



Asset  
Management

Estudios Económicos y Mercado

# Resumen Resultados 4T25

## Buen desempeño operativo en general

abril de 2026

**Harold Rubio**

Analista Renta Variable  
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

**Diego Alejandro Sánchez**

Analista Renta Variable  
diego.sanchez@avalcasadebolsa.com

**Omar Suarez**

Gerente Renta Variable  
omar.suarez@avalcasadebolsa.com

# Resumen Resultados 4T25

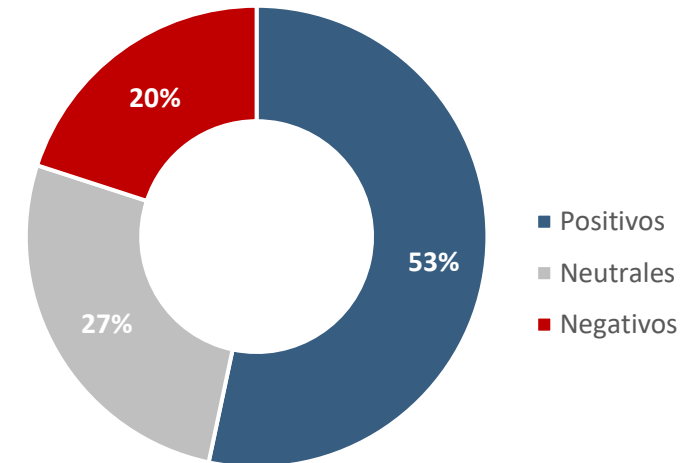
## Buen desempeño operativo en general

**Sector Financiero:** Los resultados del 4T25 fueron mixtos para las entidades bancarias, aunque en general se destaca como positiva la mejora generalizada de la Calidad de Cartera (menor cartera en mora), una variable que será clave de cara al nuevo ciclo alcista de tasas de interés, que ya acumula dos subidas de 100 pbs en lo que va del año. La Calidad de Cartera es una variable clave teniendo en cuenta que la subida de las tasas de interés podría generar presiones negativas sobre la actividad económica, aumentando el porcentaje de créditos en mora y obligando a las entidades financieras a guardar más Provisiones, situación que reduce las utilidades. Adicionalmente, unas mayores tasas de interés encarecen el fondeo para los bancos, por lo que las entidades que no puedan transmitir estas alzas a la nueva cartera, podrían ver reducido su Margen Financiero. **Grupo Cibest:** Reportó Pérdidas por el deterioro contable producto de la venta de Banistmo, un resultado esperado por el mercado. Sin embargo, hubo una sorpresa negativa por mayores Provisiones dada la nueva senda esperada de tasas de interés y el aumento del salario mínimo. **Davivienda Group:** Su reporte fue favorable por el mantenimiento del Margen Financiero Bruto y la reducción de Provisiones por una mejor Calidad de Cartera. Sin embargo, el reto para los siguientes trimestres es mantener estas variables en niveles constantes, mientras absorbe los mayores gastos producto de la integración de Davivienda y Scotiabank.

**Sector Consumo:** **Terpel** reportó resultados Neutrales para el 4T25, 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** continúa mostrando una operación con mejoras estructurales, reflejo de su estrategia de conversión de tiendas, disciplina de costos y fortalecimiento del surtido, que se tradujo en un avance en eficiencia y rentabilidad. Si bien el SSS consolidado creció +4,7% A/A en un entorno aún retador para la demanda, los formatos premium en Colombia y el desempeño de Uruguay ayudaron a la expansión de márgenes, un EBITDA superior a lo esperado y el retorno a utilidades.

**Sector Construcción e Infraestructura:** Los resultados de **Cementos Argos** estuvieron definidos por solidez operativa y financiera pese a la debilidad en ingresos y volúmenes. La compañía sostuvo su rentabilidad gracias a eficiencias estructurales que impulsaron el EBITDA ajustado y, junto con una menor presión financiera derivada del desapalancamiento posterior a la venta de Summit Materials, permitieron un crecimiento relevante de la Utilidad Neta, sin apoyarse en efectos extraordinarios. En el caso de **Grupo Argos**, mostró un desempeño en línea con sus subsidiarias, donde la estabilidad del negocio cementero, y la eficiencia operativa, aportaron al aumento del EBITDA del grupo. Por otro lado en Energía e Infraestructura **Celsia** mostró una operación más estable tras un año atípico en precios y generación, mientras que Odinsa mantuvo una contribución recurrente de su portafolio de concesiones, confirmando que el resultado del trimestre descansó en la operación subyacente de estos segmentos.

Gráfico 1 – Calificación general de los resultados del trimestre



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

# Resumen Resultados 4T25

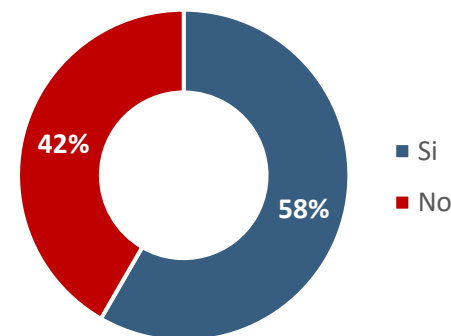
## Buen desempeño operativo en general

**Sector Minero Energético:** **Ecopetrol** cerró uno de los trimestres más débiles del año, con Ingresos de COP 28,8 billones (-17% A/A), EBITDA de COP 10,0 billones (-16% A/A) y una Utilidad Neta de COP 1,5 billones (-61% A/A), afectados por un Brent promedio más bajo, una tasa de cambio menos favorable y la menor producción del año en 729 kbped; aunque el margen EBITDA se mantuvo en 34,5%, el deterioro de precios y volúmenes en Upstream, junto con una menor contribución de ISA, confirmó que la presión fue más de entorno que operativa, cerrando un 2025 sin catalizadores claros de recuperación. En contraste, **Mineros** mostró un trimestre operativamente fuerte, con Ingresos de COP 995 mil millones (+52% A/A) impulsados por un precio del oro récord de USD 4.179/oz y una producción de 58,6 mil onzas (+8,1% A/A), aunque la Utilidad Neta cayó a COP 37,6 mil millones (-63% A/A) por el impacto extraordinario del impuesto ad-valorem en Nicaragua.

**Sector Utilities:** El sector de Utilities presentó resultados mixtos, con utilidades afectadas por el tipo de cambio y los eventos no recurrentes, aunque con una dinámica operacional favorable. **Celsia** reportó resultados positivos, favorecida por las mejores condiciones hidrológicas del país, que además fueron gestionadas con disciplina operativa y financiera. Adicionalmente, se anunciaron las intenciones de iniciar un programa de recompra de acciones que será ejecutado en una sola operación con plazo hasta el 25 de abril. **GEB** mostró un desempeño positivo. Si bien el efecto cambiario afectó los Ingresos y una parte del crecimiento en la Utilidad obedeció a eventos no recurrentes, el buen comportamiento de las empresas asociadas refleja la fortaleza del portafolio. Se anunció la iniciativa de vender el 9,6% de las acciones de la compañía que están en manos de su accionista mayoritario, el Distrito de Bogotá. Se espera que en mayo se obtenga la valoración de bancas de inversión independientes mientras al tiempo se discuten los canales para ofrecer las acciones, valoradas en COP 2,6 billones a los precios de mercado actuales.

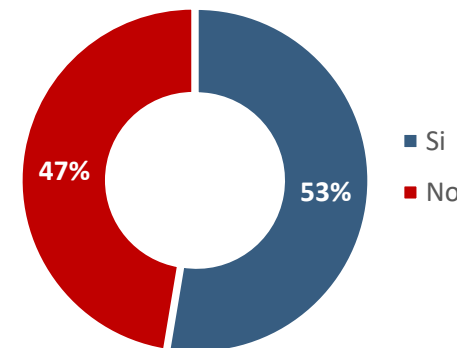
**Sector Inmobiliario:** En el 4T25, el sector inmobiliario mostró solidez operativa, con PEI y TIN como referentes. **PEI** cerró el trimestre con Ingresos por COP 217 mil millones (+4,0% A/A), un NOI de COP 179 mil millones y un Flujo de Caja Distribuible de COP 100 mil millones (COP 2.002 por título), impulsado por renovaciones contractuales, ajustes de canon y una menor carga financiera, mientras que **TIN** mantuvo una ocupación elevada (97,2%), ingresos anuales por COP 46.937 millones (+7,5% A/A) y un crecimiento de 35% en las distribuciones, beneficiándose de un portafolio estable y menor gasto financiero; sin embargo, en ambos casos, el principal punto de atención hacia 2026 será el impacto de un mayor costo de la deuda sobre la generación de caja, más que un deterioro del desempeño operativo.

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 4T25

## Buen desempeño operativo en general

Tabla 1 – Resumen de resultados Cuarto trimestre 2025

Cifras COP Miles MM	Calificación	Ingresos					EBITDA					Utilidad Neta Controladora					
		4T24	3T25	4T25	Var % T/T	Var % A/A	4T24	3T25	4T25	Var % T/T	Var % A/A	4T24	3T25	4T25	Var % T/T	Var % A/A	
<b>Gupo CIBEST<sup>4</sup></b>	<b>Negativos</b>	4.696	5.303	4.843	-9%	3%											
<b>Davivienda Group</b>	<b>Positivos</b>	2.086	2.342	2.101	-10%	1%											
<b>Nubank<sup>1</sup></b>	<b>Positivos</b>	2.989	4.173	4.686	12%	57%											
<b>Grupo Sura</b>	<b>Neutrales</b>	7.291	7.757	6.248	-19%	-14%											
<b>Grupo Aval<sup>5</sup></b>	-	1.906	1.777	2.083	17%	9%											
<b>Banco de Bogotá<sup>5</sup></b>	-	1.171	1.240	1.293	4%	10%											
<b>Celsia</b>	<b>Positivos</b>	2.098	1.297	1.331	3%	-37%	355	381	370	-3%	4%	28	59	24	-59%	-14%	
<b>GEB</b>	<b>Positivos</b>	2.115	1.983	1.991	0%	-6%	995	917	900	-2%	-10%	324	778	893	15%	176%	
<b>ISA</b>	<b>Negativos</b>	4.322	3.990	4.251	7%	-2%		2.492		-100%	N.A.	575	700	571	-18%	-1%	
<b>Promigas<sup>3</sup></b>	-	2.115	1.864	1.860	0%	-12%	1.456	630	183	-71%	-87%	506	305	183	-40%	-64%	
<b>Ecopetrol</b>	<b>Negativos</b>	34.792	29.840	28.819	-3%	-17%	10.598	9.970	9.956	0%	-6%	3.193	2.563	1.509	-41%	-53%	
<b>Cementos Argos</b>	<b>Neutrales</b>	1.308	1.366	1.275	-7%	-3%	253	361	254	-30%	0%	7	220	8	-96%	14%	
<b>Grupo Argos</b>	<b>Neutrales</b>	3.586	3.343	2.813	-16%	-22%	577	850	725	-15%	26%	307	1.677	236	-86%	-23%	
<b>Corficolombiana</b>	-	3.216	2.587	2.876	11%	-11%	1.028	1.213	1.221	1%	19%	69	18	129	600%	87%	
<b>Grupo Éxito</b>	<b>Positivos</b>	6.288	5.229	6.166	18%	-2%	638	448	671	50%	5%	146	143	209	46%	43%	
<b>Terpel</b>	<b>Neutrales</b>	9.731	9.628	9.653	0%	-1%	434	479	413	-14%	-5%	110	173	129	-26%	17%	
<b>PEI<sup>2</sup></b>	<b>Positivos</b>	208	200	217	8%	4%	147	137	150	9%	2%	50	65	100	54%	100%	
<b>TIN<sup>2</sup></b>	<b>Positivos</b>	40,0	43,7	46,9	N.A.	N.A.	28,3	32,1	21,3	-34%	-25%	14,3	17,2	23,3	35%	63%	
<b>Mineros<sup>1</sup></b>	<b>Positivos</b>	150	196	261	33%	74%	57	90	115	27%	102%	23	54	9	-83%	-61%	

1. Cifras en USD MM.

2. Utilidad Neta Controladora: Flujo de Caja Distribuible.

3. EBITDA: Utilidad Operativa

4. No comparable por el proceso de escisión

5. Proforma 4T24 y 3T25.

Grupo Cibest y Davivienda: Ingresos Netos por Intereses

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

# Resumen Resultados 4T25

## Índice de navegación

- **Sector Financiero**
  - Banco de Bogotá
  - Grupo Cibest
  - Davivienda Group
  - 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**
  - Ecopetrol
  - Mineros

[Volver índice](#)



Asset  
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

# Grupo Cibest | Entrega de Notas 4T25

## Mayor Gasto de Provisiones impacta Utilidad

abril de 2026

**Diego Alejandro Sánchez**

Analista Renta Variable

Diego.sanchez@avalcasadebolsa.com

**Omar Suarez**

Gerente Renta Variable

omar.suarez@avalcasadebolsa.com

Great  
Place  
To  
Work®

Certificada

DIC 2024-DIC 2025

COL

# Grupo Cibest | Entrega de Notas 4T25

## Mayor Gasto de Provisiones impacta Utilidad



Calificamos los resultados del tercer trimestre como **NEGATIVOS**, principalmente por el notable incremento en el Gasto de Provisiones, lo que impactó el ROE y la Utilidad Neta. La venta de Banitsmo generó una pérdida contable (no de caja) de COP 3,4 billones, por lo que el resultado para el 4T25 refleja una pérdida para los accionistas de COP 1,9 billones que se encuentra dentro de nuestras expectativas. Sin embargo, consideramos esta venta como positiva, reflejo de la mayor disciplina de capital por parte de la entidad financiera, lo cual tendría un efecto positivo sobre la rentabilidad (ROE), la Calidad de la Cartera y el NIM de Grupo Cibest en 2026.

Durante el 4T25 los **Ingresos por Intereses de Cartera** fueron de COP 7,3 billones, creciendo 1,3% anual, esto va en línea con la cartera bruta, que cerró en COP 285,2 billones, subiendo 2,1% anual. Mientras tanto, los **Ingresos por Intereses de de Inversiones** registraron un **resultado negativo**, cayendo 56,3% anual. Teniendo en cuenta lo anterior, los **Ingresos Totales por Intereses** fueron de COP 7,7 billones, un 2,1% inferiores que en 4T24.

Los **Gastos por Intereses** decrecieron **9,7% anual** al situarse en COP 2,9 billones, lo cual favoreció el **Ingreso Neto de Intereses**, que creció +3,1% anual.

El **Gasto de Provisiones** presentó un fuerte incremento de **80,3% A/A** a COP 1,5 billones, debido a constituciones puntuales en el segmento corporativo y a un cargo por deterioro en Bancolombia debido a la mayor expectativa de incremento de tasas de interés por parte del Banco de la República. Esta situación ocurre pese a la mejora en el **indicador de Cartera Vencida** que pasó de 4,8% en 4T24 a 4,2% al cierre del 4T25.

Los **Ingresos Netos por Comisiones** (COP 1,3 billones) crecieron 22,7% respecto al 4T24, a los que se suman los **Ingresos Operativos** que alcanzaron COP 1,1 billones (+32,8% A/A) por la dinámica positiva en derivados del tipo de cambio. Por su parte, los **Egresos Operacionales** fueron de COP 3,4 billones creciendo 8,1% anual y el **Indicador de Eficiencia** mejoró a **50,5% en 4T25** luego de haber cerrado el 4T24 en 53,0%.

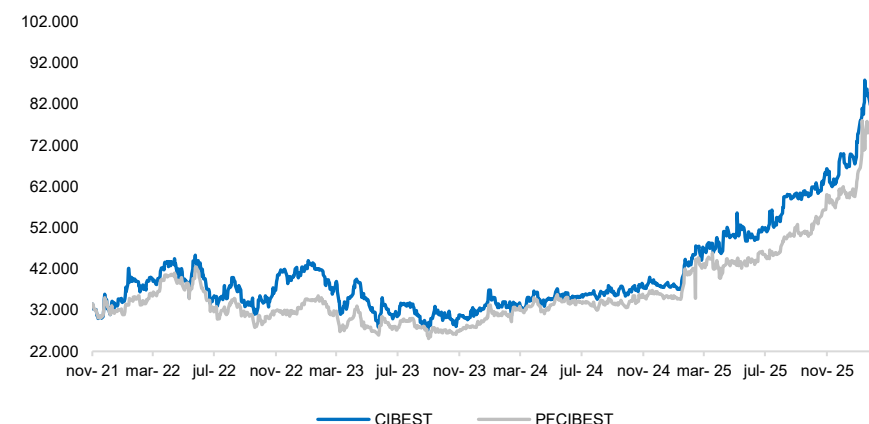
El **Impuesto a las Ganancias** fue de **COP 0,6 billones**, representando una tasa efectiva del 30% por los beneficios fiscales en Colombia, pero con un gasto adicional por el incremento en la sobretasa de renta que se cobra desde el decreto de emergencia económica de diciembre de 2025.

Recomendación	Neutral
Precio Objetivo (PF)	En revisión
Market Cap. (BN COP)	73,50
Último Precio PF (COP)	70.760
YTD (PF)	15,54%
P/VL (PF)	1,68x
DVD Yield (PF)	6,5%

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, Investing cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

# Grupo Cibest | Entrega de Notas 4T25

## Mayor Gasto de Provisiones impacta Utilidad



Por lo anterior, la **Utilidad Neta de Operaciones Continuas** cerró el 4T25 en **COP 1,6 billones**, cayendo **5,8% anual** debido principalmente al mayor volumen de provisiones.

La **pérdida asociada a la venta de Banistmo asciende a COP 3,4 billones**. Con lo anterior, **en el 4T25 se registra una pérdida atribuible a los accionistas por COP 1,9 billones**. Cabe mencionar que el efecto de esta pérdida no es de caja sino es contable y representa el reconocimiento de la venta de activo que se hizo en 2025 a un precio inferior al de su compra en dólares en el año 2013.

La **Utilidad Neta para todo el año 2025 fue de COP 3,8 billones, un 39% inferior a la del año 2024, lo que deja el ROE en 9,1%**. Destacamos que si no se incluye el efecto de la venta de Banistmo, la Utilidad Neta hubiera ido de COP 7,3 billones para todo el año, equivalente a un ROE de 17,2%, el cual consideramos saludable y se encuentra por encima del promedio de la industria.

La administración propondrá en la asamblea de accionistas la repartición de **COP 4.512 por acción**, lo que equivale a un **dividend yield aproximado de 5,6%** sobre la acción ordinaria y **de 6,5%** sobre los títulos preferenciales.

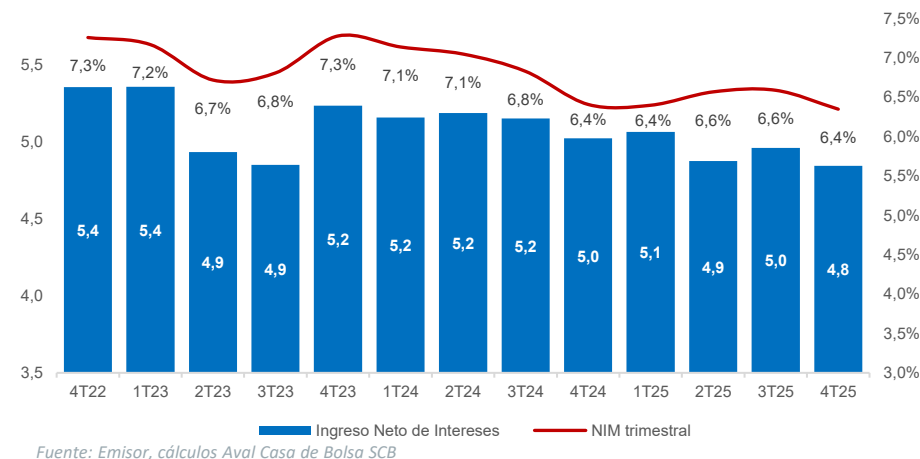
En el Balance, la Cartera Bruta cerró en **COP 285,2 billones (+1,9% T/T ;+2,1% A/A)**, impulsada por un mayor crecimiento en la Cartera de Consumo (+2,7% T/T;+1,9% A/A ) e Hipotecaria (+2,0% T/T; + 4,9% A/A).

En cuanto al Fondo, se destaca el **crecimiento de Cuentas de Ahorros (+7,9% T/T; +11,8% A/A)** frente a la menor presencia de CDT (-1,4% T/T; -1,1% A/A), lo que explicaría parte del menor coste, favoreciendo los resultados.

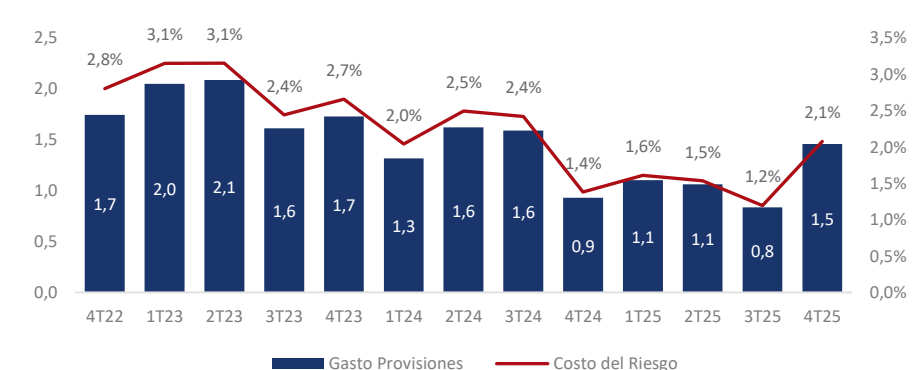
A la fecha, se ha ejecutado el **31,9% del cupo de COP 1,35 billones autorizado en el programa de recompra**. El 53,4% del presupuesto ha sido sobre la acción preferencial, un 39,6% sobre los ADR, y un 7,0% en acciones ordinarias. Esto ha venido generando presiones alcistas sobre las acciones de Grupo Cibest.

Para el 2026 se proyecta un **ROE entre 18,0% y 18,5%, (actual 17,2%)** lo que implicaría unas utilidades cercanas a **COP 7,3 billones**. Así mismo, se espera un crecimiento de la Cartera entre 7,0% y 8,0%, con un NIM estable entre 6,8% y 7,0% (actual en 6,8%). El Costo de Riesgo estaría entre 1,6% y 1,8% (actual de 1,6%).

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



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



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

# Grupo Cibest | Entrega de Notas 4T25

## Mayor Gasto de Provisiones impacta Utilidad



**Tabla 1 – Principales cifras Grupo Cibest**

Cifras en miles MM COP y %

Cifras en COP mil MM	4T24	3T25	4T25	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos netos por intereses	4.696	4.960	4.843	3,1%	-2,3%
Gasto Provisiones Netas	-806	-833	-1.445	79,4%	73,5%
Utilidad Neta (Controladora)	1.663	2.114	-1.852	-211,4%	-187,6%
Calidad de la cartera (30 días)	4,8%	3,1%	4,2%	-57 pbs	113 pbs
ROE 12 meses(1)	11,6%	13,6%	9,2%	-241 pbs	-439 pbs
NIM	6,4%	6,6%	6,4%	-6 pbs	-24 pbs
Costo de Fondeo	4,2%	3,7%	3,8%	-34 pbs	10 pbs

(1) Incluye el efecto de la venta de Banitsmo

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

[Volver índice](#)



Asset  
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

# Banco de Bogotá | Entrega de Notas 4T25

---

abril de 2026

**Diego Alejandro Sánchez**  
Analista Renta Variable  
diego.sanchez@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 4T25

El banco presentó sus estados financieros proforma, que excluyen a Multifinancial Group como subsidiaria y la clasifican como activo no corriente mantenido para la venta, dichas cifras son útiles para efectos de comparación con períodos anteriores.

La Cartera Bruta creció 5,5% anual y cerró el 4T25 en COP 95,5 billones. El segmento de mayor crecimiento fue el Hipotecario (+21,9% A/A), seguido de Consumo (+6,1% A/A). La Cartera Comercial creció 2,2% anual.

La información respecto a la Cartera está en línea con los ingresos por intereses reportados, que durante el 4T25 fueron de COP 3,2 billones en 4T25, un 3,7% superiores a los del mismo trimestre del año anterior.

Los Gastos por Intereses se mantuvieron estables en COP 1,9 billones (-0,4% anual), y el Ingreso Neto por Intereses para el 4T25 cerró en COP 1,3 billones, creciendo 10,4% anual. De esta forma el NIM cerró en 4,5%, estable en términos anuales.

Las Provisiones cerraron en COP 468,3 mil millones, un 14,4% más que en 4T24 (cifra mayor al crecimiento de la Cartera). La Cartera vencida a 30 días cayó desde 6,1% en 4T24 a 4,9% en 4T25, por lo que las mayores provisiones incrementan la cobertura a 97,4% en el 4T25 luego de cerrar en 95,1% en 4T24. El Ingreso Neto de Intereses y Provisiones el Banco de Bogotá fue de COP 824,4 mil millones, decreciendo 4,2% anual.

Se registraron mayores Ingresos por Dividendos y Método de Participación, así como Ganancias por Inversiones, por lo que Otros Ingresos crecieron 57,8% anual hasta COP 148,2 mil millones.

La utilidad neta de operaciones continuadas fue de COP 376,9 mil millones en 4T25, creciendo 23,8% anual. La utilidad neta atribuible a los accionistas de Banco de Bogotá (descontando las operaciones descontinuadas) cerró el 4T25 en COP 182,6 mil millones, un 40,8% menos que en el mismo periodo del año anterior. Para todo el 2025, la utilidad neta atribuible a los accionistas fue de COP 1,3 billones, un 16,5% superior al resultado obtenido en 2024.

La administración propondrá a la Asamblea de accionistas la repartición de un dividendo de COP 2.136 por acción, equivalente a un yield anual aproximado de 5,4%.

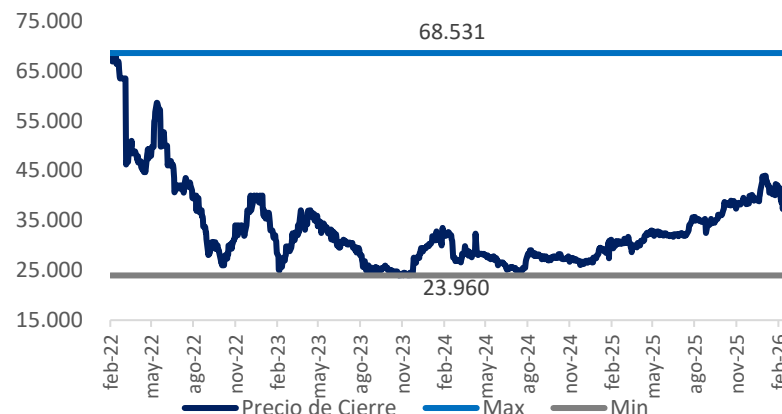


Market Cap. (BN COP)	13,95
Último Precio (COP)	38.100
YTD	+2,31%
P/VL	0,78x
P/E	9,70x
DVD Yield	5,6%

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; Stock Analysis; datos con corte a 08 abril 2026

## Gráfico 1 – Movimiento Acción Bogotá

Cifras en COP



Fuente: Yahoo Finance, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

[Volver índice](#)



Asset  
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

# Davivienda Group | Entrega de Notas 4T25

## Buen desempeño en Provisiones impulsó la Utilidad

---

abril de 2026

**Diego Alejandro Sánchez**

Analista Renta Variable

diego.sanchez@avalcasadebolsa.com

**Omar Suarez**

Gerente Renta Variable

omar.suarez@avalcasadebolsa.com

Great  
Place  
To  
Work®

Certificada

DIC 2024-DIC 2025

COL

# Davivienda Group | Entrega de Notas 4T25

## Buen desempeño en Provisiones impulsó la Utilidad



Davivienda Group presentó resultados del 4T25 que calificamos como **POSITIVOS**, teniendo en cuenta que el Margen Financiero Bruto se mantuvo estable y hubo liberación de Provisiones por una mejor Calidad de Cartera.

Sin embargo, monitoreamos los retos a futuro, teniendo en cuenta que el Costo de Riesgo se encuentra en niveles inferiores al promedio, en medio de una senda de mayores tasas de interés esperadas para este año. En este entorno, la Calidad de Cartera podría verse ligeramente deteriorada, por lo que no se descarta algún incremento en Provisiones. Adicionalmente, la entidad debe trasladar las mayores tasas de interés de captación para mantener sus márgenes, y asumir los costos de la integración que tendrá lugar durante 2026 y 2027.

Ya están disponibles los Estados Financieros de la Holding, sin embargo, sus cifras no son comparables por tratarse de la suma de dos bancos. Aún así, la administración presentó un informe de vista de gestión que excluye los efectos de la integración, facilita la comparación y es la base de esta Entrega de Notas.

La Cartera Bruta cerró en COP 149,0 billones, creciendo 2,4% anual, la cartera de mayor crecimiento fue la Hipotecaria, con un 8,7% anual, seguida por la Cartera Comercial (+1,3% A/A), y menores préstamos de Consumo (-2,7% A/A).

Los Ingresos por este concepto cayeron 2,3% anual hasta COP 4,5 billones. Los Ingresos por Inversiones decrecieron 35,5% (COP 246 mil millones). Estas dinámicas se asocian a la estrategia de mayor crecimiento en Crédito Hipotecario (que tiene menor tasa) y un deterioro en el precio del portafolio de inversiones vía mayores tasas en el mercado de renta fija.

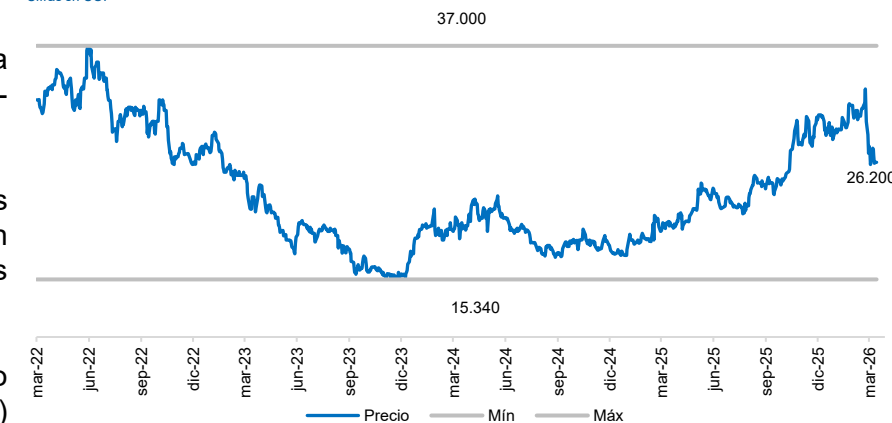
Los Gastos por Intereses cayeron 9,3% anual hasta COP 2,4 billones, lo que significa una reducción del Gasto mayor a que se presentó en los Ingresos, por lo que el Margen Financiero Bruto (es decir, la diferencia entre ambos) creció 0,7% anual hasta COP 2,1 billones. Por su parte, el NIM comparable cerró en 5,1%, 9 pbs inferior al registrado en 4T24.

Recomendación	Sobreponderar
Precio Objetivo (COP)	28.000
Market Cap. (COP BN)	2,91
Último Precio	26.100
Retorno potencial	7,3%
YTD (%)	-7,7%
P/B	0,71

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, información a Marzo 17 de 2026

Gráfico 1 – Acción Preferencial Davivienda

Cifras en COP



Fuente: Yahoo Finance, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

# Davivienda Group | Entrega de Notas 4T25

## Buen desempeño en Provisiones impulsó la Utilidad



Por otro lado, las **Provisiones Netas** fueron de COP 644,6 mil millones, un 28,5% inferiores a las de 4T24, este menor nivel fue el principal contribuyente al incremento de la Utilidad Neta y está en línea con la mejora en la Calidad de Cartera a 90 días, que pasó de 4,4% en 4T24 a 4,1% en 4T25. Por lo anterior, el Costo de Riesgo comparable cerró el 4T25 en 1,7% , esto es 75 pbs menos que en el 4T24, ubicándose por debajo del promedio histórico.

El **Margen Financiero Neto** cerró en COP 1,5 billones, un 22,9% superior al del 4T24. Adicionalmente, se registraron COP 291 mil millones en Ingresos por el tipo de cambio, esto es 2,2 veces lo registrado en 4T24.

Con estos datos, la Utilidad Neta de Davivienda Group comparable fue de COP 389,2 mil millones, esto es 2,4 veces el resultado obtenido en el **4T24**. Cabe mencionar que esta Utilidad Neta no es la oficialmente obtenida por todo el conglomerado, ya que excluye las operaciones de la integración para que los números sean comparables y sea posible evaluar el desempeño de la gerencia del banco.

El resultado de todo el 2025 (comparable) fue de COP 1,6 billones, una recuperación frente a las Pérdidas de COP 89,7 mil millones obtenidas en 2024. Dicha rentabilidad explica el ROAE anual del Banco que cerró en 9,0%, una mejora de 956 pbs respecto al 2024, el indicador cerró en -0,6%.

Para el 2026, la administración proyecta para la Holding un crecimiento de entre 8 y 10% de la cartera, un Índice de Cartera Vencida a 90 días de entre 3,3% y 3,8% así como un ROAE de entre 8,0% y 10,0%, lo que para el patrimonio actual significaría una Utilidad Neta de entre COP 1,5 y COP 1,8 billones.

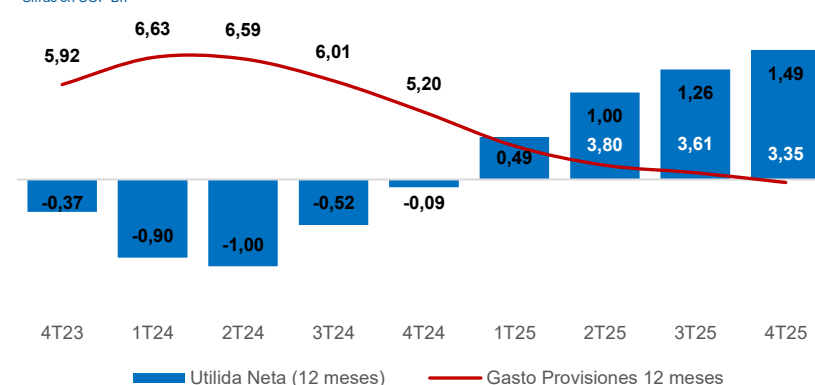
También se esperan mayores gastos, producto de la integración con Scotiabank Colpatría. Las proyecciones tienen en cuenta el pago del impuesto al patrimonio de las empresas que afectaría el ROAE en unos 130 pbs.

### Gestión de Sostenibilidad (ASG)

Davivienda cerró el 2025 con un portafolio sostenible de COP 29,8 billones, compuesto en su mayoría por préstamos orientados a objetivos sociales (COP 21,3 billones) y COP 8,3 billones en créditos verdes. Esta cifra representa un cumplimiento del 46% de la meta de COP 110 billones en préstamos sostenibles desembolsados para el año 2030. La entidad es el cuarto banco más sostenible del continente según S&P Global.

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

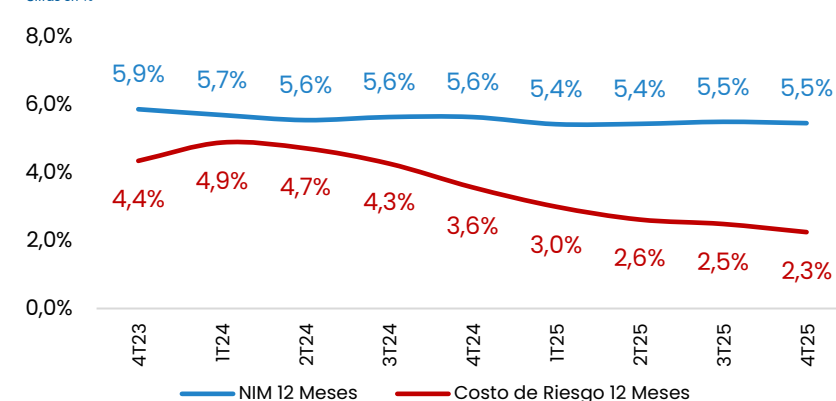
Cifras en COP Bn



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfico 3 – NIM 12 vs CoR 12 meses

Cifras en %



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

# Davivienda Group | Entrega de Notas 4T25

## Buen desempeño en Provisiones impulsó la Utilidad



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

Cifras en COP mil MM	Resultados Davivienda				
	4T24	3T25	4T25*	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso neto por intereses	2.086	2.342	2.101	0,7%	-10,3%
Provisiones Netas	901	859	645	-28,5%	-24,9%
Utilidad Neta	163	374	389	139,3%	4,2%
ROE (Anualizado)	2,8%	9,0%	9,1%	632 pbs	10 pbs
NIM (Anualizado)	5,5%	5,7%	5,7%	16 pbs	0 pbs
Eficiencia (12 Meses)	55,2%	55,2%	54,8%	-40 pbs	-40 pbs
Calidad de Cartera (90 días)	4,4%	4,4%	4,1%	-30 pbs	-28 pbs

\*Cifras para análisis gerencial que no incluyen los efectos de la integración de operaciones

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

[Volver índice](#)



Asset  
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

# Grupo Aval | Entrega de Notas 4T25

---

abril de 2026

**Diego Alejandro Sánchez**  
Analista Renta Variable  
diego.sanchez@avalcasadebolsa.com

**Omar Suarez**  
Gerente Renta Variable  
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



# Grupo Aval | Entrega de Notas 4T25



Los Estados financieros en las fechas del 4T24 y 3T25 se presentan con cifras pro forma, para excluir el aporte de Multifinancial Group a estos números, entidad que fue vendida a BAC International Corporation.

La Cartera Bruta cerró en COP 190,9 billones, un crecimiento de 4,6% respecto al 4T24.

Los ingresos por Intereses sumaron COP 6,6 billones en el 4T25, lo que representa un incremento del 1.1% frente a los COP 6,5 billones del 4T24.

Los gastos por Intereses totalizaron COP 4,5 billones en el 4T25, una reducción del 2,2% comparado con los COP 4,6 billones del 4T24. Por lo anterior, los Ingresos Netos por Intereses se situaron en COP 2,1 billones, aumentando un 9.3% frente a los COP 1,9 billones reportados en el mismo periodo del año anterior.

Las Provisiones fueron de COP 813,6 miles de millones en el 4T25. Esto equivale a una mejora (disminución del gasto) del 4,4% respecto a los COP 851,5 mil de millones del 4T24.

El Indicador de Cartera Vencida fue de 4,4%, una mejora anual de 100 pbs respecto a hace un año, mientras que el Costo de Riesgo (Provisiones/Cartera Total) mejoró a 1,7% en 4T24 luego de registrar 1,9% en 4T24.

También se registró un Ingreso único de COP 303,0 mil millones por el reconocimiento a valor razonable de un gasoducto de Promigas, que fue reclasificado como Propiedad, Planta y Equipo.

La mejora en el Margen Neto de Intereses, los menores gastos de Provisiones, y el Ingreso por Valoración dejaron la utilidad neta proforma del 4T25 en COP 344,4 mil millones, un 22,4% más que en 4T24. Así mismo la utilidad del 2025 fue de COP 1,7 billones, un 69,9% más alta que la del 2024, con lo que el Grupo Aval cerró el 2025 con un ROAE de 7,5%, mejorando respecto al 6,5% obtenido en 4T24.

Market Cap. (BN COP)	18,12
Último Precio PF (COP)	770
YTD	+0,13%
P/VL	0,99x
P/E	11,02x
DVD Yield*	5,1%

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; datos con corte a 07 abril de 2026

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.

[Volver índice](#)



Asset  
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

# Corficolombiana | Entrega de Notas 4T25

---

abril de 2026

**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 4T25



Corficolombiana cerró 2025 con una mayor recuperación operacional impulsada por Energía, Infraestructura y Turismo, gracias a menor Costo de Fondeo, aumento del Margen de Tesorería y Utilidades en consolidado que crecieron más de 35% anual.

La compañía presentó sus resultados consolidados del 4T25, con un incremento en la Utilidad Neta explicado por la **reducción del Gasto Financiero y el comportamiento operativo de los sectores de Energía y Gas e Infraestructura**. La Utilidad Neta Consolidada alcanzó COP 260.910 millones, frente a COP 191.964 millones en el 4T24 (+35,9% A/A) y COP 207.429 millones en el 3T25 (+25,8% T/T).

La Utilidad Neta atribuible a los accionistas controlantes fue de COP 128.850 millones, comparado con COP 69.425 millones en el 4T24 (+85,9% A/A) y COP 18.438 millones en el 3T25 (+598,9% T/T), **diferencia que responde en parte al ingreso extraordinario registrado en turismo durante el trimestre**. En el acumulado del año, la Utilidad Neta consolidada alcanzó COP 1,17 billones (+35,6% A/A) y la atribuible a los controlantes COP 471.667 millones (+138,0% A/A).

En los Estados Financieros Separados, la **Utilidad Neta del 4T25 fue COP 132.160 millones**, con variación de +106,6% T/T y +40,2% A/A. De forma acumulada, la Utilidad Neta separada sumó COP 514.748 millones (+57,1% A/A), variación que responde a tres factores: **(a)** La reducción del costo del fondeo de las inversiones 10,27% vs 11,80% en diciembre de 2024 (-153 pbs A/A), **(b)** la disminución del saldo de fondeo a COP 7,07 billones (-5,35% A/A), **(c)** La recuperación del Margen Neto de Tesorería, que pasó de COP -46.845 millones en 2024 a COP 24.458 millones en 2025 por la reestructuración del portafolio y la generación de ingresos vía trading. A estos factores se suma la utilidad registrada por la venta de la participación accionaria en Mineros.

Los Ingresos del Sector Real se ubicaron en COP 2,88 billones en el 4T25 (-10,6% A/A; +11,1% T/T). **La caída anual obedece a la menor actividad constructiva en las Concesiones Viales**, cuyo avance de obra acumulado se aproxima al 97%, lo que reduce los Ingresos por Construcción dentro del portafolio. El Margen Bruto fue de COP 1,33 billones (+6,7% A/A; +14,4% T/T), con expansión explicada por el menor peso relativo de los Costos de construcción frente a los Ingresos Operativos de Concesiones en operación. El **EBITDA consolidado alcanzó COP 1,22 billones (+18,8% A/A; +0,7% T/T)**, con un Margen de 42,5% (+10,5 pbs A/A; -4,4 pbs T/T), crecimiento anual que responde al mayor aporte del segmento energético y a la mejora en eficiencia operativa del portafolio.

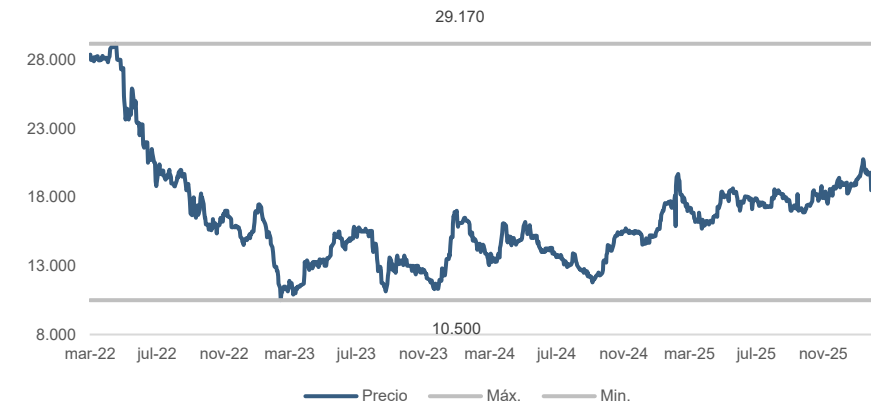
El Gasto Financiero Neto fue COP 359.454 millones (-31,6% A/A; -7,2% T/T), **reducción atribuible a la caída en las tasas de interés del mercado local y al menor saldo de endeudamiento consolidado**. La Utilidad Antes de Impuestos alcanzó COP 660.410 millones (+162,0% A/A; +77,1% T/T), con la variación anual influenciada también por el ingreso extraordinario del segmento de turismo.

Market Cap. (COP)	6,14 bn
Último Precio (COP)	16.760
YTD	-8,21%
P/VL	0,47x
P/E	13,12x
Div./acción preferencial (COP)	1.255

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; Stock Analysis; datos con corte a 16 marzo 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 4T25

En materia de Fondeo, la estructura consolidada al 4T25 mostró una composición de 44,19% en Créditos, 22,38% en Bonos y 33,43% en Depósitos, con un leve incremento en la participación de Depósitos respecto al trimestre anterior. El **Costo promedio consolidado de la deuda cerró en 9,16%** en diciembre de 2025 (-10 pbs T/T; -145 pbs A/A), en línea con la reducción acumulada de la TPM durante el ciclo de recortes del Banco de la República.

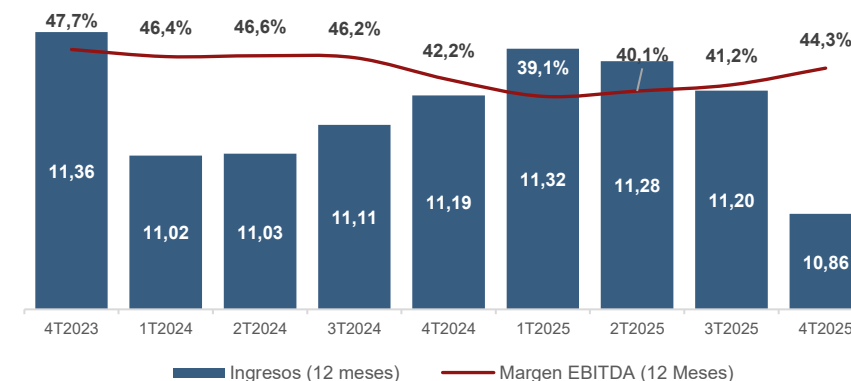
## Resultados por Sectores

- **Energía y Gas:** Los Ingresos del 4T25 fueron de COP 1,80 billones, impulsados en parte por el reconocimiento de COP 348 mil millones en el activo financiero de Promigas tras la valoración y reclasificación de la concesión Ballena–Cartagena. El EBITDA trimestral alcanzó COP 895 mil millones y sumó COP 3,02 billones en 2025, explicado por **mayores márgenes en Transporte y Distribución de gas** en un contexto de normalización climática. La Utilidad Neta anual fue COP 1,30 billones, favorecida por menores Gastos de Intereses. En el frente corporativo, Promigas suscribió un acuerdo para la adquisición del 100% de Zelestra Latinoamérica, plataforma de cerca de 3,5 GW en generación solar y almacenamiento, con cierre sujeto a aprobación de autoridades en Colombia y Perú.
- **Infraestructura:** Registró Ingresos en 4T25 por COP 458 mil millones, afectados por la menor actividad constructiva derivada del avance cercano al 97% de las obras. El EBITDA trimestral se ubicó en COP 49.212 millones, con una reducción frente al 3T25 debido a que el trimestre previo había incorporado liberaciones de caja asociadas al paso de Covipacífico a etapa de operación. En el acumulado del año, el EBITDA alcanzó COP 1,58 billones, por mayores recaudos en concesiones en operación y un menor Gasto Financiero. La Utilidad Neta anual fue COP 614 mil millones. El tráfico promedio diario del año fue 113.000 vehículos, y en 4T25 alcanzó 115.895 vehículos/día, por incorporación de Covipacífico.
- **Turismo:** Tuvo Ingresos en 4T25 de COP 167 mil millones, incluyendo Ingreso no recurrente de COP 109.044 millones por la **separación de los activos inmobiliarios de Hoteles Estelar hacia un compartimento del Fondo Nexus**. Excluido este efecto, el EBITDA trimestral fue COP 9.752 millones y la Utilidad Operativa resultó negativa, en línea con la desaceleración del sector hotelero. En 2025, el EBITDA acumulado ascendió a COP 195.890 millones y la Utilidad Neta a COP 158.011 millones, cifras influenciadas por el Ingreso extraordinario. Los **indicadores operativos anuales registraron una ocupación de 64%**, tarifa promedio de COP 451.411 y RevPAR de COP 288.183.
- **Agroindustria:** Los Ingresos del 4T25 fueron COP 81.660 millones, afectados por menores volúmenes de Caucho y precios más bajos en Arroz, compensados parcialmente por mayores ventas de Palma. En el año, el EBITDA fue COP 16.264 millones, impactado por mayores Costos de producción, la revaluación del COP sobre ingresos en USD y las afectaciones del paro agrario en la cadena de arroz. La Utilidad Neta anual cerró en –COP 5.482 millones, influenciada también por menores Ingresos Financieros frente a 2024.



Gráfico 2 – Ingreso Operacional 12 meses vs Margen EBITDA 12 meses

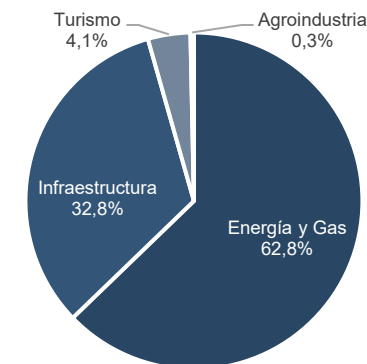
Cifras en billones COP



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfico 3 – Composición EBITDA 2025 por Segmento

Cifras en %



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

# Corficolombiana | Entrega de Notas 4T25



**Tabla 1 – Principales cifras Corficolombiana**

Cifras en miles COP Miles MM y %

Resultados Corficolombiana					
Cifras en COP mil MM	4T2024	3T2025	4T2025	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso Operacional Sector Real	3.216	2.587	2.876	-10,6%	11,2%
Margen Bruto de Operación	1.246	1.163	1.330	6,7%	14,4%
MPU y Dividendos	80	77	65	-19,1%	-15,6%
Gasto Financiero, neto	525	387	359	-31,6%	-7,2%
EBITDA	1.028	1.213	1.221	18,8%	0,7%
Utilidad Neta Controlante	69	18	129	85,6%	598,8%
Margen Bruto	38,7%	44,9%	46,2%	7,5 pbs	1,3 pbs
Margen EBITDA	32,0%	46,9%	42,5%	10,5 pbs	-4,4 pbs
Margen Neto	2,2%	0,7%	4,5%	2,3 pbs	3,8 pbs

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

[Volver índice](#)



Asset  
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

# Grupo Sura | Entrega de Notas 4T25

## Pérdida contable por la venta de Banistmo

abril de 2026

**Diego Sánchez**

Analista Renta Variable

diego.sanchez@avalcasadebolsa.com

**Omar Suarez**

Gerente Renta Variable

omar.suarez@avalcasadebolsa.com

Great  
Place  
To  
Work®

Certificada

DIC 2024-DIC 2025

COL

# Grupo SURA | Entrega de Notas 4T25

## Pérdida contable por la venta de Banistmo

La Utilidad Neta se ubicó levemente por debajo de las expectativas, explicado por un ajuste en las reservas mayor a lo esperado, relacionado con provisiones adicionales por el incremento de 23,4% del salario mínimo y el impacto no recurrente relacionado con la pérdida contable de la venta de Banistmo. Se presentaron las cifras proforma de Grupo Sura, ajustadas por efectos no recurrentes del año 2024 y 2025.

Las Primas Emitidas cayeron 7,8% en 4T25 a COP 6,3 billones principalmente por la desaceleración en el segmento de SOAT y menores renovaciones de otros segmentos.

Los Ingresos por Comisiones (COP 1,3 billones) se elevaron 7,3% respecto al 4T24 por mayores rendimientos de inversiones en SURA Asset Management y por el sólido desempeño de las líneas de Wealth Management de SURA Investments y Corporate Solutions.

Los Ingresos por Inversiones fueron de COP 2,3 billones y se multiplicaron por 2,3 respecto a hace un año. Esto ocurrió debido a un mejor resultado técnico de inversiones en Suramericana (por una inflación superior a la esperada), y un mayor ingreso de Encaje en SURA AM.

Los Sinestros Retenidos (gasto) cayeron 3,6% A/A por un mejor desempeño de segmentos generales y de vida en Suramericana. El Gasto Financiero Neto fue de COP 376,6 mil millones y cayó 12,2% por la revaluación del peso contra el dólar.

Con estos datos, la utilidad neta controladora proforma cerró el 4T25 en COP 236,6 mil millones, un 3,6% menos que en 4T24. Sin embargo, al añadir el deterioro contable de COP 854,0 mil millones generado por la venta de Banistmo de parte del Grupo Cibest, el resultado neto del período atribuible a los accionistas es una pérdida de COP 617,3 mil millones. Cabe mencionar que la pérdida asociada al Grupo Cibest es contable (no de caja) y representa el reconocimiento de la venta de un activo a un precio inferior al de su compra.

Para todo el 2025, la utilidad neta controladora fue de COP 1,8 billones, decreciendo 69,7% respecto al 2024. Este pronunciado decrecimiento ocurre por un efecto base, pues en el 2024 se registró una ganancia no recurrente de COP 4,0 billones por la venta de Nutresa, por lo que la utilidad de dicho año es atípicamente elevada.

La administración propondrá en la junta de accionistas la repartición de COP 2.000 por acción, lo que equivale a un dividend yield de 3,5% sobre las acciones ordinarias y de 4,0% sobre las preferenciales.

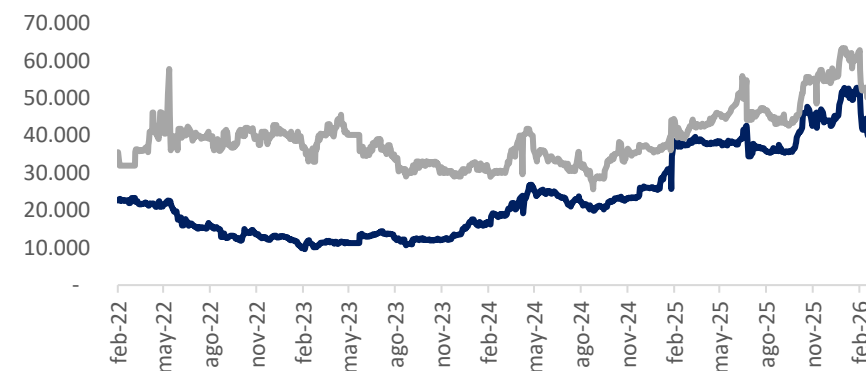


Recomendación	NEUTRAL
Precio Objetivo	52.300
Market Cap. (COP BN)	16,67
Último Precio (Ord)	55.600
YTD (%)	-10,13%
P/B	1,41
P/E	13,33

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; datos con corte a 07 abril 2026

### Grupo SURA - Acción Ordinaria y Preferencial

Cifras en COP



Fuente: Yahoo Finance, cálculos Casa de Bolsa SCB



[Volver índice](#)



Asset  
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

# Grupo Argos | Entrega de Notas 4T25

## Eficiencia operativa como eje de valor en el 2025

abril de 2026

**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 Argos | Entrega de Notas 4T25

## Eficiencia operativa como eje de valor en el 2025



Grupo Argos en 2025 cerró con un cuarto trimestre que calificamos como NEUTRAL. En sus cifras proforma (excluyendo efectos extraordinarios) los Ingresos se ubicaron por debajo del consenso de mercado y frente al año anterior; sin embargo, el EBITDA y Utilidad Neta si superaron expectativas.

La Holding cierra el 2025 con una perspectiva neutral pero con un sesgo al alza, debido a los eventos extraordinarios que impactaron al Grupo durante el año. Sucesos como la escisión de la inversión cruzada con Grupo Sura, la venta de Summit Materials por parte de Cementos Argos y el impacto del Fenómeno de El Niño generan una base comparativa diferente a la realidad del Holding al día de hoy. No obstante, la Administración depuró cifras que muestran el verdadero desempeño operativo para ofrecer una visión más clara de su evolución.

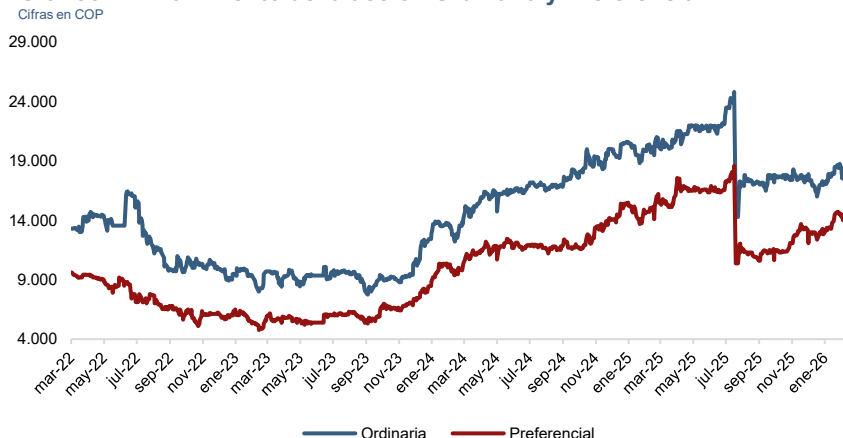
En los Estados Financieros de cierre del 4T25, los Ingresos del Grupo alcanzaron **COP 2,8 billones**, con una variación de -22% A/A, explicada esencialmente por la fuerte reducción de los Ingresos de Celsia, producto de la normalización de los precios de bolsa y de una menor generación térmica frente a un 2024 atípico por El Niño. Cementos Argos también registró menores Ingresos en el trimestre, aunque en una magnitud sustancialmente más moderada (-2,5% A/A), consistente con una demanda estable y una estrategia más orientada a rentabilidad que a volumen. En el año acumulado, los Ingresos consolidados sumaron **COP 11,7 billones**, con una **contracción de -12% A/A**, resultado que recoge la mencionada dinámica en Energía y además la reconfiguración de la base consolidada tras las transacciones extraordinarias ejecutadas entre 2024 y 2025.

El comportamiento del EBITDA contrastó positivamente con la caída de los Ingresos, ya que en el trimestre, el Grupo alcanzó **COP 634 mil millones (+10% A/A)**, impulsado por una expansión generalizada de márgenes. **Cementos Argos aportó de manera destacada**, con un aumento del +12,2% A/A en EBITDA, reflejo de eficiencias operativas, menores costos y un enfoque más disciplinado en precios. **Celsia, por su parte, también registró un avance en su EBITDA trimestral** del +4,2% A/A, beneficiada por un entorno hidrológico más favorable, menores requerimientos térmicos y una operación más eficiente. Con estos desempeños, **el EBITDA anual de Grupo Argos cerró en COP 2,9 billones, creciendo +10% A/A**, con un margen del 25%, ampliándose en +400 pb frente al año previo, y en línea con el mensaje de la administración sobre fortaleza operativa subyacente.

Precio Objetivo (COP)	20.780
Recomendación (PF Grupo Argos)	Sobreponderar
Market Cap. (COP BN)	10,01
YTD (%) (PF)	-3,43%
P/VL	0,76x
Div. Yield (Est. PF)	6,1%

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; datos con corte a 02 marzo 2026

Gráfico 1 – Movimiento de la acción Ordinaria y Preferencial



Fuente: Yahoo Finance, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

# Grupo Argos | Entrega de Notas 4T25

## Eficiencia operativa como eje de valor en el 2025



En cuanto a resultados finales, la **Utilidad Neta consolidada del 4T25 se ubicó en COP 236 mil millones (-23,2% A/A)**, aunque superando la expectativa del mercado (COP 220 mil millones), gracias a la mejora en márgenes y a la **reducción del Gasto Financiero consolidado**. A nivel anual, la Utilidad consolidada fue de COP 4,3 billones (-43% A/A), descenso explicado por la base excepcionalmente alta de 2024, cuando se reflejaron las utilidades extraordinarias por la monetización de Summit Materials y los efectos iniciales del Proyecto de Escisión. Al aislar dichos eventos no recurrentes, la **Utilidad Neta recurrente del Grupo ascendió a COP 1,1 billones, cifra que representa un crecimiento de +243% A/A**, en línea con la narrativa de recuperación de los negocios estratégicos.

Adicionalmente, **Grupo Argos expuso su estrategia de cara al 2030** (que analizaremos en un informe próximo), en una hoja de ruta con cuatro ejes: **1)** Multiplicar 1,9x el valor del Portafolio (precio fundamental de acción desde COP 21.000 hasta COP 40.000), **2)** Duplicar con creces (2,3x) la distribución a accionistas (dividendo cercano a COP 1.000/acción), **3)** Elevar el rol de gestor de activos hasta USD 4,6 bn de fee-bearing AUM, y **4)** Ganar flexibilidad financiera reduciendo la Deuda Neta de la Holding a < COP 0,3 bn.

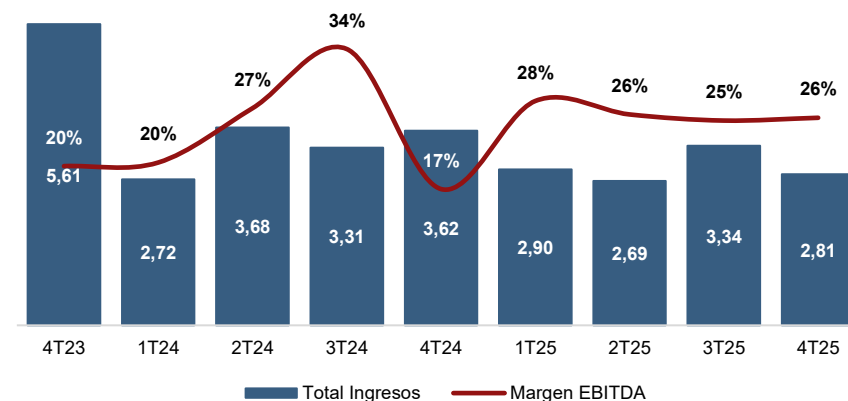
**Esta estrategia descansa en tres frentes operativos:** (i) Cementos Argos y Argos Materials con la plataforma de Agregados en EE. UU. (ii) Celsia con expansión del la línea de energías Renovables, y nuevas soluciones de eficiencia energética y descarbonización para el sector industrial y comercial (B2B) con Atera, en conjunto con Brookfield, y (iii) Odinsa como catalizador con proyectos como El Dorado Max, nuevo aeropuerto de Cartagena y la vertical hídrica vía TICSA en México.

Durante la llamada de resultados, la Gerencia reafirmó su enfoque en el **ROIC como principal métrica de generación de valor**. El 2025 cerró con un 10,5%, superando el WACC del 9,9%; para 2026, **la meta se sitúa entre el 10,6% y 11,0%**, con el objetivo de ampliar el spread de creación de valor para el accionista. Así mismos, durante la sesión se despejaron dudas sobre los tiempos regulatorios de Odinsa, destacando que las licitaciones de El Dorado Max y Cartagena se esperan para el semestre II de 2026. Respecto a TICSA, el múltiplo de 5,4x EBITDA se validó como razonable una vez ajustados los efectos extraordinarios y el modelo de contratos BOT. Por su parte, Pactia mantendrá un enfoque en desapalancamiento y rotación selectiva bajo la actual coyuntura de tasas. **Por último, Grupo Argos mencionó calcular un impacto de COP 18 mil millones dado el impuesto al patrimonio**, aclarando que es un golpe contable único y acotado al primer semestre.

Finalmente, la Administración presentó su propuesta de dividendos para el 2026, con un dividendo por acción de COP 750 (Div. Yield 4,7% Ord – 6,1% PF), pagaderos en efectivo a cuatro cuotas trimestrales a razón de COP 187,5 trimestral a partir de abril de 2026.

**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	4T24	3T25	4T25	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Totales	3.586	3.343	2.813	-21,6%	-15,9%
EBITDA	577	850	725	25,6%	-14,7%
Utilidad Neta	307	1.677	236	-23,2%	-85,9%
Margen EBITDA	16,9%	25,4%	25,8%	885 pbs	35 pbs
Margen Neto	8,5%	50,2%	0,0%	-848 pbs	-5015 pbs

Fuente: Emisor, Cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

[Volver índice](#)



Asset  
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

# Cementos Argos | Entrega de Notas 4T25

## Eficiencia operativa compensa debilidad del Ingreso

---

abril de 2026

**Harold Rubio**

Analista Renta Variable  
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

**Omar Suarez**

Gerente Renta Variable  
omar.suarez@avalcasadebolsa.com

# Cementos Argos | Entrega de Notas 4T25

## Eficiencia operativa compensa debilidad del Ingreso



Calificamos los resultados de Cementos Argos como **NEUTRALES**, dado que, si bien el EBITDA Ajustado creció +12,2% A/A para el 4T25 llegando a COP 347 mil millones, y +6,6% A/A año corrido con margen del 24,7%, los Ingresos mostraron debilidad con caídas de -2,5% A/A trimestral, y -2,7% A/A para el año. En volúmenes, el Concreto retrocedió -11,7% A/A y el Cemento se mantuvo prácticamente estable, por lo que aún no vemos una recuperación relevante en la demanda.

El 4T25 para Cementos Argos **se ubicó por debajo de las expectativas del mercado**, con Ingresos de **COP 1,27 billones**, que representaron una **caída del -2,5% A/A frente al mismo periodo de 2024**. La razón principal de ello recae en los niveles de volumen y mezcla vendidos. Al respecto, el Concreto siguió mostrando debilidad y las exportaciones desde Colombia, particularmente hacia Estados Unidos, fueron menores frente al año anterior, lo que limitó el crecimiento del Ingreso pese a un entorno de recuperación parcial en el mercado local.

**En Colombia**, aunque el mercado nacional de Cemento mostró señales de recuperación a lo largo del año, en el trimestre la compañía registró una **retracción de -3,7% A/A en los volúmenes**, afectada principalmente por una disminución del -23,6% A/A en las exportaciones. El segmento Minorista mostró mejores volúmenes, sin embargo, el desempeño del Concreto no fue el principal factor de presión en el trimestre, ya que esta línea creció +3,1% A/A, sino que la línea de Agregados sumó al resultado negativo con una contracción del -12,6% por menor actividad en proyectos de infraestructura y construcción de mayor escala.

**En Centroamérica y el Caribe**, aunque el Cemento creció en varios mercados, el negocio de Concreto se redujo de forma relevante en el trimestre, afectando la comparación A/A. Panamá continuó mostrando menor dinamismo industrial, lo que también impactó el consolidado regional.

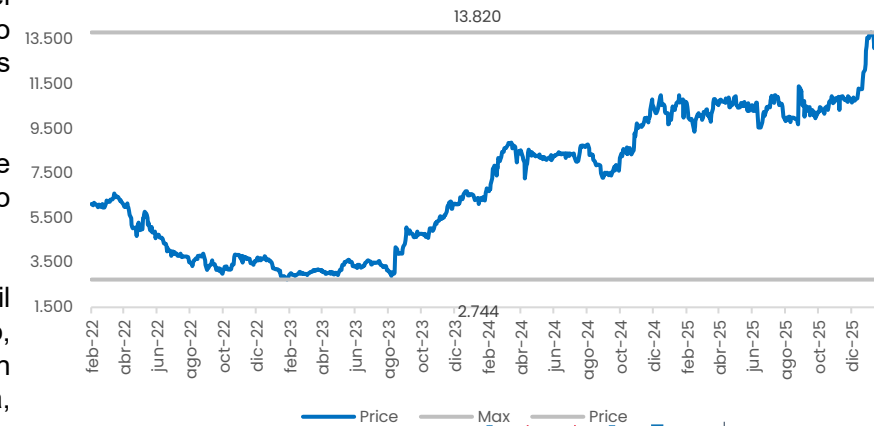
No obstante, a nivel de rentabilidad, observamos un **EBITDA Ajustado que crece +12,2% A/A** hasta COP 347 mil millones, con un margen de 27,2%, dada la mejora importante en eficiencia operativa y control del Costo. Así mismo, hubo un efecto positivo sobre la **\*Utilidad Neta Ajustada** del trimestre que alcanzó los **COP 138,5 mil millones**, con crecimiento del +52,4% A/A, gracias a la expansión de márgenes operacionales, y a una menor presión financiera, debido a una menor carga de deuda frente a lo visto en el 4T25.

<b>Recomendación</b>	<b>NEUTRAL</b>
<b>Precio Objetivo (COP)</b>	<b>10.780</b>
Market Cap. (COP BN)	15,45
Último Precio	12.420
YTD (%)	+11,52%
P/B	1,26

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. Cifras con corte a febrero 24 de 2026

**Gráfico 1 – Acción Cementos Argos (ordinaria)**

Cifras en COP



Fuente: Yahoo Finance, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

\*Excluye la ganancia única por la venta de la participación del 31% en Summit Materials, cargos por deterioro de activos, gastos no recurrentes, cargos relacionados con M&A estratégicas y spin-off, así como efectos de impuestos sobre la renta.

# Cementos Argos | Entrega de Notas 4T25

## Eficiencia operativa compensa debilidad del Ingreso



En el **acumulado del año**, observamos unos **Ingresos en COP 5,15 billones** (-2,7% A/A), con un desempeño operativo mixto en volúmenes, donde el Cemento se mantuvo prácticamente estable con un crecimiento marginal de +0,5% A/A, mientras que el Concreto retrocedió -11,7% A/A, afectado por la debilidad del segmento de Vivienda formal y menor dinamismo en algunos mercados regionales.

A pesar de esta presión, el EBITDA Ajustado creció +6,6% A/A hasta COP 1,27 billones, con una expansión de margen hasta 24,7% (+210 pbs A/A), producto del control eficiente en Costos y Gastos. Como resultado, la **Utilidad Neta Ajustada del año ascendió a COP 797,9 mil millones (+157% A/A)**, con un **Margen Neto de 15,5% (+960 pbs A/A)**, gracias a la rentabilidad operativa y una estructura financiera más liviana por la reducción del endeudamiento.

El desempeño financiero del año, es el que da sustento a la **nueva versión del programa SPRINT 4.0**, que busca consolidar **márgenes EBITDA entre 24% y 26%** mientras mantiene una política activa de distribución de capital, con un **dividendo de COP 430 por acción + COP 150 extraordinarios** y un **nuevo programa de recompra**, en paralelo con la financiación del plan de expansión en Estados Unidos.

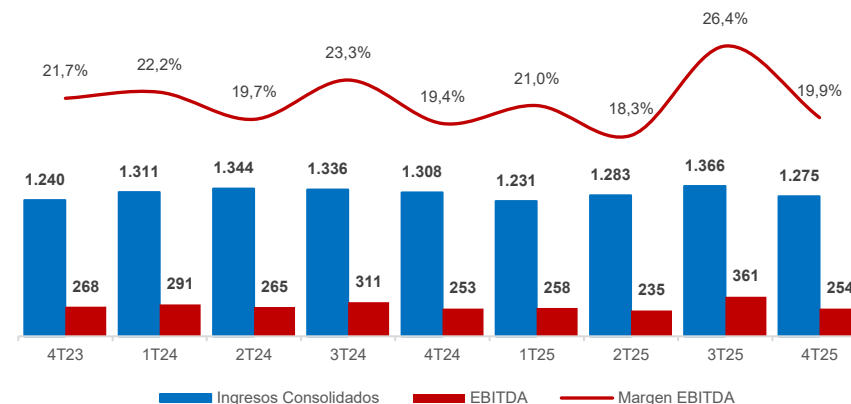
Al respecto en Estados Unidos, la plataforma de Agregados contempla invertir cerca de USD 500 millones para alcanzar alrededor de **USD 150 millones de EBITDA hacia 2030**, aunque el impacto en 2026 sería aún incipiente, cercano a los USD 6 millones por el momento.

También es relevante mencionar que Cemargos **evalúa una expansión hacia Venezuela mediante mayores exportaciones** (cemento blanco y gris), apoyándose en la baja confiabilidad de la oferta local. La compañía estima que podría **capturar entre 2% y 4% de participación**. Esta estrategia se sustenta en la expectativa de una eventual recuperación económica del país, aunque con un aporte financiero limitado y dependiente del entorno macroeconómico.

### Aspectos ASG:

Cementos Argos en la llamada de resultados, destacó **la reducción del uso de clínker en Honduras hasta 45%**, que permitió **disminuir emisiones de CO<sub>2</sub> en 20%**, junto con avances en eficiencia energética y optimización operativa en la región. La compañía reiteró que la expansión en agregados y el desarrollo portuario en República Dominicana incorporan estándares ambientales y de sostenibilidad, alineados con su estrategia de largo plazo.

**Gráfico 2 – Ingresos consolidados, EBITDA y Margen EBITDA del trimestre**  
Cifras en COP Bn



Fuente: Emisor, Cálculos Margen Aval Casa de Bolsa SCB

**Tabla 1 – Principales cifras consolidadas Cementos Argos**  
Cifras en miles MM COP y %

Cementos Argos					
Cifras COP mil millones	4T24	3T25	4T25	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Operacionales	1.308	1.366	1.275	-6,7%	-2,5%
EBITDA	253	361	254	-29,7%	0,2%
Utilidad Neta	19	248	28	-88,8%	42,9%
Utilidad Neta Controladora	7	220	8	-96,5%	9,2%
Margen EBITDA	19,4%	26,4%	19,9%	-652 pbs	54 pbs
Margen Neto (controladora)	0,5%	16,1%	0,6%	-1.551 pbs	7 pbs

Fuente: Emisor, cálculos Margenes Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

[Volver índice](#)



Asset  
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

# PEI Entrega de Notas 4T25

Flujo de Caja récord en 2025, pero con prueba de fuego en 2026

---

abril de 2026

**Harold Rubio**

Analista Renta Variable  
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

**Omar Suarez**

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

Great  
Place  
To  
Work®

Certificada

DIC 2024-DIC 2025

COL

# PEI Entrega de Notas 4T25

## Flujo de Caja récord en 2025, pero con prueba de fuego en 2026

El PEI presentó sus resultados financieros al cierre de 2025, los cuales calificamos como **POSITIVOS**, gracias a un crecimiento de los Ingresos Operacionales que supera la inflación en +130 pbs, junto con un avance del NOI del 7% y un notable incremento del Flujo de Caja Distribuible (FCD), que aumentó cerca de 65% frente a 2024, reflejando una combinación de estabilidad operativa y optimización financiera.

En términos operativos, observamos un desempeño sobresaliente, con **Ingresos por COP 821.856 millones** (+6,4% A/A) y un 4T25 que crece +4,0% interanual. El NOI avanzó +7,0% hasta COP 686.598 millones, impulsado por renovaciones contractuales del 87,8%, ajustes de canon por encima del IPC, mayor contribución de Ingresos Variables, especialmente en la categoría Comercial, y la finalización de periodos de gracia en algunos activos. La ocupación cerró en 93,2%, con vacancia física de 6,78%, aumentando frente al año anterior +126 pbs; no obstante, frente al trimestre previo observamos una mejora de -42 pbs.

La rentabilidad operativa acompañó el crecimiento, con una contracción del margen. El **EBITDA alcanzó COP 578.551 millones** (+5,5% A/A), con margen de 70,4% (-59 pbs A/A), dicho deterioro está explicado en buena medida al esquema variable de remuneración del administrador, más que a un deterioro del portafolio.

El aspecto financiero fue de los principales catalizadores del año. La **Deuda Financiera cerró en COP 2,88 billones**, con un Nivel de Endeudamiento (Loan to value-LTV) de 28,3% (-500 pbs), tras la emisión del Tramo XII y el prepago de obligaciones, que **redujeron el Gasto Financiero en COP 70.984 millones A/A**. El costo promedio de la deuda (KD) se ubicó en 10,69%, +20 pbs frente a 2024. Es relevante mencionar que el 88,7% del costo es indexado (47,0% a IPC y 41,7% a IBR) lo que le da una alta sensibilidad a la trayectoria de tasas de interés del BanRep, particularmente por el componente de IBR. Y en un entorno de mayores tasas de interés y presiones inflacionarias persistentes, esta estructura genera un riesgo de alza del Gasto Financiero, con impacto negativo en el margen de expansión del Flujo de Caja Distribuible.

La combinación de una buena operación y una menor presión financiera en 2025, explicó el fuerte repunte del Flujo de Caja Distribuible (FCD) que en el 4T alcanzó los COP 100.007 millones (**COP 2.002 por título**), de los cuales **85% fue recurrente y 15% proviene de desinversiones**. Año corrido, el FCD distribuido ascendió a COP 5.040 por título (+59% A/A), lo que implica un Dividend Yield alrededor al 7,0%–7,3% sobre el precio de mercado. El salto anual, por tanto, tiene un componente extraordinario que **difícilmente será replicable en la misma magnitud si no se ejecutan nuevas desinversiones de activos**.

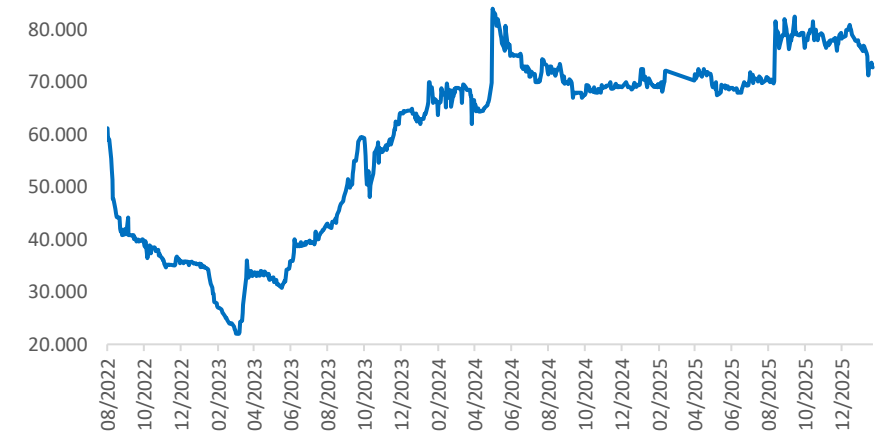


<b>Ticker</b>	PEI
<b>Sector</b>	Inmobiliario
<b>Precio Objetivo (COP)</b>	93.695
<b>Recomendación</b>	Neutral
<b>Precio Cierre</b>	72.800
<b>Potencial de Valorización</b>	+28,7%
<b>YTD</b>	-8,95%
<b>Cap. Bursátil (COP Bn)</b>	3,17
<b>Activos administrados (COP Bn)</b>	9,93x
<b>P/V</b>	0,45x
<b>EV/EBITDA</b>	10,2x

Cifras con corte al 12/02/2026

### Gráfica 1. Evolución título PEI

Cifras en COP



Cifras con corte al 12/02/2026



Asset Management

# PEI Entrega de Notas 4T25

## Flujo de Caja récord en 2025, pero con prueba de fuego en 2026

Mirando hacia 2026, el entorno macro introduce mayor cautela frente a los resultados del vehículo. Con una tasa de política monetaria (TPM) que se espera continúe aumentando hacia el 11,25%, el Management estima un incremento del **Gasto Financiero de COP 30–45 mil millones (+12% A/A)**, lo que presionaría el Flujo de Caja Disponible (FCD). Bajo este escenario, el FCD operativo se proyectaría en torno a **COP 235 mil millones (+4,4% A/A)**, equivalente a un Dividend Yield cercano a 5,7%–5,9% sobre NAV.

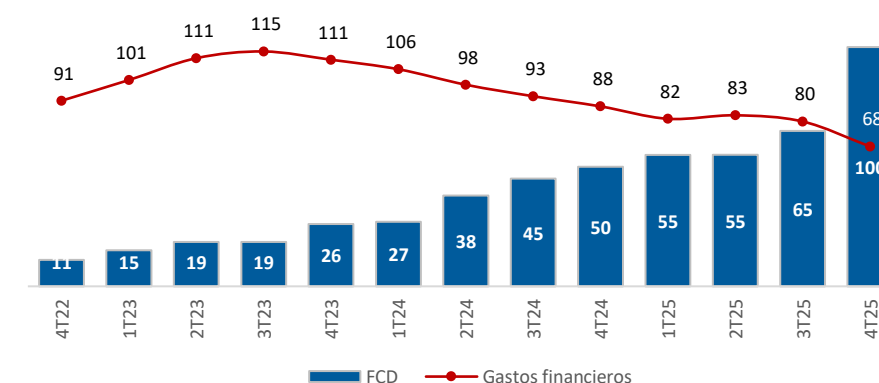
Ahora bien, **si se concretan desinversiones** como la venta del 51% de Plaza Central, el flujo podría aproximarse a COP 300 mil millones (+33,3% A/A), **elevando el yield potencial hacia niveles cercanos al 7,0% sobre valor patrimonial**, aunque creemos que una buena porción de esos recursos se iría a disminuir deuda financiera. En paralelo, el CAPEX de Mantenimiento estimado en 2026 sería de COP 73 mil millones, reflejando continuidad en la preservación del portafolio, más que una estrategia de expansión agresiva, coherente con un entorno de tasas aún exigente.

En síntesis, creemos que PEI cerró 2025 con fundamentos sólidos y un balance fortalecido, donde **la optimización de capital fue clave para la expansión del Flujo de Caja Distribuible**. Sin embargo, el desafío en 2026 no será solo operativo sino financiero, ya que deben gestionar la sensibilidad al aumento de tasas sin comprometer distribución de Flujo de Caja, será el reto más relevante para el Management. Podría decirse que la posición actual ofrece un colchón, pero el crecimiento tenderá a normalizarse tras un año excepcionalmente favorable.



**Gráfica 2. Flujo de Caja Distribuible Causado vs Gasto Financiero**

Cifras en COP mil millones



**Tabla 2. Resultados Trimestrales 4T25**

Cifras en COP mil millones

PEI					
Cifras en COP mil MM	4T24	3T25	4T25	Var % T/T	Var % A/A
<b>Ingresos Totales</b>	208	200	217	8,1%	4,0%
<b>NOI</b>	172	166	179	8,0%	4,2%
<b>EBITDA</b>	147	137	150	9,1%	1,5%
<b>FC causado</b>	50	65	100	53,8%	100,0%
<b>FDC*</b>	1.168	1.302	2.002	53,8%	71,4%
<b>Margen NOI</b>	82,6%	82,7%	82,7%	-7pbs	8pbs
<b>Margen EBITDA</b>	70,8%	68,4%	69,1%	62pbs	-171pbs

[Volver índice](#)



Asset  
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

# TIN Entrega de Notas 4T25

Crecimiento importante del flujo de caja pero con limitación por costo de deuda para 2026

abril de 2026

**Harold Rubio**

Analista Renta Variable  
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

**Omar Suarez**

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

Great  
Place  
To  
Work®

Certificada

DIC 2024-DIC 2025

COL

# TIN Entrega de Notas 4T25

## Crecimiento importante del flujo de caja pero con limitación por costo de deuda para 2026

TIN presentó resultados POSITIVOS al cierre de 2025, impulsados por una reducción en el gasto financiero gracias a una composición favorable de tasas indexadas, lo que trasladó mayores beneficios al Flujo de Caja Distribuible a los inversionistas.

Los **Ingresos Operacionales crecieron 7,5% A/A**, pasando de COP 43.677 MM en 2024 a **COP 46.937 MM** en 2025. El NOI también avanzó, aunque a un ritmo más moderado, con un aumento de 4,2% hasta COP 40.307 MM, cerrando el año con un margen del 88% (-100 pbs A/A). En los indicadores operativos vemos señales positivas, pues la ocupación económica terminó en 97,17% (-24 pbs A/A) y la cartera vencida se mantuvo prácticamente en cero (0,01%), lo que confirma la buena salud del portafolio.

Adicionalmente, la rentabilidad últimos doce meses (LTM) llegó a 12,51% E.A. (equivalente a IPC + 7,05%), lo que representa una ligera caída de 50 pbs A/A. Por su parte, el Dividend Yield 12 meses se ubicó en 5,47%, aumentando en 112 pbs frente al año anterior, sobre una base de **valor patrimonial de COP 22.446 por título**. Al respecto, destacamos que la distribución de dividendos se mantuvo estable.

En el frente operativo, el crecimiento de los Ingresos se explicó por la **estabilidad de los cánones y por un entorno inmobiliario algo más favorable**, especialmente en los segmentos Industrial y Logístico, donde las vacancias han seguido bajando. Aun así, el EBITDA retrocedió 33,6% y cerró en **COP 21.341 MM** en 2025, con un margen que pasó de 74% a 71%, afectado por mayores costos de estructura y administración que terminaron presionando la rentabilidad, a pesar del aumento en los Ingresos.

En el frente financiero, un elemento clave del año fue la reducción del costo promedio de la deuda (Kd), que pasó de 12,30% a 9,94% (-236 pbs A/A). La deuda total alcanzó COP 138.459 MM (+3,38% A/A), manteniendo el nivel de apalancamiento (LTV) en 24,42% (+53 pbs A/A), aún claramente por debajo del límite máximo del 35%.

La migración desde 100% de tasa variable en 2024 hacia una estructura 47% fija y 53% variable redujo parcialmente la exposición a movimientos de tasa, alineándose a una estrategia prudente en un entorno que empieza a ser más hostil para la deuda, ante continuos incrementos de la Tasa de Interés del BanRep proyectado para el 2026.

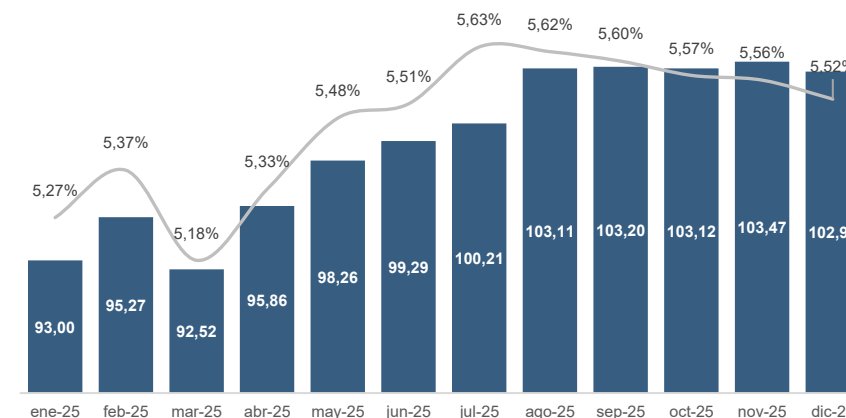


<b>Ticker</b>	TIN
<b>Sector</b>	Inmobiliario
<b>Precio Cierre</b>	12.980
<b>Cap. Bursátil (COP millones)</b>	252.641
<b>Activos administrados (COP millones)</b>	578.192
<b>P/V</b>	0,58x
<b>YTD</b>	-40,1%

\*Fuente: Bolsa de valores de Colombia; Cifras al 13/02/2026

### Gráfica.1 Dividend Yield & Rendimiento por Título

Cifras en COP y %



\*Fuente: Emisor; elaboración Aval Casa de Bolsa

# TIN Entrega de Notas 4T25

## Crecimiento importante del flujo de caja pero con limitación por costo de deuda para 2026

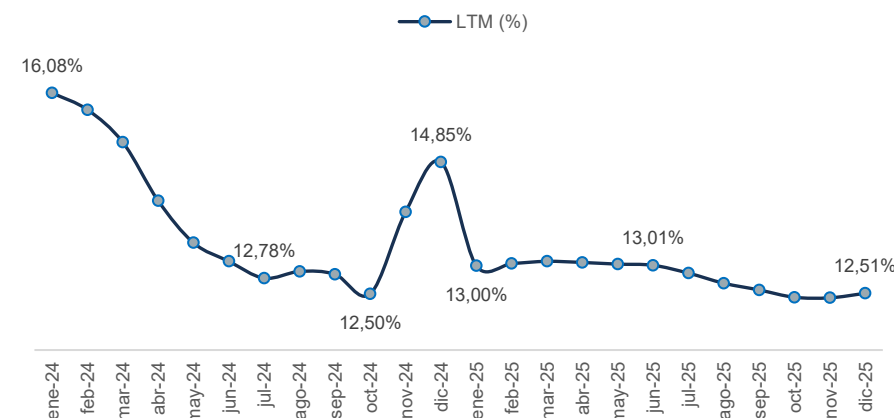
En términos de generación de caja, se observó un aumento importante, pues la distribución de rendimientos creció **35,4% A/A**, alcanzando **COP 23.256 MM**, mientras que el margen de distribución se expandió del 39% al 50%, un salto de 1.100 pbs que vale la pena resaltar. Este resultado estuvo impulsado, sobre todo, por la reducción del costo financiero, que ayudó a liberar más flujo en favor del inversionista.

Adicionalmente, la desinversión del activo de Santa Bárbara (local comercial ubicado en un centro comercial de Bogotá) generó una utilidad al ser enajenado por encima de su valor contable, aportando así a los rendimientos para el inversionista. Esta operación se enmarcó dentro de la estrategia de reciclaje de capital, orientada a optimizar el portafolio mediante la desinversión de activos con menor valor estratégico.

De cara a 2026, la administración proyecta un CAPEX cercano a COP 1.600 MM, similar al ejecutado en 2025, enfocado en mantenimiento técnico. En el frente financiero, el vehículo estima que **su costo promedio de deuda podría incrementarse entre 200 y 250 puntos básicos en 2026**. Dado que el 53% de la deuda permanece a tasa variable y el saldo total asciende a COP 138.459 MM, este mayor costo de fondeo impactaría directamente el Gasto Financiero y, en consecuencia, el Flujo de Caja Distribuible. Bajo ese escenario, **el Dividend Yield se movería alrededor de 4,6%**, lo que implica una compresión cercana a 87 pbs frente al 5,47% de 2025. Es importante aclarar que esta reducción proyectada del FCD responde al mayor costo financiero, no a un deterioro en la generación operativa del portafolio.

Finalmente, destacamos el anuncio de la administración en el que está **evaluando iniciar un programa de readquisición de títulos por hasta COP 5.500 millones**, una medida que busca darle algo más de estabilidad a la cotización y mejorar la liquidez del título en un mercado secundario que históricamente ha sido poco profundo. Esta posible readquisición, sumada al programa de formador de liquidez, podría ayudar especialmente en momentos en los que el título se negocia con descuento frente al NAV. A medida que el emisor entregue más detalles, iremos ampliando la información.

**Gráfica 2. Rentabilidad efectiva del vehículo Últimos 12 meses (LTM)**  
cifras en %



\*Fuente: Emisor; elaboración Aval Casa de Bolsa

**Tabla 2. Resultados Total Año**

Cifras en COP mil millones

TIN	2023	2024	2025	Var % A/A
<i>COP mil millones</i>				
Ingresos Operacionales	40,0	43,7	46,9	7,3%
NOI	35,5	38,7	40,3	4,1%
EBITDA	28,3	32,1	21,3	-33,6%
Gasto financiero	19,0	15,1	13,4	-11,3%
Distribución de rendimientos	14,3	17,2	23,3	35,5%
Margen NOI	89%	89%	88%	-0,01 pbs
Margen EBITDA	71%	74%	71%	-0,04 pbs
Margen de Rendimientos	36%	39%	50%	0,28 pbs

\*Fuente: Emisor; elaboración Aval Casa de Bolsa

[Volver índice](#)



Asset  
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

# Grupo Éxito | Entrega de Notas 4T25

## Utilidad favorecida por eficiencias operativas y financieras

---

abril de 2026

**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 4T25

## Utilidad favorecida por eficiencias operativas y financieras



Grupo Éxito publicó sus resultados al cierre de 2025 con un trimestre que consideramos POSITIVO y en línea con las expectativas del mercado en términos de Utilidades, impulsados por la expansión de márgenes y por mayores eficiencias en gastos y costos. Si bien estos resultados destacan, es necesario resaltar que los Ingresos retrocedieron ligeramente frente al año anterior por efectos cambiarios.

La Utilidad Neta del 4T25 fue de COP 209 mil millones (+43,2% A/A), y el año cerró en COP 592 mil millones (vs COP 54.786 millones en 2024). **Ambos resultados son producto de un mejor desempeño operativo del retail, amplificados por una base comparativa más limpia**, referente a los Gastos No Recurrentes Netos que bajaron a COP 39.051 millones (-47,0% A/A), dada la normalización de costos asociados al cambio de control y reestructuración; y adicional a ello, **un mejor desempeño de los negocios conjuntos: Tuya y Puntos Colombia, que pasaron de una pérdida de COP 71.872 millones a una Utilidad de COP 36.722 millones**. Con esos dos vientos a favor, el crecimiento habría sido igualmente positivo, pero menos “espectacular”.

En Ingresos, el trimestre llegó a COP 6,2 billones, con +3,0% A/A excluyendo FX, mientras que en COP la variación fue mucho menor. Vale la pena resaltar que el cuarto trimestre del año nos evidencia un problema de aceleración de la demanda, en un entorno todavía sensible al precio. **Con un indicador de SSS (ventas mismas tiendas) del 4,7%** frente a una inflación del 5,10%, **el crecimiento real es negativo**; más que hablar de “unidades”, lo leeríamos como que el negocio se viene defendiendo vía tráfico/ticket apoyado en una ejecución comercial y un mix de categorías, sin una señal clara de expansión material de volumen.

En Colombia, la foto por formatos tuvo un desempeño mixto. **Carulla creció +8,4%** y **Éxito +6,8%** en SSS, ambos por encima de la inflación, lo que respalda la estrategia de unificación de marcas y campañas en segmentos premium. En contraste, el formato de **Bajo Costo (low cost) cae -5,8%**, afectado por las conversiones de formato.

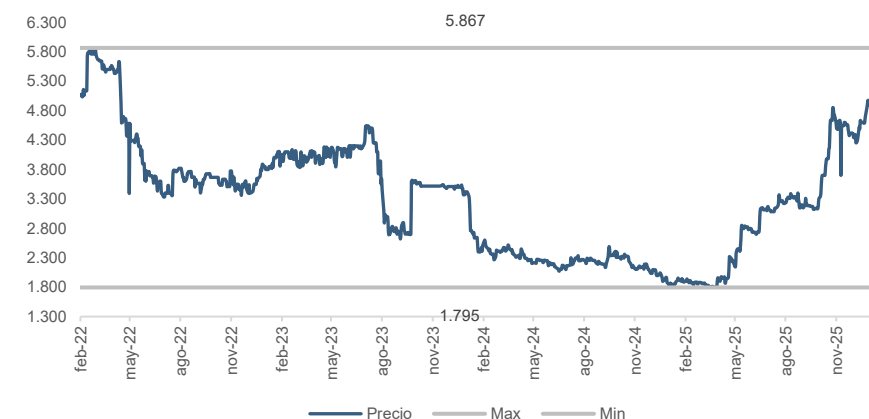
En la rentabilidad operativa, el EBITDA Recurrente fue COP 671 millones (+5,1% A/A; margen 10,9%) y en el año COP 1,94 billones (+19,6% A/A; margen 8,8%; +140 pb). Resultados obtenidos gracias a la reducción de los Gastos Operacionales en -5,0% A/A pese a inflación, y al Plan de Eficiencias ejecutado en la operación, de cerca de COP 420 mil millones, con lo que podemos identificar que **el margen viene sosteniéndose con palancas operativas como: control de merma, eficiencia logística, y control del gasto**.

Precio Objetivo (COP)	4.640
Recomendación	Neutral
Market Cap. (COP BN)	5,85
YTD (%)	+5,88%
P/VL	0,86x
P/E	11,05x

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; Yahoo Finance; datos con corte a 26 febrero 2026

### 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 4T25

## Utilidad favorecida por eficiencias operativas y financieras



El ámbito financiero también ayudó a la consecución de los buenos resultados. Los Gastos Financieros Netos del 4T25 bajaron -39,5% A/A a COP 59.761 millones, y en el año cayeron -20,9% A/A a COP 325 mil millones, desempeño coherente con un menor saldo de deuda (reducción del 45% en las obligaciones de largo plazo) y un entorno de tasas más favorable. **Estas eficiencias, sumada a una robusta generación de caja**, permitió llevar el indicador Deuda Neta/EBITDA a un nivel de 0,51x, **siendo un factor clave para la Utilidad Neta del año**.

Si analizamos el comportamiento de la Caja, esta cerró el año en COP 1,99 billones (+48,1% A/A) **y con un Flujo Operativo positivo de COP 1,84 billones**, como producto del buen nivel de EBITDA, como de una mejor gestión de Capital de Trabajo (WK).

Por geografías, Uruguay sigue siendo el activo de mayor calidad (margen EBITDA 12,5%, SSS +5,5% vs. inflación 3,7%). Argentina continúa como fuente de ruido con un EBITDA en COP -37.343 millones, Deuda en reestructuración y CAPEX prácticamente nulo. **El negocio complementario de Viva Malls compensa gran parte de esa presión con un margen EBITDA 69,1% y ocupación 98%**, actuando como estabilizador del consolidado.

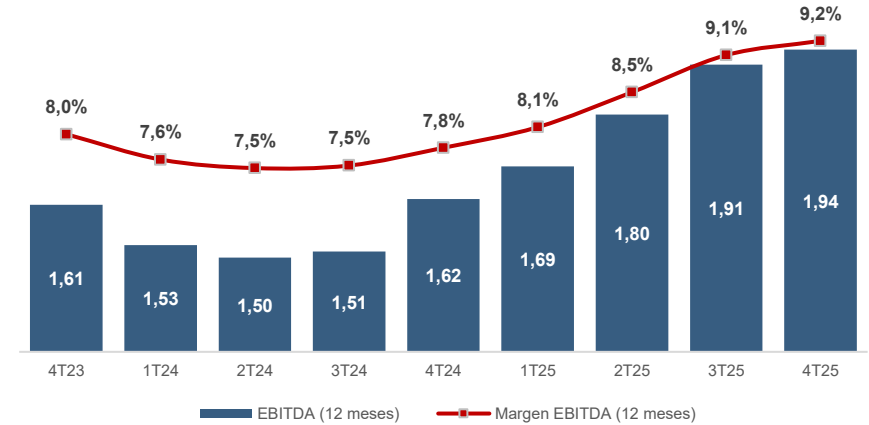
Para 2026, Grupo Éxito proyecta una nueva etapa de expansión apoyada en la fortaleza financiera alcanzada en 2025, con un **enfoque en crecimiento externo** tras dos años de consolidación interna. La Administración plantea el retorno a la **expansión internacional, con apertura de nuevos metros cuadrados en Colombia y la región, y sin descartar adquisiciones selectivas** bajo criterios de retorno sobre la inversión y preferencia por marcas con alta penetración y propuesta diferenciada. En paralelo, la compañía continuará fortaleciendo su ecosistema de negocios complementarios y su disciplina operativa y financiera, sobre una base de liquidez y bajo apalancamiento, mientras gestiona el refinanciamiento o pago de sus obligaciones de corto plazo.

### Iniciativas ASG

El Grupo reporta que beneficia a 69.000 niños a través de programas de nutrición y recicla 18.200 toneladas de material con fines sociales, fortaleciendo su impacto social y ambiental. En abastecimiento, mantiene compras locales superiores al 90% en frescos y textiles, promoviendo encadenamientos productivos nacionales. Asimismo, invirtió COP 93.000 millones en beneficios para sus colaboradores, consolidando su enfoque en capital humano y sostenibilidad operativa.

Gráfico 2 – Evolución EBITDA 12 y Margen EBITDA 12 meses

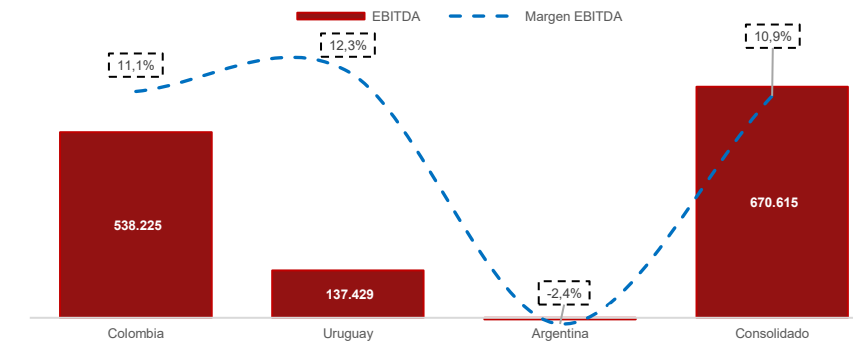
Cifras en miles millones COP



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 4T25

## Utilidad favorecida por eficiencias operativas y financieras



**Tabla 1 – Principales cifras consolidadas Grupo Éxito**

Cifras en miles MM COP y %

Resultados Grupo Éxito					
Cifras en COP mil millones	4T24	3T25	4T25	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	6.288	5.229	6.166	17,9%	-1,9%
EBITDA	638	448	671	49,7%	5,1%
Utilidad Neta controladora	146	143	209	46,4%	43,2%
Margen EBITDA	10,15%	8,57%	10,88%	231 Pbs	73 Pbs
Margen Neto	2,32%	2,73%	3,39%	66 Pbs	107 Pbs
Utilidad Bruta	1.625	1.312	1.612	22,9%	-0,8%
Margen Bruto	25,84%	25,09%	26,15%	106 Pbs	31 Pbs
Utilidad Operacional	398	286	404	41,0%	1,5%
Margen Operacional	6,32%	5,47%	6,55%	107 Pbs	22 Pbs

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

[Volver índice](#)



Asset  
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

# Terpel Entrega de Notas 4T25

## Resultados en expansión pero por debajo de expectativas

---

abril de 2026

**Harold Rubio**

Analista Renta Variable  
harold.rubio@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 4T25

## Resultados en expansión pero por debajo de expectativas

Calificamos como **NEUTRALES** los resultados del 4T25, ya que el volumen se mantuvo, los márgenes del negocio central mejoraron y la Utilidad Neta creció +17%, pero el EBITDA cayó -5%, empujado por un efecto de decalaje en aviación (combustible Jets) y por la contracción de Ecuador y Perú; ubicándose por debajo de las expectativas.

**Ingresos y volumen vendido:** Los Ingresos Consolidados del 4T25 fueron COP 9,6 billones, prácticamente en línea con los COP 9,7 billones del mismo período de 2024 (-1%), pero quedando ligeramente por debajo de nuestras expectativas. El volumen total despachado fue de 801 millones de galones, 14 millones menos que en el 4T24, diferencial explicado casi en su totalidad por Ecuador (-14 MM glns), mercado cuya base de comparación estuvo inflada por ventas extraordinarias de combustible para autogeneración en 2024. En el acumulado del año, el volumen creció +1,6% hasta 3.166 millones de galones, con **los Ingresos anuales avanzando +4% interanual hasta COP 38 billones.**

**Lubricantes y EDS mejoraron márgenes.** Los **Lubricantes fue la línea de combustible más rentable del trimestre** con un Margen Bruto en Colombia que saltó del 39% al 44% (+500 pbs A/A), con un volumen creciendo +5%, y el negocio alcanzando resultados históricos anuales de 27 millones de galones vendidos y una participación de mercado del 34,8%. **Las EDS, que concentran el 75% del volumen, también mejoraron su margen del 7% al 8% (+100 pbs A/A).** En el extremo opuesto, la línea de combustibles para Aviación y Marinos retrocedió, ya que la Utilidad Bruta consolidada cayó -38%, con Colombia cayendo -54% por el efecto de decalaje negativo en el precio del Jet. La línea de Industriales retrocedió 18% en volumen y 25% en Utilidad Bruta, por racionalización comercial en Ecuador.

**Colombia aportó 78% del EBITDA.** El EBITDA del 4T25 fue de COP 413 mil millones (-5% A/A), que excluyendo el efecto de decalaje (caída del Jet ) ascendió a COP 430 mil millones (+1% A/A). En el año acumulado, el EBITDA sin decalaje creció a COP 1,84 billones (+0,6% A/A), confirmando una mayor generación operativa de caja. **Colombia aportó el 78% del EBITDA,** con COP 323 mil millones (+5% A/A) gracias a mejores márgenes y menor Gasto Financiero; Panamá retrocedió 16% por menor Requisito de Volumen Renovable (RVO) y presión cambiaria, aunque mantuvo el mayor EBITDA por galón del Grupo; Perú cayó 42% tras la venta de EDS y el cierre del aeropuerto Jorge Chávez; y Ecuador fue la única filial con **Utilidad Neta negativa por gastos no recurrentes y una base comparable alta.**

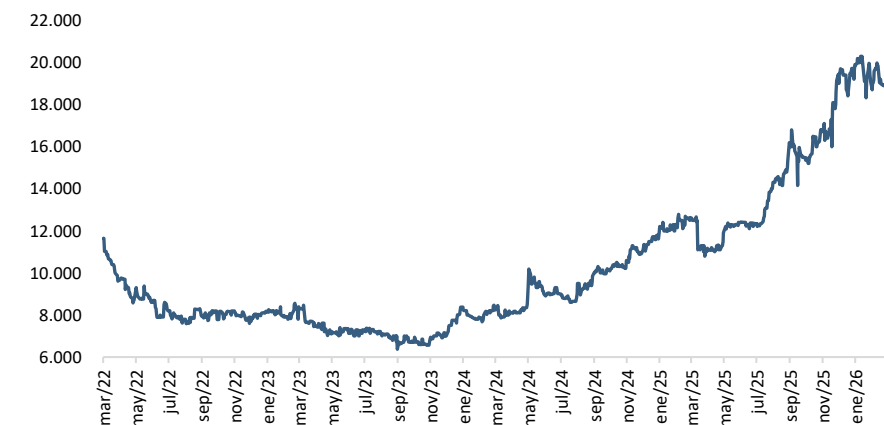


Ticker	TERPEL
Sector	Consumo
Precio Objetivo (COP)	22.200
Recomendación	Sobreponderar
Precio Cierre	18.620
Potencial de Valorización	19,20%
YTD	-0,43%
Cap. Bursátil (COP Bn)	3,38
P/E	0,83x
P/V	1,01x

Cifras con corte al 18/03/2025

### Gráfica 1. Precio Acción Terpel

Cifras en COP



Asset Management

# Terpel Entrega de Notas 4T25

## Resultados en expansión pero por debajo de expectativas

**Utilidad Neta:** La Utilidad Neta fue el punto más destacado del trimestre y del año, ya que alcanzó los COP 129 mil millones en el 4T25 (+17% A/A) gracias a la reducción sostenida del Gasto Financiero, con intereses que bajaron de COP 72 mil millones en 4T23 a COP 64 mil millones en 4T25, y cerró 2025 en COP 628 mil millones (+18%), **el nivel más alto en la historia de Terpel.**

**El ROIC también marcó un máximo histórico en 2025, llegando a 15,7% (+260 pbs A/A),** continuando una trayectoria de mejora desde el 2,6% de 2020, e impulsado por una operación más eficiente y un Capex anual de COP 497 mil millones (68% destinado a mantenimiento), que incluyó la apertura de 14 nuevas EDS propias.

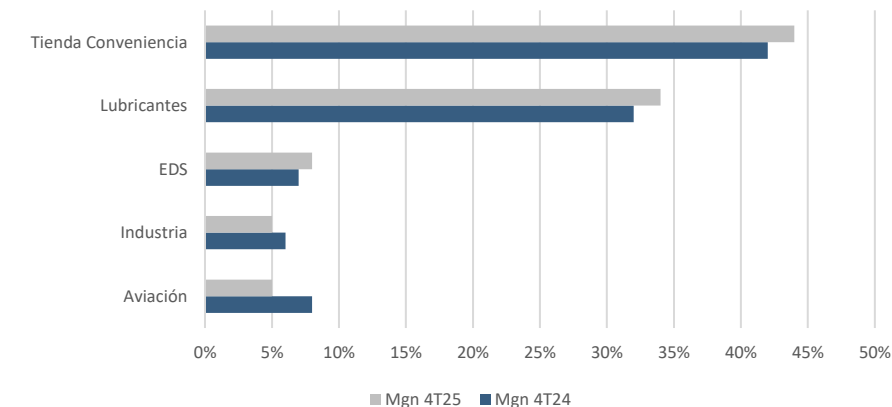
**Niveles de endeudamiento, mejorando.** La razón Deuda/EBITDA de la compañía cerró el 2025 en 1,7x (vs. 1,8x en 4T24) y **la Cobertura EBITDA/Intereses alcanzó 6,5x, su nivel más alto reciente;** el 82% de la Deuda es de largo plazo, 69% a tasa fija y con vida media de 7,42 años, que observamos con buenos ojos, ya que reduce la exposición de las obligaciones a variaciones de tasas.

Para 2026, observamos que los riesgos más concretos son en materia de volatilidad de precios del crudo, que puede seguir distorsionando el EBITDA reportado vía decalaje, y la recuperación pendiente de Ecuador y Perú.

**ASG:** Terpel destacó avances importantes en su gestión ASG, con un fuerte desempeño Ambiental reflejado en la recuperación de 16 toneladas de envases plásticos, la neutralización de 1,8 millones de toneladas de CO<sub>2</sub> y un aumento significativo en energía renovable y carga eléctrica; en lo Social, impulsó iniciativas comunitarias y educativas que beneficiaron a miles de estudiantes; y en Gobierno Corporativo, renovó certificaciones clave como ISO 14001, ISO 45001 y obtuvo acreditación ISO/IEC 17025.

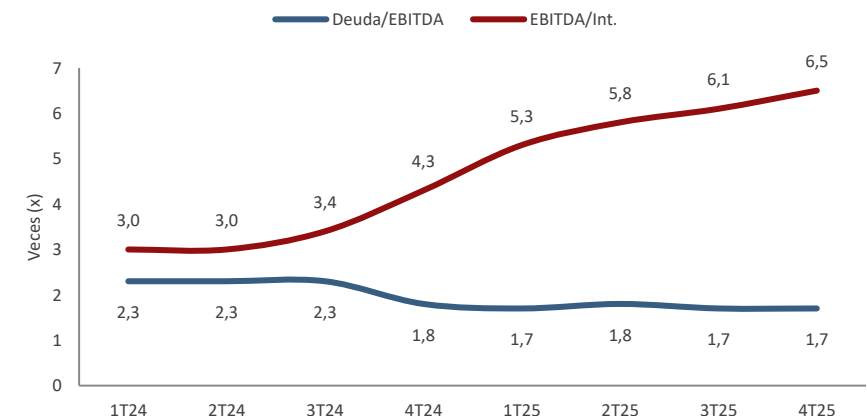
**Gráfica 2. Margen Bruto por Línea de Negocio 4T24 vs 4T25**

Cifras en porcentajes (%)



**Gráfica 3. Indicadores de endeudamiento**

Cifras en veces



# Terpel Entrega de Notas 4T25

## Resultados en expansión pero por debajo de expectativas

**Tabla 2. Resultados Financieros 3T25**

Cifras en COP billones y miles millones

<i>Cifras en COP mil MM</i>	Organización Terpel				
	<b>4T24</b>	<b>3T25</b>	<b>4T25</b>	<b>Var % T/T</b>	<b>Var % A/A</b>
<b>Volumen (MM GLs)*</b>	815	806	801	-1%	-2%
<b>Ingresos</b>	9.731	9.664	9.653	0%	-1%
<b>EBITDA</b>	434	479	413	-14%	-5%
<b>Utilidad Neta Controladora</b>	110	173	129	-26%	18%
<b>Ganancias por acción</b>	605	956	713	-25%	18%
<b>Margen EBITDA</b>	0,0%	0,0%	0,0%	pbs	pbs
<b>Margen Neto</b>	0,0%	0,0%	0,0%	pbs	pbs

\* Millones de Galones

[Volver índice](#)



Asset  
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

# Celsia Entrega de Notas 4T25

## Eficiencias operativas favorecen el EBITDA

---

abril de 2026

**Diego Alejandro Sánchez**

Analista Renta Variable  
diego.sanchez@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 4T25

## Eficiencias operativas favorecen el EBITDA

Calificamos los resultados como **POSITIVOS**, con la Utilidad Neta por encima de nuestras expectativas, donde la compañía enfrentó la disminución de Ingresos con disciplina operativa y financiera, reduciendo los Costos operacionales y Gastos de Administración por encima de la caída en Ingresos, reflejado en una expansión del margen EBITDA, además de menores Gastos Financieros

Los Ingresos ordinarios para el 4T25 fueron de COP 1,3 billones, lo que representa una disminución del 36,5% respecto al 4T24. Esta caída se debe a menores precios en la bolsa de energía que vende Celsia por la normalización del régimen de lluvias tras el Fenómeno de El Niño. El segmento de Generación disminuyó 61,0% A/A, impactado por un desplome del 80,5% en Ventas de Energía en Bolsa ante menores precios. El segmento de Comercialización Minorista cayó -4,5% A/A debido a menores ventas físicas de energía. Otros servicios operacionales decrecieron -65,3% A/A por una menor dinámica en la venta de activos bajo el modelo BOT.

En cuanto a la gestión de Activos, los Activos bajo Administración (AUM) crecieron un 45,0% en el año, alcanzando los USD 1,7 mil millones. Plataformas como Caoba (transmisión) y C2 Energía (solar) mantienen una alta rentabilidad con márgenes EBITDA superiores al 81%.

Los Costos Operacionales se ubicaron en COP 973,5 mil millones, una reducción del 41,0% frente al 4T24 gracias a menores compras de energía y baja generación térmica. Los Gastos de Administración cayeron 15,8% anual, impulsados por eficiencias operativas y menor deterioro de cartera.

La caída en Costos, que fue mayor a la reducción en los Ingresos, y el control de Gastos fueron dos variables que impulsaron el EBITDA, el cual subió 4,2% anual al alcanzar COP 370 mil millones, con lo que el Margen EBITDA trimestral se expandió al 27,8%.

Los Gastos Financieros netos fueron de COP 130,7 mil millones, un 20,9% menos que en 4T24, producto de la estrategia de desapalancamiento, siendo este otro factor que contribuyó a sostener la utilidad neta.



Ticker	CELSIA
Sector	Utilities
Precio Objetivo (COP)	5.320
Recomendación	Neutral
Precio Cierre	5.080
Potencial de Valorización	4,7%
YTD	1,8%
Cap. Bursátil (COP Bn)	5,20
P/E	25,4x
P/V	1,53x
EV/EBITDA	7,2x

Gráfica 1. Acción Celsia

Cifras en COP



# Celsia Entrega de Notas 4T25

## Eficiencias operativas favorecen el EBITDA

Con el control de Costos y Gastos se amortiguó el efecto de la caída en los Ingresos y la **Utilidad Neta Controladora para el 4T25 cerró en COP 23,8 mil millones, registrando una reducción de 16,2% frente al 4T24**. Para todo el 2025, la **Utilidad Neta fue de COP 206,4 mil millones, lo que representa una disminución del 7,0% respecto a 2024**. Esta reducción se explica por el impacto de la diferencia en cambio en partidas con subsidiarias y porque el resultado de 2024 incluía una utilidad no recurrente significativa por la venta de acciones durante la reorganización societaria de ese año.

La administración propondrá para la asamblea de accionistas un dividendo **de COP 208 por acción (yield 4,1%)**, lo que representa un payout de 112% de la utilidad neta separada. Adicionalmente, se propondrá una recompra de acciones en el mecanismo independiente por un monto de COP 150 mil millones, a ejecutarse en abril de 2026 a un precio basado en su valor fundamental, cuyo estudio será realizado por un tercero.

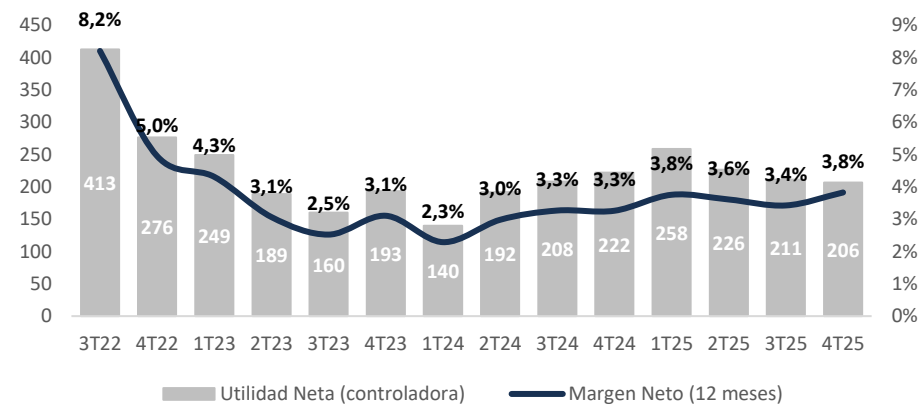
Con estos datos, las distribuciones a los accionistas serían superiores a COP 361 mil millones o el 189% de la Utilidad Neta Separada. Una repartición tan elevada se convierte en una variable a monitorear en los próximos años, aunque tenemos en cuenta que es el 29% del EBITDA del 2025 y que hay espacio para desplegar un CAPEX superior a COP 1,2 billones.

La estrategia de desapalancamiento se vuelve ahora más importante dado que se esperan mayores tasas de interés y el 66% de la deuda de Celsia es indexada al IBR, por lo que destacamos positivamente su evolución. En cuanto a la Deuda Neta, esta cayó a COP 4,7 billones en 2025, cerrando el año con una relación Deuda Neta/EBITDA de 2,8x, con planes de cerrar el 2026 en COP 3,8 billones de Deuda Neta y una relación de 2,5X.

La administración se encuentra analizando el decreto de emergencia económica donde se reseña que las generadoras de energía deben pagar un 2% sobre sus Ventas Brutas.

### Gráfica 2. Utilidad Neta

Cifras 12 meses en COP mil millones (eje izquierdo)



### Tabla 2. Resultados Financieros 4T25

Cifras en COP mil millones

Estado de Resultados					
COP mil millones	4T24	3T25	4T25	Var % A/A	Var % T/T
<b>Ingresos Ordinarios</b>	2.098	1.297	1.331	-36,5%	2,6%
<b>Utilidad Bruta</b>	358	367	358	-0,1%	-2,4%
<b>EBITDA</b>	355	381	370	4,2%	-2,9%
<b>Utilidad Neta Controladora</b>	28	59	24	-16,2%	-59,6%
<b>Utilidad Neta</b>	58	80	60	2,7%	-25,8%
<b>Margen Bruto</b>	17,1%	28,3%	26,9%	981 pbs	-139 pbs
<b>Margen EBITDA</b>	16,9%	29,4%	27,8%	1087 pbs	-157 pbs
<b>Margen Neto</b>	2,8%	6,2%	4,5%	171 pbs	-171 pbs

[Volver índice](#)



Asset  
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

# GEB Entrega de Notas 4T25

Crecimiento en Utilidad por No Recurrentes y sólido desempeño de Asociadas

---

abril de 2026

**Andres Duarte**

Director Renta Variable Corficolombiana  
Andres.duarte@corfi.com

**Diego Alejandro Sánchez**

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 4T25

## Crecimiento en Utilidad por No Recurrentes y sólido desempeño de Asociadas

Con una Utilidad Neta de COP 893 mil millones en 4T25 (+2,8x A/A y +14,7% T/T), la Utilidad anual de Grupo Energía Bogotá alcanzó COP 3,2 BN (+29,1% A/A), superando nuestra estimación en 2,9%. La Utilidad Bruta que corresponde a las actividades controladas de COP 895 mil millones en el trimestre (-9,1% A/A y +0,8% T/T) y 3,6 BN para el año completo (-3,8% A/A), evidencian que el buen desempeño de GEB se explicó más por eventos no recurrentes y el aporte de las empresas Asociadas. Sin embargo, los calificamos como POSITIVOS, al reflejar la fortaleza del portafolio de la empresa en términos de actividades, geografías, indexadores, e inclusive su manejo contable.

La empresa distribuirá COP 243 en dividendos por acción, lo que equivale a un pago cercano a 70% de la Utilidad Neta y un Dividend Yield de 8,4%, entre los más altos de los emisores locales. Partiendo del precio de venta de la participación del Distrito al cierre de 2017 (COP 2.018 por acción) y de acuerdo con el decreto 706 de dicho año, el precio mínimo de venta actual se ubica en COP 3.208 por acción.

### Dinámica del consolidado del Grupo

Los Ingresos Operacionales presentaron una disminución de -5.9% para el 4T25 frente al mismo periodo del 2024, principalmente por el efecto de apreciación del peso colombiano frente al dólar en el trimestre, de 4.23% al cerrar la TRM Promedio de diciembre 2025 en \$4.052,71 frente a la TRM Promedio de diciembre 2024 en \$4.071,35. No obstante, el acumulado 12M25 presentó un crecimiento del 0.6% frente al 2024, debido al mejor desempeño que tuvieron los segmentos de Distribución de Gas Natural, junto con Transmisión y Distribución de Electricidad.



Ticker	GEB
Sector	Utilities
Precio Objetivo (COP)	3.460
Recomendación	Sobreponderar
Precio Cierre	2.805
Potencial de Valorización	19,1%
YTD	-3,68%
Cap. Bursátil (COP Bn)	27,75
P/E	7,68x
P/V	1,28x
EV/EBITDA	12,3x

### Gráfico 1. Precio Acción GEB

Cifras en COP



# GEB Entrega de Notas 4T25

## Crecimiento en Utilidad por No Recurrentes y sólido desempeño de Asociadas

**Desglosando Ingresos por Negocio**, la Distribución de Gas Natural cayó 6,3% anual en 4T25 por el efecto cambiario. El Transporte de Gas Natural cayó 7,9% por menores cargos fijos debido a menores contrataciones de tramos adicionales.

En electricidad, la Transmisión cayó 2,2% A/A en Ingresos. Se registró una reducción en Colombia debido al ajuste del Índice de Precios al Productor y en Guatemala por el efecto cambiario.

Los Costos Operacionales de GEB se redujeron 3,1% anual respecto al 4T24 por el efecto de conversión, excepto en Transmisión de Electricidad donde crecieron 5,8% A/A por la capitalización del Tramo I en el proyecto Refuerzo Suroccidental. Esta reducción de costos es menor a la caída en Ingresos, pero es relevante porque amortigua el efecto en la Utilidad.

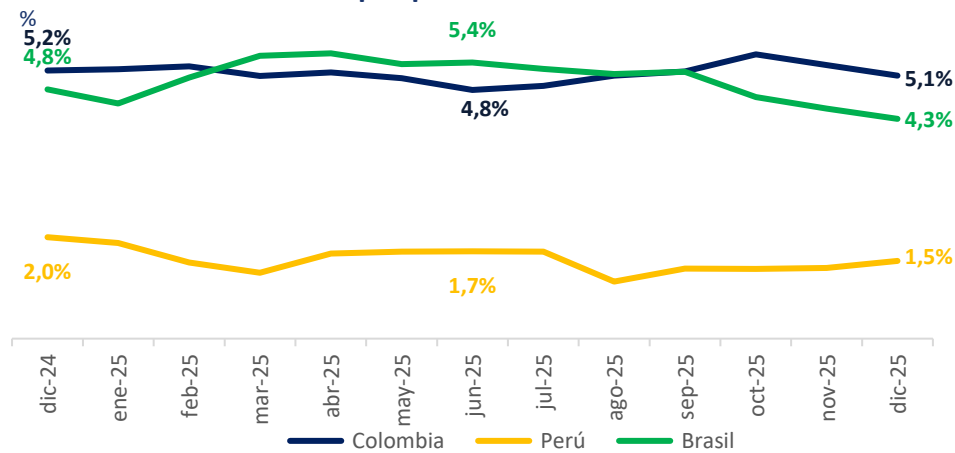
Los Gastos Administrativos se redujeron 52,7% por la reversión de la Provisión de Cartera de Air-e por COP 124 mil millones y la reversión de las glosas en TGI por COP 63 mil millones. Se registró un Ingreso adicional de COP 231 mil millones por la venta del predio Calle 26 en Bogotá.

En cuanto al Método de Participación, que aportó COP 419 mil millones (+61,1% A/A) destacamos el notable incremento de la utilidad de Enel (COP 252 mil millones; 7,4x vs el 4T24) impulsada por el buen desempeño en Distribución y el efecto del mayor peso de la Generación hidráulica sobre los costos de producción, a lo que se sumó en el trimestre la distribución de dividendos provenientes de Brasil (Argo, con COP 713 mil millones).

Por lo anterior, la Utilidad Neta de GEB para el 4T25 fue de COP 928,5 mil millones (+2,8x A/A y +14,7% T/T), y la Utilidad anual de Grupo Energía Bogotá alcanzó COP 3,2 BN (+29,1% A/A).

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

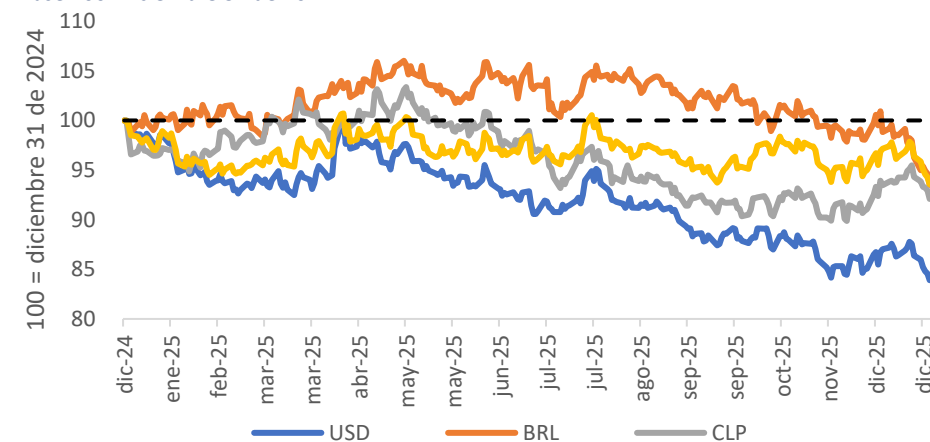
Gráfico 2. Inflación anual por países



Fuente: Eikon. Construcción: Corficolombiana y Aval Casa de Bolsa.

Gráfica 3. Comportamiento de monedas respecto al peso colombiano

Base 100. Diciembre 31 de 2024.



Fuente: Eikon. Construcción: Corficolombiana y Aval Casa de Bolsa.

Fuente: GEB. Construcción Corficolombiana

# GEB Entrega de Notas 4T25

## Crecimiento en Utilidad por No Recurrentes y sólido desempeño de Asociadas

### Dinámica de las empresas controladas

TGI registró un EBITDA anual de COP 1,5 BN (-8,1% A/A). Se presentaron menores Ingresos en Transporte de Gas a partir de la disminución en los cargos fijos y variables asociados a la capacidad contratada. A pesar de lo anterior, la empresa logró mejorar su Utilidad a partir de eficiencias en Gastos Administrativos, la reversión de provisiones con terceros y menores impuestos.

Cálidda registró un EBITDA anual de USD 254 millones (+2,2% A/A) que se incrementó por el mayor volumen facturado y mayores ingresos por reubicaciones.

Enlaza (transmisión eléctrica en Colombia) registró un EBITDA anual de COP 312 mil millones (+2,9% A/A). La empresa obtuvo un EBITDA de 72 mil millones en 4T25 y la contribución al EBITDA consolidado se redujo 25%, principalmente por factores macroeconómicos, y un incremento de 20,5% los Gastos Administrativos.

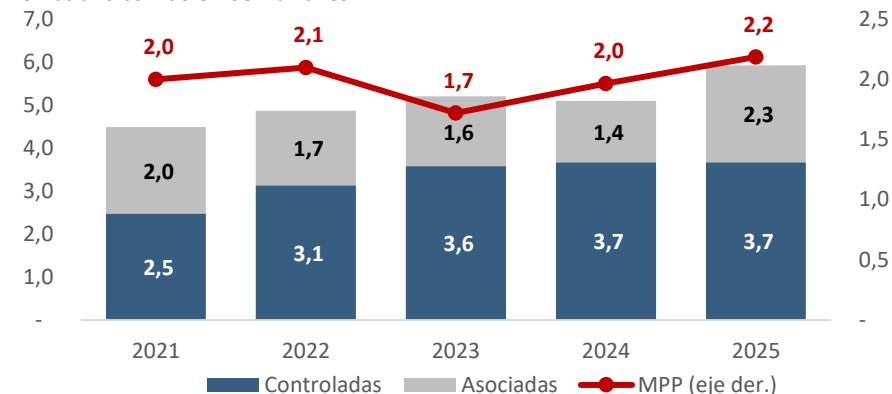
### Enel, la gran recuperación

Enel Colombia alcanzó Utilidad de COP 3,2 BN en 2025 (+34,9% A/A) y EBITDA de COP 7,3 BN (+20,7% A/A) con margen de 45,5%. En Generación, su desempeño estuvo impulsado por la recuperación hidrológica del país, que redujo la necesidad de compras de energía y disminuyó el uso de generación térmica. El margen de distribución y comercialización de energía aportó 4,1 BN al total (+1,7% A/A), explicado por la actualización de las tarifas.

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

### Gráfica 4. EBITDA y Método de Participación patrimonial

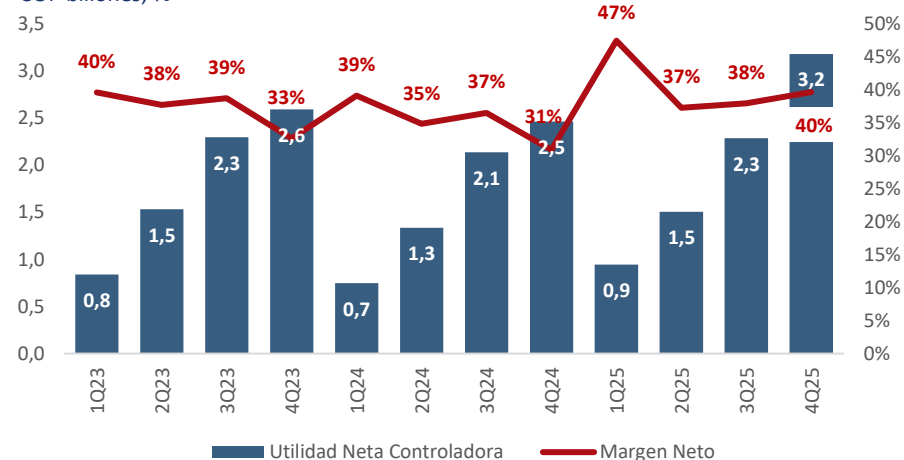
Cifras año corrido en COP billones



Fuente: GEB. Construcción: Corficolombiana y Aval Casa de Bolsa

### Gráfica 5. Utilidad neta y margen neto

COP billones; %



Fuente: GEB. Construcción: Corficolombiana y Aval Casa de Bolsa

# GEB Entrega de Notas 4T25

## Crecimiento en Utilidad por No Recurrentes y sólido desempeño de Asociadas

### Llamada de conferencia

En cuanto a la venta de acciones por parte del Distrito, se comentó que hay demanda potencial local, pero es insuficiente. Deberá haber una oferta internacional y se espera que el precio sea el resultado de la construcción de un libro de ofertas.

Las fuentes de crecimiento se vislumbran por la extensión de Cálidda en Perú, oportunidades de Enel en energía solar, así como nuevos proyectos en TGI en materia de regasificación y algunas obras del Sistema Interconectado Nacional.

Por otro lado, GEB no requiere tomar deuda en el 2026, lo que representa una ventaja dadas las mayores tasas de interés proyectadas para este año. También se comentó que en el decreto de emergencia económica se incluyó el impuesto al patrimonio de las empresas cuyo monto a pagar estimado por GEB sería de alrededor de COP 24 mil millones.

En cuanto a la regulación, cabe notar que la CREG cuenta con la totalidad de los miembros nombrados, lo que facilitaría el avance regulatorio este semestre.

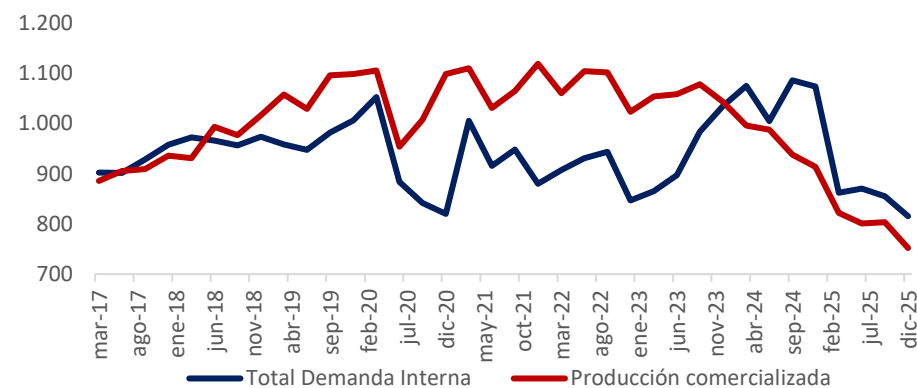
### Dimensión ASG

GEB entró por 5to año consecutivo al anuario de sostenibilidad de S&P, ubicándose como número uno en América y número cuatro en el mundo en Gas Utilities. Por su parte, TGI ingresó por tercer año consecutivo al anuario, siendo el líder en almacenamiento y transporte, mientras que Cálidda entró por primera vez al anuario en Gas Utilities, convirtiéndose en la primera empresa peruana del sector de hidrocarburos en el anuario de sostenibilidad.

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

Gráfica 6. Demanda y producción comercializada de Gas en Colombia

Millones de pies cúbicos diarios



Fuente: TGI, ANH. Construcción: Corficolombiana y Aval Casa de Bolsa.

Tabla 2. Resultados Financieros 4T25

Cifras en COP mil millones

Cifras en COP mil MM	4Q24	3Q25	4Q25	Var % T/T	Var % A/A
<b>Ingresos Operacionales</b>	2.115	1.983	1.991	0%	-6%
<b>Utilidad Bruta</b>	985	888	895	1%	-9%
<b>Utilidad Operacional</b>	629	577	1.050	82%	67%
<b>EBITDA (Controladas)</b>	995	917	900	-2%	-10%
<b>Utilidad Neta Controlante</b>	324	778	893	15%	175%
<b>Margen Bruto</b>	46,6%	44,8%	45,0%	20pbs	-158pbs
<b>Margen Operacional</b>	29,7%	29,1%	52,8%	2368pbs	2301pbs
<b>Margen EBITDA</b>	47,1%	46,2%	45,2%	-104pbs	-187pbs
<b>Margen NETO</b>	15,3%	39,3%	44,9%	562pbs	2953pbs

[Volver índice](#)



Asset  
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

# ISA Entrega de Notas 4T25

El tipo de cambio afectó el EBITDA trimestral y anual

---

abril de 2026

**Andres Duarte**

Director Renta Variable Corficolombiana  
Andres.duarte@corfi.com

**Diego Alejandro Sánchez**

Analista Renta Variable  
diego.sanchez@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 4T25

## El tipo de cambio afectó el EBITDA trimestral y anual

Calificamos como **NEGATIVO** el desempeño financiero de ISA en 4T25 y año completo, aclarando que tanto la tasa de cambio, los escaladores contractuales y los eventos no recurrentes, incidieron negativamente en este desempeño. Asimismo, en 2025 la compañía mantuvo una elevada rentabilidad sobre el patrimonio promedio (ROAE) de 13,6%, un retorno total -que incluye dividendos- sobre su acción de 55%, y se encuentra bien posicionada para mejorar su desempeño financiero y crecer sus diferentes líneas de negocio durante 2026.

ISA obtuvo una Utilidad Neta de COP 571 mil millones para el cuarto trimestre de 2025 (-0,6% A/A) y de 2,4 BN para el año completo (-13,8% A/A), apenas 1,0% por debajo de nuestra estimación. Los crecimientos secuenciales y anuales de la utilidad fueron negativos, y tal como ocurrió con el EBITDA de 2,1 BN en 4T25 (-5,6% A/A y -15,4% T/T) y de 8,7 BN para el año completo (-10,9% A/A). En línea con estos resultados, la compañía distribuirá COP 1,2 BN entre sus accionistas, o COP 1.090 por acción. Estos dividendos representan un yield de 4,0% a los precios actuales.

Durante el 4T25 los Ingresos Operacionales fueron de COP 4,5 billones, creciendo +4,7% anual mientras que los Costos y Gastos Operativos totalizaron COP 2,5 billones, esto significa un incremento de 6,0% anual, superior al crecimiento de los ingresos. Esta dinámica originada por el tipo de cambio es la que explica la mencionada reducción del EBITDA.

Los gastos financieros netos se mantuvieron relativamente estables en COP 579,0 mil de millones creciendo 3,8% anual. Las cifras anteriores explican la utilidad neta de COP 571,0 mil millones del 4T25, que es 06,% inferior a la de hace un año.

La deuda financiera de COP 33,9 BN disminuyó 1,7% frente a 2024, ubicando en 3,7x al indicador de deuda bruta/EBITDA, manteniendo la categoría de “grado de inversión” de acuerdo con Fitch.

Fuente: ISA, cálculos Corficolombiana y Aval Casa de Bolsa



Ticker	ISA
Sector	Utilities
Precio Objetivo (COP)	30.900
Recomendación	Neutral
Precio Cierre	27.960
YTD	16,34%
Cap. Bursatil (COP Bn)	31,8
P/E	12,12x
P/V	1,74x
EV/EBITDA	11,89x

Gráfica 1. Precio Acción ISA

Cifras en COP



Cifras con corte al 04/03/2026



Asset Management

# ISA Entrega de Notas 4T25

## El tipo de cambio afectó el EBITDA trimestral y anual

### Efectos de la inflación y el tipo de cambio

Durante el trimestre y el año, el efecto de las tasas de cambio directas y cruzadas fue negativo para los resultados, a lo que se sumó el efecto adverso de los escaladores contractuales atados a la inflación en la región. Por ejemplo, sin el efecto de la conversión cambiaria, la utilidad trimestral habría crecido cerca de 8% frente al año anterior, y el EBITDA alrededor de 1%. Por otro lado, si bien vemos un agotamiento en la disminución de la inflación regional, especialmente en Colombia, durante 2025, el efecto de los índices de precio sobre los escaladores contractuales fue negativo (Gráficos 2 y 3).

### Eventos no recurrentes

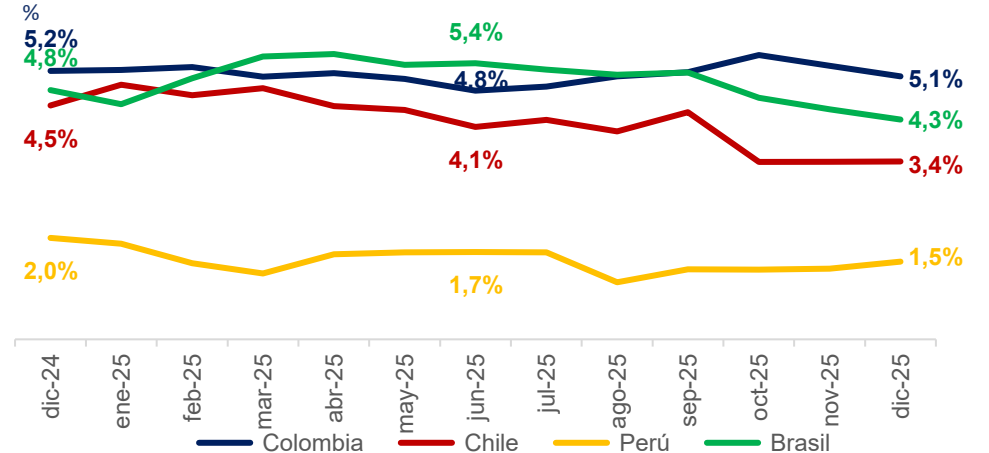
La compañía habría logrado un crecimiento anual en su utilidad cercano al 5% al ajustar los eventos extraordinarios positivos de 2024 y negativos de 2025; la revisión tarifaria periódica en Brasil y el ajuste a la baja en mantenimientos requeridos en Perú para 2024; la actualización del componente financiero de la Red Básica del Sistema Existente (RBSE) en Brasil en 2025; sumado al incremento en la provisión de cartera de Air-e que pasó de COP 186 mil millones en 2024 a 204 mil millones en 2025. Asimismo, en ausencia de estos eventos, el EBITDA habría crecido cerca de 8% A/A. Sin embargo, esto también evidencia que, los ajustes no se limitan a la contabilidad, afectando -inclusive más- a la caja operativa. En cuanto a Air-e, la provisión total asciende a 467 mil millones.

### Inversiones

Durante el 2025 la compañía ejecutó inversiones por COP 6,3 billones (+31% A/A), 92% en Transmisión Eléctrica y 7% en Vías. Asimismo, lanzó la Estrategia ISA 2040 que incluye su entrada al negocio de soluciones energéticas, con la expectativa de capturar cerca de USD 7 mil millones hacia 2040.

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

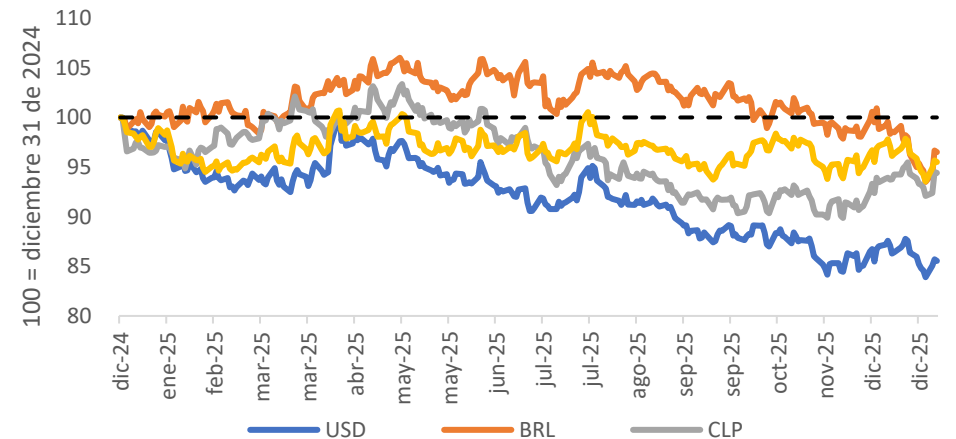
Gráfico 2. Inflación anual por países



Fuente: Eikon. Construcción: Corficolombiana y Aval Casa de Bolsa.

Gráfica 3. Comportamiento de monedas respecto al peso colombiano

Base 100. Diciembre 31 de 2024.



Fuente: Eikon. Construcción: Corficolombiana y Aval Casa de Bolsa.

# ISA Entrega de Notas 4T25

## El tipo de cambio afectó el EBITDA trimestral y anual

### Nuevos proyectos

Durante 2025 ISA ganó proyectos por USD 266 millones; 94 refuerzos y mejoras en Brasil, un contrato de conexión y dos ampliaciones en Colombia, y un nuevo sistema de control de flujo en Chile, en transmisión. Asimismo, obtuvo proyectos de energización por USD 664 millones; 54 refuerzos y mejoras en Brasil, la energización de Copey-Cuestecitas (parte de la conexión entre la Guajira y el SIN), línea de transmisión SE Chilota y SE San Gabriel en Perú, y un refuerzo a la red en Chile.

### Dimensión ASG

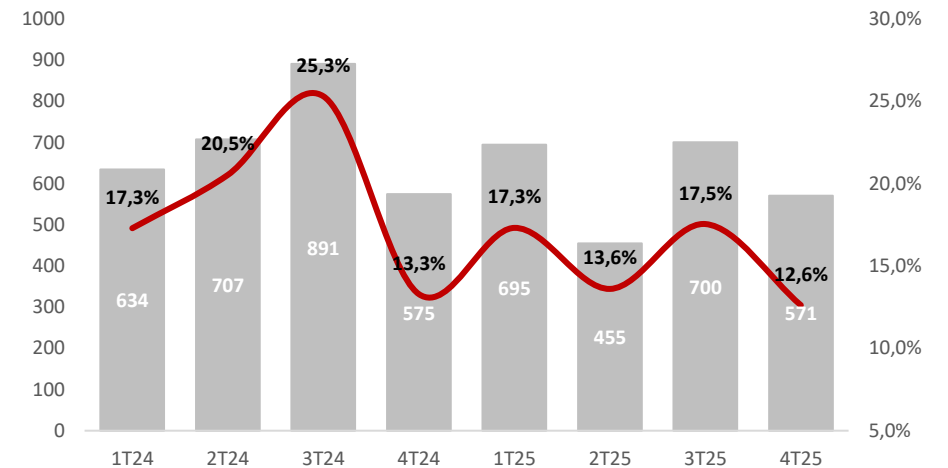
La compañía ya es carbono neutro. ISA se ubicó entre las 15 mejores empresas del mundo en su industria bajo el criterio de sostenibilidad de S&P. Adicionalmente, tiene en marcha compromisos para compensar los efectos bióticos de sus actividades y para reducir la deforestación, entre otros. Estos compromisos tiene objetivos puntalmente definidos, con planes para su consecución y avances definidos.

### Gobierno Corporativo

El Consejo de Estado declaró la nulidad de la elección de Jorge Carrillo como presidente de la entidad, su contrato de trabajo fue temporalmente suspendido y se dará por terminado una vez quede en firme la sentencia emitida por el Consejo de Estado. Por unanimidad, Gabriel Melguizo, vicepresidente de Negocio de Transmisión, fue designado como presidente encargado hasta que se nombre un presidente en propiedad.

### Gráfica 4. Utilidad y Margen Neto

Cifras trimestrales en COP mil millones



### Tabla 2. Resultados Trimestrales 4T25

Cifras en COP mil millones

COP Miles MM	4T25	3T25	4T25	Var % T/T	Var % A/A
<b>Ingresos Totales</b>	4.322	3.990	4.521	13%	5%
<b>EBITDA Total</b>	2.232	2.492	2.108	-15%	-6%
<b>Utilidad Neta</b>	575	700	571	-18%	-1%
<b>Margen EBITDA</b>	52%	62%	47%	-1584 pbs	-503 pbs
<b>Margen Neto</b>	13%	18%	13%	-493 pbs	-67 pbs

[Volver índice](#)



Asset  
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

# Promigas

## Entrega de Notas 4T25

abril de 2026

**Diego Alejandro Sánchez**

Analista Renta Variable  
diego.sanchez@avalcasadebolsa.com

**Omar Suarez**

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

# Promigas

## Entrega de Notas 4T25

Los Ingresos Ordinarios durante el 4T25 fueron de COP 1,9 billones, cayendo 12% respecto al 4T24. Por su parte, los Costos de Venta cayeron 15%, lo que sitúa la utilidad bruta en COP 571,5 mil millones para el 4T25, esto es un 3% menos que en el mismo trimestre del año anterior.

Los gastos de administración y ventas cayeron 20% anual (COP 160,9 mil millones), mientras que los dividendos recibidos se multiplicaron por 2,5 respecto al 4T24, y las provisiones se redujeron 45%. Por este motivo, la utilidad operacional aumentó 17%

Los ingresos financieros netos fueron de COP 176,7 mil millones, frente a un gasto de COP 93,1 mil millones en 4T24. La provisión de impuesto a la renta fue de COP 442,6 mil millones, o 5,4 veces el monto del mismo trimestre del año anterior.

Por lo anterior, la utilidad neta atribuible a los accionistas de Promigas durante el 4T25 fue de COP 182,9 mil millones, un 10% inferior a la de hace un año. Evaluando todo el 2025, la utilidad neta atribuible fue de COP 1,1 billones, un 1,6% superior a la obtenida en 2024.

La Asamblea de accionistas aprobó la repartición de un dividendo anual de COP 525 por acción, que equivale a un yield cercano a 7,7%.

Precio Objetivo (COP)	6.660
Market Cap. (COP BN)	7,55
YTD (%)	+2,99%
P/VL	1,16x
P/E	6,87x

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; Yahoo Finance; datos con corte a 07 abril 2026

### Gráfica 1. Precio Acción Promigas

Cifras en COP



[Volver índice](#)



Asset  
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

# Ecopetrol Entrega de Notas 4T25

Un año completo sin levantar cabeza

---

abril de 2026

**Andres Duarte**

Director Renta Variable Corficolombiana  
Andres.duarte@corfi.com

**Harold Rubio**

Analista Renta Variable  
harold.rubio@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 4T25

## Un año completo sin levantar cabeza

Ecopetrol publicó sus resultados del cuarto trimestre, los cuales consideramos **NEGATIVOS** dada la reducción de los Ingresos frente al trimestre y año anterior, por cuenta del menor Brent, la caída en volúmenes de venta (especialmente gas, GLP y combustóleo) y el efecto adverso de una menor tasa de cambio promedio.

Como era de esperarse, Ecopetrol cerró un mal año 2025 con Utilidades trimestrales que disminuyeron secuencial y anualmente. Calificamos como **NEGATIVO** al **resultado trimestral de COP 1,5 BN en 4T25 (-60,8% A/A y -40,4% T/T)** que ubicó al resultado anual en 9 BN, 39,5% menor que el obtenido el año anterior.

Tal como en los primeros tres trimestres, el desempeño de la compañía fue dictado por la coyuntura adversa de precios bajos en la cotización promedio del barril de petróleo Brent (-14,7% A/A y -7,8% T/T) y la revaluación del peso colombiano (12,2% A/A y 4,6% T/T para la tasa de cambio promedio en 4T25), a lo que se le sumó la **menor producción trimestral del año de 729,2 miles de barriles de petróleo equivalente diario (kbped), menor en 2,9% frente al promedio de los primeros tres trimestres**, en línea con la normalización -disminución- en la producción del Permian estadounidense. Las Ventas totales de COP 28,8 BN, disminuyeron -17,2% anual y -3,4% secuencial, mientras que el EBITDA de 10,0 BN lo hizo -16,2% A/A y -19,2% T/T, con un margen EBITDA de 34,5% (+40 pbs anual y -6,8 p.p. secuencial). Adicionalmente, el aporte de la filial ISA también disminuyó interanual y secuencialmente, su EBITDA disminuyó -15,4% secuencial y -5,6% anual.

Finalmente, el efecto del Impairment sobre el resultado final fue mínimo, lo cual atribuimos al leve aumento en las reservas probadas (+2,7% A/A), pero debemos destacar el hecho de que la tercera parte de la adición de reservas probadas de 2025 se debe a un acuerdo contractual con la ANH, en ausencia del cual el reemplazo de reservas habría sido de 80,4% (se adiciona menos de lo que se produce). **Frente a nuestras expectativas anuales, la producción fue 0,2% menor, los Ingresos 1,6% mayores, el EBITDA 0,5% mayor y la Utilidad Neta 2,5% menor.**

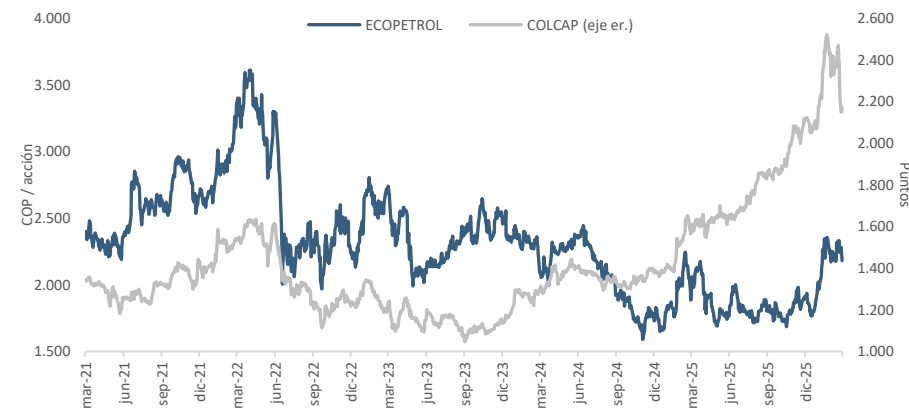


Sector	Commodities
Precio Objetivo (COP)	2.250
Recomendación	Neutral
YTD	+29,68%
Cap. Bursátil (COP Bn)	99,71
P/E	8,75x
P/V	1,24x
EV/EBITDA	4,33x

*Cifras con corte al 06/mar/2026*

### Gráfico 1. Acción de Ecopetrol y COLCAP

Cifras en COP



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

# Ecopetrol Entrega de Notas 4T25

## Un año completo sin levantar cabeza

### Deterioro operacional del Upstream

Si bien una menor Utilidad o un menor EBITDA son resultados negativos para la compañía, no se puede concluir que haya un deterioro operacional sin antes revisar el efecto de los volúmenes, precios y tasa de cambio, razón por la cual en reportes anteriores hemos dicho que no veíamos una “catástrofe operativa” en Ecopetrol.

Ante los resultados negativos Consolidados de 2025, revisamos los EBITDA por barril (producidos en Upstream, transportados en Midstream y refinados en Downstream), medidos en pesos, y lo graficamos contra la cotización del petróleo Brent en pesos. Observamos que frente a 2024, hay un deterioro operacional en Upstream, en la medida en que el EBITDA por barril del segmento disminuyó -22,8%, frente a la disminución de -14,2% en la cotización promedio del petróleo Brent en pesos. Mientras tanto, Midstream aumentó 5,0% A/A su EBITDA por barril transportado, y Downstream aumentó 19% su EBITDA por barril refinado (carga total). En línea con lo anterior, el margen EBITDA anual de Upstream disminuyó 4,6 p.p., el de Midstream aumentó 1,4 p.p y el de Downstream aumentó 1,0 p.p. (G2 y G3). Por su parte, frente a 2024 el margen EBITDA de ISA disminuyó 6,8 p.p.

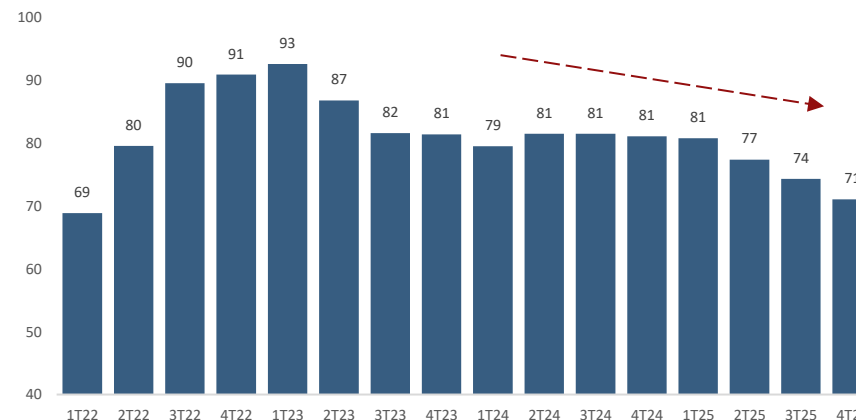
### Reservas y costos de levantamiento

Operativamente en el año acumulado, el Upstream se mantuvo estable en 745 kbped con el gas a la baja; el Midstream cerró con volúmenes de transporte ligeramente menores (-1,5% en el año); y el Downstream compensó parcialmente con cargas de 417 kbd (+0,8% A/A) y mejores márgenes brutos.

En el Downstream (Refinación), el diferencial de productos es afectado por múltiples factores adicionales al precio del petróleo y la tasa de cambio; en el caso del Midstream (transporte), la cotización del petróleo no es relevante; mientras que en el Upstream (exploración y producción) se evidencia mucho más el efecto de la cotización del petróleo y la tasa de cambio.

**Gráfica 2. Ingresos por ventas Upstream, año corrido**

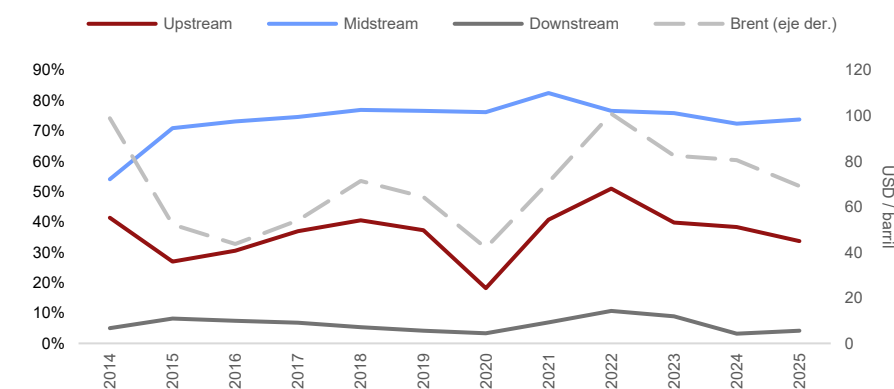
Cifras Miles de Millones (COP)



Fuente: Ecopetrol, BANREP. cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

**Gráfica 3. Brent en USD y márgenes EBITDA**

Cifras Margen EBITDA 12 meses (eje izquierdo)



Fuente: Ecopetrol, IEA. Construcción: Corficolombiana y Aval Casa de Bolsa SCB



# Ecopetrol Entrega de Notas 4T25

## Un año completo sin levantar cabeza

### Reservas probadas y rentabilidad por barril

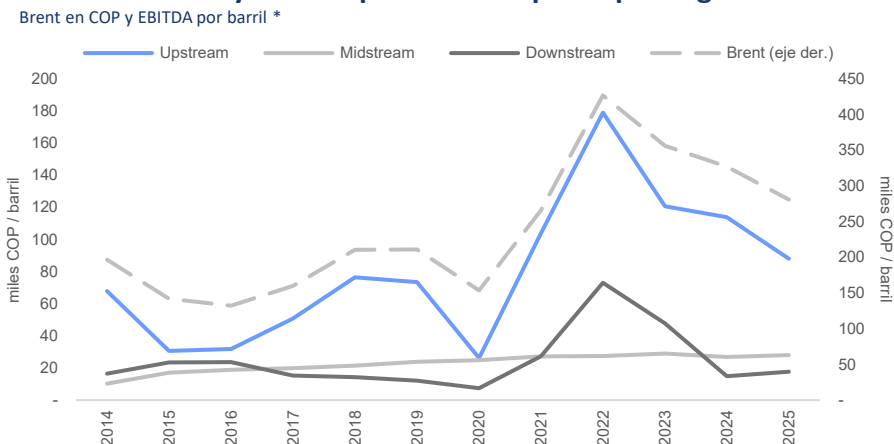
En 2025, las reservas probadas de Ecopetrol incrementaron 2,7% A/A, ubicando a la reposición de reservas en 120,8%. **Nuestro view sobre reservas para 2026 es optimista en la medida en que se comiencen a certificar reservas de Gato do Mato en Brasil, junto con la continuación de programas de recobro mejorado**, a los que se le suman la inyección de aire, e inclusive más acuerdos de pago de regalías de crudo en dinero con la ANH.

Ahora bien, luego del acuerdo de Ecopetrol con la ANH para el pago de regalías en dinero en nueve campos de producción, se adicionaron 100,3 millones de barriles de petróleo en 2025 (5,2% de las reservas totales), lo cual deberá disminuir la rentabilidad por barril producido, en la medida en que, a los costos asociados a su producción y comercialización, se le debe sumar la regalía (cerca al costo de levantamiento del campo).

### Dividendos

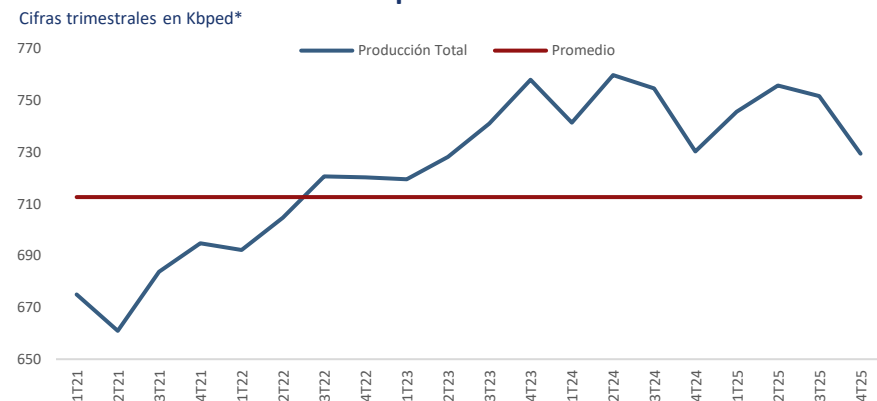
La Junta Directiva de Ecopetrol le propondrá a la Asamblea General de Accionistas **repartir en dividendos el 50,1% de las Utilidades, ubicando al dividendo por acción en COP 110**, mucho menos que los COP 140 que se habrían requerido para girarle al Gobierno en dividendos los 5,1 BN que esperaba en el Marco Fiscal de Mediano Plazo. Dicha repartición sobre la Utilidad Neta de 2025 habría implicado un Payout de 63,9%, 3,9 p.p. superior a lo permitido por la política de repartición de dividendos. Con esto, **el Gobierno recibirá 4,0 BN**, lo que se compensará con Utilidades de BanRep superiores a lo pronosticado. En todo caso aplaudimos la decisión de reinvertir más en la compañía.

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



Fuente: Ecopetrol, IEA, BanRep. Construcción: Corficolombiana y Aval Casa de Bolsa SCB  
\*Barriles producidos para upstream, barriles transportados para midstream y carga de refinación para downstream

### Gráfica 5. Producción de Ecopetrol



\* Kbped: Miles de Barriles de Petróleo equivalentes diarios  
Fuente: Ecopetrol; Construcción Aval Casa de Bolsa

# Ecopetrol Entrega de Notas 4T25

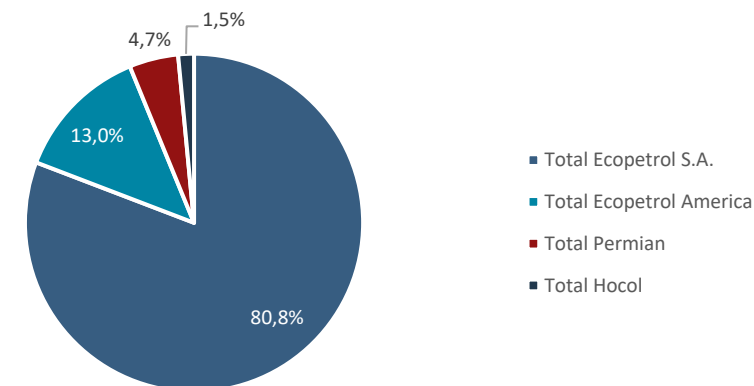
## Un año completo sin levantar cabeza

### Teleconferencia

- **Autogeneración:** La autogeneración de energía eléctrica ha disminuido 4% la tarifa de suministro eléctrico de Ecopetrol, incidiendo positivamente en los Costos de Levantamiento.
- **Producción total del Permian:** Para 2026, la producción total de Midland y Delaware se ubicaría entre 75 y 78 kbped, alrededor de 25% menor a lo producido en 2025.
- **Impuestos:** La empresa se manifestó tranquila sobre su situación de caja de cara al pago del impuesto al patrimonio (1,6% del patrimonio líquido) durante el primer semestre. Asimismo, sobre la multa de la DIAN, que supera los 5 billones, esperan que el tema se resuelva entre 3 y 5 años, por lo que no se han provisionado recursos para esto.
- **Situación de Medio Oriente:** En general el impacto de la continuación del conflicto sería positivo en precios, sin dejar de reconocer el drástico aumento que han tenido los fletes de transporte. Un nivel de precios promedio más alto podrá traducirse en la actualización del plan de inversiones actual.
- **Permisos requeridos para la planta de regasificación de Coveñas:** Se cuenta con todos los permisos.
- **Permian:** Hoy hay un acuerdo vigente con Occidental, uno de los cuales va hasta 31 de diciembre de 2027 (Delaware). Midland es un joint venture que continuará mientras los socios así lo acuerden.
- **Endeudamiento incremental y recompra de bonos al descuento:** No hace falta endeudamiento incremental para financiar el plan de inversiones vigente. En cuanto a los bonos, se limitaron a recordar el bajo riesgo de refinanciamiento que actualmente tienen.
- **Capex en Sirius y firmeza de los contratos firmados:** USD 1.200 millones en Exploración y 2.900 millones en Producción. En cuanto al riesgo de incumplir con el suministro de gas que ya fue contratado, la compañía aclaró que los contratos entran en firme únicamente entrando en operación, si bien cuentan con la importación de gas para respaldar los contratos.

Gráfica 6. Participación sobre total de producción 4T25

Cifras trimestrales



Fuente: Ecopetrol; Construcción Aval Casa de Bolsa

Tabla 1. Resultados Financieros 4T25

Cifras en COP billones

Cifras en COP billones	Ecopetrol				
	4T24	3T25	4T25	Var T/T	Var A/A
Total Ingresos	34,79	29,84	28,82	-3%	-17%
Utilidad Bruta	10,60	9,97	8,50	-15%	-20%
Utilidad Operacional	8,94	7,34	5,30	-28%	-41%
EBITDA	11,88	12,33	9,96	-19%	-16%
Utilidad Neta Controladora (antes de Impairment)	3,19	2,56	1,51	-41%	-53%
Margen Bruto	30%	33%	29%	-392pbs	-97pbs
Margen Operacional	26%	25%	18%	-619pbs	-730pbs
Margen EBITDA	34%	41%	35%	-676pbs	41pbs
Margen Neto	9%	9%	5%	-335pbs	-394pbs

Fuente: Ecopetrol; Construcción Aval Casa de Bolsa

[Volver índice](#)



Asset  
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

# Mineros Entrega de Notas 4T25

## Un año que brilló con oro en Mineros

abril de 2026

**Harold Rubio**

Analista Renta Variable  
harold.rubio@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 4T25

## Un año que brilló con oro en Mineros



Consideramos los resultados financieros de Mineros como POSITIVOS, ya que operativamente, la compañía presentó crecimientos en Ingresos y Utilidades, beneficiados por una mayor producción y el aumento del precio internacional del oro, que llegó a máximos históricos. Sin embargo, la Utilidad Neta del trimestre se ubicó por debajo de lo esperado, por cuenta de un hecho extraordinario.

Los resultados del 4T25 fueron operativamente sólidos, aunque con un contraste en la Utilidad Neta. Los **Ingresos alcanzaron COP 995 mil millones**, con un crecimiento de 52% frente al mismo trimestre del año anterior, impulsados principalmente por un precio promedio del oro de USD 4.179 por onza, que aumentó 57% interanual, contrarrestando el debilitamiento del dólar. **Destacamos el buen desempeño de la producción, la cual avanzó 8,1% hasta 58.597 onzas.**

Ese entorno permitió que la Ganancia Bruta creciera 70% interanual y que el Margen Bruto se ubicara en 40,5%, lo que implica una expansión cercana a 423 puntos básicos frente al 4T24. Sin embargo, la estructura de costos también mostró presión relevante. El Costo por Onza vendida (Cash Cost) subió a USD 2.140 por onza, un aumento de 52%, y el All-in Sustaining Cost (AIS) también se mantuvo elevado.

En la última línea, la **Utilidad Neta del trimestre** fue de **COP 37,6 mil millones**, una caída de 63% frente al año anterior, afectada por el reconocimiento del impuesto Ad valorem en Nicaragua. Operativamente el negocio fue fuerte, pero el impacto extraordinario distorsionó la Utilidad reportada y generó una brecha importante entre el desempeño operativo y el resultado final.

En el acumulado de 2025, los resultados se observaron más fuertes. Los **Ingresos llegaron a COP 3,21 billones, con un crecimiento de 46%**, mientras la producción alcanzó 221.608 onzas, +4% por encima de 2024. La Ganancia Bruta creció 74% y el Margen Bruto se ubicó en 40,8%, con una expansión de 648 pbs frente al 2024. La **Utilidad Neta anual** alcanzó **COP 594,5 mil millones, con un incremento del 68%**.

Ticker	MINEROS
Precio Objetivo (COP)	15.320
Recomendación	Neutral
Precio Cierre	19.660
YTD	+28,50%
Cap. Bursátil (COP Bn)	5,82
P/E	8,84x
P/V	2,96x
EV/EBITDA	3,29x

Gráfica 1. Comportamiento Acción Mineros

Cifras COP



Cifras con corte al 06/11/2025

# Mineros Entrega de Notas 4T25

## Un año que brilló con oro en Mineros



No obstante, hay algunos elementos que vale la pena seguir de cerca. En primer lugar, la producción de plata disminuyó 44% en 2025, pasando de 765.611 a 425.659 onzas. Si bien este descenso reduce en alguna medida el ingreso adicional que contribuía a compensar parte del costo del oro, **su impacto es relativamente marginal frente al buen comportamiento de la producción aurífera**. Por tanto, cualquier efecto sobre el AISC se mantendría acotado, aunque una prolongación de esta tendencia podría restar algo del soporte que brindaba esta línea.

En segundo lugar, **persiste cierta exposición natural a la volatilidad del precio del oro**, la cual podría incidir en los Ingresos en caso de presentarse movimientos adversos en el mercado internacional. Para 2026, la administración no ha adoptado una política activa de coberturas o fijación de precios, optando por mantenerse expuesta al precio spot y privilegiar la captura de posibles repuntes, en lugar de asegurar niveles mediante estrategias de hedging.

Desde el frente financiero, **la compañía redujo su Deuda Financiera en 52% y cerró con posición de caja neta positiva**. En términos prácticos, el ratio Deuda/Patrimonio (D/E) quedó cercano a cero, con una Deuda Neta negativa, dado que el Efectivo supera ampliamente las obligaciones financieras. Este fortalecimiento del balance no solo reduce el riesgo financiero en un entorno volátil de precios, sino que también le otorga flexibilidad para ejecutar inversiones sin presiones de refinanciación ni dependencia inmediata del mercado de crédito.

Por otra parte, **destacamos la ejecución del programa de recompra más reciente de USD 12 millones**, con sobredemanda de 283%, permitiendo readquirir 3,96 millones de acciones a COP 12.000 y reducir así el flotante a 295,8 millones de títulos, con lo que lleva a un incremento del valor por acción al distribuir utilidades y flujo de caja sobre una base accionaria menor.

De cara a 2026, la compañía proyecta una producción similar a la de 2025, un AISC por encima del promedio anual y un CAPEX de aproximadamente **USD 113,7 millones (+44% A/A)** orientado al crecimiento y la exploración. Consideramos que, siempre que se mantenga el control de costos, los ingresos permanezcan en niveles comparables a los actuales y los nuevos proyectos aporten onzas rentables aun en un entorno menos favorable, el plan de expansión es manejable, dado que es equivalente a cerca del 32% del EBITDA y al 14% de los Ingresos del 2025, un aumento significativo frente al del estimado para ese mismo año.

Gráfica 2. Utilidad y Margen Neto

Utilidad Neta 12 meses en USD millones

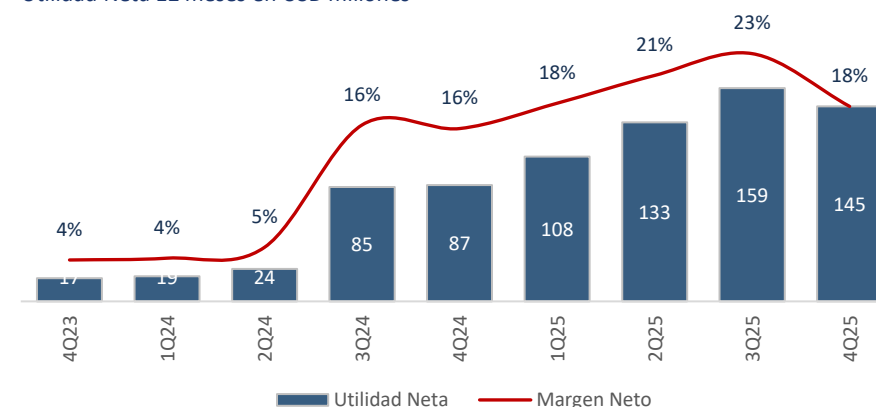


Tabla 2. Resultados Trimestrales 4T25

Cifras en USD millones

Mineros					
Cifras en USD MM	4Q24	3Q25	4Q25	Var % T/T	Var % A/A
Producción (mil Oz AuEq)	54,2	54,9	58,6	6,8%	8,1%
Precio promedio (USD/Oz)	2.662	3.464	4.179	20,6%	57,0%
Cash cost (USD/oz)	1.408	1.704	2.140	25,6%	52,0%
AISC (USD/oz)	1.775	1.982	2.486	25,4%	40,1%
Ingresos	150	196	261	33,0%	73,6%
EBITDA Ajustado (USD millones)	57	90	115	26,9%	101,3%
Utilidad Neta	23	54	9	-82,6%	-59,4%
Margen EBITDA	37,9%	46,1%	43,9%	-213 pbs	604 pbs
Margen Neto	15,4%	27,6%	3,6%	-2398 pbs	-1184 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 4T25

## ROE remata el año fortalecido

abril de 2026

**Diego Alejandro Sánchez**  
Analista Renta Variable  
diego.sanchez@avalcasadebolsa.com

**Omar Suarez**  
Gerente Renta Variable  
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



# Nubank | Entrega de Resultados 4T25

## ROE remata el año fortalecido



Calificamos los resultados de Nubank como **POSITIVOS**. Si bien la Utilidad por Acción (UPA) estuvo ligeramente por debajo de las expectativas, el comportamiento de los Ingresos fue mejor al esperado, y la entidad siguió señalando crecimiento, eficiencia, calidad estable del portafolio y capacidad de lograr ingresos crecientes por cada cliente. En los próximos trimestres monitoreamos el Margen Neto de Intereses (NIM), que se ha visto afectado por la subida en tasas de política monetaria.

En el 4T25 los **Ingresos por Intereses subieron 60%** respecto al 4T24 y fueron de USD 4,0 mil millones, mientras los **Ingresos por Comisiones crecieron 39%**. Esta situación se explica por un **incremento de 40% anual en la Cartera de Préstamos** (descontando la variación cambiaria) y un **crecimiento de 15% en el número de clientes**.

Los **Costos de Intereses crecieron 84% A/A** (esto es más que los Ingresos por Intereses), lo que explica el deterioro de 50 pbs en el NIM (calculado) a 12 meses, que pasó de 15,8% en 4T24 a 15,3% en 4T25. Adicionalmente, los **Costos de Transacciones se incrementaron 69%**.

Las Provisiones cerraron en USD 1,2 mil millones, creciendo 54% respecto al 4T24, un crecimiento superior al de la Cartera, pero que no señala un deterioro significativo del portafolio, pues la Calidad de la Cartera entre 15 y 90 días mejoró a 6,6% (desde 7,0% en 4T24) y la Calidad de Cartera superior a 90 días pasó de 6,5% en 4T24 a 6,6% en 4T25. Adicionalmente, la cobertura de Cartera se mantuvo estable en 15,2% (vs. 15,3% en 4T24). Por lo anterior, la Ganancia Bruta del 4T25 fue de USD 1.943 millones, (+43% A/A).

En cuanto a eficiencia, el **ARPAC (Ingreso Promedio Mensual Por Cliente Activo) subió 25% anual** descontando el efecto cambiario hasta USD 15. A este dato se suma el mantenimiento en USD 0,8 del costo por servir a un cliente activo. Estos datos son coherentes con la mejora en el Indicador de Eficiencia de 21,7% en 4T24 a 19,9% en 4T25.

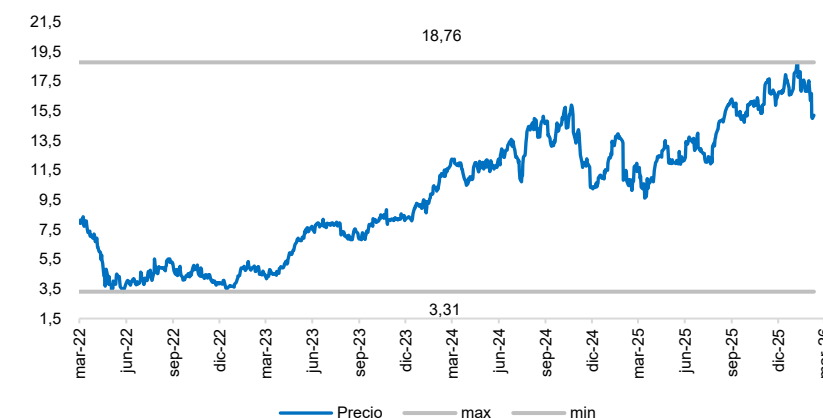
Con estos datos, la **Utilidad Neta** durante el 4T25 fue de USD 895 millones, un 62% más que en el mismo período del año anterior. En términos anuales, la Utilidad Neta de todo el 2025 fue de USD 2.872 millones, creciendo 46% respecto al 2024. Este incremento deja el **ROE 12 meses de Nubank en 33%**, una subida de 500 pbs respecto al 2024 y que refleja la eficiencia del banco y se encuentra notablemente por encima del promedio del sector.

Market Cap. (USD miles MM)	70,41
Último Precio (USD)	14,52
YTD (%)	-14,98%
P/VL	6,31x
P/E	24,81x

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 4T25

## ROE remata el año fortalecido



En cuanto a clientes, **Nubank alcanzó en Brasil los 113 millones de clientes**, mientras que suma **14 millones en México y 4 millones en Colombia**. Entre las estrategias para fortalecer el uso del público se han lanzado nuevos productos y características como la inclusión de Inteligencia Artificial en Pix, la interfaz de pagos de Brasil y la mejora en México de la red para retirar y consignar dinero en efectivo. También se han lanzado nuevos créditos tipo Libranza en Brasil y programas diseñados para atraer al público que no ha regresado al sistema financiero, así como tarjetas de crédito para clientes con menos de 18 años de edad.

Estas estrategias mencionadas son muy relevantes para Nubank debido a que su modelo de negocio se centra en ofrecer crédito con márgenes más elevados, para lo cual ocupa espacios de mercado donde la competencia no hace presencia en la medida suficiente. Este modelo exige la fidelización de los clientes mediante plataformas accesibles, trámites sencillos y comisiones relativamente bajas, lo que a su vez aumenta la necesidad de ser más eficientes por medio de la infraestructura digital.

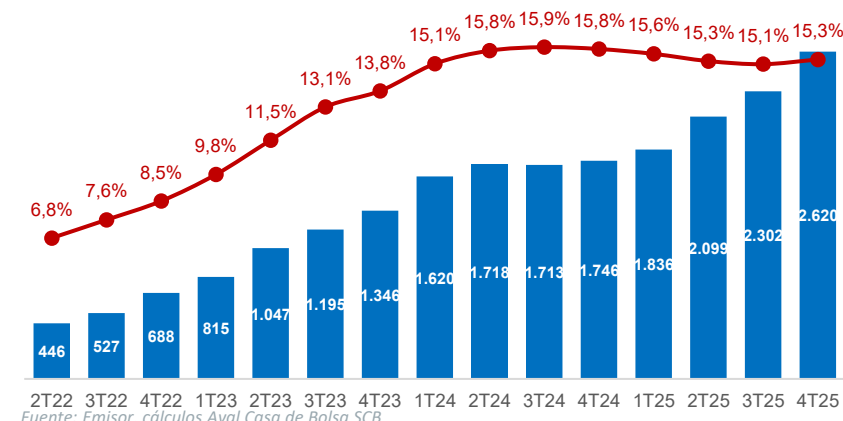
Las prioridades estratégicas para Nubank en el 2026 están en seguir ganando posición en el nicho de mercado de sus tres geografías, finalizar el proceso de licenciamiento bancario en México y poder seguir expandiendo el crédito en este país.

Así mismo, se espera un deterioro de entre 80 y 100 pbs en el margen de eficiencia por mayores costos durante los próximos 4 a 6 trimestres, relacionados con el fin de la presencialidad, inversiones en inteligencia artificial, y la preparación del inicio de operaciones en EE.UU.

Sobre la estrategia en EE.UU se comentó que no se planea una gran expansión inicial sino un proceso enfocado en segmentos específicos con inversión disciplinada.

### Evolución NII vs NIM 12 meses

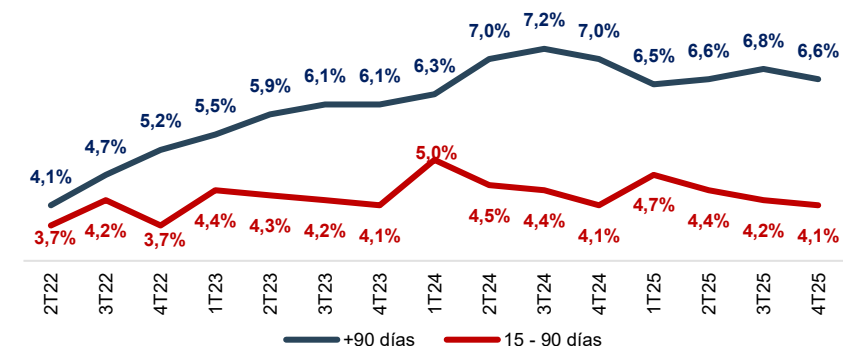
Cifras en USD MM



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

### Morosidad de crédito por cartera

%



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

# Nubank | Entrega de Resultados 4T25

## ROE remata el año fortalecido



**Tabla 1 – Principales cifras Nubank**

*Cifras en USDMM*

NUBANK					
Cifras en USD millones	4T24	3T25	4T25	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	2.989	4.173	4.686	56,8%	12,3%
Provisiones Netas	804	977	1.242	54,4%	27,0%
Utilidad Neta	553	783	895	61,9%	14,3%
ARPAC (US\$)	11,1	13,8	15,0	35,1%	8,7%
NIM (12 Meses - Calculado)	15,8%	15,1%	15,3%	-50 pbs	23 pbs
Calidad de Cartera (90 días)	7,0%	6,8%	6,6%	-40 pbs	-20 pbs
ROE anualizado	28,0%	31,0%	33,0%	500 pbs	200 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 Estudios Económicos y Mercado  
[juan.ballen@avalcasadebolsa.com](mailto:juan.ballen@avalcasadebolsa.com)  
+ (601) 606 21 00 Ext. 22622



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



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



**Santiago Andrés Vargas**  
Practicante de Renta Fija  
[santiago.vargas@avalcasadebolsa.com](mailto:santiago.vargas@avalcasadebolsa.com)  
+ (601) 606 21 00 Ext. 22793



**Omar Suárez**  
Gerente de Acciones  
[omar.suarez@avalcasadebolsa.com](mailto:omar.suarez@avalcasadebolsa.com)  
+ (601) 606 21 00 Ext. 22619



**Harold Stiven Rubio**  
Analista II de Acciones  
[harold.rubio@avalcasadebolsa.com](mailto:harold.rubio@avalcasadebolsa.com)  
+ (601) 606 21 00 Ext. 22636



**Diego Alejandro Sánchez**  
Analista II de Acciones  
[diego.sanchez@avalcasadebolsa.com](mailto:diego.sanchez@avalcasadebolsa.com)  
+ (601) 606 21 00 Ext. 22703

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 Estudios Económicos y de Mercado. 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](mailto:analisis.estrategiaCB@avalcasadebolsa.com)

## Síguenos:



Aval Casa de Bolsa



@AvalCasadeBolsa



Aval Casa de Bolsa



[www.avalcasadebolsa.com](http://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](http://www.avalcasadebolsa.com)