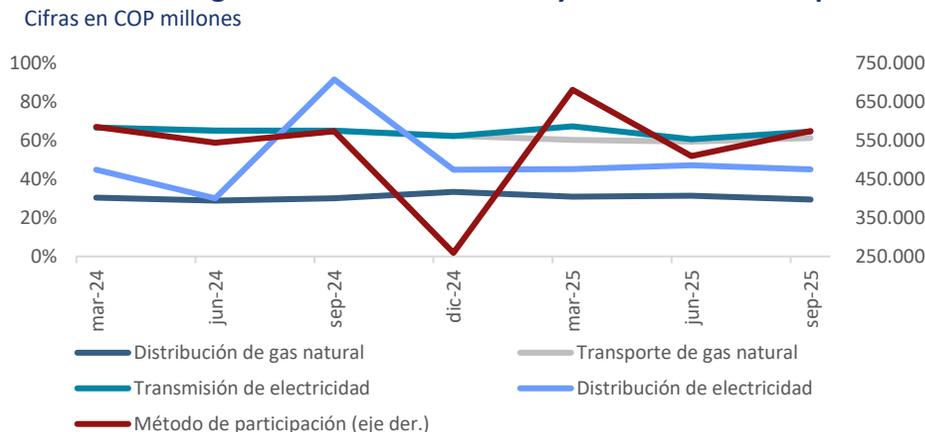
Recuperación en ENEL Colombia, impacto cambiario y debilidad en actividades controladas

Asimismo, los márgenes brutos de Distribución de gas, Transporte de gas, Transmisión Eléctrica y Distribución Eléctrica de 29,4%, 61,3%, 64,6% y 45,0% respectivamente, fueron levemente menores a los de 3T24. Destacamos el efecto de la apreciación del peso colombiano sumado a los menores volúmenes facturados en los sectores de generación e industrial sobre los ingresos de Cálida (distribución de gas). Mientras tanto, la disminución en los ingresos de TGI (transporte de gas natural) se vieron afectados tanto la ausencia de despacho térmico en Colombia, como por la reducción en la demanda estructural por parte de EPM y Vanti.

Recuperación en ENEL Colombia: El aporte de ENEL al Método de Participación se recuperó, superados los eventos no recurrentes (Windepeshi y UAESP). En 3T25 ENEL se consolidó como el principal operador de distribución eléctrica en Colombia, superando los cuatro millones de clientes, y fue el segundo mayor generador de energía del país. La compañía registró una recuperación sostenida en sus operaciones, impulsada por condiciones hidrológicas favorables que mantuvieron los embalses por encima de la media histórica. Asimismo, en Julio se materializó la venta de Windepeshi con el traspaso del 100% de la sociedad Wind Autogeneración S.A.S. a Ecopetrol. A septiembre, la Utilidad Neta acumulada de Enel se ubicó en COP 2,7 BN (+14,3%), mientras que el EBITDA creció 14,5%, ubicándose en 5,7 BN.

Eventos no recurrentes y ajustes esperados: La actualización tarifaria en Brasil afectó negativamente a Gebbras y Argo (-56% A/A). A esto se sumaron las provisiones asociadas a Air-e en Colombia por COP 91 mil millones, que en el mediano plazo podríamos clasificarlas como recurrentes.

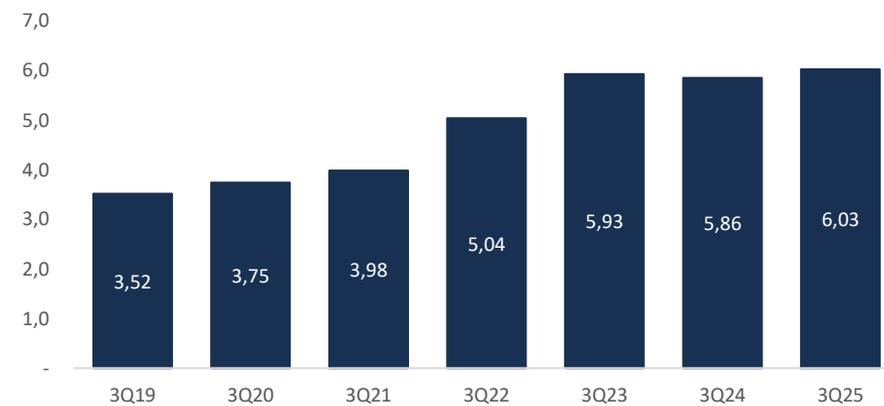
Gráfica 2. Márgenes Brutos Controladas y Método de Participación



Fuente: GEB. Construcción: Corficolombiana. Margen calculado por actividad.

Gráfica 3. Total Ingresos

Cifras año corrido en COP billones



Fuente: GEB. Construcción Corficolombiana

GEB Entrega de Notas 3T25

Recuperación en ENEL Colombia, impacto cambiario y debilidad en actividades controladas

Por otro lado, la resolución de cargos para el transporte de gas en Colombia resultó en un recurso de reposición por parte de TGI en Agosto, toda vez que el esquema tarifario propuesto por la CREG no reconoce adecuadamente la deuda en USD definida por la resolución 175, ni todas las inversiones, ni los costos reales en el AOM, además de no aprobar la agregación de tramos. En este sentido, el incremento esperado en los ingresos por concepto de la gestión del expediente tarifario, que esperábamos partir de julio, se verá postergado.

Capex y endeudamiento: El Capex acumulado a Septiembre de USD 383 millones creció 17% A/A, liderado por la actividad de transmisión en Colombia, que participó del 65%. Durante los siguientes cinco años, el Capex orgánico de USD 1.647 millones, continuará concentrado en esta actividad, a través de los proyectos Colectora, Refuerzo Suroccidental, Sogamoso Norte y Chivor II- Norte, mientras que el principal destino del Capex inorgánico se dará en el segmento de transmisión eléctrica en Brasil. En cuanto al endeudamiento, el Costo de la Deuda disminuyó 122 pb en pesos y 15 pb en dólares frente al año anterior, manteniendo un endeudamiento de 3,5x (Deuda Neta / EBITDA) y una Cobertura de Intereses de 5,0x. Reiteramos que, para su expansión orgánica e inorgánica, la compañía dispondrá de amplias y variadas fuentes de financiamiento, manteniendo las mejores calificaciones de riesgo crediticio.

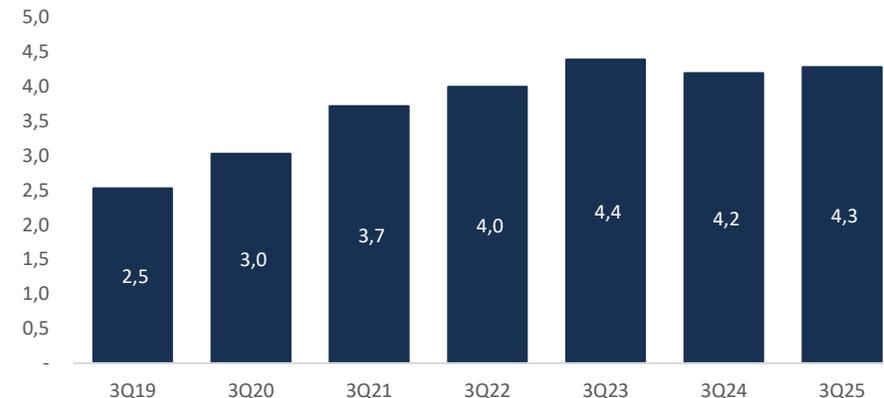
Teleconferencia:

Provisión de Air-e: Se estableció un mecanismo de pago entre el Gobierno Nacional y las diferentes entidades involucradas, por lo que las provisiones podrían terminar en 2026.

Regasificadora Ballena: La planta regasificadora de La Guajira entraría a operar en 2027, con una capacidad de 300 MPCD y una inversión aproximada de USD 150 millones.

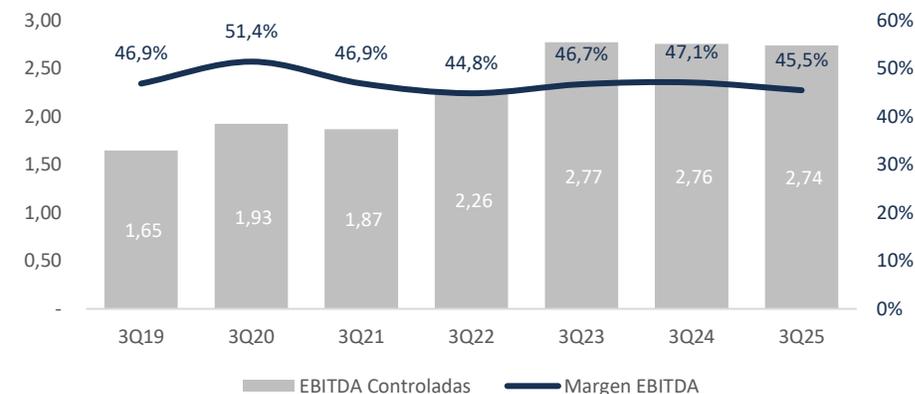
Gráfica 4. EBITDA Consolidado

Cifras año corrido en COP billones



Gráfica 5. EBITDA Controladas

Cifras año corrido en COP billones



GEB Entrega de Notas 3T25

Recuperación en ENEL Colombia, impacto cambiario y debilidad en actividades controladas

Ventaja de TGI: GEB recordó que, independientemente de los demás proyectos de regasificación previstos en Colombia, cuya entrada en operación será posterior a Ballena en La Guajira, la única compañía con capacidad para surtir al centro del país es TGI.

Entrada de Sirius: Actualmente TGI estima que el gas proveniente de Sirius, que va a llegar a Ballena entraría a partir de 2032, sin afectar la operación de su regasificadora.

Viabilidad de utilizar una estampilla para el Transporte de gas: La regulación ya tiene agregación de tramos. Se trata de una única tarifa para los tramos agregados, lo cual ya fue propuesto por TGI, para llegar a tener una en vez de 21 tarifas.

Plateau de Calidda en EBITDA y Utilidad: Sin una nueva concesión para Calidda en Perú, lo cual es poco probable, la operación iría hasta 2033. El TACC (tasa anual de crecimiento compuesto) para el EBITDA de 2026 a 2033 sería alrededor de 1,5% en USD, mientras que el de la utilidad sería cercano a 5%. En todo caso, hay potencial y cobertura por ejecutar en ciertas zonas, así como el desarrollo del volumen para carga pesada.

Gráfica 6. Utilidad y Margen Neto

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

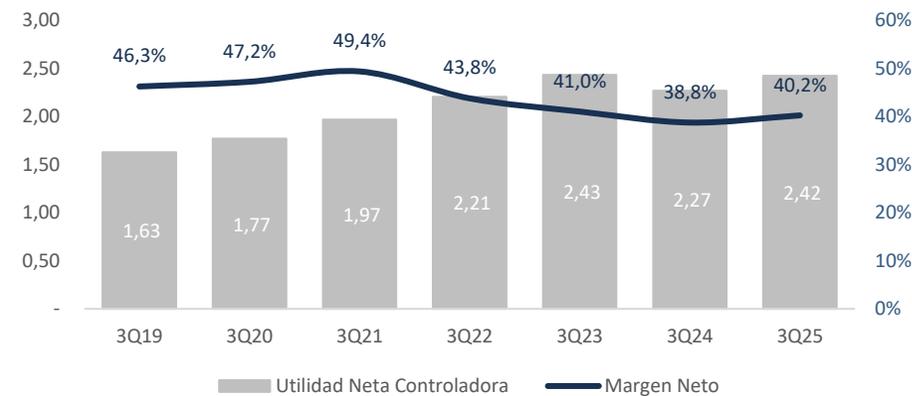


Tabla 2. Resultados Financieros 3T25

Cifras en COP mil millones

GEB					
Cifras en COP mil MM	3Q24	2Q25	3Q25	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Operacionales	2.022	2.049	1.983	-3%	-2%
Utilidad Bruta	996	910	888	-2%	-11%
Utilidad Operacional	746	662	577	-13%	-23%
EBITDA (Controladas)	995	917	900	-2%	-10%
Utilidad Neta Controlante	802	561	778	39%	-3%
Margen Bruto	49,2%	44,4%	44,8%	37pbs	-447pbs
Margen Operacional	36,9%	32,3%	29,1%	-324pbs	-782pbs
Margen EBITDA	49,2%	44,7%	45,4%	62pbs	-386pbs
Margen NETO	39,7%	27,4%	39,3%	1187pbs	-43pbs

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

ISA Entrega de Notas 3T25

Acostumbrados efectos no recurrentes y aterrizaje de la estrategia
2040

noviembre 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

Great
Place
To
Work®

Certificada

DIC 2024-DIC 2025

COL

ISA Entrega de Notas 3T25

Acostumbrados efectos no recurrentes y aterrizaje de la estrategia 2040

ISA reportó resultados Neutrales para el 3T25, con Ingresos, EBITDA y Utilidad Neta levemente por encima de nuestras expectativas

La Utilidad Neta de ISA para el tercer trimestre del año se ubicó en COP 700 mil millones (-21,4% A/A y +53,9% T/T), a partir de Ingresos Totales (incluyendo construcción) de COP 4,2 BN (+18,1% A/A y +24,4% T/T)*, Utilidad de Construcción de 158 mil millones (+27,3% A/A y +10,3% T/T), Utilidad Operacional de 2,2 BN (-20,3% A/A y +65,3% T/T) y un aporte de 125 mil millones de co-controladas y asociadas (+126,2% A/A y -3,9% T/T).

El EBITDA total de COP 2,5 BN decreció 17,6% anual y creció 51,6% secuencial. Los resultados de ISA fueron levemente superiores a nuestras expectativas, con diferencias de 1,6%, 4,0%, 5,3% y 13,1% en Ingresos, Utilidad de Construcción, Utilidad Neta y EBITDA total respectivamente.

Durante el periodo, el aporte agregado de los escaladores contractuales fue positivo, la evolución de la inflación al consumidor y al productor en la región (Brasil, Colombia, Chile y Perú) ha sido heterogénea, mientras que la tasa de cambio afectó negativamente a los resultados expresados en pesos colombianos, debido a la revaluación de las monedas de la región sobre el dólar estadounidense. Si bien calificamos como NEUTRALES los resultados de ISA en 3T25, destacamos la entrada de proyectos que generan nuevos ingresos, la mayor utilidad en construcción y el ROAE de 13,7%.

Ajustes no recurrentes: A septiembre, el EBITDA de COP 6,6 BN disminuyó 13% frente a los nueve primeros meses de 2024, y la Utilidad Neta de 1,9 BN disminuyó 17%. Ahora bien, sin incluir los eventos extraordinarios (que implican la reexpresión de las cifras actuales y pasadas), el EBITDA habría crecido 13% A/A y la Utilidad 7% A/A.

*En los EE.FF. del reporte se registró una cifra diferente en los ingresos operacionales de 3T24 con lo que la variación anual sería de -5,4%.

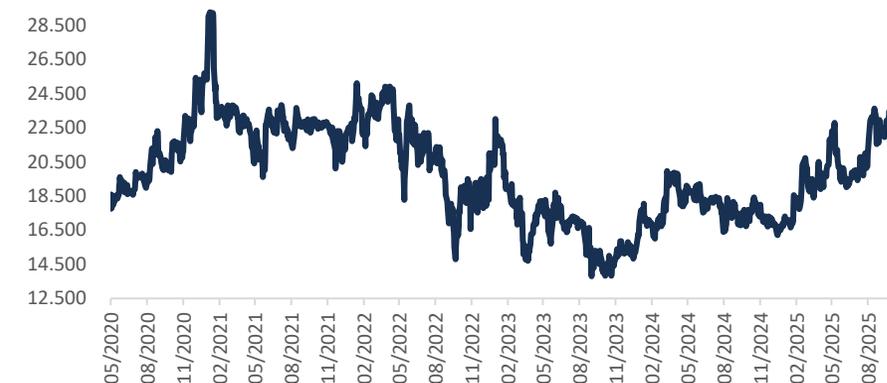
Fuente: ISA, cálculos Corficolombiana y Aval Casa de Bolsa



Ticker	ISA
Sector	Utilities
Precio Objetivo (COP)	30.900
Recomendación	Sobreponderar
Precio Cierre	26.300
Potencial de Valorización	11,5%
YTD	57,5%
Cap. Bursatil (COP Bn)	20,1
P/E	12,02x
P/V	1,64x
EV/EBITDA	7,93x

Gráfica 1. Precio Acción ISA

Cifras en COP



Cifras con corte al 05/05/2025

ISA Entrega de Notas 3T25

Acostumbrados efectos no recurrentes y aterrizaje de la estrategia 2040

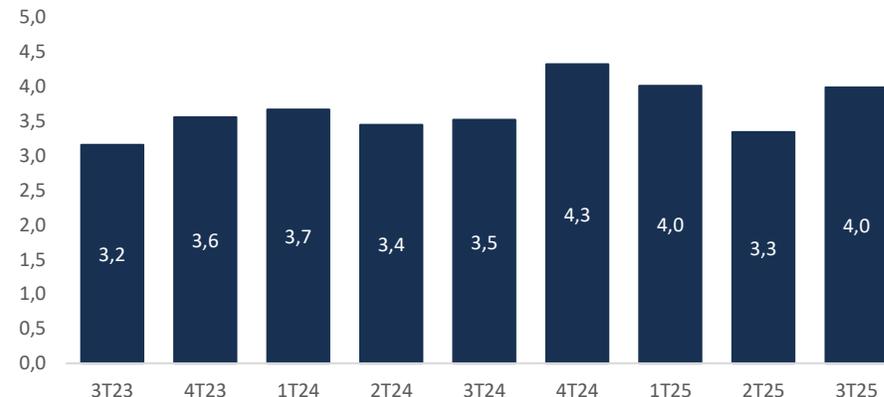
Para 3T25, tenemos que el EBITDA sin el impacto de eventos extraordinarios de 2,5 BN creció 25% A/A, pero manteniendo estos impactos extraordinarios, disminuyó 18% frente al año anterior. Los eventos extraordinarios incluyen a la actualización de la metodología del pago del componente financiero de la RBSE (Red Básica del Sistema Existente) en Brasil en 2025, junto con el ajuste de la provisión de mantenimientos mayores en Perú y la RTP (revisión tarifaria periódica) en Brasil en 2024. Por la naturaleza de sus negocios, este tipo de ajustes son “lo normal” en los resultados de ISA. **Adicionalmente, respecto al ajuste presentado el trimestre pasado con la actualización del componente financiero de los activos de la RBSE en Brasil, debemos recordar que sí hay efectos recurrentes, toda vez que se afecta el perfil de pagos hasta 2028. Asimismo, mientras no se solucione el problema de Air-e, las provisiones relacionadas con esta compañía, que suman un cuarto de billón de pesos al 3T25, deberán seguir dándose, a un ritmo aproximado de 85 mil millones por trimestre.**

Entrada de nuevos proyectos de transmisión en Colombia: Durante el trimestre entró en operación el proyecto de transmisión Cuestecitas – Copey – Fundación en Colombia, clave para la transición energética del país, con una tensión de 500 mil voltios, una extensión de 270 km y una inversión de USD 147 millones. Adicionalmente, entraron en operación las conexiones del parque solar Guayepo III (subestación Sabanalarga, con capacidad de 200 MWac) y tres granjas solares en Valledupar.

Capex y Endeudamiento: Las inversiones acumuladas al tercer trimestre sumaron COP 4,4 BN, creciendo 38% A/A. De 2025 a 2030 la compañía espera invertir COP 31,1 BN; 85% en transmisión eléctrica, 12% en vías y 3% en telecomunicaciones, por lo que no se está incluyendo a la línea de negocio “Soluciones Energéticas en Colombia”, mencionada en la presentación de resultados. Por su parte, la deuda financiera de COP 34 BN disminuyó 1,5% frente al cierre de 2024. El indicador de Deuda bruta sobre EBITDA cerró en 4,1x, dentro del grado de inversión de Fitch Ratings.

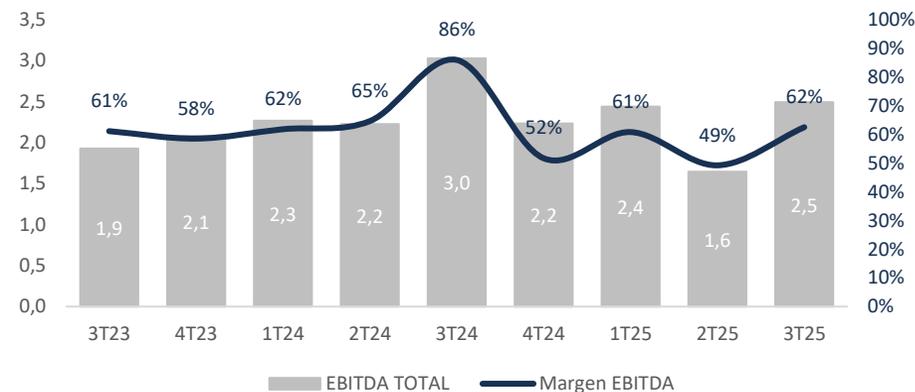
Gráfica 2. Ingresos Totales

Cifras trimestrales en COP billones



Gráfica 3. EBITDA y Margen EBITDA

Cifras trimestrales en COP mil millones



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

ISA Entrega de Notas 3T25

Acostumbrados efectos no recurrentes y aterrizaje de la estrategia 2040

Los movimientos netos se debieron principalmente a los efectos de conversión, las amortizaciones y los desembolsos soportados en el Plan de inversiones.

Nueva estrategia: En marzo de 2025, ISA lanzó su estrategia 2040, donde anunció la incursión en nuevas líneas de negocio como nuevas soluciones de energía y almacenamiento. Durante la presentación del 3T25, este pilar se presentó bajo el nombre de “Soluciones Energéticas en Colombia”, proyectando que el Capex asociado podría representar hasta el 23% del total de las inversiones de la compañía de acá a 2040. El enfoque estará en parques solares para grandes consumidores y almacenamiento de energía. Están esperando una autorización de la CREG, “independientemente de la cual”, la estrategia se va a materializar el primero de enero de 2026, utilizando a Transelca como el brazo ejecutor de la nueva línea de negocios.

La participación proyectada en el Capex total evidencia la relevancia de este nuevo pilar, teniendo en cuenta que en lo que va de 2025, de los COP 4,4 BN en Capex, solo el 2% se ha destinado a negocios diferentes a la transmisión eléctrica (90%) y vías (8%). Asimismo, solo el 18% del Capex de 2025 se ha destinado en Colombia. Adicionalmente, se proyecta el desarrollo de un Hub de las energías renovables en Colombia en la costa atlántica, denominado “Proyecto Norte”.

Gráfica 4. Utilidad y Margen Neto

Cifras trimestrales en COP mil millones

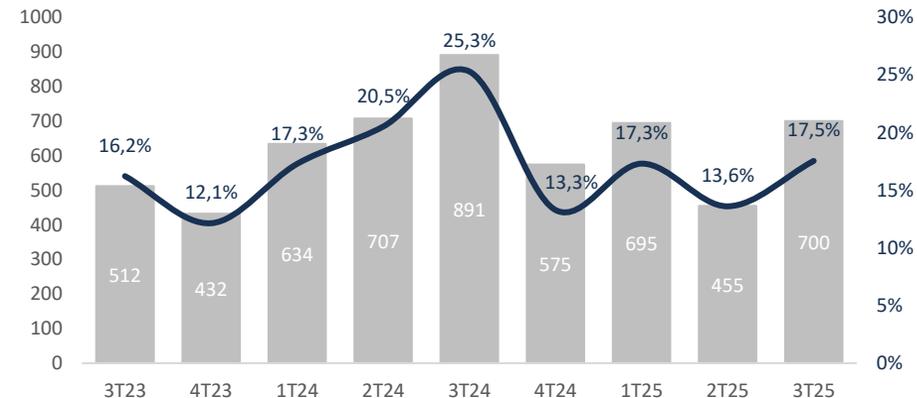


Tabla 2. Resultados Trimestrales 3T25

Cifras en COP mil millones

Estado de Resultados					
COP Miles MM	3T24	2T25	3T25	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Totales	3.521	3.343	4.158	24%	18%
EBITDA Total	3.024	1.644	2.492	52%	-18%
Utilidad Neta	891	455	700	54%	-21%
Margen EBITDA	86%	49%	60%	1075 pbs	-2595 pbs
Margen Neto	25%	14%	17%	323 pbs	-847 pbs

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Promigas

Entrega de Notas 3T25

noviembre 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 3T25

Promigas reportó resultados para el 3T25, continuando en el contexto de nivel de embalses altos y menor uso de térmicas

Los Ingresos por Actividades Ordinarias del periodo se ubicaron en COP 1,86 billones, representando un incremento de 4% A/A y 2% T/T. Este resultado se explicó principalmente por el incremento de los Ingresos en Transporte y Distribución de Gas de 6% y 7% en su variación anual, respectivamente. Sin embargo, en el acumulado del año, los Ingresos en Transporte han presentado una disminución del 3% frente al mismo periodo de 2024, dado los altos niveles en los embalses, lo cual ha provocado una reducción del volumen de gas transportado y el consumo de gas en las plantas térmicas. Por su parte, los Ingresos por Distribución de Gas registraron un aumento del 11% frente al acumulado de 2024.

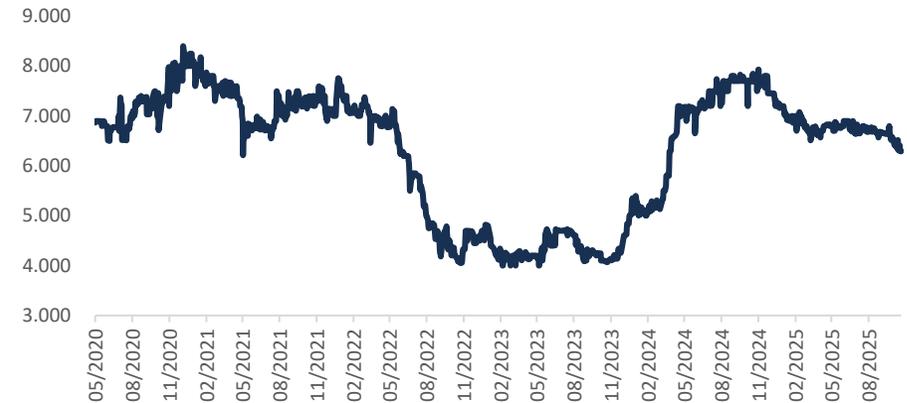
Por otro lado, se registraron **Costos** por COP 1,24 billones en el 3T25, equivalente a un aumento del 4% frente al 3T24, ubicando la Utilidad Bruta del periodo en COP 625 mil millones (+6% A/A).

Ahora bien, los **Gastos Operacionales** del periodo ascendieron a COP 159 mil millones, disminuyendo -1% A/A y -9% T/T. En línea con lo anterior, la **Utilidad Operacional del 3T25** aumentó +6% A/A y se mantuvo estable de manera secuencial, ubicándose en COP 516 mil millones.

La **Utilidad Neta Controladora** del periodo se ubicó en COP 304 mil millones, registrando un aumento del +28% A/A y +6% T/T, equivalente a un margen del 16%. Este resultado, atribuido en gran medida a menores Gastos Financieros que disminuyeron -14% A/A. En ese sentido, el Margen Neto fue de 16%, estable frente al trimestre anterior y aumentando 301pbs en su variación anual.

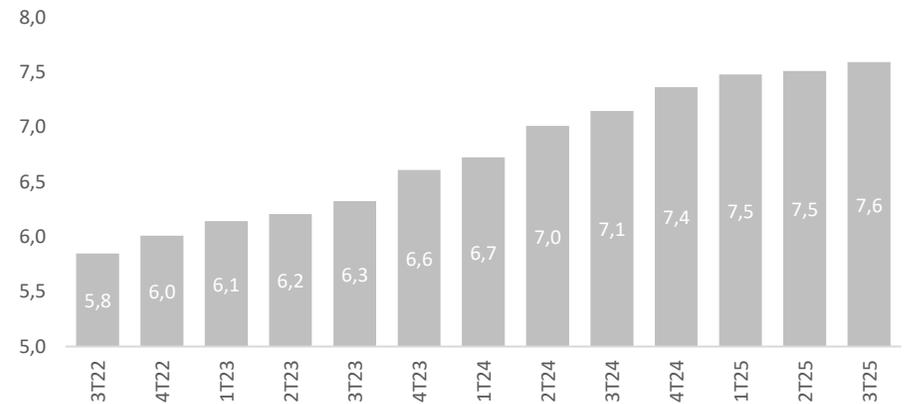
Gráfica 1. Precio Acción Promigas

Cifras en COP



Gráfica 2. Ingresos Actividades Ordinarias LTM

Cifras COP billones



LTM: Últimos 12 meses

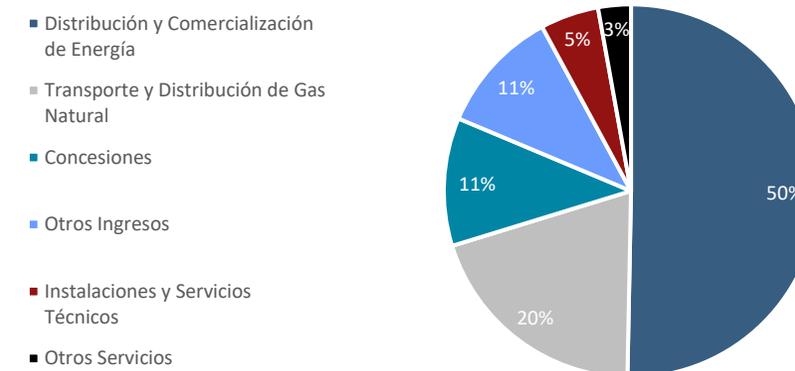
Promigas

Entrega de Notas 3T25

Promigas					
Cifras en COP mil mm	3T24	2T25	3T25	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	1.785	1.834	1.864	2%	4%
Utilidad Operacional	486	514	516	0%	6%
Utilidad Neta Controladora	238	288	305	6%	28%
Margen Operacional	27%	28%	28%	-36pbs	43pbs
Margen Neto	13%	16%	16%	66pbs	301pbs

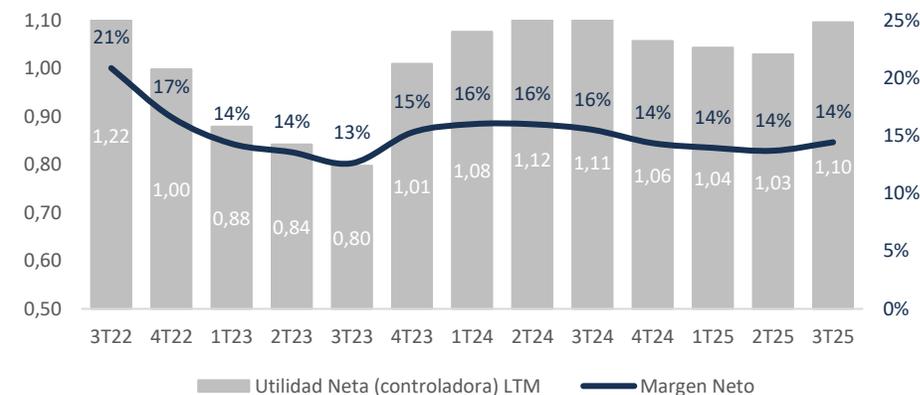
Gráfica 3. Participación de Ingresos por segmento

Cifras trimestrales



Gráfica 3. Utilidad Neta Controladora LTM

Cifras Utilidad Neta en COP billones (eje izquierdo)



[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Canacol Entrega de Notas 3T25

Resultados negativos y anuncio de reestructuración

noviembre de 2025

Daniel Bustamante

Analista Renta Variable
daniel.bustamante@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

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

Great
Place
To
Work®

Certificada

DIC 2024-DIC 2025

COL

Canacol Entrega de Notas 3T25

Resultados negativos y anuncio de restructuración

Canacol presentó resultados Negativos en el 3T25, afectados nuevamente por contracción en los volúmenes de venta de gas natural y GNL.

Ingresos y Producción: Los Ingresos Netos de regalías alcanzaron USD 72,4 millones, con una caída de -24% A/A y aumento de 7,7% T/T. La principal presión provino de una reducción de -24% A/A en los volúmenes vendidos de gas natural (122 MMcfd*), alcanzando niveles que no se veían desde 2018. Este deterioro fue levemente compensando por un aumento en los precios promedio de venta de Gas Natural y GNL que se incrementó 5% frente al 3T24.

EBITDAX: El EBITDAX del trimestre se ubicó en USD 49 millones, lo que representó una contracción de -43% A/A, ubicándose en línea con nuestras expectativas. La caída se explica por menores volúmenes de venta mencionados anteriormente. En ese sentido, el margen EBITDAX se situó en 67,8%, con una disminución de -260pbs T/T y -2.300pbs A/A.

Utilidad Neta: La Utilidad Neta ascendió a USD 19 millones, siendo 19% inferior a nuestras expectativas (USD 23 millones). No obstante, este resultado nuevamente fue impulsado por un reconocimiento de recuperación de impuestos sobre la renta diferido no monetario por USD 5,4 millones. Por lo tanto, el Margen Neto se ubicó en 25,8%, siendo superior en 516pbs y 1.482pbs, frente al trimestre anterior y el 3T24, respectivamente.

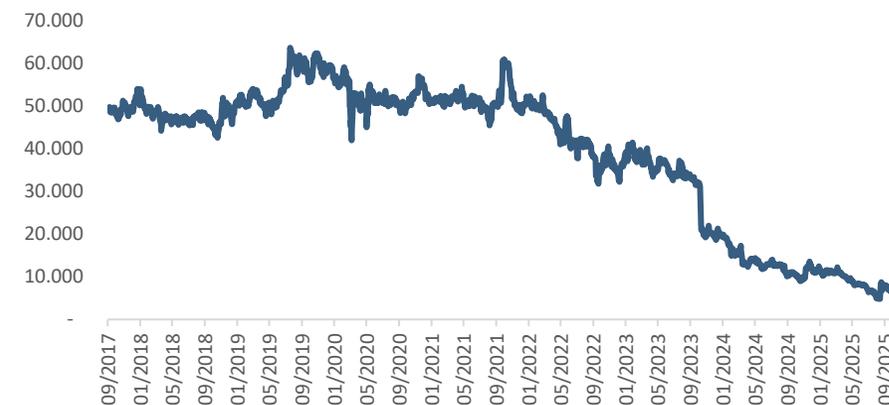
Flujo de Caja y efectivo: Por otro lado, se registró un Flujo de Caja Operativo por USD 46,1 millones, siendo inferior en 20% frente al del 3T24, en línea con la disminución del EBITDAX. Por otra parte, la compañía registró un saldo en efectivo de USD 36,5 millones (-1,4% T/T y -46% A/A), con un déficit de Capital de Trabajo por USD 29,9 millones.



Ticker	CNEC
Sector	Commodities
Precio Objetivo (COP)	N/A
Recomendación	Subponderar
Precio Cierre	5.000
Potencial de Valorización	N/A
YTD	-54,63%
Cap. Bursátil (COP mil mm)	170,6
P/E	1,17x
P/V	0,12x

Gráfica 1. Comportamiento Acción Canacol

Cifras en COP



Cifras con corte al 14/11/2025

* MMcfdpd: Millones de Pies Cúbicos por día

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Canacol Entrega de Notas 3T25

Resultados negativos y anuncio de reestructuración

Anuncio de Proceso de Reestructuración: La compañía dio a conocer que presentó ante la Corte de King's Bench de Alberta una solicitud de protección frente a acreedores bajo el Companies' Creditors Arrangement Act (CCAA), mecanismo canadiense que permite a empresas en dificultades financieras reorganizar sus operaciones bajo supervisión judicial. La decisión, adoptada por la Junta Directiva tras evaluar su situación financiera y consultar asesores legales y financieros, busca dar estabilidad a la compañía mientras desarrolla un plan de arreglo, en medio de una crisis de liquidez derivada de obligaciones de deuda próximas a vencer, un laudo arbitral adverso por USD 22 millones, menores niveles de producción de gas y un aumento en cuentas por pagar. Canacol solicitó una orden inicial que incluye la suspensión de procesos judiciales y el nombramiento de KPMG Inc. como monitor del proceso, y adelantará trámites para el reconocimiento de la medida en Estados Unidos bajo el Chapter 15 y en Colombia bajo la Ley 1116. Aunque la administración y la Junta Directiva continuarán en sus funciones durante la reestructuración, **la compañía prevé que sus listados en bolsa entren en revisión para un posible desliste. Por lo tanto, el día 18 de noviembre, la Bolsa de Valores de Colombia suspendió la negociación de la especie, debido a que se suspendió la negociación en la Bolsa de Valores de Toronto.**

Es importante resaltar que manteníamos nuestra recomendación de Subponderar para Canacol. Si bien la acción se negociaba a múltiplos bajos, los beneficios de precios de gas realizados más altos se han visto contrarrestados por la presión sobre los volúmenes de producción y la reducción en reservas probadas, lo que refleja una declinación estructural en los campos actuales y limita la capacidad de **reducción y pago de deuda de la compañía**. En este contexto, nuestra visión continuaba condicionada a la capacidad de Canacol para mantener un EBITDAX robusto, reponer reservas de manera efectiva y evitar un mayor deterioro en sus indicadores de endeudamiento, los cuales se venían deteriorando.

Gráfica 2. Volumen de ventas de gas natural y GNL

Cifras en MMcfd.

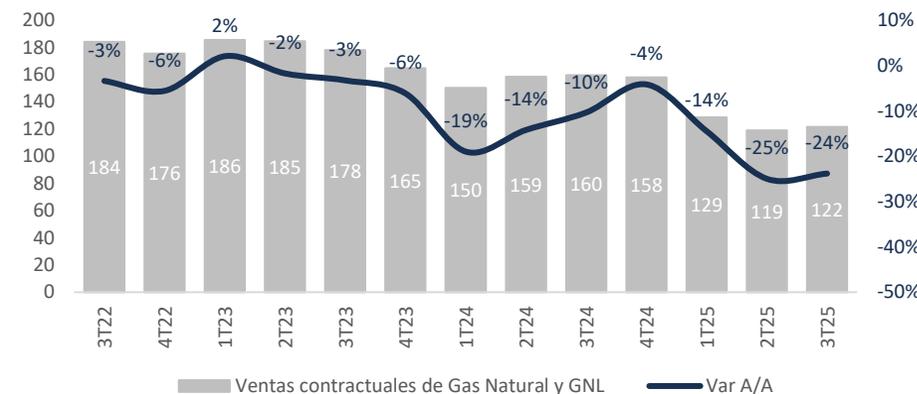


Tabla 2. Resultados Financieros 3T25

Cifras en USD MM.

Canacol					
Cifras en USD MM	3T24	2T25	3T25	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Totales Netos de Regalías	94,5	67,3	72,4	7,7%	-23,4%
Ventas Contractuales Gas Natural y GNL (MMcfd)	160	119	122	2,3%	-23,8%
EBITDAX	86	47	49	3,7%	-42,8%
Utilidad Neta	10	14	19	34,7%	80,4%
Utilidad Por acción	0,30	0,41	0,55	34,1%	83,3%
Margen EBITDAX	90,8%	70,4%	67,8%	-260pbs	-2300pbs
Margen Neto	10,9%	20,6%	25,8%	516pbs	1482pbs

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Ecopetrol Entrega de Notas 3T25

resiliencia operativa, con presión anual por Brent, FX y
diferenciales

noviembre de 2025

Andres Duarte

Director Renta Variable Corficolombiana
Andres.duarte@corfi.com

Daniel Bustamante

Analista Renta Variable
daniel.bustamante@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

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

Great
Place
To
Work®

Certificada

DIC 2024-DIC 2025

COL

Ecopetrol Entrega de Notas 3T25

resiliencia operativa, con presión anual por Brent, FX y diferenciales

Ecopetrol Reportó Resultados negativos, en línea con nuestras expectativas, reflejando una recuperación secuencial y evidente deterioro a nivel anual.

La Utilidad de Ecopetrol en 3T25 de COP 2,6 BN disminuyó 29,8% interanual y aumentó 41,5% respecto a 2T25 (el peor resultado desde 2020). La producción de 751 miles de barriles de petróleo equivalente diario (kbped) se mantuvo en niveles de producción máximos desde 2015, con la cuenca Permian participando del 14,0%. Buena parte de la explicación de los resultados viene de la disminución en la cotización del petróleo Brent en dólares (-11,4% A/A) y en pesos (-13,3% A/A), el deterioro en el diferencial de crudos (-16,3% A/A) y la destacada recuperación en el diferencial de productos (+23,3% A/A).

Continuando, el EBITDA de COP 12,3 BN (-11,8% A/A y +10,7% T/T) registró un margen de 41,3%, 90 pbs superior al de 3T24, a pesar de que la cotización del petróleo en dicho trimestre fue mayor. Los resultados estuvieron en línea con nuestras estimaciones, con diferencias de 0,2% en producción, -2,1% en ingresos, -5,1% en utilidad y +3,2 p.p. en el margen EBITDA, a pesar de lo cual calificamos como **Negativos** a los resultados obtenidos por la compañía.

Tasa de cambio: Es importante recordar que el plan de inversiones original para 2025, lanzado a finales de 2024, asume una tasa de cambio de COP 4.150/USD, junto con un precio promedio Brent de USD73/Bl. Más allá de que al 3T25 los promedios año corrido fueron levemente menores, afectando negativamente los ingresos, la caída se ha acelerado. A la fecha de la conferencia de resultados, la cotización del petróleo Brent se ubicó en USD 64,3/bl, y la tasa representativa del mercado cambiario en COP 3.720. De acuerdo con nuestras estimaciones, una devaluación de 1% impacta alrededor de 650 mil millones de pesos a la Utilidad Operacional, un impacto negativo en caso de revaluación.

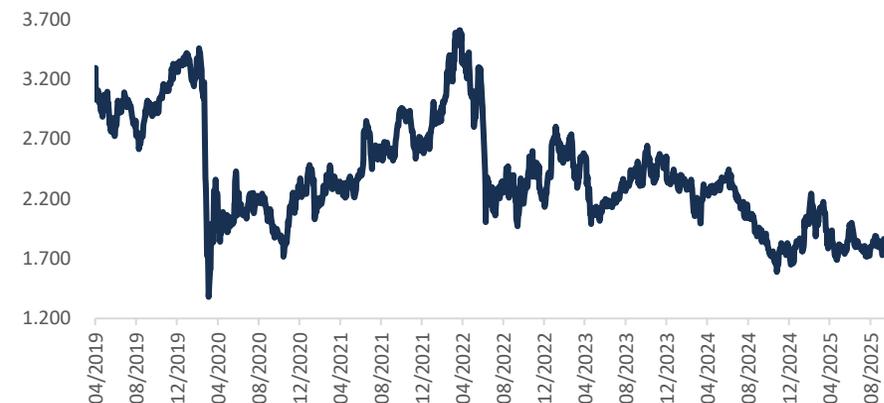
Fuente: Ecopetrol, cálculos Corficolombiana y Casa de Bolsa SCB



Ticker	ECOPETROL
Sector	Commodities
Precio Objetivo (COP)	2.250
Recomendación	Neutral
Precio Cierre	1.950
Potencial de Valorización	15,40%
YTD	16,40%
Cap. Bursátil (COP Bn)	80,18
P/E	7,03x
P/V	0,99x
EV/EBITDA	4,33x

Gráfico 1. Acción de Ecopetrol

Cifras en COP



Cifras con corte al 07/05/2025



Asset Management

Ecopetrol Entrega de Notas 3T25

resiliencia operativa, con presión anual por Brent, FX y diferenciales

En 3T25, la diferencia en cambio apenas disminuyó COP 17 mil millones, incorporando el efecto favorable sobre el outstanding de deuda en dólares. Sin embargo, como se observa en el gráfico 2, el comportamiento de la tasa de cambio es vital para entender los resultados de Ecopetrol.

Así las cosas, más allá de que continúe la aplicación del programa de eficiencias en Costos y Gastos, es razonable esperar una disminución en los resultados de 4T25 frente al tercer trimestre, toda vez que la desmejora en precios y tasa de cambio no va a ser compensada por una mayor producción en 4T25 frente al trimestre actual, de acuerdo con la estimación de Ecopetrol de ubicarse en la parte alta del rango entre 740 y 750 kbps.

EBITDA: Teniendo en cuenta la disminución trimestral (-0,6%) y anual (-13,3%) en la cotización promedio del petróleo Brent, resaltamos los aumentos trimestrales y anuales en el margen EBITDA por 3,8 p.p. y 90 pbs.

Por segmentos, el EBITDA y el margen EBITDA de **Upstream** disminuyó frente al año anterior (-22,8% A/A y -3,6 p.p.). Sin embargo, destacamos el efecto favorable de la optimización operativa de costos e inversiones, con mejoras en eficiencia energética, Costos de Dilución, Costo de Levantamiento, Costo por Pie Perforado y tiempos de perforación.

Mientras tanto, **Midstream** (+1,8% A/A y +10pbs) y **Downstream** (6,5x y 4,0 p.p.) presentaron aumentos en sus EBITDA y margen EBITDA. Es notable que Midstream presente una mejora en EBITDA a pesar de la revaluación del peso colombiano.

En cuanto al **Downstream**, se presentaron los mayores niveles de carga de la historia, habiendo superado los mantenimientos del primer semestre. A pesar de lo anterior, el segmento continúa presentando pérdidas contables.

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

Gráfica 2. Utilidad operacional y tasa de cambio

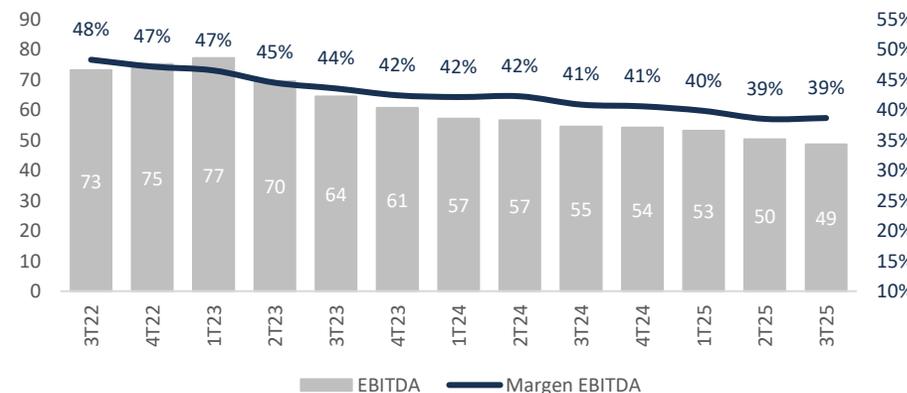
Cifras Utilidad Operacional en COP billones (Eje izquierdo). Tasa de cambio en COP



Fuente: Ecopetrol, BANREP. cálculos Corficolombiana

Gráfica 3. EBITDA consolidado

Cifras EBITDA 12 meses en COP billones (eje izquierdo)



Fuente: Ecopetrol, cálculos Casa de Bolsa

Ecopetrol Entrega de Notas 3T25

resiliencia operativa, con presión anual por Brent, FX y diferenciales

Por su parte, el **EBITDA total de ISA** se ubicó en COP 2,5 BN decreciendo 17,6% anual y creciendo 51,6% secuencial. Aprovechamos para reiterar que la compañía ha estabilizado su operación, y su margen EBITDA evidencia resiliencia a un entorno desfavorable en precios. Asimismo, el EBITDA por barril de los diferentes segmentos mantiene un comportamiento acorde con lo que esperamos de una compañía de Petróleo y Gas integrada (gráfica 4)

Producción y gas natural: La producción consolidada del Grupo Ecopetrol continúa diferenciándose de la producción en Colombia, que en 3T25 disminuyó 2,8% A/A en petróleo y 14,3% en gas (comercializado). La diferencia está en la producción de petróleo pues al tomar las cifras del Grupo Ecopetrol sin el Permian, esta creció 2,4% A/A. Mientras tanto, la producción de gas disminuyó 13,1% A/A, más alineada con la dramática situación que se está presentando en Colombia. Finalmente, tomando la totalidad de la producción del Grupo Ecopetrol, la producción de 751,5 kbped no registró mayor variación trimestral o anual, si bien el petróleo creció 1,6% A/A y el gas disminuyó 6,8% A/A.

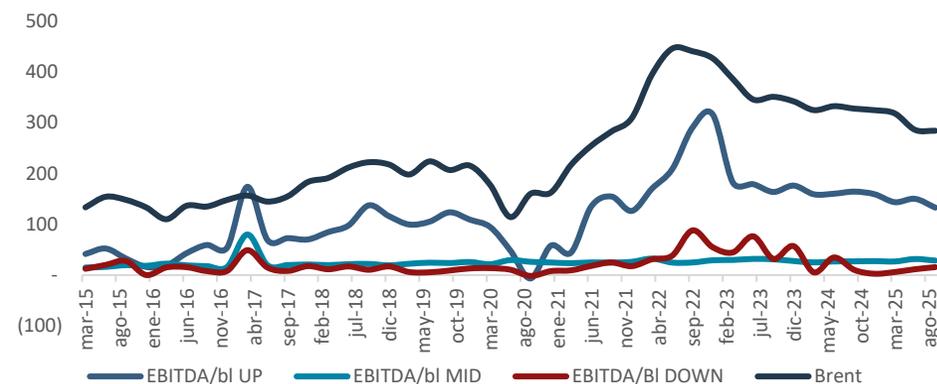
Capex, Deuda: Al 3T25 se han ejecutado inversiones por USD 4.179 millones, cumpliendo con el 72% de la meta anual, con una participación incremental de las inversiones en producción y exploración, llegando al 63,3% del total en 3T25. Por su parte, el endeudamiento medido a través de la razón Deuda Bruta sobre EBITDA de 2,4x se mantuvo por debajo del límite de 2,5x seguido por la compañía. Asimismo, el indicador de Deuda Neta sobre EBITDA se ubicó en 2,1x y la relación deuda sobre patrimonio se mantuvo estable en 1,1x.

Proyectos de gas natural: En diciembre de este año, Ecopetrol y Petrobras esperan firmar contratos de comercialización conjunta respecto a la producción de gas natural del proyecto Sirius, cuya producción total máxima de 470 MPCD asciende a aproximadamente la mitad de la demanda nacional actual.

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

Gráfica 4. Brent y EBITDA por barril en pesos por segmento *

Cifras en COP mil



Fuente: Ecopetrol, IEA, BanRep. Construcción: Corficolombiana. * Upstream utiliza el volumen de ventas de crudo y gas; downstream el de productos; y midstream el volumen de crudo y productos transportados.

Gráfica 5. Producción de Ecopetrol

Cifras trimestrales en Kbped*



* Kbped: Miles de Barriles de Petróleo equivalentes diarios

Ecopetrol Entrega de Notas 3T25

resiliencia operativa, con presión anual por Brent, FX y diferenciales

Por otro lado, la ANLA habilitó la importación de gas con la infraestructura de Cenit en Coveñas y se está trabajando en la reversión de la línea Coveñas-Ayacucho.

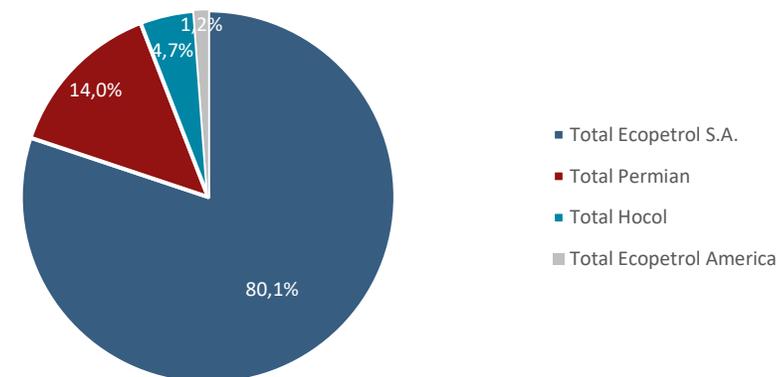
Energías limpias: En marzo de 2025, la filial ISA lanzó su estrategia 2040, donde anunció la incursión en nuevas líneas de negocio como nuevas soluciones de energía y almacenamiento. Durante la presentación de resultados 3T25 de ISA, este pilar se presentó bajo el nombre de “Soluciones Energéticas en Colombia”, proyectando que el Capex asociado podría representar hasta el 23% del total de las inversiones de la compañía de acá a 2040. El enfoque estará en parques solares para grandes consumidores y almacenamiento de energía. Por otro lado, al cierre de 3T25 la capacidad instalada de FNCER de Ecopetrol alcanzó 234 MW, creciendo 77% frente al año anterior.

Teleconferencia:

- **Permian:** Ni Ecopetrol ni su junta directiva se encuentran analizando la venta de la cuenca Permian. Cualquier desinversión será analizada adecuadamente. El Permian incluye a Delaware y Midland. En Midland tienen un Joint Venture con OXY que vence el próximo año y se debe negociar, así como un Acuerdo de Operación Conjunta (JOA). Por lo pronto, se pueden tener inversiones con extensión que Ecopetrol deberá proponer a su socio (OXY).
- **Riesgo de entrar en la lista OFAC por parte de la alta gerencia:** Hay un plan de mitigación, se analizará el programa y alcance de esta inclusión en caso de presentarse.
- **Sirius:** Ecopetrol aclaró que el proceso de consultas previas y licencias ambientales lo está completando el operador, ósea Petrobras. Ecopetrol apoya a Petrobras en esta labor.

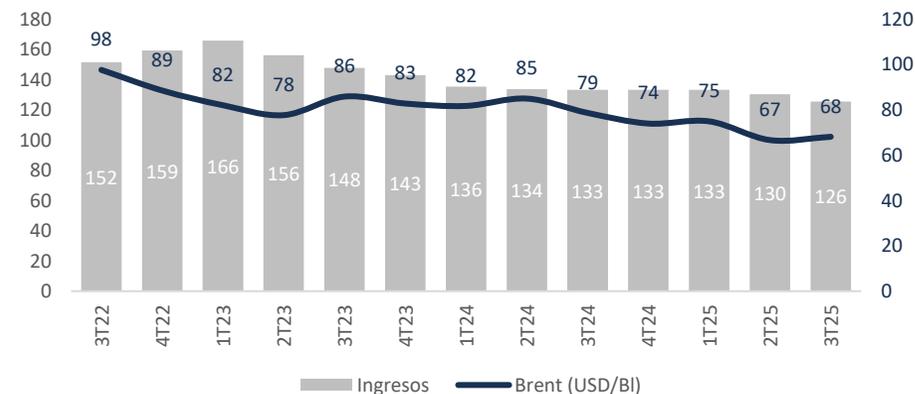
Gráfica 6. Participación sobre total de producción

Cifras trimestrales



Gráfica 7. Ingresos consolidados 12 Meses

Cifras 12 meses en COP billones. Incluye eliminaciones



Ecopetrol Entrega de Notas 3T25

resiliencia operativa, con presión anual por Brent, FX y diferenciales

- Asimismo, Ecopetrol reconoce la coordinación y apoyo del gobierno de Colombia a través de la DANCP (La Dirección de la Autoridad Nacional de Consulta Previa).
- **DIAN:** Basado en conceptos emitidos por asesores externos respecto a la divergencia en la interpretación del cobro retroactivo del IVA de la compañía (corrección aduanera iniciado por la DIAN), Ecopetrol no va a causar una provisión contable por el momento. LA DIAN, se pronunció oficialmente para descartar un embargo sobre el IVA.
- **Expectativa de producción para el cierre del año:** Parte alta del rango entre 740 y 750 kbped, muy similar al trimestre actual. En cuanto a 2026, aún no tienen expectativas en la medida en que están haciendo el plan estratégico y de inversión, pero esperan que los precios bajos del petróleo persistan.
- **Dividendos:** Se espera que la repartición de este año se ubique en el punto medio de la política de entre 40% y 60% de la utilidad. ☑ Teniendo en cuenta la expectativa del Gobierno de recibir COP 5,1 BN, la Utilidad de Ecopetrol deberá superar los COP 11,5 BN en 2025.
- **Canacol:** Hay un acuerdo de confidencialidad, no se pueden pronunciar al respecto.

Gráfica 8. Utilidad Neta Controladora

Cifras Utilidad Neta 12 meses en COP billones (eje izquierdo)

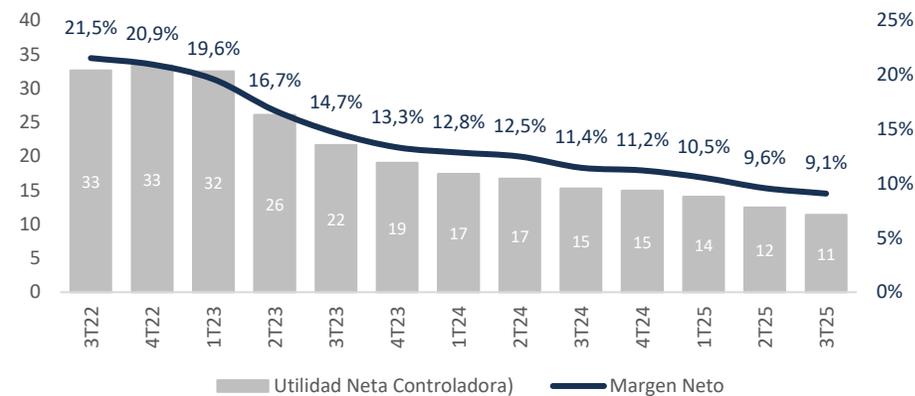


Tabla 2. Resultados Financieros 3T25

Cifras en COP billones

Ecopetrol					
Cifras en COP billones	3T24	2T25	3T25	Var T/T	Var A/A
Total Ingresos	34,61	29,67	29,84	1%	-14%
Utilidad Bruta	11,96	8,51	9,97	17%	-17%
Utilidad Operacional	9,31	5,64	7,34	30%	-21%
EBITDA	13,98	11,14	12,33	11%	-12%
Utilidad Neta Controladora (antes de Impairment)	3,65	1,81	2,56	42%	-30%
Margen Bruto	35%	29%	33%	474pbs	-116pbs
Margen Operacional	27%	19%	25%	558pbs	-231pbs
Margen EBITDA	40%	38%	41%	377pbs	92pbs
Margen Neto	11%	6%	9%	249pbs	-195pbs

[Volver índice](#)



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Mineros Entrega de Notas 3T25

Continúa la fiesta de los precios del Oro

noviembre de 2025

Daniel Bustamante

Analista Renta Variable
daniel.bustamante@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

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

Great
Place
To
Work®

Certificada

DIC 2024-DIC 2025

COL

Mineros Entrega de Notas 3T25

Continúa la fiesta de los precios del Oro

Mineros reportó resultados Positivos para el 3T25, en línea con nuestras expectativas y con un crecimiento en la Utilidad Neta del 90% en su variación anual.

Ingresos y precios del Oro: Durante el tercer trimestre de 2025, los **Ingresos Consolidados alcanzaron USD 196 millones**, registrando un importante aumento del 39% frente al 3T24. Este desempeño estuvo explicado principalmente por un aumento del 40% en el precio promedio realizado por onza de oro vendida, que se ubicó en USD 3.464/oz frente a USD 2.477/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 3.800/oz.

Producción de Oro: En términos operativos, la **producción total se incrementó 2,3% A/A y 1,8% T/T**, explicado por el buen desempeño en Nechí Aluvial (Colombia) que aumentó su producción en un 16% A/A (22,7 mil OZ AuEq), levemente compensando por el retroceso de -5,4% A/A en la producción de Nicaragua.

Costos por Onza vendida: Por el lado de los costos, el **Cash Cost* por onza vendida aumentó un 45% A/A**, mientras que el **AISC (All-in Sustaining Cost) se incrementó un 34% 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 33% frente al mismo periodo de 2024.

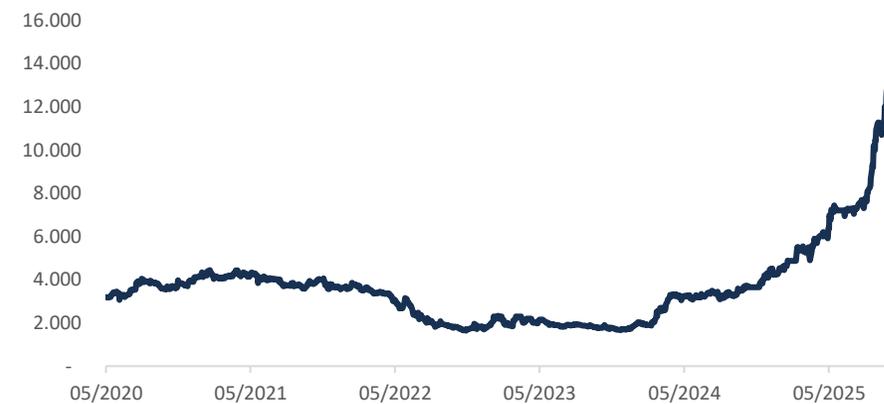
EBITDA: Destacamos el **EBITDA ajustado, que continúa creciendo y se ubicó en USD 90 millones, mostrando un notable crecimiento del 44% A/A y 10% T/T**, registrando un margen EBITDA del 46% (+96 pbs T/T y +141 pbs A/A).



Ticker	MINEROS
Sector	Commodities
Precio Objetivo (COP)	15.320
Recomendación	Neutral
Precio Cierre	13.840
Potencial de Valorización	10,7%
YTD	225,26%
Cap. Bursátil (COP Bn)	4,09
P/E	6,77x
P/V	2,14x
EV/EBITDA	3,29x

Gráfica 1. Comportamiento Acción Mineros

Cifras COP



Cifras con corte al 06/11/2025

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 3T25

Continúa la fiesta de los precios del Oro

Utilidad Neta: Nuevamente el buen desempeño operativo se tradujo en una **Utilidad Neta de USD 54 millones, superando en 4% nuestras expectativas y superando el resultado anual y secuencial en 89,6% y 24,3%, respectivamente.** El Margen Neto se expandió 735 pbs anual, alcanzando un 27,6%, mientras que la Utilidad por Acción (UPA) se situó en USD 0,18, un 80% superior a la registrada en el mismo trimestre del año anterior.

Mineros concluyó la ejecución de su programa de recompra de acciones por un monto total de USD 12 millones, dirigido exclusivamente a los accionistas colombianos. La operación se llevó a cabo entre el 1 y el 5 de septiembre de 2025, período durante el cual la compañía readquirió 3.956.885 acciones a un precio promedio de COP 12.000 por acción. Con esta operación, Mineros completó en su totalidad el monto autorizado por la Junta Directiva, contribuyendo a la creación de valor para los accionistas mediante una reducción efectiva del número de acciones en circulación.

Por otro lado, Mineros concretó la adquisición del 80% de participación de Pan American Silver Corp. en el Proyecto La Pepa (Atacama Chile), por un valor total de USD 40,4 millones, alcanzando así el 100% de propiedad del activo. La finalización de esta transacción, refuerza la posición de Mineros en Chile, ampliando su cartera de proyectos de crecimiento orgánico con potencial de desarrollo futuro.

Mantenemos una visión positiva sobre la evolución operativa y de exploración de Mineros, considerando el avance sostenido en sus campañas de perforación cercanas a Mina y Brownfield en la Propiedad Hemco, así como el cumplimiento de los programas planificados en los depósitos Guillermina, Leticia y Luna Roja. Estos avances respaldan el potencial de expansión de recursos y reservas minerales hacia 2026, mientras que la adquisición total del Proyecto La Pepa refuerza el portafolio de crecimiento a largo plazo en Chile. Adicionalmente, los precios rondando los USD 4.000/oz continúan siendo un catalizador clave para los márgenes y la generación de caja de la compañía, lo que mantiene atractivo su perfil fundamental en el corto y mediano plazo.

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfica 2. Utilidad y Margen Neto

Cifras Utilidad Neta 12 meses en USD millones (eje izquierdo)

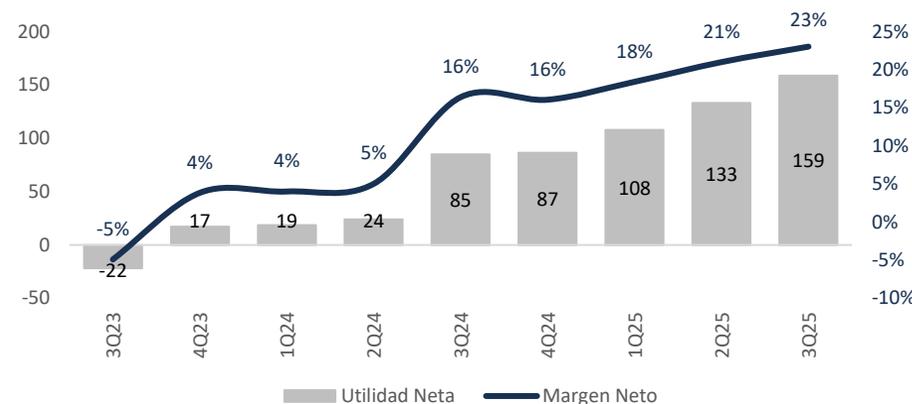


Tabla 2. Resultados Trimestrales 3T25

Cifras en USD millones

Mineros					
Cifras en USD MM	3Q24	2Q25	3Q25	Var % T/T	Var % A/A
Producción (mil Oz AuEq)	53,6	53,9	54,9	1,8%	2,3%
Precio promedio (USD/Oz)	2.477	3.313	3.464	4,6%	39,8%
Cash cost (USD/oz)	1.174	1.671	1.704	2,0%	45,1%
AISC (USD/oz)	1.481	1.940	1.982	2,2%	33,8%
Ingresos	141	182	196	7,4%	39,1%
EBITDA Ajustado (USD millones)	63	82	90	9,7%	43,5%
Utilidad Neta	29	44	54	24,3%	89,6%
Margen EBITDA	44,7%	45,1%	46,1%	96 pbs	141 pbs
Margen Neto	20,2%	23,8%	27,6%	374 pbs	735 pbs

* 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 3T25

Nu refuerza rentabilidad y escala

noviembre de 2025

Harold Rubio

Analista Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com

Nubank | Entrega de Resultados 3T25

Nu refuerza rentabilidad y escala



Calificamos los resultados de Nubank como **POSITIVOS**, dada la continuidad de la tendencia positiva en aumento de los Ingresos, Utilidad Neta, y Cartera de forma saludable. Adicionalmente, sus resultados del periodo se ubicaron ligeramente por encima de las expectativas del mercado.

Los resultados del 3T25 de Nu Holdings ratificaron el punto en el que la compañía se encuentra dentro de su ciclo de maduración, una fase en la que la escala, la eficiencia y la monetización se juntan para producir rentabilidades propias de bancos internacionales consolidados. Durante el trimestre, los **Ingresos por intereses** alcanzaron **USD 4.173 millones (+41,8% A/A; +13,7% T/T)**, superando en +3,5% las expectativas del mercado, lo que identifica la resiliencia del modelo frente a la desaceleración macro en Brasil. Este desempeño impulsó una **Utilidad Neta** de **USD 783 millones (+41,4% A/A; +23% T/T)**, con un **EPS de USD 0,1625 (+4,3% por encima del consenso)** y un **ROE anualizado de 31% (+100 pb A/A; +298 pb T/T)**, consolidando un trimestre en el que Nu no solo creció, sino que volvió a sorprender por la consistencia de su rentabilidad.

La expansión operativa siguió mostrando una combinación de escala y monetización. La base de clientes llegó a **127 millones (+16% A/A; +3% T/T)**, con una **tasa de actividad del 83%**, mientras que el **ARPA** subió a **USD 13,4 (+21,8% A/A; +10% T/T)**, impulsado por mayor uso transaccional y productos de profundización financiera. El Purchase Volume alcanzó USD 36,5 billones (+20% A/A; +8% T/T), validando que el engagement crece incluso en un entorno de menor consumo.

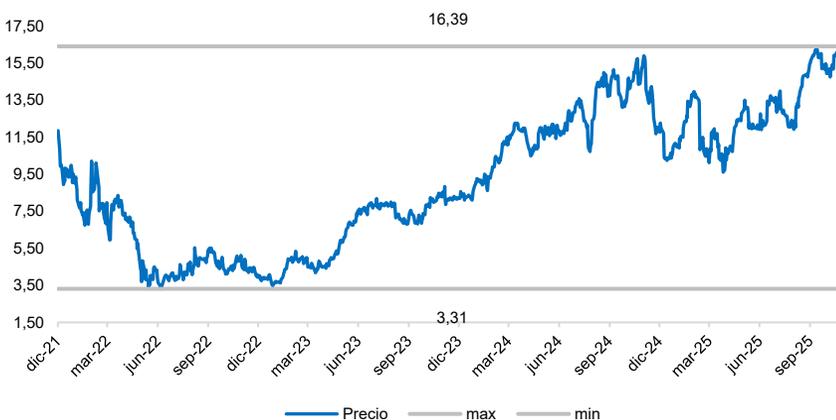
Destacamos que el **Costo de Servir** aumentó a **USD 0,9 por cliente (+12% A/A; +0,1 pp T/T)**, reflejando la mayor participación de México dentro del mix (una geografía donde la curva inicial de servicio es estructuralmente más elevada) y el incremento en inversiones operativas destinadas a soportar la profundización del ecosistema y la expansión de nuevos productos. La Eficiencia operativa se reafirmó con un **Efficiency Ratio** de **27,7% (-340 pb A/A; -60 pb T/T)**, mientras que desde la perspectiva de fondeo, los **Depósitos** crecieron a **USD 38,8 billones (+34% A/A; +4% T/T)** con un costo equivalente al 89% de las tasas interbancarias. A su vez, la **Cartera que Genera Intereses (IEP)** llegó a **USD 17,7 billones (+54% A/A; +12% T/T)**, ampliando la capacidad de generación de Ingreso financiero incluso en un contexto de compresión de spreads.

Market Cap. (USD miles MM)	74,23
Último Precio (USD)	15,12
YTD (%)	+47,88%
P/VL	7,04x
P/E	29,70x

Fuente: Stock Analysis; Cifras con corte al 18 noviembre 2025

Acción Nubank (NU US Equity)

Cifras en USD



Fuente: Investing, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

Nubank | Entrega de Resultados 3T25

Nu refuerza rentabilidad y escala



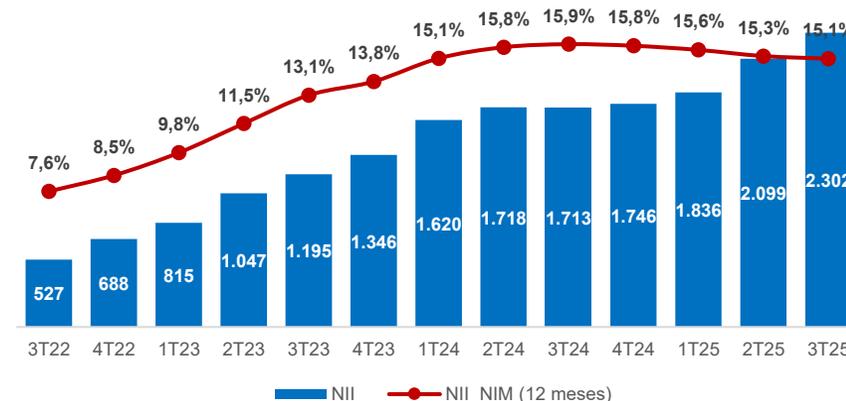
En el frente crediticio, la **Cartera total** creció a **USD 30,4 billones (+42% A/A; +9% T/T)**, con una recomposición favorable hacia préstamos con garantía (+133% A/A) y sin garantía (+63% A/A). Aunque esta mezcla comprimió el **NIM nominal a 17,3% (-40 pb T/T; -110 pb A/A)**, la mejora del perfil de riesgo permitió que el Risk-Adjusted NIM se expandiera hasta 9,9% (+70 pb T/T; +190 pb A/A). Esto refleja que Nu está monetizando más eficientemente su portafolio al mismo tiempo que reduce pérdidas crediticias. Las **Provisiones netas** se ubicaron en **USD 977 millones (-3,4% T/T; +1% A/A FXN)**, mostrando estabilidad y una tendencia favorable en recuperación. Si bien la compañía no declaró que el ciclo crediticio haya alcanzado su punto máximo, los indicadores reportados: como la disminución del gasto en Provisiones y la expansión del margen ajustado por riesgo, muestran señales de moderación en las presiones crediticias, especialmente en Brasil. La **mora (NPL) +90 días** retrocedió a **6,8% en el 3T25**, por debajo del pico de 7,2% alcanzado en el 3T24 y también inferior al 7,0% observado en el 2T24 y 4T24, lo que indica una mejora gradual en la trayectoria de la mora, aunque aún en niveles relativamente elevados.

México volvió a ser protagonista del trimestre por su crecimiento y potencial estratégico. Con más de **13 millones de usuarios (+25% A/A aprox.)**, equivalentes al **14% de la población adulta**, y un ARPAC de USD 12,5 (+8% A/A; +9% T/T), **se consolida como el mercado donde Nu monetiza más rápido dentro del ciclo**. Durante el conference call, ante preguntas de analistas, David Vélez (CEO) afirmó que la operación mexicana “podría ser rentable hoy” si se priorizara, pero **la compañía está enfocada en escalar infraestructura y clientes antes de capturar esa rentabilidad**. A su turno, Guilherme Lago (CFO) aclaró que el posible límite a las tasas de intercambio tendría impacto marginal porque estas comisiones representan una fracción muy pequeña del ARPAC, aunque advirtió que una regulación excesiva podría frenar la inclusión financiera y la profundización del crédito.

El trimestre también destacó por el **avance de la estrategia AI-first mediante “nuFormer”**, tema abordado ampliamente en la llamada. En respuesta a consultas sobre su capacidad predictiva, Lago señaló que el modelo registró mejoras en AUC* hasta 3 veces superiores a las actualizaciones tradicionales, **permitiendo aumentar límites crediticios en Brasil sin elevar riesgo**. Vélez agregó que **nuFormer** está diseñado para transformar decisiones clave de crédito y cobranzas, **ampliando la ventaja competitiva del banco a partir de 2026**. Estos avances, junto con la expansión del IEP, la mejora del margen ajustado al riesgo y el sólido desempeño en México, reforzaron la visión de Nu al definir nuevos estándares de eficiencia y rentabilidad en la banca digital latinoamericana.

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

*El AUC es una medida estándar de precisión de modelos. Esta métrica evalúa qué tan bien un modelo es capaz de distinguir entre diferentes resultados. Cuanto más alto sea el AUC, mejor es el modelo.

Nubank | Entrega de Resultados 3T25

Nu refuerza rentabilidad y escala



Tabla 1 – Principales cifras Nubank
Cifras en USDMM

Cifras en USD millones	NUBANK				
	3T24	2T25	3T25	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	2.943	3.668	4.173	41,8%	13,7%
Provisiones Netas	774	1.012	977	26,3%	-3,4%
Utilidad Neta	553	637	783	41,4%	22,9%
ARPAC (US\$)	11,0	12,2	13,4	21,8%	9,8%
NIM	18,4%	17,7%	17,3%	-110 pbs	-40 pbs
Calidad de Cartera (90 días)	7,2%	6,6%	6,8%	-40 pbs	20 pbs
ROE anualizado	30,0%	28,0%	31,0%	100 pbs	298 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



Isis Eliana Delgado
Practicante de Renta Fija
eliana.delgado@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



www.avalcasadebolsa.com