
Renta Variable Informe Mensual

7 de mayo de 2018

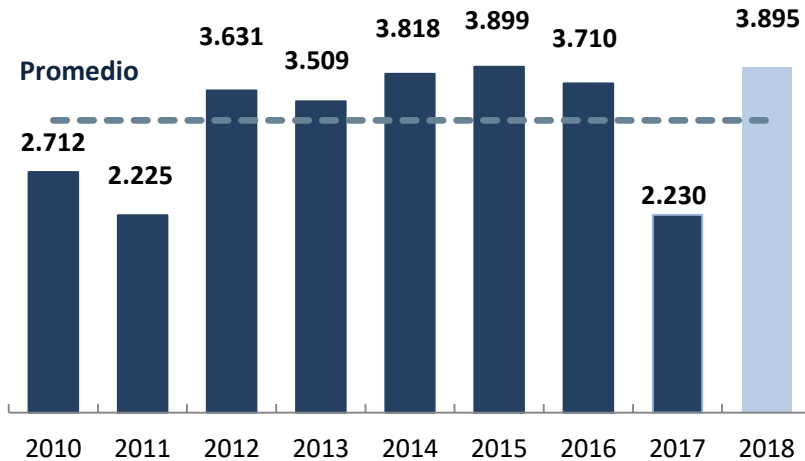
CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Volumen de abril, el más alto de los últimos 11 meses

Superior al 2017 y 2016

Volumen histórico – Abril (CdB)

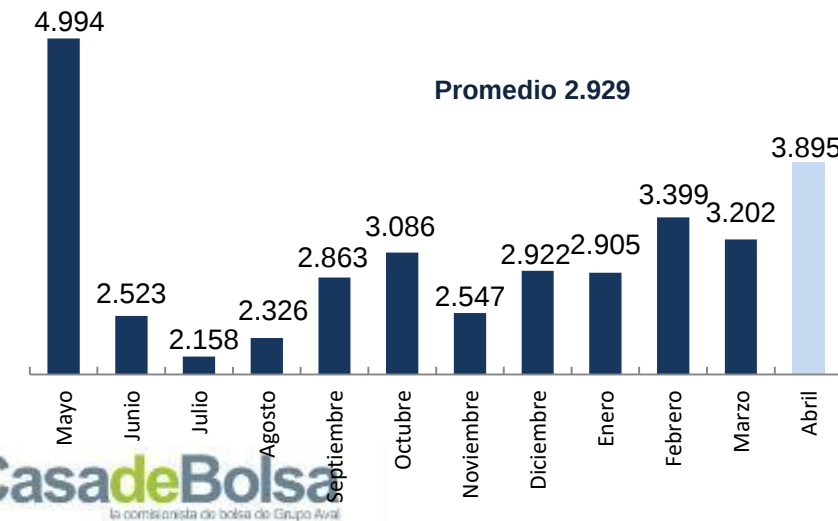
COP miles de millones



El volumen de abril de 2018 supera con holgura la media histórica, tanto en el comportamiento del mes de abril, como en los últimos 12 meses. De igual forma, cabe destacar que el monto negociado en este mes ha sido el más alto del 2018, aumentando un 21.6% al registrado en marzo. Además, este estuvo muy cerca de ser el mayor volumen de negociación en los últimos 8 años, siendo superado por abril de 2015 con un monto de COP 3.899 mil millones.

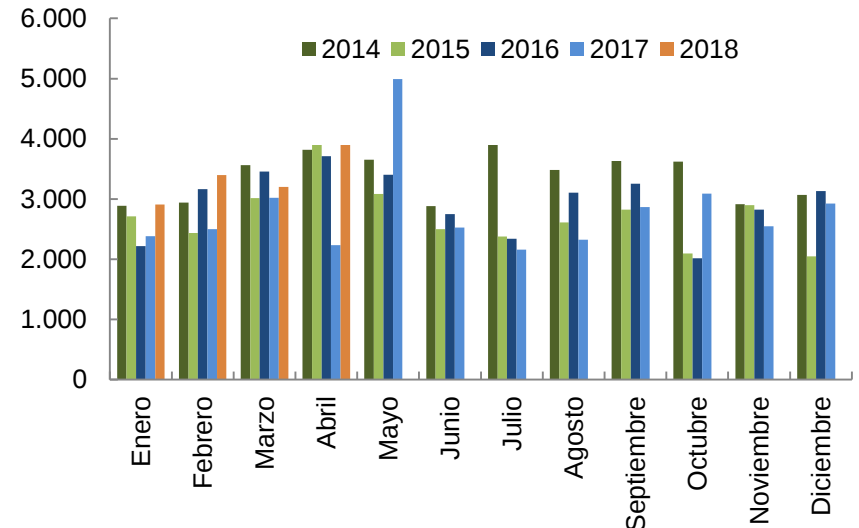
Volumen últimos 12 meses (CdB)

COP miles de millones



Volumen histórico (CdB)

COP mil millones



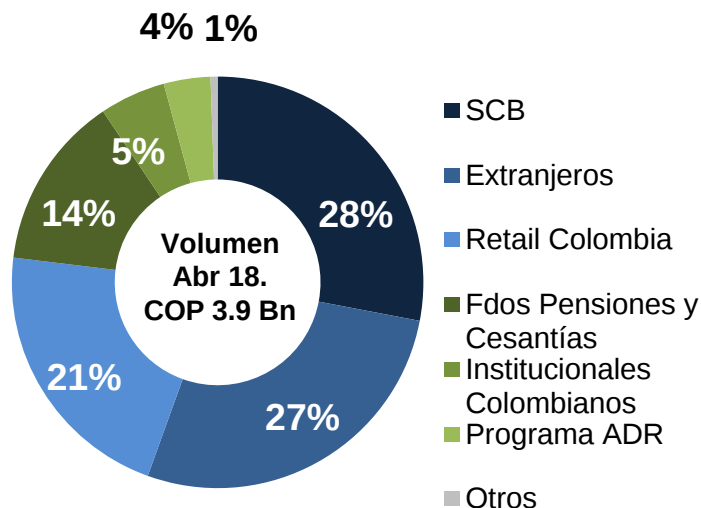
Programas de ADR sigue de compras

Ecopetrol le sube el volumen

Participación Acumulada en el flujo por agentes (CdB)

Más negociadas del mes (CdB)

COP Millones



Participante -Abril /18 (COP mm)	Compradores	Part.	Vendedores	Part.	Posición Neta Mensual	Año Corrido 2018
Programa ADR	323.063	8,3%	\$ 42.068	1,1%	↑ 280.995	↑ 592.498
Otros	41.032	1,1%	\$ 1.999	0,1%	↑ 39.033	↑ 140.492
Fdos Pensiones y Cesantías	\$ 497.716	12,8%	\$ 482.231	12,4%	↑ 15.486	↑ 50.308
SCB	\$ 1.094.096	28,1%	\$ 1.087.496	27,9%	↑ 6.600	↓ (60.360)
Sector Real	\$ 209.246	5,4%	\$ 235.233	6,0%	↓ (25.988)	↓ (155.988)
Institucionales Colombianos	141.071	3,6%	\$ 185.705	4,8%	↓ (44.634)	↑ 26.530
Extranjeros	\$ 1.173.847	30,1%	\$ 1.244.730	32,0%	↓ (70.883)	↓ (73.520)
Personas Naturales	414.537	10,6%	\$ 615.146	15,8%	↓ (200.609)	↓ (519.961)

Retail Colombia: Sector real y personas naturales

Institucionales: Carteras Colectivas, Fondos, Compañías de Seguros, Fiduciarias, Sociedades de inversión y Cooperativas

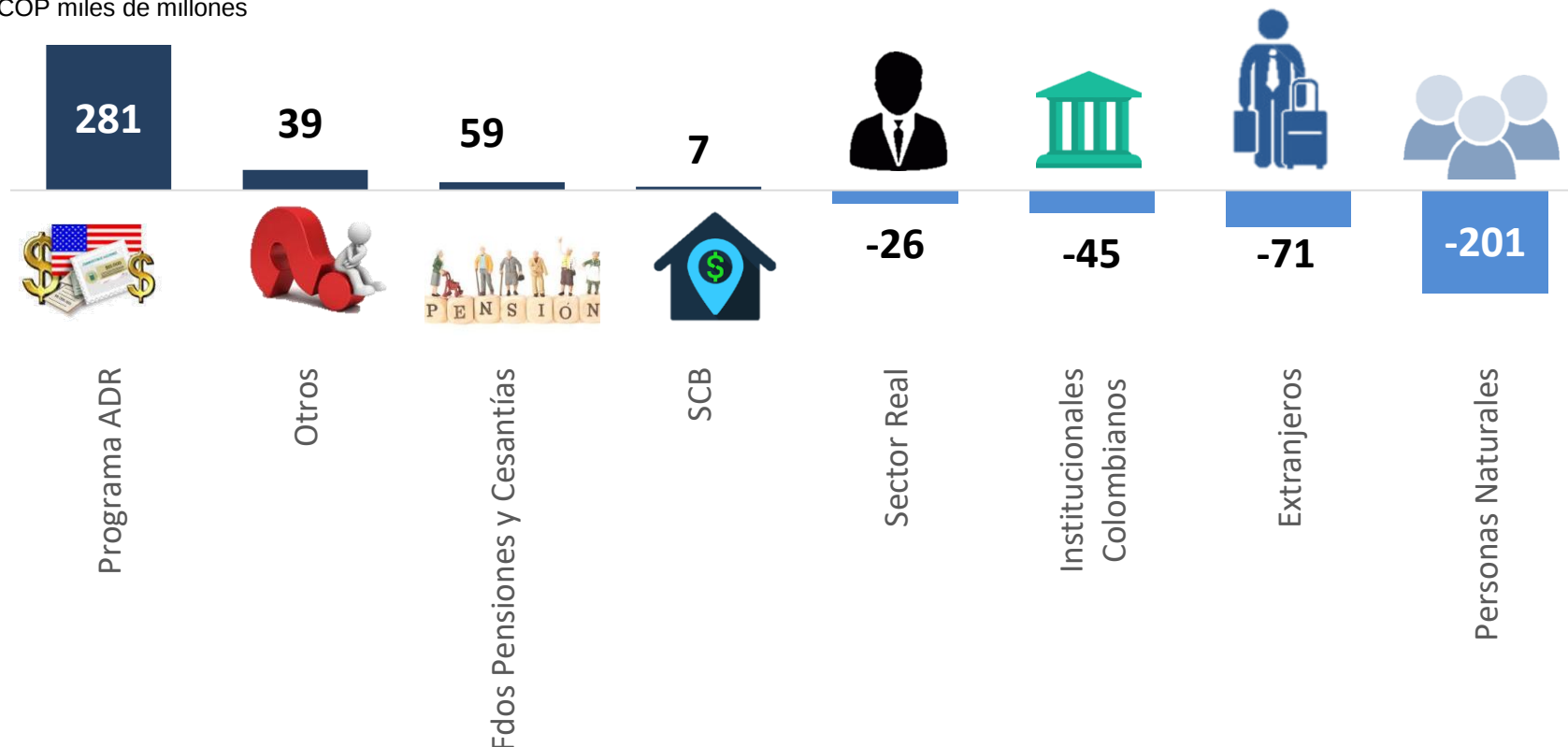
Otros: Bancos, Corporaciones Financieras y Factoring

AFPs moderan sus compras

Programas ADR siguen siendo los mayores compradores

Posición Neta Mensual Abril (CdB)

COP miles de millones



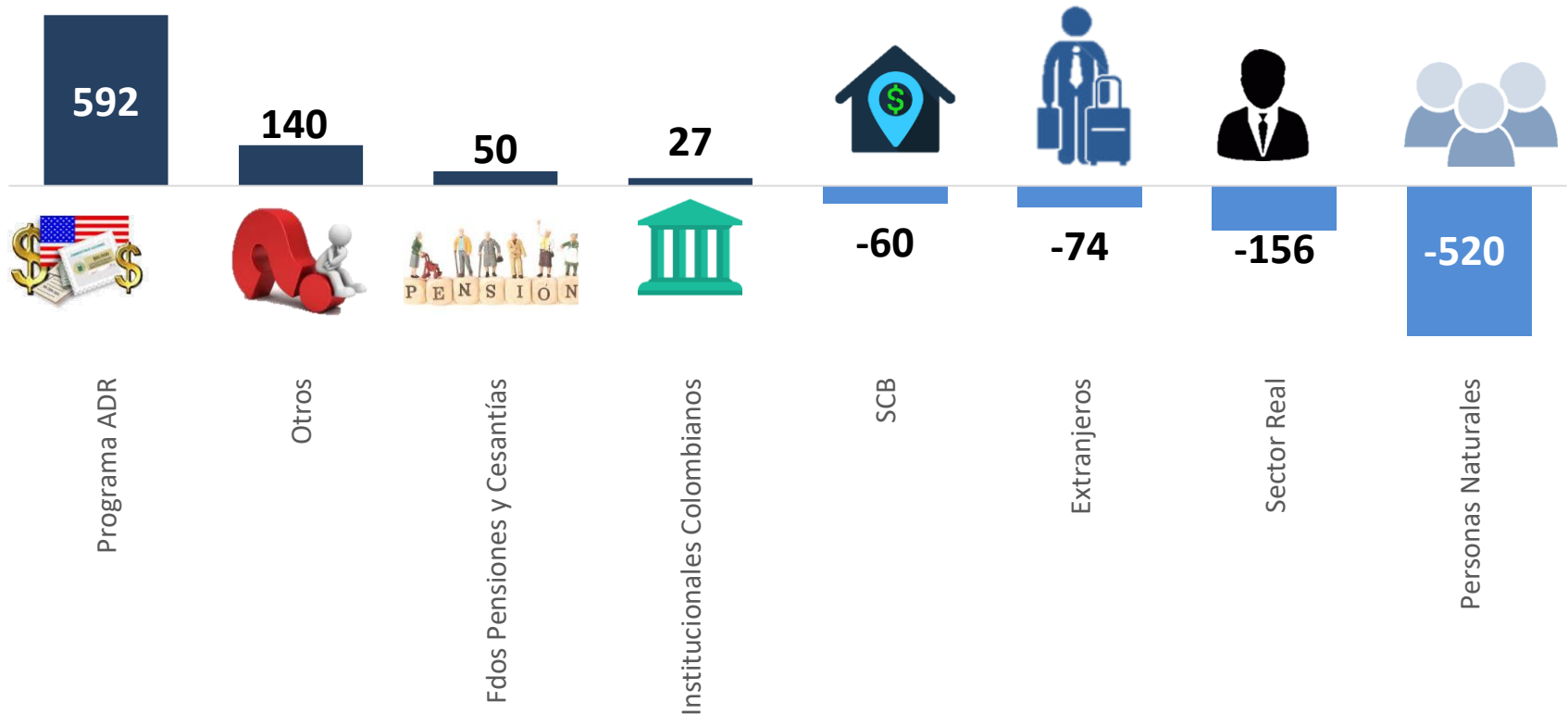
Los Programas ADR fueron los protagonistas de la jornada en el lado comprador, aumentando su nivel de compras hasta 3 veces de lo registrado en marzo por un monto de COP 281 mil millones, el 92% de las compras netas totales de Ecopetrol. Además, en el cuarto mes del año las AFPs mantienen sus compras netas, aunque redujeron su volumen un 80% M/M por un monto total de COP 59 mil millones. Del otro lado de la moneda, las Personas Naturales duplicaron sus ventas netas por un monto de COP 201 mil millones, mientras el Sector Real disminuyó significativamente su nivel de ventas netas.

AFPs pierden el segundo lugar como compradores netos

Extranjeros se mantienen en el lado vendedor

Posición Neta Año Corrido 2018 (CdB)

COP miles de millones



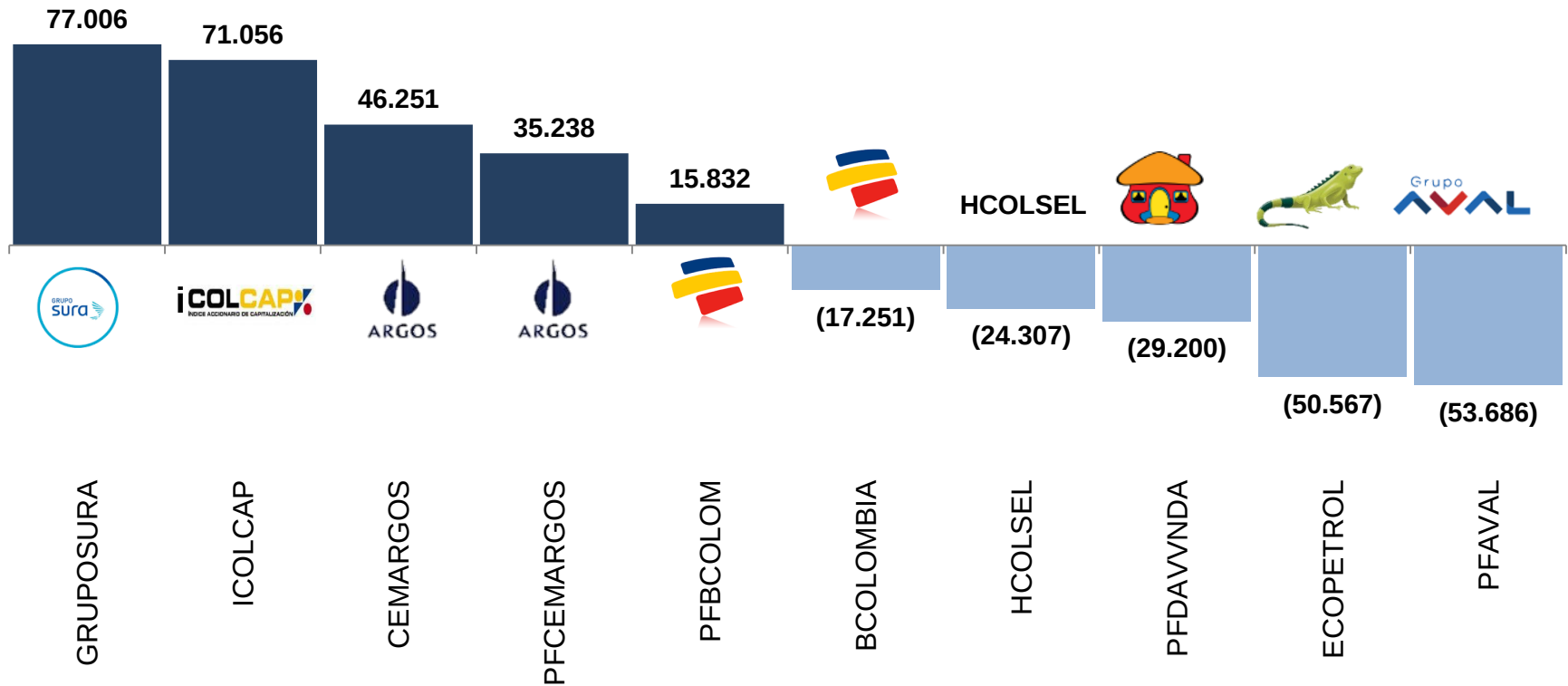
Institucionales: Carteras Colectivas, Fondos, Compañías de Seguros, Fiduciarias, Sociedades de inversión y Cooperativas
Otros: Bancos, Corporaciones Financieras y Factoring

Grupo Sura se convierte en la favorita de las AFPs

Aval y Ecopetrol en el lado vendedor

Mayores compras-ventas netas de AFPs en Abril (CdB)

COP millones

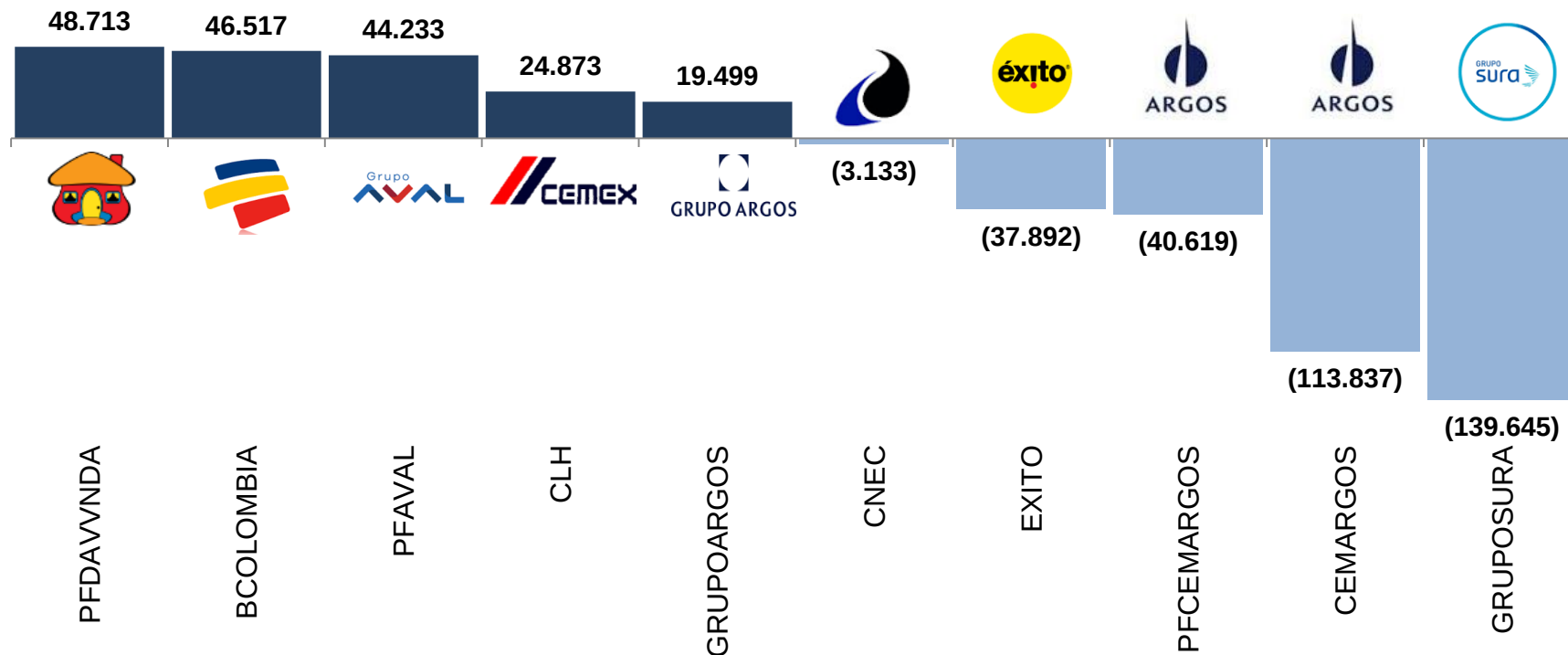


En el mes de abril, los Fondos de Pensiones tuvieron el protagonismo del 55% de las compras netas totales de Grupo Sura, por un monto de COP 77 mil millones. De igual forma, Cemargos preferencial y ordinaria recuperan su favoritismo, con compras netas totales de COP 46 mil millones y COP 35 mil millones respectivamente. Por el lado vendedor, los fondos participaron en el 87% de las ventas netas totales de Preferencial Aval y del 22% de Ecopetrol, por montos equivalentes de COP 54 mil millones y COP 51 mil millones respectivamente. Asimismo, se mantiene la compra del ETF iColcap y la venta del ETF Hcolsel por montos de COP 71 mil millones y COP 24 mil millones respectivamente.

Los Extranjeros se despiden de Cemargos y Grupo Sura

Sector Financiero toma favoritismo

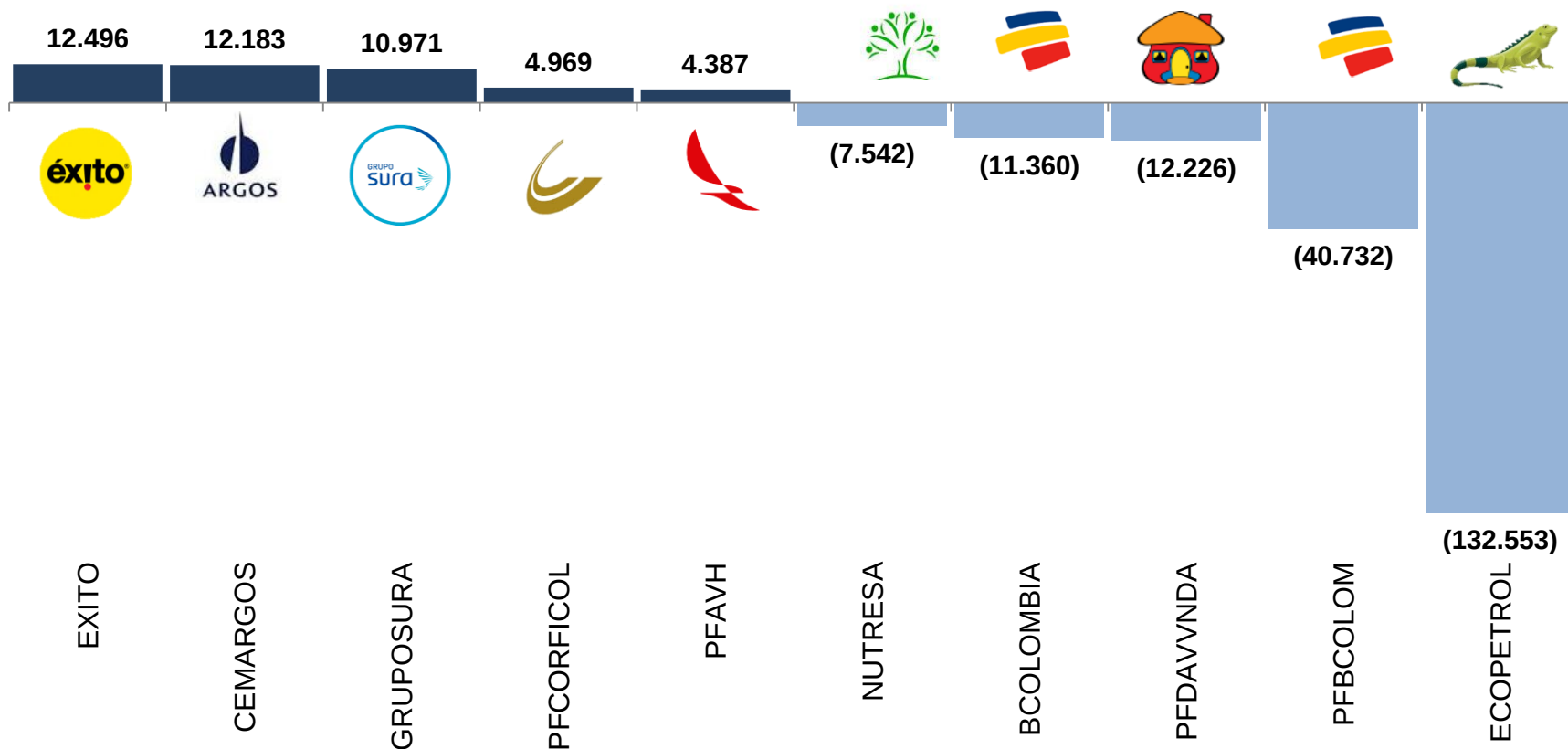
Mayores compras-ventas netas de Extranjeros en Abril (CdB)
COP millones



Los bancos se vuelven los número uno para los Extranjeros, impulsando a Davivienda y Bancolombia Ordinaria a acercarse a los máximos históricos, con compras netas de COP 49 mil millones y COP 47 mil millones respectivamente, equivalentes al 87% de las compras netas totales de Davivienda y el 85% de las compras netas totales de Bancolombia. De igual forma, los Extranjeros se despiden de Grupo Sura, moviendo hasta el 99% de las ventas netas totales de la compañía, por un monto de COP 140 mil millones. Asimismo, persiste la venta de Cementos Argos tanto preferencial como ordinaria, asumiendo el protagonismo del 99% de ambas acciones por montos de COP 114 mil millones para la ordinaria y COP 41 mil millones para la acción preferencial.

Personas Naturales dan las gracias al Brent y vuelven a sumar Puntos Éxito

Mayores compras-ventas netas de Personas Naturales en Abril (CdB)
COP millones

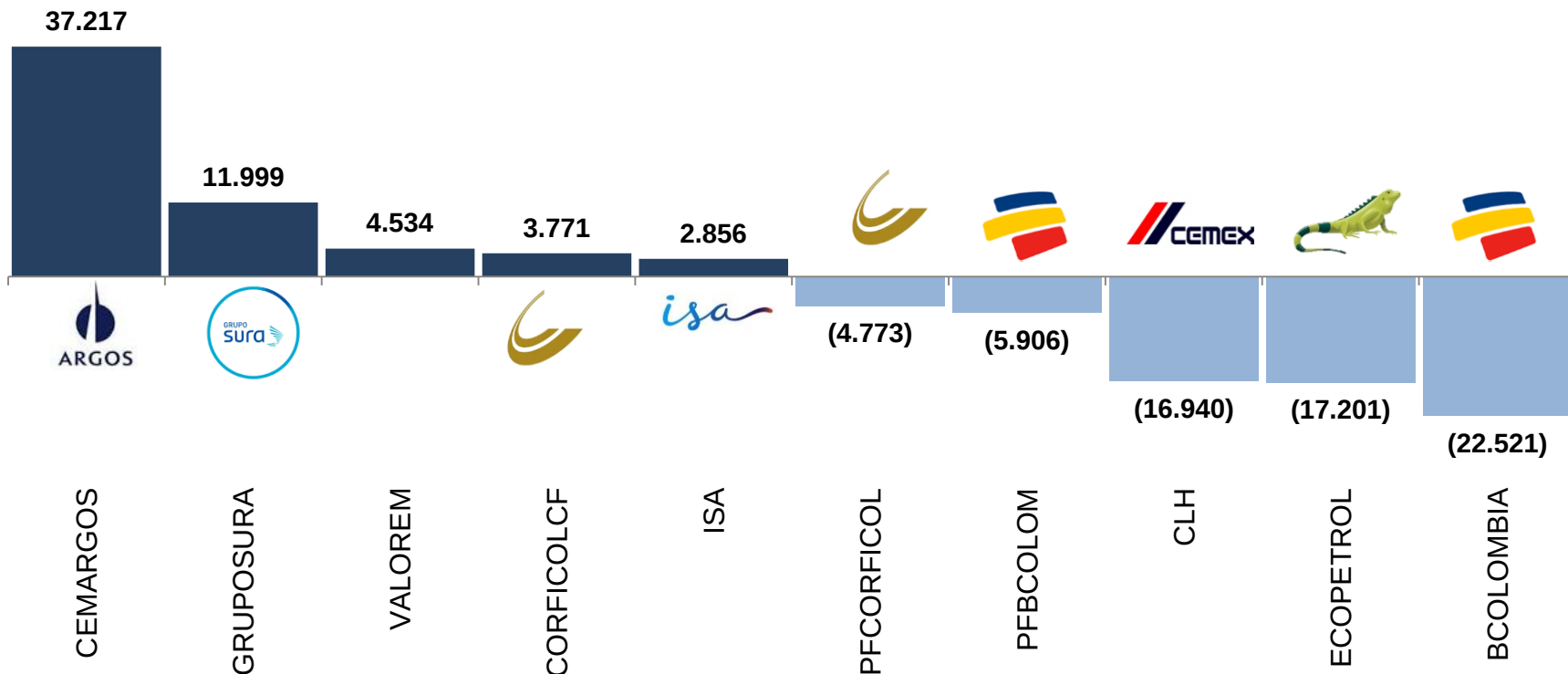


Las Personas Naturales triplicaron su volumen vendedor y se vuelven los principales vendedores netos del mes, donde la iguana se mantiene como la principal protagonista, donde fueron intérpretes de más del 57% de las ventas netas totales de esta acción por un monto de COP 133 mil millones. Además, Grupo Éxito vuelve al lado comprador, logrando mover el 32% de las compras netas totales de la compañía por un monto de COP 12 mil millones. De igual forma, mantienen la compra de Cemargos por un monto de COP 12 mil millones, equivalente al 11% de las compras netas totales.

Cemargos retoma protagonismo en el Sector Real

Bancolombia y Ecopetrol como principales ventas

Mayores compras-ventas netas del Sector Real en Abril (CdB)
COP millones



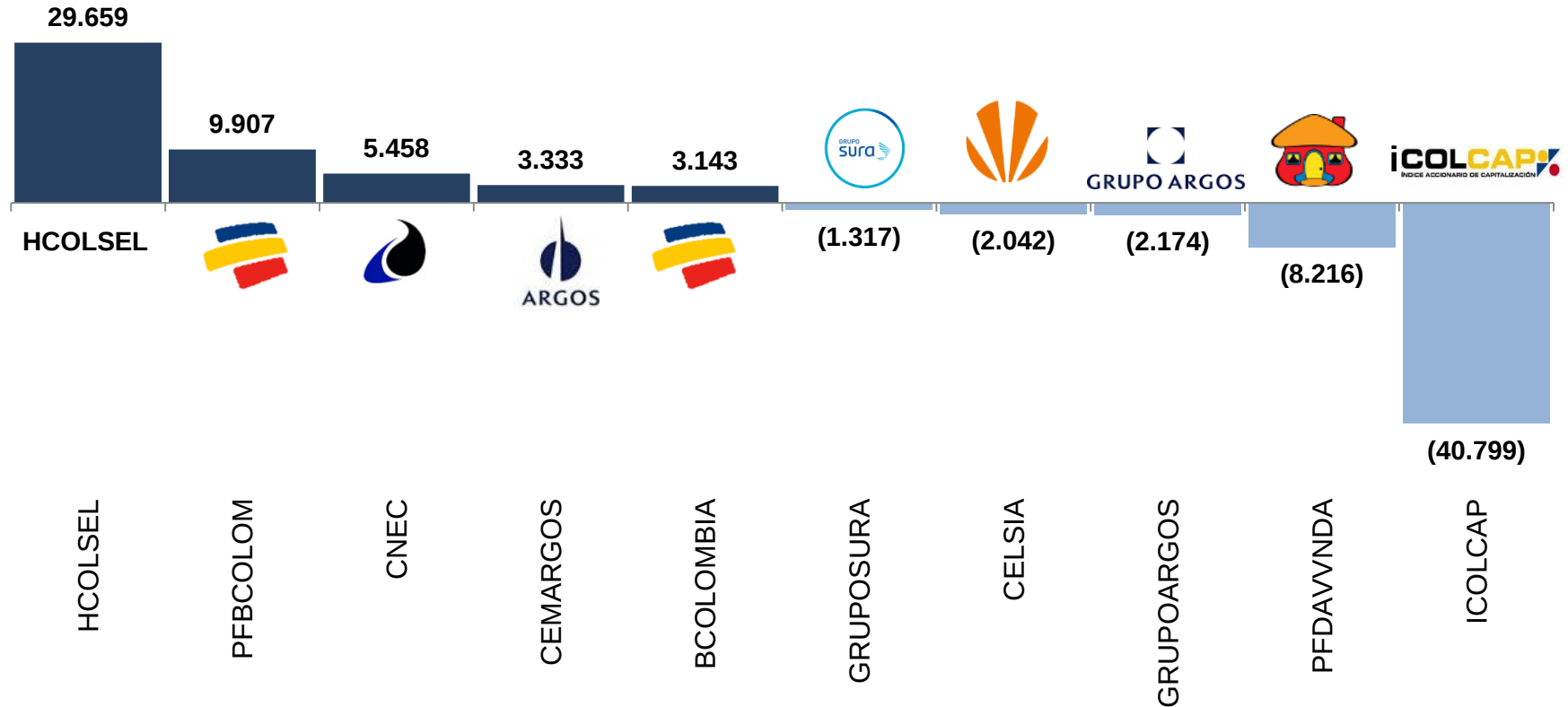
En abril el Sector Real pierde el primer lugar como vendedor neto aunque se mantiene en el lado en el mismo lado de la moneda, participando en el 41% de las ventas netas totales de Bancolombia y del 9% de las ventas netas de Ecopetrol, por montos de COP 23 mil millones y COP17 mil millones respectivamente. Por el lado comprador, aumenta el favoritismo por Cemargos y por Grupo Sura, con compras netas totales de COP37 mil millones (representando el 33% de las compras netas totales de Cemargos) y de COP 12 mil millones en Sura, lo cual representa el 9% de las compras netas totales de esta acción.

SCB le ponen el alma a Bancolombia

Mientras que tomaron utilidad en Davivienda

Mayores compras-ventas netas de las SCB en Abril (CdB)

COP millones

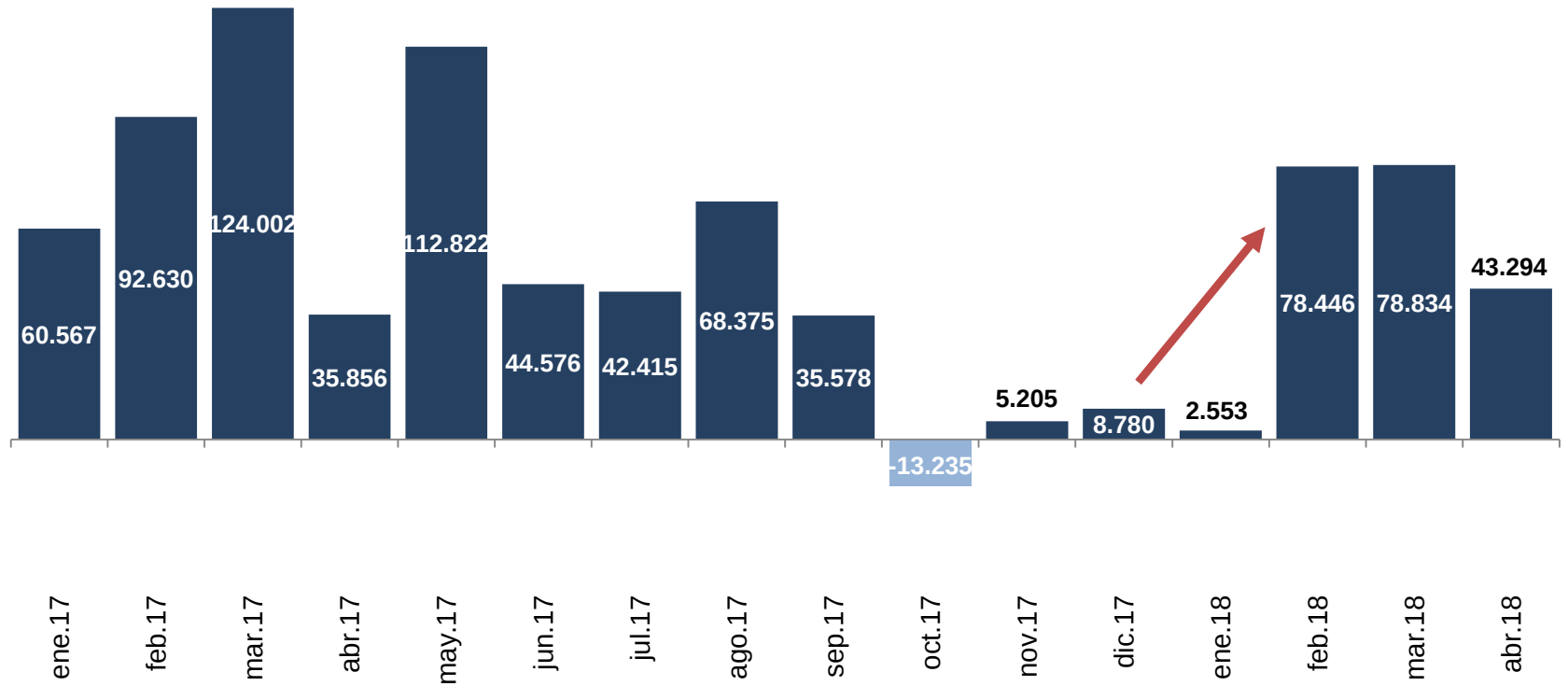


Las SCB se mantienen en el lado vendedor en lo corrido del año a pesar de ser compradores netos en abril, con compras netas en Preferencial Bancolombia de COP 10 mil millones, lo cual representa el 6% de las compras netas totales. Por otro lado, tuvieron ventas netas de Davivienda por un monto de COP 8 mil millones, lo cual significa el 15% de las ventas netas totales de la compañía.

Creación de unidades del iColcap baja su ritmo

Aunque fue superior al mes de abril del año anterior

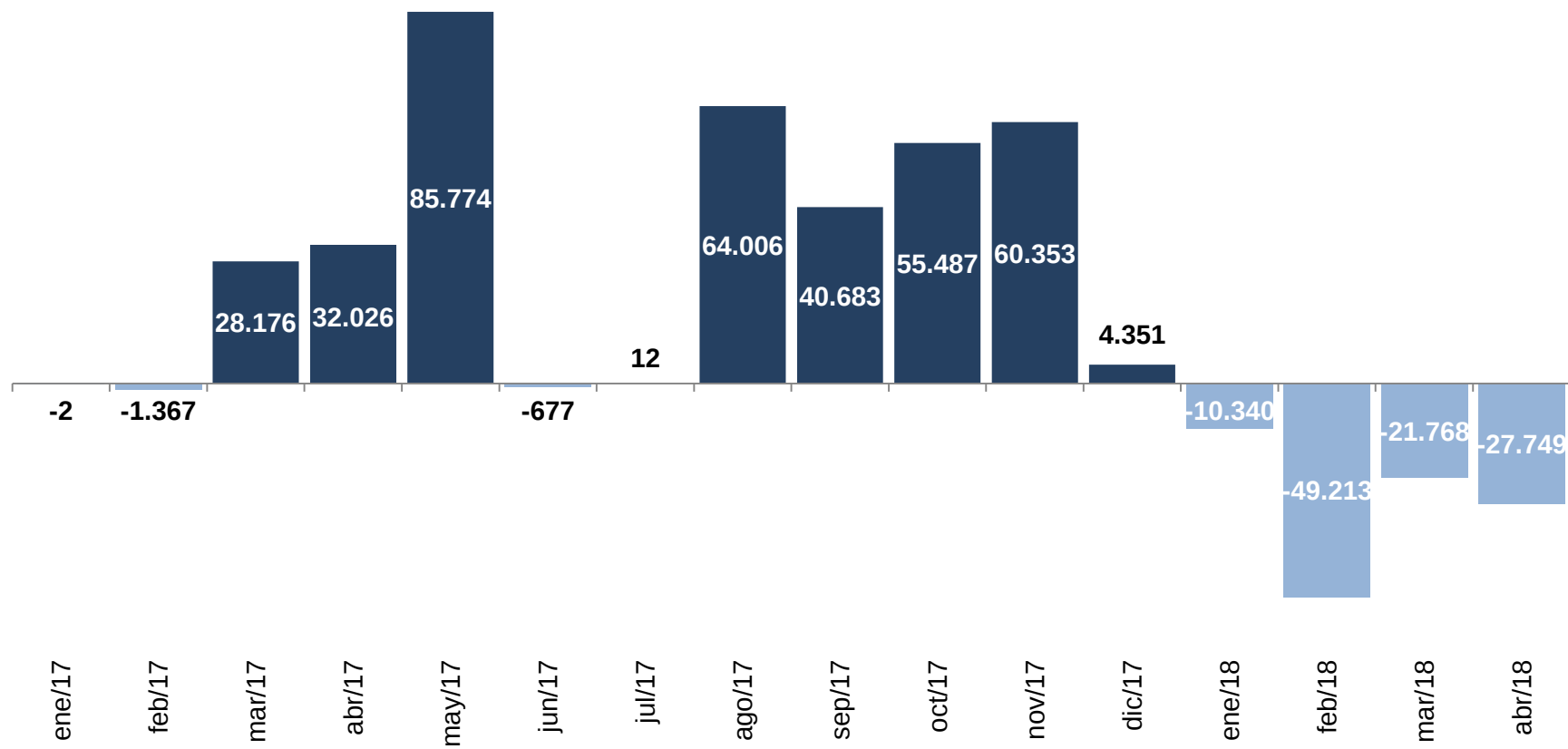
Creación / destrucción unidades iColcap (CdB)
COP millones



Continúa la destrucción de unidades del Hcolsel

Lo cual ha sido una tendencia en lo corrido del 2018

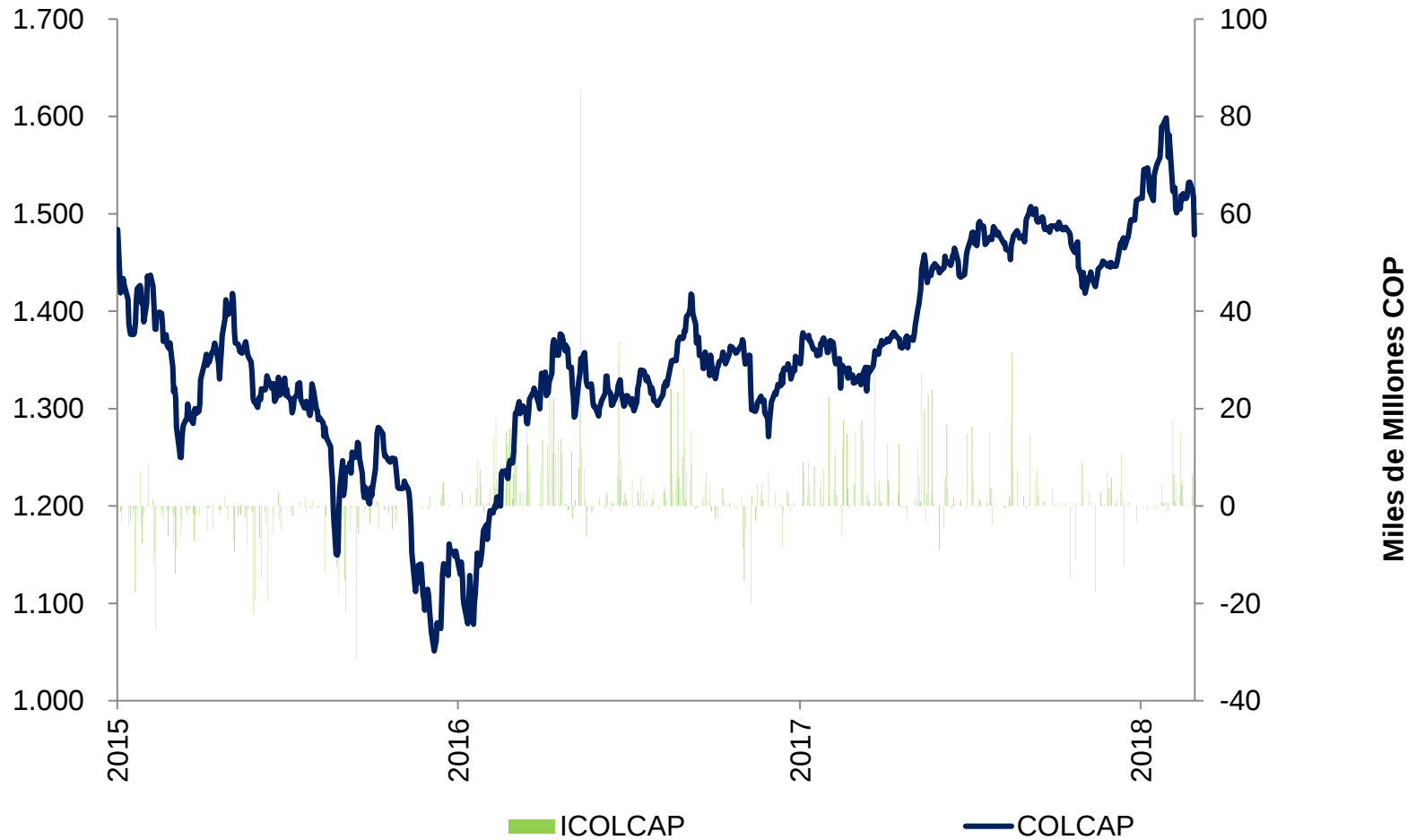
Creación / destrucción unidades Hcolsel (CdB)
COP millones



Colcap levanta cabeza

Creación de unidades del iColcap se vuelve una costumbre

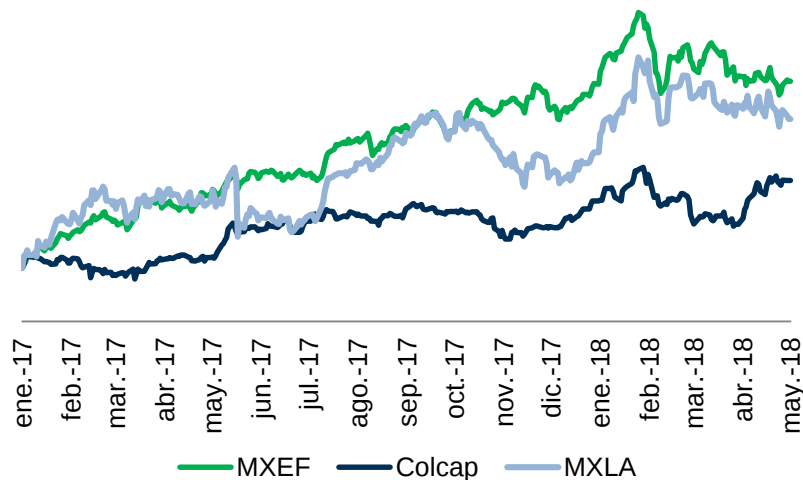
Comportamiento COLCAP vs Creación / Destrucción de unidades (CdB)



La iguana se pone la "10" y el Colcap recorta distancia con sus pares Perú y Chile, cara a cara por el segundo lugar

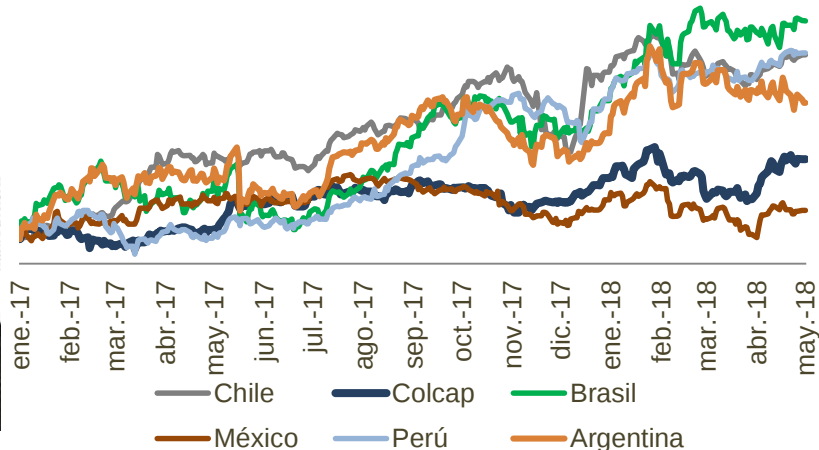
Comportamiento emergentes vs. Colcap (CdB)

Base 100 YTD



Desempeño mercados Latinoamericanos (CdB)

Base 100 YTD



¿Qué movió el mercado?

Colombia:

- El Banco de la República redujo la tasa de interés en 25 pbs de 4.50% a 4.25%.
- Entrada de los TES COP 2025 al índice GBI-EM Global Div.
- La posición propia de contado se ubicó en terreno negativo luego de 2 años de ubicarse en el lado positivo.

EE.UU:

- **US:** Tensión entre Donald Trump y Vladimir Putin por un posible conflicto en Siria.
- **PIB:** PIB de Estados Unidos supera las expectativas y se situó en 2.4%.
- **Tesoros:** Tocaron luego de 4 años el nivel del 3%.

Latinoamérica:

- **Argentina:** El Banco Central aumentó su tasa de interés en 300 pbs, pasando de 27.25% a 30.25%.
- **México:** Aumenta la incertidumbre porque el candidato de izquierda Andres Lopez Obrador lidera las encuestas presidenciales.
- **Paraguay:** Fue electo como presidente el candidato oficialista Mario Abdo Benítez.

Petróleo:

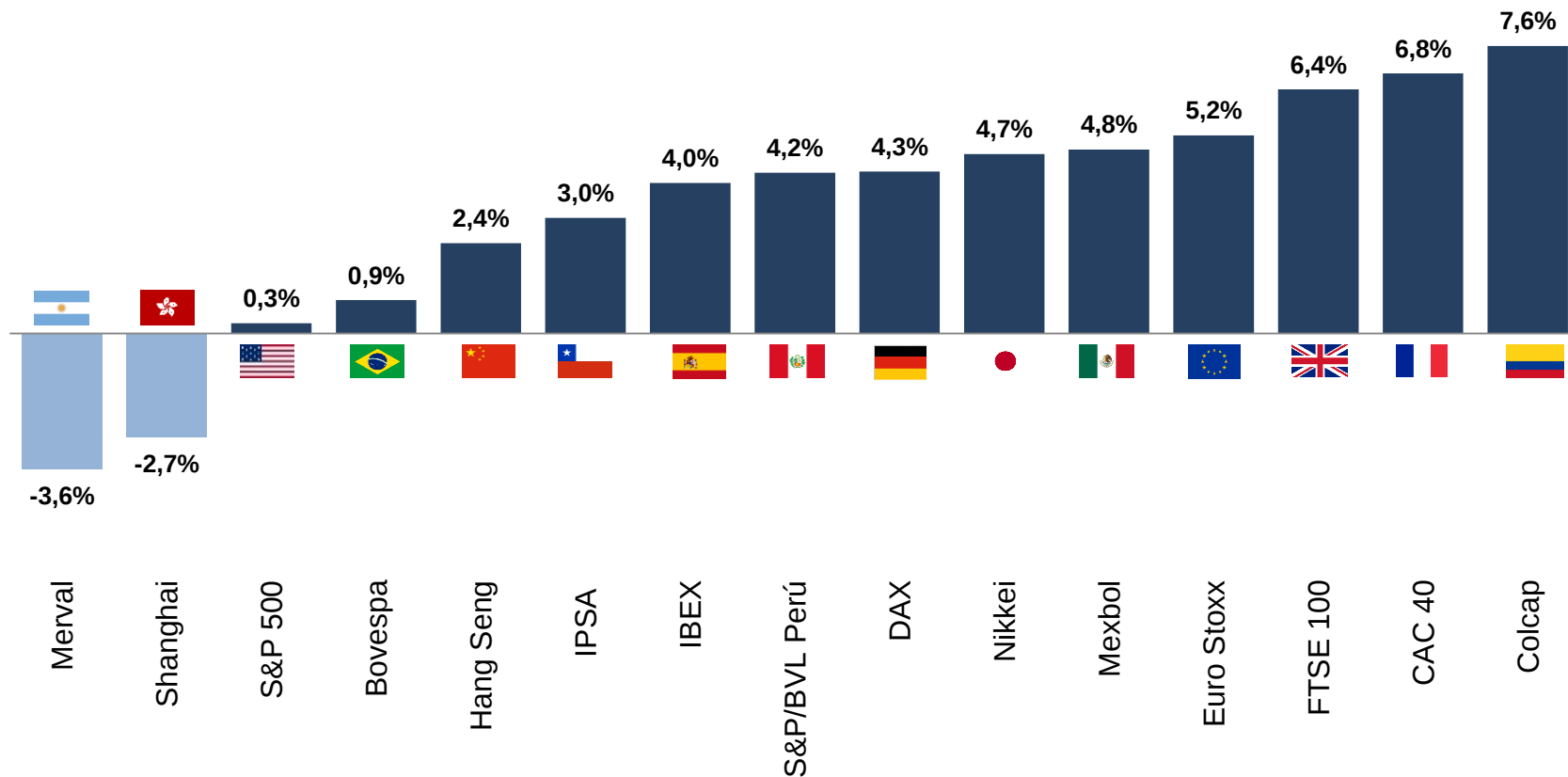
- **Arabia Saudita:** El mayor productor de crudo prevé precios cercanos a los USD 80 por barril para respaldar la valoración de Aramco.
- **Mercado:** Caída importante en la producción de crudo de Venezuela acercándose a los 1.4 millones de bpd.
- **Irán:** Incertidumbre ante la posible sanción de Estados Unidos a Irán, generando una reducción potencial de la producción entre 500.000 a 800.000 bpd.

Colcap juega a un nivel de las grandes ligas europeas

Mes para el olvido de la albiceleste

Comportamiento mensual de los mercados (CdB)

Abril

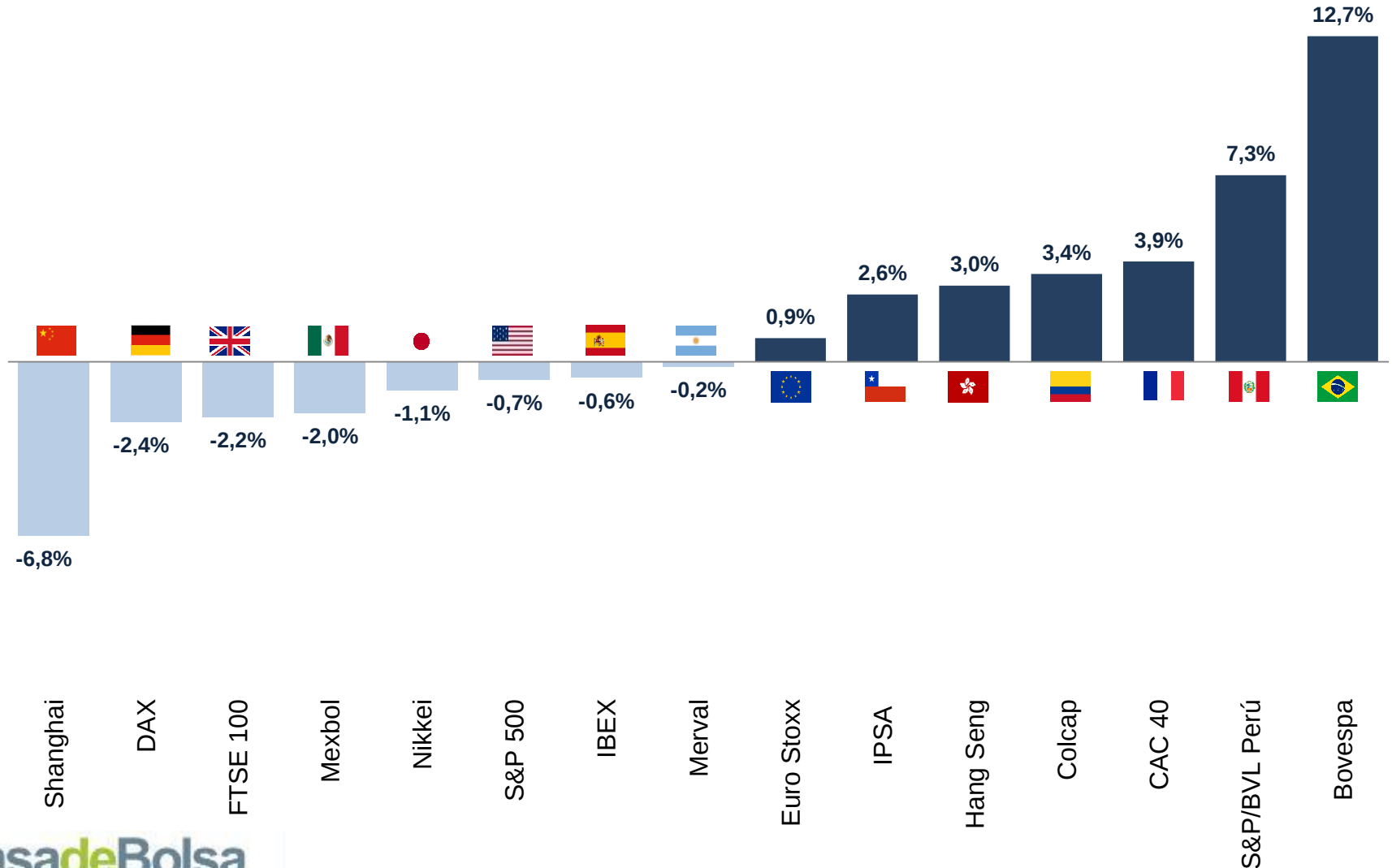


Cafeteros retoman su carrera para entrar en los primeros lugares

Brasil mantiene el liderato, aunque los peruanos recortan distancia

Comportamiento mensual de los mercados (CdB)

Año corrido 2018

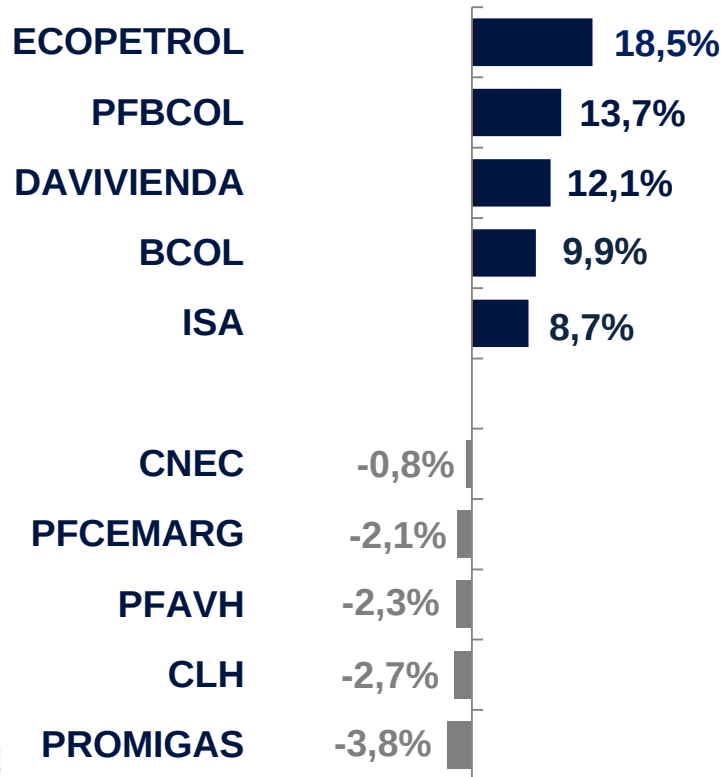


La iguana sigue rompiendo todos los récords

Cementeras luchan por salir de los últimos lugares

Comportamiento mercado local (CdB)

Abril

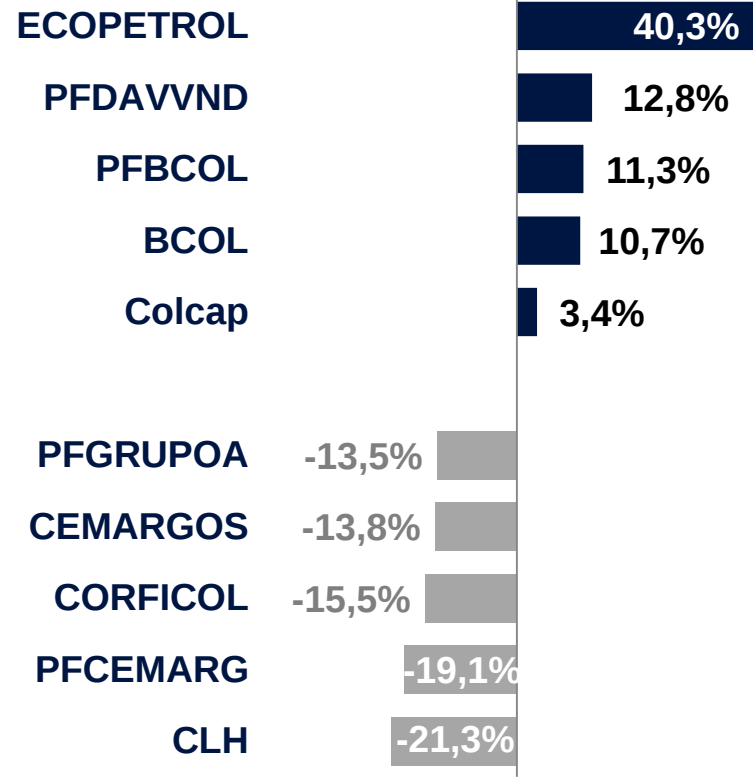


+ VALORIZADAS

+ DESVALORIZADAS

Comportamiento mercado local (CdB)

Año corrido



Los precios del crudo vulnerando los niveles de los USD 71 y acercándose a los USD 75, han llevado a la iguana a acercarse al COP 3.100 ([El Oráculo de Ecopetrol I Brent pone los COP 3.100 a prueba de fuego](#)), lo que ayudó a lograr el oro por segundo mes consecutivo. De igual forma, las otras acciones que estuvieron en el podio fueron Bancolombia preferencial y ordinaria, Davivienda e ISA, donde como lo mencionamos en [El Oráculo del Colcap Bancos e ISA, a pocos metros de tocar el cielo](#), están próximas a máximos históricos, por lo cual consideramos su valoración adicional es reducida. Por el lado vendedor, destacar que las acciones con peores rendimientos en lo corrido del año son las cementeras, donde esperamos que se mantenga esta tendencia a lo largo del 2018. ([Expectativas de Resultados Financieros 1T2018](#)).

Ecopetrol da el bicampeonato a los petroleros

Bancos muestran un buen rendimiento en el mes de abril

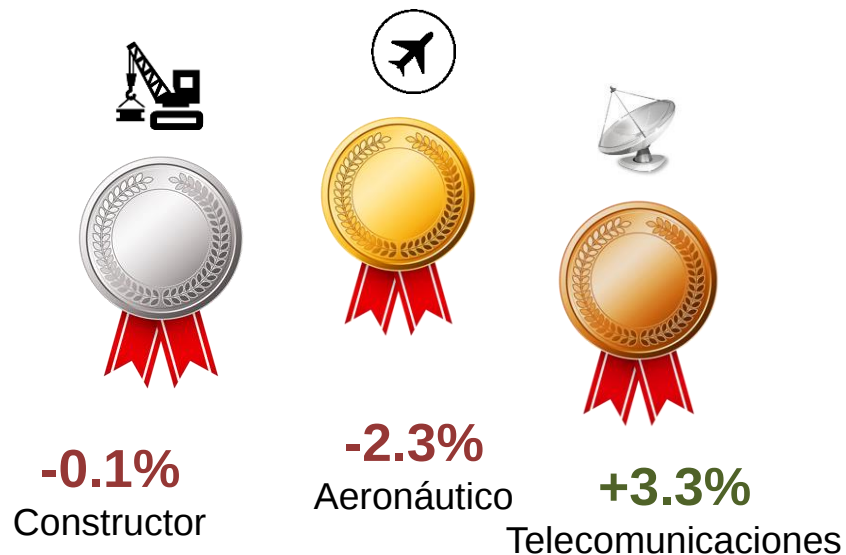
El premio a los sectores de mejor desempeño

Abril



Premio de consolación a los sectores de peor desempeño

Abril



El índice colombiano voló alto en el mes de abril gracias a un excelente desempeño de Ecopetrol y del Sector Financiero, principalmente Bancolombia y Davivienda, los cuales están cercanos a sus máximos históricos. De igual forma, cabe destacar que el sector Holding mantiene el bronce, gracias a un buen desempeño de Grupo Argos en el mes. En el lado perdedor, se puede destacar la demora de las negociaciones de Avianca con United Airlines ha dejado a la aerolínea en el ultimo lugar por segundo mes consecutivo. Además, el sector constructor se mantiene como los de peor desempeño, afectado en mayor medida por Cemex Latam Holdings.

Top 5 de negociación

Ecopetrol vuelve a superar el billón de pesos

Las más negociadas (CdB)

Cifras en MM COP

	1.129.107
	472.539
	447.456
	232.179
	232.024

Las menos negociadas (CdB)

Cifras en MM COP

	1.530
	3.299
	3.615
	4.181
	13.357

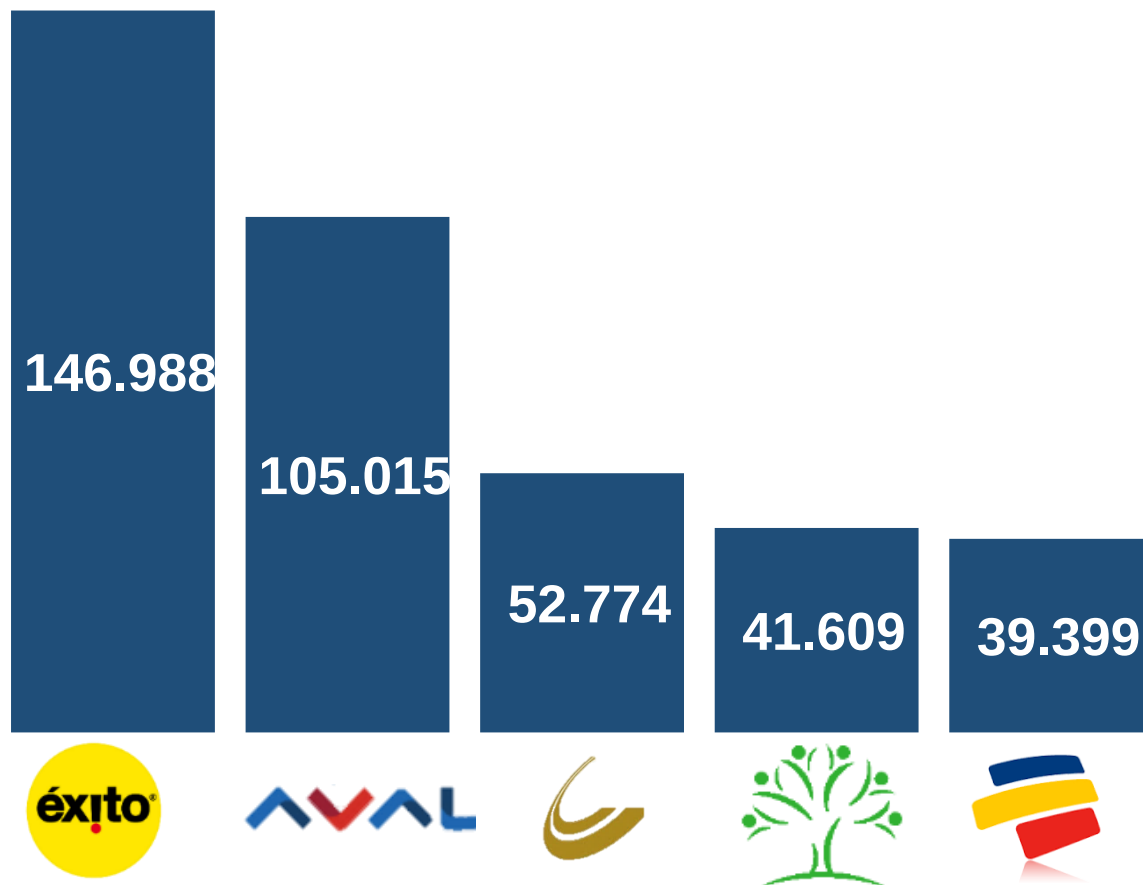
En el cuarto mes del año, Ecopetrol volvió a superar el COP 1 billón de volumen de negociación por segundo mes en el 2018, manteniendo su fuerte favoritismo en el índice y logrando el primer lugar con una participación del 14.8%. Además, Grupo Sura retoma el TOP 3 con negociación de COP 447 mil millones y Cemargos se mantiene en el TOP 5 con negociación de COP 232 mil millones. Por otro lado, las acciones de menor volumen fueron Concreto, Promigas y Grupo Aval, con montos negociados de COP 1 mil millones, COP 3 mil millones y 3,6 mil millones respectivamente.

Grupo Éxito sigue en el liderato de Saldos en Repos

Persiste el crecimiento de los volúmenes

Saldo en Repos - Abril (CdB)

Cifras en MM COP



Saldo Abril
COP 595.111 MM
(+5.9% M/M)

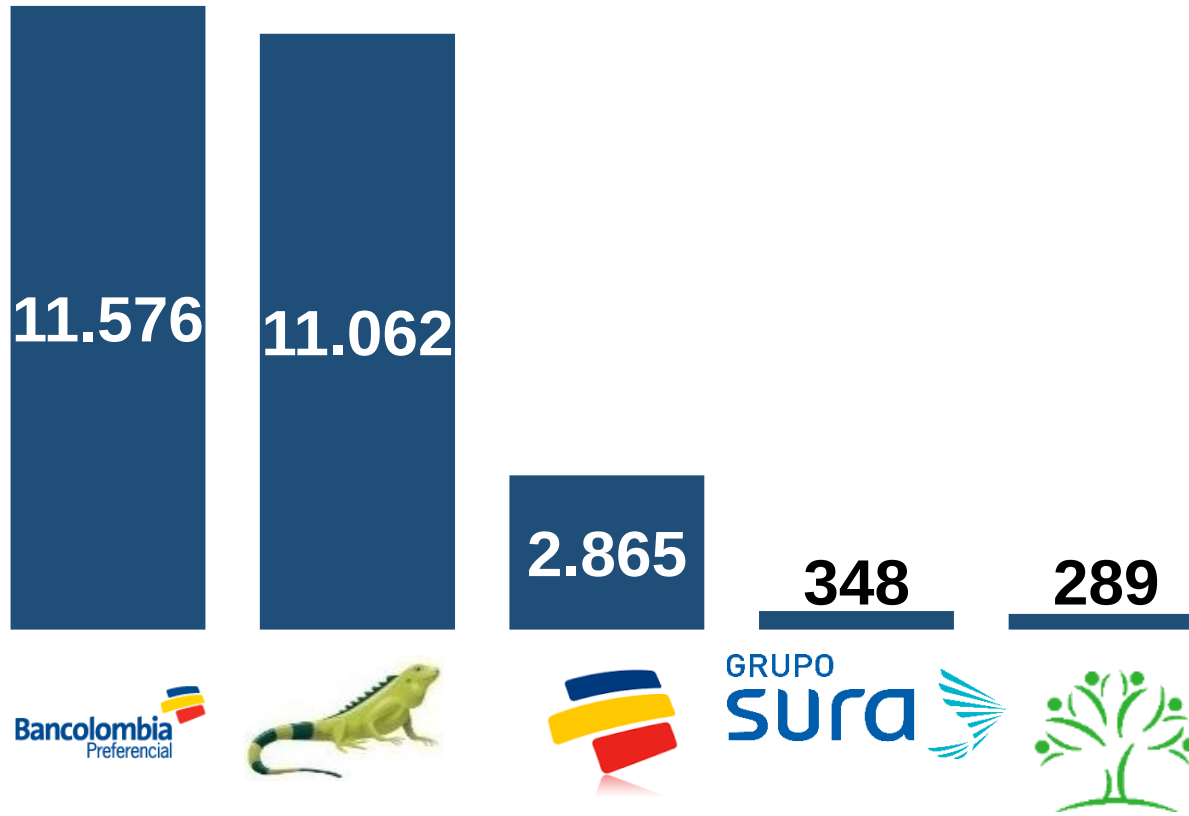
VIGILADO
SUPERINTENDENCIA FINANCIERA
DE COLOMBIA

Se desploman los volúmenes en TTVs

Preferencial Bancolombia y Ecopetrol superan a Bancolombia Ordinaria

Saldo en TTVs - Abril (CdB)

Cifras en MM COP



Saldo Abril
COP 28.201 MM
(-37.6% M/M)



Anexos

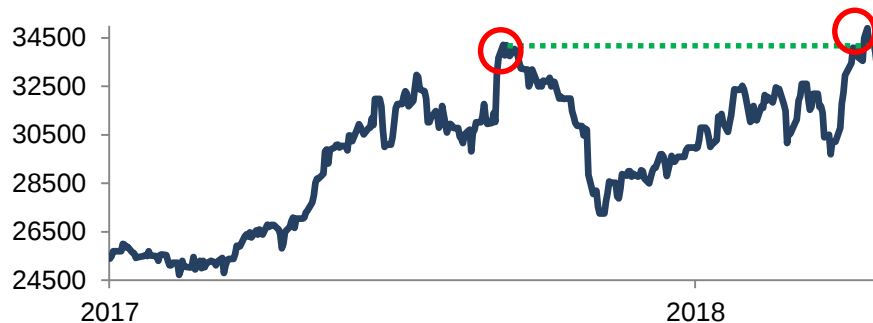
Principales Oráculos del mes

El Oráculo del Colcap

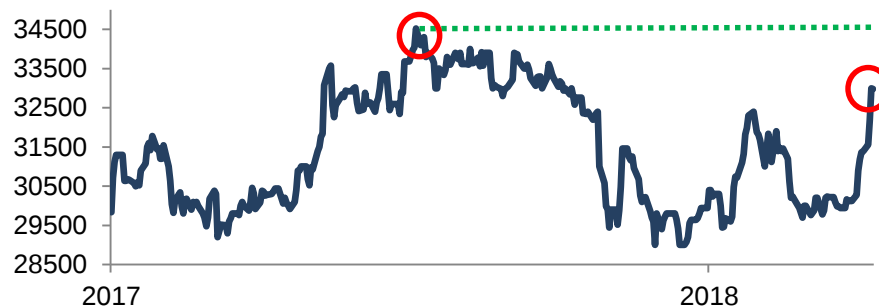
Bancos e ISA, a pocos metros de tocar el cielo

- En las últimas 10 jornadas, el índice Colcap ha presentado una valorización importante del 7,3%, recuperando el terreno perdido en los meses de febrero (-5,1%) y marzo (-1,5%) y retornando a números positivos en lo corrido del año (+2,9%), siendo la bolsa más valorizada del mundo en abril. Este buen comportamiento ha sido impulsado por las acciones del sector bancario (ambas acciones de Bancolombia y Davivienda) y por Ecopetrol, las cuales representan alrededor del 36% del índice.
- Esta fuerte valorización del mercado colombiano ha generado que algunas acciones se aproximen a sus máximos históricos. Por ejemplo, la acción de Bancolombia ordinaria está a tan solo 0,5% de su máximo, mientras que Davivienda e ISA se encuentran a una distancia de 3,6% y 5,9% respectivamente. De esta manera, **el potencial de valorización del Colcap empieza a verse limitado por parte de sus acciones líderes del rally, por lo que las acciones rezagadas deberían tomar la batuta si el índice pretende seguir con su movimiento alcista (Grupo Sura, Grupo Argos, Cemargos, Éxito y Nutresa).**

1. Bancolombia Ordinaria (CdB)



2. Davivienda (CdB)



3. ISA (CdB)



4. Colcap (CdB)



Acciones rezagadas con una gran responsabilidad en sus manos

Colcap es el índice de mayor valorización mundial en abril

- Teniendo en cuenta que las acciones que han liderado el reciente rally del Colcap se encuentran cerca a sus máximos históricos (acción ordinaria y preferencial de Bancolombia, Davivienda e ISA), **para que el índice continúe su movimiento alcista las acciones rezagadas deben despertar y jalonar la valorización** (Grupo Sura, Grupo Argos, Cemargos, Éxito y Nutresa). Sin embargo, la otra opción para que el Colcap siga alzando cabeza es que las acciones líderes rompan sus máximos históricos, a lo cual le asignamos una menor probabilidad dado que primero deben superar sus techos técnicos.
- Dada la velocidad (tan solo 2 semanas) y la magnitud del rally (+7,3%), se podría esperar un descanso en el índice colombiano entre la zona de 1.500-1.550 puntos**, donde los inversionistas podrían tomar ganancias. Sin embargo, es importante monitorear el soporte de 1.500 puntos, porque en caso de perderse dicho nivel, el índice podría mostrar una desvalorización adicional hasta los 1.420 puntos. Hay que destacar que la siguiente resistencia del Colcap se encuentra sobre los 1.600 puntos, nivel máximo que alcanzó en el pasado rally de inicio de año.
- Aunque el Colcap se ha desacoplado en las últimas jornadas frente al desempeño del resto de mercados de renta variable, siendo **la bolsa más valorizada del mundo en los últimos 10 días**, consideramos que el precio del petróleo y el dólar seguirán jugando un papel fundamental en su comportamiento, más aún teniendo en cuenta que la acción con mayor participación en el índice (Ecopetrol, según nuestras estimaciones para el rebalanceo, [ISA quiere volver a ponerse la "10" | Rebalanceo Colcap 2T2018](#)) tiene una alta correlación con el precio del commodity.
- Como lo mencionamos en el [Oráculo del Colcap I Mínimos a la carta](#), la desvalorización del índice en marzo llevó a algunas acciones a mínimos, situándolas en niveles atractivos de compra (CLH, PF Grupo Argos, PF Cemargos y PF Grupo Sura). Cabe recordar que las acciones preferenciales fueron afectadas por la propuesta del MSCI de ajustar las ponderaciones de los emisores que integran sus índices según el poder de voto de la acción. De esta manera, **aunque el mercado castigó con fuerza las acciones preferenciales, estas han mostrado un mejor desempeño que las ordinarias (tabla 5), cerrando su spread que alcanzó máximos históricos.**

5. Valorización de acciones del Colcap (CdB)

Desde el 28 de Marzo al 12 de abril del 2018

Posición en el Colcap	Acción	Valorización Últimas 9 Jornadas
4	BCOLOMBIA	13,8%
2	PFBCOLOM	13,3%
1	ECOPETROL	11,1%
19	CLH	10,2%
14	PFDAVVNDA	9,9%
12	PFGRUPOARG	7,8%
5	ISA	7,7%
Colcap		7,3%
8	PFAVAL	6,3%
22	GRUPOAVAL	5,9%
10	PFGRUPSURA	4,7%
16	CELSIA	4,5%
18	PFCEMARGOS	4,3%
3	GRUPOSURA	3,8%
7	GRUPOARGOS	3,2%
17	CORFICOLCF	3,1%
6	NUTRESA	3,0%
24	CONCONCRET	2,9%
11	CEMARGOS	2,3%
15	BOGOTA	2,0%
21	PFAVH	1,7%
25	ETB	-0,2%
23	CNEC	-0,4%
9	EEB	-0,8%
13	EXITO	-1,4%
20	PROMIGAS	-1,9%

El Oráculo de Ecopetrol

Con munición para salir de compras



• A finales de febrero, Ecopetrol dio a conocer su nivel de reservas (ver [El Oráculo de Ecopetrol | La iguana recibe nuevos barriles para sus reservas](#)), cuya vida promedio pasó de 6,8 a 7,1 años en 2017. Sin embargo, excluyendo el rubro de “Revisiones”, las reservas se reducen de 7 años en 2016 a 6,4 años en 2017. De esta manera, **el bajo nivel de reservas siguen siendo nuestra mayor preocupación**, las que junto con la declinación natural de los principales campos de Ecopetrol, constituyen un riesgo importante para la producción.

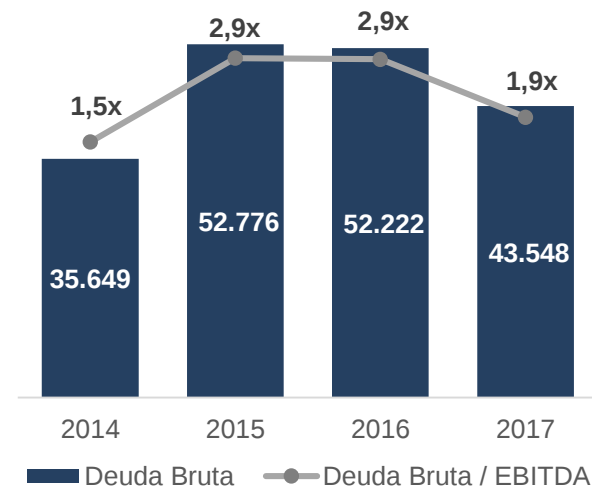
• **Consideramos que existe una necesidad importante de crecimiento en reservas por parte de la petrolera** debido a su bajo nivel frente a sus comparables (7,1 vs 13 años de los pares), sumado al deseo manifiesto de la compañía a través de su presidente de realizar una adquisición de reservas de forma inorgánica en el año 2018, la cual podría realizarse en Estados Unidos, México o Brasil.

• **Altos niveles de efectivo y la estrategia de desapalancamiento de Ecopetrol abren la puerta a una compra inorgánica de reservas:** Lo anterior es plausible en medio de unos niveles de liquidez elevados, con cerca de COP 8 billones en Caja al 2017, junto a unos bajos niveles de endeudamiento, con una Deuda Bruta / Ebitda de 1,9x al 2017 (Gráfico 1). De igual manera, destacamos que una mejora en la generación de caja de la compañía, favorecida por mayores precios del petróleo y la recuperación operacional de Reficar seguirán teniendo un impacto positivo sobre los niveles de apalancamiento.

• Teniendo en cuenta el pago anticipado realizado en abril de la totalidad del bono internacional que emitió en 2013, por USD 354 MM, el nivel de Deuda Bruta / Ebitda pasó del 1,9x del 2017 a un valor cercano a 1,8x. Tomando como base lo anterior y manteniendo el EBITDA del 2017, en la tabla 2 se plantean diversos escenarios, teniendo presente que los niveles máximos en los últimos años de Deuda Bruta / Ebitda se ubicaron entre el 2,9x – 3,0x (2015 y 2016 respectivamente). De esta manera, sumando los COP 6,9 BN en Caja (suponiendo que el pago del bono en mención se hizo con efectivo) y la capacidad de endeudamiento adicional con que cuenta la compañía, Ecopetrol **tendría entre COP 11,4 BN y COP 45,4 BN para la adquisición de reservas por vía inorgánica.**

1. Endeudamiento (CdB)

Miles de Millones COP



2. Escenarios de Endeudamiento (CdB)

Miles de Millones COP

Deuda bruta / EBITDA	Endeudamiento Adicional	Endeudamiento + caja
2.0 x	4.514	11.398
2.5 x	15.214	22.098
3.0 x	27.514	34.398
3.5 x	38.514	45.398

Segmento de Transporte, un salvavidas en caso de tormenta

Midstream, pieza clave en la generación de EBITDA



- El segmento de Midstream constituye una pieza clave en la estrategia de Ecopetrol, tanto por su capacidad para generar EBITDA como por el papel que juega para mitigar el impacto de la volatilidad en los precios del petróleo.

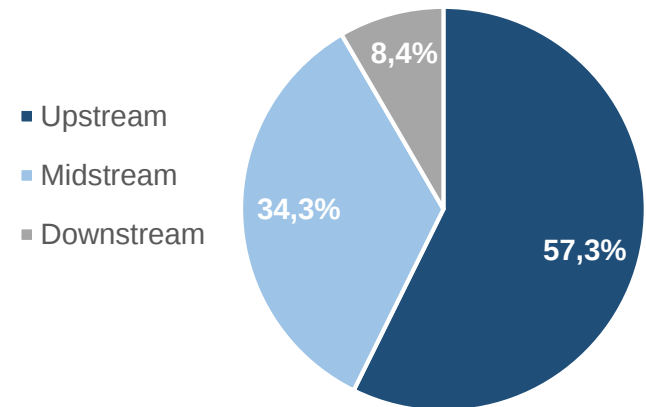
- De esta manera, destacamos la importancia del segmento de Transporte en la cadena de valor de la petrolera, el cual se caracteriza por ser un negocio con ingresos regulados y con un margen EBITDA que se ubica muy por encima de los otros 2 segmentos.

- Por otro lado, es importante resaltar los beneficios que han generado los principales proyectos del Midstream, como: 1) Disminución en los costos de dilución para el Upstream gracias al desarrollo del transporte de crudos con mayor viscosidad; 2) Mitigación del impacto del ataque a la infraestructura petrolera por medio de la reversión al sistema Bicentenario; 3) La entrada en operación de los proyectos San Fernando-Monterrey, Ocesa P135 y Pozos Colorados para ampliar la capacidad de transporte de oleoductos y poliductos; y 4) La implementación del programa de reducción de costos de mantenimiento y una estructura de costos más eficiente que ha generado una mejora gradual en los márgenes de la compañía.

- Midstream, un negocio estratégico para Ecopetrol: Aunque el Upstream es el segmento que más EBITDA aportó a Ecopetrol en el año 2017 (57,3% del total), el Midstream constituye una línea de negocio vital, generando casi COP 8 billones el año pasado (34,3% del EBITDA consolidado) y el 50% de la utilidad neta del Grupo (COP 3 billones).

- De esta manera, el segmento de Transporte juega un papel fundamental en la estrategia de la empresa, pues blinda a la compañía frente a la volatilidad en los precios del petróleo al tener unos ingresos regulados que no dependen de la variación del commodity y al ser un negocio que se caracteriza por unos márgenes de rentabilidad muy superiores al de los otros 2 segmentos (Margen EBITDA en 2017 de Midstream=74,6% vs Upstream=37% y Downstream=6,8%).

1. Participación EBITDA 2017 según segmentos (CdB)

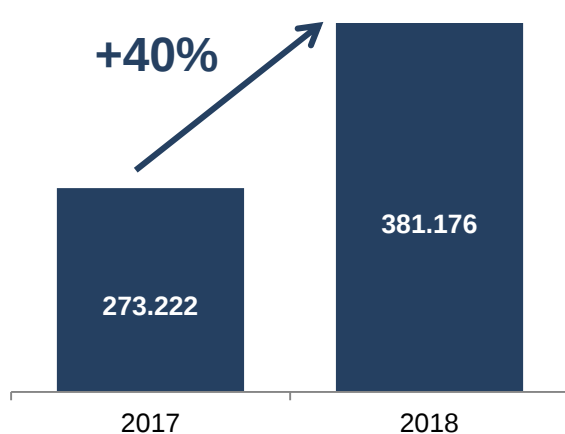


[Ver Informe completo](#)

- Luego de 2 meses de la emisión de 330 millones de acciones de Celsia, que generó un crecimiento del 45% del número total de acciones en circulación y un aumento en su participación en el índice Colcap de 1,8% a 2,4%, **se ha observado una mejora en la liquidez de la acción.**
- Posterior a la reciente emisión (19 de febrero), se evidencia un incremento del 48% en el volumen promedio diario de negociación con respecto al mismo periodo del año 2017 (de COP 1,2 a 1,8 miles de millones) y un aumento de casi 100% en el número promedio diario de acciones negociadas en comparación al 2S17. Es importante destacar que **los principales accionistas de Celsia buscaron evitar la dilución ejerciendo sus derechos de preferencia**, como fue el caso de Grupo Argos, las AFPs y más de 200 accionistas minoritarios, los cuales pretendían mantener su participación accionaria. Cabe la pena mencionar que Porvenir y Protección se encontraban muy cerca del máximo límite regulatorio (10%), por lo que se les dificultaba aumentar su participación en la compañía.
- Los principales compradores netos de la acción en los meses de febrero y marzo fueron las AFPs, las Aseguradoras y los Extranjeros con una participación de los flujos compradores del COP 15,8 miles de millones (66,6%), COP 4,8 miles de millones (20,3%) y COP 2,8 miles de millones (11,6%) respectivamente. Mientras tanto, las principales ventas netas fueron explicadas por Personas Naturales y Sector Real.

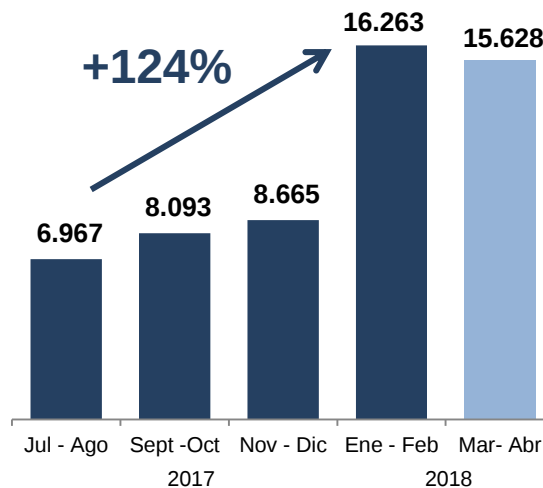
Promedio diario negociación acciones Celsia

Número de acciones negociadas entre el 19 Feb y 19 Abr



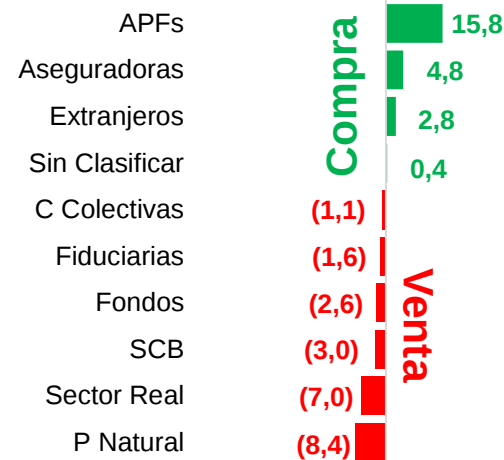
Volumen acumulado bimestral Celsia

Miles de acciones negociadas



Flujos compra/venta netos Celsia

COP miles de millones. Febrero - Marzo



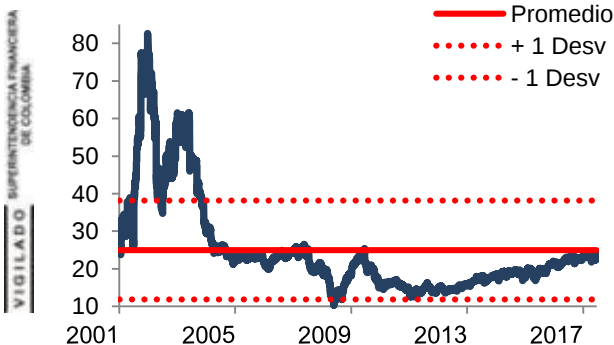
El Oráculo del S&P500

Múltiplos de Tecnológicas en máximos desde el 2008

- El índice norteamericano S&P500 ha tenido una destacable valorización en los últimos 12 meses del 10% a pesar de los recientes descensos, llegando a registrar máximos históricos de 2.872,8 puntos el 26 de enero del presente año. Esta relevante subida se vio **impulsada principalmente por los sectores de tecnología y telecomunicación, con valoraciones mayores al 30%, superando el desempeño del índice por cuarto año consecutivo**. De igual forma, este se vio favorecido por el sector tecnología, en mayor medida por NVIDIA y en el caso del sector de telecomunicación, Netflix ha liderado el vuelo con Amazon.
- A pesar de que los múltiplos de las compañías del sector tecnológico y de telecomunicaciones se encuentran muy por debajo de los observados en la burbuja.com (2001), **la fuerte valorización de las acciones ha generado que el múltiplo RPG (Relación Precio-Ganancias) se encuentre en máximos niveles en 9 años (desde la crisis financiera del 2008)**, explicado por un fuerte crecimiento de la UPA (Utilidad por acción), una expectativa positiva para el crecimiento de este indicador, la expansión de los múltiplos y una menor aversión al riesgo que ha alimentado el apetito por activos más riesgosos. Por el lado del múltiplo PVL (Precio/Valor en Libros), este se encuentra a más de 3 desviaciones del promedio histórico después de la crisis del 2008.
- Teniendo en cuenta lo anterior, a pesar de que el múltiplo RPG se encuentra en máximos en 9 años y por encima del promedio histórico (sin tener en cuenta la burbuja.com), consideramos que **estos no son niveles atípicos en el siglo actual, pues durante el periodo 2005-2009 las acciones tecnológicas y de telecomunicaciones transaron a múltiplos similares**. Es importante destacar que en el 2008 los múltiplos presentaron un retroceso importante debido al colapso del mercado accionario norteamericano con el estallido de la crisis hipotecaria, sin embargo, en el 2009 se observó una recuperación de los múltiplos a niveles similares a los actuales por una fuerte contracción en las ganancias y una valorización gradual de los mercados de renta variable en Estados Unidos. Importante tener en cuenta la frase de Jeffrey Gundlach (CEO de DoubleLine Capital), *"El endurecimiento de la regulación puede perjudicar el desempeño del sector como ha sucedido en ocasiones anteriores"*.

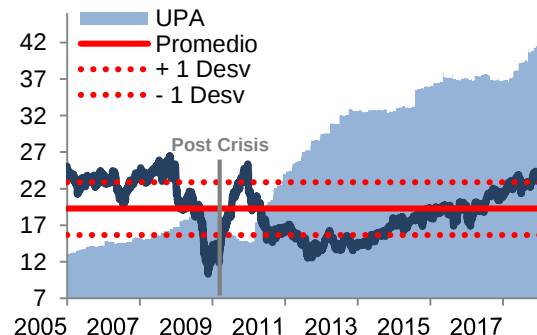
Múltiplo RPG (CdB)

Índice de tecnológicas S&P500



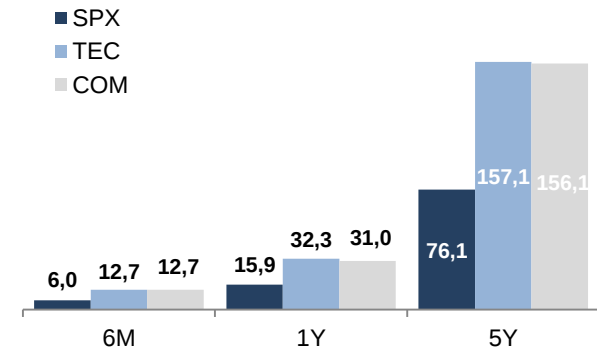
Múltiplo RPG vs UPA (CdB)

Índice de tecnológicas S&P500



Rentabilidad (CdB)

S&P500, Tecnológicas y telecomunicación



Anexos

Resultados Financieros

1T18

Margen EBITDA saca pecho

Ecopetrol | Resultados 1T18



Consideramos los resultados financieros de Ecopetrol del 1T18 como POSITIVOS.

- La compañía presentó una buena dinámica operacional, alcanzando su mayor margen EBITDA en 4 años, favorecido por: 1) Mayores precios del petróleo; 2) una estructura de costos más eficiente; 3) La mitigación del impacto de ataques a oleoductos por medio de la reversión del sistema Bicentenario; 4) Menores costos de dilución gracias al transporte de crudos de mayor viscosidad; y 5) La recuperación operacional de la Refinería de Cartagena.
- Por otro lado, aunque la producción se vio afectada por problemas de orden público en varios campos del Meta, esperamos una recuperación hacia los 715 kbeptd en los próximos trimestres. Teniendo en cuenta la fuerte valorización en el precio del petróleo y las mayores eficiencias alcanzadas por la compañía aumentamos nuestro precio objetivo a COP 3.000. Sin embargo, es importante monitorear el comportamiento del precio del crudo y el posible crecimiento inorgánico de las reservas (dada la sólida posición de caja y bajos niveles de apalancamiento) teniendo en cuenta su impacto potencial sobre el precio objetivo

Ecopetrol						
Cifras en COP miles de millones	1T18	1T17	4T17		Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	14.642	13.371	15.363	●	10%	● -5%
Costo variables	5.200	5.401	5.500	●	-4%	● -5%
Costo fijos	1.875	1.723	2.435	●	9%	● -23%
Costo de ventas	8.846	9.146	9.745	●	-3%	● -9%
Utilidad bruta	5.796	4.225	5.618	●	37%	● 3%
Gastos operativos	616	926	1.402	●	-33%	● -56%
Utilidad operacional	5.180	3.299	5.615	●	57%	● -8%
Utilidad Neta Controladora	2.615	886	3.427	●	195%	● -24%
EBITDA	7.149	5.813	5.778	●	23%	● 24%
	Margen Bruto	39,6%	31,6%	36,6%	● 799 pbs	● 302 pbs
	Margen Operacional	35,4%	24,7%	36,5%	● 1070 pbs	● -117 pbs
	Margen Neto	17,9%	6,6%	22,3%	● 1123 pbs	● -445 pbs
	Margen EBITDA	48,8%	43,5%	37,6%	● 535 pbs	● 1122 pbs

[Ver Informe completo](#)

Brasil mantiene el “Joga Bonito”

Grupo Pão de Açúcar | Resultados 1T18



Consideramos los resultados financieros de GPA como POSITIVOS.

- La filial de Grupo Éxito en Brasil continúa evidenciando un comportamiento positivo, con una dinámica operacional favorable, acompañada de mejores márgenes en medio de una reducción de 725 pbs en la tasa de referencia SELIC entre enero del 2017 y marzo del 2018, traduciéndose en una menor carga financiera.
- Sin embargo, es importante monitorear la continua reducción de precios, los cuales pasaron del 4,57% en marzo del 2017 al 2,68% en el mismo periodo del 2018, por debajo de la meta del Banco Central brasileño 4,5% (+/-1,5%). A pesar de menores precios de los alimentos GPA presentó un comportamiento positivo de las ventas netas, con variación del 7,5% A/A para el 1T18. Lo anterior estuvo jalonado por Assaí, cuyas Ventas Mismos Metros (VMM) crecieron un 9,9% A/A, excluyendo efectos calendario.
- Cabe mencionar que en el 1T18 la compañía adoptó nuevos estándares contables que impactaron el margen bruto pero no tuvo efecto en el EBITDA. Respecto al Margen EBITDA, el ajustado se ubicó en 4,8% (+30 pbs A/A) mientras que el sin ajustar llegó a 4,4% (-40 pbs A/A).

GPA						
Cifras en BRL millones	1T18	1T17	4T17	Var % A/A		Var % T/T
Ventas Netas	11.343	10.552	12.510	●	7,5%	● -9%
Utilidad Bruta	2.547	2.419	3.104	●	5,3%	● -18%
Gastos de Adm. y Ventas	1.980	1.943	2.161	●	1,9%	● -8%
EBITDA Ajustado	546	477	931	●	14,5%	● -49%
Utilidad Neta Controladora	108	77	215	●	40,3%	● -64%
Margen Bruto	22,5%	22,9%	24,8%	●	-47 pbs	● -189 pbs
Margen EBITDA	4,8%	4,5%	7,4%	●	29 pbs	● -263 pbs
Margen Neto	1,0%	0,7%	1,7%	●	22 pbs	● -77 pbs

[Ver Informe completo](#)

Volumen inicia el año con buenas noticias

Nutresa | Resultados 1T8

B



Consideramos los resultados financieros de Nutresa como **NEUTRALES**.

- La débil dinámica del consumo en Colombia sigue afectando los resultados de la compañía, donde las ventas locales continuaron presentando un moderado crecimiento, mientras el margen EBITDA permaneció estable frente al 1T17.
- Sin embargo, destacamos el buen comportamiento de los volúmenes en el mercado colombiano, los cuales no registraban una mejora desde el 3T16, jalonados en parte por un efecto base positivo debido al incremento del IVA durante el primer trimestre del año 2017, desempeño a monitorear en los próximos trimestres.
- Para el 2018 esperamos que se continúe evidenciando una recuperación gradual de los resultados, los cuales seguirán estando impulsados en mayor medida por el mercado internacional. Por otro lado, resaltamos que la cobertura de los commodities, la innovación, la mejora en la productividad y la dilución de costos fijos seguirá constituyendo una pieza fundamental en la estrategia de la compañía para mejorar sus márgenes.
- Por último, cabe mencionar que la utilidad neta se vio afectada por menores dividendos de su portafolio de inversiones.

Nutresa

Cifras en COP miles de millones	1T18	1T17	4T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos operacionales	2.104	2.042	2.304	● 3,0%	● -8,7%
Costos de ventas	1.169	1.151	1.286	● 1,6%	● -9,1%
Utilidad Bruta	936	891	1.018	● 5,0%	● -8,1%
Gastos de Venta	608	564	707	● 7,9%	● -14,0%
Utilidad Operacional	202	204	169	● -0,9%	● 19,5%
Utilidad neta	122	140	96	● -12,7%	● 27,1%
EBITDA	273	265	244	● 3,2%	● 11,9%
Margen Bruto	44,5%	43,7%	44,2%	● 84 pbs	● 30 pbs
Margen Operacional	9,6%	10,0%	7,3%	● -38 pbs	● 227 pbs
Margen Neto	5,8%	6,8%	4,2%	● -105 pbs	● 163 pbs
Margen EBITDA	13,0%	13,0%	10,6%	● 2 pbs	● 239 pbs

[Ver Informe completo](#)

Deceval fortalece a la BVC

BVC | Resultados 1T8

B



Consideramos los resultados financieros de Nutresa como NEUTRALES.

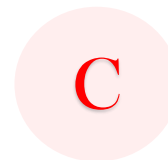
- En el 1T18 se vieron los resultados positivos de la integración con Deceval, con los ingresos proforma registrando un aumento del 3,1% A/A hasta los COP 52 mil MM, dentro de los cuales Sophos (línea de tecnología e innovación) representó el 27% y los Servicios de Emisión un 25%, fortalecido por la presencia de Deceval en el consolidado, junto a la emisión pública de acciones de Celsia, pero afectados por una reducción del 43% A/A en las emisiones de renta fija. A nivel trimestral los ingresos se redujeron 62,7% T/T.
- Cabe recordar que tras el reverse split del 30 de Abril el factor de conversión fue de 500 acciones a 1, con un nuevo precio de la acción de COP 11.260. Se debe monitorear si la reciente reducción en las tarifas cobradas será suficiente para incentivar mayores volúmenes de negociación.

BVC						
Cifras en COP millones	1T18	1T17	4T17		Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	52.091	50.535	139.733	●	3,1%	● -62,7%
Costos y Gastos	38.325	37.177	41.295	●	3,1%	● -7,2%
Utilidad Operacional	13.164	12.629	14.343	●	4,2%	● -8,2%
Utilidad Neta	10.176	8.000	90.026	●	27,2%	● -88,7%
EBITDA consolidado	16.464	15.706	18.360	●	4,8%	● -10%
Margen EBITDA	32%	31%	13%	●	53 pbs	● 1847 pbs
Margen Operativo	25%	25%	10%	●	28 pbs	● 1501 pbs
Margen Neto	20%	16%	64%	●	370 pbs	● -4489 pbs

[Ver Informe completo](#)

Un año que inicia con un fuerte invierno

Cemex Latam Holdings | Resultados 1T18



Consideramos los resultados financieros de Cemex Latam Holdings como **NEGATIVOS**.

- La débil dinámica del sector de construcción e infraestructura en Colombia y Panamá siguen afectando los resultados de la compañía, presentando una contracción importante en los volúmenes de sus 3 productos (cemento, concreto y agregados), lo cual vino acompañado por un fuerte retroceso en el margen EBITDA y un flujo de efectivo negativo.
- Destacamos que la cementera continuaría con su estrategia de “Value before Volume”, donde el incremento gradual de los precios mitigarían en parte el pobre desempeño de los volúmenes. Dado que esperamos que continúe el entorno retador en Colombia, acompañado por un débil comportamiento del sector de vivienda y edificaciones, además de un lento avance de los proyectos de infraestructura de 4G y APP, modificamos nuestra recomendación a Neutral con Precio Objetivo de COP 10.000. Es importante monitorear la evolución del proceso en Colombia y Estados Unidos relacionado con la compra del terreno en Maceo.

CEMEX LATAM							
Cifras en USD miles	1T18	1T17	4T17		Var % A/A		Var % T/T
Ventas netas	301.081	328.683	288.576	●	-8%	●	4%
Costo de ventas	176.133	178.199	161.095	●	-1%	●	9%
Utilidad Bruta	124.948	150.484	127.481	●	-17%	●	-2%
Gastos de operación	79.431	79.010	73.872	●	1%	●	8%
Utilidad operacional	45.517	71.474	(19.697)	●	-36%	●	-331%
Utilidad Neta	29.991	35.420	(33.113)	●	-15%		-
EBITDA	65.904	92.608	71.761	●	-29%	●	-8%
Margen Bruto	41,5%	45,8%	44,2%	●	-428 pbs	●	-268 pbs
Margen Operacional	15,1%	21,7%	-6,8%	●	-663 pbs		-
Margen Neto	10,0%	10,8%	-11,5%	●	-82 pbs		-
Margen EBITDA	21,9%	28,2%	24,9%	●	-629 pbs	●	-298 pbs
 Volumen de Cemento*	1.760	1.893	1.775	↓	-7%	↓	-1%
 Volumen de concreto*	670	756	712	↓	-11%	↓	-6%

* Volúmenes consolidado

[Ver Informe completo](#)

¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Cargo	Nombre	e-mail	Teléfono
Director Inversiones	Alejandro Pieschacon	alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22685
Director Investigaciones	Juan David Ballén	juan.ballen@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22622
Analista Renta Fija	Angela Pinzón	angela.pinzon@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 23626
Analista Renta Fija	Lina Tatiana Cuéllar	lina.cuellar@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22710
Gerente Renta Variable	Omar Suarez	omar.suarez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22619
Analista Acciones	Roberto Paniagua	roberto.paniagua@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22703
Practicante	Raúl Moreno	raul.moreno@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22602

Análisis y Estrategia

Dirija sus inquietudes y comentarios a:

analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co | (571) 606 21 00 | Twitter: @CasadeBolsaSCB | www.casadebolsa.com.co

Bogotá

TEL (571) 606 21 00

FAX 755 03 53

Cra 7 No 33-42, Piso 10-11

Edificio Casa de Bolsa

Medellín

TEL (574) 604 25 70

FAX 321 20 33

Cl 3 sur No 41-65, Of. 803

Edificio Banco de Occidente

Cali

TEL (572) 898 06 00

FAX 889 01 58

Cl 10 No 4-47, Piso 21

Edificio Corficolombiana



Este material no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A.