
Resumen Resultados Corporativos 4T19

26 de marzo de 2020

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Las compañías del Colcap presentaron resultados financieros mayormente favorables, donde predominó el terreno Positivo (38% de las empresas) y el Neutral (33% de las firmas), mientras que de los resultados analizados el 29% de las compañías obtuvieron resultados financieros Negativos. En este sentido, observamos que en el último trimestre del año la economía colombiana siguió mostrando una buena dinámica, evidenciada en el desempeño de las empresas que componen la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Como reflejo de lo anterior, resaltamos que el 55% de las firmas registraron un incremento en el EBITDA frente al trimestre inmediatamente anterior y que el 57% de estas lo hicieron en su utilidad neta.

En los resultados corporativos del 4T19, seguimos destacando la tendencia positiva del **Sector Consumo**, reflejado en el incremento de volúmenes de ventas de Almacenes Éxito y Grupo Nutresa. Del mismo modo, resaltamos el buen desempeño que tuvieron los **Vehículos Inmobiliarios** (PEI y TIN), producto de una eficiente operación y saludables niveles de vacancia. Mientras tanto, el **Sector Petrolero y Minero** presentaron resultados financieros mayormente Neutrales, favorecidos por la devaluación del peso colombiano y el crecimiento inorgánico en el continente. Por el lado del **Sector Bancario**, observamos resultados mixtos, donde los mayores gastos de provisiones, relacionados con casos corporativos particulares, generaron un impacto negativo sobre la utilidad neta.

En contraste, los resultados del **Sector Cementero** siguen siendo opacados por el débil desempeño de la operación en Centroamérica y el aumento en la competencia en Colombia. Asimismo, el **Sector Aeronáutico** se vio impactado por un menor número de pasajeros transportados y la fortaleza del dólar, los cuales presionaron los márgenes.

Esperamos que los resultados en el 1T20 se vean impactados por la difícil coyuntura económica.

Calificación de Resultados 4T19

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

POSITIVOS



NEUTRALES



NEGATIVOS



2019, un año para extrañar

Resumen de Resultados Corporativos 4T19

Resumen de resultados 4T19 (CdB)

COP miles de millones

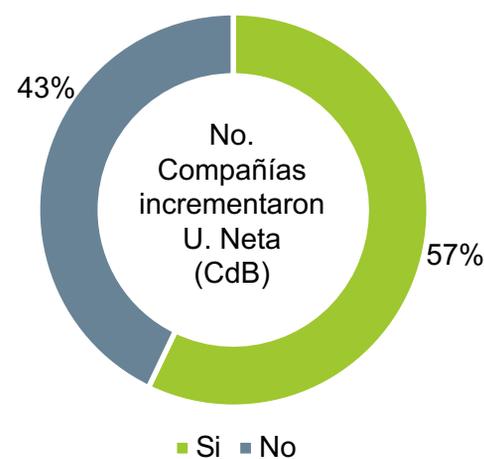
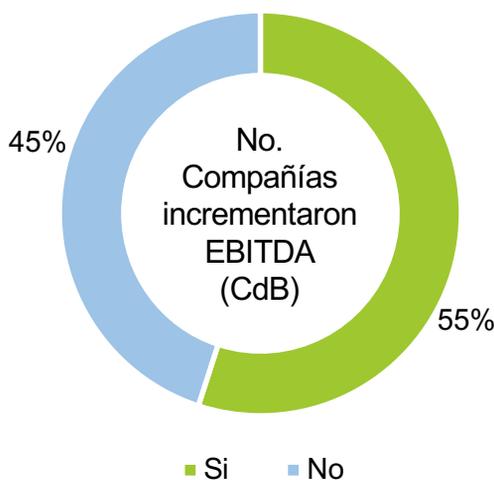
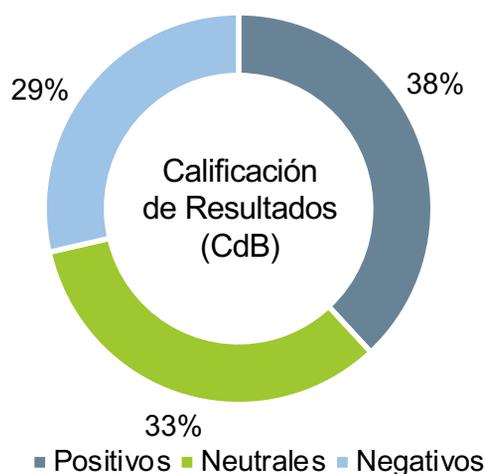
	Ingresos					EBITDA					Utilidad Neta Controladora				
	4T18	3T19	4T19	Var % T/T	Var % A/A	4T18	3T19	4T19	Var % T/T	Var % A/A	4T18	3T19	4T19	Var % T/T	Var % A/A
Ecopetrol	18.314	18.014	18.581	3,1%	1,5%	7.042	8.270	7.174	-13,3%	1,9%	2.647	3.011	4.009	33,1%	51,5%
Grupo Éxito	4.047	3.624	4.325	19,3%	6,9%	413	275	470	70,9%	13,8%	161	11	77	600,0%	-52,2%
Nutresa	2.409	2.554	2.759	8,0%	14,5%	286	344	355	3,2%	24,1%	119	131	94	-28,2%	-21,0%
Celsia	906	984	967	-1,7%	6,8%	316	321	379	18,2%	19,8%	64	58	116	99,7%	81,5%
ISA	2.130	1.971	2.250	14,2%	5,6%	1.403	1.245	1.388	11,5%	-1,1%	582	406	441	8,6%	-24,2%
PEI****	364		466	-	28,0%	248		312	-	25,8%	307		385	-	25,4%
TIN****		10	10	1,9%	-		8	9	11,8%	-		7	5	-27,1%	-
El Condor	284	226	236	4,5%	-16,7%	30	26	90	251,4%	195,7%	31,372	8,013	78,17	875,5%	149,2%
BVC	63	72	79	9,8%	24,6%	20	24	22	-9,5%	11,2%	7	14	17	26,3%	158,2%
Mineros	235	355	401	13,2%	70,8%	77	127	98	-23,0%	26,8%	109	65	25	-61,1%	-77,0%
Davivienda*	2.435	2.717	2.751	1,3%	13,0%	467	464	466	0,4%	-0,2%	374	344	385	11,9%	2,9%
Grupo Argos	3.748	5.228	3.941	-24,6%	5,1%	1.111	1.413	1.338	-5,3%	20,4%	177	301	123	-59,1%	-30,5%
GEB ***	1.385	1.289	1.368	6,1%	-1,2%	435	580	596	2,8%	37,2%	539	460	332	-27,7%	-38,3%
Terpel	5.329	5.923	6.038	1,9%	13,3%	152	257	218	-15,1%	43,6%	20	89	61	-31,4%	205,6%
Canacol**	51	64	66	3,4%	29,7%	32	46	43	-6,3%	36,2%	-0,15	0,66	25,432	3753,3%	-
Avianca**	1.292	1.203	1.152	-4,2%	-10,8%	203	192	96	-50,0%	-52,7%	19	-40	-378	-	-
Grupo Sura	5.238	5.678	5.718	0,7%	9,2%				N.A		231	477	202	-57,7%	-12,6%
Bancolombia*	4.258	4.353	4.415	1,4%	3,7%	1.143	1.200	725	-39,6%	-36,6%	1.002	879	469	-46,6%	-53,2%
Concreto	377	242	287	18,4%	-23,9%	49	31	35	12,2%	-28,6%	23	16	-8	-	-
Cemargos	2.108	2.218	2.348	5,9%	11,4%	413	425	421	-0,9%	1,9%	52	74	34	-54,1%	-34,6%
CLH**	259.809	244.644	236.827	-3,2%	-8,8%	56.148	45.827	52.861	15,3%	-5,9%	9.464	-3.555	-3.112	-	-

* El EBITDA fue reemplazado por la UAI.

** Cifras en USD miles de MM.

*** Utilidad Operacional en vez de EBITDA.

**** Utilidad neta fue reemplazada por Flujo de Caja Distribuible



Índice

(Hipervínculos)

[5. Bancolombia](#)

[7. Davivienda](#)

[9. Bogotá](#)

[11. Grupo Aval](#)

[13. BVC](#)

[15. Ecopetrol](#)

[18. Canacol](#)

[20. Éxito](#)

[22. Nutresa](#)

[24. Cementos Argos](#)

[26. Cemex Latam Holding](#)

[28. Concreto](#)

[30. El Condor](#)

[32. GEB](#)

[34. Celsia](#)

[36. Isa](#)

[38. Avianca](#)

[40. Grupo Argos](#)

[42. Grupo Sura](#)

[44. Corficolombiana](#)

[46. Terpel](#)

[48. Mineros](#)

[50. PEI](#)

[52. TIN](#)



Prueba ácida



Regresar

Prueba ácida

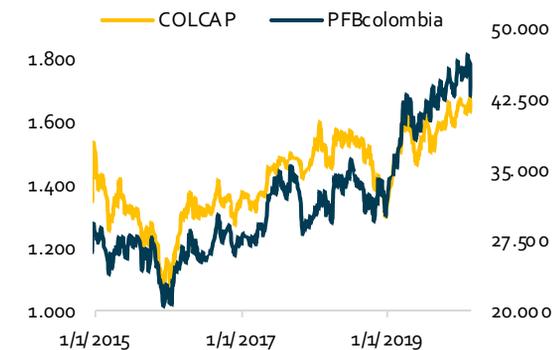
La utilidad anual de Bancolombia de COP 3.1 BN para 2019 creció 17,2% A/A, ubicándose 8,3% por debajo de nuestra estimación, mientras que la utilidad del cuarto trimestre del año de 4,69 BN fue inferior en 46,6% y 53,2% frente a 3T19 y 4T18 respectivamente. Más allá de ubicarse por debajo de nuestras expectativas en 37,4%, consideramos NEGATIVOS los resultados del trimestre por el hecho de no continuar con la tendencia de recuperación evidenciada por el banco durante los trimestres previos. Los gastos de depreciación y amortización aumentaron 9,5% T/T y 86,3% A/A, explicados por la implementación de IFRS 16 y la amortización de bienes recibidos en dación de pago, mientras que el ingreso neto por intereses creció apenas 2,17% T/T y 0,82% A/A, con el Margen Neto de Interés ubicándose en 5,6% (0,1 p.p. superior a 3T19 y 0,4 p.p. por debajo de 4T18). Por otro lado, mientras que la cartera bruta en pesos creció 8,7% A/A, la cartera bruta total lo hizo en 4,9% A/A, evidenciando la debilidad de Centroamérica, teniendo en cuenta que la devaluación anual se ubicó en 0,8%. Por su parte, el crecimiento anual de la cartera de consumo se ubicó en 21,8% (2,5% trimestral), pero en 4T19, a diferencia de los trimestres anteriores, la evolución de su calidad no fue positiva, con la cartera vencida como porcentaje del total incrementando tanto a 30 como a 90 días.

Factores relevantes

- Expectativas conservadoras en 2020:** La utilidad esperada de COP 3,45 BN para 2020 implica un crecimiento de 10,7% A/A, pero es 5,5% inferior a la utilidad anual a septiembre de 2019. El cumplimiento de esta expectativa implica un ROE del 12%, similar al de 2019; un crecimiento nominal de 10% en la cartera, con 6% en la cartera comercial, 15% en la cartera de consumo y alrededor de 9% para la cartera hipotecaria; Un crecimiento del Margen Neto de Intermediación similar al de la cartera (MNI de 5,7%); y crecimientos del PIB nominal de 3,3% en Colombia, 3,75% en Panamá (entre 3,5% y 4%), 3,5% en Guatemala y 2,4% en El Salvador. Al cierre de 2019, la participación de Colombia, Panamá, Guatemala y El Salvador en la cartera total era de 71%, 14%, 6% y 6% respectivamente.
- Frente al crecimiento económico esperado por el FMI, Bancolombia es considerablemente más conservador en Panamá, levemente más conservador en Colombia, y está alineado en Guatemala y El Salvador.** En cuanto al crecimiento de la cartera de consumo, más allá de la corrección a la baja, el 15% de crecimiento luce elevado, tanto por el efecto base y la participación actual, como por nuestra expectativa de desaceleración del consumo en Colombia (gráfico 2).
- Sobrecorrección?:** Revisamos la corrección que presentaron las acciones de Bancolombia luego de la publicación de los resultados 4T19 en términos de valor relativo. Tanto la utilidad de 2019, como la expectativa de 2020 implican un nivel de precios inferiores a los que tenía este emisor al cierre de enero, precios que a su vez marcan los niveles máximos de corrección por valor relativo (ver tabla). En general, los resultados de 2019 dan espacio para mayores correcciones a partir del P/E trailing; al incorporar la expectativa de utilidad, las cotizaciones ya pueden comenzar a corregir al alza, aunque su valorización es limitada.

26 de marzo de 2020

Gráfico 1. Índice Colcap vs PF Bancolombia

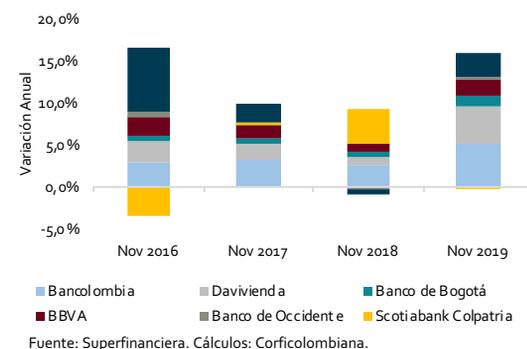


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	45.500
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	39,3
Ultimo Precio	41.700
YTD (%)	-7.6%

Gráfico 2. Crecimiento de la cartera de consumo bancaria



Análisis de la corrección en precios posterior a la publicación de resultados 4T19

Precios justos a partir de la utilidad conocida de 2019 de COP 3,1 BN					
Tipo	Spot	P/E (11,46X)	Valorización	P/E (12,24X)	Valorización
Ordinaria	39.800,00	36.346,22	-8,68%	38.814,69	-2,48%
Preferencial	41.720,00	38.058,87	-8,78%	40.643,66	-2,58%

Precios justos a partir de la utilidad esperada de 2020 de COP 3,45 BN					
Tipo	Spot	P/E (11,46X)	Valorización	P/E (12,24X)	Valorización
Ordinaria	39.800,00	40.224,69	1,07%	42.956,57	7,93%
Preferencial	41.720,00	42.120,09	0,96%	44.980,70	7,82%

Fuente: Capital IQ y Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana. * 11,46X es el múltiplo P/E de enero 31; 12,24X es el promedio del múltiplo de los cierres trimestrales en 2019.



**Un cierre de año neutro, pero mejor al
esperado**

 **Regresar**

Davivienda publicó resultados financieros Neutrales en el 4T19, levemente superior a nuestra expectativa. Destacamos el buen trimestre de la cartera bruta del banco (+10,9% A/A) que cerró el año en COP 97,4 BN, impulsada principalmente por el segmento de consumo y vivienda, y contrarrestada por una importante desaceleración de la cartera comercial, en medio prepagos de clientes corporativos y castigos de casos puntuales. Por tanto, los ingresos por intereses del banco fueron superiores en un 13% a nivel anual, llevando al margen financiero neto a ubicarse en COP 1.1 BN en el 4T19 (+12% A/A), no obstante el aumento del gasto de provisiones netas de 11,5% debido al crecimiento del portafolio de consumo y por provisiones adicionales requeridas del segmento corporativo. Finalmente, el resultado neto de Davivienda se situó en COP 385 mil MM (+2,7% A/A) y en el año en COP 1,5 BN, limitado por un bajo control a nivel de gastos operativos tanto en el trimestre como en el año, y el ROAE cerró 2019 en 12,4%, menor al de 2018 (12,9%).

Hechos relevantes

• **Cartera bruta continuó creciendo al cierre del año:** La buena dinámica de la cartera bruta del banco en el 4T19 se reflejó en un crecimiento de 10,9% A/A, (neutral frente al 3T19). Esta, se vio nuevamente jalónada por el segmento de consumo (+8,1% T/T y +29,1% A/A), que en Colombia apalancó su crecimiento en el buen desempeño del crédito fijo y las tarjetas de crédito, y en una menor medida por la de vivienda (+2,1% T/T y +10,9% A/A). Respecto a la cartera comercial, registró una desaceleración importante (+1,8% A/A), debido a prepagos de clientes corporativos y castigos de casos puntuales. De esta manera, los ingresos financieros crecieron 12,8% A/A y el NIM se situó en 6,52%.

• **No obstante costo de riesgo cierra año en 2,5%:** En el 4T19 las provisiones aumentaron 11,7% A/A, ante el crecimiento del portafolio de consumo y por provisiones adicionales requeridas del segmento corporativo, mayormente la asociada a la cartera por provisionar de Ruta del Sol II, ya cubierta en su totalidad. Los casos específicos de la cartera comercial, al igual que el crecimiento del portafolio de consumo, cuya participación en Colombia pasó de 13,2% en 2018 a 15,1% en 2019, explican el crecimiento de las provisiones netas en el año de 17,3%. De esta manera, observamos un aumento en el costo de riesgo de 14 pbs frente al 4T18, indicador que el *management* espera se situó entre 2,3% y 2,4% para 2020.

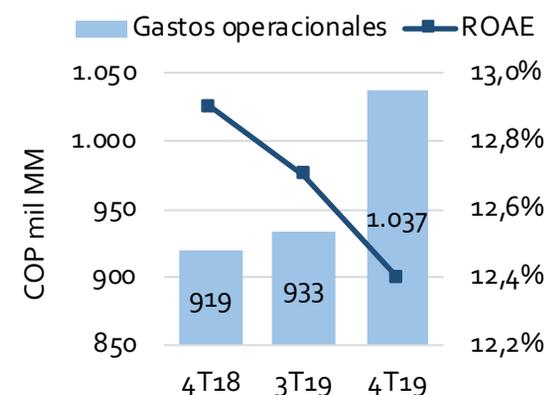
• **Utilidad neta del trimestre y año, resiliente:** En medio del buen desempeño de la cartera bruta en el 4T19 y en 2019 (+10,9% A/A), y no obstante un mayor gasto de provisiones, la utilidad neta del 4T19 registró un crecimiento de 2,1% A/A (+11,7% T/T) y la del año se ubicó en COP 1,5 BN (+6,1% A/A). Sin embargo, tanto en el trimestre como en el año, la utilidad neta fue presionada por un bajo control del banco a nivel de gastos operativos, que crecieron anualmente 12,9% y 9,3% respectivamente, debido principalmente a mayores gastos de personal. De esta manera, el ROAE de Davivienda se ubicó al cierre de 2019 en 12,4%, 5 pbs menor frente a 2018. Finalmente, resaltamos los esfuerzos del banco en 2019 en su proceso de transformación digital, reflejado en una mayor participación de los canales digitales en la venta de productos del año (+13 p.p. A/A).

26 de marzo de 2020



Precio objetivo	48.000
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	18,6
Ultimo Precio	40.200
YTD (%)	-12.6%

Gráfica 1. Comportamiento ROAE Davivienda vs Gastos operacionales



Resumen resultados financieros

Cifras en COP miles de MM	Davivienda				
	4T18	3T19	4T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos financieros	2.435	2.717	2.751	13,0%	1,3%
Provisiones Netas	513	661	572	11,5%	-13,5%
Margen financiero neto	1.011	1.016	1.132	12,0%	11,4%
Utilidad Neta	374	344	385	2,9%	11,9%
NIM	6,49%	6,55%	6,52%	3,0 pbs	-3,0 pbs
ROAE	12,9%	12,7%	12,4%	-50,0 pbs	-30,0 pbs



Banco de Bogotá

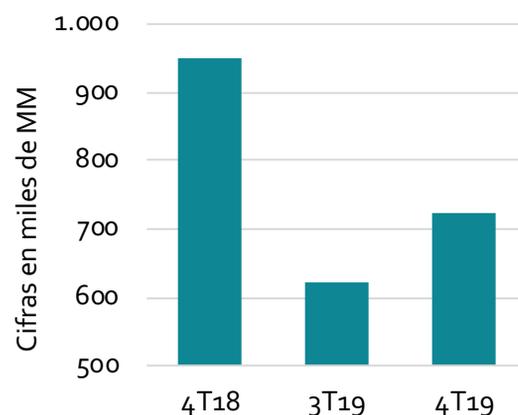
 Regresar

Hechos relevantes

- **El NIM, neutral frente al 4T18:** La cartera bruta del banco presentó un crecimiento del 6,3% A/A, jalonada principalmente por una buena dinámica del segmento de consumo (+7,3% A/A). De esta manera, impulsado por el aumento de 10,0% del ingreso neto de intereses (+3,5% T/T), el NIM se ubicó en el último trimestre del año en 6,0%, 30 pbs superior al registrado durante el 4T18 (+10 pbs frente al 3T19).
- **Calidad de la cartera cierra 2019 en 3,1% :** La calidad de la cartera vencida, superior a 90 días, presentó un incremento anual de 30 pbs (10 pbs T/T). Sin embargo, al excluir la provisión de CRDS y Electricaribe, el indicador se hubiese situado en 2,7%.
- **Nivel de Eficiencia disminuye:** Durante el 4T19, el nivel de eficiencia, administrativa, se ubicó en 56,8%, evidenciando un deterioro de 990 pbs frente al 4T18 (600 pbs frente al 3T19), presionado por un aumento de los gastos operacionales durante el trimestre.
- **Contracción de la Utilidad Neta en el 4T19:** En medio de un crecimiento de la cuenta otros egresos (+13,3% T/T y +17,0% A/A), presionada al alza principalmente por un aumento de los gastos de personal (+76,4% A/A) y de los generales de administración (+86,1% A/A), la utilidad neta de la controladora experimentó una reducción de 24% en términos anuales.

De esta forma, el ROAE del banco se ubicó en 14,2%, 690 pbs inferior al nivel registrado en el mismo trimestre del año inmediatamente anterior.

1. Evolución Utilidad Neta vs ROAE



Resumen resultados financieros

Cifras COP miles de MM	Banco Bogotá				
	4T18	3T19	4T19	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos por Intereses	2.933	3.132	3.242	3,5%	10,5%
Gasto por Intereses	1.141	1.242	1.271	2,3%	11,4%
Ingresos netos por Intereses	1.792	1.891	1.971	4,3%	10,0%
Provisiones Netas	837	812	610	27,1%	27,1%
Utilidad Neta controladora	951	623	723	16,0%	-24,0%
NIM	5,7%	5,9%	6,0%	10 pbs	30 pbs
ROAE	21,1%	12,7%	14,2%	150 pbs	-690 pbs
Eficiencia	46,9%	50,8%	56,8%	600 pbs	990 pbs
Calidad de Cartera 90 días	2,8%	3,0%	3,1%	10 pbs	30 pbs



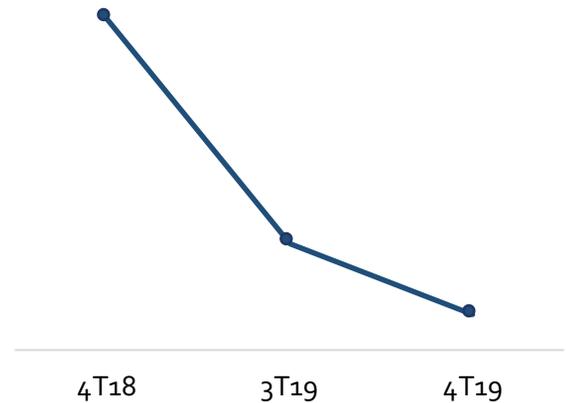
Grupo Aval

 Regresar

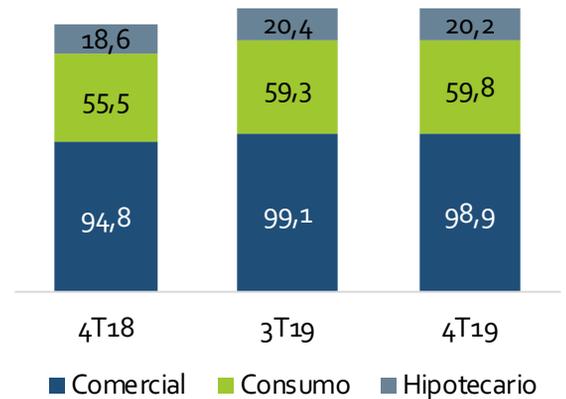
Hechos relevantes

- **La cartera bruta de creció 6% A/A:** En medio del incremento de los tres segmentos de cartera, comercial (4,4%), de consumo (7,6%) e hipotecaria (+8,8%), la cartera de créditos del banco, no obstante se mantuvo estable frente al 3T19 (+0,1%), cerró el año en COP 179,4 BN, 6,0% mayor al 4T18.
- **NIM, neutral frente al 4T18:** No obstante el crecimiento de los ingresos netos por intereses (++)2,3% T/T y +5,0% A/A), el margen neto de intereses sufrió una leve contracción trimestral de 10 pbs ubicándose en 5,6%, producto de un mayor aumento de los activos productivos en el 4T19.
- **Nivel de eficiencia se deteriora:** El ratio de eficiencia se ubicó en 52,1%, evidenciando un deterioro de 420 pbs frente al 3T19 y de 800 pbs respecto al 4T18, el cual estuvo explicado principalmente por un aumento de los otros gastos del banco de 5,8% A/A (+8,5% T/T).
- **Costo de riesgo cierra 2020 en 2,1%:** Dado un decrecimiento del gasto de provisiones de cartera y cuentas por cobrar para el trimestre de 24,2% A/A (-13,3% T/T), gracias mayormente a un menor gasto de provision de la cartera comercial, el costo de riesgo evidenció una contracción de 102 pbs frente al 4T18 (-42 pbs T/T).
- **ROAE se ubica en 15,8%:** Debido a un aumento del rubro de otros egresos de 8,5% frente al 4T18 (+5,8% T/T) la utilidad neta de la controladora se vio presionada en el trimestre, contrayéndose 15,9% A/A. De esta manera, el ROAE del banco se ubicó en 14,6%, 500 pbs inferior al presentado en el mismo trimestre del año inmediatamente anterior.

1. Evolución ROAE



2. Evolución Cartera de Créditos



Resumen resultados financieros

Cifras COP miles de MM	Grupo Aval				
	4T18	3T19	4T19	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos por Intereses	4.692	4.942	5.056	2,3%	7,8%
Gasto por Intereses	1.935	2.113	2.160	2,2%	11,7%
Ingresos netos por Intereses	2.757	2.829	2.895	2,3%	5,0%
Deterioro Cartera de Créditos	1.360	1.189	1.031	-13,3%	-24,2%
Utilidad Neta controladora	851	743	715	-3,8%	-15,9%
NIM	5,6%	5,7%	5,6%	-10 pbs	0 pbs
ROE	19,6%	15,8%	14,6%	-120 pbs	-500 pbs
Eficiencia	44,1%	47,9%	52,1%	420 pbs	800 pbs
Calidad de Cartera 90 días	3,1%	3,3%	3,3%	0 pbs	20 pbs



**Menor control de costos y gastos
limita margenes**

 **Regresar**

Menor control de costos y gastos limita margenes

BVC publicó resultados financieros NEUTRALES. No obstante una saludable dinámica a nivel de ingresos (+24,4% A/A), jalonados principalmente por los negocios de Tecnología e Innovación y Servicios de emisores, en medio de un mayor número de emisiones de renta fija y ofertas públicas en el mercado de renta variable, el menor control a nivel de costos y gastos de BVC, llevó al margen EBITDA a ubicarse en 27,8% (-328 pbs A/A), mínimo de 2019. En ese sentido, el considerable aumento de la utilidad neta en el 4T19 (+157,5% A/A) se debió mayormente por una significativa reducción del gasto de impuestos (-52% T/T). No obstante, resaltamos que, en medio de la completa consolidación del nuevo modelo comercial y de servicio de la compañía, la utilidad neta anual se ubicó en COP 51,4 mil millones (+31% A/A). Finalmente, resaltamos que la BVC propondrá un dividendo de COP 752 por acción (+ COP 202 A/A) el cual sería equivalente a un *dividend yield* de 7,4%. Dicha propuesta, será considerada en la Asamblea General de Accionistas, que se llevará acabo el día 25 de marzo.

Hechos relevantes

- Menor eficiencia en costos y gastos limita dinámica operacional:** Destacamos el importante aumento a nivel ingresos consolidados (+9,8 T/T y +24,4% A/A), principalmente favorecidos por el mayor aporte del negocio de Tecnología e Innovación, donde Sophos sumó 269 nuevos proyectos, y de Servicios de emisores, en medio de un mayor número de emisiones de renta fija y ofertas públicas en el mercado de renta variable, entre ellas la de Almacenes Éxito. Sin embargo, el EBITDA de BVC se ubicó en COP 21,8 mil MM, y su margen retrocedió 328 pbs frente al 4T18 (-588 pbs T/T), al ubicarse en 27,8%, mínimo del año 2019, debido a una menor eficiencia a nivel de costos y gastos, los cuales incrementaron 16,4% A/A, relacionados en gran medida a la operación de Sophos.
- Impuestos favorecen repunte del resultado neto:** Con base en lo mencionado en el punto anterior, el relevante repunte de la utilidad neta de la compañía en el trimestre (+157,5% A/A) se explicó por la significativa disminución del nivel de impuestos (-52% T/T). En el año, la utilidad neta ascendió a COP 51.448 millones, 31% superior a la presentada en 2018, y su margen se ubicó en 21%, en medio de la consolidación total del nuevo modelo comercial y de servicio.

Sin embargo, consideramos relevante monitorear el comportamiento de los costos y gastos operacionales en los próximos trimestres, ya que en el año aumentaron 14,1%.

- Consideraciones finales:** Finalmente, resaltamos la propuesta de distribución de dividendos por parte de BVC, la cual será considerada en la Asamblea General de Accionistas del día 25 de marzo, que contempla un dividendo por acción de COP 752, que equivaldría a un *dividend yield* de 7,4% y un aumento de 36,7% frente al dividendo de distribuido en 2019.

26 de marzo de 2020

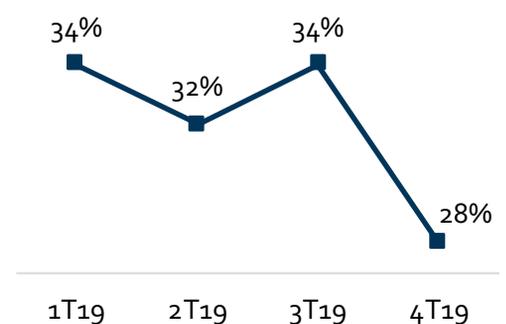


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	12.000
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	0,6
Ultimo Precio	10.560
YTD (%)	-9,0%

Gráfica 1. Comportamiento margen EBITDA BVC



Resumen resultados financieros

Cifras en miles COP MM	BVC				
	4T18	3T19	4T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	63,0	71,5	78,5	24,4%	9,8%
Costos y Gastos	51,3	51,6	59,7	16,4%	15,7%
EBITDA consolidado	19,6	24,1	21,8	11,3%	-9,4%
Utilidad Neta (Controladora)	6,7	13,7	17,3	157,5%	27,0%
Margen EBITDA	31,1%	33,7%	27,8%	-328 pbs	-588 pbs
Margen Neto	10,7%	19,1%	22,1%	1143 pbs	300 pbs

BVC + Subsidiarias



Cumplimiento anticipado del Plan Estratégico

 Regresar

La utilidad neta de Ecopetrol para 4T19 se ubicó en COP 4,0 BN (+29,2% T/T y +47,0% A/A), con lo que la utilidad del año 2019 llegó a COP 13,3 BN (+14,7% A/A), su nivel máximo en seis años. **Consideramos POSITIVOS los resultados trimestrales y anuales de la compañía. Los ingresos trimestrales de 18,6 BN se ubicaron en línea con nuestra expectativa, la utilidad fue 21,5% superior y el EBITDA 14,6% inferior.** Sin el efecto del ingreso no recurrente por la consolidación de Invercolsa, que no constituye ingreso fiscal, la utilidad anual sería COP 12,3 BN, manteniéndose como la más alta en seis años, en línea con nuestra estimación de COP 12,5 BN. Destacamos que resultado del cumplimiento temprano del plan estratégico 2019 – 2021, Ecopetrol lanzó el Plan Estratégico 2020 – 2022. A continuación, revisamos los elementos que permiten un mejor entendimiento respecto a los resultados logrados por la compañía, junto con nuestras inferencias respecto a su desempeño futuro.

Hechos relevantes

- Desempeño en contexto:** La utilidad obtenida en 2019 es superada únicamente por los resultados logrados entre 2011 y 2013, cuando la cotización del petróleo era mucho más alta. Sin embargo, en pesos corrientes la cotización del petróleo promedio de 2018 y 2019 es superior a la de los años anteriores (gráfico 1), evidenciando el papel fundamental de la devaluación en los últimos años (76% de 2013 a 2019). Este factor se suma a la notable gestión que tuvo la compañía luego de la caída del precio del petróleo a partir de la segunda mitad de 2014.
- Compromiso:** A la optimización a nivel de costos, estructura de capital e inversiones, que le permiten a la compañía tener un mejor desempeño ante diferentes escenarios de precio, debemos sumar logros notables como incrementar las reservas en el rubro de "Revisiones" (+83 mmbpe), a pesar de que el precio de referencia utilizado en la evaluación es menor. Adicionalmente, la constante preocupación de mercado respecto al nivel de reservas de la empresa disminuyó notablemente con el logro del negocio conjunto con Occidental en EEUU, que sumó 164 mmpe a las reservas probadas. La compañía ha logrado responder más allá de lo requerido por las partes interesadas, al punto de tener que actualizar su plan estratégico por "cumplimiento anticipado".
- Ajustes:** El efecto de los mayores costos asociados al recobro mejorado explican buena parte de la diferencia entre el EBITDA estimado frente al real, mientras que la consolidación de Invercolsa explica la diferencia a nivel del estado de resultados. En la reunión con inversionistas del 26 de febrero, la alta gerencia de Ecopetrol le atribuyó parte del deterioro en EBITDA a los costos del programa de recobro mejorado, lo que coincide con el incremento de los costos variables de *Upstream* (exploración y producción) de 13,3% T/T y 21,3% A/A para el resultado trimestral, y de 16,2% A/A para el resultado anual. **Es necesario seguir de cerca la evolución de este rubro, toda vez que uno de los pilares de la producción e incremento de reservas en Colombia se basa en el recobro mejorado.**

Resumen resultados financieros

Cifras en COP miles de MM	Ecopetrol				
	4T18	3T19	4T19	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Operacionales	18.314	18.014	18.581	3,1%	1,5%
Utilidad bruta	6.372	6.774	6.311	-6,8%	-1,0%
Utilidad Neta Controladora	2.647	3.011	4.009	33,1%	51,5%
EBITDA	7.042	8.270	7.174	-13,3%	1,9%
Margen Bruto	34,8%	37,6%	34,0%	-364 pbs	-83 pbs
Margen Neto	14,5%	16,7%	21,6%	486 pbs	712 pbs
Margen EBITDA	38,5%	45,9%	38,6%	-730 pbs	16 pbs

26 de marzo de 2020

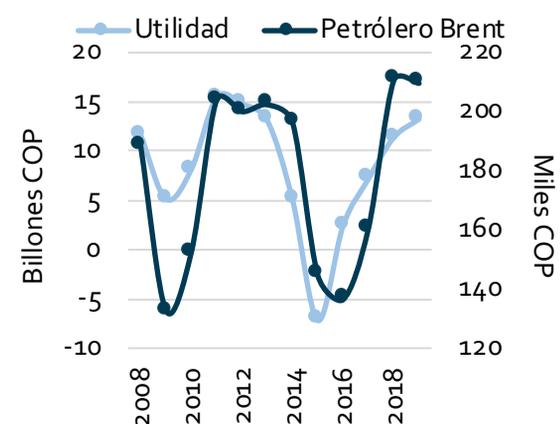


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	3.150
Recomendación	Mantener
Market Cap (BN)	124,8
Ultimo Precio	3.120
YTD (%)	-8,5%

1. Utilidad y cotización Brent en pesos colombianos

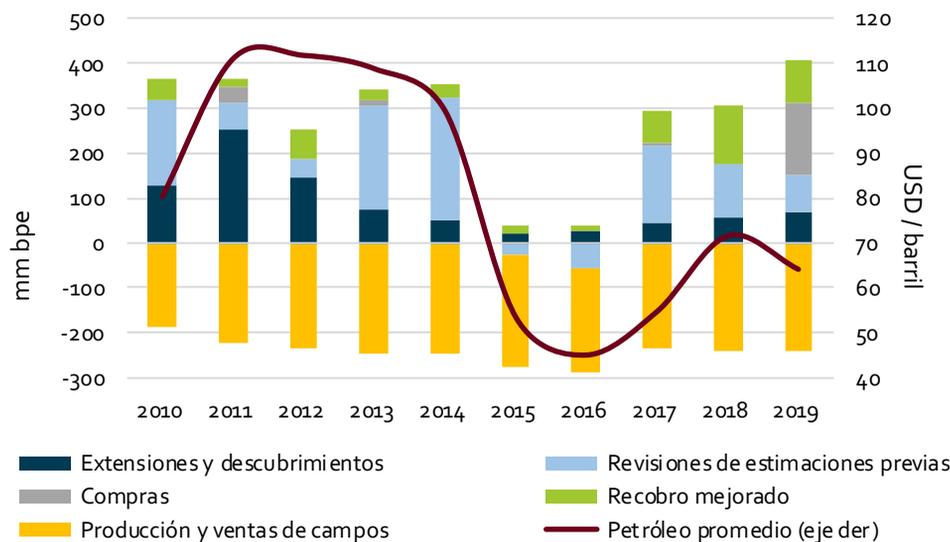


Fuente: Ecopetrol, Capital IQ, BanRep. Construcción: Corficolombiana.

Dividendos: En relación a los dividendos esperados, más que entrar en la discusión de la información publicada en relación a la política de dividendos (utilidad ajustada, rango de distribución para el dividendo ordinario, etc.), recordamos que la distribución del 60% utilidades de 2018 se realizó a partir de la utilidad neta sin ajustar por *impairments*, que en 2018 sumaron 0,5 BN. Adicionalmente, el dividendo extraordinario de 20% se basó en “sólido desempeño financiero de la compañía, el sobrecumplimiento de sus metas y la robusta posición de caja para el cierre de 2018”, razones que también se podrían argumentar este año. En relación al dividendo extraordinario decretado y pagado al final de 2019, este podría reducir la probabilidad de que se decrete un dividendo extraordinario adicional.

Aunque este año el *impairment* por activos de largo plazo ascendió a COP 1,7 BN, no esperamos que se ajuste la utilidad a distribuir, ni aumentándola por concepto de *impairments*, ni disminuyéndola en COP 1,0 BN por el ajuste de Invercolsa. Con una repartición del 60% de la utilidad neta, nuestro escenario base, el dividendo a repartir asciende a 7,95 BN (COP 193,37 por acción).

2. Adición de reservas probadas de Ecopetrol



Fuente: Ecopetrol y Bloomberg. Construcción: Corficolombiana.

Plan Estratégico 2020 - 2022: La actualización al plan estratégico se basa en el cumplimiento temprano del plan que iba de 2019 a 2021, que se logró con una ejecución de Capex USD 3.521 MM, ubicándose en el límite inferior de la inversión anunciada por la compañía. Creemos que el comportamiento reciente de la cotización del petróleo es coyuntural, por lo que vemos probable el cumplimiento del nuevo plan de Ecopetrol, que es viable con la cotización del petróleo Brent en USD 57/barril. La información publicada por Ecopetrol respecto al Plan Estratégico 2020 – 2022:



Con nuevos horizontes en la mira

 **Regresar**

Canacol presentó resultados NEUTRALES en el 4T19. Resaltamos el aumento significativo en producción, registrando un incremento del 22,6% frente al tercer trimestre de 2019. No obstante, dicho crecimiento estuvo opacado por un deterioro en el net back operativo (-8,67% T/T), como resultado de tres elementos principales: i) Disminución en el precio realizado de venta de gas, neto de transporte (-3,38% T/T) como consecuencia de fluctuaciones en el precio spot e incremento en el costo de transporte ii) mayores regalías por cada mil pie cúbico de producción (+10,9% T/T) iii) incremento en gastos operativo (+ 20,8% T/T). En este sentido, el EBITDAX presentó una disminución del 6,28% frente al tercer trimestre de 2019. Por otro lado, señalamos el aumento del 12% en las reservas probadas y probables respecto a 2018 con una tasa de reemplazo de reservas de 213%.

Hechos relevantes

26 de marzo de 2020

• **Canacol se beneficia de la devaluación del peso colombiano:** Teniendo en cuenta la estructura de ingresos de Canacol, donde el precio realizado de venta de gas es en dólares y además está fijado por contrato bajo la modalidad *take or pay* a largo plazo, la empresa no se encuentra expuesta ante los efectos negativos de la devaluación del peso colombiano. Así mismo, tampoco es vulnerable ante las fluctuaciones en el precio spot del *commodity*. Por otro lado, Canacol proyecta generar una reducción de aproximadamente USD 15 MM en Capex y gastos operativos por efecto devaluación del peso, toda vez que estos están en pesos colombianos.

• **Producción 2019 y reservas:** Señalamos el positivo incremento en producción en 2019 (+ 28% A/A), jalonado por la entrada en operación del gasoducto jobo Cartagena. Adicionalmente, la compañía cerró el año con una tasa de reemplazo de reservas de 213%, aumentando de este modo en 12% y 31% sus reservas 2P y las reservas probadas desarrolladas produciendo respectivamente frente a diciembre de 2018. Para el año 2020, Canacol espera cerrar con una producción de 205 mmcf bajo un precio promedio de venta de gas de 4.80/mcf, lo cual representaría un aumento en producción del 43%. Bajo este escenario, proyectamos USD 315 MM en ventas (neto de regalías y transporte) para 2020 de no tener mayores fluctuaciones en el costo de transporte para el rubro de ventas con precio spot.

• **Dividendos y recompra de acciones:** Dada la expectativa en la generación de flujo caja operacional y el EBITDAX (USD 265 MM) para 2020, Canacol espera utilizar el exceso en caja para pago de dividendos (CAD 0.052 por acción), continuar el programa de recompra de acciones y pago de deuda.



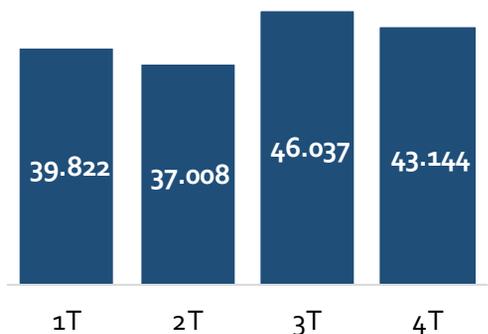
Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	15.000
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	1,6
Ultimo Precio	10.460
YTD (%)	-16,9%

Gráfica 1. Evolución EBITDAX

Cifras en USD miles (2019)



Resumen resultados financieros

Cifras en USD miles	Canacol				
	4T18	3T19	4T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos totales	50.727	56.634	65.795	29,70%	16,18%
Utilidad (perdida) Neta	-16.272	663	25.432	-256,29%	3735,9%
EBITDAX	33.440	46.037	43.144	29,02%	-6,28%
Margen Neto	-32,08%	1,17%	38,65%	7073,1 bps	374,8 bps
Margen EBITDAX	65,92%	81,29%	65,57%	-34,8 bps	-157,2 bps
Producción de gas (Mcfpd)	116.616	147.630	180.986	55,20%	22,6%
Producción de petróleo (boepd)	488	322	309	-36,68%	-4,04%
Netback (\$ / boepd)	22,51	22,06	20,49	-8,97%	-7,12%



Un "Nuevo Éxito" con resultados positivos

 Regresar

Grupo Éxito | Entrega de Notas 4T19

Inicia "Nuevo Éxito" con resultados positivos

Grupo Éxito presentó resultados financieros POSITIVOS en el 4T19, con crecimiento en ventas (+6,9% A/A) como resultado de una tendencia positiva en Colombia (+4,9% A/A) y Uruguay (+9,2 A/A). El crecimiento en Colombia estuvo explicado en un 50% por la tendencia positiva de los formatos innovadores Éxito Wow, Carulla Fresh Market y Surtimayorista que continuaron la senda positiva de crecimiento en Ventas Mismos Metros (VMM) por encima de la inflación. Destacamos la inversión estratégica (79% del CAPEX total) en expansión, innovación y transformación digital en 2019, terminado el año con un total de 653 tiendas, alcanzando un millón de metros cuadrados de área de venta. Por otro lado, en el cuarto trimestre el margen EBITDA (10.9%) presentó una expansión de 67 pbs, jalonado por una estrategia en precios y resultados sobresalientes del negocio inmobiliario en Colombia y Argentina.

• **Crecimiento positivo en Colombia:** El margen EBITDA en Colombia (8,6%) presentó una expansión de 90 pbs como resultado de la implementación de eficiencias operacionales, asimismo el crecimiento en Ventas Mismos Metros (VMM) estuvo en línea con el comportamiento positivo de las ventas minoristas (excluyendo vehículos) en el cuarto trimestre en Colombia (+9,5% A/A). No obstante, las ventas a nivel consolidado se vieron impactadas por el efecto devaluación mayoritariamente por Uruguay y en menor medida por Argentina (dado el peso relativo de cada país en el consolidado). El crecimiento en Colombia demuestra en gran medida el rendimiento sobresaliente de los formatos Éxito Wow (+13,4% A/A), Carulla Fresh Market (+12,7% A/A), y Surtimayorista (+17,8% A/A).

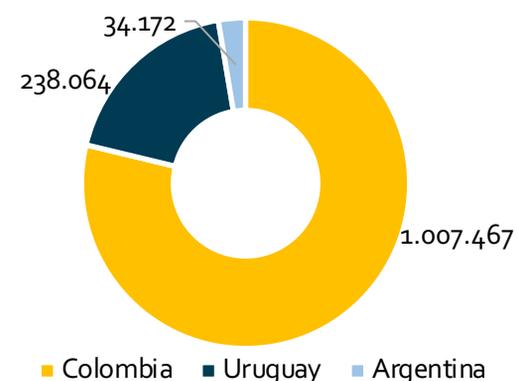
• **Pago de la deuda estructural:** La deuda estructural disminuyó en COP 3,5 BN al cancelar en su totalidad el crédito sindicado en dólares, la porción de deuda de largo plazo del crédito sindicado en pesos, y la deuda revolver de la compañía. En este sentido, esperamos resultados netos favorables a futuro como consecuencia de un gasto financiero menor. La utilidad neta de la compañía en 2019 disminuyó 77,2% como consecuencia de un efecto negativo en el impuesto diferido, y el efecto de la operación discontinuada.

• **Expectativa en 2020:** Grupo Éxito tiene como objetivo realizar inversiones por el orden de COP 400.000 MM en 2020, de los cuales COP 300.000 MM serían destinados al negocio retail incluyendo la apertura de 24 tiendas nuevas y COP \$ 100.000 MM a proyectos inmobiliarios. El grupo espera fortalecer el formato Fresh Market tanto en Uruguay como en Argentina y alcanzar un margen EBITDA como mínimo de 8,4%.



Precio objetivo	19.465
Recomendación	NEUTRAL
Market Cap (BN)	6,5
Ultimo Precio	14.540
YTD (%)	17,63%

Gráfica 1. EBITDA 2019, Operación consolidada (COP MM)



■ Colombia ■ Uruguay ■ Argentina

Fuente: Grupo Éxito. Construcción Corficolombiana

Resumen resultados financieros

COP miles de MM	Grupo Éxito				
	4T18	3T19	4T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	4.047	3.624	4.325	6,9%	19,3%
Utilidad Bruta	1.091	918	1.184	8,5%	29,0%
EBITDA	413	275	470	13,8%	71,1%
Utilidad Neta (Éxito)	161	11	77	-52,0%	601,1%
Margen Bruto	27,0%	25,3%	27,4%	41 pbs	205 pbs
Margen EBITDA	10,2%	7,6%	10,9%	67 pbs	329 pbs
Margen Neto	4,0%	0,3%	1,8%	-219 pbs	148 pbs



Generación sólida de Flujo de Caja Libre

 Regresar

Grupo Nutresa | Entrega de Notas 4T19

Generación sólida de flujo de caja libre

Consideramos los resultados financieros de Grupo Nutresa del 4T19 como POSITIVOS, donde los volúmenes de ventas en Colombia presentaron un desempeño sobresaliente (+10,1 A/A), jalonados principalmente por el segmento de galletas (+11,7% A/A) y cárnicos (+8,1% A/A). Por otro lado, los precios de venta en Colombia se mantuvieron relativamente estables, exceptuando el segmento de pastas (+10,1% A/A), lo que dio como resultado un crecimiento en ventas sobresaliente en el cuarto trimestre (+13,0% A/A). En cuanto a las ventas internacionales, los volúmenes de ventas registraron el mejor desempeño durante todo el año (+4,5% A/A) en parte como consecuencia de la incorporación de Cameron's Coffee a la operación, generando un crecimiento en el segmento de café de doble dígito (+82,9% A/A). Finalmente, la utilidad neta se vio impactada por un incremento en el gasto financiero por mayor endeudamiento y como resultado del efecto contable de la IFRS 16 (no representa una salida de efectivo).

• **Evolución de ventas y volúmenes:** Las ventas minoristas excluyendo vehículos en el 4T19 en Colombia crecieron +9,7% A/A, dinámica positiva que jalonó el volumen de ventas de Nutresa en Colombia (+10,1% A/A), la cual junto con una tendencia de precios estables, generó un crecimiento en ventas positivo a nivel local (+10,1% A/A). Por otro lado, las ventas internacionales en pesos estuvieron favorecidas por la tasa de cambio (+17,4% A/A), donde los volúmenes de venta presentaron un comportamiento sobresaliente (+4,5% A/A), como resultado de la consolidación de Cameron's Coffee.

• **Generación de flujo de caja libre sobresaliente:** Destacamos la sólida generación del flujo de caja libre y operacional de la compañía (+22,5% A/A) como resultado de una expansión en el margen operacional de 22 pbs respecto a 2018, alineado con una estrategia de eficiencia en costos y gastos a nivel consolidado. La posición de efectivo de la compañía le permite repartir utilidades a sus accionistas, además de suscribir un proyecto de recompra de acciones como alternativa adicional de entregar valor a sus accionistas por un monto de COP 300.000 MM a 3 años.

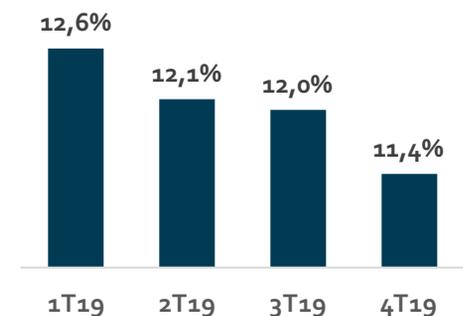
• **Nivel de apalancamiento saludable:** Actualmente Nutresa cuenta con un nivel de apalancamiento de 2,27 veces EBITDA (sin IFRS), mostrando un espacio adicional de endeudamiento en caso de querer fondar alguna adquisición estratégica a nivel local o internacional. Adicionalmente, destacamos el costo bajo de la deuda (5,93%) y los derivados financieros que utiliza Nutresa para administrar y cubrir el flujo de caja en dólares.

• **Guidance 2020:** El gasto de inversión en 2020 rondaría los COP 346.000 MM, el cual incluiría el gasto en mantenimiento de la propiedad, planta y equipo actual así como el Capex estratégico destinado a nuevas capacidades de producción, innovación, y canales adicionales. No obstante, este Capex representaría el 3,25% del total de ventas estimadas en 2020. Consideramos que el nivel de inversión tendría que incrementar 150 pbs a futuro para sostener el crecimiento actual de la compañía.



Precio objetivo	29.500
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	11,6
Ultimo Precio	25.200
YTD (%)	9,3%

Gráfica 1. Margen EBITDA



Resumen resultados financieros

GRUPO NUTRESA					
COP miles de MM	4T18	3T19	4T19	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	2,409	2,554	2,759	15%	8%
Utilidad Neta (Controladora)	119	131	94	-21%	-28%
EBITDA*	286	344	355	24%	3%
Margen Neto	5.0%	5.1%	3.4%	-155 pbs	-174 pbs
Margen EBITDA	11.9%	13.5%	12.9%	99 pbs	-61 pbs

* No incluye IFRS 16



ARGOS

Precios en Colombia siguen su camino alcista



Regresar

Cementos Argos | Entrega de Notas 4T19

Precios en Colombia siguen su camino alcista

Consideramos los resultados financieros de Cementos Argos como NEGATIVOS. A nivel consolidado, los ingresos en el 4T19 variaron un +11.4% A/A, jalonado por la devaluación del peso colombiano frente al dólar, la dinámica favorable en EE.UU y mayores precios en Colombia. Los volúmenes consolidados de cemento y concreto finalizaron el trimestre con variaciones anuales del -0.5% y +1,2% respectivamente. El margen EBITDA se redujo 165 pbs hasta 17.9%, por mayores costos de ventas (+10.3% A/A), compensados parcialmente por menores gastos de ventas (-11,1% A/A). Adicionalmente, mayores gastos financieros netos (+5.2% A/A) y una tasa de impuestos más elevada (58.4% 4T19 vs 29.4% del 4T18), llevaron a la utilidad neta de la controladora a contraerse un 34% en el 4T19 y al margen neto 100 pbs, hasta el 1,5%. A nivel de apalancamiento, la compañía espera alcanzar un nivel de Deuda Neta / (EBITDA + Dividendos) de 3.2x en el 2020 vs el 4.1x del 2019, para lo cual continuará con su plan de venta de activos no estratégicos, principalmente en EE.UU. Adicionalmente, la reunión ordinaria de la Asamblea General de Accionistas se realizará el 20 de marzo de 2020, donde se propondrá un dividendo anual de COP 251.20 por acción ordinaria y preferencial (+3.80% A/A frente a los COP 242 del año anterior).

• **EE.UU mantiene buen rumbo:** El mayor nivel de ingresos en el 4T19 (+14,5% A/A en USD) estuvo relacionado con mayores volúmenes anuales de cemento y concreto (+14,9% y +9,1% respectivamente), donde se mantuvo la fuerte demanda en Deep South, las Carolinas y Florida, con una reactivación de la construcción pública y el segmento no residencial. Para el 2020, la compañía estima que permanezcan los mayores precios y volúmenes. Adicionalmente, continuarán su plan de desinversiones, con la venta de activos (cerca de USD 400 MM), donde el 80% se dará con la venta de plantas de concreto en Texas y el 20% restante con activos no estratégicos en sus regionales.

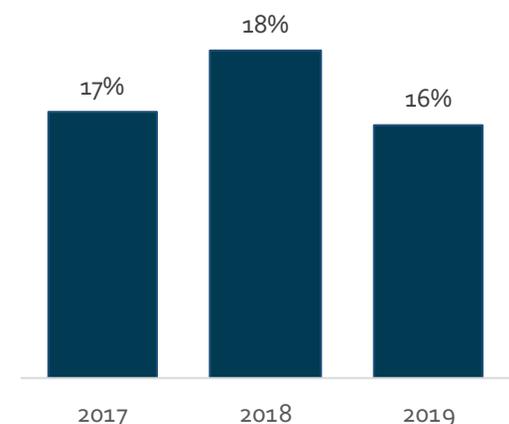
• **Colombia continúa alzas en precios:** En el 4T19, los ingresos mostraron un variación del +4,2% A/A, jalonada por mayores precios, pese a una reducción en volúmenes (-4,9% A/A cemento y -13% A/A concreto). En 2019, el precio promedio del cemento aumentó un 16% A/A y esperan mantener incrementos en 2020, dado que los precios del cemento están, en promedio, USD 20 por debajo de su paridad de importación. De cara al 2020, consideramos que la operación de Ecocementos generará presiones sobre el "market share" de la compañía. Estaremos atentos a la mejora paulatina en la eficiencia operacional, dada la implementación de arcillas calcinadas en la Planta de Río Claro, junto a la evolución del proyecto metro en Bogotá, el cual según la cementera, puede demandar entre 300 mil – 315 mil ton de cemento en el mediano plazo.

• **Panamá y Honduras no repuntan:** La desaceleración del sector constructor en Panamá y una situación política retadora en Honduras se mantienen en el 4T19, generando menores volúmenes anuales de cemento y concreto en el consolidado (-12,6% y -23,2% respectivamente), compensado parcialmente por un mejor comportamiento en R. Dominicana. En el 2020, el entorno retador permanecería en Honduras y Panamá, aunque en este último, existe la posibilidad que el pipeline de proyectos de infraestructura y las iniciativas del Gobierno mejora gradualmente la dinámica del sector a finales del año.



Precio objetivo	8.909
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	7,4
Ultimo Precio	5.580
YTD (%)	-21,63%

Gráfica 1. Margen EBITDA Consolidado. Sin IFRS 16.



Resumen resultados financieros

Cifras en COP miles millones	CEMARGOS				
	4T19	4T18	3T18	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	2,348	2,108	2,218	11%	6%
Utilidad Neta (Controladora)	34	52	74	-35%	-54%
EBITDA*	421	413	425	2%	-1%
Margen Neto	1%	2%	3%	-102 pbs	-189 pbs
Margen EBITDA	18%	20%	19%	-166 pbs	-123 pbs
Volumen de Cemento (M Tm)	3,882	3,904	4,242	-1%	-8%
Volumen de Concreto (M m3)	2,415	2,387	2,699	1%	-11%

*Sin IFRS 16



Perspectiva retadora en 2020

 **Regresar**

Consideramos los resultados financieros de Cemex Latam Holdings como NEGATIVOS. En el 4T19, el volumen de cemento consolidado disminuyó 7% A/A, principalmente por las fuertes contracciones anuales en Panamá (-20% A/A) y Costa Rica (-13% A/A), llevando a las ventas consolidadas a reducirse un 9% A/A. Por su parte, los precios en moneda local mantuvieron un comportamiento positivo en Colombia y negativo en Panamá y Costa Rica. Sin embargo, se dio una leve mejora en el margen EBITDA consolidado dados los menores costos y gastos administrativos. Aunque se presentaron menores gastos financieros y otros ingresos por efectos cambiarios favorables, la dinámica operacional mencionada junto a una mayor tasa de impuestos generaron una pérdida neta de la controladora de USD 3 MM. A nivel anual la utilidad de la controladora se ubicó en USD 4,4 MM (-93% A/A). Respecto al flujo de efectivo, pese al menor flujo operacional (-6% A/A), menores gastos financieros netos, junto a un mayor control del Capex de mantenimiento y eficiencias en capital de trabajo, permitieron que el flujo de efectivo fuera mayor (+129% A/A).

• **Colombia con mayor competencia en 2020:** En el 4T19, la buena dinámica en cemento, tanto en volúmenes (+4% A/A en cemento) como en precios (+10% A/A), permitió que las ventas netas crecieran un 7% en moneda local y que el margen EBITDA se expandiera 6,5% hasta 24,9%, siendo el mayor desde 2017. Respecto a la planta de cemento en Maceo, esperan tener la licencia para aumentar capacidad a 950 mil ton en el 2T20 e iniciar producción entre el 3T y 4T 2021. Sobre las expectativa para 2020, aunque la compañía estima que la demanda del mercado de cemento crezca entre 3% - 4%, la entrada de Ecocementos en el 4T19 generó una fuerte competencia, llevando a la firma a estimar contracciones anuales del 4% - 6% en sus volúmenes de cemento, manteniendo una estrategia de incrementos de precios (4% en enero y un aumento similar en febrero), buscando proteger sus márgenes y enfocarse en los clientes que les brindan una mayor rentabilidad, lo cual consideramos que llevará a una posible pérdida de participación de mercado.

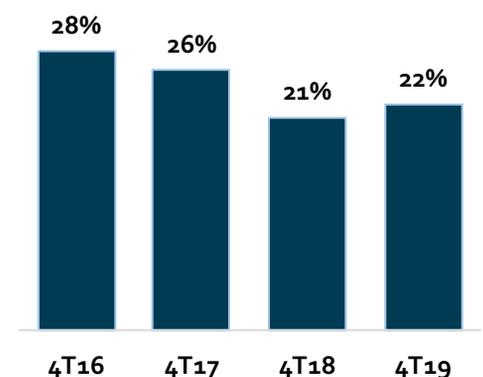
• **Panamá no mejora:** En el 4T19 el entorno retador permanece en Panamá, en medio de altos inventarios de apartamentos y oficinas, con los volúmenes de cemento y concreto contrayéndose un 20% A/A y 35% A/A respectivamente. Por su parte, las importaciones de cemento se mostraron estables, participando del 9% del mercado. En este país, para 2020 la compañía estima fuertes contracciones en cemento (entre -11% y -13%) en medio de la lenta dinámica mencionada a nivel inmobiliario y una menor ejecución de proyectos de infraestructura. Al respecto, dichos proyectos podrían dar la sorpresa en el 2020 en caso de acelerar su ejecución pues acorde a CLH, proyectos de alta envergadura como la 3ra línea del metro y el 4to puente sobre el Canal ya están adjudicados y podrían representar cerca de 800 mil m3 de concreto en todo su desarrollo.

• **Costa Rica mantiene dificultad fiscal:** Por su parte, en Costa Rica la incertidumbre relacionada con la reciente reforma fiscal y los atrasos en proyectos de infraestructura, se materializaron en fuertes contracciones en los volúmenes en el 4T19 (-13% A/A cemento y -44% A/A concreto). En medio de lo anterior, para el 2020 la compañía estima contracciones en cemento entre el -3% y -5%.



Precio objetivo	6.400
Recomendación	Subponderar
Market Cap (BN)	2,4
Ultimo Precio	4.000
YTD (%)	- 9,2%

Gráfica 1. Margen EBITDA Consolidado



Resumen resultados financieros

Cifras en USD miles	CLH			Var % A/A	Var % T/T
	4T18	3T19	4T19		
Ventas netas	259.809	244.644	236.827	-9%	-3%
EBITDA	56.148	45.827	52.861	-6%	15%
U. Neta Controladora	9.464	-3.555	-3.112	-	-
Margen EBITDA	22%	19%	22%	71 pbs	359 pbs
Margen Neto	4%	-1%	-1%	-	-
Volumen de Cemento*	1.679	1.647	1.562	-7%	-5%
Volumen de concreto**	659	601	570	-14%	-5%



Multa de la SIC contrarresta esfuerzos en eficiencias

 Regresar

Concreto publicó en el 4T19 resultados financieros NEGATIVOS. Destacamos que a pesar de sumar esfuerzos la compañía para reducir sus costos y gastos operacionales, durante el 4T19 (-27,9% A/A y -33,6% A/A respectivamente), la compañía se vio afectada negativamente por la suma de diferentes factores, como la reducción en su ventas (-23,9% A/A), contracción en otros ingresos provenientes de su participación en el Fondo inmobiliario Pactia (-70,6% A/A), disminución en sus ganancias en otros negocios conjuntos (-51,2% A/A) y en mayor medida por el incremento del 92,8% A/A en otros gastos, ocasionado por el registro de la multa impuesta por la SIC. En este sentido, resaltamos que las pérdidas para el último trimestre del año ascendieron a COP 8.015 MM. Por otro lado, vemos con perspectiva positiva la adjudicación de nuevos contratos en el segmento de edificaciones (COP 120 mil MM) y contratos que comprenden la realización del Transmilenio en Bogotá (COP 550.843 MM), haciendo que el Backlog de la compañía refleje un incremento frente al 2018 en un 51,64% A/A.

Hechos relevantes

- Suma de factores afecta a la baja utilidad neta en el 4T19:** Observamos de manera negativa la reducción en las ventas de la compañía para el cuarto trimestre del año en un 23,9% A/A y la disminución de sus ventas para todo el año en un 12,45%, a pesar de que su concesión más importante (Vía 40) reflejó incrementos en sus ingresos por aproximadamente 9,41%. Del mismo modo, el aumento del 92,8% A/A en otros gastos, fruto del registro de la multa impuesta por la SIC por valor cercano a COP 21.601 MM, la reducción en un 70,6% de otros ingresos provenientes de la participación en vehículos inmobiliarios y la contracción de sus ganancias en otros negocios conjuntos (-51,2% A/A) ocasionado por pérdidas asociadas a Consalfa por COP 11.609 MM, hizo que la utilidad neta para la constructora cayera en terreno negativo para el 4T19, arrojando pérdidas por COP 8.015 MM.
- Fondo inmobiliario Pactia arroja mejores rendimientos, pero menor participación dentro del vehículo afecta resultados consolidados:** Para el 2019, el Fondo de Capital Privado Pactia tuvo un rendimiento positivo, así lo reflejó su NOI, creciendo cerca del 3,82% A/A frente al 2018, cerrando con unos mayores niveles de ocupación (+5,8% A/A) y con un portafolio de activos más diversificado. No obstante, al reducir la compañía año a año su participación dentro del vehículo desde 40,4% en 2018 a 37,2% para el 2019, este ha acotado sus ingresos provenientes del vehículo a lo largo del 2019 en un 27%.
- Negocio de la construcción vuelve a encender motores para el 2020. Nuevos contratos adjudicados en edificaciones e infraestructura aumentan Backlog:** En contraste a lo mencionado anteriormente, la compañía ha decidido reactivar su negocio en construcción de vivienda, la cual, ve con optimismo, enfocando sus esfuerzos en vivienda VIS y clase media. Por último, con la adjudicación de nuevos contratos en el segmento de edificaciones por aproximadamente COP 120 mil MM y los contratos que componen la realización del Transmilenio en Bogotá (COP 550.843 MM), hacen que el Backlog para el 2019 terminara creciendo en 51,64% A/A, teniendo en cuenta las estimaciones de pipeline, donde, se esperan mayores contratos por parte de Hidroituango.

26 de marzo de 2020

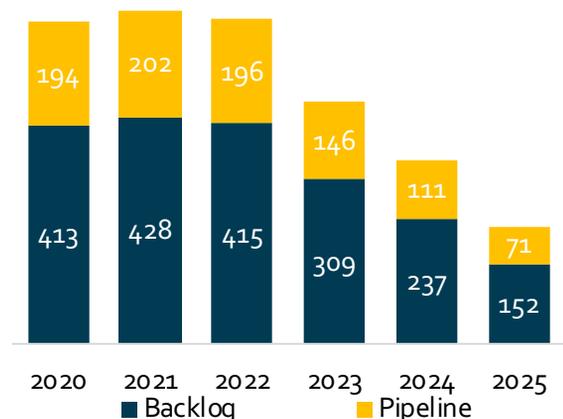


Información especial

Cifras en COP

Recomendación	Neutral
Market Cap (MM)	540,000
Último Precio	COP 476
YTD (%)	0,63%

Gráfica 1. Backlog y pipeline (2020 -2025)



Resumen resultados financieros

Concreto					
Cifras en COP MM	4T18	3T19	4T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos ordinarios	376.676	242.069	286.528	-24%	18%
Utilidad Neta	22.927	15.767	-8.015	-135%	-151%
EBITDA	48.799	31.047	34.848	-29%	12%
Margen Neto	6,1%	6,5%	-2,8%	-888 pbs	-931 pbs
Margen EBITDA	13,0%	12,8%	12,2%	-79 pbs	-66 pbs



Construcciones
EL CONDOR S.A.

Ingreso no recurrente impulsa resultados



Regresar

El Condor publicó en el 4T19 resultados financieros POSITIVOS. Destacamos que para el último trimestre del año la compañía reportó en utilidad neta un incremento del 149,2% A/A, mayormente ocasionado por la venta en la participación del 12,51% de la concesión Túnel Aburrá Oriente S.A.S a la compañía Odinsa S.A. filial de Grupo Argos. A pesar de eliminar este ingreso no recurrente de dicha venta, evidenciamos del mismo modo que la utilidad neta incrementa 22,52% A/A. A lo mencionado anteriormente, resaltamos de manera positiva la optimización en sus costos y gastos operacionales en el 4T19, al disminuirlos en 27,55% A/A y 32,39% A/A respectivamente, contribuido mayormente por la disminución en sus costos indirectos, la reducción en el pago de honorarios, gastos legales y un menor deterioro en sus equipos de transporte. En este sentido, a pesar de que observamos como positivos los resultados arrojados por la compañía en el 4T19 (incluso al extraer el ingreso no recurrente dentro del cuarto trimestre del 2019), las cifras de todo el año 2019 muestran débiles resultados.

Hechos relevantes

- **Ingreso no recurrente impulsa utilidad neta en 4T19:** Resaltamos el incremento en la utilidad neta de la constructora para el último trimestre del año (+149,2% A/A), producto mayormente al ingreso no recurrente, reflejado en el contrato de compraventa entre la compañía y la filial del Grupo Argos, Odinsa S.A, donde vendió el 12,51% de la participación en la concesión Túnel de Aburra Oriente S.A.S. A pesar de que dicho ingreso sumó considerablemente en la utilidad neta de la compañía (53%), al sustraer el evento no recurrente, la utilidad de esta aún presenta una variación positiva frente al periodo inmediatamente anterior (22,52% A/A), impulsada por la optimización en sus costos y gastos operacionales (27,55% A/A y 32,39% A/A respectivamente).
- **El Cóndor continúa con su estrategia de mejorar su perfil de deuda:** Observamos que la compañía se ha enfocado en mejorar su perfil de deuda, a corte de diciembre del 2019 sus pasivos alcanzaron COP 1,27 BN, reflejando una disminución frente al 4T18 del 14%. Del mismo modo, observamos de manera positiva el cambio en la proporción de endeudamiento en el corto plazo, al pasar desde un 82% en el 4T18 a un 58% para el 4T19. Cabe destacar, que a pesar de que dicho cambio dentro del pasivo de la compañía se dio producto de la emisión de papeles comerciales a largo plazo y el pago de algunos créditos con entidades bancarias, observamos aún endeudamiento a corto plazo elevado.

- **Backlog cae cerca de lo registrado en el año 2013, Portafolio de inversiones avanza sin mayores inconvenientes:** Terminado el 2019 el saldo de obras contratadas y por ejecutar, terminó en COP 1.03 BN frente a lo reportado en el 4T18 equivalente a COP 1.82 BN (-43% A/A). En este sentido vemos de manera negativa la caída año a año de este indicador y la ausencia de obras contratadas durante el 2019, hecho que nos genera preocupación pero que creemos mejorará con la alianza con ISA, que según la administración, dicho vehículo entraría en operación en el 2T20. Por su parte, estaremos evaluando el desarrollo de la iniciativa privada en la Concesión Vial de los Llanos S.A.S así como su viabilidad del proyecto con la ANI y el comportamiento del sector en 2020.

Resumen resultados financieros

El Condor					
Cifras en COP MM	4T18	3T19	4T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	283.752	226.163	236.359	-17%	5%
Utilidad Operacional	30.442	25.617	90.018	195,7%	251%
Utilidad Neta (Controladora)	31.372	8.013	78.170	149,2%	876%
Margen Neto	11,1%	3,5%	33,1%	2202 pbs	2953 pbs
Margen Operacional	10,7%	11,3%	38,1%	2736 pbs	2676 pbs

26 de marzo de 2020

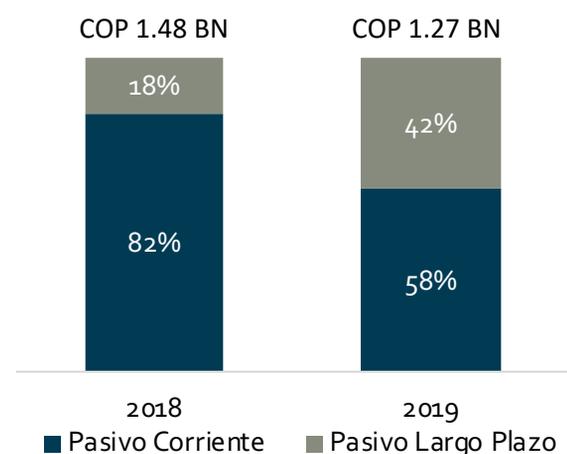


Información especie

Cifras en COP

Recomendación	Neutral
Market Cap (MM)	781.137
Último Precio	COP 1.360
YTD (%)	3,4%

Gráfica 1. Pasivo a C.P vs Pasivo a L.P





Grupo Energía Bogotá

**Buen 2019, regular 4T19, e
incertidumbre en el 2020**

 Regresar

La utilidad de 2019 para Grupo Energía Bogotá (GEB) se ubicó en COP 1,95 BN (1,85 BN para la controladora), creciendo 6,8% A/A, levemente por debajo de nuestra estimación de COP 2,1 BN. Los ingresos de COP 4,9 BN se ubicaron en línea con nuestras expectativas, aumentando 22,1% A/A, mientras que el EBITDA Operacional de 2,3 BN (+18,2% A/A) fue 7,1% superior a nuestra estimación. Por su parte, el EBITDA total (EBITDA Operacional de GEB + los dividendos recibidos de las empresas que se están consolidando con el método de participación) se ubicó en COP 2,6 BN. Los resultados anuales fueron POSITIVOS, mientras que los resultados trimestrales se vieron afectados por provisiones de cuentas por cobrar y procesos judiciales en Contugas y Cálidda por USD 10,1 MM (COP 33.000 MM), además de un deterioro de USD 51,7 MM (COP 0,17 BN) en Contugas, resultado de las pruebas de deterioro realizadas sobre el activo de la empresa. Las ventas de COP 1,2 BN de 4T19 disminuyeron 1,2% A/A, mientras que la utilidad se redujo 43,1% A/A.

Hechos destacados

- **La utilidad de las compañías que se consolidan por el método de participación**, compuesto principalmente por Codensa, Emgesa, Promigas y CTM, se ubicó en COP 1,2 BN, creciendo 24,8% A/A. Por su parte, **la utilidad operacional de GEB**, que incluye actividades de transporte y distribución de gas natural, junto con transmisión y distribución de electricidad, se ubicó en COP 1,98 BN, creciendo 23,3% A/A. Es importante recordar que, además de que un elevado porcentaje de la operación de GEB tiene cargos regulados, buena parte de sus tarifas se ven beneficiadas por la tasa de cambio (transmisión de electricidad, transporte de gas, etc.), y la devaluación promedio en 2019 fue cercana al 11%.

- Con el resultado obtenido por GEB, se propone una distribución del 70% de las utilidades, equivalente a COP 140 por acción, creciendo alrededor del 8%, con un yield de 3,3% (al cierre del ejercicio). El Capex proyectado por la compañía en inversiones controladas asciende a USD 2.359 MM de 2020 a 2023. Por otro lado, la operación de manejo de deuda para refinanciar USD 749 MM mejoró el perfil de vencimientos y el costo de la deuda (52 pbs menor interés). A continuación destacamos algunos elementos explicativos de los resultados obtenidos por línea de negocio junto con expectativas.

- **En el segmento de Transporte de Gas Natural**, 41,8% del EBITDA por la línea de negocio de 2019, incluye a TGI. Como era de esperarse, se vienen renovando los principales contratos de la compañía, destacándose Cusiana – Sabana y Ballena – Barrancabermeja por USD 40 MM, y se presentaron mejoras en las tarifarias debido a la indexación. Para 2020 deberán actualizarse las tarifas de la actividad en Colombia. La aplicación de la regulación planteada en 2015 en relación con el WACC, resultaría en una disminución de aproximadamente 17% en el ingreso de la compañía, aunque se espera que las revisiones a realizar por la CREG sobre esta regulación, resulten en un efecto menos desfavorable. En cuanto al potencial de crecimiento, destacamos la puja por la construcción de la regasificadora de Buenaventura y el gasoducto Buenaventura – Yumbo.

- **El segmento de Distribución de Gas Natural** aportó el 20% del EBITDA, e incluye a Cálidda y Contugas en Perú, y a Promigas y Vanti en Colombia. Como dijimos al comienzo, los resultados de Cálidda y Contugas se vieron afectados por provisiones, depreciaciones y revisiones de deterioro (impairments) que no deberían ser recurrentes. No obstante, en el caso de Cálidda, sorprende negativamente la disparidad entre el crecimiento en clientes de 25% A/A en 2019, respecto al crecimiento de 1% A/A en el volumen vendido. En cuanto a Contugas, pasados varios años en espera de la promesa de desarrollo al sur de Perú, especialmente a nivel de la generación térmica, es adecuado por parte de GEB, el reconocimiento de haber sobredimensionado el potencial de crecimiento de la filial, y creemos que la ganancia esperada ameritaba la apuesta

26 de marzo de 2020

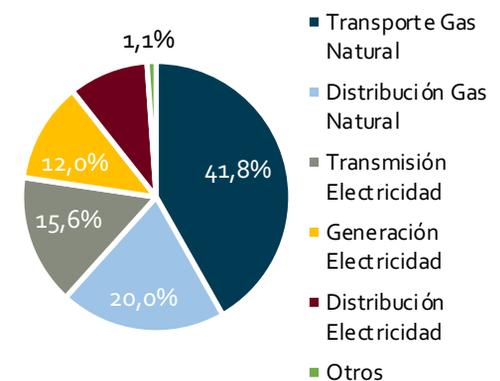


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	2.385
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	20,3
Ultimo Precio	2.030
YTD (%)	-0,5%

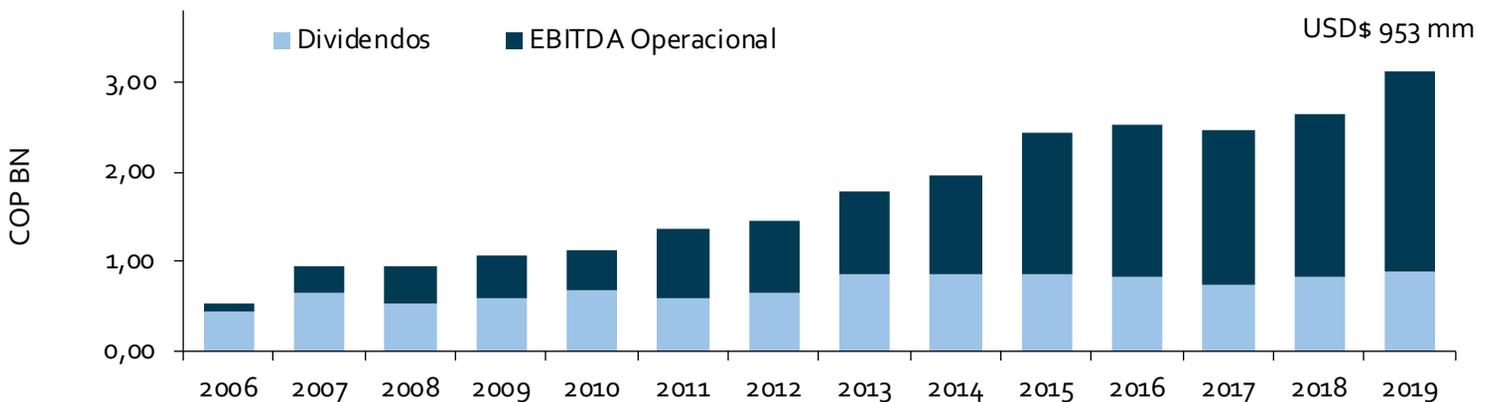
1. Participación en EBITDA total (Operativo + Dividendos).



Fuente: GEB

- Mientras tanto, si bien celebramos que Promigas haya dejado de ser un activo "disponible para la venta", la argumentación de GEB en la teleconferencia de resultados, obedece a condiciones de mercado, y no al hecho de que esta compañía tiene presencia en una zona de Colombia que no atienden las demás compañías del portafolio (TGI y Vanti), y es muy difícil su reemplazo en el portafolio. Finalmente, la negativa de GEB para la OPA de desliste propuesta por Brookfield sobre Vanti, implica que deberá considerar durante los próximos meses la oferta de Brookfield por su participación de 25% (USD 228 MM al cierre de febrero). La propuesta de Brookfield a GEB y al resto de minoritarios deberá ser lo suficientemente atractiva, a pesar de que la compañía no va a cambiar de control y no proyectamos mayor mejora en el EBITDA actual en pesos, que tiene una tasa de crecimiento compuesto anual TCCA de -1,2% (-4,7% real).

2. Evolución del EBITDA operacional y dividendos



Fuente: GEB

- El segmento de transmisión de electricidad** aportó el 15,6% del EBITDA en 2019, con la utilidad operacional incrementando 48,9% A/A. Aunque buena parte de los proyectos esperados para 2019 pasaron a 2020, destacándose Sogamoso Norte 500 kV y el Refuerzo Suroccidental 500 kV, estos ya generan ingresos. En 2020, incorporaremos a Argo Energía Emprendimientos e Participaciones S.A. (Argo de Brasil), donde GEB participará del 50%. Esta plataforma, que explica el 47,3% de la inversión de USD 804 MM en empresas controladas en 2020, hace parte del sistema de transmisión de electricidad de Brasil, cuenta con tres concesiones, tendrá 1.460 km de líneas de transmisión a 500 y 230 kV y 11 subestaciones. La estrategia de crecimiento en Brasil tiene por objeto llegar a ser un agente relevante en dicho mercado, mientras que en Perú (Electrodunas, segmento de distribución), GEB se mantiene a la expectativa de las oportunidades que surjan.
- Finalmente, la generación y distribución de electricidad en Colombia** tuvo resultados notables en 2019. El EBITDA y la utilidad neta de Emgesa se ubicaron en COP 2,3 BN y 1,2 BN en 2019, creciendo 11,5% A/A y 20,1% A/A; mientras que para Codensa, el EBITDA y la utilidad neta se ubicaron en BN 1,8 BN y 0,8 BN, creciendo 18% A/A y 35,2% A/A. Emgesa fue la generadora más grande del país en capacidad y generación (3.5 GW, más del 20% del total en Colombia). Mientras tanto, la actualización tarifaria de distribución eléctrica de 2018, que comenzó a aplicar en 2019 (con efecto retroactivo), favoreció a Codensa. Producto del plan de inversión aplicado en años previos, Codensa logró el reconocimiento del 97% de su Base Regulatoria de Activos (BRA) de distribución. En cuanto a **la distribución de electricidad fuera de Colombia**, el EBITDA estimado por GEB (Documento a analistas Electrodunas) de USD 30,5 MM (81% de USD 37,7 MM) para Electrodunas en Perú, resultó excesivamente optimista, frente a los USD 22,1 MM publicados por Capital IQ.

Resumen Resultados financiero

Cifras en COP Millones	GEB				
	4T18	3T19	4T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	1.384.819	1.288.733	1.367.939	-1%	6%
EBITDA	434.711	580.386	596.420	37%	3%
Utilidad Operacional	298.901	384.923	159.519	-47%	-59%
Utilidad neta controladora	539.006	460.021	332.419	-38%	-28%
Margen Operacional	22%	30%	12%	-992 pbs	-1821 pbs
Margen Neto	39%	36%	24%	-1462 pbs	-1139 pbs

- **Sin Plan B frente a Enel Colombia:** Teniendo en cuenta los acuerdos realizados entre los consorcios de Endesa y Empresa de Energía de Bogotá (actual GEB) con los activos de generación y distribución eléctrica de la empresa colombiana (distribuir el 100% de las utilidades, desarrollo de las actividades de generación, distribución y comercialización de electricidad, etc.), se entiende la postura de GEB al incumplimiento de la distribución de dividendos, así como el desarrollo de la actividad de generación y distribución de electricidad de este socio en Colombia. Sin embargo, el socio de GEB cambió desde 2007, cuando Endesa pasó a manos conjuntas de Enel y Acciona, y dos años después Enel adquirió la participación de Acciona. En esta línea, más que entrar en el análisis de las actuaciones de Enel en la región, como su criticada -por AFPs chilenas- reorganización en Chile, sorprende la falta de un plan B por parte de GEB en caso de que el fallo del tribunal de arbitramento no le sea del todo favorable. La empresa no está participando de la transformación de la matriz de generación en Colombia, ni adquiriendo experiencia fuera de Colombia.

3. EBITDA por país

	2019	2018	Variación	2019	2018	Cambio
	USD MM		%	Participación		p.p.
Argentina	552	396	39,3	14%	12%	39,3
Brazil	1.644	1.200	37,0	41%	36%	37,0
Colombia	1.267	1.230	3,0	32%	37%	3,0
Peru	561	564	(0,4)	14%	17%	(0,4)
Holding y eliminaciones	- 30	- 33	10,6	-1%	-1%	10,6
Enel Américas (*)	3.994	3.358	19,0	100%	100%	19,0

Fuente: Enel Américas. * Incluye ajustes de Holding

- De 2016 a 2019, el dividendo que dejó de recibir GEB por la no repartición del 100% de las utilidades de Codensa y Emgesa asciende a COP 1,35 BN (Codensa 33,8% y Emgesa 66,2%, pesos corrientes). Durante estos años, Emgesa ha disminuido su endeudamiento, pasando de representar el 46% de su activo en 2015, al 35% en 2019 (corte septiembre), mientras que la Deuda Neta/ EBITDA pasó de 2,2x a 1,0x. Por su parte, Codensa no mejoró a nivel de endeudamiento durante estos años, debido al elevado Capex requerido para estar a punto para la entrada de la resolución 015 de 2018 el año pasado. Por otro lado, Enel ha evidenciado su intención de crecer su negocio en Colombia independientemente de Emgesa y Codensa; habiendo sido el único postulante por Electricaribe en 2018, e inaugurando la planta fotovoltaica El Paso (86,2 MW), puesta en marcha por Enel Green Power.
- Hacia adelante, a juzgar por el plan de inversión 2020-2022 de Enel Spa (Controlante de Enel Américas, que controla a Enel Colombia, actual socio de GEB), Enel Américas va a continuar el desarrollo de energías renovables a través de Enel Green Power, y procurará mantener su endeudamiento cercano a los niveles actuales, por lo que no debería cambiar su tasa de repartición de dividendos. De los EUR 28,7 miles de millones de Capex de Enel Spa para los siguientes tres años, el 44% va a destinarse en energías renovables (sin generación hídrica, que clasifica como "generación convencional"), con lo que esperan pasar de una capacidad de 7,8 GW a 14,1 GW en renovables no convencionales.
- No sobra recordar, que, si bien la apuesta grande de crecimiento regional de Enel es Brasil, la operación de Colombia es muy importante para Enel Américas. Colombia representa el 31,5% del EBITDA, y participa del 19,1% del total de ventas de energía (generación y distribución) en Suramérica.
- **Sumas y restas:** Las fuentes de incertidumbre en 2020 son considerables, tratándose principalmente de una holding de compañías con cargos regulados. A la actualización de cargos de la actividad de transporte de gas en Colombia, se suma la decisión de arbitramento respecto al proceso vigente con Enel Colombia, la adjudicación de la planta de regasificación de Buenaventura, y la entrada en funcionamiento de Argo en Brasil (Argo I comenzaba apenas al final del año pasado, falta Argo II y III). Así las cosas, ayudaría mucho que GEB comunicara cuáles son las métricas de desempeño respecto a las inversiones nuevas más allá de la presencia regional. Ahora bien, la acción continúa siendo defensiva, y esperamos que el negocio agregado continúe creciendo más allá de lo orgánico y que la incertidumbre de GEB es más al alza que a la baja.



CELSIA

Utilidad cierra 2019 con sorpersa al alza

 Regresar

Celsia publicó resultados financieros del 4T19 POSITIVOS. Pese a que los resultados estuvieron impactados por hechos no recurrentes, consideramos que la dinámica operacional registró un desempeño favorable. Resaltamos el aumento de la generación consolidada de 2,6% A/A, ubicándose en 1.331 GWh, al excluir el aporte de Zona Franca Celsia (ZFC). Asimismo, el negocio de distribución evidenció una buena dinámica, reflejada en menores indicadores SAIDI y SAIFI en Valle del Cauca, y en Tolima niveles que cumplieron con los requeridos a nivel regulatorio. Así, el EBITDA se situó en COP 379 mil MM (+19,8% A/A y +17,5% normalizando por efectos de Tolima y ZFC), tras un aumento de los ingresos operacionales de 6,8% A/A y un menor costo de ventas (-3,3% A/A y +10,3% normalizando por efectos de operaciones de ZFC y Tolima). Finalmente, destacamos la mejora en el nivel de apalancamiento, que pasó de 3,9 x en 2018 a 2,7 x (Deuda Neta / EBITDA), favorecido tras la venta de ZFC, y la futura propuesta a la Asamblea de Accionistas (25 de marzo) de un dividendo por COP 292 / acción (Dividend Yield de 6,5%).

Hechos relevantes

- Menor aporte de las hídricas y ZFC limitan dinámica de generación:** En Colombia, ante un menor nivel agregado anual de los embalses del sistema (66% vs 72% en el 4T18), la generación hídrica disminuyó 7,2% A/A. De esta manera, y por la contribución de ZFC, la generación total local decreció 29,3% A/A, variación que al excluir dicho aporte pasa a ser de -6,8%. No obstante, gracias al sobresaliente desempeño de la operación en Centroamérica (+59% A/A) en medio de mayores lluvias en el 4T19, el nivel de generación consolidada se situó en 1.331 GWh, 2,6% superior anualmente, excluyendo el aporte de ZFC.
- Negocio de distribución termina año con alta nota:** El negocio de distribución evidenció un positivo desempeño, beneficiado por la mejoría en los indicadores SAIFI y SAIDI, es decir, la reducción en el número promedio de interrupciones y su duración, la operación de los activos del Plan5Caribe y la consolidación de Tolima, cuyo EBITDA fue de COP 62,6 mil MM. De igual manera, el crecimiento de la demanda de energía tanto del mercado regulado (+3,8% A/A) como del no regulado (3% A/A), favorecieron el resultado de la comercialización minorista.
- Operación positiva, no obstante impactos no comparables:** Señalamos que la dinámica operacional en el 4T19 se vio afectada por hechos no recurrentes, como lo fueron, la aplicación de la resolución de cargos por usos, retroactiva desde abr.19, que produjo ingresos por los activos del Tolima (+COP 30,3 mil MM) y una provisión de ingresos (COP 17,4 mil MM) por los del Valle del Cauca; ingresos no operacionales por la venta del negocio de alta tensión a Caoba (+COP 334.7 mil MM); y gastos relacionados a Porvenir II (COP 24,2 mil MM) y BLM (COP 83,6 mil MM). Sin embargo, resaltamos la buena dinámica de los ingresos operacionales (+6,8% A/A) favorecidos por el fuerte aumento del precio promedio de venta en bolsa (115,3% A/A). De esta forma, y ante una disminución del costo de ventas de 3,3%, el margen EBITDA de la compañía se ubicó en 39,2%, + 4,3 p.p. A/A
- Aspectos finales:** Resaltamos el considerable aumento de la utilidad neta de la controladora en el 4T19, dinámica que también presentó la cifra de 2019, la cual se ubicó en COP 473,4 mil MM (+108% A/A). Respecto a la misma, Celsia anunció que presentará a la Asamblea de Accionistas el 25 de marzo, un proyecto de distribución que contempla un dividendo ordinario de COP 198 y un extraordinario por COP 94 por acción, con un Dividend yield cercano a 6,5%.

26 de marzo de 2020

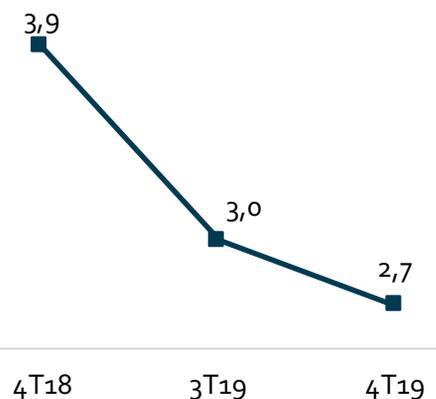


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	COP 5.300
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	33.3
Último Precio	COP 4.575
YTD (%)	3,7%

Gráfica 1. Comportamiento Deuda Neta / EBITDA Celsia



Resumen resultados financieros

COP Millones	CELSIA				
	4T18	3T19	4T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos operacionales	905.597	984.009	967.307	6,8%	-1,7%
EBITDA	316.357	320.540	379.015	19,8%	18,2%
Utilidad Neta (Controladora)	63.829	58.017	115.840	81,5%	99,7%
Margen Neto	7,0%	5,9%	12,0%	493 pbs	608 pbs
Margen EBITDA	34,9%	32,6%	39,2%	425 pbs	661 pbs

isa

**Mayor y alentadora flexibilidad
financiera**

 Regresar

ISA presentó resultados financieros POSITIVOS para el 4T19. No obstante una base comparativa desfavorable frente al 4T18, principalmente por la implementación del activo contractual en Brasil, la dinámica operacional de ISA en el trimestre analizado fue saludable, y se reflejó en un crecimiento del EBITDA, excluyendo los hechos no recurrentes, del 2,2% A/A. La utilidad neta, impactada por un mayor nivel de impuestos frente al mismo trimestre de 2018, periodo favorecido por la implementación de la Ley de Financiamiento en Colombia, evidenció un fuerte decrecimiento anual de 24,2% (-8,9% al excluir hechos no recurrentes) y su margen se ubicó en 19,6% (-416 pbs A/A). Lo anterior, se produjo en medio de la entrada de 3 nuevos proyectos, cuyos ingresos estimados anuales ascienden a USD 3,4 MM, incluida la Conexión Ternium – Sabanalarga de 220 kV, que se sumaron a los 6 proyectos puestos en operación en los primeros 9 meses del año. De esta manera, no obstante la deuda de la compañía totalizó COP 18,1 BN (+2,7% A/A) en el año, su nivel de apalancamiento pasó de 3,03 veces en 2018 a 2,45 veces en 2019, favorecido por la alta generación de flujo de caja operacional en 2019 (+36,8%), brindándole una mayor flexibilidad financiera a la compañía de cara a 2020.

Hechos relevantes

- **Hechos no recurrentes dicen presente:** La variación anual de los resultados del 4T19 se ve impactada por dos efectos extraordinarios que incorpora el 4T18: i) Cambio metodológico de contabilización de las concesiones en TAESA e ISA CTEEP a Activo Contractual, que generó mayores ingresos por COP 44,5 mil MM; y ii) Aplicación de la Ley de Financiamiento, que significó un menor gasto de impuesto diferido.

De esta forma, y por una menor eficiencia anual en construcción en Brasil, la utilidad neta disminuyó 24,2%, variación que sin considerar los eventos extraordinarios, es de -8,9%. No obstante, en el año, resaltamos el incremento de 7,5% del resultado neto de la compañía, cuyo margen se situó en 20,1%, levemente menor a 2018 (-1 p.p.), y un ROAE de 11,7% (+1,3 p.p. A/A).

- **Negocio de vías y control del AOM sacan pecho:** Pese a los efectos no recurrentes del 4T18 y la estabilidad del negocio de energía, los ingresos consolidados crecieron 5,6% A/A, impulsados por el mayor aporte de los negocios de Vías y Telecomunicaciones, mientras que el EBITDA decreció un 1%, variación que sin tener en cuenta los hechos extraordinarios es de +2,2%. Igualmente, destacamos el mayor control en el 4T19 del AOM (+0,8% T/T y -5,6% A/A) en búsqueda de una mayor eficiencia. Al observar el año, los ingresos totalizaron COP 8,1 BN (+12,5%), donde el negocio vial aumentó su peso en el mix 1,4 p.p. A/A; y el EBITDA se situó en COP 5,3 BN, con un margen del 65%. Lo anterior, en medio de la entrada en operación de 9 proyectos, 3 en el 4T19, con ingresos estimados anuales por USD 57,4 MM.

- **Consideraciones finales:** No obstante el nivel de deuda de ISA aumentó 2,7% A/A, para respaldar la mayor consolidación y entrada en operación de proyectos, el nivel de apalancamiento Deuda Neta / EBITDA cierra 2019 en 2,45 x, menor al presentado un año atrás (3,03 x), favorecido por una mayor generación de efectivo (+COP 965 mil MM A/A). En ese sentido, consideramos que la mayor flexibilidad financiera de la compañía le permitirá continuar su senda de ejecución de Capex, que en 2020 asciende a cerca de USD 1,6 MM.

Resumen resultados financieros

Cifras COP Miles de MM	ISA				
	4T18	3T19	4T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos operacionales	2.130	1.971	2.250	5,6%	14,1%
EBITDA	1.403	1.245	1.388	-1,0%	11,4%
Utilidad Neta	582	406	441	-24,2%	8,6%
Margen EBITDA	65,8%	63,2%	61,7%	-416 pbs	-150 pbs
Margen Neto	27,3%	20,6%	19,6%	-771 pbs	-100 pbs

26 de marzo de 2020



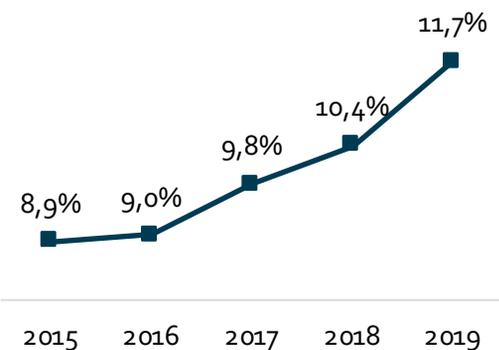
Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	20.000
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	20,5
Ultimo Precio	18.500
YTD (%)	-5,6%

Gráfico 1. Evolución ROE ISA

Excluyendo efectos no recurrentes





Avianca termina el año bajo turbulencias

 **Regresar**

Avianca termina el año bajo turbulencias

Avianca Holdings publicó resultados financieros NEGATIVOS en el 4T19. La reducción en los ingresos por pasajeros y carga (-8,3% y -15% A/A respectivamente), acompañado de la disminución de las tarifas promedio, una importante contracción en el margen EBITDA y el continuo alto grado de apalancamiento de la compañía (9,45 veces), por encima de los niveles vistos en el año 2015, ocasionaron una pérdida neta en el trimestre a los USD 378 millones. A pesar de que el Management continúa con su estrategia "Avianca 2021", que renegoció exitosamente su deuda y arrendamientos, y obtuvo financiación por parte de United Airlines, Kingsland Holdings y otras entidades del mercado, el entorno sigue siendo retador, por lo cual seguiremos monitoreando de cerca los niveles de liquidez y deuda de la firma.

Hechos relevantes

Ingresos de la aerolínea en el 4T19 se ubicaron por debajo de las estimaciones del mercado: Observamos de manera negativa las ventas de la aerolínea para el último trimestre del año, ya que estas estuvieron afectadas por la reducción en el número de pasajeros y carga transportados (-8,3% A/A y -15% A/A respectivamente), así como la gradual reducción de las tarifas promedio de estas dos modalidades. En este sentido, los ingresos consolidados de la compañía tuvieron una disminución interanual de 9,5%, el EBIT pasó desde USD 67.1 MM en 4T18 a USD -278MM y su utilidad neta, sin ser ajustada por eventos no recurrentes relacionados al plan de transformación de la Holding, pasó desde USD 19,3 MM 4T18 a USD -377.9 MM 4T19. A pesar de que la compañía ha vendido haciendo recortes importantes en su estructura de costos (salarios y servicios a pasajeros), estos aún no se han visto reflejados en el margen EBITDA y la utilidad neta.

Avianca termina el año altamente apalancada producto de la caída en su Ebitda: Resaltamos de manera negativa el incremento del apalancamiento de la firma (Deuda / Ebitda) pasando desde 6,8 veces en el 3T19 a 9,45 veces al cierre del año 2019. Avianca, al adquirir nuevas obligaciones con United Airlines, Kingsland Holdings y otros participantes del mercado, para aliviar sus presiones de liquidez por USD 375 MM, y al arrojar un Ebitda por debajo de las estimaciones del mercado y al reflejado en 4T18 (-52,6% A/A), arrojó al indicador por encima de los niveles vistos en el año 2015. Del mismo modo resaltamos, el mal rendimiento de los indicadores operacionales de la aerolínea para el cuarto trimestre, donde, acorde a la estrategia implementada por el Management "Avianca 2021", el ASK y RPK reflejaron contracciones (-6,9% A/A y -8,7% A/A respectivamente). No obstante, sus indicadores operacionales se vieron afectados a la baja, su indicador de liquidez mostró una mejoría (Caja + Inv. Disponibles / Ingresos) pasando desde 5,7% en 3T19 a 8,6% para 4T19.

Avianca revisa levemente a la baja sus principales indicadores para el 2020: La compañía ha presentado su Guidance para el 2020, donde tiene contemplado reducciones graduales en el número de pasajeros transportados (-1% -3%), del mismo modo, prevé reducciones en la capacidad ASK (-2% - 0%) y ajusta levemente a la baja sus estimaciones de ocupación (80% - 82%).

Resumen resultados financieros

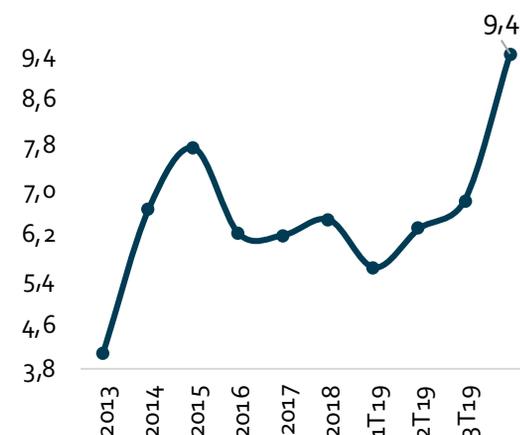
Cifras en USD MM	Avianca				
	4T18	3T19	4T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	1.292	1.203	1.152	-11%	-4%
EBITDA	203	192	96	-52,6%	-50%
Utilidad Neta	19	-40	-378	-	-
Margen Neto	1,5%	-3,3%	-32,8%	-	-
Margen EBITDA	15,7%	16,0%	8,4%	-736 pbs	-761 pbs

26 de marzo de 2020



Precio objetivo	1.900
Recomendación	Subponderar
Market Cap (BN)	1,57
Ultimo Precio	1.580
YTD (%)	-12,9%

1. Deuda / Ebitda Avianca Holdings





GRUPO ARGOS

Recompra de acciones, en busca del valor perdido

 **Regresar**

Grupo Argos presentó resultados financieros NEUTRALES en el 4T19. A nivel consolidado, los resultados operacionales de la *holding* se vieron favorecidos por un mayor aporte de los negocios de energía y cemento, en medio de efectos no recurrentes durante el trimestre, mientras que concesiones, pese a un buen desempeño de las concesiones viales, vio sus resultados limitados por un decrecimiento en la contribución de los segmentos de construcción y aeropuertos. No obstante lo anterior, el resultado neto de Grupo Argos se ubicó en COP 123 mil MM (30% inferior frente al 4T18) impactado en buena medida por una negativa dinámica del segmento de portafolio. En términos separados, los resultados de Grupo Argos se vieron afectados por menores ingresos del negocio inmobiliario, producto de menores ingresos por valorización de lotes y un efecto base negativo por ingresos no recurrentes de desinversiones hechas en el 4T18. Finalmente, vale la pena mencionar que la compañía propondrá un dividendo de COP 376 / acción (+7,4% A/A), el cual equivaldría a un *Dividend Yield* de 2,3% y un plan de recompra de acciones por hasta COP 400 mil MM en un plazo de 3 años.

Hechos relevantes

- Utilidad neta consolidada sorprende negativamente:** El incremento anual a nivel consolidado en ingresos (5,4%) y EBITDA (21,3%), cuyo margen aumentó 431 pbs, estuvo explicado principalmente por el mayor aporte de los negocios de energía, en medio de un relevante incremento del precio de la energía en bolsa; y cemento, ante una positiva dinámica de los precios en Colombia y volúmenes en EE.UU. No obstante, vale la pena mencionar que el comportamiento de ambos segmentos incluye efectos no recurrentes durante el trimestre. Adicionalmente, resaltamos el desempeño del negocio de concesiones, donde las concesiones viales evidenciaron un buen comportamiento, jalonado por los resultados en Pacífico 2, que alcanza un avance del 82% a enero de 2020, y la entrada en operación del Tunel de Oriente, concesión respecto a la cual se consolidaron los ingresos de diciembre de 2019. Pese a lo anterior, el resultado neto consolidado de la *holding* se situó en COP 123 mil MM (-30% A/A), impactado por el negativo desempeño del segmento de portafolio, cuyo aporte fue de - COP 19,4 mil MM.
- Negocio inmobiliario limita resultados separados:** Al observar los resultados separados, Grupo Argos registró ingresos por método de participación de COP 99 mil MM, 30% superiores frente al 4T18, impulsados en gran medida por Odinsa y el negocio de energía. Por el lado del negocio inmobiliario, los ingresos (COP 86 mil MM) decrecieron 18% A/A ante menores ingresos por valorización de lotes y un efecto base negativo por ingresos no recurrentes de desinversiones hechas en el 4T18. De esta manera, y no obstante un efecto positivo a nivel de impuestos en el trimestre, la utilidad neta separada se ubicó en COP 77,9 mil millones, 22,7% inferior en términos anuales.
- Consideraciones finales:** Consideramos relevante mencionar la propuesta del pago de un dividendo en 2020 de COP 376 por acción (vs COP 350 en 2019) por parte de la compañía, el cual equivaldría a un *Dividend Yield* de 2,3%. De igual manera, el *management* de la compañía se refirió al programa de recompra de acciones, tanto ordinarias como preferenciales, por hasta COP 400 mil MM en un plazo de 3 años, propuesta que también estará dentro del orden del día de la próxima Asamblea de Accionistas, el próximo 26 de marzo.

26 de marzo de 2020



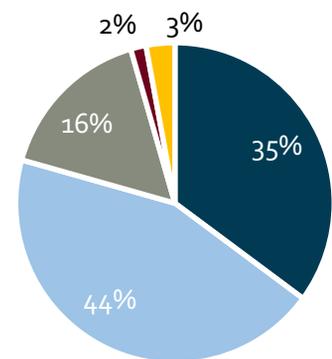
Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	17.000
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	12,9
Ultimo Precio	15.500
YTD (%)	-10,3%

1. EBITDA por Segmento 4T19

■ Cemento ■ Energía ■ Concesiones
■ Portafolio ■ Inmobiliario



Resumen resultados financieros

COP millones	Grupo Argos				
	4T18	3T19	4T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	3.748	5.228	3.941	5,1%	-25%
EBITDA	1.111	1.413	1.338	20,4%	-5%
Utilidad neta	177	301	123	-30%	-59%
Margen EBITDA	29,6%	27,0%	34,0%	431 pbs	694 pbs
Margen Neto	4,7%	5,8%	3,1%	-159 pbs	-264 pbs



Holding quita pie del acelerador al cierre de 2019

 Regresar

Grupo Sura registró resultados financieros correspondientes al 4T19 NEGATIVOS, inferiores a nuestra expectativa. La utilidad neta consolidada, de COP 201,553 MM (-12,7% A/A) se vio desfavorecida por una menor contribución del método de participación (-48,9% A/A), ante un considerable decrecimiento del ingreso proveniente de Bancolombia, y en menor medida de Grupo Argos y Nutresa. De igual manera, pese a la buena dinámica evidenciada por los segmentos de Vida y Salud, los resultados de Suramericana fueron impactados por el alto crecimiento de la siniestralidad en el segmento No Vida, en medio de adversos eventos sociales producidos en Chile. Por su parte, SUAM, que registró un buen comportamiento operacional jalonado por el segmento Mandatorio, vio su resultado neto sustancialmente afectado por un aumento de 460,1% del impuesto de renta, debido al mayor pago de dividendos en Chile y repatriación de caja desde el país austral, relacionada con la venta del negocio de Rentas Vitalicias. Finalmente, la *holding* propondrá un plan de recompra de acciones por COP 300 mil MM ejecutable en 3 años, bajo el raciocinio de un precio de mercado que no logra reflejar el valor del portafolio de inversión de la compañía.

Hechos relevantes

- Menores ingresos vía método de participación impactan resultado neto:** Tras unos negativos resultados de Bancolombia en el 4T19, presionados principalmente por el aumento anual a nivel de Opex (+16,2%) y gasto de provisiones (+14,4%), el aporte del banco vía método de participación a la *holding* disminuyó 53,2% A/A. Igualmente, pero en una menor medida, el rubro se vio afectado por la inferior contribución de Grupo Argos (-37,3%) y Nutresa (-21,3%), mientras que Protección sorprendió con un positivo desempeño en el trimestre.
- Positiva dinámica operacional de Suramericana y SUAM, opacada:** Respecto al brazo asegurador de la *holding*, resaltamos el buen desempeño de los segmentos de Vida y Salud, el primero favorecido por mayores primas retenidas para el 4T19 y la estabilidad de los siniestros retenidos, y el segundo por un mayor crecimiento del ingreso por prestación de servicios que de su costo. No obstante, el fuerte aumento de la siniestralidad, relacionada en gran medida a los eventos sociales ocurridos en Chile, afectó los resultados del segmento de No Vida en cerca de COP 40 mil MM, y así la utilidad neta de Suramericana (-30,5% A/A) en el 4T19.

Por su parte, los resultados de SUAM, que evidenciaron nuevamente un buen comportamiento operacional (utilidad operativa +146,1% A/A), estuvieron impactados por un significativo aumento del impuesto de renta (+460,1% A/A) debido al mayor pago de dividendos en Chile y el reconocimiento de una pérdida de activo de impuesto diferido por la venta del negocio de Rentas Vitalicias. Por negocio, la utilidad neta del Mandatario creció 69,5% A/A, y en contraste, el voluntario registró una pérdida por COP 23,7 mil MM, la cual en 2019 ascendió a COP 43,6 mil MM por inversiones realizadas para el despliegue de la estrategia.

- Consideraciones finales:** En medio de un menor apalancamiento, de 5,6 x en 2018 a 4,1 x en 2019 (Deuda / Dividendos recibidos), la *holding* propondrá recomprar acciones por COP 300 mil MM, ejecutable en 3 años. Finalmente, consideramos importante monitorear el desarrollo del brote de coronavirus, que podría afectar los resultados en los próximos trimestres tanto del brazo asegurador como de *asset management* de la compañía.

Resumen resultados financieros

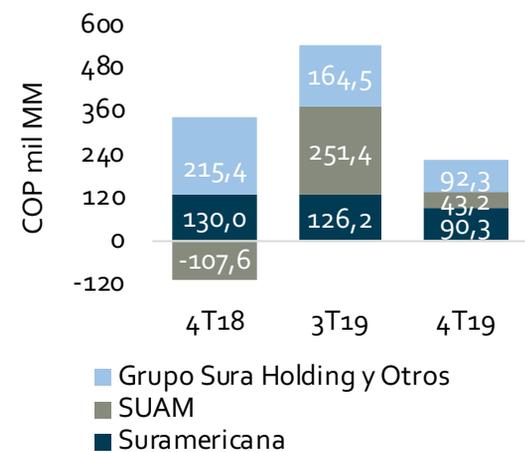
Cifras en COP miles de MM	Grupo Sura				
	4T18	3T19	4T19	Var % A/A	Var % T/T
Primas retenidas (netas)	3.007	2.844	3.043	1,2%	7,0%
Ingresos operacionales	5.238	5.678	5.718	9,2%	0,7%
Siniestros retenidos	-1.440	-1.644	-1.799	25,0%	9,5%
Ganancia Neta Controladora	231	477	202	-12,7%	-57,8%
Margen Neto (Controladora)	4,4%	8,4%	3,5%	-88 pbs	-488 pbs

26 de marzo de 2020



Precio objetivo	41.700
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	16,8
Ultimo Precio	29.500
YTD (%)	-10,16%

Gráfica 1. Distribución Utilidad Neta consolidada Grupo Sura





Corficolombiana

 **Regresar**

Hechos relevantes

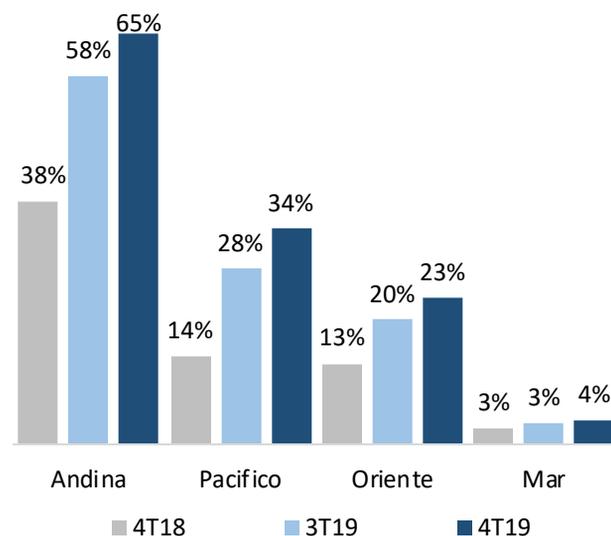
Utilidad neta de la Holding crece al eliminar el efecto no recurrente presente durante el 2018: Al observar la utilidad neta de la compañía resaltamos que esta alcanzó los COP 378.016 MM para el 4T19, creciendo cerca del 23% A/A al eliminar el efecto no recurrente que produjeron los proyectos de infraestructura Covioriente y Covipacífico. Al incluir el efecto no recurrente dentro de los resultados la utilidad neta del último trimestre decrece en un 48,1% A/A.

Energía y gas con buena dinámica, no obstante, mayores costos de venta, aumento en gasto de intereses y un mayor pago en impuesto a las ganancias afectaron resultados en periodo: Nuevos contratos de transporte, mayores ingresos de construcción y aumento en la comercialización de gas provocó el aumento de un 28,7% A/A en el margen bruto. Sin embargo, con la entrada de nuevos contratos en el segmento de la Holding, los gastos por intereses (+21,3% A/A), el mayor aumento en gasto por personal (+13,4% A/A) y el aumento del impuesto de renta (+358,1% A/A), provocó que la utilidad neta del periodo se contrajera en 5,2% A/A.

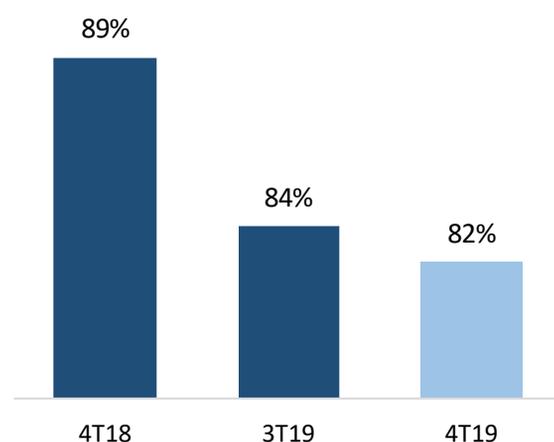
Margen bruto cae en 4T19 por efecto no recurrente: La firma del acta de inicio de obra de la concesionaria Covioriente y el menor ingreso registrado por Coviandina, generaron la contracción en la utilidad neta del 49,7% A/A. Del mismo modo, el tráfico promedio de las concesiones tuvo una contracción del 5,3% A/A frente a lo registrado en el 2018. El cierre temporal de la vía Bogotá – Villavicencio fue lo que más impactaron la fuente de dichos ingresos.

Hotelería incrementa sus ingresos: El margen bruto creció cerca del 11,8% A/A en el 4T19 producto del incremento en las ventas de número de habitaciones (+10,2% A/A). Del mismo modo, se destaca el incremento en los gastos de personal en un 20% A/A 4T19 y de gastos de intereses (96,1% A/A). en este sentido, la utilidad neta del segmento presentó una caída del 18,6% frente al cuarto trimestre del 2018.

1. Avance de concesiones negocio de infraestructura - Corficolombiana



2. Margen Neto Corficolombiana (Separados)



Resumen resultados financieros

Corficolombiana					
Cifras en COP miles MM	4T18	3T19	4T19	Var % T/T	Var % A/A
Ingreso Operacional	2.788	2.243	2.806	25,10%	0,66%
Costo de Ventas	1.079	1.311	1.713	30,71%	58,86%
Margen Bruto del Sector Real	1.709	1.116	1.093	-2,11%	-36,07%
EBITDA	1.583	1.016	965	-5,08%	-39,06%
Utilidad Neta Controlante	726	361	384	6,36%	-47,14%
Margen EBITDA	57%	45%	34%	-11%	-22%
Margen neto	26%	16%	14%	-2%	-12%



terpel[®]

Segmento de aviación, el mayor reto para el 2020

 **Regresar**

Terpel publicó resultados financieros del 4T19 NEUTRALES. Resaltamos el comportamiento anual positivo del volumen comercializado (+0,6% T/T y +4,1% A/A), geográficamente soportado en mayor medida por una buena dinámica de las operaciones de Colombia y Panamá, que jalonó los ingresos operacionales consolidados del trimestre (+1,9% T/T y +13,3% A/A). Sin embargo, el menor control del costo de ventas y gastos administrativos limitó la utilidad bruta y EBITDA, cuyos márgenes retrocedieron 100 pbs y 73 pbs de manera respectiva frente al 3T19. Por su parte, el incremento anual de 206,6% de la utilidad neta, se explicó por el impacto de los gastos netos relacionados con la adquisición de Exxon Mobil en el 4T18, y una afectación en el 4T19 asociada a gastos adicionales por la amortización de activos intangibles asociados con la adquisición, de la misma transacción y honorarios extraordinarios de un proceso jurídico de recuperación de impuestos. Finalmente, resaltamos la reducción del nivel de apalancamiento (Deuda / EBITDA) al pasar de 3,3 x en 2018 a 3,0x 2019, y estimamos un alto impacto de la coyuntura actual en los diferentes negocios de la compañía, principalmente en el de Aviación.

Hechos relevantes

- **Volumen en máximos de 2019:** El volumen comercializado se ubicó en 755,4 MM de galones (+0,6% T/T y +4,1% A/A), mayor a los últimos cuatro trimestres, soportado mayormente por las operaciones de Colombia y Panamá. Así, en 2019 el volumen registrado fue de 2.917 MM de galones, donde Colombia y Panamá participaron con el 74,3% y 9,7% respectivamente. A nivel local, el desempeño se explicó en gran parte por la dinámica de los negocios Estaciones de Combustible líquidos (+6,4%), Aviación (+1,8%) y Lubricantes (+22,7%).

- **Gastos por adquisición de Exxon Mobil se terminan de extinguir:** Los ingresos operacionales consolidados registraron un alto aumento de 13,3% A/A (+1,9% T/T). No obstante, un menor control del costo de ventas (+12,0% A/A y +3,0% T/T) y de los gastos administrativos impactaron el margen bruto, que se ubicó en 8,7% (+47 pbs A/A y -100 pbs T/T) y EBITDA del trimestre.

Por su parte, la utilidad neta se situó en el 4T19 en COP 61,1 mil MM, 206,6% mayor al 4T18, considerando que este trimestre estuvo presionado por gastos netos relacionados con la adquisición de Exxon Mobil (-COP 56,1 mil MM). Adicionalmente, gastos adicionales por la amortización de activos intangibles relacionados con la adquisición, de la misma transacción y honorarios extraordinarios de un proceso jurídico de recuperación de impuestos, afectaron el resultado neto en cerca de COP 3,5 mil millones. Exluyendo dichos efectos, la utilidad neta sería de COP 64,6 mil MM (-27,5% T/T y +223,0% A/A).

- **Aspectos finales:** En línea con lo mencionado por el *management* en la conferencia, la coyuntura actual supone un importante impacto, principalmente para el negocio de combustibles de Aviación, que tiene la mayor contribución del volumen consolidado de 2019 detrás de Estaciones de Servicio líquidos, y a nivel local una participación de mercado del 76%, al abastecer 21 aeropuertos. No obstante, la dinámica operacional de los otros negocios también se vería afectada en medio de las cuarentena en los diferentes países y su impacto en la dinámica de consumo.

26 de marzo de 2020

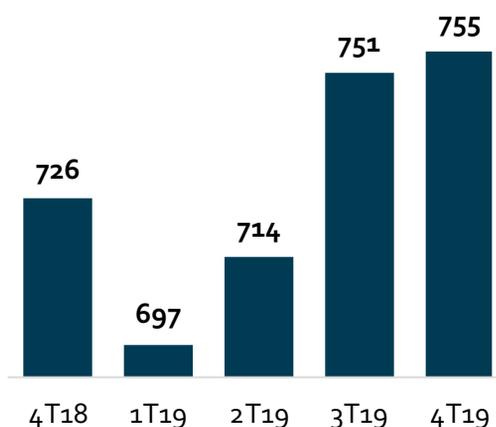


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	NA
Recomendación	NA
Market Cap (BN)	1,5
Ultimo Precio	8.000
YTD (%)	-20%

1. Evolución volumen comercializado



Resumen resultados financieros

Cifras COP Millones	Terpel				
	4T18	3T19	4T19	Var % A/A	Var % T/T
Volumen (MM Glns)	725,8	751,2	755,4	4,1%	0,6%
Ingresos operacionales	5.329	5.923	6.038	13,3%	1,9%
EBITDA	152,4	257,1	218,2	43,2%	-15,1%
Utilidad Neta	19,9	89,1	61,1	206,6%	-31,4%
Margen EBITDA	2,9%	4,3%	3,6%	75 pbs	-73 pbs
Margen Neto	0,4%	1,5%	1,0%	64 pbs	-49 pbs



Producción cierra el año con buena nota

 Regresar

Mineros publicó resultados financieros del 4T19 NEUTRALES. Resaltamos la buena dinámica en términos de producción de la minera colombiana, tanto en el trimestre como en 2019, totalizando 296 mil Oz Eq (+68% A/A), jalonada por la mayor contribución de Gualcamayo y el positivo desempeño de Hemco en Nicaragua, donde en el 4T19 la producción artesanal incrementó 16% A/A. No obstante lo anterior y un buen comportamiento en el trimestre de los precios del oro y de la tasa de cambio, que impulsaron los ingresos consolidados (+70,8% A/A), el significativo aumento en el nivel de costos de la compañía, presionados al alza mayormente por los costos asociados a la operación de Argentina, impactó el margen EBITDA para el 4T19, el cual retrocedió 847 pbs frente al 4T18. De esta manera, y por un efecto contable negativo por los ingresos registrados derivados de la compra ventajosa de Gualcamayo en el 4T18, la utilidad neta decreció COP 84,2 mil MM A/A. Finalmente, respecto a los retos y perspectivas en 2020, resaltamos que Mineros espera progresar en el estudio de factibilidad de Porvenir y estima iniciar los estudios de viabilidad económica preliminar de DCP y La Pepa, en Argentina y Chile respectivamente.

Hechos relevantes

- **Producción finaliza con buena nota:** Frente al 4T18, la producción de Mineros aumentó 39,5%, jalonada por la contribución de Gualcamayo (26 mil Oz Eq) y la muy buena dinámica en Nicaragua (+16,0%), batiendo sus marcas, donde la minería artesanal creció 18%. En contraste, la producción de Colombia se contrajo 20,6% A/A, no obstante, trimestralmente creció 36,5%, reflejando la mayor normalización de la operación aluvial tras la obtención de los permisos ambientales requeridos en el 3T19. De esta forma, Mineros totalizó una producción en el año de 296 mil Oz Eq (+41,2% A/A), cerca al límite superior de la guía (280 – 300 mil Oz Eq), que para 2020 se elevó en 20 mil Oz Eq.

En medio del aumento en la producción del trimestre, el *cash cost* de Mineros incrementó USD 231 Oz AuEq, presionado al alza por una revaloración de los inventarios de oro en Argentina y por la provisión por compensación ambiental realizada para la operación aluvial en Colombia.

- **Fuerte aumento de costos limita márgenes:** La positiva dinámica de la producción, junto al aumento del precio promedio del oro (+16,4%) y de la tasa de cambio (7,5%), impulsaron los ingresos consolidados del 4T19 (+71% A/A), que ascendieron a COP 1,3 BN en 2019 (+68% A/A). No obstante, el significativo incremento de los costos (+89,8% A/A), jalonados en gran parte por los costos operativos asociados a la operación en Argentina (COP 130,5 mil MM), que no existía hace un año, presionaron el margen EBITDA, el cual se situó en 24,4%. De esta manera, la utilidad neta de la minera registró una disminución de 77,0% A/A, desfavorecida contablemente por los ingresos registrados derivados de la compra ventajosa de Gualcamayo en el 4T18 (COP 166.268 MM).
- **Consideraciones finales:** Ante la coyuntura actual, el *management* de la compañía afirmó en la llamada de resultados que han surgido restricciones respecto al oro exportado a la refinería de Suiza, permaneciendo las de EE.UU y Canadá sin ningún impacto. En este sentido, es importante monitorear cualquier restricción adicional en la red logística hacia las refinerías, que pueda afectar el transporte de oro.

26 de marzo de 2020

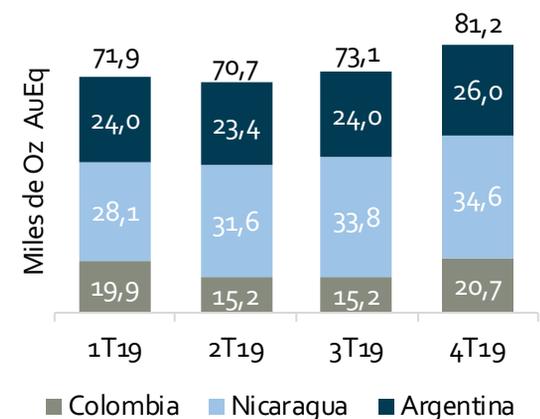


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	NA
Recomendación	NA
Market Cap (BN)	0,8
Ultimo Precio	2.660
YTD (%)	-18,2%

1. Mix de producción Mineros



Resumen resultados financieros

Cifras en COP MM	Mineros				
	4T18	3T19	4T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	235.003	354.547	401.398	70,8%	13,2%
EBITDA	77.159	126.994	97.808	26,8%	-23,0%
Utilidad Neta	109.391	64.700	25.189	-77,0%	-61,1%
Margen EBITDA	32,8%	35,8%	24,4%	-847 pbs	-1145 pbs
Margen Neto	46,5%	18,2%	6,3%	-4027 pbs	-1197 pbs
Producción (Oz AuEq)	58.632	70.176	81.206	38,5%	15,7%



Dividend Yield repunta por mejora operacioinalar

 Regresar

Dividend Yield repunta por mejora operacional

El PEI presentó resultados financieros POSITIVOS en el 4T19. El PEI registró una buena dinámica operacional en el 2019 con un crecimiento en el EBITDA del 26% A/A, favorecido mayormente por la entrada de nuevos activos al portafolio y una vez más por su eficiente control de gastos. En este sentido, el Dividend Yield del vehículo presentó un relevante incremento en el 2019 (5,25%) frente a lo repartido en el 2018 (4,67%). Del mismo modo, destacamos que el aumento en el flujo de caja distribuible a los inversionistas (+64% A/A) en el 2019 se vio beneficiado en parte por la reducción en los costos de la deuda (-18 pbs) y la indexación de esta en mayor medida a Tasa Fija. Por su parte, resaltamos de manera positiva la reducción en los niveles de vacancia física y económica del vehículo para el 4T19 (-260 pbs y -10 pbs A/A respectivamente), producto de la firma de contratos de arrendamiento en sus segmentos corporativo, locales comerciales y bodegas. Mantenemos nuestra perspectiva positiva del vehículo para el 2020.

• Dividend Yield repunta en el 2019 apoyado en positiva dinámica operacional:

Con la entrada de nuevos activos dentro del portafolio inmobiliario a comienzos del 2019, los ingresos del PEI tuvieron un impacto positivo, registrando para el 2019 un incremento del 28% A/A. Esta dinámica, acompañada por eficiencia en costos y gastos operacionales, reflejados en el NOI y EBITDA (+26% A/A respectivamente), la disminución en gastos financieros y la leve reducción de inversión en capital de trabajo, lograron que el flujo de caja distribuible para el año 2019 para el vehículo pasara desde COP 164 mil MM a 269 mil MM (+64% A/A). Como resultado del buen desempeño operacional del administrador inmobiliario, el Dividend Yield ha vuelto a repuntar, posterior a las contracciones registradas desde el 2017, pasando desde 4,67% en 2018 a 5,25% en 2019 (+58 pbs) materializando de esta manera la estabilización de los bienes inmuebles adquiridos anteriormente.

• Niveles de vacancia física mejoran por ocupación en Torre Pacific y parque logístico Cittium en Bogotá:

Destacamos la reducción de la vacancia física y económica para el 4T19 del PEI (-260 pbs y -10 pbs A/A respectivamente) producto de la firma de contratos de arrendamiento en el segmento corporativo (Edificio 27-7 y Torre Pacific), locales comerciales (Plaza Central) y bodegas (Cittium), provocando que la vacancia física de cada segmento mencionado cayera en 2,4%, 1,9% y 4,2% A/A respectivamente. A pesar de que, la vacancia económica en el segmento corporativo en el 4T19 creció 2,7% T/T, como consecuencia de periodos de gracias concedidos, esperamos que a lo largo del 2020 vuelva a los niveles observados anteriormente.

• PEI observa el 2020 con optimismo:

El vehículo inmobiliario contempla mejoría en las vacancias del segmento de locales comerciales para el 2020, producto de la firma con mejores arrendatarios y entidades prestadoras de salud. Del mismo modo, resaltamos como positivo la próxima entrada en operación del Edificio Atrio, donde la administradora inmobiliaria ha negociado exitosamente para tener por 1 año rentas garantizadas y un flujo preferente, blindando de esta manera la vacancia económica.

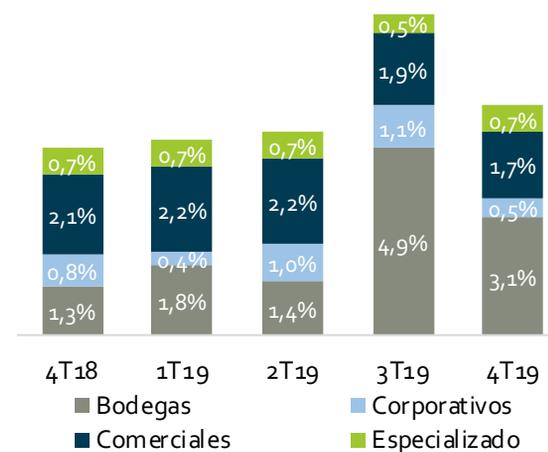
Resumen resultados financieros

COP miles de MM	PEI		
	2018	2019	Var % A/A
Ingresos	364	466	28%
NOI	307	385	26%
EBITDA	248	312	26%
Margen NOI	84%	83%	-2%
Margen EBITDA	68%	67%	-1%



AUM (COP BN)	6,2
GLA (m2)	982.000
Vacancia económica	5,4%
Dividend Yield (% YTD)	5,25%

Vacancia Física





Adquisiciones eficientes, Rentabilidad atractiva



El TIN presentó resultados financieros POSITIVOS en el 4T19. Los resultados del vehículo inmobiliario fueron jalonados principalmente al alza producto de la eficiencia en la negociación por parte del Management al momento de comprar algunos de los inmuebles del segundo tramo por debajo del valor de su avalúo, así como, la valorización de los inmuebles existentes. En este sentido la rentabilidad pasó desde 7,64% E.A en el 1S19 a 11,8% E.A para el 2S19. Del mismo modo, observamos un aumento en las eficiencias al reducirse sus gastos operativos en un 8% S/S durante la última mitad del 2019, no obstante, al observar el flujo de caja distribuible, este se redujo levemente por el incremento en el pago de gastos financieros y capital de trabajo (+22% S/S). En este sentido, con la nueva adhesión de activos al portafolio y con una contemplada tercera emisión de títulos participativos para el 4T2020 seguimos manteniendo nuestra perspectiva positiva hacia el vehículo.

• **Rentabilidad del vehículo al alza en 2S19 impulsada principalmente por valorización en sus inmuebles:** Destacamos que el incremento de la rentabilidad para el segundo semestre dentro del vehículo (7,64% E.A en 1S19 a 11,8% E.A en 2S19) fue principalmente fruto de la eficiencia en la negociación por parte del Management al momento de comprar algunos de los inmuebles del segundo tramo por debajo de su valor de avalúo, generando de esta manera un promedio de eficiencia de +7,4%. Del mismo modo, observamos de manera positiva el incremento del margen NOI al pasar desde 81% a 89% S/S, producto de la nueva entrada de inmuebles al vehículo y la positiva reducción en sus gastos operativos (-8% S/S). En contraste, observamos que el flujo de caja distribuible fue afectado a la baja por el incremento en el pago de gastos financieros y capital de trabajo (+22% S/S), donde su margen se redujo de 68% a 48%.

• **TIN aumenta la diversificación dentro de su portafolio al igual que mejora la liquidez de sus títulos en el mercado secundario:** Con la adición de nuevos activos dentro de su cartera, TIN redujo su exposición al sector financiero y servicios (-13% y -3% respectivamente) para entrar al segmento de comercio (+16%), reduciendo principalmente la concentración que tenía en su mayor Arrendatario, Davivienda. Del mismo modo, observamos como positivo el aumento en nivel de negociación en el mercado secundario al incrementar en el su monto total negociado un 24,9% S/S.

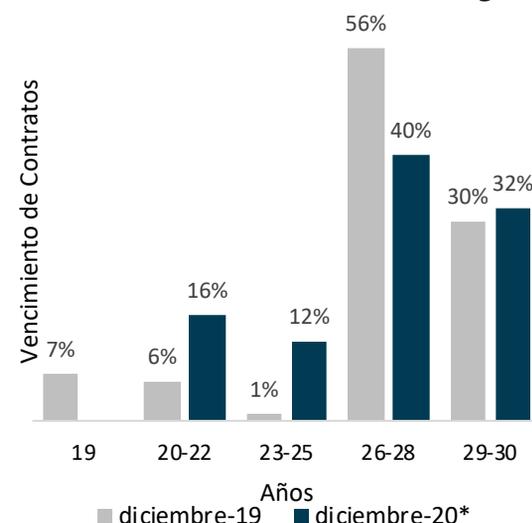
• **Alta ocupación combinado con eficiencia en negociación y menor pago de impuestos ha incrementado el precio del título por encima de los estimados:** Destacamos que fruto del menor pago de impuesto predial, la eficiente negociación de sus inmuebles y los bajos niveles de vacancia (2,2%), el título del vehículo se ha comportado mejor que las estimaciones iniciales (+2,75%) por el TIN a corte de diciembre del 2019.

• **En la búsqueda de nuevos inmuebles para el 2020:** Resaltamos de manera positiva la intención del TIN de entrar al segmento industrial con un centro de distribución, además de adquirir nuevos activos durante el 2020 (Cadena de Gimnasios y Tiendas por Departamentos). De esta manera, estaría perfilándose para cumplir su política de límites por arrendatario (<30%) antes de los 3 años.



AUM (COP MM)	272.297
GLA (m2)	32.410
Vacancia económica	2,2%
Dividend Yield (E.A)	5,93%

1. Vencimientos de Contratos (% ingreso)



Resumen resultados financieros

COP millones	TIN		
	1S19*	2S19	Var % S/S
Ingresos	10.007	10.200	1,9%
NOI	8.119	9.076	11,8%
Rend. Distribuibles	6.771	4.935	-27%
Margen NOI	81,1%	89,0%	785 pbs
Margen FCD	67,7%	48,4%	-1928 pbs

*Desde 25 de octubre hasta 30 de junio de 2019