
Resumen Resultados Corporativos 2T22

5 de septiembre de 2022

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Fundamentales se mantienen fuertes

Resumen de Resultados Corporativos 2T22

Durante el 2T22 se vio continuidad en los resultados operacionales positivos de la mayoría de las compañías listadas en la Bolsa de Valores de Colombia, aunque las presiones inflacionarias siguieron presentes en la estructura de costos y gastos de la mayoría de emisores, junto al aumento que se ha registrado en los gastos financieros de las entidades con préstamos indexados a tasas variable a través de un mayor IPC o por el ciclo alcista de tasas de interés de referencia por parte de los Bancos Centrales. **Por sectores**, el comportamiento fue relativamente similar al registrado en el 1T22, con comportamientos entre Positivos y Neutrales en la mayoría de las industrias (Petrolero, Bancario, *Utilities*, Inmobiliario, Consumo, Minero). El 65% de las compañías tuvieron una calificación Positiva y el 15% Neutrales. A nivel anual, el 86% de las empresas analizadas reflejaron un avance en términos de EBITDA y a nivel de Utilidad Neta un 81%.

En el 2T22 el **Sector Petrolero** siguió viéndose favorecido por el mayor precio promedio internacional del petróleo y una buena dinámica operacional. El **Sector Bancario** mostró expansión en el ROE, con los Bancos viéndose beneficiados por la mayor indexación de su cartera a tasa variable pese a los incrementos registrados en las tasas de fondeo, lo cual tuvo efectos mixtos en el NIM para Bancolombia (expansión) y Davivienda (estabilidad). El **Sector de Consumo** logró registrar una dinámica operacional positiva, aprovechando la inercia de la demanda, aunque a nivel de costos el entorno inflacionario siguió presente, compensado con estrategia de aumento en precios de venta. Los resultados del **Sector Construcción** fueron Neutrales para El Cóndor con ingresos favorecidos por una mayor ejecución de obras, mientras que Concreto registró resultados Negativos en medio de una contracción del margen operacional por incremento en costos. Por su parte, **las cementeras** siguieron expuestas a los mayores costos de la energía, lo cual no logró ser compensado completamente por su estrategia de incremento en precios de venta buscando proteger sus márgenes. **En Utilities**, la indexación a la inflación de los precios de contratos en el segmento de Generación y en los segmentos de Transmisión y Distribución beneficiaron los resultados. Los **Fondos Inmobiliarios** mostraron indicadores de vacancia sanos con la normalización gradual del sector, reflejados en el NOI y EBITDA. El PEI migró a la rueda de Renta Variable el 22 de agosto y TIN también buscará hacerlo.

En Chile, considerando los emisores a los que realizamos seguimiento, sobresale el comportamiento favorable del **Sector Bancario** dada la exposición de la cartera a la inflación y menores costos de fondeo que se tradujeron en expansión en el NIM de cartera. El sector **Minero**, **SQM** mantuvo los beneficios de su exposición al *rally* en el precio del Litio y en **Utilities** **Enel** sigue beneficiada de la indexación tarifaria a la inflación en Brasil y Colombia. **En el sector de consumo**, Cencosud y Falabella se vieron afectados por el entorno inflacionario pese al crecimiento en ingresos.

Calificación de Resultados 2T22

[Haga click en el logo de cada compañía para remitirse al informe realizado](#)

POSITIVOS



NEUTRALES



NEGATIVOS



Fundamentales se mantienen fuertes

Resumen de Resultados Corporativos 2T22

Resumen de resultados 2T22 (CdB)

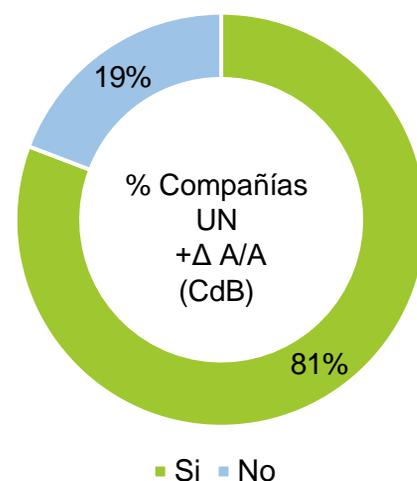
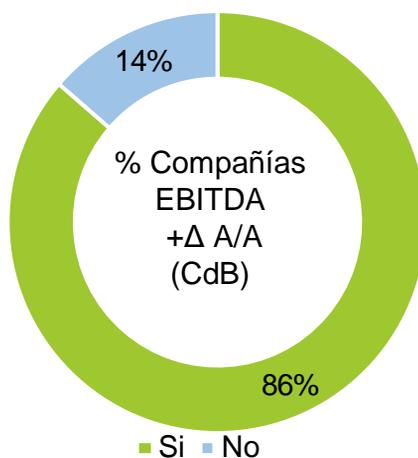
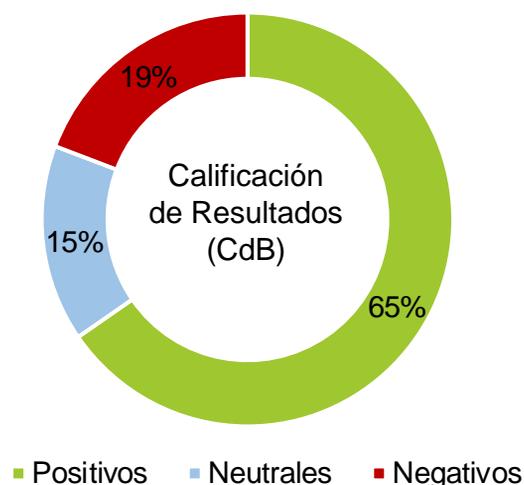
COP miles de millones

Cifras en COP mil MM	Ingresos					EBITDA					Utilidad Neta Controladora				
	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Ecopetrol	19.444	32.473	43.885	35%	126%	9.428	15.896	22.211	40%	136%	3.724	6.573	10.470	59%	181%
Celsia	940	1.309	1.208	-8%	29%	313	455	458	1%	46%	57,00	103,00	106,00	3%	86%
SQM⁽¹⁾	588	2.020	2.599	29%	342%	210	1.186	1.325	12%	531%	90	796	859	8%	854%
Bancolombia⁽⁴⁾	2.846	3.700	4.315	17%	52%			N.A			1.157	1.732	1.780	3%	54%
Banco de Chile⁽⁵⁾	266	306	318	4%	19%			N.A			164	292	432	48%	164%
Daviyenda⁽⁴⁾	1.981	2.070	2.191	6%	11%			N.A			432	511	657	29%	52%
Grupo Sura	6.115	6.909	7.525	9%	23%			N.A			461	442	603	36%	31%
BVC	50	62	63	2%	28%	15	27	21	-22%	37%	10	13	12	-5%	23%
PEI⁽⁶⁾	118	146	151	4%	28%	75	97	100	4%	34%	50	60	64	6%	28%
TIN⁽⁷⁾	12	15	19	23%	57%	8	12	15	26%	84%	9	9	9	5%	2%
Mineros⁽¹⁾	128	125	137	10%	7%	42	41	47	14%	12%	10	10	11	9%	10%
Terpel	5.118	7.497	8.815	18%	72%	270	383	429	12%	59%	90	153	131	-14%	46%
Nutresa	2.942	3.597	4.014	12%	36%	352	468	482	3%	37%	137	295	208	-29%	52%
EneI Américas⁽¹⁾	3.475	3.794	3.953	4%	14%	995	1.166	1.199	3%	21%	175	366	211	-42%	21%
Grupo Éxito	3.697	4.602	4.717	2%	28%	307	355	371	5%	21%	51	65	62	-5%	22%
ISA	2.298	2.309	2.568	11%	12%	2.022	1.965	2.226	13%	10%	586	431	670	55%	14%
Canacol⁽¹⁾	69	83	86	5%	25%	45	50	55	11%	24%	2	24	-6	n/a	n/a
GEB⁽²⁾	1.330	1.552	1.634	5%	23%	641	2.433	738	-70%	15%	692	710	701	-1%	1%
Grupo Argos	4.027	4.614	5.898	28%	46%	1.303	1.216	1.391	14%	7%	211	161	229	42%	9%
Enka	128	156	155	-1%	21%	20	17	16	-6%	-20%	17	14	7	-53%	-61%
El Condor⁽³⁾	111	161	190	18%	71%	12	33	33	0%	175%	0	-9	-8	n/a	n/a
Concreto	176	238	291	22%	66%	43	30	50	66%	16%	28	22	25	11%	-13%
CLH⁽¹⁾	193	209	206	-1%	7%	44	36	34	-6%	-23%	16	16	0	n/a	n/a
Cemargos	2.473	2.577	2.851	11%	15%	522	359	525	46%	1%	164	22	5	-77%	-97%
Falabella⁽⁵⁾	2.649	2.930	3.075	5%	16%	359	292	245	-16%	-32%	135	73	65	-11%	-52%
Cencosud⁽⁵⁾	2.670	2.985	3.405	14%	28%	307	365	321	-12%	5%	94	143	-20	n/a	n/a

1. Cifras en USD MM.
2. Utilidad Operacional en vez de EBITDA.
3. Utilidad Neta Consolidada.
4. Ingresos Netos por Intereses
5. Cifras en CLP Miles MM
6. PEI. Flujo de Caja Pago en vez de Utilidad Neta.
7. TIN corresponde a cifras semestrales. 1S21, 2S21 y 1S22.

Notas: UN Ecopetrol antes de impairment. Canacol EBITDAX en vez de EBITDA. ISA cambió cálculo del EBITDA en el 1T22.

No se incluye ETB.



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

Índice

(Hipervínculos)

- | | |
|-------------------------------------------------|--------------------------------------------|
| <u>1. Bancolombia</u> | <u>17. Concreto</u> |
| <u>2. Davivienda</u> | <u>18. El Condor</u> |
| <u>3. Bogotá</u> | <u>19. Celsia</u> |
| <u>4. Grupo Aval</u> | <u>20. ISA</u> |
| <u>5. Banco de Chile</u> | <u>21. GEB</u> |
| <u>6. Ecopetrol</u> | <u>22. Enel Américas</u> |
| <u>7. Canacol</u> | <u>23. Cálidda</u> |
| <u>8. Terpel</u> | <u>24. TGI</u> |
| <u>9. Mineros</u> | <u>25. Promigas</u> |
| <u>10. SQM</u> | <u>26. Grupo Argos</u> |
| <u>11. Éxito</u> | <u>27. Grupo Sura</u> |
| <u>12. Nutresa</u> | <u>28. Corficolombiana</u> |
| <u>13. Falabella</u> | <u>29. PEI</u> |
| <u>14. Cencosud</u> | <u>30. TIN</u> |
| <u>15. Cementos Argos</u> | <u>31. BVC</u> |
| <u>16. Cemex Latam Holdings</u> | <u>32. Enka</u> |



Bancolombia aprovecha las oportunidades

 **Regresar**

Bancolombia | Entrega de Notas 2T22

Bancolombia aprovecha las oportunidades

Bancolombia presentó resultados POSITIVOS en el 2T22, muy superiores a las expectativas del mercado. El ROE 12 meses del emisor marcó récord histórico (18,7%), gracias a un significativo incremento de la colocación de cartera en términos reales, jalonada por los segmentos comerciales y de consumo, por encima del 15% anualmente. Asimismo que, como resultado de una mayor tasa de intervención del Banco Central en la colocación de nueva cartera y aquella indexada a tasas variables, el NIM trimestral alcanzó máximos históricos (6,7%), mientras que el indicador 12 meses (6,2%) se acerca al objetivo del 2022. Lo anterior, a pesar de un fondeo que comienza a reconocer los efectos del CFEN y atrae la atención de clientes en relación a los productos de Depósitos a Término, que presionaron el costo de depósitos a 2,13% 2T22 (1,45% en 2T21). Por otro lado, la rentabilidad para los accionistas se vio igualmente favorecida por un gasto de provisiones del trimestre que se mantiene moderado (-2,1% A/A), aunque se mantuvo por debajo de su nivel promedio histórico desde 2015. Finalmente, la calidad de cartera de 90 días percibió leves mejorías, mientras los indicadores de cobertura de cartera y solvencia se mantienen fortalecidos.

Hechos relevantes

- **La cartera bruta del emisor creció de manera significativa en términos reales (+9,3% T/T y +19,4% A/A, nominal), de cara a una inflación consolidada ponderada por geografía de cartera que, según nuestros cálculos, se ubicó en niveles cercanos al 8,2% A/A, al 2T22.** Lo anterior, explicado por el crecimiento de la cartera comercial y la cartera de consumo, en línea con un 1S22 que refleja el buen panorama macroeconómico a nivel local. Sin embargo, esperamos una desaceleración en el crecimiento de la cartera en medio de un menor crecimiento económico y mayores tasas de interés. Por otro lado, **prevemos que el continuo aumento en la tasa de intervención siga beneficiando los ingresos por intereses, por lo menos en el corto plazo.** Así las cosas, **el NIM trimestral del emisor alcanzó máximos históricos desde 2015,** ubicándose en 6,7% y el NIM de cartera 12 meses avanzó por encima de los +60 pbs trimestral y anualmente (6,2%), según nuestros cálculos, acercándose a su nivel objetivo del 6,5% para 2022. Lo anterior, a pesar de los incrementos en las tasas de captación, especialmente de los Depósitos a Término (25,7% de la mezcla de fondeo), dadas las presiones del CFEN y los incrementos de la tasa de referencia del Banco Central que repercutieron en el costo de depósitos a 2,13% 2T22 (1,45% en 2T21), aunque hacia mediados de 2023 podríamos ver una mayor presión del costo de fondeo sobre el margen a medida en que los egresos por intereses continuarían incrementando con rezago.
- **De acuerdo a nuestras expectativas, los gastos de provisiones se mantienen moderados (-2,1% A/A),** considerando un gasto por este concepto que en el 1T22 estuvo inusualmente por debajo de sus niveles históricos. Sin embargo, esto deja un indicador de costo de riesgo trimestral (1,1%) aún por debajo de su media histórica (1,9%-2%), por lo que esperaríamos continuar observando estos incrementos. **A pesar de esto y de los incrementos en gastos operacionales, aunque manteniendo un ritmo por debajo de lo ingresos, el emisor logró alcanzar un ROE 12 meses en niveles máximos históricos desde 2015 del 18,9%.**
- Finalmente, la calidad de cartera de 90 días se mantuvo saludable, aunque el ritmo de castigos no merma y se ubicó por encima del promedio desde 2018 (919 mil MM 2T22). **Destacamos que los niveles de solvencia del banco se mantienen con holgura por encima del mínimo regulatorio, a pesar de la nueva política de distribución de dividendo.**

Resumen resultados financieros

BANCOLOMBIA					
Cifras en COP mil MM	2T21	1T22	2T22	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos netos por intereses	2,846	3,700	4,315	51.6%	16.6%
Provisiones Netas	626	267	613	-2.1%	129.4%
Utilidad Neta (Controladora)	1,157	1,732	1,780	53.8%	2.8%
Calidad de la cartera (90 días)	3.4%	1.5%	2.1%	-127	68
ROE 12 meses	6.2%	17.3%	18.7%	1,257	139
Índice de Solvencia	15.0%	13.5%	12.9%	-211	-56

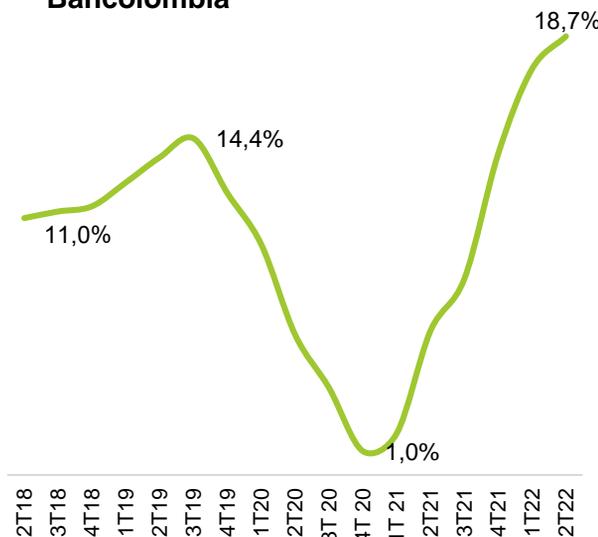
5 de septiembre de 2022



Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	45.050
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	34,1
Último Precio	37.500
YTD (%)	8,1%
DVD Yield (%)	7,2%

Gráfica 1. ROE 12 M consolidado Bancolombia



Fuente: Informes financieros Bancolombia.

Alejandro Ardila

Analista de Sector Financiero
alejandro.ardila@casadebolsa.com.co

Omar Suárez

Gerente de Estrategia
Renta Variable

omar.suarez@casadebolsa.com.co

Fuente: Informes financieros Bancolombia.

Construcción: Casa de Bolsa SCB

Puntos Destacados de la Conferencia

- Teniendo en cuenta las expectativas macroeconómicas **para este año, el guidance sobre el comportamiento del costo de riesgo indica que este se ubicaría en niveles de 1,3%, así como el ROAE alcanzaría el 20%**. Sin embargo, para 2023, dadas unas menores expectativas de crecimiento y otro factores macroeconómicos, el banco espera que la demanda de cartera merme a incrementos de un solo dígito, mientras el ROAE se ubique en niveles entre 16%-18%. **Respecto a la rentabilidad de los accionistas, se espera que el indicador se encuentre 2 puntos porcentuales por encima del costo del patrimonio, a pesar de la coyuntura del país.**
- **Para 2022, se espera que los gastos operativos incrementen un 12%**, sin presionar los indicadores de eficiencia, mientras, para 2023 se espera que el crecimiento del rubro se encuentra entre 100 pbs y 200 pbs por encima de la inflación.
- **En relación a la tasa efectiva de impuestos**, la administración espera que esta se ubique entre el 33% al 34%, donde es importante tener en cuenta que la propuesta de reforma tributaria considera hacer permanente el impuesto de sobretasa (3%) ya existente, por lo que la tasa nominal de impuestos no se vería afectada.
- Si bien **durante el 2T22 el NIM de inversiones alcanzó el 4%, esto se derivó de los efectos cambiarios del peso colombiano que se devaluó durante el trimestre**. De manera que, en el largo plazo el indicador debería retornar a niveles entre 1% y 1,5% en el NIM de inversiones.
- Por otro lado, **para 2023 se espera que el indicador de costo de riesgo oscile entre 1,7% - 1,9%**, donde es importante destacar que a pesar del crecimiento de la cartera de consumo que continúa acelerado, no se espera que el indicador se ubique por fuera de estos niveles.
- **Si bien existe cierta incertidumbre sobre la salud fiscal en el Salvador, la administración considera que la operación se encuentra bajo control y dentro de las expectativas**. Por otro lado, en Guatemala la economía fue de las menos afectadas por la pandemia y se está observando un buen nivel de demanda de cartera.
- Considerando que las plataformas digitales con las que cuenta el sistema bancario y los avances logrados en términos bancarización, **la compañía espera que el nuevo gobierno complemente aquellos aspectos en los que es difícil llegar para la banca comercial.**
- **Respecto a Nequi, la administración cuenta actualmente con 13,3 millones de usuarios**, de los cuales el 70% son activos, así como ha presentado incrementos mensual a un ritmo de 300 mil a 400 mil usuarios por mes. Sin embargo, el emisor **espera que este ritmo de incremento merme y se logre alcanzar 15 millones de usuarios**. Asimismo, se espera introducir paulatinamente nuevos productos de seguros e inversiones para así comenzar con el esquema de cobros.
- **Criterios ASG**
 - **Bancolombia fue reconocida por Governart en la iniciativa ALAS20** como empresa Líder en Sostenibilidad y Líder en inversiones responsables en Colombia.
 - **El emisor comentó que es parte del primer piloto del Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TNFD)** para instituciones financieras, con el propósito de identificar riesgos y oportunidades relacionados con la biodiversidad.
 - En relación a la meta de destinación de COP 500 Bn para el desarrollo de proyectos ESG, **al 2T22 el emisor alcanzado la inversión de COP 80,8 Bn.**



Ricardo Jorge anuncia récord en utilidades

 Regresar

Davivienda | Entrega de Notas 2T22

Ricardo Jorge anuncia récord en utilidades

Davivienda presentó resultados **POSITIVOS** en el 2T22, muy por encima de las expectativas del mercado. La utilidad neta creció por encima del 20% anual y trimestralmente, lo que se explicó por un notable crecimiento de la cartera a doble dígito, un margen levemente beneficiado por una cartera a mayores tasas, la buena dinámica de pagos que logró una reducción de los gastos de provisión (5,2% T/T y A/A) y un positivo aporte de los ingresos no financieros que, aunado con un crecimiento controlado de los gastos operacionales, resultó en un ROE 12 M de 13,4%. Por otro lado, la calidad de cartera (90 días) presentó un leve deterioro con un incremento en 3 pbs T/T, derivado del deterioro de la cartera de consumo, así como, se evidenciaron mayores castigos en relación a este concepto. Finalmente, la cobertura de cartera de 90 días se mantuvo en niveles saludables, así como el índice de solvencia mantiene holgura sobre el nivel mínimo requerido. Considerando el panorama macroeconómico para 2023, esperamos una moderación de la demanda de cartera, así como, los indicadores de calidad y costo de riesgo podrían verse afectados.

Hechos relevantes

- **Cartera avanzó a doble paso:** en línea con un crecimiento económico acelerado del país en el 2T22 (+12,6%), **el crecimiento anual de la cartera bruta en Davivienda continúa a doble dígito (7,2% T/T y +17,7% A/A)**, jalonado principalmente por un fuerte repunte de la cartera de consumo (+9,2% T/T y +32,7% A/A) y la cartera de vivienda. Sin embargo, resaltamos que de cara a una inflación anual ponderada a nivel regional por cartera de alrededor del 9,1% en el 2T22, la cartera comercial se mantiene estable. En esta medida, los ingresos por intereses se beneficiaron de la nueva cartera a mayores tasas, asimismo como, por la proporción en cartera flotante bajo un escenario de mayores tasas de interés. Sin embargo, si bien la mezcla de fondeo incrementó principalmente en depósitos a la vista, el aumento del costo de fondeo a través de depósitos a término y créditos interbancarios limitó el crecimiento del NIM del 2T22 (+10 pbs T/T y -19 pbs A/A). Por otro lado, el gasto de provisiones presentó una reducción del 5,2% A/A, en respuesta a un mejor comportamiento de pagos, lo que aunado a mayores ingresos no financieros y un control del gasto operacional (eficiencia trimestral 43,8% vs 46,5% en 2T21), en medio de la ejecución de su estrategia de transformación digital (91% de los clientes en Colombia son digitales), resultó en una utilidad trimestral en máximos históricos de COP 657 mil mm, llevando el ROAE 12 meses a 13,4% (5% en 2T21).

- **Calidad de cartera con leve deterioro:** Por otro lado, **dada la buena dinámica de la cartera de consumo, la calidad de cartera a 90 días creció levemente** a 2,96% (2,93% en 1T22), mientras los castigos de cartera crecieron un 16,2% T/T gracias a esto. Asimismo, la calidad de cartera de vivienda mejoró, disminuyendo en 25 pbs T/T. En relación a los indicadores de cobertura, dado el incremento de cartera en mora, el indicador disminuyó a 147,2% en 2T22 (153,5% 1T22), manteniéndose en niveles saludables. Finalmente, el índice de solvencia total se ubicó en un 16,4%, con holgura respecto al mínimo regulatorio.

- **Expectativas:** Respecto al crecimiento de la cartera de consumo, esperamos que teniendo en cuenta el endeudamiento de los hogares, las mayores tasas de interés y la menor capacidad de pago de los deudores gracias a los efectos inflacionarios, junto con los efectos de desaceleración en el crecimiento económico para el semestre remanente y el 2023, el crecimiento de esta cartera se modere paulatinamente para los siguientes periodos.

Resumen resultados financieros

DAVIVIENDA					
Cifras en COP mil MM	2T21	1T22	2T22	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos netos por intereses	1,981	2,070	2,191	10.6%	5.9%
Provisiones Netas	700	699	663	-5.2%	-5.2%
Utilidad Neta	432	511	657	52.0%	28.6%
ROE (12 Meses)	9.2%	12.0%	13.3%	407	128
NIM (12 Meses)	6.1%	6.1%	6.0%	-5	-6
Eficiencia (12 Meses)	46.3%	47.4%	46.6%	30	-80
Calidad de Cartera (90 días)	3.7%	2.9%	3.2%	-44	28
Costo de Riesgo (12 Meses)	2.9%	2.4%	2.3%	-59	-2

5 de septiembre de 2022

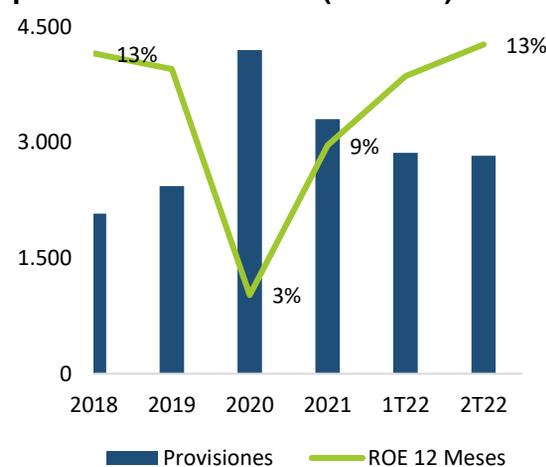


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	40.000
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	14,1
Ultimo Precio	31.360
YTD (%)	-1,4%
DVD Yield (%)*	3,4%

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



Fuente: Estados financieros Davivienda 2T22.

Alejandro Ardila

Analista de Sector Financiero

alejandro.ardila@casadebolsa.com.co

Omar Suárez

Gerente de Estrategia

Renta Variable

omar.suarez@casadebolsa.com.co

Fuente: Informes financieros Banco Davivienda.

Construcción: Casa de Bolsa SCB

Puntos Destacados de la Conferencia

- En relación al **bono con fecha de vencimiento en octubre de 2022 en Global COP**, la administración espera **que con base en las condiciones del mercado, este se reemitiría**, o en dado caso, sería amortizado con los recursos del banco.
- En relación al **crecimiento de cartera**, la administración considera que **esta tomando medidas para ser cauta en la colocación de la misma para el segundo semestre de 2022 y el 2023**, aunque espera una desaceleración de la inflación, así como, un crecimiento del salario mínimo importante en el siguiente año. **Aún así, bajo estas condiciones, el emisor espera una disminución paulatina de su crecimiento y un leve deterioro de la calidad de esta cartera.**
- En relación al **costo de riesgo**, se espera que el indicador cierre el 2022 en **2,2% (niveles prepandemia) y en el mediano plazo este se ubicaría entre el 2,2% y 2,5%**, aunque el emisor considera que es aún temprano para estimar un guidance. En términos del margen de intereses este podría encontrarse entre 6-6,3% para el siguiente año.
- **Criterios ASG:**
 - A través de la Agencia de Cooperación Internacional del Japón, se otorgó un crédito por USD 150 mm, para promover el financiamiento de PyME y PyME mujer.
 - Por otro lado, es importante destacar que, **en cuanto a los planes de financiamiento social, COP 9,4 BN han sido destinados a viviendas VIS, VIS para Mujer y PyME mujer.**
 - En relación al rubro **ambiental**, la **financiación de iniciativas que promuevan el apoyo al medio ambiente** como proyectos de construcción sostenible, energía renovable, infraestructura sostenible, entre otros, **se ubicó durante el trimestre (2T22) en COP 3,0 bn.**



Banco de Bogotá

 Regresar

Hechos relevantes

- **Cartera de crédito crece liderada por Cartera de Consumo e Hipotecaria:** El crecimiento de la cartera se evidenció específicamente en el segmento Hipotecario (+24,7% A/A y +8,6% T/T) y de cartera de Consumo (+11,6% A/A y +5,4% T/T). Del mismo modo, en el segmento Comercial el banco presentó crecimientos (+7,2% A/A y +5,0% T/T).

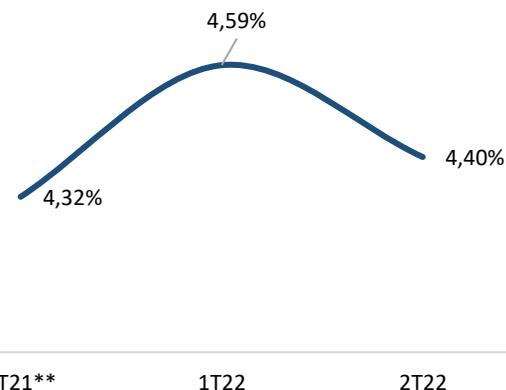
De esta manera, la Cartera bruta consolidada de la compañía se ubicó en COP 87,5 BN (66,3% Cartera Comercial, 22,3% Cartera de Consumo, 11,2% Cartera Hipotecaria), presentando un crecimiento consolidado del +9,8% A/A y +5,4% T/T, donde cerca del 82,3% de los préstamos se encuentran domiciliados en Colombia y el 17,7% restante en la operación extranjera por medio de Multi Financial Group en Panamá.

- **NIM total se ubica en 4,4% por mayor contribución de cartera:** El NIM consolidado incrementó 8 pbs A/A, beneficiados por una contribución del NIM de Cartera que incrementó 30 pbs A/A. Lo anterior, sopesó el deterioro del NIM de Inversiones que se ubicó en 1,4% al 2T22.

Frente a los ingresos netos por comisiones, se observó un incremento respecto al trimestre pasado (+38,2% A/A) y se ubican en COP 343 BN.

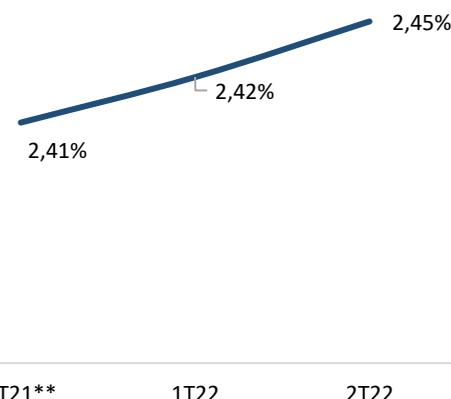
- **Utilidad neta en senda positiva:** La utilidad neta de operaciones continuadas presentó un incremento del 76,5% A/A, explicado por el mayor aporte de ingresos no financiero, asimismo como, un menor gasto en provisiones trimestrales -33,2% T/T y -42,1% A/A. Por su parte, su relación de solvencia se ubicó en 13% vs 12,8% durante el 1T21. Por otro lado, el ROAE de la firma alcanzó el 16,6% en el 2T22 (16% en 2T21).
- Finalmente, la calidad de cartera de 90 días se ubicó en 3,5% (4,8% 2T21) y la cobertura de esta ascendió a 167,3% en el 2T22 (134,4% en 2T21).

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



Fuente: Informes financieros Banco de Bogotá.

Gráfica 2. Costo de Riesgo - Trimestral anualizado (%) Banco de Bogotá



Fuente: Informes financieros Banco de Bogotá.

Resumen resultados financieros

BANCO DE BOGOTÁ					
Cifras en COP mil MM	2T21**	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos por intereses	1,522	1,748	2,016	15.3%	32.5%
Gastos por intereses	513	659	890	35.0%	73.5%
NIM Cartera Cons.	4.3%	4.6%	4.4%	-19	8
Utilidad Neta (Controlante)*	863	2,288	642	-71.9%	-25.6%
ROE anualizado *	16%	45%	17%	-2,852	58
Costo del riesgo	2%	2%	2%	2	4

**Las cifras proforma del 2T2021 se calculan basadas en las cifras consolidadas reportadas, excluyendo la contribución de BHI y de Porvenir a estas cifras. Los indicadores proforma para el 2T2021 se calculan sobre la base de las cifras proforma explicadas anteriormente. Los indicadores para el 1T2022 se basan en los ingresos y gastos reportados, asociados a cada indicador; sin embargo, los promedios de los denominadores utilizados para calcular estos indicadores contienen cifras proforma de trimestres anteriores según corresponda.

* Casa de Bolsa SCB informa que hace parte del Conglomerado Financiero Aval, por lo cual no tenemos un Precio Objetivo ni una recomendación frente a la acción de Banco de Bogotá.



Grupo Aval

 Regresar

Hechos relevantes

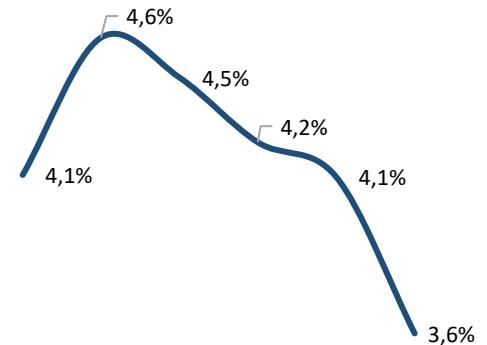
- **Cartera bruta creciendo a doble dígito:** La cartera bruta repuntó frente al reporte del 2T21, al situarse en COP 167 BN (+5,2% T/T y +12,8% A/A). Este comportamiento se atribuye principalmente al crecimiento en la cartera de Hipotecaria (+5,8% T/T y +18,1% A/A) y de Consumo (+4,8% T/T y +14,7% A/A), asimismo, la cartera Comercial presentó un crecimiento de +5,4% T/T y +11,0% A/A. Entre tanto, el segmento de Microcrédito continúa contrayéndose aunque a un menor ritmo trimestral (-4,8% T/T y -17,3% A/A). Del total de la cartera bruta, 91,6% es doméstica y 8,4% es extranjera. En términos de cartera bruta (excluyendo repos e interbancarios), el 90,7% es doméstica y el 9,3% es extranjera (reflejando la operación de Multi Financial Group).

Sin embargo, los ingresos netos por intereses disminuyeron hasta COP 1,97 BN (-5,1% T/T y -3,8% A/A), en la medida en que el panorama de política monetaria restrictiva y el CFEN, entre otros factores, presionan la mezcla y el costo de fondeo en el emisor. Acorde con lo anterior, el Margen Neto de Interés consolidado (NIM) pasó de 4,6% (pro-forma) en 2T21 a 3,6% en 2T22. (4,1% en 1T22)

- **Calidad de cartera mejorando:** El indicador a 30 días presentó un deterioro de 20 pbs (4,4%) frente al 1T21, y mejoró 110 pbs frente al 2T21 (5,5%). El indicador a 90 días se ubicó en 3,3%, disminuyendo 20 pbs con respecto al 1T21 y 100 pbs frente a 2T21 (4,3%).
- **Utilidad neta afectada por la escisión de BHI:** La utilidad neta del periodo de operaciones continuadas incrementó un 7,1% A/A y un 0,2% T/T. Por otro lado, la utilidad neta atribuible del 2T22 alcanzó COP 675 mil mm o 29,7 pesos por acción (calculado con el promedio de acciones en circulación durante el trimestre). Así las cosas, el ROAE fue del 16,6% (18,21% pro-forma 2T21) y el ROAA del 2,1% (2% pro-forma 2T21)

05 de septiembre de 2022

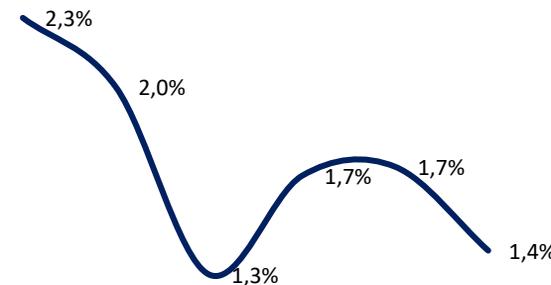
Gráfica 1. NIM Trimestral consolidado del Grupo Aval (%)



Pro forma 1Q21	Pro forma 2Q21	Pro forma 3Q21	Pro forma 4Q21	1Q22	2Q22

Fuente: Informes financieros Grupo Aval.

Gráfica 2. Costo del Riesgo Trimestral (%) Grupo Aval



Pro forma 1Q21	Pro forma 2Q21	Pro forma 3Q21	Pro forma 4Q21	1Q22	2Q22

Fuente: Informes financieros Grupo Aval.

Resumen resultados financieros

GRUPO AVAL					
Cifras en COP mil MM	2T21**	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos por intereses	3.144	3.760	4.287	14,0%	36,3%
Gastos por intereses	1.093	1.679	2.312	37,7%	111,6%
NIM	4,6%	4,1%	3,6%	-50	-94
Utilidad Neta (Controlante)	949	1.730	675	-60,9%	-28,9%
ROE anualizado	18,2%	35,3%	16,6%	-1.871	-161
Costo del riesgo	2,0%	1,7%	1,4%	-33	-65

**Las cifras proforma son calculadas basadas en las cifras previamente reportadas, excluyendo: del 2T2021, la contribución de BHI. Los indicadores proforma para el 2T2021 se calcula sobre la base de las cifras proforma explicadas anteriormente. Los indicadores proforma para el 1T2022 se basan en los ingresos y gastos reportados, asociados a cada indicador; sin embargo, los promedios de los denominadores utilizados para calcular estos indicadores contienen cifras proforma de trimestres anteriores

* Casa de Bolsa SCB informa que forma parte del Conglomerado Financiero Aval, por lo cual no tenemos un Precio Objetivo ni una recomendación frente a la acción de Grupo Aval.

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

Banco de Chile

Austeridad en tiempo de vacas gordas

 Regresar

Austeridad en tiempo de vacas gordas

Banco de Chile presentó resultados financieros POSITIVOS en el 2T22. El emisor continúa rompiendo récord en utilidad neta alcanzando CLP 1,2 BN, gracias a su exposición estructural de los activos a la inflación, a pesar de que, los efectos de liquidez en la economía, que aunque comienzan a disiparse, incrementaron los saldos de depósitos a término presionando levemente el NIM del banco que presentó un fuerte repunte ubicándolo por encima de los +150 pbs trimestral y anualmente. Asimismo, a pesar del incremento en provisiones del 44,2% A/A gracias a las medidas adicionales optadas por el banco y junto con un control de gastos operacionales, resultaron en un ROAE trimestral del 39,9%. Sin embargo, al excluir los efectos inflacionarios sobre el indicador se ubicaría en 22,7% (12,6% en 2T21, ajustado). Finalmente, observamos un incremento de la calidad de cartera aunque aún se encuentra por debajo de su media histórica, mientras que, los indicadores de cobertura se mantienen fortalecidos siendo superiores a la industria y por encima del 400%.

Hechos relevantes

- Utilidad en récord:** La utilidad neta continúa rompiendo récord histórico en respuesta a la exposición estructural de la cartera indexada a la UF (Unidad de Fomento), variable que se ve influenciada por una inflación que al corte del análisis alcanzó el 12,5% anual. Por otro lado, resaltamos que el segmento de consumo lidera el crecimiento de cartera (+18,3% A/A y +4% T/T) dado que a penas se comienzan a diluir los efectos de liquidez que presentó la economía chilena gracias a medidas como el retiro parcial de los fondos de AFPs en 2021, entre otras. Sin embargo, anticipamos que en reacción a un mayor costo del dinero, asimismo, como las menores expectativas de crecimiento para el 2022 (1,7%) la demanda de cartera en lo que resta del año percibiría una desaceleración paulatina en su crecimiento, como lo viene evidenciando la cartera comercial en términos reales (+9,7% A/A y +4,9% T/T, nominal) y de vivienda (+9,8% A/A y +3,6% T/T, nominal). Lo anterior, sopeso los incrementos de los depósitos a término, atractivos ante mayores tasas de interés, y la positiva gestión en la tesorería apoyó también el fuerte incremento del NIM del emisor (+156 pbs T/T y +282 pbs A/A).
- Tomando medidas adicionales:** Por otro lado, el gasto de provisiones aumentó +44,2% A/A, por un lado, gracias a las medidas adicionales para responder a pérdidas crediticias inesperadas (+40.000 mm CLP adicionales) y por otro lado, en línea con un superávit de liquidez que ha tendido a suavizarse repercutiendo en la capacidad de pago de clientes, asimismo como, de acuerdo a la dinámica de morosidad que ha presentado el segmento minorista. En esta medida, el costo del riesgo del trimestre se ubicó en 1,19% (1,17% 1T22). Sin embargo, el 38% de este indicador se ve influenciado por provisiones adicionales, por lo cual destacamos que los niveles del indicador, sin este efecto, aún se encuentran por debajo de su media histórica, por lo que, esperamos que para el semestre en curso retomen hacia niveles del 1,2%. Finalmente, a pesar de lo anterior y gracias a una política de control de gastos el ROE trimestral alcanzó máximos del 39,9%, sin embargo, ajustando los efectos de inflación en el indicador trimestral este correspondería a 22,7% (12,6% ajustado en 2T21).
- Coyuntura poco a poco deja rastro en cartera:** la calidad de cartera se incrementó a 0,97% en 2T22 (0,88% en 1T22), por lo que esperaríamos seguir observando presiones de acuerdo al contexto macroeconómico y a medida de que los efectos de liquidez en la economía se disipan, llevando al indicador a retornar hacia niveles de 1,4% a 1,6% (media histórica). Por otro lado, resaltamos que el emisor mantiene unos fuertes niveles de cobertura de cartera, por encima de la media de la industria, y superiores al 400%.

la calidad de cartera se incrementó a 0,97% en 2T22 (0,88% en 1T22), por lo que esperaríamos seguir observando presiones de acuerdo al contexto macroeconómico y a medida de que los efectos de liquidez en la economía se disipan, llevando al indicador a retornar hacia niveles de 1,4% a 1,6% (media histórica). Por otro lado, resaltamos que el emisor mantiene unos fuertes niveles de cobertura de cartera, por encima de la media de la industria, y superiores al 400%.

Resumen resultados financieros

BANCO DE CHILE					
Cifras en CLP MM	2T21	1T22	2T22	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos netos por intereses	266,468	306,215	317,846	19.3%	3.8%
Provisiones Netas	73,617	99,404	106,127	44.2%	6.8%
Utilidad Neta	163,725	291,727	431,522	163.6%	47.9%
Calidad de cartera	1.1%	0.9%	1.0%	-1	1
ROE 12 meses	13.5%	23.1%	28.9%	154	58
Indice de Solvencia	16.9%	17.8%	17.4%	5	-4

5 de septiembre de 2022

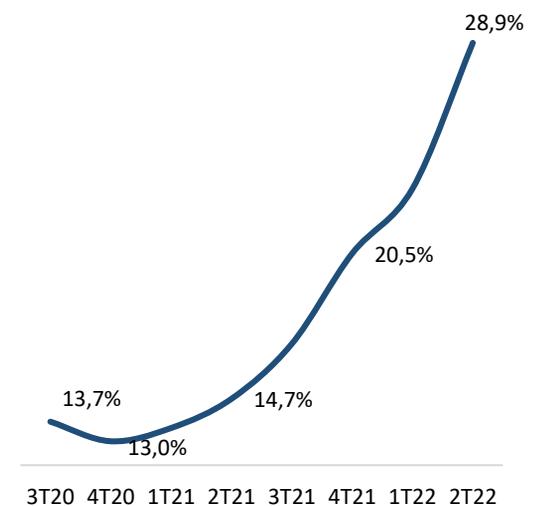
Banco de Chile

Información especie

Cifras en COP

Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	39,8
Último Precio	393
YTD (%)	24,7%
DVD Yield (%)	6,4%

Gráfica 1. Comportamiento del ROE 12 Meses (%)



Fuente: Informes Financieros del Banco de Chile.

Alejandro Ardila
 Analista Sector Financiero
alejandro.ardila@casadebolsa.com.co

Omar Suarez
 Gerente Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Fuente: Resultados financieros Banco de Chile.
 Construcción: Casa de Bolsa SCB

Puntos Destacados de la Conferencia

- **En términos macroeconómicos, el emisor se enfrenta a un ambiente retador para los siguientes periodos, especialmente hacia el 2023** donde factores como **i)** el menor gasto fiscal respecto al 2021, **ii)** el rezago de los efectos de una política monetaria restrictiva que limita el crecimiento de la demanda interna del país, **iii)** las condiciones globales donde el débil desempeño de la economía China, cliente importante para el país en consumo de cobre, afecta los precios del commodity y sus exportaciones y finalmente, **iv)** la incertidumbre que genera el entorno político local del país.
- Así las cosas, **el banco estima una contracción del PIB para el 2023 del 1%, mientras que el crecimiento estimado para este año ronda el 1,7%** lo que afectaría paulatinamente la dinámica de crecimiento de cartera, asimismo como, observaríamos presiones en la actualización de los modelos de provisiones, sin embargo, **es importante resaltar su posición de cobertura de cartera por encima de la industria (403% 2T22) y las medidas de provisiones adicionales que se han venido anticipando al panorama suavizando posibles impactos.**
- Es importante destacar que **bajo este contexto de altos niveles de inflación, la sensibilidad proporcionada por el emisor indica que por cada incremento de 100 pbs del indicador de precios, el NIM (Margen Neto de Interés) se incrementaría en 20 pbs.** Lo anterior, explicado principalmente dado que el 34% de la cartera comercial (57% de la cartera total) se encuentra expuesto a la UF (Unidad de Fomento), así como, 100% de la cartera de vivienda (30% de la cartera total) se encuentra indexada a esta unidad. Por lo anterior, esperaríamos que los niveles de ingresos en el corto plazo continúen presentando beneficios, una vez, el indicador corrija de cara hacia 2023 y 2024.
- Finalmente, **el 18% de la cartera comercial se encuentra en moneda extranjera (principalmente en USD)** lo que apoyaría la generación de ingresos dada la pérdida de valor paulatina del peso chileno respecto a la divisa.
- Dado los **importantes niveles de solvencia que sobresalen sobre la industria (17,4% vs 14,9% industria)**, el banco evaluaría los avances operativos vs el panorama de cara al cierre de este año para continuar otorgándole valor hacia sus accionistas a través de dividendos de cara al 2023 (6,4% al 2022).
- Finalmente, **para 2022 el banco espera terminar el año con un ROAE de 28%, un NIM del 5,2% y un costo de riesgo, excluyendo los efectos de provisiones adicionales, en 1,2% retomando la tendencia histórica de sus indicadores.** De cara a 2023, el emisor estima que el indicador de rentabilidad hacia sus accionistas retome niveles del 18% y el margen neto de intereses converja entre 4% y 4,5%.
- **Criterios ASG:**
 - El emisor desarrolló un programa de financiación sostenible a través de la emisión de bonos Verdes, Sociales y ESG para la financiación de proyectos que generen un impacto positivo en diversas áreas como: edificaciones verdes, transporte limpio, eficiencia energética, educación financiera, entre otros. Asimismo como, la financiación de pequeñas y medianas empresas y aquellas fundadas por mujeres.
 - **El Banco es reconocido como la tercer compañía con responsabilidad ESG por Merco.** Por otro lado, entre sus pares, según Sustainalytics, Banco de Chile cuenta con el mejor score en términos de criterios ESG.
 - En relación a acciones que impacten de manera positiva el medio ambiente, el emisor **lanzó el programa Glocal Pucón que busca juntar emprendedores que busquen proponer soluciones** a los retos medioambientales.



Downstream con margen récord

 Regresar

Los resultados trimestrales de Ecopetrol para el 2T22 fueron **POSITIVOS**, registrando un récord histórico a nivel de su utilidad neta trimestral de COP 10,5 BN (+59,3% T/T y + 181,1% A/A), superando nuestra estimación en 24,6%. La utilidad neta semestral de COP 17 BN supera cualquier utilidad anual anterior. Salvo por la diferencia de 0,1% en producción, 23 pbs en la participación del gas natural en dicha producción y 35 pbs en el margen EBITDA, los muy **POSITIVOS** resultados publicados por la compañía, superaron ampliamente nuestras expectativas (y las de los analistas que cubren a este emisor), si bien la diferencia a nivel de márgenes fue reducida. Los ingresos de COP 43,9 BN (+35,1% T/T y 125,7% A/A), fueron 19,6% mayores a nuestra estimación, explicados por la recuperación de 1,8% T/T y 6,6% A/A en la producción del Grupo, que se ubicó en 704,6 kbped (23,8% gas natural), junto con la evolución de los precios de la canasta de crudos y productos. Asimismo, la utilidad operacional de COP 18,6 BN creció 48,5% T/T y 183,8% A/A (+28,3% respecto a nuestra estimación) y el EBITDA creció 39,7% T/T y 135,6% A/A, ubicándose en COP 22,2 BN (+20,7% frente a nuestra expectativa). El efecto del FEPC se evidencia en el menor crecimiento de la generación de caja operativa (+62,5% T/T y 85,7% A/A) frente a lo que se observa a lo largo del P&G, así como la reducción en la relación entre dicha generación de caja y los ingresos. Si bien el gobierno actual se comprometió a pagar el saldo de dicha cuenta al cierre de marzo (COP 14,1 BN), durante 2T22 se acumularon COP 10,6 BN más, lo cual debería acercarse al ritmo de acumulación para el resto de 2022.

Hechos relevantes

- **Márgenes:** Mientras que en el 2T22 la referencia Brent incrementó 12,9% T/T y 65,0% A/A (en pesos: 12,9% T/T y 75,1% anual), el castigo por la calidad del petróleo disminuyó 29,1% T/T y aumentó 78,4% A/A, y el margen de refinación incrementó 123,2% T/T y 181,0% A/A. Los cambios en los castigos y márgenes evidencian tanto el efecto de la labor comercial, como la situación -más que favorable- que viene presentando el negocio de la refinación a nivel internacional.
- Teniendo en cuenta el desempeño del segmento de refinación posterior a la reapertura de Reficar, el EBITDA del *Downstream* sobresale (Gráfica 1), producto de un margen récord de USD 23,3 por barril. La utilidad del trimestre para el segmento fue COP 1,8 BN, 3,7x superior a la registrada en 1T22, COP 2,1 BN por encima de la pérdida anual registrada en 2021.
- **FEPC:** Asumiendo que el Gobierno le paga a Ecopetrol los COP 3 BN del saldo del FEPC al 1T22 (COP 14,1 BN), junto con un ritmo de acumulación para 3T22 y 4T22 igual al registrado en 2T22, el saldo del año cerraría en COP 31,8 BN; casi la totalidad de la utilidad de 2022, que estimamos entre COP 32 y 35 BN. Estos recursos no generan intereses, disminuyen la generación de caja operativa, tienen un -leve- efecto adverso en una valoración por flujos de caja descontados dado el valor del dinero en el tiempo y disminuyen el disponible de la compañía para realizar inversiones con recursos propios.
- La resolución de esta problemática y la posibilidad de cambiar los precios que se le reconocen a los refinadores en Colombia es el tema más importante en la actualidad, toda vez que de acuerdo con el artículo 58 del código del Petróleo, ante faltantes de combustible en el país, cualquier refinería que opere en Colombia está obligada a ofrecer o vender parte o la totalidad de su producción en el mercado local, antes de exportar su producción.

Resumen resultados financieros

Ecopetrol					
Cifras en COP mil MM	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Total ingresos	19.444	32.473	43.885	35,1%	125,7%
Utilidad bruta	8.013	14.535	20.807	43,2%	159,7%
Utilidad operacional	6.556	12.530	18.608	48,5%	183,8%
Ganancia neta consolidada	4.019	7.324	11.545	57,6%	187,3%
Interés no controlante	295	751	1.075	43,1%	264,4%
Utilidad Neta Controladora	3.724	6.573	10.470	59,3%	181,1%
EBITDA	9.428	15.896	22.211	39,7%	135,6%
Margen EBITDA	49%	49%	51%	160 pbs	210 pbs

5 de septiembre de 2022

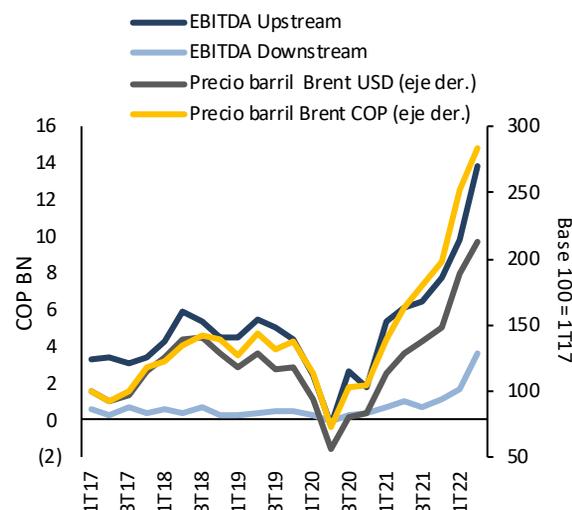


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	3.600
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	94,4
Ultimo Precio	2.295
YTD (%)	-14,7%

Gráfica 1. EBITDA *Upstream*, *Downstream* y Brent



Fuente: Informes financieros compañía, EIA y BanRep.

Construcción: Casa de Bolsa SCB

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

Corficolombiana

andres.duarte@corficolombiana.com

Fuente: Informes financieros compañía.

Construcción: Casa de Bolsa SCB

ISA: La muy buena evolución trimestral y anual de ISA no se aprecia bien por el resultado de la operación de Ecopetrol. ISA registró resultados POSITIVOS durante el 2T22, con una utilidad neta de COP 670 mil MM (+55,4% T/T y +14,4% A/A), COP 132 mil MM o 24,6% superior a nuestra estimación. La diferencia se explica principalmente por el efecto del impuesto a las ganancias de COP 80 mil MM (-71,6% T/T y - 75,8% A/A), debido al efecto favorable de los Juros de Capital Propio de CTEEP y sus filiales sobre la tasa efectiva de impuestos (menor), que anteriormente se registraban solamente en el cuarto trimestre del año. Así las cosas, el desempeño de la compañía se mantuvo en línea con nuestra expectativa favorable, con ingresos totales por COP 3,1 BN (+3,7% T/T y +14,5% A/A), 3,7% superior a nuestra estimación, y un EBITDA de COP 2,3 BN (+13,3% T/T y + 10,1% A/A, recalculando el EBITDA de 2T21 para homologarlo con el cálculo realizado por Ecopetrol). Durante el trimestre, ISA ganó dos lotes (de 13) en la subasta pública realizada por la agencia de energía eléctrica brasilera, consolidando su participación en el mayor mercado latinoamericano.

SosTECnilidad:

- **Providencia:** La empresa ha avanzado en la construcción de un parque solar en la Isla de Providencia, apoyando la reconstrucción luego del paso del huracán Iota (2020). La capacidad de dicho parque solar es de 1,8MW pico.
- **Autogeneración eléctrica:** Durante el trimestre la empresa recibió el premio ANDESCO a la eficiencia energética. Adicionalmente, se inició el análisis ambiental para la construcción de un centro de autogeneración de energía solar (82 MW) y biomasa (23 MW) para suministrar energía a la Refinería de Cartagena.
- **Hidrógeno:** Ecopetrol planea invertir USD 2.500 MM en tecnología que le permitirá producir un millón de toneladas de hidrógeno de bajas emisiones; Verde 40%, Azul 30% y Blanco 30%, lo que a su vez implica el desarrollo de tecnología de captura de carbono.
- **Agua:** Durante el trimestre, del total de agua requerida para su operación, Ecopetrol reutilizó el 77%, incrementando 14% respecto a 2T21.
- **Dividendos:** Durante el trimestre, se sometió a aprobación y se aprobó el dividendo extraordinario por COP 168 / acción, ubicando al dividendo total en COP 448 / acción.

Teleconferencia:

- La empresa aclaró que de los COP 14,1 BN correspondientes al saldo del FEPC al cierre de 2T22, faltan por pagar COP 3 BN únicamente.
- En relación a la necesidad de incrementar su capacidad de generación eléctrica para cumplir con los planes de producción de hidrógeno, Ecopetrol aclaró que estos planes no se limitarán a hidrógeno verde (producido con la generación eléctrica de fuentes renovables), sino también azul (producido con combustibles fósiles y aplicando técnicas de captura de carbono) y blanco (obtenido de la tierra).
- Respecto al impacto de una prohibición en el *Fracking* y producción en Colombia, la empresa respondió que deberán evaluar toda la información y el contexto, recordando que recientemente adquirieron de Occidental Petroleum una participación mayor en el Permian estadounidense.
- El margen de refinación récord del trimestre debería bajar en lo que queda del año a alrededor de USD 15/barril (disminución de 36% respecto al valor actual).
- El presidente de la compañía comunicó que ni el ni la alta gerencia están contemplando renunciar a sus cargos.



***Netback* operativo alcanza Guidance del año**

 Regresar

Netback operativo alcanza *Guidance* del año

En nuestra opinión, Canacol presentó resultados **POSITIVOS** a nivel operacional durante el 2T22, en línea con las expectativas de mercado, con sorpresa negativa por pérdida neta en medio de impuestos diferidos afectados por tasa de cambio. Los ingresos operacionales presentaron un comportamiento positivo (+24,7% A/A y +4,5% T/T). Por su parte, el EBITDAX mostró un crecimiento de doble dígito (+23,7% A/A y +11,3% T/T) en medio de mayores gastos operacionales relacionados con mantenimientos durante el 2T22 (+52% A/A y -10,6% T/T) y menores gastos de transporte (-9,7% A/A y -7% T/T) por reducción en el volumen entregado en la sede del comprador, sumado a la no presencia de gastos de exploración en el trimestre, mayor compra de gas natural comercializado (+15,5% A/A y -0,1% T/T) y reducción anual en los gastos administrativos (-6% A/A y +3,2% T/T). A nivel no operacional, los gastos financieros netos registraron un crecimiento anual significativo (+15,8% A/A y -0,1% T/T) y se registró una pérdida por diferencia en cambio frente a una ganancia en el 1T22. De esta manera, la Utilidad Antes de Impuestos (UAI) tuvo una dinámica mixta (+188,5% A/A y -19% T/T) y el impuesto diferido generó pérdida neta en el 2T22.

Hechos relevantes

- Netback operativo alineado con *Guidance*:** Los volúmenes de venta de gas presentaron un buen comportamiento (+9,6% A/A y +3,4% T/T), dado un aumento en los volúmenes de gas natural contratados bajo contratos en firme y menos tiempo de inactividad contractual por parte de algunos compradores. Los precios promedio de venta de gas natural y GNL registraron una dinámica positiva a nivel anual y estabilidad trimestral (+15,6% A/A y +1,5% T/T), llegando a USD 4,73 / Mcf, con variaciones anuales de doble dígito relacionadas con mayores precios tanto en contratos fijos como en el mercado *spot*, con el comportamiento en el *spot* relacionado con una menor oferta de gas en el mercado.
- Llama la atención que por primera vez los precios internacionales promedio de referencia se ubican por encima del precio interno de Canacol (Henry Hub USD 7,49 / Mcf y AECO USD 5,42 / Mcf).** Por su parte, el *netback* operativo de gas natural y LNG registró cifras favorables al ubicarse en USD 3,66 / Mcf (+16,6% A/A), siendo la mayor cifra desde el 3T19, alineado con el *Guidance* para 2022 de USD 3,6 / Mcf.
- Deuda e indicadores estables:** En medio del leve aumento anual de la Deuda Bruta (+0,6%), el significativo incremento del saldo de efectivo y del EBITDAX permitieron finalizar el 2T22 con un nivel de Deuda Neta / EBITDAX de 1,9x frente al 2,5x del 2T21. De igual manera, la cobertura trimestral de intereses se ubicó en 5,4x, por encima de 5x del 2T21, tomando el cálculo con el total de gastos por intereses.
- Mayor saldo anual de caja:** El 2T22 finalizó con USD 90,8 MM (+161% A/A), principalmente por el mayor saldo al cierre del 1T22 (USD 126 MM). En el periodo se generó una salida total por USD 32,7 MM, con un FCO de USD 35 MM, mayores actividades de inversión por USD 49 MM por exploración y gastos en PP&E y salida de recursos en la financiación por USD 19 MM por pago de dividendos y gastos de financiación.

5 de septiembre de 2022



Información especie

Cifras en COP

Precio Objetivo	15.000
Recomendación	Neutral
Market Cap. (BN)	1,4
Último Precio	8.280
YTD (%)	-18,1%

Netback Gas (Mcf)*



*Gas natural y GNL. Mcf: Miles pies cúbicos
Fuente: EEFF Canacol. Elaboración: Casa de Bolsa SCB

Resumen resultados financieros

Cifras en USD miles	Canacol				
	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Venta de gas (Mcfpd)	171.463	181.813	187.963	3,4%	9,6%
Ingresos operacionales	69.284	82.706	86.430	4,5%	24,7%
EBITDAX	44.638	49.624	55.208	11,3%	23,7%
Utilidad Neta	2.424	24.415	-6.404	n/a	n/a
Margen EBITDAX	64,4%	60,0%	63,9%	388 pbs	-55 pbs
Margen Neto	3,5%	29,5%	-7,4%	n/a	n/a

Fuente: EEFF compañía. Construcción: Casa de Bolsa SCB

Roberto Carlos Paniagua
Analista Oil & Gas y Utilities
Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia
Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Puntos Destacados de la Conferencia

- **Reforma tributaria:** La compañía mencionó que se encuentra analizando la propuesta de Ley relacionada y su posible impacto.
- **Readquisición de acciones:** La compañía mencionó que ha recomprado entre 5 – 6 millones de acciones durante el 1S22 de un total de ~ 11 millones que podrían readquirir en el año.
- **Gasoducto Jobo – Medellín:** Pese a que previamente se había informado que el contratista se elegiría en el 1S22, a la fecha la compañía reporta que se encuentran en negociaciones con el contratista y esperan firmar el contrato en septiembre del 2022. Estaremos atentos a la capacidad de la compañía para llevar a feliz término las negociaciones y la capacidad de ejecución del proyecto pues el contrato actual con EPM plantea un volumen inicial de 21 MM de pies cúbicos por día (scfpd) el 1ro de diciembre del 2024. **Reiteramos nuestra visión positiva de la entrada en operación de este proyecto y los beneficios que traerá para los niveles de producción y ventas de la compañía.**
- **Termoeléctrica “El Tesorito”:** Se espera que la termoeléctrica entre en operación en septiembre, con una capacidad de generación de 200 MW.
- **Respecto al pozo de exploración Pola 1,** esperan iniciar perforaciones entre el 3T22 y el 4T22 y reportar resultados antes de finalizar el año. Cabe recordar que, este pozo corresponde al primero de múltiples pozos de exploración que planean perforar para investigar el potencial en una nueva zona dentro de la Cuenca del Valle Medio del Magdalena. La importancia de Pola 1 se relaciona con: **1)** Su ubicación a 10 kilómetros del gasoducto operado por TGI, el cual transporta gas desde la zona norte al interior de Colombia; **2)** Viabilidad en comercialización dada capacidad ociosa del gasoducto de TGI de ~260 MM scfpd (acorde a Canacol); **3)** Volumen transportado actualmente por el gasoducto proviene de campos maduros de Ecopetrol en La Guajira.
- **Gas en aguas profundas y ultra profundas de Colombia:** Respecto a los recientes anuncios por parte de Ecopetrol de presencia de gas en aguas profundas (Uchuva 1) y ultra profundas (Gorgon 2) del Caribe colombiano, Canacol comentó que existe incertidumbre sobre la viabilidad comercial de los recursos gasíferos dada su profundidad. Incluso mencionaron que la profundidad de Gorgon 2 lo sitúan como uno de los más profundos del mundo. En caso de ser desarrollados, el tiempo de estos proyectos podría tomar entre 8 – 10 años.
- **Posibilidad hipotética de importación de gas desde Venezuela:** La compañía considera que se deberían evaluar las condiciones de la infraestructura disponible junto a las inversiones que se deberían realizar para su disponibilidad, sumado al hecho que, posiblemente, implicaría un precio del gas mayor al del mercado local.
- **Respecto a la posibilidad de no generación de nuevos contratos de exploración y producción en Colombia,** Canacol mencionó que actualmente cuenta con 11 contratos de Exploración y Producción, los cuales pueden representar inventarios para, por lo menos, 10 años.
- La madurez promedio de sus contratos tipo *take or pay* corresponde a 7,4 años y un 80% de sus volúmenes son vendidos bajo esta modalidad, contando actualmente con cerca de 20 contratos en su portafolio los cuales esperan renovar como ha ocurrido en el pasado. Cabe mencionar que, con la declinación natural de algunos campos y un crecimiento anual cercano al 3% (acorde a la UPME), **la compañía considera que se podrían presentar presiones alcistas en el precio interno del gas a mediano plazo.**
- **En cuanto a perforaciones,** de la meta de 12 pozos en el 2022, 4 pozos fueron perforados en el 1T22 y 2 pozos en 2T22, junto al plan para el desarrollo de 2 pozos en el 3T22.
- **La compañía busca reducir sus gastos operacionales** con la adquisición de equipos en alquiler y la instalación de compresión de gas, lo cual a su vez permitiría mejorar sus factores de recuperación.

ASG

- Canacol busca mantener emisiones de gases de efecto invernadero de Alcance 1 y 2 que, en promedio, sean un 80% más bajas que las de sus pares enfocados en petróleo y 50% más bajas que las de los pares enfocados en gas.



Volúmenes con buena nota

 Regresar

Volúmenes con buena nota

Terpel mostró resultados POSITIVOS en el 2T22, por encima de las expectativas del mercado. Los ingresos operacionales presentaron un comportamiento favorable (+72,2% A/A y +17,6% T/T) en medio de una buena dinámica en los volúmenes de combustibles (+25,4% A/A y + 3,1% T/T), sumado a un mayor nivel de precios. En Perú sobresale el crecimiento doble dígito en las ventas de combustible de aviación (+280% A/A) por nuevos clientes añadidos al portafolio y la reactivación de los vuelos. Por su parte, se registraron costos de ventas con incrementos mayores a los ingresos (+76% A/A y +18,5% T/T) relacionado con el mayor costo de lubricantes. El EBITDA registró un crecimiento de doble dígito (+59% A/A y +12% T/T) hasta los COP 428,8 mil MM, siendo el mayor en la historia, con el margen EBITDA llegando al 4,9% (-40 pbs A/A y -24 pbs T/T) en medio de un aumento tanto en los costos de distribución (+19,4% A/A y +6% T/T) como en los gastos administrativos (+14,8% A/A y +2,5% T/T). A nivel no operacional, se presenta un menor nivel de ingresos financieros (-43% A/A y -89,4% T/T) y un marcado crecimiento en los gastos financieros (+81,9% A/A y +28,1% T/T) dada la indexación de la deuda al IPC. De esta manera, con una tasa efectiva de impuestos del 39% frente al 31% del 2T21, la Utilidad Neta de la controladora registró un comportamiento mixto (+46% A/A y -13,8% T/T).

Hechos relevantes

- Colombia con mayor ritmo en volumen:** Los ingresos operacionales presentaron un buen comportamiento (+68,6% A/A), en medio del mayor ritmo de recuperación en el volumen (+30,4% A/A) hasta 622 MM de galones. Las Estaciones de Servicio (EDS) de Líquidos tuvieron una mejor demanda por incremento en la movilización por carreteras y un aumento en la presencialidad, entre otros. En el segmento de Aviación se alcanzaron niveles de venta de 2019. Adicionalmente, el segmento de Petróleo ha incrementado su demanda dada la mayor producción de hidrocarburos. De esta manera, el EBITDA tuvo un crecimiento de doble dígito (+82,3% A/A), con un mayor decalaje por incremento en el precio de combustibles. Cabe mencionar que la menor contribución de lubricantes en medio de la escasez de materias primas se ha solventado gradualmente dado un aumento en precios. Sin embargo, consideramos importante monitorear el efecto a nivel de costos en el 2S22.
- Panamá con nuevos clientes:** El crecimiento en volúmenes (+5,8% A/A) hasta los 67 MM de galones estuvo impulsado por la incursión en el segmento de Bunker Marino, donde la compañía estima un alto potencial, sumado a la ampliación del portafolio de clientes en el segmento de Aviación, permitiendo ingresos con un incremento significativo (+88,1% A/A). El EBITDA tuvo un buen desempeño (+25,2% A/A) con un decalaje favorecido por valorización de inventarios. El Gobierno entregó subsidios al combustible por primera vez dados los altos precios internacionales.
- Perú y otros países:** En Perú resaltamos el comportamiento positivo en volúmenes (+32,4% A/A) dada la vinculación de clientes en el segmento de Aviación y recuperación de volumen en EDS. En Ecuador se registró un menor EBITDA (-33,8% A/A) en medio de la afectación por el paro nacional en parte de junio pese a mayores volúmenes (+11,1% A/A). Por último, R. Dominicana registró un crecimiento superlativo en EBITDA (+141,5% A/A), jalonado por mayor volumen en Aviación.

5 de septiembre de 2022

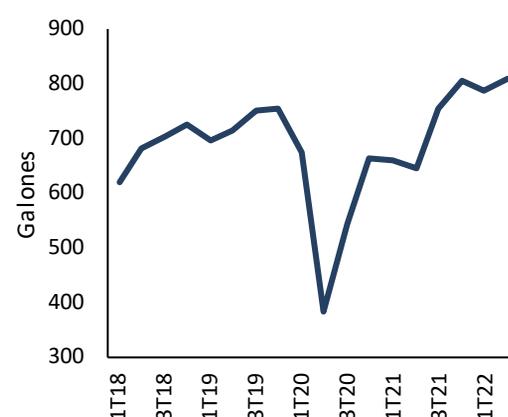


Información especie

Cifras en COP

Precio Objetivo	14.000
Recomendación	Sobrepesar
Market Cap. (BN)	1,4
Último Precio	7.700
YTD (%)	-25,5%
Potencial Valorización	81,8%

Gráfica 1. Evolución Volumen



Fuente: Informes Financieros Terpel.

Cálculos: Casa de Bolsa

Roberto Carlos Paniagua
 Analista Oil & Gas y Utilities
 roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
 Gerente Estrategia
 Renta Variable
 omar.suarez@casadebolsa.com.co

Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	Terpel				
	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Volumen (MM Gls)	647	787	811	3,1%	25,4%
Ingresos	5.118	7.497	8.815	17,6%	72,2%
EBITDA	270	383	429	12,0%	59,0%
Utilidad Neta	90	153	131	-13,8%	46,0%
Margen EBITDA	5,3%	5,1%	4,9%	-24 pbs	-40 pbs
Margen Neto	1,8%	2,0%	1,5%	-54 pbs	-27 pbs

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

Flujo de Caja: En lo corrido del 2022 el Flujo de Efectivo registró un buen comportamiento en términos de EBITDA, contrarrestado principalmente por un fuerte aumento en el uso de recursos para capital de trabajo dado el por el incremento en los precios de los combustibles y los lubricantes, junto al pago de impuestos, con un Flujo de Caja Operativo negativo de COP -351 mil MM, a lo cual se suman mayor Capex por COP 175 mil MM enfocado en el plan de inversión en proyectos estratégicos. Por su parte, se presentó un aumento en la financiación neta de COP +515 mil MM, cubriendo parte del faltante de la caja operativa y dividendos pagados por COP 206 mil MM. Así las cosas, al corte de junio 2022 la compañía presenta un nivel de efectivo de COP 395 mil MM, frente a los COP 706 mil MM del cierre del 2021.

Consideramos importante monitorear presiones en el Flujo de Efectivo que puedan derivarse de incrementos en el capital de trabajo relacionado con un aumento en el precio de los combustibles no regulados como el *jet fuel*, con exposición al comportamiento del precio internacional, lo cual puede afectar saldos de inventarios y cartera.

Niveles de deuda: A nivel de endeudamiento, el indicador Deuda Neta / EBITDA se ubicó en 2,2x, similar al del 2T21. Cabe recordar que de los COP 3,2 BN de saldo, la alta concentración de deuda al IPC ha generado presiones alcistas en los gastos financieros. Sin embargo, actualmente el 64% de su deuda está indexada al IPC luego de refinanciaciones, frente al 80% que tenían expuesto en el 1T22. Esta indexación al IPC está en parte justificada por el mecanismo de reconocimiento en el margen del segmento mayorista, el cual se actualizó en junio. Respecto al perfil de vencimientos de la deuda, la compañía estima re perfilar vencimientos de los próximos años vía emisión de bonos cuando las condiciones de mercado lo permitan.

Puntos destacados de la conferencia:

- **Sobre la reforma tributaria**, Terpel considera que su impacto directo es bajo. Respecto al impuesto al carbono, gran parte del efecto se realizará vía *pass – through* al consumidor, cuya demanda de combustible es relativamente inelástica. La compañía menciona que el mayor aumento vía impuesto al carbono se daría en el GNV, lo cual es contradictorio desde el punto de vista de que es el combustible menos contaminante. Respecto a los impactos indirectos, la compañía espera que la demanda de lubricantes por parte del sector de petróleo y minería pueda verse afectada.
- **Se registró la actualización en Colombia del margen al distribuidor mayorista** para la gasolina motor corriente y el combustible diésel, que aplica desde el 1 de junio del 2022 hasta el 31 de mayo del 2023, el cual se estableció en COP 460,7 / galón (+9,23% A/A), en línea con la inflación anual.
- **Respecto al programa Vive Terpel**, la compañía alcanzó 1 MM de usuarios con 100 mil transacciones diarias, donde mediante el programa de lealtad se brindan beneficios a través de la acumulación de puntos para los clientes en Colombia.

ASG:

- **Se lanza Green Pass, un nuevo programa de sostenibilidad**, que busca fomentar mejores prácticas de manejo y distribución de lubricantes Mobil y Terpel. Este programa incluye certificación ICONTEC, recolección y reciclaje de envases y la implementación de un nuevo empaque para la venta de lubricantes Mobil.
- **Terpel se unió al Programa Nacional de Carbono Neutralidad (PNCN)**, liderado por la Dirección de Cambio Climático y Gestión del Riesgo del Ministerio de Ambiente y Desarrollo Sostenible.



Eficiencias y mayor tenor favorecen producción

 **Regresar**

Eficiencias y mayor tenor favorecen producción

Mineros presentó resultados POSITIVOS en el 2T22, mejores que las expectativas del mercado a nivel de Utilidad Neta y en línea en términos de Ingresos y EBITDA. Los ingresos operacionales mostraron un buen comportamiento en el trimestre (+6,9% A/A y +10,1% T/T), por una producción total con variaciones favorables del +9,9% A/A y 12,2% T/T, jalonada por Nechí en Colombia (+19% A/A) y Hemco en Nicaragua (+28%A/A), junto a estabilidad en el precio promedio del oro (-0,6% A/A y -2,5% T/T). El EBITDA registró un comportamiento positivo (+11,9% A/A y +13,5% T/T), reflejado en un margen EBITDA del 34% (+151 pbs A/A y +101 pbs T/T). Los costos de ventas totales crecieron, aunque por debajo de los ingresos (+7,5% A/A y +8,1% T/T) por una mayor depreciación y amortización y un incremento en los costos de materiales por presiones inflacionarias y mayores regalías. Los gastos administrativos registraron variaciones significativas (+10,1% A/A y +9,9% T/T) al igual que los gastos de exploración (+162% A/A y +34,5% T/T) por trabajo de exploración en Gualcamayo (Argentina) y exploración regional en Nicaragua. A nivel no operacional, los gastos financieros tuvieron incrementos marcados (+13,1% A/A y +18,4% T/T) compensados por ingresos por diferencia en cambio. De esta manera, la Utilidad Neta registró variaciones del +9,5% A/A y +8,9% T/T, con un margen neto del 8,3% (+20pbs A/A y -10 pbs T/T) y una tasa efectiva de impuestos del 58% vs 53% del 2T21.

Hechos relevantes

• **Colombia se beneficia de mayores eficiencias:** La producción de oro se ubicó en 23 mil onzas (+18,5% A/A) debido a mayores eficiencias productivas, las cuales esperan mantener en el 2S22 dada la ampliación de permisos en Nechí, reflejándose en mayores ingresos en el 2T22 (+19,3% A/A). Se registró un leve aumento del 4,1% A/A en los costos totales de producción por onza (AISC, por sus siglas en inglés) hasta USD1.057 / onza por aumento en costos de mantenimiento y materiales y variaciones del -0,7% A/A del *Cash Cost* hasta USD952 / onza en medio de una mayor producción. Consideramos que las presiones inflacionarias podrían continuar materializándose en la estructura de costos de la compañía.

• **Nicaragua mejora producción:** Se presentó una mejor dinámica en producción de oro (+5,4% A/A), dado el alcance de una mayor zona de tenor en las minas Panamá y Pioneer, llevando a un crecimiento favorable en ingresos (+6,9% A/A). Respecto al AISC, se registró una reducción del 3,8% A/A hasta USD1.279/ oz por menor gasto de capital de mantenimiento. En cuanto al *Cash Cost*, este mostró estabilidad (+2,4% A/A) hasta USD1.139/oz, dadas menores ventas de plata registradas como menores abonos a costos.

• **Argentina con cierta estabilidad:** Los ingresos presentaron expansión anual del 6,9% con una mayor producción en Gualcamayo (+8,2% A/A), y una reducción del 1% en minería artesanal, compensado por un mayor precio promedio del oro. Cabe recordar que, la compañía resolvió los problemas de compra de cianuro utilizado en el proceso de lixiviación. Consideramos que las presiones hiperinflacionarias en la estructura de costos y gastos serán un factor clave a monitorear.

• **Flujo de Caja:** El 2T22 finaliza con USD 38,8 MM en caja (-8,8% A/A), con un menor nivel del flujo operacional (USD17,8 MM frente a USD19,6 MM 2T21), reducción en las inversiones por la adquisición de Luna Roja en el 2T21 y salida de caja en el flujo de la financiación por USD 12 MM (dividendos pagados y obligaciones financieras).

Resumen resultados financieros

MINEROS					
Cifras en USD MM	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Producción (mil Oz AuEq)	67	66	74	12,2%	9,9%
Precio promedio (USD/Oz) AuEq	1.848	1.884	1.837	-2,5%	-0,6%
Ingresos	128	125	137	10,1%	6,9%
EBITDA Ajustado	42	41	47	13,5%	11,9%
Utilidad Neta	10	10	11	8,9%	9,5%
Margen EBITDA	32,5%	33,0%	34,0%	101 pbs	151 pbs
Margen Neto	8,1%	8,4%	8,3%	-10 pbs	20 pbs

5 de septiembre de 2022

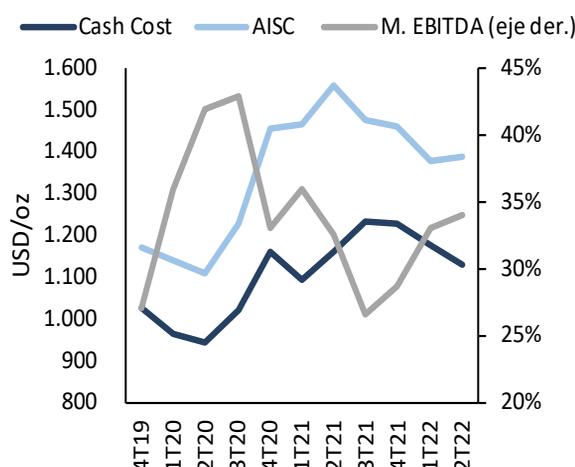


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	4.807
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	0,5
Último Precio	2.030
YTD (%)	-43,5%

Gráfica 1. Cash Cost y AISC



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

Roberto Carlos Paniagua
Analista Oil & Gas y Utilities
Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia
Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

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

Eficiencias y mayor tenor favorecen producción

Puntos Destacados de la Conferencia

- Hacia adelante, respecto a los programas de crecimiento y exploración:
- **En Nicaragua** tienen: **1) Porvenir**, donde la compañía continúa con los estudios técnicos, con resultados estimados para el 2S22, Cabe denotar que este proyecto volvió a una etapa de prefactibilidad dado que se presentaron unas inversiones inicialmente elevadas que afectaban el retorno deseado del proyecto. **2) Luna Roja**, donde se mantiene la exploración del depósito, con estimaciones iniciales de recursos Indicados 1, 16 MM de toneladas, con un tenor promedio de 2, 46 gr/ton, para un total de ~ 92 mil onzas de oro y recursos inferidos 0,5 MM de toneladas con un tenor promedio de 2,31 gr/ton, para un total de ~ 37 mil onzas de oro.
- **En Argentina** con **DCP** y **en Chile** con **La Pepa** se mantienen los trabajos en el estudio económico preliminar y cronograma respectivo.
- Resaltamos el bajo nivel del indicador **Deuda Neta / EBITDA** de la compañía, ubicándose en 0,11x en el 2T22 frente al 0,26x en 2T21.
- Recordamos el **Guidance** de la compañía: **1)** Un estimado de producción de 2022, entre 262 mil y 285 mil onzas de oro. Consideramos que, con un acumulado al 1S22 de 140 mil onzas, de mantener el ritmo promedio alcanzado en la primera parte del año (~ 70 mil onzas) se ubicarían en la parte alta del rango. **2) Cash Cost** promedio del rango 1.090 - 1.180 USD/oz, frente a un promedio 1S22 de 1.153 USD/oz los ubicaría al cierre del año en la parte alta del rango. **3)** Un AISC promedio de entre 1.350 y 1.450 USD/oz, con un promedio de 1.383 USD/oz al 1S22 permitiría ubicarse en la parte baja esperada.

ESG

- En el segundo trimestre de 2022, la Compañía informó que ocurrió un incidente fatal en la Propiedad Nechí Aluvial. El 28 de mayo de 2022, un temporal volcó la planta flotante de beneficio conectada a la draga de succión Llanuras.
- El 1 de julio de 2022, se renovó la certificación de la Mina Gualcamayo en la Propiedad Gualcamayo donde se verifica que cumple plenamente con el Código Internacional de Manejo del Cianuro.



El precio se mantiene como protagonista

 **Regresar**

El precio se mantiene como protagonista

En nuestra opinión, **SQM presentó resultados POSITIVOS durante el 2T22, superiores a las expectativas del mercado en términos de ingresos y en línea a nivel de EBITDA y Utilidad Neta.** Los ingresos operacionales presentaron un comportamiento favorable (+342% A/A y +28,7% T/T) jalonados por los ingresos por litio (+1.032,6% A/A y +27,7% T/T), los cuales representaron el 71,1% de los ingresos del trimestre. En líneas generales, todos los segmentos presentaron un mejor comportamiento en ingresos a nivel anual y trimestral. Por su parte, el EBITDA mostró resultados sobresalientes (+531% A/A y +11,7% T/T), aunque el margen del 51% muestra una reducción trimestral (+1.527 pbs A/A y -773 pbs T/T) en medio de unos costos (sin D&A) crecientes dado un mayor volumen de litio, el aumento en el costo de la energía y presiones inflacionarias (+255,8% A/A y +55,1% T/T), junto a unos gastos administrativos con incrementos anuales (+15,1% A/A y +0,6% T/T). A nivel no operacional, sobresalen los gastos financieros netos con un crecimiento anual significativo (+20,6% A/A y -7,9% T/T) y una mayor pérdida por diferencia en cambio (+121,9% A/A y +2.266,7% T/T). Por su parte, en impuestos se presentó una tasa efectiva del 29,1% frente al 28,4% de un año atrás. De esta manera, la Utilidad Neta de la controladora presentó un comportamiento positivo (+855,8% A/A y +7,9% T/T), registrando un margen del 33,1% (+1.777 pbs A/A y -635 pbs T/T). La compañía informó que pagará un dividendo de USD 1,84914 por acción, con cargo a las utilidades del 2022. Será pagado en su equivalente en pesos chilenos a la tasa de cambio del 3 de octubre de 2022.

5 de septiembre de 2022

Hechos relevantes

- Sólidas expectativas en Litio:** Los ingresos por venta de Litio mostraron una fuerte dinámica (+1.032,6% A/A y +27,7% T/T), jalonados tanto por el comportamiento de los volúmenes (+41,5% A/A y -10,2% T/T) como por el precio implícito (+700,5% A/A y +42,2% T/T), el cual se ubicó en USD 54 mil / tonelada métrica. Lo anterior con una demanda que se ha mostrado resiliente, principalmente en China y el sector de vehículos eléctricos. La compañía espera que la demanda global crezca un 35% en el 2022 y que sus volúmenes vendidos se ubiquen en 145 mil ton (+43,3% A/A), lo cual implica 73 mil ton para el 2S22. En cuanto a su exposición al precio *spot*, 70% de su volumen está con precios variables, donde la compañía ha realizado la renegociación de algunos contratos.
- Precios elevados del NVE podrían desacelerar demanda:** Los ingresos de Nutrición Vegetal de Especialidad (NVE) (+52,1% A/A y +20% T/T) estuvieron jalonados por el fuerte comportamiento de los precios, soportados en una mayor demanda, compensando la contracción en volúmenes (-22,3% A/A y +9,2% T/T). La compañía estima que la demanda global de Nitrato de Potasio agrícola pueda reducirse 10% A/A y que sus volúmenes se ubiquen por debajo de las 1.155 Mton del 2021.
- Precio como protagonista para Yodo y Potasio:** Los mayores ingresos por Yodo en el 2T22 (+40,6% A/A y +14,3% T/T) estuvieron relacionados con el mayor nivel de precios, mientras los volúmenes presentaron contracciones anuales (-10,6% A/A y +6,7% T/T), aunque se mantiene la demanda en los medios de contraste de rayos X y LCD. En el caso del Potasio, los buenos ingresos (+209,4% A/A y +59,9% T/T) estuvieron apoyados en el fuerte aumento en precios hasta USD 1.000 / ton frente a los USD 805 / toneladas métricas del 1T22. Las restricciones por el lado de la oferta generarán incertidumbre en el mercado de fertilizantes..

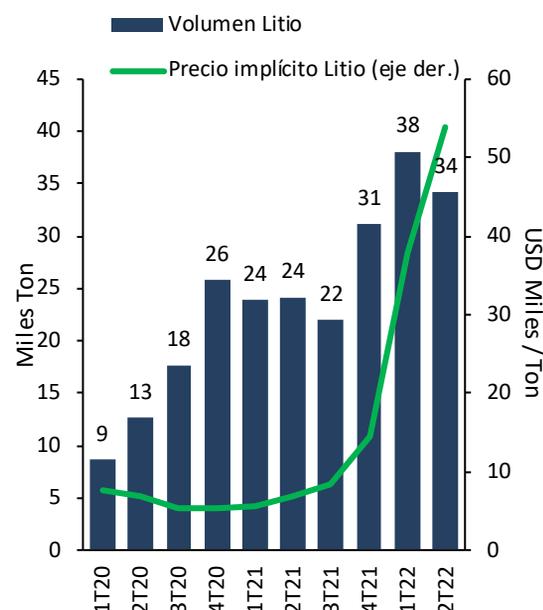


Información especie

Cifras en CLP

Precio objetivo	94.800
Recomendación	Sobreponderar
Mkt Cap (BN)	23.475
Ultimo Precio	88.079
YTD (%)	102,5%

Gráfica 1. Litio - Volumen y precio



Roberto Carlos Paniagua
 Analista Oil & Gas y Utilities
 Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
 Gerente de Estrategia
 Renta Variable

omar.suarez@casadebolsa.com.co

Resumen resultados financieros

Cifras en USD MM	SQM				
	2T21	1T22	2T22	Var % A/A	Var % T/T
Volumen Litio*	24	38	34	41,5%	-10,2%
Volumen NVE**	296	211	230	-22,3%	9,2%
Ingresos operacionales	588	2.020	2.599	342,0%	28,7%
EBITDA Ajustado	210	1.186	1.325	531,0%	11,7%
Utilidad Neta Controladora	90	796	859	855,8%	7,9%
Margen EBITDA	35,7%	58,7%	51,0%	1.527 pbs	-773 pbs
Margen Neto Controladora	15,3%	39,4%	33,1%	1.777 pbs	-635 pbs

*Miles Toneladas. ** Nutrición Vegetal de Especialidad. Fuente: Informes compañía Construcción: Casa de Bolsa SCB

El precio se mantiene como protagonista

Puntos Destacados de la Conferencia

- **La compañía realizó pagos públicos por USD 2,2 mil MM en el 1S22 por sus operaciones de Litio.** Además, su desarrollo en el Salar de Atacama les ha permitido ser un producto de Litio con reconocimiento mundial, dada su alianza público – privada.
- **La compañía planea lograr una capacidad de 180 mil toneladas métricas para producción de Litio.** Adicionalmente esperan completar una capacidad de carbonato de Litio de 210 mil toneladas métricas.

Como tema aparte, consideramos importante estar atentos a cualquier actualización que se presente entorno a la Constituyente de Chile y a la Reforma Tributaria, y como puede repercutir en el sector minero y en las líneas de negocio de SQM.

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

Criterios ESG

- **La compañía espera reducir el uso de salmuera y agua en los procesos relacionados con Litio,** con un menor uso de agua del 40% para el 2030 y 65% para el 2040, junto a una reducción del 50% en el uso de la salmuera al 2030.



Extendiendo la senda positiva

 Regresar

Éxito presentó resultados POSITIVOS durante el 2T22, en línea con las expectativas del mercado. Los ingresos registraron un comportamiento positivo (+27,6% A/A), producto de mayores ingresos en todas las regiones, impulsados por los Formatos Innovadores y las ventas Omnicanal y un mejor comportamiento de los negocios complementarios. El EBITDA aumentó 21% A/A, con una contracción de 43 pbs en el margen, en medio de las presiones ejercidas por el entorno inflacionario actual. Sin embargo, resaltamos de forma positiva que este efecto se vio parcialmente compensado por la implementación de eficiencias operacionales. La utilidad neta creció 22,7% A/A, pero presenta una sorpresa negativa frente a las expectativas del consenso del mercado, como consecuencia de tasas de interés más altas, mayores provisiones en TUYA, mayor provisión de impuesto de renta y el efecto negativo relacionado a los ajustes contables relacionados con el efecto inflacionario en Argentina, llevando al margen neto a su nivel más bajo desde el 2T20.

Hechos relevantes

• **Ingresos con dinámica favorable:** Los ingresos ascendieron a COP 4,7 BN (+27,6% A/A). Colombia representó el 75% de los ingresos, con un crecimiento de 27% A/A, impulsado por una sólida dinámica comercial en medio de condiciones macroeconómicas favorables –que se mantendrían durante el 2S22–, la contribución de Formatos Innovadores, Ventas Omnicanal y mayores volúmenes. Vale la pena señalar que el 17 de junio se llevó a cabo el día sin IVA en Colombia, respaldando mayores niveles de venta; sin embargo, el gobierno entrante ha manifestado la intención de eliminar esta iniciativa, cuyo efecto trataría de ser compensado en el 2S22 mediante los distintos eventos propios de la temporada de fin de año. La operación de Uruguay, con una participación de 17% sobre los ingresos, se incrementó en 7,2% A/A en moneda local, reflejo de una menor dinámica de consumo vs 1T22. La operación de Argentina contribuyó en 8% de los ingresos, con un incremento de 78,7% A/A en moneda local (mayor a la inflación), apoyado por mayor tráfico y crecimiento Omnicanal.

• **Rentabilidad bajo presión:** El EBITDA aumentó 21% A/A, presentando una contracción de 43 pbs en el margen EBITDA con respecto a la cifra reportada durante el 2T21, en medio de las presiones ejercidas por el entorno inflacionario actual. Sin embargo, resaltamos de forma positiva que este efecto se vio parcialmente compensado por la implementación de dilución de gastos y eficiencias operacionales. En la medida que estas iniciativas se mantengan, los resultados del grupo mantendrían la senda positiva durante los próximos períodos.

• **Utilidad Neta y Flujo de Caja:** La utilidad neta creció 22,7% A/A, con una sorpresa negativa frente a las expectativas del mercado, como consecuencia del incremento de tasas de interés y su efecto en los gastos financieros, además de mayores provisiones provenientes de TUYA, mayor provisión de impuesto de renta y el efecto negativo relacionado a los ajustes contables en Argentina relacionados con el efecto inflacionario, con lo que el margen neto se contrajo en 5 pbs frente a 2T21, posicionándose en el nivel más bajo desde el 2T20. Resaltamos que luego de la readquisición de acciones, las ganancias por acción (EPS) aumentaron desde COP 113,4 / Acción en 2T21 a COP 143,9 / Acción en 2T22. El flujo de caja de los accionistas se incrementó en 78,2% frente al saldo reportado en junio de 2021, principalmente por un mejor resultado operacional, mayores dividendos recibidos y la variación del capital de trabajo.

Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	Éxito				
	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	3.697	4.602	4.717	2,5%	27,6%
EBITDA	307	355	371	4,4%	21,0%
Utilidad Neta	51	65	62	-3,5%	22,7%
Margen EBITDA	8,3%	7,7%	7,9%	15 pbs	-43 pbs
Margen Neto	1,4%	1,4%	1,3%	-8 pbs	-5 pbs

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

5 de septiembre de 2022

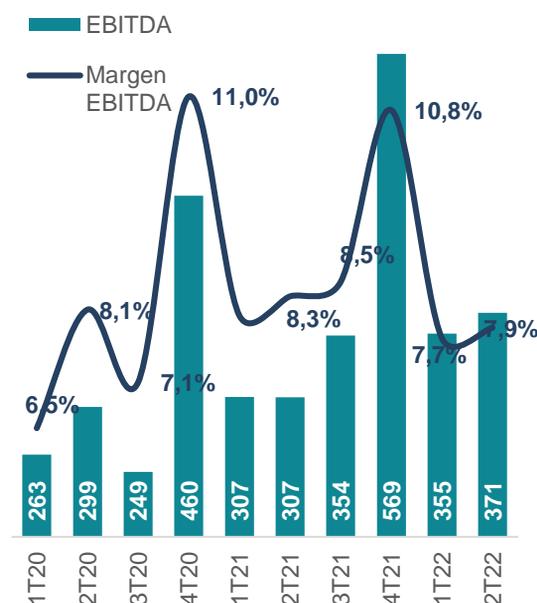


Información especie

Cifras en COP

Precio Objetivo	18.000
Recomendación	Neutral
Market Cap. (BN)	4,5
Último Precio	10.100
YTD (%)	-12,1%

Gráfica 1. EBITDA y Margen EBITDA



Fuente: EEFF Grupo Éxito. Elaboración: Casa de Bolsa SCB

Laura López Merchán
Analista Renta Variable
laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Puntos Destacados de la Conferencia

- **La ejecución de CAPEX al 2T22 ascendió a COP 88,6 mil MM**, con aproximadamente un 76% destinado a actividades de expansión, Innovación, Omnicanalidad y transformación digital, mientras que el restante fue asignado a mantenimiento y soporte de estructuras operativas, además de actualización de sistemas y logística.
- **La estrategia de la compañía continuará enfocada en la diferenciación mediante la experiencia del consumidor**, a través de iniciativas que se centran en torno a logística, tecnología y sostenibilidad, tal como mencionamos en nuestro informe '[Junio 2022 El Oráculo de Éxito | Tech Day Grupo Éxito, conexiones que transforman](#)'.
- **El negocio inmobiliario continúa tomando relevancia** para la compañía, convirtiendo al grupo en el mayor operador de centros comerciales en Colombia, donde los niveles de tráfico se han ido incrementando de forma importante y la tasa de ocupación ronda un 93,1%, mientras que en Argentina esta cifra se posiciona en un 88%. Sin embargo, los ingresos disminuyeron un 33% A/A, afectados por un efecto de base comparativa alta, que fue parcialmente compensada por los ingresos de renta y gastos administrativos, favorecidos por una mejor dinámica comercial. Además, se retoman los proyectos que se suspendieron por cuenta de la pandemia: **i)** La integración de IKEA al centro comercial VIVA Envigado, que requiere de una ampliación de GLA y sitios de parqueo; y **ii)** La renovación y expansión del centro comercial Puerta del Norte.
- **La compañía tiene un plan de expansión durante los próximos 5 años**, que contempla la apertura de más tiendas, en su mayoría de formatos innovadores, incluyendo aperturas de tiendas nuevas, renovaciones, conversiones y remodelaciones de otros formatos.
- **Con respecto a una posible desinversión de la operación de Argentina** debido a las condiciones macroeconómicas actuales, la administración de la compañía manifestó que si bien no se descarta en un futuro, en la actualidad no existen planes para realizar este proceso puesto que los resultados han logrado mantenerse positivos, además de las dificultades para recuperar la inversión en medio de las circunstancias actuales relacionadas con la regulación cambiaria.
- En relación con **posibles iniciativas para fomentar la liquidez de la especie** luego de culminar el proceso de readquisición de acciones, la compañía ha manifestado que si bien ha analizado esta situación, no es el momento adecuado dada la incertidumbre observada en el mercado.
- **Las perspectivas para la segunda mitad del año se mantienen positivas**, especialmente en Colombia, donde la administración señala una expectativa de crecimiento económico para el año 2022 dentro de un rango comprendido entre 5% - 6%, además de una sólida dinámica del sector minorista y el índice de confianza del consumidor volviendo a terreno positivo. Pese a la alta base comparativa del año 2021, la compañía estima que los resultados del 2S22 superen a los observados en el 1S22, apoyados principalmente en la penetración Omnicanal, el mayor tráfico en tiendas y la estrategia digital.

ASG

- Grupo Éxito continúa avanzando con varios programas en diversos frentes: Cero Desnutrición (alimentación complementaria para niños), Mi Planeta (campaña de reciclaje, siembra de árboles), Comercio Sostenible (compras de frutas y vegetales a productores locales), entre otros.
- La Compañía registró 53 pequeñas y medianas empresas locales, ex proveedoras de Almacenes La 14 en la región del Valle del Cauca, con más de 2.200 empleados, en línea con el plan establecido para contribuir a la reactivación económica y la recuperación del empleo en esta parte del país. En adición a ello, se espera la creación de aproximadamente 5.200 empleos para operar las 6 tiendas de la 14 adquiridas recientemente.



Ingresos marcan nuevo récord

 Regresar

Ingresos marcan nuevo récord

Nutresa presentó resultados POSITIVOS durante el 2T22, por encima de las expectativas del mercado. Los ingresos registraron un comportamiento positivo y se incrementaron en 36,4% frente al 2T21, registrando un nuevo récord, producto de mayores volúmenes de ventas en todas las regiones y las unidades de negocio; donde además resaltamos el efecto positivo de la continuidad de la estrategia de aumentos de precios de la compañía. En cuanto al EBITDA, pese al notable aumento de 37% A/A; como punto negativo señalamos que los costos de las materias primas continúan ejerciendo presión en la rentabilidad de los negocios y el margen bruto de Nutresa –alcanzando un nuevo mínimo histórico–; no obstante, resaltamos de forma positiva que las estrategias de cobertura de materias primas además de eficiencias operativas han compensado gran parte del efecto del entorno inflacionario sobre la rentabilidad.

Hechos relevantes

- **Ingresos extienden senda positiva:** Los ingresos presentaron una dinámica positiva, con un crecimiento de 36,4% A/A hacia un nuevo máximo histórico. Este comportamiento se explica principalmente por un crecimiento a doble dígito de los volúmenes de ventas, con un sólido desempeño en todas las regiones y las unidades de negocio; donde además resaltamos el efecto positivo de la continuidad de la estrategia de aumentos de precios de la compañía. Los segmentos con mayor crecimiento en términos de ventas fueron Café (+53,7% A/A), Galletas (+36,8% A/A) y Alimentos al Consumidor (+33,6% A/A).
- **Rentabilidad se mantiene bajo presión:** Pese al notable aumento en el EBITDA; señalamos como punto negativo que los costos de las materias primas continúan ejerciendo presión en la rentabilidad de los negocios y el margen bruto de Nutresa –alcanzando un nuevo mínimo histórico–; no obstante, resaltamos de forma positiva que las estrategias de cobertura de materias primas, además de eficiencias operativas han compensado gran parte del efecto del entorno inflacionario sobre la rentabilidad. Si bien en el mes de julio observamos una relativa estabilización de los precios de las materias primas, consideramos que la continuidad de las coberturas y eficiencias será clave para mitigar el impacto negativo sobre la rentabilidad, que continuaría presionada en lo que resta del año.
- **Utilidad Neta y Flujo de Caja:** La utilidad neta creció de forma importante frente al 2T21, impulsada principalmente por un efecto positivo por diferencia en cambio y participación en asociadas & negocios conjuntos, además de un efecto positivo del impuesto sobre la renta diferido y un incremento en la cuenta de operaciones discontinuadas, compensando el efecto de mayores gastos financieros producto del incremento de tasas de interés en las diferentes geografías. En cuanto a la caja de la compañía, señalamos que el saldo del efectivo al final de junio de 2022 es un 34,2% menor frente al reportado al final de marzo de 2021, consecuente con un mayor nivel de inversión de capital de trabajo.
- **Apalancamiento saludable:** Observamos una leve mejora en el indicador Deuda Neta / EBITDA, pasando de 1,99x al cierre de marzo de 2022 a 1,91x para junio de 2022, continuando en niveles saludables y con holgura para estrategias de crecimiento, aunque consideramos importante monitorear el efecto del incremento anual de 400 pbs en el costo promedio de endeudamiento, considerando que el 80% de la deuda está en tasa variable.

Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	Nutresa				
	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	2.942	3.597	4.014	11,6%	36,4%
EBITDA	352	468	482	2,9%	37,0%
Utilidad Neta	137	295	208	-29,7%	51,4%
Margen EBITDA	12,0%	13,0%	12,0%	-101 pbs	5 pbs
Margen Neto	4,7%	8,2%	5,2%	-304 pbs	51 pbs

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

5 de septiembre de 2022

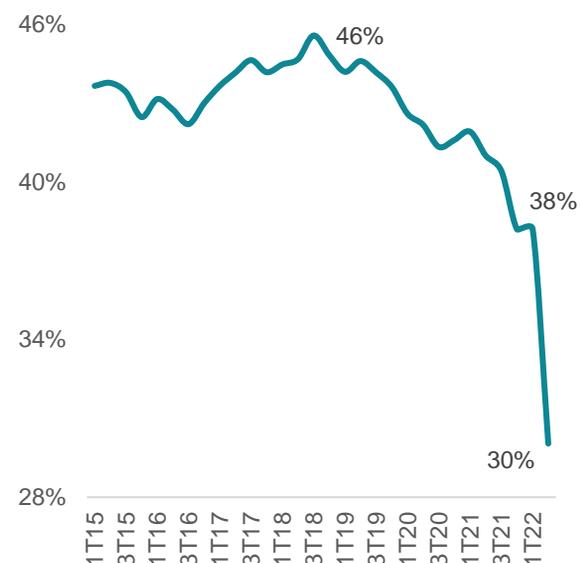


Información especie

Cifras en COP

Precio Objetivo	31.381
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	18,26
Ultimo Precio	39.900
YTD (%)	+29,32%

Evolución Margen Bruto Nutresa (%)



Fuente: Informes Financieros Nutresa.

Laura López Merchán

Analista Sector Consumo

laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suárez

Gerente Estrategia

Renta Variable

omar.suarez@casadebolsa.com.co

PUNTOS DESTACADOS DE LA CONFERENCIA:

- **Con respecto al flujo de caja negativo**, la administración mencionó que está relacionado con un mayor nivel de inversión de capital de trabajo que se continuará realizando durante los próximos períodos como una inversión en crecimiento.
- En relación con las **presiones del entorno inflacionario sobre los márgenes**, se mencionó que en la medida que estos persistan, la estrategia continuará centrada en las variables de precio y gasto.
- Frente a las iniciativas en pro de generar valor a los accionistas anunciadas por la compañía, se aclaró que la Junta Directiva solicitó a la administración para estudiar distintos temas que contemplan: **i)** Revisión de la política de dividendos –tema tratado y aprobado por la Asamblea de Accionistas de 2022-; **ii)** Estudiar la posibilidad de llegar a otros mercados de capitales de mayor liquidez y profundidad –que inicia con la revisión de costos, un proceso que tomaría alrededor de un año-; y **iii)** La vinculación de socios estratégicos que contribuyan a la generación de valor para los accionistas, proceso que se encuentra en estudio aún sin resultados concretos.

CRITERIOS ESG:

- Por cuarto año consecutivo, Grupo Nutresa se ubicó como la segunda mejor empresa para atraer y fidelizar talento en Colombia de acuerdo con el monitor de reputación MERCO Talento 2022.
- La compañía suscribió su primer crédito sostenible con un desembolso por COP 300 mil MM con beneficio de tasa sujeto al cumplimiento de dos indicadores ambientales, en línea con los objetivos planeados por el emisor hacia el año 2030:
 - ✓ El 100% de los empaques deben ser reciclables, reutilizables o compostables a 2030.
 - ✓ Reducción del 40% de emisiones alcance 1 y 2 por tonelada producida a 2030.

F A L A B E L L A
● ● ● ●

Rentabilidad se mantiene presionada

 Regresar

Falabella presentó resultados NEGATIVOS en el 2T22, en niveles inferiores a las expectativas del mercado. Los ingresos crecieron un 16,1% A/A, impulsados principalmente por la contribución del negocio bancario en Chile, las Tiendas Departamentales en Perú y Colombia, y la recuperación del negocio de Centros Comerciales en la región. No obstante, el EBITDA consolidado presentó una importante disminución de 31,7% A/A, con una contracción de 558 pbs en el margen, por el efecto de base comparativa alta en 2021 en Chile, además de las fuertes presiones generadas por el entorno inflacionario en términos de costos y gastos. La utilidad neta disminuyó 51,7% A/A, en gran medida por el efecto de menores aportes en los negocios de Mejoramiento del Hogar y Supermercados, además de mayores costos financieros (relacionados con la política de coberturas de la compañía).

Hechos relevantes

- **Ingresos extendieron crecimiento:** Los ingresos crecieron un 16,1% A/A. En Chile destacan mayores ingresos netos por intereses del negocio Bancario (+47,6% A/A), aunque los formatos Retail disminuyeron en 1,1% A/A frente a la alta base comparativa del 2T21. En Perú los ingresos aumentaron, especialmente en Tiendas Departamentales (+43,9% A/A) y Mejoramiento del Hogar (+19,4% A/A). En Colombia los ingresos aumentaron 69,6% A/A, impulsados por un crecimiento de 62,1% A/A en Tiendas Departamentales y una sólida dinámica del negocio Bancario. En Brasil, la dinámica del formato Retail impulsó el incremento de 29% A/A. Mientras que en Argentina, los ingresos disminuyeron un 6,6% A/A por el cierre definitivo de las Tiendas Departamentales y la venta de cartera del negocio financiero, aunque Mejoramiento del Hogar mantiene la senda positiva.
- **Rentabilidad se mantiene presionada:** La utilidad bruta aumentó 7% A/A, con una contracción de 274 pbs en el margen bruto, mientras que el nivel de Gastos de Administración y Ventas creció en mayor proporción (28,3% A/A), con lo que la utilidad operacional retrocedió 51,9% A/A y el EBITDA consolidado cayó 31,7% A/A, con una contracción de 558 pbs en el margen, que se mantiene en su nivel más bajo desde el 3T20. Este comportamiento fue impulsado principalmente por el efecto de base comparativa alta en el 2T21 y en mayor medida por el entorno inflacionario en términos gastos, especialmente en remuneraciones, arriendos, logística, publicidad, fidelización y desarrollo tecnológico. En este sentido, reiteramos que dadas las expectativas de desaceleración del consumo en Chile (que representa más del 70% del EBITDA), la rentabilidad de la compañía podría mantenerse presionada, por lo que el emisor debería implementar programas de eficiencias que le permitan mitigar este impacto.
- **Utilidad neta sorprendió a la baja:** La utilidad neta disminuyó 51,7% A/A, en gran medida por el efecto de la disminución del resultado operacional, por los factores mencionados previamente, especialmente en los negocios de Mejoramiento del Hogar y Supermercados. Lo anterior, sumado al mayor nivel de costos financieros. En el Flujo de Caja Operacional del 1S22 observamos una disminución de 222,8% A/A, explicada por mayores pagos a proveedores en el negocio no bancario y un aumento en los créditos y cuentas por cobrar en el negocio Bancario.

Resumen resultados financieros

Cifras en CLP mil MM	Falabella				
	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Total Ingresos	2.649	2.930	3.075	4,9%	16,1%
EBITDA	359	292	245	-16,1%	-31,7%
Utilidad Neta	135	73	65	-10,2%	-51,7%
Margen EBITDA	13,6%	10,0%	8,0%	-200 pbs	-558 pbs
Margen Neto	37,6%	24,8%	26,6%	174 pbs	-1.100 pbs

Fuente: EEFF Falabella. Construcción: Casa de Bolsa SCB

5 de septiembre de 2022

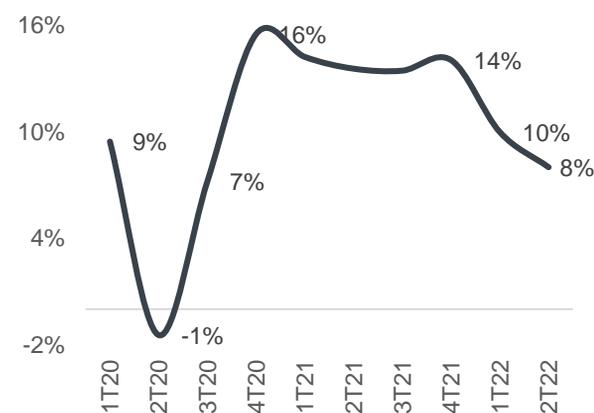
FALABELLA

Información especie

Cifras en CLP

Precio Objetivo	2.830
Recomendación	Neutral
Market Cap. (BN)	5,5
Último Precio	2.200
YTD (%)	-20,8%

Margen EBITDA (%)



Fuente: Falabella. Construcción: Casa de Bolsa SCB

Laura López Merchán
Analista Renta Variable
laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia
Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Puntos Destacados de la Conferencia

- Con respecto a los **vientos en contra que enfrenta la operación en Chile**, la compañía mencionó que se refieren principalmente al entorno de mayores costos presionando los márgenes, que ha llevado a la construcción de un plan de eficiencias y en términos logísticos, el mayor nivel de inventarios frente al 2021, situación que se mantendría durante el 2S22, pero que iría mejorando hacia el cierre de año a medida que se descargan los inventarios.
- Falabella abrió la **primera tienda de IKEA en Sudamérica**, que cuenta con 15.000 m2, ubicada en Santiago de Chile. Hacia adelante la compañía espera la apertura de la segunda tienda en Chile, que contaría con cerca de 25 mil m2 de superficie total. Asimismo, para 2023 se proyecta la llegada de IKEA al mercado colombiano.

Criterios ESG

- Falabella Retail **asumió el compromiso de alcanzar una operación “Cero Residuos” en el marco de su estrategia +Verde**, que busca que el 90% de sus residuos sean reciclados o reutilizados al 2035. Este objetivo está alineado con el compromiso del emisor de reducir el impacto de sus instalaciones en las comunidades, bajo los principios de la economía circular.
- Con un anuncio en la tienda Sodimac Homecenter Nueva La Florida, Sodimac y Algramo instalaron **estaciones de recarga con dispensadores de productos de limpieza de Unilever en tres tiendas de Mejoramiento del Hogar**. Las recargas se generan a través de envases inteligentes, que incorporan chips para hacer seguimiento de las compras y conocer el impacto ambiental que se evita a través de esta iniciativa. Esto se alinea con los compromisos establecidos por el Pacto Chileno de los Plásticos, donde las tres compañías son socias y que busca reducir sustancialmente los envases plásticos innecesarios al 2025.



Inflación se sobrepone a eficiencias

 Regresar

Inflación se sobrepone a eficiencias

Cencosud presentó resultados NEGATIVOS durante el 2T22, en línea con las expectativas del mercado. Los ingresos registraron un comportamiento positivo (+27,5% A/A), con mayores ventas en todos los países y mayor participación de mercado en el negocio de Supermercados y el crecimiento del canal online. Sin embargo, el EBITDA, aunque fue un 4,6% mayor en términos anuales, presentó una contracción de 206 pbs en el margen, principalmente por el efecto de las presiones del entorno inflacionario. Entre tanto, la utilidad neta controladora sorprendió a la baja, posicionándose en terreno negativo, principalmente por una pérdida de CLP 21,7 mil MM en reevalúo de propiedades de inversión, además de mayores gastos financieros, el efecto de la inflación y la devaluación del peso chileno.

Hechos relevantes

- Entorno desafiante en Chile:** En Chile el EBITDA disminuyó 20,3% A/A, principalmente por el efecto base comparativo alto luego de un 2021 positivo, sumado al efecto de las presiones inflacionarias y mayores costos logísticos, especialmente en los negocios de Mejoramiento del Hogar y Tiendas por Departamento. En Argentina el EBITDA aumentó 139,1% A/A, apoyado por una mejor dinámica operacional con la recuperación de Centros Comerciales, la resiliencia de Supermercados y el negocio de Mejoramiento del Hogar, además de mayor dilución de gastos sobre ingresos. En Perú, el EBITDA se incrementó en 53,2% A/A, producto de mayor participación de mercado de Metro, una sólida dinámica de las tiendas de formato Cash&Carry y la recuperación de Centros Comerciales, además de programas de eficiencia y automatización que permitieron mantener el margen EBITDA en doble dígito. En Colombia, todos los negocios crecieron a doble cifra y el EBITDA aumentó 24,5% A/A, reflejando mayor dinamismo en el consumo y el efecto del día sin IVA, además del incremento de la venta de canal online en comparación con los otros países; sin embargo, los esfuerzos en materia de dilución de gastos no lograron compensar el efecto de mayores costos logísticos y de almacenamiento, lo que resultó en una contracción de 54 pbs en el margen. En Brasil, los negocios empiezan a ganar participación de mercado y el formato Cash&Carry mantuvo un buen desempeño, favoreciendo los ingresos y pese al incremento de 25,1% A/A en el EBITDA, las presiones inflacionarias y mayores gastos de personal resultaron en una contracción de 55 pbs en el margen.

- Resultados consolidados:** Los ingresos aumentaron 27,5% A/A, producto de mayores ventas en todos los países y mayor participación de mercado en Supermercados, además del crecimiento del canal online. Sin embargo, el margen bruto se contrajo hasta su nivel más bajo desde el 3T20 y aunque el EBITDA creció 4,6% A/A, presentó una contracción de 206 pbs en el margen, principalmente por el efecto de las presiones del entorno inflacionario, escenario que se mantendría en lo que resta del año, además de la alta base comparativa en Chile, con lo que esperamos que la compañía continúe implementando estrategias de precios y eficiencias que permitan hacer frente al entorno de mayores costos. La utilidad neta controladora se situó en terreno negativo, principalmente por una pérdida de CLP 21,7 mil MM en reevalúo de propiedades de inversión, además de mayores gastos financieros, el efecto de la inflación y la devaluación del peso chileno. El Flujo de Caja Neto se posicionó en CLP -168 mil MM en el 1S22, en contraste con el flujo positivo por CLP 19,7 mil MM en el 1S21, principalmente por menor flujo de actividades de operación, mayor nivel de CAPEX y mayor flujo de financiamiento, explicado por el pago de dividendos en mayo de 2022.

Resumen resultados financieros

Cifras en CLP mil MM	Cencosud				
	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	2.670	2.985	3.405	14,0%	27,5%
EBITDA Ajustado	307	365	321	-11,9%	4,6%
Utilidad Neta Controladora	94	143	-20	N.A.	N.A.
Margen EBITDA	11,5%	12,2%	9,4%	-278 pbs	-206 pbs
Margen Neto	30,8%	39,1%	-6,3%	-4.538 pbs	-3.706 pbs

5 de septiembre de 2022

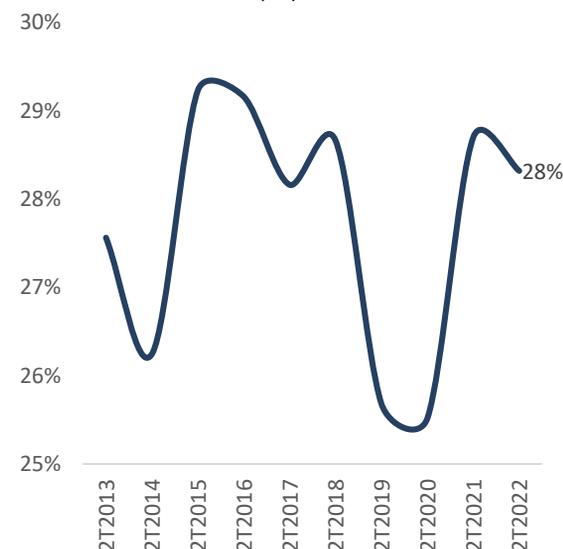


Información especie

Cifras en CLP

Precio Objetivo	1.500
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap. (BN)	3,4
Último Precio	1.196
YTD (%)	-16%

Gráfica 1. Evolución Margen Bruto 2T (%)



Fuente: Cencosud. Construcción: Casa de Bolsa SCB

Laura López Merchán
Analista Renta Variable
laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia
Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Fuente: EEFF Cencosud. Construcción: Casa de Bolsa SCB

Puntos Destacados de la Conferencia

- **Las ventas de marca propia toman relevancia**, con un aumento de 26% A/A, principalmente en Chile, Perú y Brasil, con un crecimiento de 110 pbs en la participación sobre los ingresos totales.
- Aunque se han evidenciado menores **tasas de penetración online de la compañía** con un 2022 de mayor movilidad y 100% de las tiendas en operación, este indicador se mantiene en doble dígito, pese a la alta base comparativa del período anterior.
- **Cencosud abrió y transformó 15 tiendas en Sudamérica** en el 2T22, con más de 18.000 m2 de sala de venta. Además, remodeló 18 tiendas con el objetivo de mejorar la experiencia de compra física, aumentar la eficiencia, incorporar la experiencia digital y reducir el impacto en la huella de Carbono.
- Con relación a la **adquisición de The Fresh Market, que ampliaría la diversificación geográfica hacia Estados Unidos**, la compañía mencionó que la transacción fue pagada con caja de Cencosud y deuda bancaria a 12 meses (USD 300 MM). La cadena cuenta con 160 tiendas en 22 estados del país y Cencosud estima un incremento de USD 50 MM en su EBITDA anual producto de esta adquisición.
- El 1 de julio de 2022 se concretó la **adquisición del 100% de la cadena de supermercados GIGA en Brasil**. De acuerdo con la administración, esta transacción le permite a Cencosud Brasil fortalecer su posición en el formato de supermercados mayoristas Cash&Carry, alcanzando alrededor de un 30% del total de ventas.
- Con respecto al notable **aumento de los inventarios de la compañía, especialmente en los negocios de Mejoramiento del Hogar y Tiendas por Departamento**, la administración señaló que es producto principalmente del impacto de la depreciación del CLP sobre los productos importados y la disrupción de la cadena de suministros. En este frente, Cencosud espera disminuir este inventario para finales del 3T22, dependiendo del comportamiento de los consumidores, señalando que en un entorno de mayores costos, una estrategia de descuentos no sería adecuada.

Criterios ESG

- **El negocio de Tiendas por Departamento lanzó la iniciativa “Es Local”** que reúne pequeñas empresas locales de moda, belleza, deco hogar y accesorios, que fomentan la producción responsable, con el objetivo de promover su desarrollo y ampliar la oferta de productos a los clientes.
- La compañía aborda el tema ambiental desde distintos frentes en donde destacan: **I)** El programa “Rescate de Alimentos” ha donado más de 550 toneladas de comida a más de 4.800 entidades beneficiadas durante el 2022, **II)** Bretas (Brasil) ha utilizado más de 3.000 MWh de electricidad de fuente 100% renovable, proveniente de paneles solares, y **III)** La alianza de Cencosud Colombia con el Fondo Mundial para la naturaleza, que busca promover un estilo de vida sostenible para los colaboradores.



ARGOS

Coberturas y precios no apaciguaron presiones



Regresar

Coberturas y precios no apaciguaron presiones

Cementos Argos presentó resultados NEGATIVOS durante el 2T22, en línea con las expectativas del mercado. Los ingresos se incrementaron hasta un nuevo récord histórico (+15,3% A/A), principalmente por la continuidad de la estrategia de mayores precios en todas las regiones. El EBITDA ajustado se mantuvo estable (+0,6% A/A), en medio de un entorno inflacionario que continuó impactando la rentabilidad, efecto que no pudo ser compensado por la estrategia de cobertura en energéticos. La Utilidad Neta sorprendió negativamente, ubicándose en su menor nivel desde el 2T20, principalmente por mayores gastos financieros. El Flujo de Caja Libre al 2T22 fue un 53,6% menor al reportado al final del 2T21, principalmente por mayor inversión en Capital de Trabajo y mayor CAPEX de sostenimiento y rentabilidad.

Hechos relevantes

• **Ingresos continúan batiendo récords:** Los ingresos aumentaron 15,3% A/A hasta un nuevo máximo histórico (COP 2,85 BN), apoyados por el comportamiento de la tasa de cambio, la estrategia de mayores precios en todas las regiones y el incremento de volúmenes de concreto (+13,4% A/A) a pesar del menor volumen de cemento (-4% A/A) -considerando las cifras ajustadas que excluyen el efecto de las desinversiones en EE.UU-. Para el 2S22, consideramos que la demanda en EE.UU. continuaría beneficiándose de la dinámica del sector residencial y comercial, además del proyecto de infraestructura, aunque las condiciones macroeconómicas podrían generar limitaciones sobre las operaciones. En Colombia, las sólidas cifras del sector de vivienda en 2021 e inicios de 2022, además de los proyectos de infraestructura y la exportación hacia otras regionales, continuarían apoyando los ingresos. En Centroamérica se extendería la recuperación del sector a un ritmo moderado.

• **Coberturas no lograron apaciguar las presiones sobre la rentabilidad:** Aunque el EBITDA ajustado se mantuvo con pocos cambios (+0,6% A/A), los altos costos de los combustibles continuaron impactando la rentabilidad de la compañía, traducido en una contracción de 269 pbs en el margen EBITDA y de 160 pbs en el margen bruto, efecto que no pudo ser compensado por la implementación de coberturas en energéticos, con ahorros consolidados por COP 84 mil MM durante el trimestre. Dado que este escenario se mantendría en lo que resta del año, esperamos que la compañía continúe trabajando en iniciativas de mejoras en precios, coberturas y eficiencias operativas que ayuden a mitigar las presiones sobre la rentabilidad.

• **Utilidad Neta, Flujo de Caja y Apalancamiento:** La Utilidad Neta presentó una sorpresa negativa frente a las expectativas del mercado, retrocediendo un 97% A/A hasta su nivel más bajo desde el 2T20, con una contracción de 646 pbs en el margen neto, impactada principalmente por mayores gastos financieros, en medio del notable incremento del costo del endeudamiento. El Flujo de Caja Libre al cierre del 2T22 fue un 53,6% menor al reportado al final del 2T21, principalmente por mayor inversión en Capital de Trabajo y mayor CAPEX de sostenimiento y rentabilidad. Los niveles de apalancamiento de la compañía se mantienen en el límite de 3,0x del indicador Deuda Neta / EBITDA + Dividendos, consecuente con el resultado de la estrategia de desapalancamiento implementada por la compañía, aunque consideramos importante monitorear el incremento de los costos de endeudamiento en medio del entorno inflacionario y del alza de tasas, considerando que el 60% de la deuda de la compañía está atada a tasas variables.

Resumen resultados financieros

Cemargos					
Cifras en COP miles MM	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Volumen de Cemento* (TM)	4.494	3.949	4.220	6,9%	-6,1%
Ingresos Operacionales	2.473	2.577	2.851	10,6%	15,3%
EBITDA*	522	359	525	46,2%	0,6%
Utilidad Neta Controladora	164	22	5	-77,1%	-97,0%
Margen EBITDA*	21,1%	13,9%	18,4%	449 pbs	-269 pbs
Margen Neto	6,6%	0,8%	0,2%	-67pbs	-646 pbs

Fuente: EEFF Cemargos. Construcción: Casa de Bolsa SCB

5 de septiembre de 2022



Información especie

Cifras en COP

Precio Objetivo	7.200
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap. (BN)	5,1
Último Precio	3.817
YTD (%)	-37,5%

Gráfico 1. Evolución Margen Bruto (%)



Fuente: EEFF Cemargos. Elaboración: Casa de Bolsa SCB

Laura López Merchán
Analista Renta Variable
laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Puntos Destacados de la Conferencia

- Frente al **gasto no operacional por USD 4,1 MM** mencionado en el reporte, relacionado con el proceso de listamiento, la compañía no entregó detalles adicionales de la evolución de este proceso.
- La administración comentó que espera **mejoras en los márgenes durante el segundo semestre de 2022**, en la medida en que se extenderá la estrategia de precios y de coberturas que permitan mitigar el efecto de las presiones inflacionarias.
- La compañía va a trabajar para **mitigar el impacto de las presiones que ejercen el incremento en los costos de endeudamiento**, considerando su alta exposición a tasas variables. Se mantiene la meta por debajo de 3x para el indicador de apalancamiento, lo que se ejecutaría mediante crecimiento de EBITDA y FCL, dado que no se planean desinversiones adicionales en el portafolio.

ESG

- La compañía manifestó que **se llevó a cabo de forma exitosa un piloto industrial de inyección de hidrógeno en Honduras**. Con esta tecnología la producción de la planta se incrementaría en aproximadamente 50 mil toneladas de Clínker por año, reduciendo el consumo de Petcoke en aproximadamente 2% e incrementando la sustitución potencial de combustibles alternativos en un 558%.



Desinversiones se completarían en el 3T22

 Regresar

Desinversiones se completarían en el 3T22

CLH publicó resultados financieros NEGATIVOS durante el 2T22. Los ingresos operacionales se incrementaron, apoyados por mayores precios, lo que permitió compensar la disminución de los volúmenes de cemento. No obstante, el EBITDA presentó una reducción importante en términos anuales, esta dinámica se extiende principalmente por el efecto de mayores costos operativos, especialmente en el combustible para hornos, que continúan ejerciendo presión sobre el margen EBITDA, con una contracción de 612 pbs y llevando al margen bruto cerca de su nivel mínimo histórico en el 4T21. La utilidad neta controladora se situó en USD -0,02 MM, contrastando con la ganancia registrada en el 2T21, consecuente con el entorno de mayores costos, reflejado en una importante disminución del resultado operativo. Por su parte, el flujo de efectivo libre se posicionó en terreno negativo, principalmente por menor flujo de operación, mayores inversiones en activo fijo, inversiones de capital de trabajo y otros gastos, así como un efecto negativo en el flujo de efectivo libre de las operaciones discontinuas.

Hechos relevantes

• **Colombia, estrategia en precios apoya ingresos:** En Colombia los ingresos se incrementaron 5% A/A, a pesar de menores volúmenes de cemento, compensados por mayores volúmenes de concreto y agregados, además de una mejora en los precios de cemento impulsada por los aumentos en el segmento de distribución que se realizaron en diciembre y abril. El sector formal fue clave para la demanda de concreto, además de las inversiones realizadas para aumentar la presencia en este rubro, especialmente en las áreas metropolitanas de Bogotá y Cali. Sin embargo, el EBITDA de la región disminuyó 27% A/A, consecuente con las presiones ejercidas por el entorno inflacionario, especialmente en el combustible. En este sentido, esperamos que los aumentos en precios, además de la implementación de estrategias de eficiencias operacionales ayuden a mitigar este impacto.

• **Panamá, mayores volúmenes:** Los volúmenes de cemento, concreto y agregados fueron superiores a los registrados durante el 2T21, impulsados por un entorno de mayor demanda favorecido por una mayor actividad del sector infraestructura, principalmente en la tercera línea del metro, aunque es importante señalar que aún falta terreno por recuperar frente a los volúmenes observados antes de la pandemia. Sumado a lo anterior, una mejora de 1% en los precios además de exportaciones de cemento y clínker a otros mercados cercanos desabastecidos, favorecieron un incremento de 25% A/A en los ingresos, aunque el EBITDA retrocedió un 13% A/A, con una contracción de aproximadamente 10 pbs en el margen.

• **Resto de CLH retrocede en volúmenes:** En Guatemala, las condiciones climáticas con fuertes lluvias durante los meses de mayo y junio, además de la estrategia de aumento de precios impactaron de forma negativa a los volúmenes (-12% A/A). En Nicaragua, los volúmenes se mantuvieron relativamente estables, a medida que se modera el crecimiento de la demanda que se observaba en el sector de infraestructura en períodos anteriores. La compañía espera que la transacción correspondiente a la venta de sus operaciones en Costa Rica y El Salvador se complete hacia el 3T22; por lo que las operaciones por estos activos para la venta durante el 2T22 fueron contabilizadas netas de impuestos a la utilidad, en la cuenta de Operaciones Discontinuas.

Resumen resultados financieros

Cifras en USD MM	CLH				
	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Volumen Cemento (mil tn3)	1.373	1.433	1.352	-5,7%	-1,5%
Volumen Concreto (mil m3)	379	472	480	1,7%	26,6%
Ventas	193	209	206	-1,0%	6,7%
EBITDA	44	36	34	-6,9%	-22,3%
Utilidad Neta	16	16	0	N.A.	N.A.
Margen EBITDA	22,5%	17,4%	16,4%	-104 pbs	-612 pbs
Margen Neto	8,2%	7,7%	0,0%	-771 pbs	-821 pbs

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

5 de septiembre de 2022



Información especie

Cifras en COP

Market Cap. (BN)	1,62
Último Precio	2.800
YTD (%)	-2,1%

Gráfico 1. Margen bruto (%)



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

Laura López Merchán
 Analista Sector Construcción e Infraestructura
 laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
 Gerente de Estrategia Renta Variable
 omar.suarez@casadebolsa.com.co



Nuevos socios se suman a DCO

 **Regresar**

Nuevos socios se suman a DCO

Concreto publicó resultados financieros NEGATIVOS en el 2T22. Los ingresos crecieron en 65,6% A/A, apalancados en la dinámica del crecimiento del negocio de construcción, mayores ingresos por construcción e incrementos en escrituración de vivienda, además de mayor nivel de tráfico en las concesiones, que se enfrentaron a una base comparativa alta en 2021, donde se percibió la compensación por Covid. El EBITDA aumentó un 15,6% A/A, producto de la dinámica mencionada previamente, donde se evidenció una contracción en el margen de aproximadamente 738 pbs, consecuente con mayor nivel de costos. En tanto que la utilidad neta se vio impactada con una reducción de 13% A/A, principalmente por el mayor nivel de gastos financieros.

Hechos relevantes

- **Construcción:** El backlog cerró en COP 2,9 BN (consecuente con la meta de COP 1 BN por año), para el 2S2022 la compañía registró una ejecución de COP 618 mil MM, consecuente con el impacto proveniente de los retrasos en aprobación de diseños, licencias, consecución de registros y permisos, especialmente en Bogotá. El negocio de infraestructura concentra el 58% del Backlog, principalmente en los proyectos Ruta 40, DCO y las troncales de Transmilenio en la 68 y Soacha. Mientras que el 42% restante se concentra en construcción mayormente en proyectos de Concreto USA (Midtown Doral y casas y townhouses en Homestead).
- **Concesiones:** En línea con el mayor nivel de tráfico en el proyecto Vía 40 Express (+20,2% A/A), el EBITDA de la concesión volvió a posicionarse en terreno positivo (COP 3,9 mil MM en el 2T22 vs COP -7,2 mil MM en el 2T21), aunque en el acumulado del 1S22 el desempeño continúa en negativo como consecuencia del efecto de base comparativa alta generado por la compensación por Covid recibida en 2021. En el proyecto Devimed, el tráfico se incrementó 30,4% A/A, especialmente en el peaje Palmas, con lo que el EBITDA se mantuvo en niveles similares al 2T21 (-3% A/A). DCO se encuentra en etapa de diseño y con la entrada de 2 nuevos inversionistas se está iniciando el proceso de cierre financiero.
- **PACTIA:** El NOI acumulado creció 8,8% A/A, principalmente por la recuperación de la ocupación hacia niveles promedio históricos, a excepción de los hoteles, aunque se está observando una reactivación del segmento que permitiría mejorar los indicadores de ocupación en el próximo trimestre.
- **Vivienda:** Las ventas en el 2T22 disminuyeron en 50% A/A en Colombia, en medio de un entorno de incertidumbre política, además mayores tasas de interés e incrementos en los precios de vivienda que buscan mitigar el efecto de los altos costos de los materiales de construcción. En EE.UU. las ventas se redujeron en 28% A/A, aunque se mantienen cerca del promedio de los últimos 6 trimestres. En términos generales, consideramos que las alzas en las tasas de interés y el incremento de precios continuarían ejerciendo presiones sobre la demanda de vivienda, aunque resaltamos que la compañía no tiene un volumen importante de proyectos en construcción próximos a entregarse con riesgo de acumular inventario.
- **EBITDA y Utilidad Neta:** En línea con lo expuesto anteriormente, el EBITDA aumentó 15,6% A/A, aunque con una contracción de 738 pbs en el margen, principalmente por mayores costos. En tanto que la utilidad neta se vio impactada con una reducción de 13% A/A, principalmente por el mayor nivel de gastos financieros.

5 de septiembre de 2022

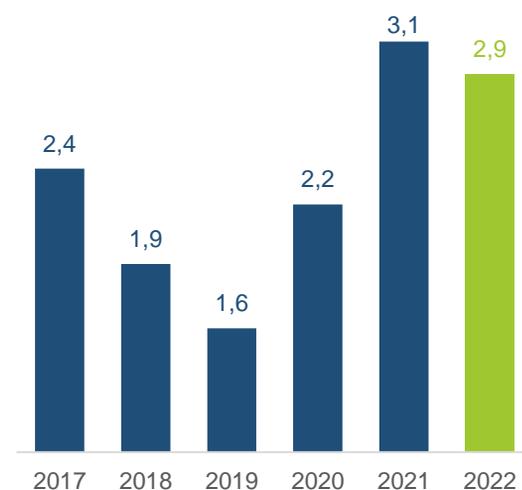


Información especie

Cifras en COP

Recomendación	En Revisión
Market Cap. (BN)	0,3
Último Precio	COP 265
YTD (%)	-8,6%

Gráfica 1. Backlog en COP BN



Fuente: Informes financieros al 1T22 Concreto.

Resumen resultados financieros

Cifras en COP MM	Concreto				
	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	175.866	237.128	291.153	22,8%	65,6%
EBITDA	42.981	29.877	49.672	66,3%	15,6%
Utilidad Neta	28.326	22.255	24.637	10,7%	-13,0%
Margen EBITDA	24,4%	12,6%	17,1%	446 pbs	-738 pbs
Margen Neto	16,1%	9,4%	8,5%	-92 pbs	-764 pbs

Laura López Merchán
Analista Sector Consumo & Construcción
laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia
Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Puntos Destacados de la Conferencia

- Con la **extinción del proceso de responsabilidad fiscal en contra de los actores del proyecto Hidroituango**, el 25 de mayo del presente año, **la compañía recibió la autorización por parte de la SIC para la terminación del Acuerdo de Reorganización** en el marco del Decreto 560 de 2020, con lo que se normalizó la operación del negocio. Concreto está en conversaciones con EPM con respecto a las obras pendientes de Hidroituango, dado que el aplazamiento de la licitación en curso está recortando el plazo del empalme.
- Con la salida del Proceso de Reorganización, el **pago de dividendos** de la compañía se realizaría en el mes de septiembre, en un monto correspondiente a aproximadamente COP 4,4 / Acción.
- Con relación a la **vinculación de nuevos socios financieros al proyecto Doble Calzada Oriente**, la compañía mencionó que los 3 inversionistas tomaron esta decisión con el objetivo de darle mayor fortaleza a la concesión. En el 2T22 se sumaron a este proyecto Black Rock y AC Capitales. La inversión total del proyecto es de COP 960 mil MM y el contrato de construcción es del orden de COP 30 mil MM –con lo cual Concreto bajó su participación del 60% al 25% de la inversión en la concesionaria y el 57% en el contrato de construcción-.
- En el 2T22 **la compañía recibió la adjudicación por parte del IDU de un intercambio vial en la Autopista Sur con Av. Bosa** (en Bogotá), con un costo de COP 182 mil MM. Frente a este proyecto, la administración se muestra confiada dada su experiencia en proyectos similares. Adicionalmente, se adjudicó un subcontrato a Concreto por COP 23 mil MM para la ejecución de obras de instalación de la vía férrea y los talleres del Regiotram de Occidente.
- La decisión de una posible **recompra de acciones** corresponde a la Junta Directiva, aunque el tema se ha evaluado, la compañía señala un entorno de incertidumbre, donde la compañía se enfoca en la destinación de caja a proyectos que proporcionen oportunidades de mercado.



Construcciones
EL CONDOR S.A.

Mayor ejecución impulsa ingresos

 Regresar

Mayor ejecución impulsa ingresos

El Cóndor publicó resultados financieros NEUTRALES durante el 2T22. Los ingresos de la compañía se incrementaron en 72,2% A/A frente a la cifra reportada en el 2T21, en línea con una mayor ejecución de obras, con lo cual el EBITDA presentó un notable incremento de 172,8% A/A, con una expansión de 644 pbs en el margen EBITDA, donde vale la pena mencionar que el bajo ritmo de ejecución observado en el 2T21, generaron un efecto de base comparativa baja. El resultado neto de la compañía se posicionó en terreno negativo por tercer trimestre consecutivo (COP -8 mil MM), con un mayor deterioro frente a la cifra reportada en el 2T22 (COP -0,1 mil MM), comportamiento principalmente explicado por resultados negativos por método de participación –sin efecto total en caja-, además del mayor nivel de gastos financieros. Finalmente, el Backlog de la compañía al cierre del 2T22 se ubicó en COP 3,3 BN, sin cambios frente al reportado al cierre de 2021 y un 5,7% inferior al anunciado durante la presentación del 1T22.

Hechos relevantes

- Mayor nivel de ingresos:** Los ingresos de la compañía se incrementaron en 72,2% frente a la cifra reportada en el 2T21, comportamiento explicado por la dinámica de los contratos EPC, resaltando además de la mayor ejecución de obras de los nuevos contratos de la compañía, la recuperación de tráfico y recaudo a niveles previos a la pandemia en las concesiones Pacífico 3 y Ruta Al Mar, cuyos avances de obra se posicionan en 93,73% y 84,1% respectivamente. Esperamos que el tráfico mantenga la senda positiva de recuperación a lo largo de los últimos trimestres.

- EBITDA y Utilidad Neta, con terreno por recuperar:** Aunque el EBITDA presentó un notable incremento de 172,8% A/A con un incremento de 644 pbs en el margen, apoyado principalmente por un mayor ritmo de ejecución –que aún es moderado-, aún hay terreno por recuperar frente a los niveles observados antes de la pandemia. El entorno de altos costos de materiales de construcción no parece haber impactado los márgenes de rentabilidad, aunque consideramos importante monitorear este aspecto de cara a futuros periodos, puesto que este escenario podría mantenerse a lo largo del año. De otra parte, el resultado neto de la compañía se posicionó en terreno negativo por tercer semestre consecutivo, en medio de un mayor nivel de gastos financieros y aún con efectos contables del reconocimiento de los resultados por método de participación de las concesiones Ruta al Mar, Pacífico 3 y VINUS, dado que a partir del 1T22 la compañía comenzó a incorporar las pérdidas contables de sus participaciones en las concesiones, donde vale la pena resaltar que este efecto contable no se refleja en la caja de la compañía, sin el cual la utilidad neta habría sido de COP 2,6 mil MM.

- Avances en Cashout de Vinus:** La fecha tentativa para refinanciación sería en la última semana de agosto. Sin embargo, es importante mencionar que el monto (COP 96 mil MM) es un 20% inferior al anunciado durante la conferencia de resultados del 1T22, como consecuencia del efecto de las alzas en las tasas de interés.

- Backlog disminuye:** Observamos una disminución de 0,6% en el Backlog frente a la cifra reportada en el 1T22, frenando la dinámica creciente de los cuatro trimestres previos. La compañía en el estudio y estructuración de nuevos proyectos que suman un total de COP 4,4 BN y que permitirían mantener e incrementar la facturación de forma progresiva luego de 2023.

5 de septiembre de 2022

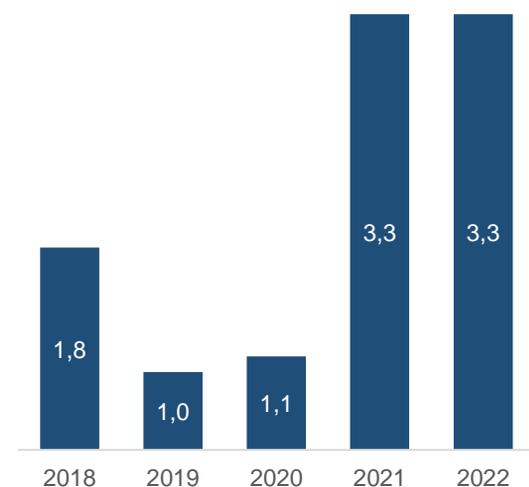


Información especie

Cifras en COP

Market Cap. (BN)	0,6
Último Precio	COP 1.045
YTD (%)	+29%

Gráfica 1. Backlog (COP BN)



Fuente: Construcciones El Cóndor.

Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	El Cóndor				
	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	111	161	190	18,3%	72,2%
EBITDA	12	33	33	-0,4%	172,8%
Utilidad Neta	-0,1	-9	-8	N.A.	N.A.
Margen EBITDA	11,0%	20,3%	17,5%	-286 pbs	644 pbs
Margen Neto	-0,1%	-5,7%	-4,2%	148 pbs	-416 pbs

Laura López Merchán
 Analista Sector Construcción
 laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
 Gerente de Estrategia
 Renta Variable
 omar.suarez@casadebolsa.com.co

Puntos Destacados de la Conferencia

- **Con respecto a la venta de participación en Pacífico 3**, la administración mencionó que ya recibió ofertas vinculantes y se encuentra haciendo el análisis correspondiente de las mismas, además del proceso de negociación frente a las que parecen atractivas desde el punto de vista de la Junta Directiva. La expectativa de completar este proceso se mantiene al 2S22.
- La compañía mencionó que continúa trabajando en la **generación de Backlog mediante proyectos de iniciativa pública y privada**. Actualmente se efectúan trabajos en la estructuración, prefactibilidad y factibilidad de dos proyectos de iniciativa privada. Adicionalmente, El Cóndor está participando en dos licitaciones de obra pública en Cundinamarca: vía Zipaquirá – Pacho- La Palma (COP 84,9 mil MM) y el puente sobre el sector Los Chorros (COP 68,2 mil MM).
- Con respecto a la **participación del Grupo Colpatria como accionista estratégico**, la compañía se mostró optimista. Sin embargo, considerando que esto implica una reducción en el número de acciones flotante, hasta el momento la compañía considera que es muy prematuro contemplar un posible desliste de la acción.



Un trimestre con alto voltaje

 Regresar

Un trimestre con alto voltaje

En nuestra opinión, Celsia mostró resultados POSITIVOS en el 2T22, mejores que las expectativas del mercado. A nivel consolidado, los ingresos tuvieron un buen comportamiento anual (+28,5% A/A y -7,7% T/T) principalmente por Colombia, en medio de una mayor generación (+13,9% A/A y -7,4% T/T) y venta de energía (+9,8% A/A y -4,4% T/T) tanto en contratos como en el spot. Los costos consolidados (+16,3% A/A y -12,8% T/T) estuvieron relacionados con mayores compras de energía en bolsa, presiones inflacionarias reflejadas en un aumento en el costo de materiales, junto a mantenimiento y depreciación por la entrada en operación de nuevos proyectos. Resaltamos el esfuerzo trimestral de la compañía con un menor crecimiento en por encima de la variación de los ingresos. El incremento a doble dígito de los gastos administrativos (+24,9% A/A y +10,3% T/T) se da principalmente por deterioro de cartera y la estructuración de los negocios de movilidad. **En medio de lo anterior el EBITDA tuvo un desempeño sobresaliente a nivel anual y estabilidad trimestral (+46,2% A/A y +0,7% T/T) con el margen llegando a 37,9% (+458pbs A/A y +266 pbs T/T), siendo el mayor margen para un 2T desde la aplicación de normas IFRS en 2015 y el mayor a nivel trimestral desde el 4T19.** A nivel no operacional, se presentaron otros ingresos netos por COP 11,3 mil MM derivados de la plataforma Laurel frente a gastos en el 2T21. A nivel de MPP se registraron pérdidas por COP 9,8 mil MM por gastos en el proyecto Tesorito. Llama la atención el aumento en gastos financieros (+49,2% A/A y +18,1% T/T) por un mayor nivel de tasas indexadas, con la tasa promedio en COP llegando al 11% (+571 pbs A/A) y en dólares al 6,7% (+104 pbs A/A). En el trimestre se presentó una menor tasa de impuestos (34% vs 35,5% 2T21). De esta manera, la utilidad neta de la controladora tuvo un buen comportamiento (+84,6% A/A y +3% T/T) y el margen neto llegó al 8,8% (+266 pbs A/A y +91 pbs T/T).

Hechos relevantes

- **Colombia con buen ritmo de demanda:** La generación de energía presentó una buena dinámica anual al ubicarse en 1,3 mil Gwh (+13,9% A/A y -7,4% T/T), impulsado a nivel anual tanto por ventas en contratos (+9,4% A/A y +8,3% T/T) como por ventas en bolsa (+10,5% A/A y -19,7% T/T). A nivel de precios, la mejor dinámica a nivel de contratos (+10,9% A/A y +2,7% T/T) se relaciona con su indexación al IPP, mientras que la contracción trimestral en precios en bolsa (10,5% A/A y -19,7% T/T) se debe a la mayor participación del recurso hídrico en la matriz de generación. Por su parte, el Cargo por Confiabilidad presentó variaciones del 10,9% A/A.
- En el segmento de Distribución y Comercialización, los ingresos por Uso y Conexión de Redes tuvieron un comportamiento fortalecido por la entrada en operación comercial de nuevos activos y por el mayor IPP (+35,3% A/A y +16,3% T/T). Los ingresos por comercialización de energía estuvieron explicados por 63 Gwh adicionales comercializados en el periodo (+33% A/A y +12,2% T/T).
- **Centro América con mejor comportamiento:** La generación de energía presentó un comportamiento positivo al ubicarse en 207 Gwh (+18,1% A/A y +6% T/T), impulsado por Dos Mares, reflejando el esfuerzo en mejoras operacionales que ha venido realizando la compañía.
- **Flujo de Caja fortalecido por el EBITDA:** El 2T22 finalizó con COP 160 mil MM en caja, donde sobresalen necesidades de capital de trabajo neto por COP 112 mil MM, pago de impuestos por COP 120 mil MM, pago de dividendos por COP 158 mil MM y Capex por COP 816 mil MM. Por su parte, pese al incremento en la deuda bruta hasta COP 5,1 BN (+18,5% A/A) el buen comportamiento del EBITDA permitió una reducción del indicador Deuda Neta / EBITDA hasta 3x frente a 3,3x del 2T21. A nivel de Capex, la ejecución del 1S22 estuvo enfocada principalmente en las plataformas de inversión (COP 605,6 mil MM) y planes de expansión (COP 130 mil MM).

5 de septiembre de 2022

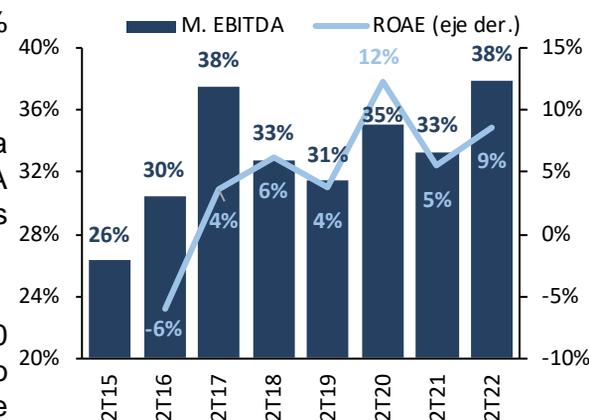


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	5.196
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	3,8
Último Precio	3.580
YTD (%)	-13,8%

Gráfica 1. Margen EBITDA y ROE



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

Roberto Carlos Paniagua
Analista Oil & Gas y Utilities
Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia
Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Resumen resultados financieros

Cifras en COP Mil MM	Celsia				
	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	940	1.309	1.208	-7,7%	28,5%
EBITDA	313	455	458	0,7%	46,2%
Utilidad Neta controladora	57	103	106	3,0%	84,6%
Margen EBITDA	33,3%	34,7%	37,9%	318 pbs	458 pbs
Margen Neto	6,1%	7,8%	8,8%	91 pbs	266 pbs
ROAE 12M	5,5%	7,6%	8,6%	100 pbs	312 pbs
Energía Producida (Gwh)*	1.178	1.450	1.342	-7,4%	13,9%
Energía Vendida (Gwh)*	1.464	1.682	1.608	-4,4%	9,8%

*Colombia

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

Puntos Destacados de la Conferencia

- **Respecto al alto margen EBITDA del 2T22**, es probable que dadas las condiciones de mejor hidrología y la corrección a la baja de los precios en bolsa, se presenten niveles más moderados para la segunda parte del año.
- **Sobre el aumento anual que han presentado los gastos financieros**, la compañía manifiesta que busca una estructura de calce en indexadores de ingreso y gasto financiero, ambos relacionados con la inflación.
- **Sobre la reciente publicación por parte del Gobierno saliente de las primeras puntadas para una futura subasta offshore**, la compañía manifestó que, aunque no son expertos en *offshore*, es una oportunidad importante dadas las características geográficas del país, aunque bajo las condiciones actuales primero se deben solucionar retos en materia de infraestructura para que la energía eólica *offshore* pueda llegar a competir en Colombia con la energía eólica y solar *onshore*.
- La compañía considera que, según sus cálculos, **el múltiplo actual EV / EBITDA de ~ 6x se encuentra por debajo de su muestra de comparables en la región (8x – 10x)**. Además, mencionaron una valoración interna realizada para la última Asamblea en la cual establecieron un valor intrínseco de ~ COP 5.500.
- **Respecto a la termoeléctrica El Tesorito**, esperan entrada en operación en menos de 1 mes, sumando cerca de 200 MW de energía confiable a la matriz de Celsia. Esta planta permitirá a Celsia cubrir su portafolio de energía renovable convencional y no convencional. Cabe recordar que, Celsia cuenta con una participación del 57,5% y que, de la inversión realizada en la construcción de la planta (USD 210 MM), USD 170 MM fueron financiados a un plazo de 15 años. La ubicación de esta planta a boca de pozo permite reducir significativamente riesgos asociados a regasificación y transporte dada la cercanía con pozos de Canacol (socio del proyecto).
- La compañía estima que se presenten algunos beneficios tributarios en el 2S22 derivados de los proyectos renovables no convencionales.
- En el 2S22 Celsia debe presentar su plan quinquenal 2024 – 2028 ante la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME).

ESG

- La compañía viene trabajando en materia de **estudios para generación con hidrógeno**, buscando generarlo con fuentes renovables y descarbonizar procesos productivos en sectores como acero, cemento, entre otros. Dicha tecnología aún tiene una curva de mejoramiento significativo dado su alto costo actual

isa

Inflación brinda protección a los ingresos

 Regresar

ISA registró resultados POSITIVOS durante 2T22, con una utilidad de COP 670 mil MM (+55,4% T/T y +14,4% A/A), COP 132 mil MM o 24,6% superior a nuestra estimación. La diferencia se explica principalmente por el efecto del impuesto a las ganancias de COP 80 mil MM (-71,6% T/T y - 75,8% A/A), debido al efecto favorable de los Juros de Capital Propio de CTEEP y sus filiales sobre la tasa efectiva de impuestos (menor), que anteriormente se registraban solamente en el 4T del año. Así las cosas, el desempeño de la compañía se mantuvo en línea con nuestra expectativa favorable, con ingresos totales por COP 3,1 BN (+3,7% T/T y +14,5% A/A), 3,7% superior a nuestra estimación, y un EBITDA de COP 2,3 BN (+13,3% T/T y + 10,1% A/A, homologado con el cálculo realizado por Ecopetrol). En el 2T22, ISA ganó dos lotes (de 13) en la subasta pública realizada por la agencia de energía eléctrica brasilera, consolidando su participación en el mayor mercado latinoamericano.

Hechos relevantes

- **Indexación:** En línea con lo esperado de una estructura de ingresos basada en cargos regulados, los ingresos y el desempeño de la operación se vienen ajustando al alza con la entrada en operación nuevos proyectos, la expansión de los existentes y el efecto de la indexación, especialmente acentuado durante el último año (Gráfica 1). Teniendo esto en mente, con variaciones anuales de la Unidad de Fomento (Chile) y el IPCA (Brasil) superiores al 11%, y la inflación anual en Colombia cercana al 10%, **el Retorno Sobre el Patrimonio (ROE) del 11,1% registrado en 2T22 no es sobresaliente.**
- En cuanto al margen neto de 20,6%, se vio beneficiado por el efecto favorable del ajuste en impuestos ya explicado, junto con los ingresos de operación, mientras que el efecto de los ingresos y gastos financieros netos incrementó, pasando de COP 191 a 258 mil MM de reducción en la utilidad final. La deuda financiera consolidada totalizó COP 29 BN, con el indicador Deuda bruta / EBITDA ubicándose en 4,05x, un nivel cómodo para el sector.
- **Otros hechos relevantes:** El avance en el cumplimiento de la Estrategia 2030 se evidencia en el incremento de 40% en las inversiones comprometidas para los próximos cuatro años (USD 4,6 BN). Al cierre del ejercicio, ISA comunicó la adjudicación de dos de los trece lotes adjudicados en la subasta pública realizada por la Agencia Nacional de Energía Eléctrica (ANEEL) en Brasil a ISA CTEEP, por un total de USD 780 millones, 1.139 kms de línea y un ingreso anual de USD 60 millones. Actualmente, la compañía está construyendo 33 proyectos de transmisión eléctrica, un proyecto de baterías a gran escala y la carretera Ruta del Loa (136 km.).

Resumen resultados financieros

Cifras en COP miles MM	ISA				
	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos de Operación	2.298	2.309	2.568	11,2%	11,7%
Costos y Gastos AOM	441	553	541	-2,2%	22,7%
Utilidad por actividades de operación	1.780	1.672	1.961	17,3%	10,2%
Utilidad antes de impuestos	1.335	1.034	1.258	21,7%	-5,8%
Utilidad antes de interés minoritario	1.004	752	1.178	56,6%	17,3%
Interés minoritario	418	321	507	58,3%	21,3%
Utilidad neta	586	431	670	55,4%	14,4%
EBITDA Total	2.022	1.965	2.226	13,3%	10,1%
Margen EBITDA	88,0%	85,1%	86,7%	158 pbs	-130 pbs
Margen Neto	25,5%	18,7%	26,1%	742 pbs	61 pbs

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

5 de septiembre de 2022

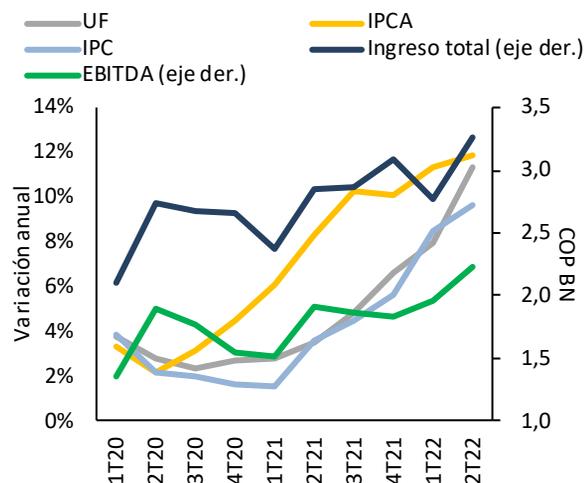


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	25.870
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	22,93
Ultimo Precio	20.700
YTD (%)	-7,6%

Gráfica 1. Ingresos, EBITDA e indexación



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

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

Teleconferencia

- **Aclaración respecto al incremento en el Capex futuro:** El incremento en el Capex comprometido de COP 12,7 a 18,2 BN, se explica por los dos lotes recientemente ganados en Brasil (+3,1 BN), proyectos de refuerzo (+1,5 BN) y proyectos en Colombia de ISA Transelca e Internexa por 0,9 BN.
- **Aclaración respecto a las restricciones de integración horizontal en la región:** La restricción de integración horizontal para las actividades del sector energético, que le impiden a un transmisor eléctrico ser además generador eléctrico, como aplica en Colombia, se presenta igualmente en Chile, pero no en Perú ni en Brasil.
- **Futuros emprendimientos:** La compañía reiteró que está encaminada para incursionar en el mercado eléctrico estadounidense.

ASG

- Según el Índice de Inversión Social Privada 2022 de la firma Arteaga & Asociados, ISA fue galardonada como una de las organizaciones con mejor estrategia de inversión social.
- Los cambios anunciados por el Gobierno entrante sobre la composición de la Junta Directiva de Ecopetrol resultarán a su vez en mayor atención del mercado sobre posibles modificaciones en ISA, al tratarse de los emisores (acciones y bonos) más importantes del país.



Se disipa ruido de la enajenación

 Regresar

Calificamos como **NEUTRALES** los resultados del 2T22 publicados ayer por Grupo Energía Bogotá (GEB), levemente por debajo de nuestras expectativas a lo largo del estado de resultados, en un trimestre en el que el método de participación patrimonial en asociadas y negocios conjuntos continúa siendo mayor al resultado operacional de los negocios controlados (1,23x), tal como lo ha sido a nivel trimestral desde el 1T21. Durante el 2T22 se evidenció el efecto positivo de la indexación tarifaria en los negocios con cargos regulados, así como el desempeño favorable de la generación eléctrica en Colombia. El ingreso de las actividades consolidadas de COP 1,6 BN (+5,3% T/T y +22,9% A/A) fue 3,9% menor a nuestra estimación, la utilidad bruta de COP 712 mil MM (+1,4% T/T y + 20,8% A/A) fue 1,4% superior a nuestro valor esperado, y la utilidad neta de la participación controladora de COP 661 mil MM (-1,6% T/T y +0,8% A/A) resultó 4,3% inferior a nuestra proyección. El resultado operacional menor a nuestra expectativa fue compensado por un mejor desempeño en el método de participación patrimonial. El EBITDA de COP 738 mil MM (margen de 45,2%) correspondió en 99,8% a las actividades controladas, disminuyendo 69,7% T/T por el efecto de los dividendos recibidos en el 1T22 y aumentando 15,2% anual. Recordamos que se conoció la decisión del Distrito de Bogotá de terminar el proceso de enajenación del 9,4% de sus acciones en GEB.

Hechos relevantes

- Indexación:** Esperamos que el aporte del negocio de transmisión continúe incrementando en la medida en que se incorporen nuevos proyectos de transmisión en los siguientes años, inclusive a un ritmo mayor con la incorporación de negocios en Brasil (Argo y ahora Odoyá, Esperanza, Sanguinetti, etc.). Por lo pronto, tanto para esta actividad como para las demás actividades en las que participa la compañía, la mejora en el ingreso se explica principalmente por el efecto de la indexación sobre los cargos regulados y los contratos de suministro de electricidad .
- TGI y Cálida:** Destacamos el margen EBITDA de 78,6% de TGI en 2T22, superior al promedio de 2021 (78,2%) y al de 2020 (77,1%). La utilidad neta de COP 26 mil millones creció 21,1% T/T y disminuyó 4,6% A/A, ubicándose en niveles similares al promedio trimestral de 2021 (25 mil millones), muy por debajo de los 38 mil que en promedio se registró en 2020, cuando se contaba con el ingreso por capacidad de Chuchupa – Ballena. Los resultados del trimestre se vieron afectados por el reconocimiento de la pérdida de un laudo arbitral de Contugas. Por otro lado, el incremento de los costos y gastos del trimestre se relaciona en parte con el efecto adverso de la ola invernal en Colombia sobre la infraestructura de transporte de gas. En cuanto a Cálida, las nuevas conexiones junto con el efecto de la indexación explican el crecimiento a lo largo del estado de resultados, con los ingresos, la utilidad neta y el EBITDA creciendo 17,4% A/A, 2,4% A/A y 10,9% A/A respectivamente. Debe notarse que, si bien el incremento en costos y gastos limitó a la utilidad, este aumento se explica por el incremento en la inversión que se detuvo durante la reciente pandemia (despliegue del OPEX asociado a la inversión).
- ENEL Colombia:** Esta compañía explica buena parte del crecimiento de 6,7% T/T y 14,0% A/A en el método de participación obtenido en 2T22, ubicado en COP 546 mil MM. Enel Colombia se ha visto beneficiado por el efecto de la indexación, una mayor base regulatoria de activos (resultado de inversiones pasadas de Codensa), así como la gestión comercial que se evidencia en la actividad de generación eléctrica (Emgesa). La variación anual de los ingresos y la utilidad de 2T22 asciende a +215% y +93%, mientras que para 2S22 (contra 2S21) es +155,8% y +72,5% respectivamente.

5 de septiembre de 2022

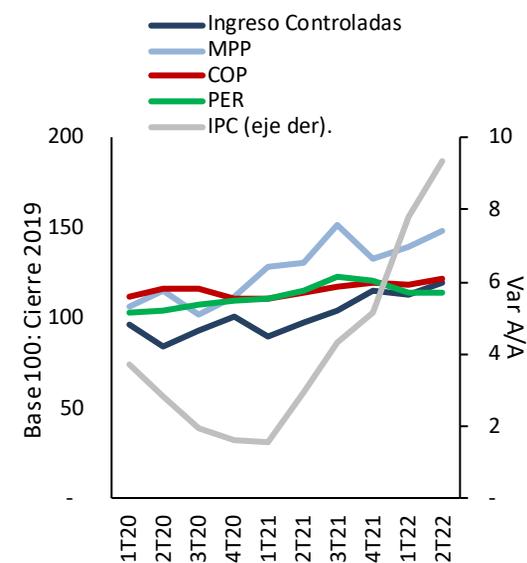


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	3.060
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	18,3
Ultimo Precio	1.990
YTD (%)	-20,4%

Gráfica 1. Efecto Indexación



Fuente: Enel Colombia, BanRep, Eikon.
Construcción: Corficolombiana

Andrés Duarte

Director Renta Variable
Corficolombiana

andres.duarte@corficolombiana.com

Tabla 1. Principales resultados por segmento y método de participación

Cifras en COP Mil MM	GEB				
	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Total ingresos	1.330	1.552	1.634	5,3%	22,9%
Total costos	- 741 -	- 850 -	- 922	8,5%	24,5%
Utilidad bruta	589	702	712	1,4%	20,8%
Resultado de las actividades operacionales	444	502	444	-11,7%	0,0%
MPP	479	512	546	6,7%	14,0%
Ganancia antes de impuestos	839	835	802	-4,0%	-4,4%
Utilidad neta	692	710	701	-1,3%	1,3%
Participación Controladora	655	671	661	-1,6%	0,8%
Participación no Controladora	37	39	40	2,3%	9,3%
EBITDA Asociadas	3	1.733	1	-99,9%	-55,1%
Total EBITDA Consolidado	641	2.433	738	-69,7%	15,2%

Puntos destacados de la conferencia

- **TGI:** La estrategia a seguir respecto a la deuda en USD dada la expectativa de comenzar a devengar en COP el cargo por capacidad (decreto 175) está en proceso de estructuración. Las condiciones de mercado actuales no son buenas y hay -algo de- incertidumbre respecto a la fecha de inicio de la aplicación de esta regulación. Asimismo, la compañía espera una revisión a los tiempos publicados por la UPME respecto a la Regasificadora del Pacífico, pues parecen muy ajustados. Finalmente, la compañía aclaró que la deuda Inter compañía con GEB que vence en diciembre de este año, se reemplazará con crédito bancario local en COP.
- **Cálidda:** En cuanto a la incertidumbre relacionada con el Gobierno de Castillo, debería haber tranquilidad en la medida en que las reglas de juego se vienen respetando, el WACC en USD se mantuvo en 12% y de hecho la última revisión tarifaria se realizó bajo el actual Gobierno. Adicionalmente, se ha mantenido el objetivo de masificar el gas natural en Perú y la competitividad del gas natural ha aumentado frente a sus sustitutos debido a la coyuntura energética internacional.
- **GEB:** La compañía aclaró que el foco de su crecimiento inorgánico está en la actividad de transmisión de electricidad. En cuanto a la reciente adquisición en Brasil, los márgenes EBITDA estimados están en el rango entre 90% y 92%, la totalidad de las cinco concesiones cuenta con beneficios impositivos (deducción del impuesto de renta por 10 años), la adquisición se va a financiar mediante un crédito sindicado por USD 450 MM, y ranqueará a GEB como el 4to transmisor del país. Por otro lado, GEB aclaró que la fecha límite para el inicio de operaciones de Colectora es 2025, si bien la compañía va a procurar terminar este proyecto antes. Finalmente, GEB señaló que el mayor efecto del proyecto de reforma tributaria está en la disminución de la porción del ICA que actualmente pueden reducir de la base del impuesto de renta.

Sostenibilidad y buen gobierno:

- **GEB:** La Junta Directiva aprobó la nueva Estrategia de Sostenibilidad para contribuir a la creación de bienestar y prosperidad en los territorios, y la transición hacia modelos energéticamente eficientes y ambientalmente seguros. Adicionalmente se decidió que una mujer debe ser Presidente o Vicepresidente de la Junta Directiva.
- **TGI:** Apoyo al Gobierno Nacional en la elaboración de la hoja de ruta del Hidrógeno en Colombia y estructuración con GEB de la hoja de ruta para TGI.
- **Cálidda:** Inició el proyecto de construcción de redes de gas natural financiado con recursos del Fondo de Inclusión Social Energético junto con el Ministerio de Minas y Energía del Perú.



Inflación como protagonista

 Regresar

Inflación como protagonista

Enel Américas presentó resultados POSITIVOS a nivel anual durante el 2T22, apoyado en la buena dinámica operacional. En medio de su contracción trimestral (-29,7%), el positivo comportamiento de la Utilidad Neta a nivel anual (+29,6%) estuvo soportado en parte por un menor nivel de impuestos (-48,7% A/A) debido a no recurrentes ocurridos en el 2T21, con la Utilidad antes de Impuestos contrayéndose (-48,7% A/A y -20% T/T). A nivel operacional, resaltamos el fuerte crecimiento del EBITDA a nivel anual (+20,5% A/A y +2,8% T/T), beneficiado por la indexación tarifaria a la inflación en Brasil y Colombia en el segmento de Distribución y menor compra de energía en Brasil. Lo anterior pese a mayores costos operacionales (+10,4% A/A y +4,3% T/T) y OPEX (+14,7% A/A y +7,1% T/T) por ajustes inflacionarios en personal, compensado parcialmente por eficiencias. A nivel no operacional, se presentaron mayores ingresos financieros (+164,1% A/A y +74,9% T/T) dada la actualización de activos regulatorios en Brasil y mayores intereses en cuentas financieras, compensados por un incremento marcado en gastos financieros (+75,1% A/A y +25,7% T/T). Se presentaron ingresos por reajustes (+291,3% A/A y +57,6% T/T) tras efectos hiperinflacionarios en Argentina, junto a pérdida por diferencia en cambio principalmente por Brasil.

Hechos relevantes

- **Generación jalonada por Brasil:** A nivel de Generación, en términos de EBITDA (+9% A/A) y enfocándonos en la principal filial de cada país, en medio de la buena dinámica de **Brasil** (+25,2% A/A), Enel Green Power (EGP) realizó menos compras de energía y presentó menores costos de personal. En **Colombia** (+3,5% A/A), Emgesa se vio beneficiado de un mayor precio promedio de venta de energía (+9,7% A/A) dado un mayor IPP e incrementos en ventas de energía, contrarrestado parcialmente por incremento en costos de energía y de transporte, junto a efectos negativos por la devaluación del peso colombiano frente al dólar.
- El buen comportamiento en **Perú** (+24% A/A) estuvo liderado por Enel Generación Perú, quién presentó mayores volúmenes vendidos, compensado parcialmente por ingresos no recurrentes en el 2T21 relacionados con Calidda y aumento en costos por compra de energía en mercado *spot* a precios más altos e incremento en salarios. En **Argentina** (-17,5% A/A), hubo afectación por la devaluación del peso argentino frente al dólar y menores volúmenes vendidos. En **Centro América** (-22,7% A/A) el comportamiento estuvo relacionado principalmente con Panamá debido a mayores precios de compra de energía buscando cumplir compromisos.
- **Distribución soportada en indexación tarifaria:** Respecto al EBITDA del segmento (+28,4% A/A), su buena dinámica se presentó en la mayoría de los países. **Brasil** (+33,5% A/A) estuvo jalonado por el aumento en el precio promedio de venta dados reajustes por inflación y mayor volumen. En **Colombia** (+38,5% A/A), Codensa registró un precio promedio de venta más elevado, sumado al reconocimiento de inversiones por aumento en la Base Regulatoria de Activos (BRA). Lo anterior estuvo compensado parcialmente por la devaluación del peso colombiano frente al dólar. **Perú** (+23,6% A/A) siguió la línea positiva de los otros países con un mayor precio promedio de la energía. En **Argentina**, Edesur presentó cifras negativas por presiones en costos de adquisición de energía.

5 de septiembre de 2022

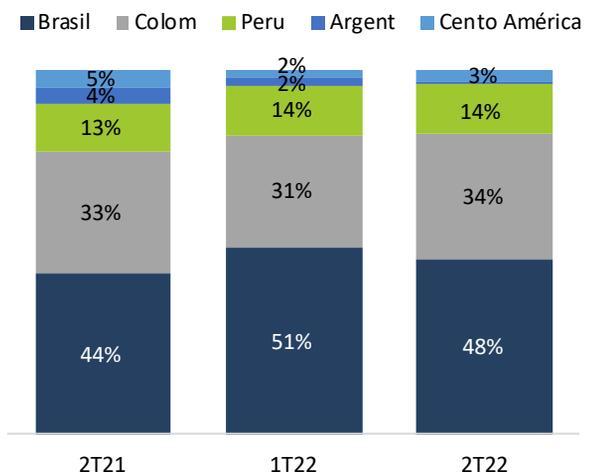


Información especie

Cifras en CLP

Precio Objetivo	120
Recomendación	Neutral
Market Cap. (BN)	9,3
Último Precio	90,5
YTD (%)	-2,6%

Partic. EBITDA



Δ Part% A/A: Brasil: +2,9% Col: +0,5%
Per: +0,5% Arg: -3,4% EGP: -1,7%

Incluye Holding y ajustes. Fuente: EEFF Enel Américas.
Elaboración: Casa de Bolsa SCB

Resumen resultados financieros

Enel Américas					
Cifras en USD MM	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Gx - Energía vendida (GWh)	19.623	19.027	22.541	18,5%	14,9%
Dx - Energía vendida (GWh)	29.242	30.216	29.820	-1,3%	2,0%
Ingresos operacionales	3.475	3.794	3.953	4,2%	13,8%
EBITDA	995	1.166	1.199	2,8%	20,5%
Utilidad Neta Controladora	175	366	211	-42,3%	20,6%
Margen EBITDA	28,6%	30,7%	30,3%	-40 pbs	170 pbs
Margen Neto	5,0%	9,6%	5,3%	-431 pbs	30 pbs

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

Roberto Carlos Paniagua
Analista Oil & Gas y Utilities
roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia
Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Inflación como protagonista

- **CAPEX:** Se ubicó en USD 772 MM (+10,5% A/A) con enfoque tanto en distribución como en renovables, con este último enfocado en Colombia y Perú. Dadas las presiones inflacionarias, la compañía enfatizó que ha sido y seguirá siendo selectiva en sus inversiones en medio de un mayor costo de los proyectos, debido a factores como un aumento en el costo del capital, entre otros. Al respecto, la compañía cuenta con un amplio *pipeline* de ~ 64 GW centrado en proyectos Renovables en etapa *greenfield*.
- **Deuda estable:** Pese a un mayor saldo de Deuda Bruta (USD 8.787 MM en el 2T22 vs USD 7.401 MM al cierre 2021), el indicador de Deuda Neta / EBITDA se ubica en niveles sanos de 1,4x (sin el pasivo pensional del Fondo de Sao Paulo) dado el buen comportamiento del EBITDA.
- **Consideramos que la inflación y la volatilidad de la tasa de cambio seguirán siendo factores relevantes en los resultados de la compañía**, con la inflación ejerciendo influencia en la indexación tarifaria y a su vez presiones en costos operacionales y la tasa de cambio reflejándose en la consolidación de cifras en dólares.

Puntos Destacados de la Conferencia

- **Deslistamiento Bolsa de Nueva York:** La compañía informó que finalizó el deslistamiento ante la SEC y el cierre del ADR a finales de julio de 2022.
- **EGP Américas SPA:** El proceso de fusión de las compañías enfocadas en energías renovables de Brasil, Costa Rica, Colombia, Guatemala, Panamá, Perú, Argentina, entre otros (Enel Green Power) finalizó en abril del 2022.
- La venta de Enel Goias (segmento de distribución) sigue sobre la mesa, lo cual le permitiría a la compañía liberar capital, enfocando recursos en negocios estratégicos.

ASG

- Cabe recordar que en junio 2022 Enel Américas acordó la venta de “Central Geradora Termelétrica Fortaleza S.A” una termoeléctrica ubicada en Brasil (capacidad de 327 MW) por ~ USD 89 MM más adicionales por contratos vendidos de energía. La empresa estima que, tras la aprobación por parte del Consejo Administrativo de Defensa Económica (CADE) de Brasil, la venta pueda realizarse en agosto del 2022. A nivel contable, la transacción implica una reclasificación bajo IFRS 5 como Activo No Corriente mantenido para la venta, con un trato similar para el Pasivo. Adicionalmente, se realizó un ajuste por *impairment* por USD 78 MM.



Penetración se mantiene al alza

 Regresar

Cálidda presentó resultados POSITIVOS en el 2T22. Los ingresos lograron un buen comportamiento (+22,2% A/A y +8,9% T/T), al igual que los ingresos ajustados por efectos de *pass-through* e inversiones (+17,4% A/A y +2,4% T/T), en medio de un crecimiento importante a nivel anual de varios de los segmentos. No obstante, llama la atención el incremento de doble dígito en costos (+25,2% A/A y +11,1% T/T), con variaciones incluso por encima de los ingresos no ajustados, principalmente por los costos de extensión de redes. A lo anterior se suma la variación significativa a nivel anual de los gastos administrativos (+13,4% A/A y +6,1% T/T). Cabe recordar que, la expansión en Capex realizada en 2021 a nivel de redes de expansión, implica un mayor Opex en 2022, considerando además que en 2021 hicieron cerca de 2.500 kms en redes frente a los 1.000 kms del 2020. En medio de lo anterior se presentó expansión anual de doble dígito en el EBITDA hasta los USD 55,3 MM (+10,9% A/A y +2,9% T/T) con un margen ajustado del 59,4% (-349 pb A/A y +32 pbs T/T), cuya contracción anual se debe a la dinámica en costos y gastos mencionada. A nivel no operacional, sobresalen mayores gastos financieros (+42,8% A/A y +4,8% T/T) donde continúan presiones por el ciclo alcista de tasas de interés de referencia. En medio de lo anterior y con una tasa efectiva de impuestos del 31% frente al 30% del 2T21, la Utilidad Neta de la Controladora se ubicó en USD 30,6 MM (+40,6% A/A y +2,6% T/T), con un margen neto del 14,3% (+188 pbs A/A y -89 pbs T/T).

Hechos relevantes

- **Ingresos con buen comportamiento anual:** Los ingresos ajustados mostraron un comportamiento anual positivo, con crecimiento doble dígito de las líneas de servicios de instalación (+25,1% A/A y +0,8% T/T), industrial (+11,9% A/A y -8,7% T/T), acompañado de leves incrementos en el segmento de generación eléctrica (+6% A/A y +8,4% T/T). Cabe recordar que recientemente se realizó la revisión tarifaria para el periodo 2022 – 2026, la cual estima una tarifa promedio de USD 30,8 / mil metros cúbicos, equivalente a un incremento anual del 10%, junto a una tasa de retorno regulatorio del 12%. Esta tarifa estima inversiones adicionales por USD 250 MM al 2026.
- **Volumen de GNV muestra recuperación anual:** En el 2T22 el volumen facturado se ubicó en 767 MMpcd (+3,2% A/A y +4% T/T), con la mayor participación por parte de las plantas de generación con 534 MMpcd (-0,5% A/A y +1,8% T/T) y del Segmento Industrial con 146 MMpcd (+7% A/A y +7,7% T/T). Adicionalmente, llama la atención el fuerte crecimiento en Gas Natural Vehicular con 63 MMpcd (+29,7% A/A y +9,8% T/T) y el Segmento Residencial y Comercial (+13,6% A/A y +17,3% T/T) hasta 25 MMpcd.
- Por su parte, respecto a las tarifas, la Residencial se ubicó en USD 11,5 / MMBTU (+1,2% A/A y -12,8% T/T). A nivel de penetración, la cual es medida como el número de clientes conectados sobre el número potencial de clientes, el nivel se ubicó en el 98% en el 2T22 frente al 94% del 2T21, alineado con el crecimiento en el total de nuevos clientes, presentando una variación del 9% A/A, donde la alta penetración puede limitar el crecimiento futuro.

Resumen resultados financieros

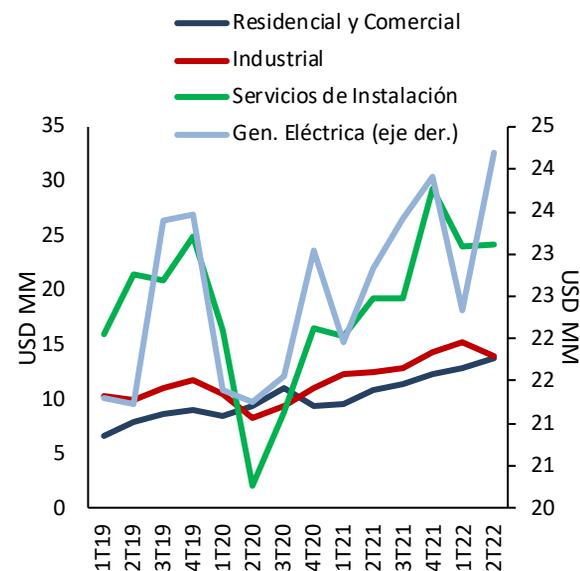
Cifras en USD Miles MM	Cálidda				
	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Ajustados*	79	91	93	2,4%	17,4%
EBITDA	50	54	55	2,9%	10,9%
Utilidad Neta controladora	22	30	31	2,6%	40,6%
Margen EBITDA ajustado	62,9%	59,1%	59,4%	32 pbs	-349 pbs
Margen Neto	27,5%	32,8%	32,9%	6 pbs	543 pbs

* Total Ingresos Ajustados = Ingresos Totales sin considerar ingresos del tipo *pass-through* (adquisición y transporte de gas natural) e IFRIC 12 (inversiones realizadas en el sistema de distribución). Fuente: EE.FF compañía. Elaboración: Casa de Bolsa SCB

5 de septiembre de 2022



Gráfica 1. Ingreso Ajustado Distribución. Principales Rubros



Fuente: EE.FF Cálidda. Elaboración: Casa de Bolsa SCB.

Roberto Carlos Paniagua
Analista Oil & Gas y Utilities
roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia
Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Puntos destacados de la conferencia

- **Respecto a las estimaciones para 2022, la compañía espera:** **1)** Alcanzar un EBITDA entre USD 205 y 210 MM, mayor al dato dado en el 1T22 de USD 195 y 205 MM, lo cual estaría por encima de los USD 199 MM logrados en 2021. Cabe recordar que el EBITDA acumulado al 1S22 se ubica en USD 109 MM; **2)** Construir entre 1.300 y 1.350 kilómetros de redes frente a los 1.200 y 1.300 kilómetros estimados en el trimestre anterior; **3)** Realizar entre 200 y 210 mil nuevas conexiones, mayores al rango de 150 a 160 mil estimadas en el trimestre anterior y de 115 – 125 mil conexiones mencionadas en el 4T21.
- **Respecto al nivel de endeudamiento**, la compañía espera terminar el año con un nivel de Deuda Neta / EBITDA del 3,7x – 3,8x, superior al 3,4x del cierre del 2021. Cabe recordar que, en el 2023 se tiene el vencimiento de USD 400 MM relacionado con bonos internacionales y deuda bancaria. **Sobre estos vencimientos, la compañía mencionó que ya realizó su refinanciación a tasas más favorables.**

ASG:

- **Al corte de junio la compañía informó que implementó siete Comedores Cálidda 2.0** en varias zonas del país, los cuales fueron repotenciados en infraestructura y conexión gratuita a Gas Natural, entre otros.



A la espera de cambios regulatorios en septiembre

 Regresar

TGI presentó resultados NEUTRALES en el 2T22, donde los ingresos registraron un comportamiento estable (+5,7% A/A y -2,3% T/T), con crecimiento doble dígito en ingresos con cargo variable y continuidad en los ingresos por capacidad y AOM. El EBITDA (+5,7% A/A y -3,9% T/T) y su margen del 78,6% (-5 pbs A/A y -129 pbs T/T) se presentaron en medio de estabilidad en costos operacionales (+4,0% A/A y -0,9% T/T), con su variación anual relacionada con mantenimientos por la atención de emergencias por la ola invernal y mayores precios del gas combustible. Por su parte, se registró un incremento anual marcado en los gastos administrativos y operacionales netos (+82,2% A/A y -0,9% T/T) dada la presencia de no recurrentes en el 2T21 relacionado con otros ingresos por siniestros reconocidos. A nivel no operacional, sobresale el aumento anual en los costos financieros (+8,4% A/A y -0,9% T/T) debido a la valoración del costo amortizado de los bonos, un aumento significativo en ingresos financieros por rendimientos de excedentes de caja, compensado parcialmente con pérdida en participación de asociadas dada la pérdida de USD 12 MM en Contugás por laudo con Egesur (TGI cuenta con participación del 31% en Contugás). De esta manera, la Utilidad Neta se ubicó en USD 25,7 mil MM (-4,6% A/A y +21,1% T/T) con un margen neto del 25,8% (-280 pbs A/A y +498 pbs T/T), y una menor tasa efectiva de impuestos (26% en el 2T22 vs 32% en el 2T21) dado un efecto positivo por impuesto diferido.

Hechos relevantes

- **Ingresos estables para el 2T22:** Desglosando los ingresos por tipo de cargas, aquellos por Capacidad & AOM (Administración, Operación y Mantenimiento) (+6,1% A/A y -2,0% T/T) presentaron crecimiento anual principalmente por aumento tarifario indexado al IPP de EE.UU y mayor contratación en firme tanto de la ruta Vasconia-Sebastopol como Vasconia-Barrancabermeja, entre otros, a un plazo entre 1 y 2 años, compensado parcialmente por el efecto cambiario al realizar la conversión a USD de los ingresos de AOM. Por su parte, los cargos variables en USD registraron expansiones de doble dígito (+20,8% A/A y +11,0% T/T) por incremento tarifario anual indexado al IPP de EE.UU, y una mayor capacidad transportada a través de contratos con componente variable.
- **Volumen con mayor uso:** En el 2T22 el volumen promedio transportado se ubicó en 503 Mpcd (+15,3% A/A y +2,6% T/T) recordando que, en el 2T21 se presentó el paro de camioneros y mantenimiento de Ecopetrol. El factor de uso fue del 56% respecto al 48% de un año atrás. En cuanto a la capacidad contratada en firme, esta se mantuvo estable en 587 Mpcd, mientras que, respecto a la estructura de los contratos vigentes, al cierre del 2T22 estos se ubicaron en 635 contratos frente a los 667 del 2T21, con un 96,7% de los contratos en firme (promedio ponderado bajo una pareja 91% cargos fijos y 9% variables) y 3,3% en modalidad interrumpible.
- Adicionalmente, a junio de 2022 el 69,1% de la capacidad disponible se encuentra contratada frente al 67,3% del mismo periodo del año anterior y la vida remanente en firme se ubica en 4,4 años frente a los 5,1 años del 2T21. Cabe mencionar que, actualmente los contratos muestran un ciclo contractual de corto plazo a máximo un año, dada la baja oferta de contratos de suministro de gas de mayor plazo, contando con una brecha entre la curva contratada y la proyección de demanda (entre 500 y 600 Mpcd a 2024).

Resumen resultados financieros

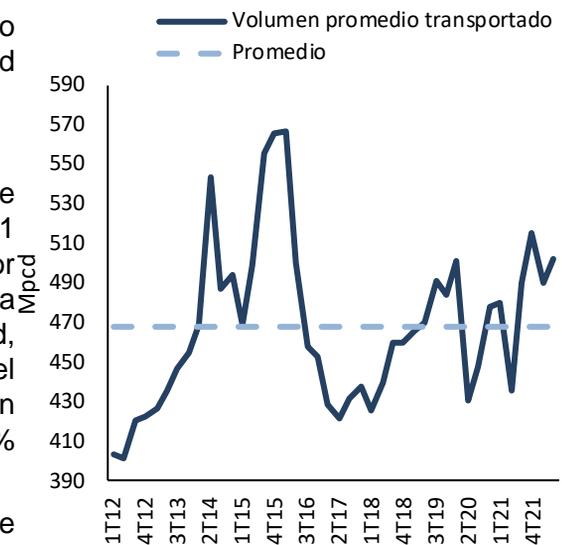
Cifras en USD Miles	TGI				
	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	94	102	100	-2,3%	5,7%
EBITDA	74	82	78	-3,9%	5,7%
Utilidad Neta controladora	27	21	26	21,1%	-4,6%
Margen EBITDA	78,6%	79,9%	78,6%	-129 pbs	-5 pbs
Margen Neto	28,6%	20,8%	25,8%	498 pbs	-280 pbs

Fuente: EE.FF compañía. Elaboración: Casa de Bolsa SCB.

5 de septiembre de 2022



Gráfica 1. Volumen promedio transportado.



Fuente: EE.FF Cálida. Elaboración: Casa de Bolsa SCB. MM de pies cúbicos por día (Mpcd)

Roberto Carlos Paniagua
 Analista Oil & Gas y Utilities
 roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
 Gerente de Estrategia
 Renta Variable
 omar.suarez@casadebolsa.com.co

Puntos destacados de la conferencia

- **Respecto a la Reforma tributaria**, la compañía considera que los mayores impactos podrían derivarse de los cambios en materia de Ganancia Ocasional, Renta Líquida Ordinaria y sobre todo las modificaciones a las deducciones de Industria y Comercio.
- **Los cambios regulatorios** relacionados con las resoluciones CREG 099 (vida útil normativa) y 175 (metodología de remuneración de transporte de gas) serán vigentes desde el 1ro de septiembre del 2022. Cabe recordar que, acorde a la nueva normativa, el 55% del valor de los activos de TGI ya cumplieron su vida útil normativa, y el siguiente ciclo se presentaría entre 2026 y 2027 donde estarían incluidos activos como Ballena – Barranca.
- **Respecto a la conexión del mercado de gas del interior del país con la Costa**, se realizó la bidireccionalidad del gasoducto Ballena – Barranca, en acuerdo operacional con Promigas, con un total de 170 Mpcd (120 Mpcd TGI y 59 Mpcd Promigas).
- **La compañía mencionó la intención de priorizar la transición energética** en sectores como transporte de carga e industrias que operan actualmente mayoritariamente con carbón, además de hogares, para mayor consumo de gas. Sumado a los avances en convenio Interinstitucional para prefactibilidad regulatoria, técnica y normativa para transporte y *blending* de hidrógeno y gas.
- **Respecto al proyecto de LNG en el Pacífico**, TGI mencionó que este proyecto del Gobierno Nacional corresponde a una planta de confiabilidad, sobre el cual están analizando pliegos sin tener estimado un Capex respectivo.
- **En cuanto al manejo de la deuda**, en medio del cambio regulatorio mediante la resolución 175 de la CREG donde se establece e indexa en COP las tarifas de los cargos fijos por capacidad y cargos variables, la compañía busca cubrir sus obligaciones en USD de la variación del tipo de cambio luego de la aplicación del ajuste regulatorio, con el objetivo de proteger sus flujos de caja en COP. Respecto al indicador Deuda Neta / EBITDA, en el 2T22 se ubicó en 3,2x, un menor nivel frente al 3,3x del cierre 2021 y el 3,5x de límite de endeudamiento.

ASG:

- La compañía resalta logros alcanzados en materia ambiental relacionados con: **1)** Certificación bonos de carbono 72000 TonCO₂; **2)** 10 Instalaciones certificadas en ISO50001 eficiencia energética, entre otros.
- Alcance del segundo lugar en la industria a nivel mundial en el anuario de sostenibilidad de S&P Global.



PROMIGAS

Promigas

 **Regresar**

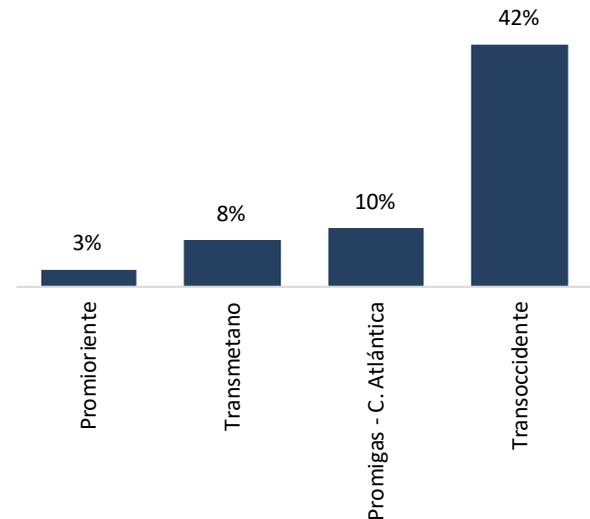
5 de septiembre de 2022

Hechos relevantes

- **Resultados operacionales y Utilidad Neta:** Los ingresos consolidados para el 2T22 alcanzaron COP 1,4 BN, representando un incremento anual del 11,4% A/A y trimestral del 2,6% T/T. A nivel de EBITDA se presentó un incremento anual del 2% por los mayores ingresos operacionales.
- **Utilidad Neta:** El comportamiento de la Utilidad Neta de la controladora (-10% A/A y -19,5% T/T) se da en medio de mayores gastos financieros debido a un mayor saldo de deuda, mayores tasas de interés y mayor impuesto de renta producto del cambio en la tasa impositiva.
- **Volumen:** Respecto a los volúmenes, en transporte de gas natural, el segmento de la Costa Atlántica registró un crecimiento del 10% anual, donde en el sector termoeléctrico la mayor generación térmica y volúmenes transportados se debieron a niveles de embalses al 68% frente a un 73% en 2T21 y al incremento del 6% de la demanda de energía. A nivel no termoeléctrico, en el sector de gas vehicular continúa la senda de crecimiento en su consumo, llegando a niveles del 80% del volumen de gas transportado a este sector antes de la pandemia. En el sector industrial, la Refinería de Cartagena estabilizó sus consumos a niveles normales.
- **Deuda:** Al corte del 2T22 la deuda consolidada se ubica en COP 6,97 BN, (+11% A/A), con un el costo de deuda promedio de 8,08% frente al 4,63% del 2T21.

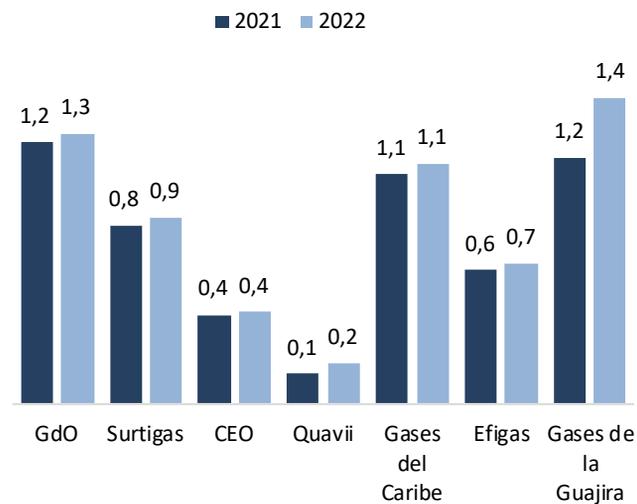
Otros: Se realiza la alianza con Sumitomo Corporation a través de un Memorando de Entendimiento con el fin de explorar y desarrollar el mercado de movilidad eléctrica con hidrógeno en Colombia y Perú. En Distribución de gas natural, al 30 de junio, Gases del Norte de Perú tuvo un avance del 90% en la construcción del proyecto Piura. En julio se dio la puesta en servicio.

Gráfica 1. Transporte Gas Natural. Variación anual



Fuente: Informes financieros Promigas.

Gráfica 2. Distribución Gas Natural. Usuarios acumulados (MM)



Fuente: Informes financieros Promigas.

Resumen resultados financieros

Promigas					
Cifras en COP Mil MM	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	1.303	1.415	1.451	2,6%	11,4%
Utilidad Neta controladora	327	365	294	-19,5%	-10,0%
Margen Neto	25,1%	25,8%	20,2%	-556 pbs	-481 pbs

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

* Casa de Bolsa SCB informa que forma parte del Conglomerado Financiero Aval, por lo cual no tenemos un Precio Objetivo ni una recomendación frente a la acción de Promigas.



GRUPO ARGOS

Vertical de vías se consolida

 Regresar

Vertical de vías se consolida

Grupo Argos presentó resultados NEUTRALES en el 2T22. Los ingresos superaron las expectativas del mercado y alcanzaron un nuevo máximo (+46,5% A/A), jalonados por el efecto de los cambios contables relacionados con la creación del vehículo “Odinsa Vías”. El EBITDA creció 6,8% A/A, con una contracción anual de 876 pbs en el margen, principalmente por mayores costos variables en medio del entorno inflacionario, especialmente en el negocio cementero, donde el costo de los combustibles ha presentado alzas importantes. La Utilidad Neta sorprendió de forma negativa, con un incremento de 8,5% A/A y una contracción del margen neto de 136 pbs en términos anuales, principalmente por el efecto de mayores tasas de indexación, traducido en un incremento de 26,2% A/A de los gastos financieros.

Hechos relevantes

- **Combustibles presionan cemento:** Pese al récord en ingresos de Cementos Argos (+15,3% A/A), las presiones inflacionarias –especialmente en combustibles- se mantuvieron presentes durante el 2T22 y presionaron la rentabilidad ([ver informe](#)), llevando a que el aporte al EBITDA consolidado del grupo fuera un 16,3% menor vs el 2T21. En este sentido, esperamos que se implementen estrategias y eficiencias que permitan mitigar el impacto del entorno inflacionario, que será clave para dinamizar las operaciones.

- **Energía con alto voltaje:** Los resultados de Celsia en el 2T22 superaron las expectativas ([ver informe](#)), resaltando mayores ingresos principalmente en Colombia, con mayor generación y venta de energía, llevando al margen EBITDA a su nivel más alto desde el 4T19. Aunque los costos continúan incrementándose, lo han hecho en menor proporción a los ingresos, con lo que el aporte al EBITDA consolidado creció un 44,7% A/A. Esperamos que la indexación de los ingresos continúe favoreciendo los resultados operacionales, al igual que la puesta en operación del pipeline de nuevos proyectos del negocio y su participación en renovables no convencionales.

- **Carreteras y aeropuertos al ruedo:** Se consolidó la alianza estratégica con MAM y el inicio de operaciones de la plataforma de inversión en infraestructura vial, cuyos ingresos serán registrados por método de participación a partir de este período. En línea con esta transacción, la desinversión de 50% de los activos viales impulsó el crecimiento de 121% A/A en el EBITDA del negocio. Frente a las concesiones viales destacamos el incremento en los niveles de tráfico a nivel generalizado, mientras que el segmento de aeropuertos continúa recuperándose al ritmo del tráfico de pasajeros.

- **Desinversiones se reflejan en PACTIA:** El EBITDA creció un 38,4% frente al 2T21 en el negocio de desarrollo urbano, consecuente con el incremento de los ingresos favorecido por la firma de 2 promesas de compraventa adicionales en Barranquilla. Entre tanto, para el Fondo Inmobiliario Pactia, el EBITDA consolidado disminuyó 15% A/A, y el GLA se redujo en 3,3% A/A, producto de las desinversiones en EE.UU. Sin contemplar este efecto, el EBITDA habría sido un 19% mayor vs el 2T21.

- **Resultado consolidado:** Los ingresos alcanzaron un nuevo máximo (+46,5% A/A) -sin contemplar el efecto contable del negocio de concesiones, el aumento habría sido de 19% A/A-. El margen EBITDA se contrajo 876 pbs como consecuencia del mayor nivel de costos variables –especialmente en el negocio cementero- y la utilidad neta sorprendió a la baja, producto del efecto de mayores tasas de indexación y su efecto al alza en los gastos financieros.

Resumen resultados financieros

Grupo Argos					
Cifras en COP mil MM	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Operacionales	4.027	4.614	5.898	27,8%	46,5%
EBITDA	1.303	1.216	1.391	14,4%	6,8%
Utilidad Neta Controladora	211	161	229	42,1%	8,5%
Margen EBITDA	32,3%	26,4%	23,6%	-277 pbs	-876 pbs
Margen Neto	5,3%	3,5%	3,9%	39 pbs	-136 pbs

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

5 de septiembre de 2022

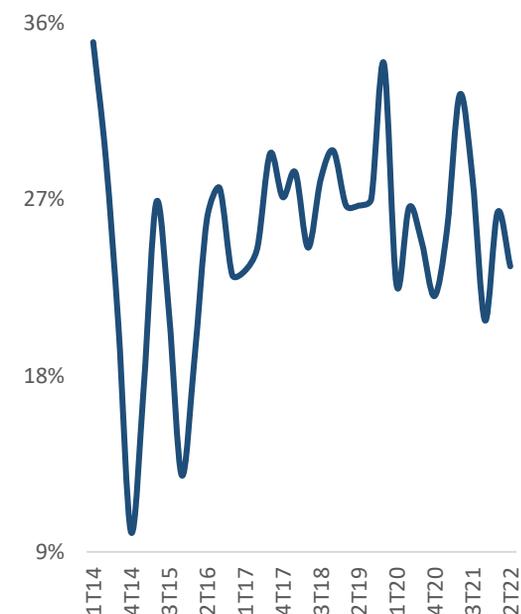


Información especie

Cifras en COP

Precio Objetivo	16.637
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap. (BN)	8,9
Último Precio	11.210
YTD (%)	-17,3%

Gráfica 1. Evolución Margen EBITDA (%)



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

Laura López Merchán
Analista Sector Construcción e Infraestructura
laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Puntos Destacados de la Conferencia

- **El costo de la deuda aumentó 460 pbs frente al 2T21 hasta situarse en 9,9%**, aún en niveles inferiores a la tasa de inflación, esto se da gracias a las estrategias de coberturas que han permitido mitigar de forma parcial el impacto del alza de tasas; vale la pena mencionar que sin la implementación de estas estrategias el costo de la deuda sería superior en aproximadamente 150 pbs.
- La compañía continúa avanzando en las **estrategias anunciadas con el objetivo de generar valor a los accionistas**:
 - i. Con respecto al **listamiento de los activos de Cementos Argos en EE.UU.**, el emisor mencionó que ha habido avances significativos pese a las condiciones actuales de los mercados internacionales. De acuerdo con las reglas del mercado público de valores no se realizaron comentarios adicionales en este frente.
 - ii. En relación con la **consolidación de todos sus activos de infraestructura (Generación y Distribución Eléctrica; Carreteras y Aeropuertos; y Rentas Inmobiliarias) en un vehículo** con el objetivo de listarlos en una bolsa líquida y eficiente en el mediano plazo. El emisor mencionó que es un proceso que se está estudiando de forma cuidadosa, los mecanismos y alternativas del negocio, además de las distintas implicaciones tributarias y financieras que resulten más eficientes para la consolidación del vehículo. Frente a este tema resaltamos de forma positiva que le permitiría a la compañía desapalancarse y reducir el riesgo al actuar como gestor de fondos de infraestructura.
 - iii. Frente a la **vinculación de potenciales socios estratégicos** se mencionó que luego de finalizar la consolidación de la vertical de vías con MAM en junio, la compañía trabaja en la creación de una vertical similar para el negocio de aeropuertos.
- Con respecto al posible impacto de la reforma tributaria tramitada por el gobierno recientemente, la compañía se refirió:
 - i. **Al negocio cementero, que cuenta con una Zona Franca en la ciudad de Cartagena de donde se exporta la mayoría de cemento de la compañía.** Con relación a este tema, la administración comentó que el Ministerio de Hacienda ha comentado de manera pública que revisará el caso de las Zonas Francas multipropósito, que sería aplicable en este caso. Además, en este caso la compañía mostró tranquilidad al mencionar que cuenta con un contrato de estabilidad jurídica hasta el año 2028.
 - ii. **El beneficio tributario de 9%** que empezó a operar no estaba contemplado en los cálculos iniciales de proyecto de Barú, con lo cual mantienen las expectativas favorables para el sector turismo.
 - iii. En cuanto a la **posibilidad de incrementos de costos o eliminación de incentivos para la construcción de viviendas VIS o VIP**, la administración mencionó que se haría inviable la venta de tierras para este destino, escenario que no ven con alta probabilidad pero que en caso de darse, enfocaría nuevamente el negocio hacia el sector turismo.

Criterios ESG:

- **El negocio energético (Celsia) recibió la certificación de carbono neutralidad por parte del Icontec**, destacando una reducción de 76% de sus emisiones de gases de efecto invernadero, en línea con la estrategia transversal de Cambio Climático de la compañía.
- **Con el objetivo de aportar a la seguridad hídrica en zonas rurales de 14 departamentos de Colombia**, la Fundación Grupo Argos está entregando 5.000 filtros para el acceso a agua segura que beneficiarán a más de 23.000 personas en zonas rurales.



El Tigre y el Banco respaldan la Holding

 Regresar

Grupo Sura | Entrega de Notas 2T22

El Tigre y el Banco respaldan la Holding

Grupo Sura presentó resultados POSITIVOS en el 2T22, superiores a las expectativas del mercado. La utilidad neta creció +30,7% A/A y +37% T/T, gracias al buen desempeño de las subsidiarias en las que no ejerce control, liderado nuevamente por los extraordinarios resultados de Bancolombia. Adicional, suramericana logró sopesar las presiones de mayor siniestralidad de autos, a un mayor costo, vía colocación de primas a doble dígito, mayor retorno de inversiones y menores niveles de siniestralidad por COVID-19, logrando un fuerte repunte del ROE 12 meses a 7,1% (-0,7% 1T21). Por otro lado, SUAM evidenció una débil operación, presupuestada, afectada por la reducción en comisiones en México y por las fuertes volatilidades en las bolsas regionales (-4,1% Yield anualizado consolidado del encaje). Sin embargo, el incremento en la base salarial para los negocios de Chile, Colombia y Uruguay, junto con un control de gastos operacionales llevó a una utilidad neta del trimestre en COP 89 mil mm (-53% A/A vs COP -46 mil mm en 1T21). Finalmente, el nivel de apalancamiento para el conglomerado se espera se ubique entre un 4,3x y 3,7x derivado del mayor nivel de dividendos recibidos. (4,2x al acumulado del 2T22, según las cifras del emisor).

Hechos relevantes

- **Suramericana, presentó resultados positivos** explicados principalmente por un incremento significativo en la colocación de primas, las cuales se ven beneficiadas, por el incremento de tarifas que tiene un efecto con rezago sobre los ingresos. En esta medida, las primas retenidas incrementaron un 11,6% T/T y 32,3% A/A, creciendo en todos los segmentos. El segmento General se vio favorecido por nuevos negocios de soluciones empresariales y soluciones multianuales en Chile, principalmente, el segmento Salud, continúa creciendo vía aumento de usuarios de EPS. Por otro lado, destacamos que gracias a los buenos niveles de reservas los ingresos por inversiones, fundamentados en activos principalmente de Colombia e indexados a la inflación, abonaron a los ingresos del emisor (+297 mil mm A/A – Retorno de 13,3% e.a). Sin embargo, como lo anticipamos, gracias al retorno de la movilidad, la alta siniestralidad de estos productos junto con un elevado costo, explican el incremento de la razón combinada en +520 pbs A/A, impactando la rentabilidad del segmento General y limitando el crecimiento vía ingresos. Aún así, la positiva dinámica junto con el crecimiento moderado de gastos operacionales llevaron a un fuerte repunte del ROE ajustado 12 M pasando de -0,7% en 2T21 a 7,1% en 2T22.
- **El negocio de SUAM, acorde con nuestras expectativas,** continuó afectado por la reducción en -26 pbs A/A de la comisión sobre el AUM en México, país que representa en promedio el 44% de la generación de ingresos por comisiones desde el 2018. Sin embargo, el crecimiento de la base salarial (8,8% A/A) para los negocios como Chile, Colombia, cierta parte de la operación en Perú y Uruguay, sopesó levemente lo anteriormente expuesto (-8% A/A y +1% T/T). Por otro lado, los ingresos por encaje disminuyeron por las desvalorizaciones del mercado de capitales de la región (Yield anualizado consolidado -4,1% al 2T22), dado el incremento de los tipos de interés en algunos de los bancos centrales y la contracción económica de algunos países desarrollados. A pesar de lo anterior, otros ingresos por inversiones que aportaron COP 81 mil mm y un plan de control de gastos operacionales permitieron que la utilidad neta del trimestre cerrara en 89 mil mm (-53% A/A, COP -46 mil mm en 1T21).
- Finalmente, el buen desempeño de sus otras subsidiarias (Bancolombia y Grupo Nutresa, especialmente), con un aporte a la utilidad neta consolidada de +532 mil MM 2T22, permitió un registró del rubro neto del conglomerado de COP 603 mil mm al 2T22 (+30,7% A/A y +37% T/T).

Resumen resultados financieros

Grupo Sura					
Cifras en COP mil MM	2T21	1T22	2T22	Var % A/A	Var % T/T
Primas retenidas	4.305	5.103	5.696	32,3%	11,6%
Ingresos operacionales	6.115	6.909	7.525	23,1%	8,9%
Siniestros retenidos	-3.193	-3.675	-4.004	25,4%	9,0%
Utilidad operativa	699	771	909	30,0%	17,9%
Utilidad neta	461	442	603	30,7%	36,5%

5 de septiembre de 2022

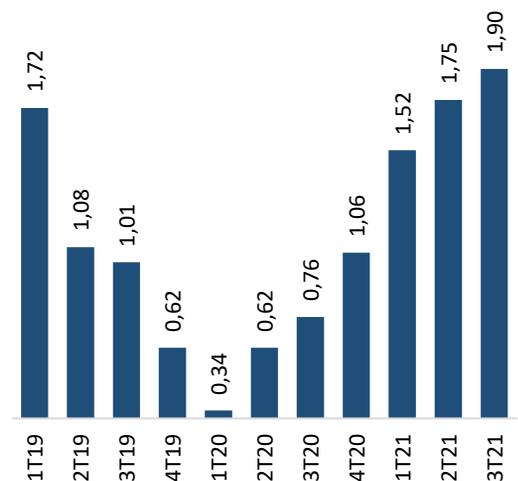


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	30.700
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	20,3
Ultimo Precio	15.800
YTD (%)	-28,9%
DVD Yield (%)	3,5%

Gráfica 1. Contribución utilidad neta consolidada Grupo Sura (COP mil MM)



Fuente: Informes financieros Bancolombia.

Construcción: Casa de Bolsa SCB

Alejandro Ardila

Analista de Sector Financiero

alejandro.ardila@casadebolsa.com.co

Omar Suárez

Gerente de Estrategia

Renta Variable

omar.suarez@casadebolsa.com.co

Fuente: Informes financieros Bancolombia.

Construcción: Casa de Bolsa SCB

Puntos Destacados de la Conferencia

- **En relación a los efectos de la propuesta de reforma tributaria por el Nuevo Gobierno, la compañía se encuentra analizando los posibles impactos.** En esta medida, es importante tener en cuenta que esta propone mantener la sobretasa a las entidades financieras del 3% sobre la tasa nominal impositiva (35% al 2022) y limita el grado de exenciones tributarias, lo que repercutiría en la tasa efectiva de tributación, entre otros factores. Por otro lado, **la compañía comenta que cuenta con acuerdos en el negocio asegurador (desde 2009) en el segmento Vida y Generales, generando estabilidad tributaria a partir de inversiones que generaron empleo, entre otros factores, la cual tendría una duración de 20 años.** Además, es importante tener en cuenta que la propuesta aún requiere ser evaluada y aprobada por el congreso.
- **En relación con los acuerdos con socios estratégicos Grupo Bolívar (9,74% de Sura AM), Munich RE (18,87% de Suramericana) y CDPQ (6,68% de Sura AM), la compañía comenta que estos consideran cláusulas de gobierno, permanencia mínima y de mecanismos salida.** El tamaño de los potenciales pasivos contingentes ante la salida de alguno de estos socios, en el Caso de Grupo Bolívar sería reconocido inicialmente teniendo en cuenta la variación del IPC + 4, más adelante, desde el año 6 se reconoce conjunto con la variación del total del patrimonio. En el caso de Munich RE, se acordó la valoración de un tercero independiente y un acuerdo entre partes relacionadas, de igual manera que, para el caso de CDPQ (se llevó a cabo el acuerdo en 2019 con un block up period de 10 años).
- **En caso tal que alguno de los socios estratégicos decida la salida de sus inversiones, la administración comentó que esto sería adquirido a través de efectivo u obligaciones financieras,** en caso de que se realice de la última forma, es importante tener en cuenta el diferencial que se genere a través de una mayor participación sobre las compañías y los beneficios en términos de dividendos y retorno vs el pago de intereses al optar por esta fuente de financiamiento.
- **En términos del proceso de recompra de acciones,** teniendo en cuenta las distintas operaciones de OPA y su actual nivel de liquidez, especialmente la especie ordinaria, **la compañía no considera oportuno el proceso de recompra dada las afectaciones que pueda tener en la formación de precio.**

Criterios ASG

- En términos de ASG, el conglomerado destaca que el 82% del crecimiento de primas en 2021 corresponden a seguros sostenibles, asimismo como, la compañía a contribuido a evitar emisiones de CO2 de 176 toneladas por producto.
- En relación a las inversiones en AUM, se ha catalogado este como AUM sostenible en donde el 22,5% de estas se componen del componente de integración, 2,7% de inversión temática y 23,8% de Screening.
- La compañía destaca que, en cuanto a los avances, se ha realizado la actualización de la Política de Inversión Sostenible, en línea con mejores practicas. Asimismo, se han planteado criterios de análisis para riesgos ASG críticos.
- Respecto a los retos en materia de ASG para el futuro, la compañía espera contar con un plan de medición de la huella de carbono financiada. Además, espera profundizar los niveles de riesgo identificados en este segmento y su impacto en el negocio.

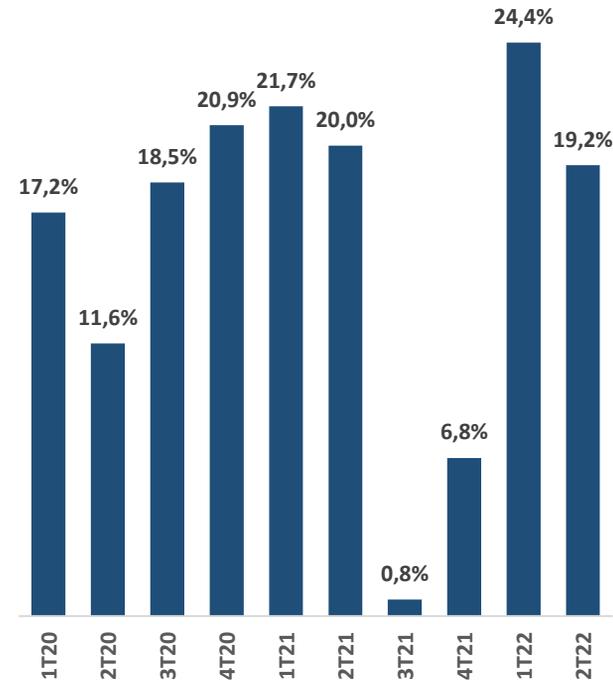


Corficolombiana

 **Regresar**

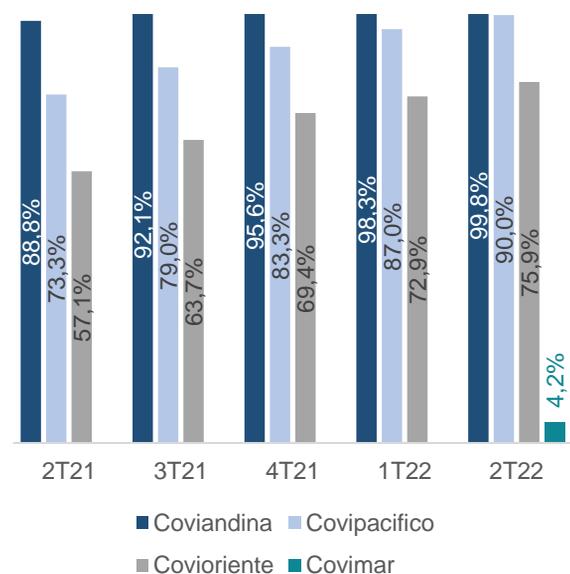
- Resultados consolidados:** Los ingresos del sector real registraron un crecimiento de 20,8% A/A, impulsado por mayores ingresos de todos los sectores, principalmente en el segmento de infraestructura, donde la indexación a la inflación y el alza de la tasa de cambio resultó en mayores ingresos en el negocio de concesiones. Los ingresos por método de participación se incrementaron en 23,9% A/A, los gastos financieros aumentaron en 275,2% A/A y los gastos de personal y generales crecieron en 24,2%. De este modo, el EBITDA alcanzó un incremento de 40,8% A/A, con una expansión de 806 pbs en el margen, mientras que la utilidad neta controlante presentó un incremento de 16,3% A/A, con una contracción de 74 pbs en el margen neto controlante.
- Negocio de energía y gas:** El volumen transportado por la compañía incrementó en 11,4% A/A, mientras que en el negocio de distribución el crecimiento del volumen fue de 14%. Los ingresos del negocio aumentaron en 10,6% A/A, apoyados mejores ingresos de transporte de gas por mayor TRM de facturación, mayor demanda por parte del segmento industrial y mejores resultados en el negocio de financiación no bancaria, además de utilidad por venta de líneas de interconexión a Hocol. Con lo anterior, el EBITDA creció un 3,1% A/A y la utilidad neta controlante disminuyó en 8,8% A/A, con mayor nivel de gastos financieros e impuestos.
- Infraestructura:** Pese a la desaceleración del avance de obra de las concesiones 4G, que se acercan a su etapa final de construcción, el margen bruto de operación aumentó en 59,5%, principalmente por el efecto del entorno inflacionario y el comportamiento de la TRM sobre las expectativas de ingresos esperados por los proyectos 4G y por el reconocimiento de ingresos por entregas anticipadas de Covioriente. Con respecto al tráfico promedio diario de carreteras, se observó un aumento de 48,3% A/A, especialmente en PISA. Cabe resaltar que el nivel de tráfico presenta un efecto de base comparativa frente al 2T21, donde se presentaron afectaciones como consecuencia del paro nacional.
- Hotelería:** La ocupación hotelera en el 2T22 se ubicó en 68% (superior a la media nacional 59%), impulsando un aumento de 168,9% A/A en los ingresos y de 220% A/A en el margen bruto de operación. El número de habitaciones vendidas en el trimestre creció 96% en relación con el 2T21 y a su vez, la tarifa promedio en el segundo trimestre aumentó 22% con relación al mismo trimestre del año anterior. Los ingresos por alimentos y bebidas han incrementado su participación dentro de los ingresos totales de la cadena, creciendo hasta un 79% con relación a 2019 en junio de 2022.

Gráfica 1. Margen neto controlante – Corficolombiana (%)



Fuente: Informes Financieros Corficolombiana.

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



Fuente: Informes Financieros Corficolombiana.

Resumen resultados financieros

Corficolombiana					
Cifras en COP mil MM	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos sector real	2.696	2.678	3.257	21,6%	20,8%
EBITDA	1.313	1.604	1.849	15,2%	40,8%
Utilidad Neta Controlante	538	659	625	-5,0%	16,3%
Margen EBITDA	48,7%	59,9%	56,8%	-316 pbs	806 pbs
Margen Neto	19,9%	24,6%	19,2%	-539 pbs	-74 pbs

* Casa de Bolsa SCB informa que hace parte del Conglomerado Financiero Aval, por lo cual no tenemos un Precio Objetivo ni una recomendación frente a la acción de Corficolombiana.

Fuente: Resultados financieros Corficolombiana.
Construcción: Casa de Bolsa SCB



Migración a Renta Variable en la mira

 Regresar

Migración a Renta Variable en la mira

PEI presentó resultados financieros POSITIVOS en el 2T22. Resaltamos que los indicadores de vacancia física y vacancia económica continúan mejorando, con reducciones de 210 y 524 pbs frente al 2T21, respectivamente, llegando a niveles pre pandemia. De este modo, los ingresos operacionales se vieron beneficiados por un incremento en las categorías comercial, logístico y corporativo, principalmente por la finalización de periodos de gracia y adecuaciones, además de fechas importantes para el sector de comercio durante el trimestre; lo que permitió mejoras en los márgenes operativos trimestrales (NOI y EBITDA) para retornar a su tendencia histórica. En medio del entorno de mayores tasas de intervención, continuamos monitoreando el endeudamiento, que debido a las necesidades de financiamiento de las nuevas adquisiciones del vehículo, se encuentra cercano al límite del 40%. Por último, de acuerdo con el cronograma para la migración de Títulos a la Rueda de Renta Variable, el proceso, simultáneo al Split de títulos, se llevaría a cabo en la semana del 22 de agosto.

Hechos relevantes

• **Vacancia disminuye a buen ritmo:** En línea con nuestras expectativas, los indicadores de vacancia continúan mejorando, llegando a niveles pre pandemia, como resultado de la gestión comercial y la dinámica del sector inmobiliario. La vacancia física cerró el trimestre en 5,9% (-210 pbs vs. 2T21), apoyada por colocaciones importantes en distintas categorías, donde resaltamos la ocupación en el segmento comercial y en el corporativo –a medida que las compañías retoman esquemas de mayor presencialidad-. En tanto que, la vacancia económica se redujo en 525 pbs frente al 2T21, posicionándose en 7,9%, consecuente con la finalización de periodos de gracia y adecuaciones, así como fechas importantes para el sector comercio como el Día del Padre y el Día sin IVA en junio. En este sentido, esperamos que durante los próximos trimestres los indicadores de vacancia continúen mejorando.

• **FCD retomando el ritmo:** En línea con la dinámica de los indicadores de vacancia, reflejadas en mayores ingresos operacionales y márgenes operativos (NOI y EBITDA), retomando la senda hacia su tendencia histórica, el Flujo de Caja Distribuible por título se ubica alrededor de COP 386 mil en lo corrido del año, con un incremento anual de 3,4% y una rentabilidad patrimonial de 13,4% en los últimos 12 meses. Ante la expectativa de mejoras en los indicadores de vacancia, esperamos que los márgenes operativos continúen mejorando al igual que la rentabilidad del portafolio (Cap Rate).

• **Cartera y endeudamiento:** Las mejoras en el recaudo de cartera permitieron un progreso de 90 pbs en el indicador de cartera neta como proporción de los ingresos de los últimos 12 meses (0,93% en el 2T22 vs 1,83% en el 2T21). Entre tanto, el portafolio de deuda del vehículo se incrementó principalmente por las adquisiciones realizadas durante el trimestre, donde el indicador deuda neta / activos se mantiene en 35,9%, aún cercano al límite de 40%. En este sentido, consideramos importante monitorear este aspecto y sus limitantes sobre la destinación de recursos hacia crecimiento orgánico e inorgánico del vehículo, considerando además el incremento anual de 434 pbs en el costo de la deuda en medio del entorno de mayor inflación y de alzas de tasas, dado que el 86% del endeudamiento se encuentra atado a tasas variables.

Resumen resultados financieros

	PEI				
	COP en Mil MM	2T21	1T22	2T22	Var % A/A
Ingresos Oper.	\$118	\$146	\$151	28,3%	3,8%
Rot. cartera neta (días)	5	3	3	-40,0%	0,0%
Flujo Caja Distribuible (periodo)	\$50	\$60	\$64	26,8%	5,6%
Vacancia Económica	13,0%	9,0%	7,9%	-510	-1100
Margen NOI (Acum.)	81,9%	81,6%	82,5%	60	900

5 de septiembre de 2022



Información especie

Cifras en COP

AUM (BN)	8,1
GLA (M ²)	1.148.914
Vacancia económica	7,9%
Margen NOI	82,5%

Gráfica 1. Endeudamiento / Activos



Fuente: Informes Financieros PEI.

Laura López Merchán
Analista Renta Variable
laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suarez
Gerente Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Fuente: Resultados financieros PEI.
Construcción: Casa de Bolsa SCB

Puntos Destacados de la Conferencia

- **La migración de los títulos a la rueda de renta variable se realizaría en la semana del 22 de agosto**, de forma simultánea al Split de títulos y que además permitirá activar otros mecanismos como el formador de liquidez, donde toda esta estrategia se encamina a la contribución de mejor formación de precios y mayor visibilidad del vehículo, en línea con lo que expusimos en nuestro informe "[Oráculo de PEI | Estrategia de liquidez en camino](#)".
- El vehículo brindó actualización acerca de las **perspectivas para el cierre del 2022 a nivel operacional y financiero**. El PEI estima que la vacancia física cierre entre el 5,5% y 6,5%, mejorando en 100 pbs frente a la estimación inicial, como resultado de la dinámica inmobiliaria y comercial. En esta medida y considerando el entorno inflacionario, se esperan ingresos anuales entre COP 595 mil MM y COP 615 mil MM. Con lo anterior, el margen NOI se mantendría dentro de un rango entre 82,5% y 83,5%, un Dividend Yield estimado entre 3,6% y 3,7% asociado al incremento transitorio del gasto financiero.
- **Durante el 2T2022 el vehículo completó la adquisición de un 10% adicional en las residencias universitarias City U** por un valor de COP 23,4 mil MM y un GLA incremental de 2.897 m², consolidando una participación del 60%. Además, en la categoría de Centros Comerciales el vehículo adquirió un 5% adicional en el portafolio de los Centros Comerciales Único, representados en 4.795 m² incrementales, con lo que consolida una participación del 85%.
- **Con respecto a la valorización del portafolio, en línea con el incremento de la inflación**, durante el 2T22 se activaron 27 avalúos, que corresponden al 33,6% de la propiedad de inversión del portafolio (COP 2,5 BN). La valorización de la propiedad de inversión, de la mano de la actualización de los avalúos y el resultado de la operación, generó un impacto en valorización por título de 3,5% llegando a un valor en libros por título de COP 11,7 MM. En el 2S22 se tiene programada la actualización de los avalúos correspondientes el 49% de la propiedad de inversión.
- Con relación al **impacto de la reforma tributaria de gobierno actual –cuyos efectos estamos analizando de forma rigurosa-**, se mencionaron dos puntos relevantes:
 - **Aunque el vehículo va a migrar a la rueda de Renta Variable, el título del PEI no se convertiría en una acción**, dado que para efectos fiscales no estaría cobijado por las disposiciones del estatuto tributario en relación con las acciones. Por consiguiente, al tratarse de un título participativo, no habría un efecto sobre la distribución de flujos a los inversionistas.
 - **El sector logístico representa un 15% sobre los ingresos del portafolio del vehículo**; dentro de ese 15% aproximadamente un 30% corresponde a activos en zonas francas, donde algunos de los arrendatarios efectúan actividades de exportación.



Titulos Inmobiliarios

Rueda de Renta Variable a la vista

 Regresar

TIN presentó resultados financieros POSITIVOS en el 1S22. En medio del entorno macroeconómico favorable actual, además de la extensión de la recuperación de los distintos sectores luego de la pandemia, el efecto de base comparativa producto del Paro Nacional en el 1S21 y mayores adquisiciones, el vehículo continúa reflejando una sólida dinámica de Ingresos y estabilidad en el Flujo de Caja Distribuible. De este modo, los Ingresos por arrendamiento aumentaron en 57% A/A. Sin embargo, el crecimiento de 2,1% A/A de los Rendimientos Distribuibles -a menor ritmo frente a los Ingresos-, se vio impactado por el encarecimiento de la deuda en medio del entorno de mayores tasas de interés. Por otro lado, resaltamos que el indicador de vacancia económica y de cartera vencida se mantienen saludables, aunque continuamos haciendo seguimiento al segmento de oficinas, considerando que si bien ha ido mejorando a medida que varios sectores retoman esquemas con presencialidad, falta terreno por recuperar.

Hechos relevantes

- **Ingresos con dinámica positiva y estabilidad del FCD:** En línea con la continuidad de la recuperación de la actividad económica observada en 2021 gracias al avance en el proceso de vacunación y menores restricciones de movilidad, el flujo de personas en el segmento de Centros Comerciales y Locales Comerciales continúa siendo favorecido con mayores niveles de tráfico. Bajo este contexto, los ingresos por arrendamiento continúan extendiendo la dinámica positiva, con un notable incremento de 57% A/A y 22,6% S/S, principalmente por el efecto de las nuevas adquisiciones realizadas en 2021. Con lo anterior, el margen NOI se situó en 83,3%, con una expansión de 261 pbs frente al 1S21. Sin embargo, el mayor nivel de gastos financieros en medio del entorno de alzas en las tasas de interés (9,01% E.A. costo de la deuda al 1S22), se tradujeron en estabilidad de los Rendimientos Distribuibles, con un crecimiento a menor ritmo frente a los ingresos (+5,1% A/A).

- **Vacancia económica se mantiene saludable:** Resaltamos de manera positiva que la vacancia económica se ubica en 0,87% al cierre del primer semestre de 2022. Lo anterior, considerando una dinámica favorable de todos los segmentos que componen el portafolio, especialmente en Centros Comerciales e Industria, donde el vehículo continúa enfocándose en la medida que tiene buenas perspectivas. No obstante, consideramos que a pesar de la recuperación gradual en el segmento de Oficinas –a medida que varios sectores económicos retoman esquemas que requieren de mayor presencialidad-, es importante continuar haciendo seguimiento a la dinámica del mismo, considerando las alternativas presentadas al trabajo presencial. Asimismo, vale la pena resaltar que pueden existir renegociaciones en la renovación de los contratos de este segmento, sin embargo, el vehículo cuenta con una duración promedio de los contratos de 5,55 años, por lo que esto no se observaría en el corto plazo.

- **Proyección del portafolio:** El vehículo se encuentra en procesos de cierre de compra principalmente en el sector Comercio (alrededor de COP 60 mil MM) y en el sector Industrial (alrededor de COP 68 mil MM), lo que llevaría el AUM hacia aproximadamente COP 573 mil MM. En esta medida, esperamos que esto se traduzca en una mayor diversificación del portafolio, dentro de los límites establecidos por sector económico.

Resumen resultados financieros

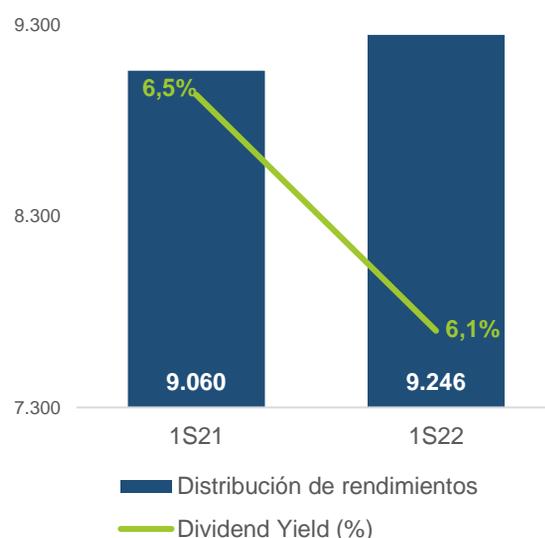
COP MM	TIN				
	1S21	2S21	1S22	Var % A/A	Var % S/S
Ingresos Arrend.	11.802	15.137	18.553	57,2%	22,6%
Rend. Distribuibles	9.060	8.795	9.246	2,1%	5,1%
Margen FCD	76,8%	58,1%	49,8%	-2.693 pbs	-8.267 pbs
Margen NOI	80,7%	81,9%	83,3%	261 pbs	1.330 pbs

5 de septiembre de
2022



AUM (COP MM)	458.379
GLA (m2)	85.549
Vacancia económica	0,87%
Dividend Yield (E.A)	6,1%

F. de Caja Distribuido Pagado (COP MM) vs Dividend Yield (%)



Laura López Merchán
Analista Renta Variable
laura.lopez@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Puntos Destacados de la Conferencia

- A la **asamblea extraordinaria de inversionistas** que se realizará finalizando el mes de septiembre o iniciando el mes de octubre del presente año, se llevarán 4 proposiciones:
 - I. Modificación de la base del cálculo para la Comisión de Administración, donde se propondrá hacerlo sobre la base del patrimonio, de tal forma que la nueva comisión dependa de la rentabilidad real del vehículo.
 - II. Migración a la rueda de Renta Variable, que va a permitir la negociación de los títulos a través de un sistema transaccional entre puntas de compra y venta, con objetivo de tener visibilidad internacional, además de mayor transparencia en la formación de precios y la posibilidad de formar parte de índices del mercado de renta variable. De allí se podrán activar mecanismos como el Formador de Liquidez.
 - III. Split de títulos, cuya relación será 250:1, resultando en un mayor número de títulos en circulación y montos de entrada más accesibles para el acceso de nuevos inversionistas del sector retail.
 - IV. Readquisición de títulos sobre el 10% de los títulos en circulación, donde el vehículo espera generar confianza a los inversionistas del vehículo y mejorar el valor patrimonial del título. Esta medida es extraordinaria y se tomaría únicamente cuando el valor del título tenga una caída sustancial en el mercado secundario, y será definida por el comité asesor, que realizará seguimiento mensual al comportamiento del título.
- Con relación al **incremento del costo de endeudamiento** –considerando que los niveles de endeudamiento se encuentran en 32%, por debajo del límite de 40% sobre los activos materiales del portafolio-, el vehículo señaló que su estrategia en medio del entorno de alzas de tasas es migrar a tasa fija mediante la prórroga de créditos de corto plazo con el objetivo de acceder a mejores oportunidades en tasas que sean más competitivas y permitan disminuir el riesgo en el largo plazo.
- Con respecto a la **devolución de activos en el sector bancario dada la alta concentración en este sector**, la administración manifestó que el contrato con Davivienda tiene multas muy importantes en caso de devolución de activos de alto tamaño, lo que brindaría una protección parcial, que proporcionaría espacio de realizar una recolocación de estos activos dado que estas multas normalmente pueden llegar a tener hasta un año en cánones de arrendamiento. La administración resaltó que un alto porcentaje de los locales bancarios del portafolio están en centros comerciales, lo que facilitaría la recolocación.
- Frente al posible **impacto de la reforma tributaria**, la administración mencionó que en sus análisis preliminares no observa un impacto para el vehículo. De cara al inversionista, se enfatizó que el vehículo paga un rendimiento, más no un dividendo, lo que no generaría cambios en la aplicación del régimen normativo actual.



Resultados con nubes grises

 Regresar

Consideramos que BVC presentó resultados POSITIVOS para el 2T22. La utilidad neta presentó un importante crecimiento del +23% A/A, aunque cerrando levemente por debajo de lo observado en el trimestre anterior (-5% T/T). Lo anterior, gracias a los eventos corporativos de la rueda de renta variable, así como el incremento en la emisión de pagarés en RF y el buen desempeño en los volúmenes de negociación de todos los segmentos, favoreció los servicios de Listing, Trading y Post-trading (84% de los ingresos operativos). Así las cosas, el margen EBITDA 12 mantiene un margen del 37,8%, acercándose al objetivo de cierre de año (40%). Sin embargo, a pesar de que la operación presentó un buen desempeño, rubros no operacionales limitaron el crecimiento de la utilidad neta trimestral, manteniendo un margen Neto 12 meses del 20,7%. Consideramos que para el 2S22 el panorama es retador, mientras continuaremos monitoreando el avance en el proceso de integración, así como, la propuesta de reforma tributaria.

Hechos relevantes

• **OPAs del lado de la BVC:** La utilidad neta trimestral presentó un importante crecimiento del +23% A/A, aunque cerrando levemente por debajo de lo observado en el trimestre anterior (-5% T/T). Lo anterior, explicado principalmente por una dinámica en ingresos que se mantiene con un desempeño positivo, en donde los ingresos de emisores (33% de los ingresos consolidados), negociación (13% de los ingresos consolidados) y post-negociación (38% de los ingresos consolidados) lideraron los crecimientos anuales. En relación al segmento de emisores, es importante destacar los servicios otorgados para la operación de OPAs de emisores. Por otro lado, al acumulado del 2T22 los pagarés emitidos alcanzaron un crecimiento del 71% vs 1S21. En relación al segmento de negociación, el segundo trimestre se caracterizó por un positivo desempeño en los volúmenes de negociación para la rueda de Renta Fija, Renta Variable y Derivados, los cuales presentaron un crecimiento por encima del 15% anual cada uno. Finalmente, el rubro de post-negociación fue favorecido a través de los servicios de compensación y liquidación de la CRCC, aportando a los ingresos acumulados del semestre alrededor de COP 20 mil MM. En esa medida, a pesar del importante incremento en gastos operacionales a nivel trimestral, el EBITDA mantiene un margen 12 meses del 37,8%, acercándose al objetivo del largo plazo (40%), aunque a nivel trimestral este se reduce en 1.064 pbs.

• **Margen Neto con leve mejora:** Así las cosas, mientras los ingresos por método de participación se mantienen estables, mayores gastos de depreciación y amortización e impuesto de renta, llevaron a que el margen neto trimestral se contrajera en 61 pbs A/A y 151 pbs T/T, aunque el margen neto 12 meses mantiene su desempeño positivo, ubicándose en niveles del 20,7%.

• **Expectativas:** Consideramos que de cara al 2S22 el panorama es retador, debido a que las altas tasas de intereses podrían limitar la emisión de títulos en la rueda de Renta Fija, asimismo como, la ausencia de eventos corporativos respecto a lo observado en el 1S22 impactaría el rubro de emisores. Por otro lado, los volúmenes de negociación en julio registraron nuevos mínimos históricos para Renta Variable. Finalmente, continuaremos monitoreando los avances en el proceso de integración, así como la propuesta de reforma tributaria que podría acarrear efectos negativos sobre la operación, desestimulando el mercado de capitales.

5 de septiembre de 2022

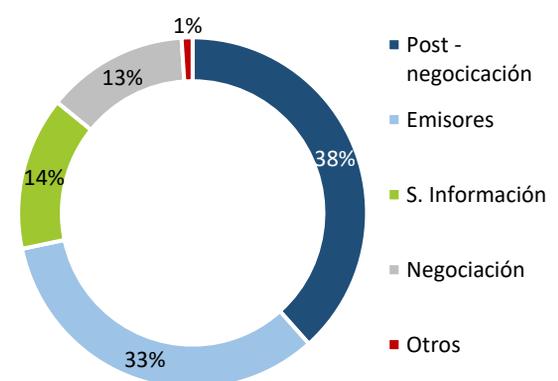


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	12.500
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	0,5
Último Precio	8.595
YTD (%)	-12,96%
DVD Yield (%)	6,6%

Gráfica 1. Distribución ingreso por línea de negocio BVC



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

Resumen resultados financieros

Cifras en COP MM	BVC				
	2T21	1T22	2T22	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos operacionales	49,683	61,901	63,401	27.6%	2.4%
EBITDA	15,369	27,128	21,040	36.9%	-22.4%
Utilidad Neta	9,833	12,768	12,121	23.3%	-5.1%
Margen EBITDA	30.9%	43.8%	33.2%	225	-1,064
Margen neto	19.8%	20.6%	19.1%	-67	-151

Alejandro Ardila
Analista de Sector Financiero
alejandro.ardila@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia
Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

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

Puntos Destacados de la Conferencia

- **En relación a la reforma tributaria, el emisor considera que si bien las proposiciones del nuevo gobierno entorno a los dividendos y ganancias ocasionales entre otros, podrían desestimular en cierta medida el mercado de capitales, es importante destacar que la administración considera que dado una postura del gobierno a discutir las propuestas, existe espacio para dialogar sobre estos puntos específicos.**
- **En relación a los efectos de la propuesta de reforma tributaria sobre el proceso de integración, la administración resaltó que a pesar del escenario adverso a nivel local, en dado caso de que esto sea aprobado, en Chile también se encuentran pendientes del proceso de la constitucional, de manera que aún así las bolsas han reafirmado su posición respecto a continuar con la integración.**

CRITERIOS ASG

- La compañía comentó que se encuentra en el proceso de medida para 2T22 de la huella de carbono tanto de la Holding como sus subsidiarias.
- Asimismo, el emisor destaca que se aprobó por parte de la administración las políticas de derechos humanos y la nueva estrategia de sostenibilidad.

enka

Navegando en marea alta

 **Regresar**

Enka publicó resultados financieros NEUTRALES durante el 2T22. La utilidad neta presentó un deterioro del 53% y 61% en medio de un entorno donde se mantienen las dificultades en la cadena de suministros y el incremento de precios de materias primas presionan los costos operacionales. Lo anterior, aunado a una normalización de la competencia en Asia y el menor volumen de ventas, a pesar del incremento de tarifas en USD, explican la contracción y normalización del margen EBITDA 12 meses pasando de 14,5% en 2T21 a 12% en 2T22. Asimismo, a pesar de mantener un nivel de apalancamiento saludable el incremento de las obligaciones financieras, para el financiamiento del proyecto PET B2B, repercutieron a su vez el rubro neto trimestral. Esperamos que la normalización de los márgenes operativos continúe a lo largo del año, asimismo como, estaremos atentos a la puesta en operación del proyecto, así como, al panorama internacional hacia el 2S22 con menores expectativas de demanda.

Hechos relevantes

- La **utilidad neta trimestral presentó un deterioro del 53% T/T y 61% A/A**, derivado principalmente por una caída en el volumen de venta de los negocios estructurales de la compañía (-2,7% A/A), asimismo, de carácter coyuntural en relación a los productos de PET Virgen, donde su producción finalizó en el 2T22. Lo anterior, buscó ser mitigado por los incrementos en precios y los efectos de la devaluación del peso colombiano respecto al dólar americano, sin embargo, ante las consistentes interrupciones en la cadena de suministros internacional, los precios de algunas materias primas han llevado al encarecimiento del inventario y en esa medida, el mayor costo respecto a lo observado en 2021. Además, la normalización de la competencia asiática respecto al año anterior, afectaron la atención a nuevos mercados y las presiones inflacionarias en los gastos y costos fijos de la compañía, igualmente, repercutieron el margen EBITDA 12 meses (12% al 2T22 vs 14,5% en 2T21). Sin embargo, es importante destacar que el emisor ha optado por las compras anticipadas de materias primas para asegurar la producción, de cara a los efectos que el conflicto en Ucrania y Rusia genera en su operación. Por otro lado, **resaltamos que más allá de un deterioro, lo anterior representa una normalización de la operación**, teniendo en cuenta los factores coyunturales presentados en 2021, como la menor dinámica de la competencia en Asia, inventarios a bajo costo, entre otros.
- Por otro lado, después de periodos en 2021 (desde 2T21) donde el apalancamiento neto de la compañía se ubicaba en niveles cercanos a 0, la financiación del 55% del proyecto PET B2B ha incrementado los gastos financieros, repercutiendo así en la utilidad neta de la compañía. **Sin embargo, resaltamos que, los niveles de apalancamiento actuales se mantienen saludables (1,4x).**
- Desde nuestra perspectiva, **esperamos que los márgenes operacionales continúen normalizándose** evidenciando algunas presiones paulatinas dado la coyuntura en la cadena de suministros, por otro lado, de cara las expectativas de una menor demanda producto de la desaceleración del crecimiento económico en Estados Unidos (21% de la ventas al 2T22), **consideramos que las estrategias de diversificación de ventas de la compañía permitirían mermar este efecto y se pondrán a prueba hacia finales de 2022**, por lo que podríamos esperar impactos en el volumen de ventas.

Resumen resultados financieros

ENKA					
Cifras en COP MM	2T21	1T22	2T22	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	\$127,932	\$155,780	\$154,889	-0.6%	21.1%
EBITDA	\$20,038	\$17,138	\$15,949	-6.9%	-20.4%
Utilidad Neta	\$16,619	\$13,794	\$6,512	-52.8%	-60.8%
Margen EBITDA	15.7%	11.0%	10.3%	-70	-537
Margen Neto	13.0%	8.9%	4.2%	-465	-879

5 de septiembre de 2022

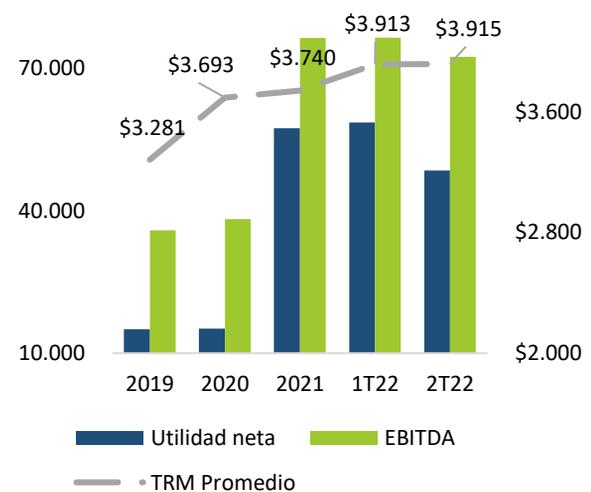


Información especie

Cifras en COP

Recomendación	Sobreponderar
Market Cap. (BN)	0,22
Último Precio	COP 19
YTD (%)	-1,6%
DVD Yield	1,5%

Gráfica 1. EBITDA 12 Meses vs Utilidad neta 12 Meses (COP MM)



Fuente: Estados financieros Enka. Tasa de cambio – Banco de la República.

Alejandro Ardila
Analista de Sector Financiero
alejandro.ardila@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente de Estrategia
Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Puntos Destacados de la Conferencia

- La compañía comentó que, dado que el Gobierno Nacional en julio de 2022 sancionó la ley de plásticos de un solo uso, que pretende establecer medidas para la reducción gradual de la producción y consumo de ciertos plásticos, así mismo, pretende fomentar el reciclaje y el uso de resinas recicladas para botella. En cuanto al negocio PET, lo anterior, incrementaría las metas de recolección de botellas PET y promovería el uso de resina EKO PET beneficiando la operación de la compañía.
- En relación al proyecto PET B2B, la compañía destacó que este se encuentra cumpliendo el cronograma, entrando en los últimos meses de ejecución, donde se espera que entre en operación a finales de este año. Asimismo, recordamos que el proyecto procesaría alrededor de 24.000 botellas por año incrementando la capacidad instalada del emisor.

CRITERIOS ESG:

- A través de su filial Eko Red, opera el proyecto Reciclave con el objetivo de incrementar la tasa de recolección y aprovechamiento de los residuos sólidos en las Islas de San Andrés y Providencia.
- La iniciativa de Reciclave consiste en el refuerzo de las capacidades logísticas, operativas y administrativas de organizaciones y recicladores de oficio de las islas para dignificar su labor y hacerla más eficiente. De esta manera, se han entregado kits de dotación, motocarros y una lancha que les permitirá ampliar las rutas de recolección, para después trasladar el material al interior del país para su aprovechamiento.
- En 2021, la compañía logró incrementar la captación de residuos en un 82% A/A, reciclando alrededor de 740 mil toneladas de PET.
- Por otro lado, Enka logró recuperar 66 toneladas de materiales aprovechables como PET, cartón, plásticos, aluminio, entre otros.

Gerencia de Inversiones

Andrés Pinzón

Director Estrategia Comercial y de Producto
andres.pinzon@corficolombiana.com
Tel: (571) 2863300 Ext. 70714

Análisis y Estrategia

Juan David Ballén

Director Análisis y Estrategia
juan.ballen@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22622

Luis Felipe Sánchez

Analista Junior Renta Fija
luis.sanchez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

Diego Velásquez

Analista Junior Renta Fija
diego.velasquez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

Omar Suarez

Gerente Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22619

Alejandro Ardila

Analista Renta Variable
alejandro.ardila@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22703

Laura López Merchán

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

Roberto Carlos Paniagua

Analista Renta Variable
Roberto.paniagua@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00

José Julián Achury

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

Mesa Distribución

Juan Pablo Vélez

Gerente Comercial Medellín
jvelez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22861

Mesa Institucional Acciones

Alejandro Forero

Head de acciones Institucional
alejandro.forero@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22843

Juan Pablo Serrano

Trader de acciones Institucional
juan.serrano@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22630

Mesa Institucional Renta Fija

Olga Dossman

Gerente Comercial
Olga.dossman@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23624

Adda Padilla

Gerente Comercial
adda.padilla@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22607

Luis Felipe Moreno

Gerente Comercial
adda.padilla@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22607

ADVERTENCIA

Este material no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Este material no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. La información contenida en este documento se presume confiable, pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza su total precisión, los datos utilizados son de conocimiento público. En ningún momento se garantizan las rentabilidades estimadas asociadas a los diferentes perfiles de riesgo. Variables asociadas al manejo de las posiciones, los gastos y las comisiones asociadas a su gestión pueden alterar el comportamiento de la rentabilidad. Es posible que esta estrategia de inversión no alcance su objetivo y/o que usted pierda dinero al invertir en ella. La rentabilidad pasada no es garantía de rentabilidad futura. Ninguna parte de la información contenida en el presente documento puede ser considerada como una asesoría legal, tributaria, fiscal, contable, financiera, técnica o de otra naturaleza, o recomendación u opinión acerca de inversiones, la compra o venta de instrumentos financieros o la confirmación para cualquier transacción, de modo que, este documento se distribuye únicamente con propósitos informativos, y las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Por lo anterior, la decisión de invertir en los activos o estrategias aquí señalados constituirá una decisión independiente de los potenciales inversionistas, basada en sus propios análisis, investigaciones, exámenes, inspecciones, estudios y evaluaciones. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Certificación del analista: El (los) analista(s) que participó (aron) en la elaboración de este informe certifica(n) respecto a cada título o emisor a los que se haga referencia en este informe, que las opiniones expresadas se hacen con base en un análisis técnico y fundamental de la información recopilada, que se encuentra(n) libre de influencias externas. El (los) analista (s) también certifica(n) que ninguna parte de su compensación es, ha sido o será directa o indirectamente relacionada con una recomendación u opinión específica presentada en este informe.

Advertencia

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores. La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente. La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción. Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA