

---

# Renta Variable

## Informe Mensual

---

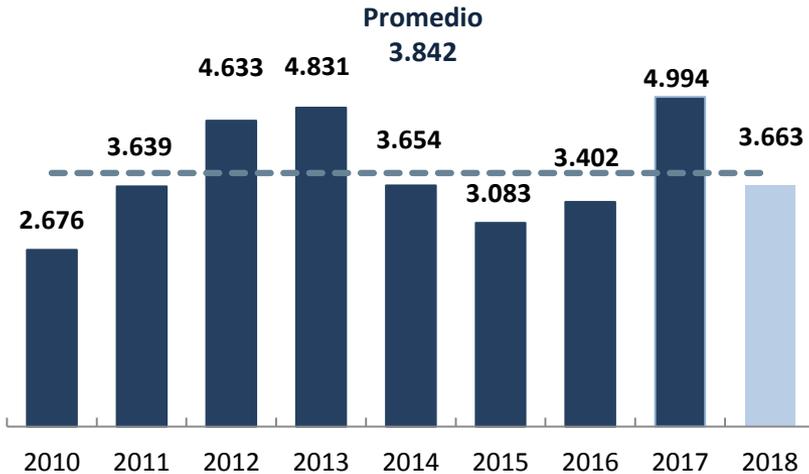
06 de junio de 2018

**CasadeBolsa**  
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

# Volumen en mayo por debajo de la media histórica aunque constituye el segundo volumen más alto del año

## Volumen histórico – Mayo (CdB)

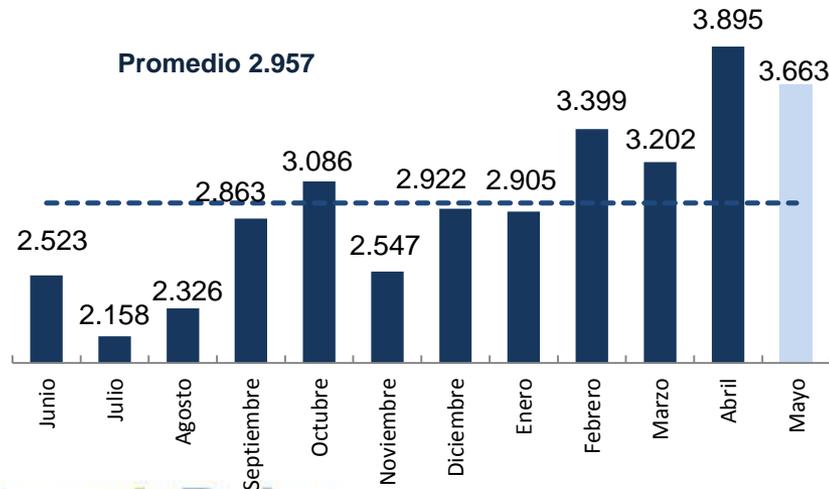
COP miles de millones



El volumen de mayo de 2018 se situó por debajo de la media histórica, decreciendo un 26.7% A/A, a pesar de ser el segundo volumen más alto del año, situándose en COP 3.663 mil millones. El volumen de negociación se podría ver favorecido por una menor incertidumbre política tras la segunda vuelta presidencial. Sin embargo, este se vería presionado por el inicio del mundial de fútbol.

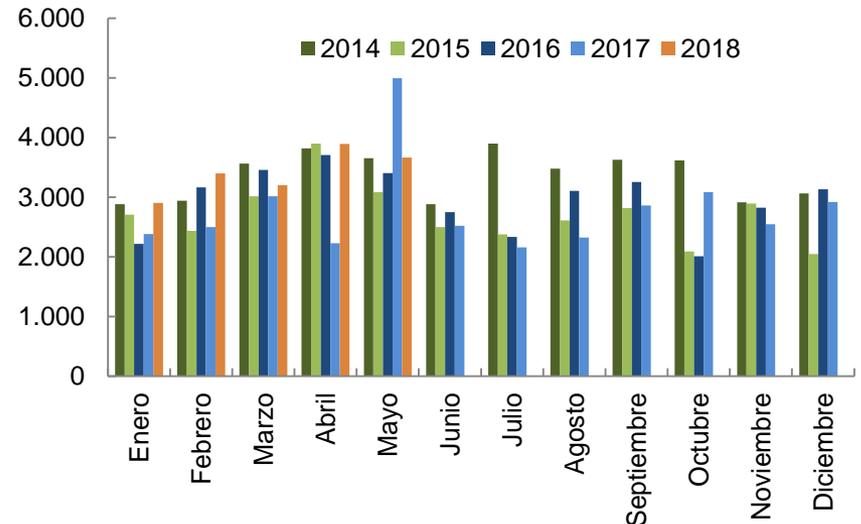
## Volumen últimos 12 meses (CdB)

COP miles de millones



## Volumen histórico (CdB)

COP mil millones



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

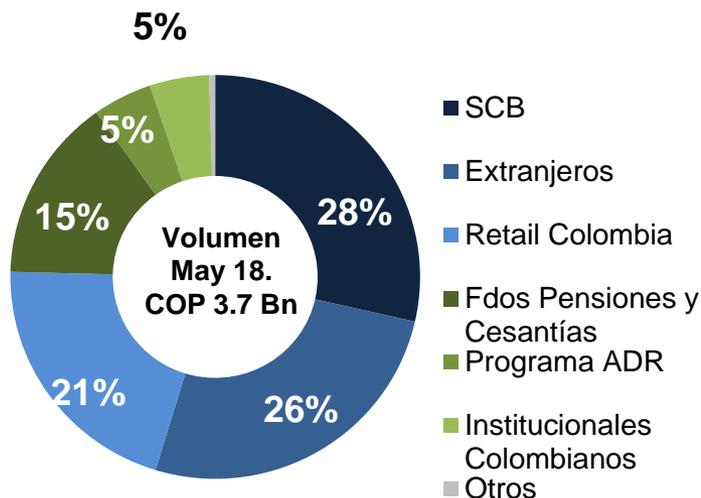
# Extranjeros hacen maletas

## La iguana mantiene los altos volúmenes previo a Rusia

### Participación Acumulada en el flujo por agentes (CdB)

### Más negociadas del mes (CdB)

COP Millones



| Participante -Mayo /18 (COP mm) | Compradores | Part. | Vendedores   | Part. | Posición Neta Mensual | Año Corrido 2018 |
|---------------------------------|-------------|-------|--------------|-------|-----------------------|------------------|
| Programa ADR                    | 448.038     | 12,2% | \$ 114.078   | 3,1%  | ↑ 333.961             | ↑ 937.502        |
| SCB                             | 1.086.184   | 29,7% | \$ 1.047.585 | 28,6% | ↑ 38.599              | ↓ (25.391)       |
| Sector Real                     | 239.318     | 6,5%  | \$ 206.495   | 5,6%  | ↑ 32.823              | ↓ (159.059)      |
| Fdos Pensiones y Cesantías      | 688.008     | 18,8% | \$ 655.354   | 17,9% | ↑ 32.653              | ↑ 31.685         |
| Otros                           | 3.926       | 0,1%  | \$ 42        | 0,0%  | ↑ 3.885               | ↑ 130.599        |
| Institucionales Colombianos     | 98.767      | 2,7%  | \$ 113.828   | 3,1%  | ↓ (15.062)            | ↓ (9.807)        |
| Personas Naturales              | 367.345     | 10,0% | \$ 440.437   | 12,0% | ↓ (73.092)            | ↓ (627.060)      |
| Extranjeros                     | 731.648     | 20,0% | \$ 1.085.415 | 29,6% | ↓ (353.767)           | ↓ (278.478)      |

Retail Colombia: Sector real y personas naturales

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

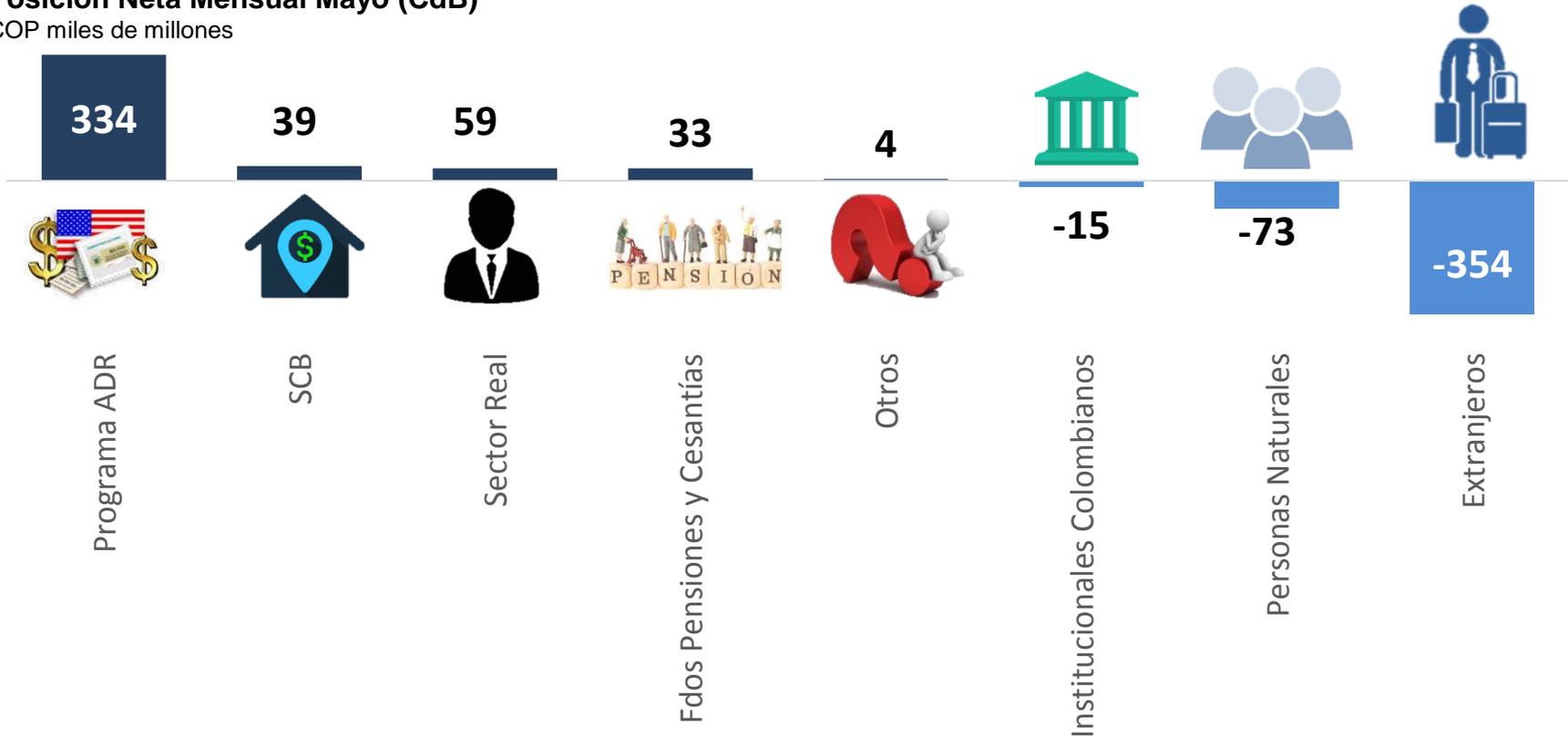
Otros: Bancos, Corporaciones Financieras y Factoring

# Mayor aversión al riesgo impulsa la salida de Extranjeros

## Programas ADR sigue en racha como el más comprador

### Posición Neta Mensual Mayo (CdB)

COP miles de millones



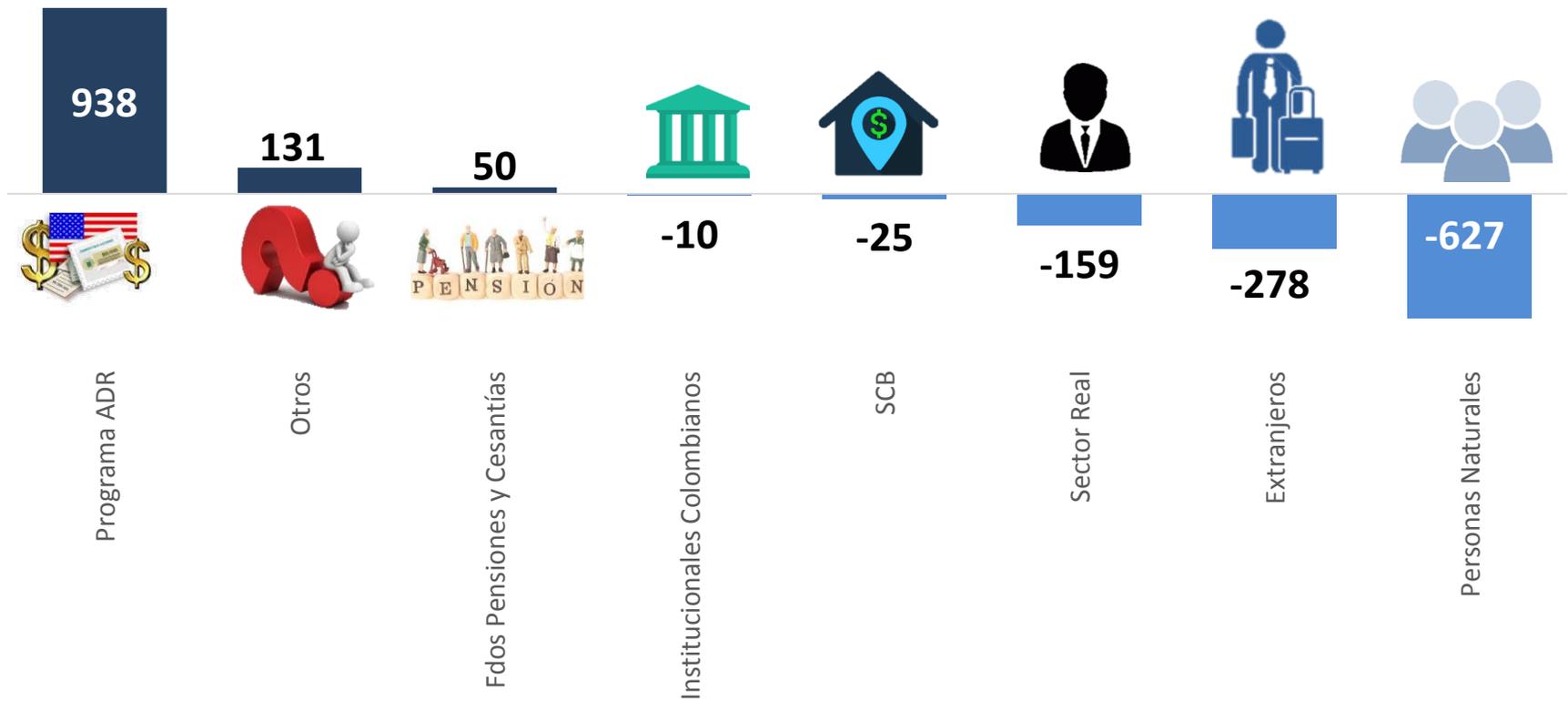
Para el mes de mayo, los Extranjeros disminuyen su participación en el país, aumentando mensualmente hasta 4 veces sus ventas netas, pasando de COP 74 mil millones a COP 354 mil millones, afectado por una mayor aversión al riesgo e incertidumbre política por las elecciones presidenciales. Por el lado comprador, los Programas ADR se mantienen en el primer lugar, aumentando un 18.9% M/M sus compras netas y consolidándose como el agente mas comprador a lo largo del 2018. De igual forma, los Fondos de Pensiones se mantienen en el lado comprador aunque redujeron sus compras netas notales un 78% M/M.

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

# Extranjeros pasan al segundo lugar en ventas netas en año corrido

## Programas ADR hacen de contraparte de más del 80% del mercado

**Posición Neta Año Corrido 2018 (CdB)**  
COP miles de millones



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

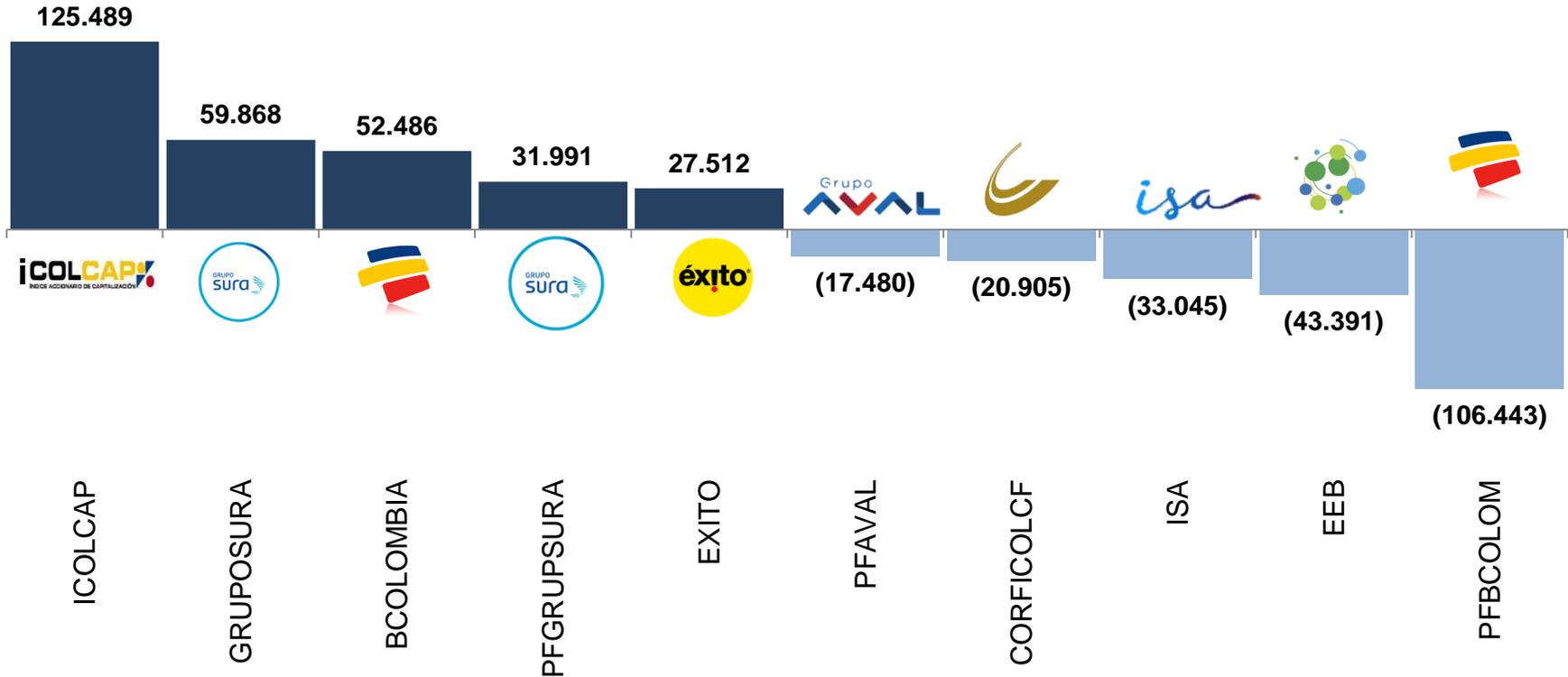
*Institucionales: Carteras Colectivas, Fondos, Compañías de Seguros, Fiduciarias, Sociedades de inversión y Cooperativas*  
*Otros: Bancos, Corporaciones Financieras y Factoring*

# Protagonismo de las AFPs en la creación de unidades del iColcap

## Fondos de Pensiones cambian de opinión en Bancolombia

### Mayores compras-ventas netas de AFPs en Mayo (CdB)

COP millones



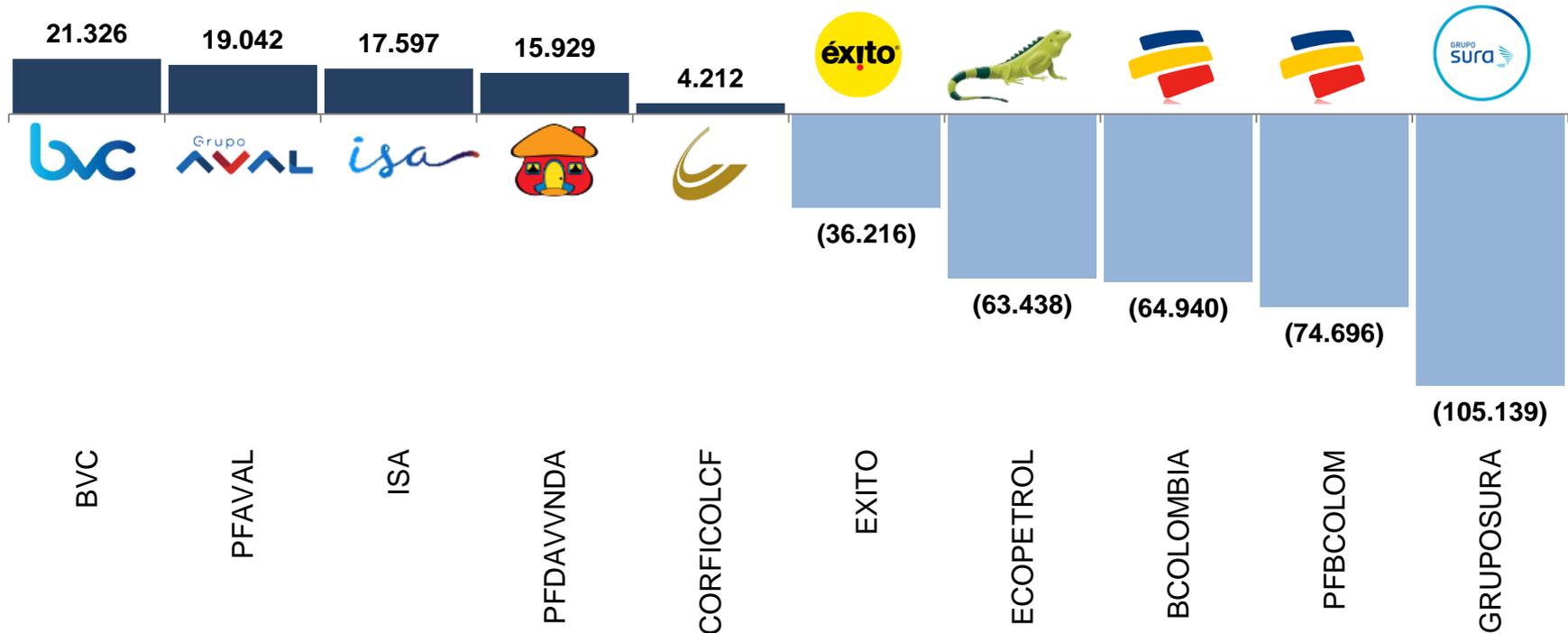
En el quinto mes del año, las AFPs fueron protagonistas con el 90% de las compras totales del ETF iColcap, equivalentes a COP 125 mil millones, un 77% superior a lo registrado en abril de 2018. De igual forma, mantienen su favoritismo por Grupo Sura, registrando compras netas de COP 60 mil millones por la acción ordinaria (equivalentes al 56% de las compras netas totales) y COP 32 mil millones por la acción preferencial (equivalentes al 83% de las compras netas totales). Asimismo, las AFPs invierten de posición en Bancolombia, donde la tendencia era compra en PF Bancolombia y venta en Bancolombia ordinaria. Sin embargo, en mayo cambiaron de posición, registrando compras netas en Bancolombia Ordinaria de COP 52 mil millones y ventas netas en PF Bancolombia de COP 106 mil millones siendo la principal venta.

# Extranjeros lideran ventas de las principales acciones del Colcap

## Reversal Split retoma la confianza en la BVC

### Mayores compras-ventas netas de Extranjeros en Mayo (CdB)

COP millones



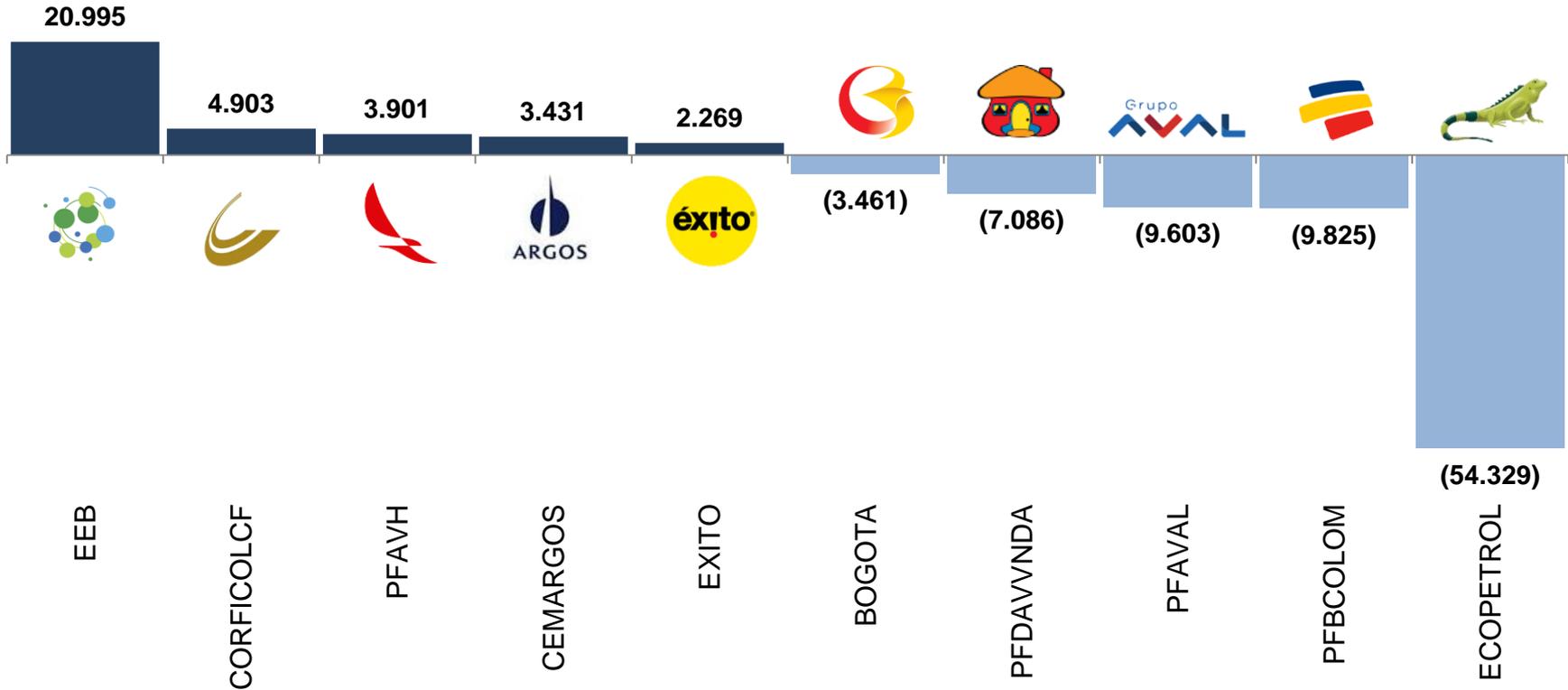
**Extranjeros son los campeones en ventas netas en el mes de mayo, siendo capitanes del 80% de las ventas netas totales**, donde se destacan importantes ventas netas de Grupo Sura, Bancolombia, tanto ordinaria como Preferencial y Ecopetrol. En cuanto a Grupo Sura, fueron interpretes del 99% de las ventas netas totales de la compañía, equivalentes a COP 105 mil millones. De igual forma, en Bancolombia Ordinaria tuvieron ventas netas de COP 65 mil millones, equivalentes al 96% de las ventas netas totales y en Bancolombia Preferencial movieron el 35% del total de las ventas netas equivalentes a COP 75 mil millones. Por el lado de la iguana, los Extranjeros vendieron el 45% de las ventas netas totales por un monto de COP 36 mil millones. En el lado comprador, posterior al reversal split de la BVC, los Extranjeros fueron protagonistas del 100% de las compras netas totales por un monto de COP 21 mil millones.

# Sigue la venta de Ecopetrol por parte de Personas Naturales

## GEB y Corficolombiana aumentan favoritismo

### Mayores compras-ventas netas de Personas Naturales en Mayo (CdB)

COP millones



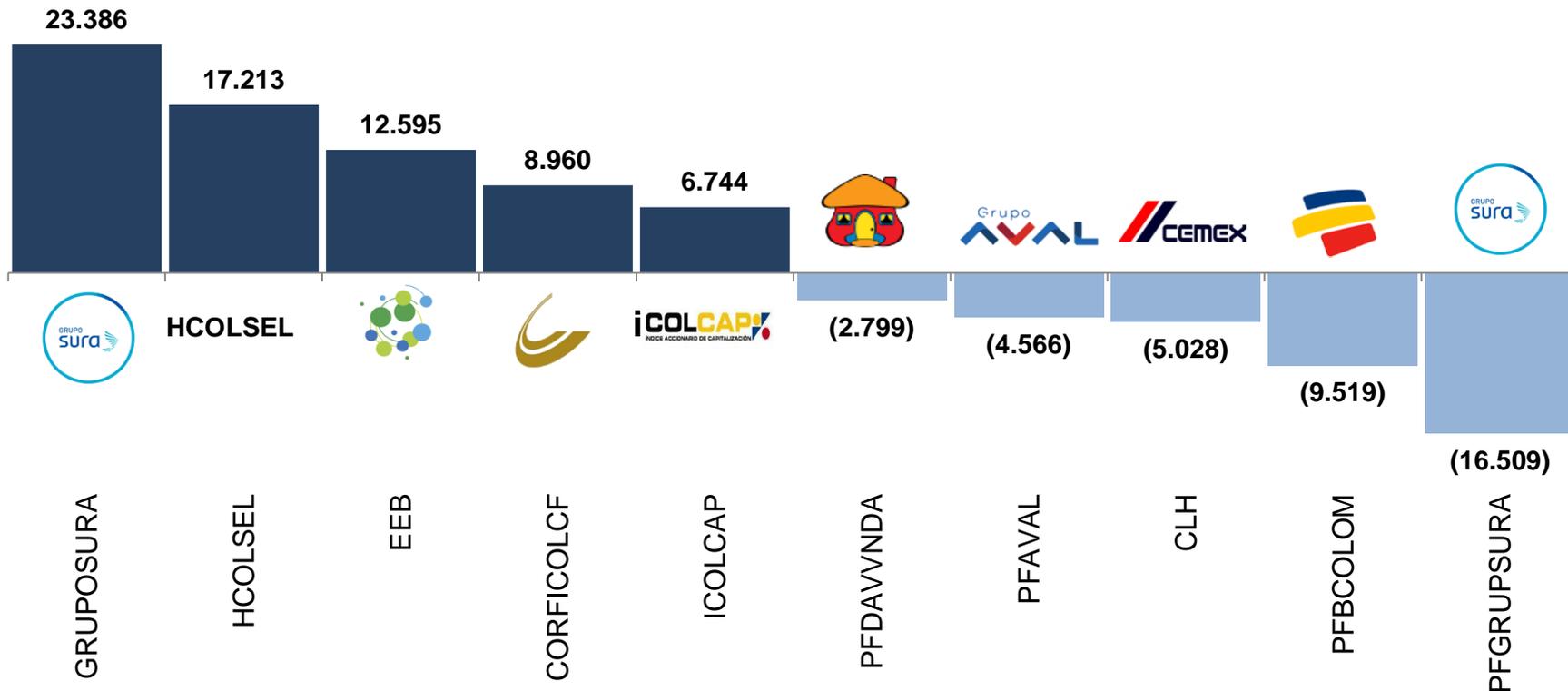
En mayo las Personas Naturales aumentaron sus compras en GEB previo a la segunda etapa de la democratización, por compras netas totales de COP 21 mil millones, equivalentes al 45% de las compras netas totales de la compañía. A su vez, mantienen compras netas en Corficolombiana, Avianca, Cemargos y Grupo Éxito, aunque en menor proporción a las registradas en abril de 2018. Por el lado vendedor, Ecopetrol y PFBancolombiana fueron las principales ventas netas, por montos de COP 54 mil millones (38% de las ventas netas totales) y COP 10 mil millones (5% de las ventas netas totales) respectivamente.

# Preferenciales pierden puntos en el Sector Real

## Persiste el favoritismo por Grupo Sura

### Mayores compras-ventas netas del Sector Real en Mayo (CdB)

COP millones



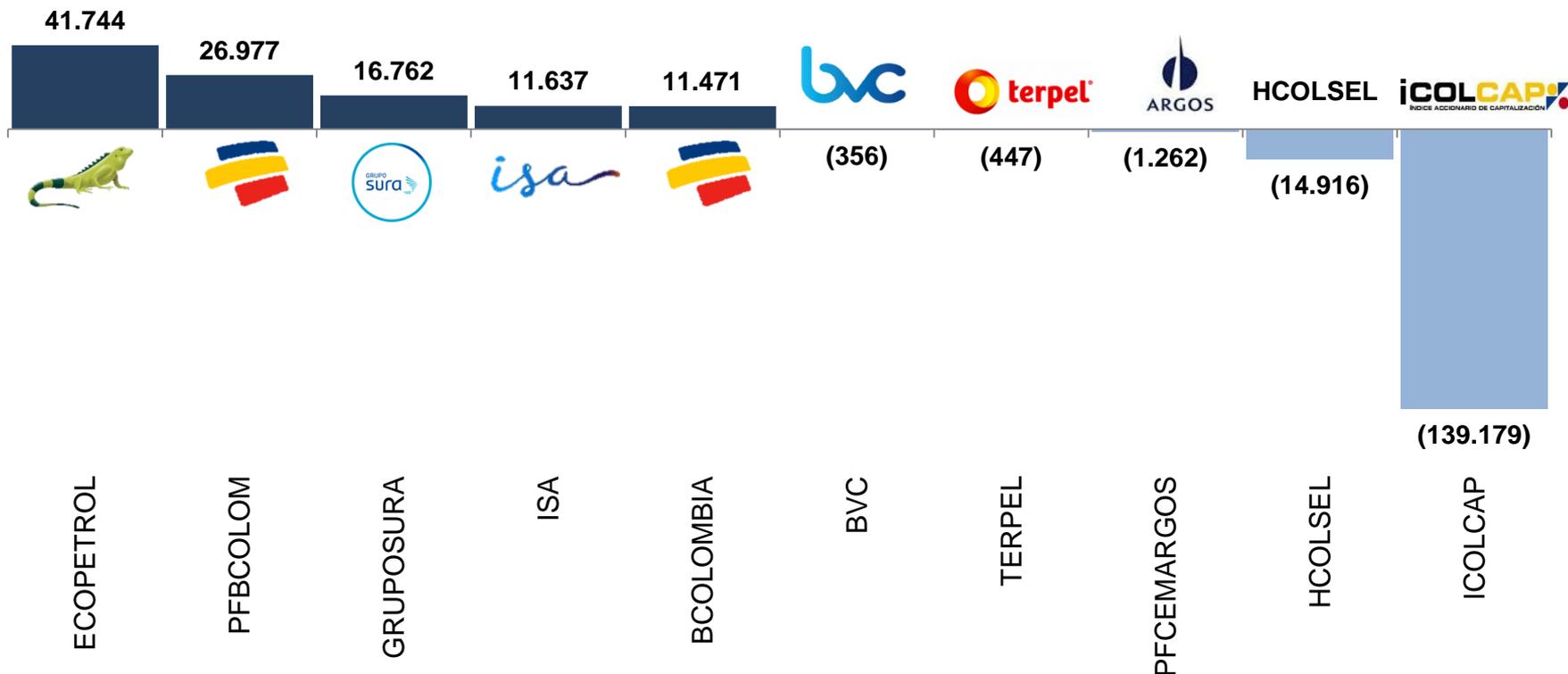
En el mes de mayo, el Sector Real fue un leve comprador neto con un monto de COP 59 mil millones, donde Grupo Sura y el ETF HCOLSEL fueron las principales compras netas, por montos de COP 23 mil millones (22% de las compras netas totales) y por COP 17 mil millones respectivamente. Por el otro lado de la moneda, el Sector Real disminuye su exposición en las acciones preferenciales, donde tuvieron ventas netas totales de COP 23 mil millones en Preferencial Sura, COP 10 mil millones en Preferencial Bancolombia y COP 5 mil millones en preferencial Aval.

# ETFs lideran los flujos de las SCB

## Se van de compras en las acciones con mayor ponderación en el Colcap

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

COP millones



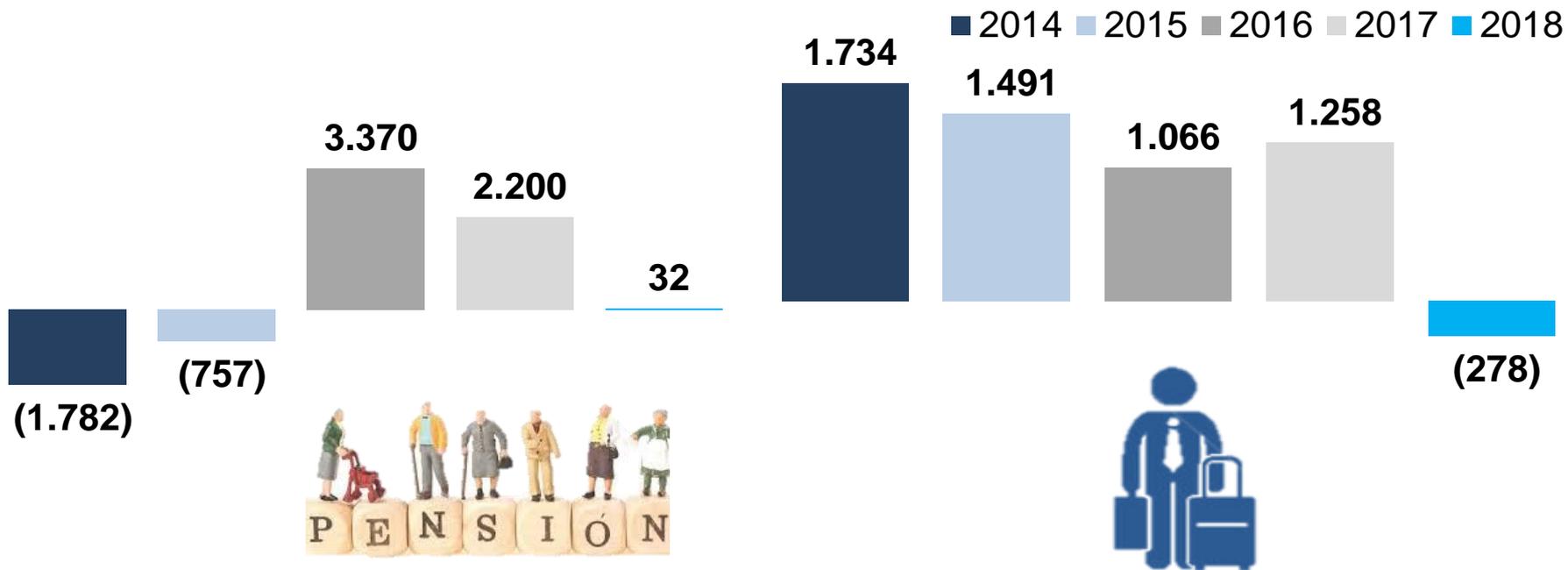
En mayo las SCB tuvieron compras netas en las principales acciones del índice Colcap, donde se destaca principalmente Ecopetrol y PFBancolombia por montos equivalentes de COP 42 mil millones y COP 27 mil millones respectivamente. De igual forma, se mantienen por segundo mes consecutivo como vendedores netos en lo corrido del año a pesar que fueron compradores netos en el mes. En el lado vendedor, fueron contrapartes de los ETF iColcap y HCOLSEL por montos de COP 139 mil millones y COP 15 mil millones respectivamente.

# Extranjeros experimentan terrenos bajo cero

## AFPs se mantienen en el lado comprador en 2018

### Posición Neta Histórica, AFPs y Extranjeros (CdB)

COP miles de millones

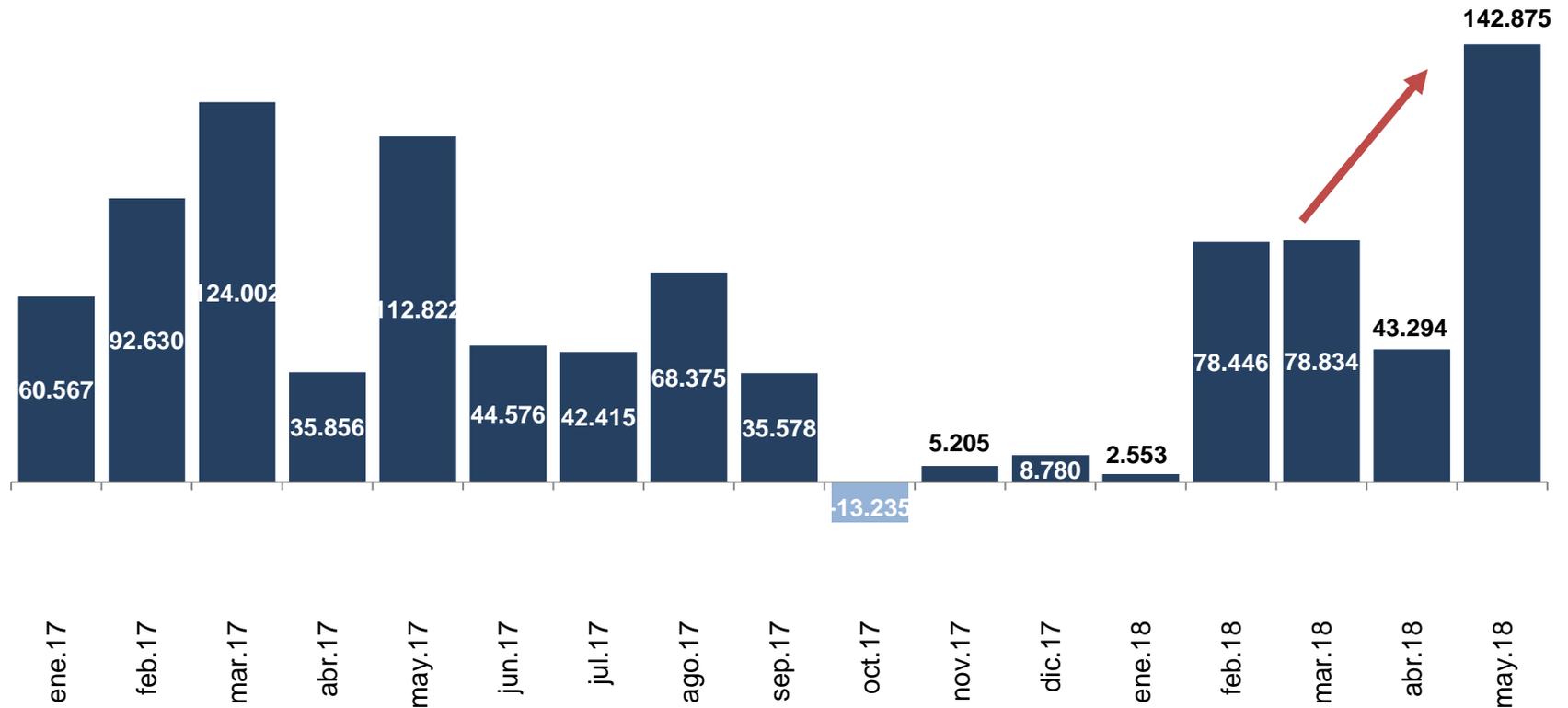


# iColcap, a toda maquina

## Siendo la mayor creación de unidades en 2 años

### Creación / destrucción unidades iColcap (CdB)

COP millones

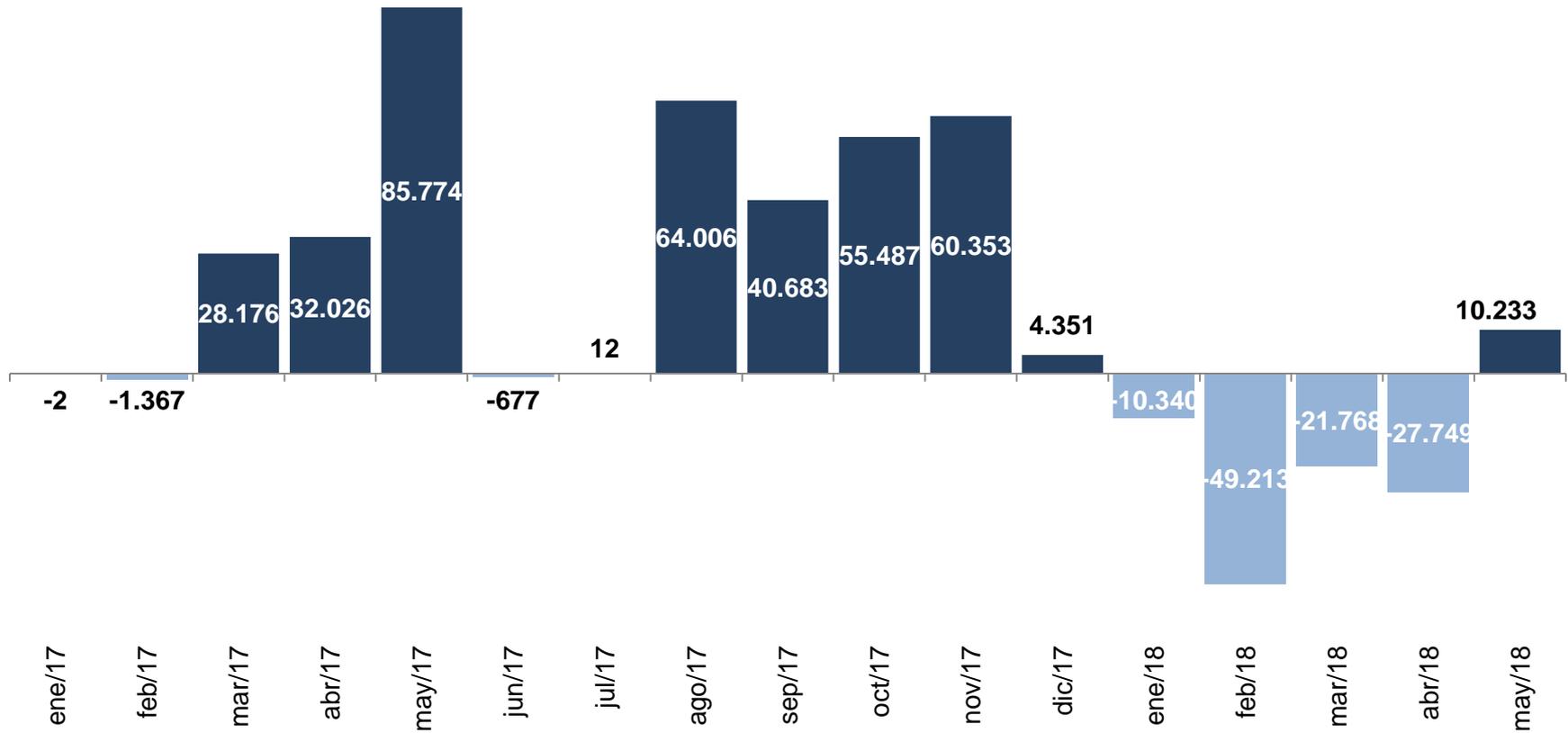


# Vuelve la creación de unidades del Hcolsel

## Marcando la diferencia en lo corrido del 2018

### Creación / destrucción unidades Hcolsel (CdB)

COP millones

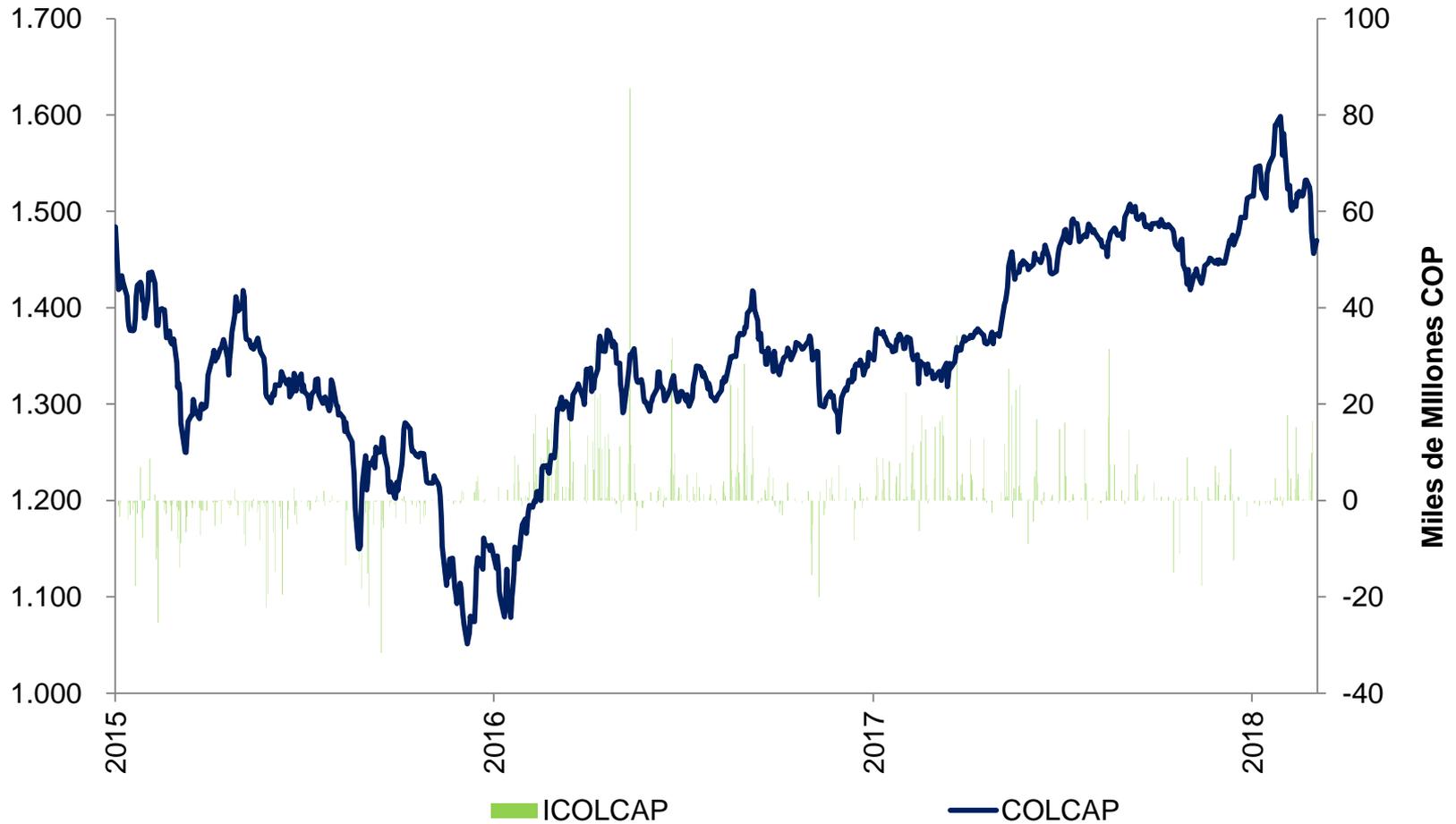


VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# Creación de unidades soportan al Colcap

## Registrando una leve caída a pesar de la coyuntura

Comportamiento COLCAP vs Creación / Destrucción de unidades (CdB)



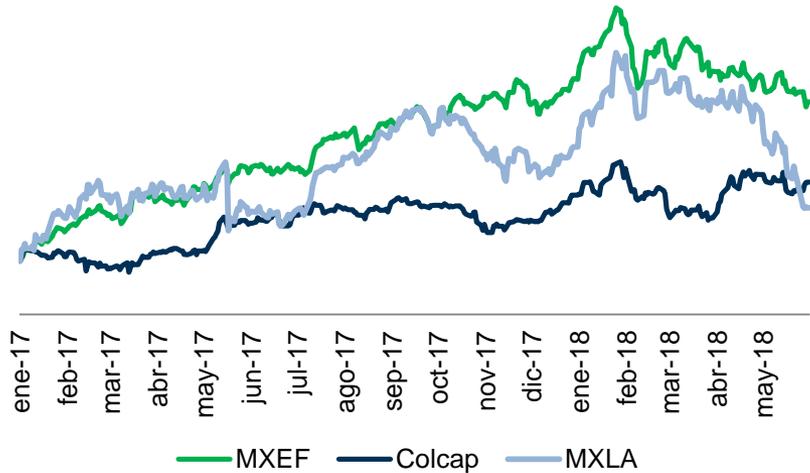
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# Petróleo se convierte en el salvavidas del Colcap

## Argentina pierde el cuarto lugar a mano de los cafeteros

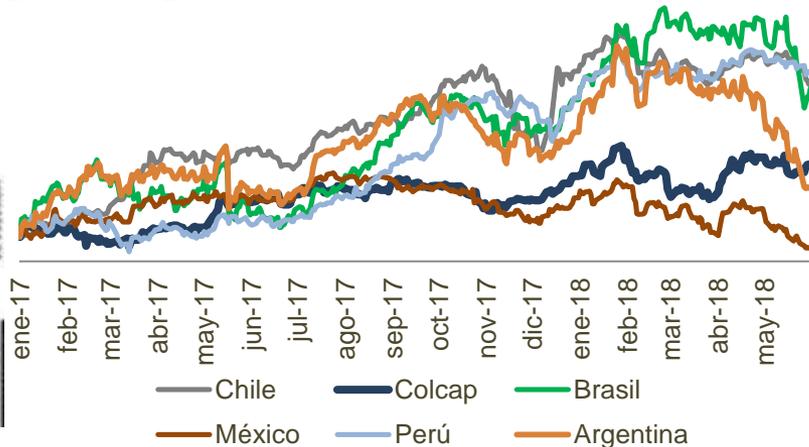
### Comportamiento emergentes vs. Colcap (CdB)

Base 100 YTD



### Desempeño mercados Latinoamericanos (CdB)

Base 100 YTD



### ¿Qué movió el mercado?

Colombia: 

- Los candidatos Ivan Duque y Gustavo Petro pasaron a segunda vuelta presidencial, las elecciones se llevarán a cabo el 17 de junio.
- Hidroituango se declaró en estado de emergencia.
- El gobierno anuncia la venta de Coltel en la Bolsa de Valores.

EE.UU: 

- **Tesoros:** Tesoros americanos tocan el nivel de 3.1%, reflejando mayores incrementos en la tasa de referencia.
- **PIB:** Estados Unidos decide salir del acuerdo con Irán.
- **NAFTA:** Aumenta la tensión luego de las medidas arancelarias sobre el acero y aluminio.

Latinoamérica:   

- **Argentina:** Fuerte salida de capitales, requiriendo ayuda al FMI.
- **México:** Imposición de aranceles por parte de Donald Trump. Lopez Obrador sigue liderando en las encuestas.
- **Brasil:** Fuertes protestas por parte de sindicato petrolero y paro camionero por medidas de Petrobras.

Petróleo: 

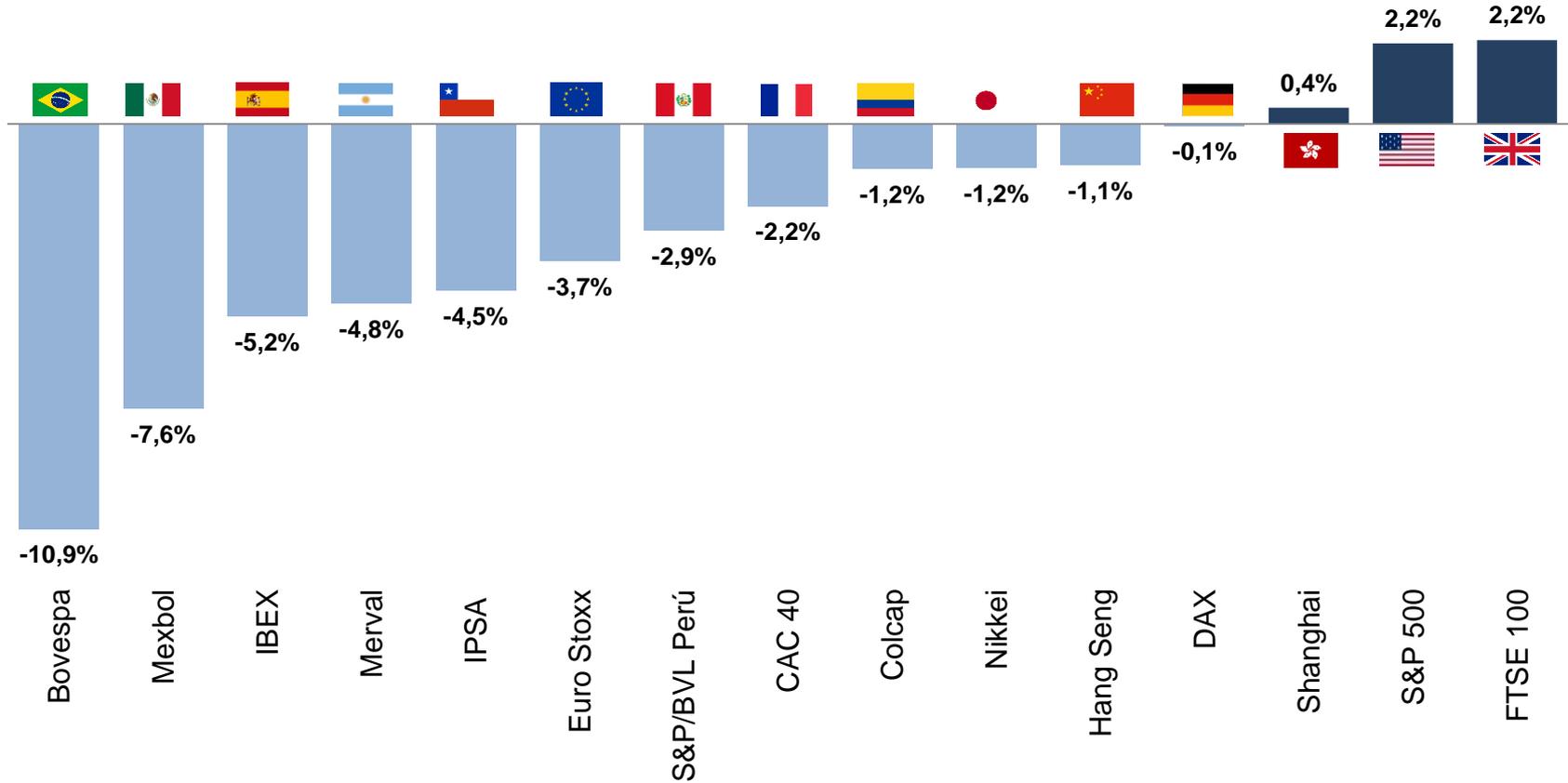
- **Iran:** Estados Unidos decide imponer sanciones a Irán donde suspende todo tipo de acuerdos comerciales con el país asiático.
- **Opep:** Mirada puesta en la posible decisión de la OPEP de aumentar la producción en Junio.
- **Estados Unidos:** Producción de crudo continúa en una sostenida tendencia alcista.

# Ingleses y Americanos muestran su resistencia en Mayo

## Medidas de Petrobras impactan a los cariocas

### Comportamiento mensual de los mercados (CdB)

Mayo



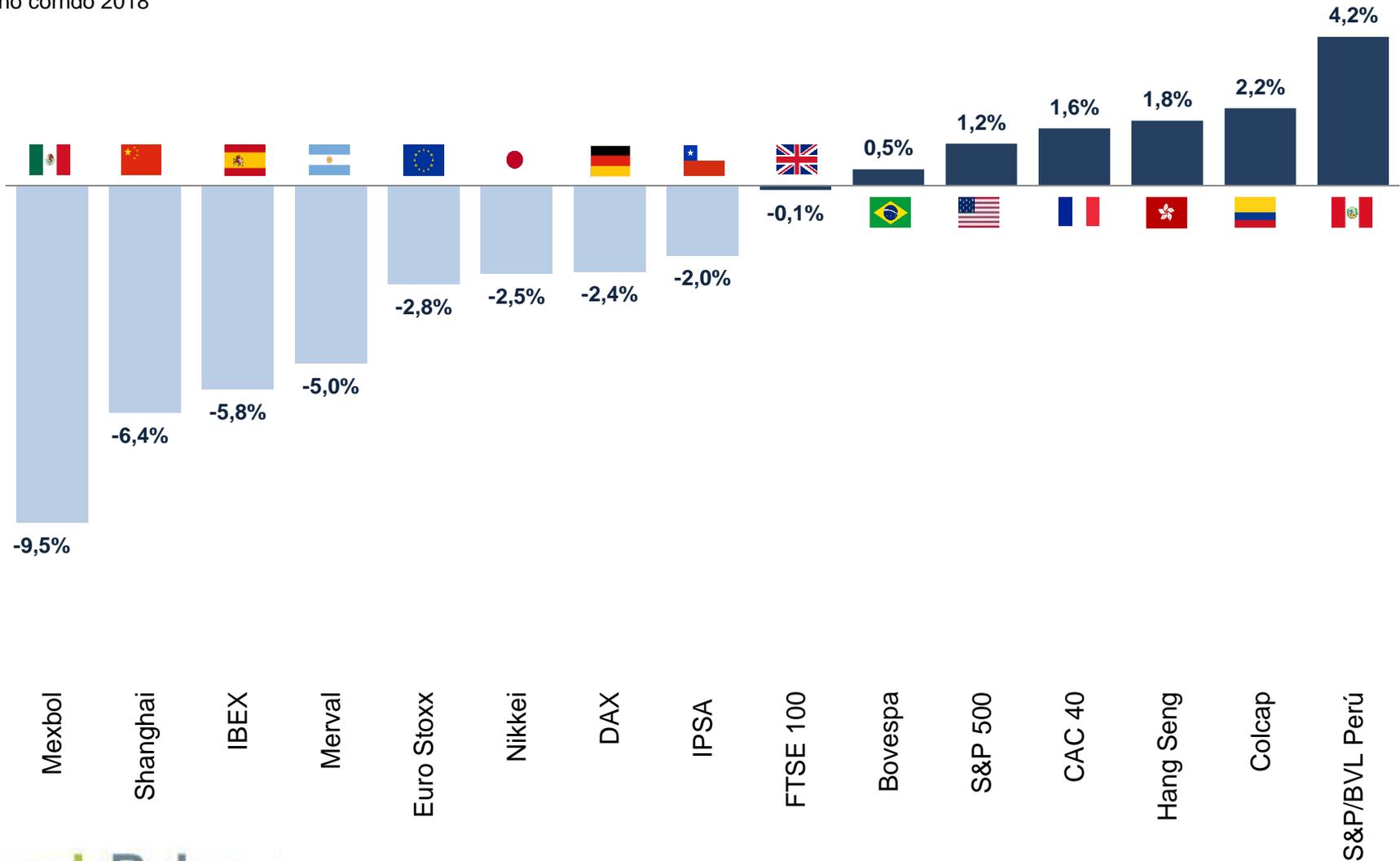
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# Colcap llega al segundo lugar previo al mundial en lo corrido del año

## Elecciones y NAFTA dejan a los mexicanos como los de peor desempeño

### Comportamiento mensual de los mercados (CdB)

Año corrido 2018



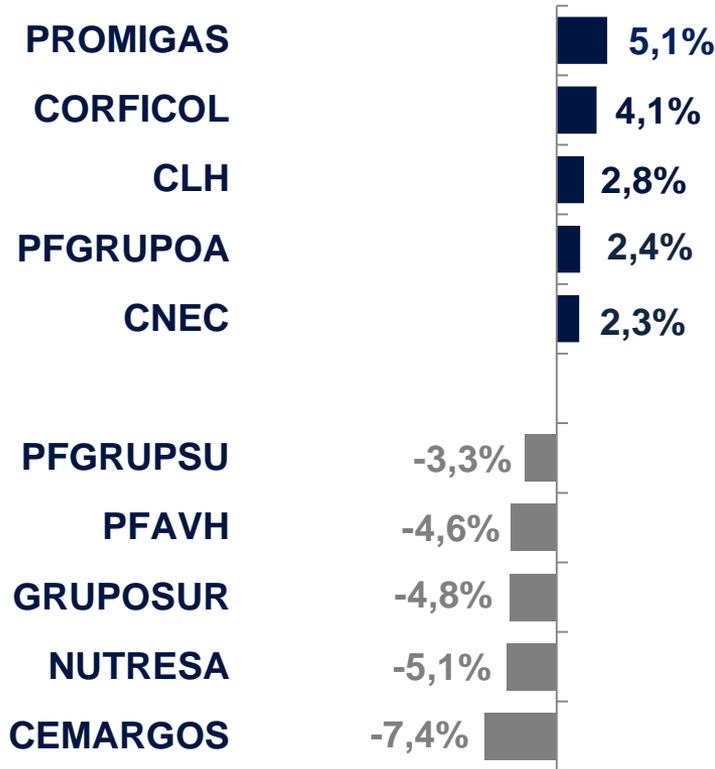
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# El Renacer de los caídos

## Acciones con fuertes desvalorizaciones muestran una recuperación

Comportamiento mercado local (CdB)

Mayo

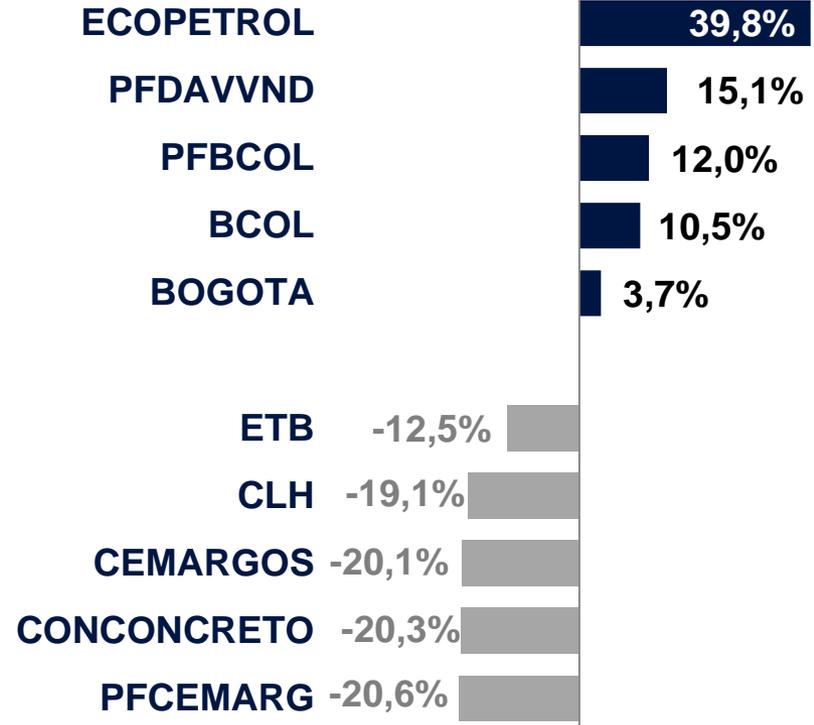


Comportamiento mercado local (CdB)

Año corrido

+ VALORIZADAS

+ DESVALORIZADAS



Luego de continuas jornadas de desvalorizaciones de Corficolombiana, Cemex Latam Holdings y Grupo Argos, para el mes de mayo las acciones muestran una recuperación luego del fuerte comportamiento bajista, haciendo la diferencia a las demás acciones del índice colombiano. Por otro lado, Cemargos continúa su bajo desempeño, afectado por débiles resultados financieros como lo mencionamos en el informe [Entrega de Notas Cemargos 1T18 | Colombia de último en la fila](#), aunque estimamos que empiece a recuperarse levemente en el 2S18. A su vez, Ecopetrol en lo corrido del año ha sido la de mejor desempeño, impulsado por altos niveles del crudo. Como lo mencionamos en el informe [Entrega de Notas Ecopetrol 1T18 | Margen EBITDA saca pecho](#), el buen manejo operacional de la petrolera ha favorecido al margen EBITDA, registrando máximos en 4 años.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

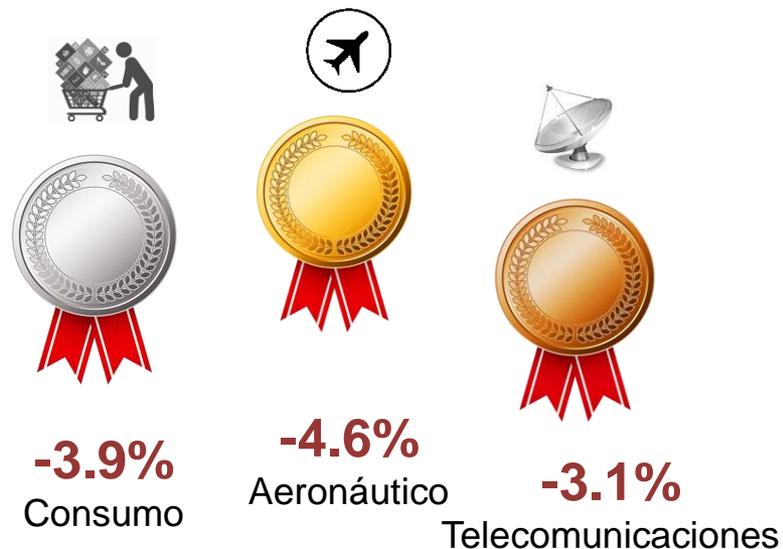
# Ecopetrol suma su tercera champions consecutiva

## Sector aeronáutico, el de peor desempeño por segundo mes

El premio a los sectores de mejor desempeño  
Mayo



Premio de consolación a los sectores de peor desempeño  
Mayo



Los niveles del crudo y el buen manejo operacional de Ecopetrol en cada uno de sus segmentos ( [Entrega de Notas Segmentos Ecopetrol 1T18 | Upstream y Midstream toman la delantera](#)), consolidan el liderato en lo corrido del año de los petroleros y registran una resistencia al débil desempeño en general del índice colombiano. Por otro lado, Avianca deja al Sector Aeronáutico por segundo mes consecutivo como el de peor desempeño.

# Top 5 de negociación

## iColcap da la sorpresa en el TOP 5

### Las más negociadas (CdB)

Cifras en MM COP

|   |           |
|---|-----------|
|  | 1.101.933 |
|  | 750.616   |
|  | 288.662   |
|  | 262.883   |
|  | 232.024   |

### Las menos negociadas (CdB)

Cifras en MM COP

|   |        |
|---|--------|
|  | 1.731  |
|  | 2.245  |
|  | 3.976  |
|  | 4.396  |
|  | 10.321 |

En mayo Ecopetrol logra por tercer mes consecutivo superar el billón de pesos de volumen negociado, aunque fueron inferiores un 2,5% a lo registrado en abril. De igual forma, Preferencial Bancolombia tuvo un incremento del 59% al volumen registrado en abril, pasando de COP 473 mil millones a COP 751 mil millones. Asimismo, el ETF iColcap se suma al TOP 5, con un monto total negociado de COP 232 mil millones, gracias a la alta creación de unidades a cabeza de los Fondos de Pensiones.

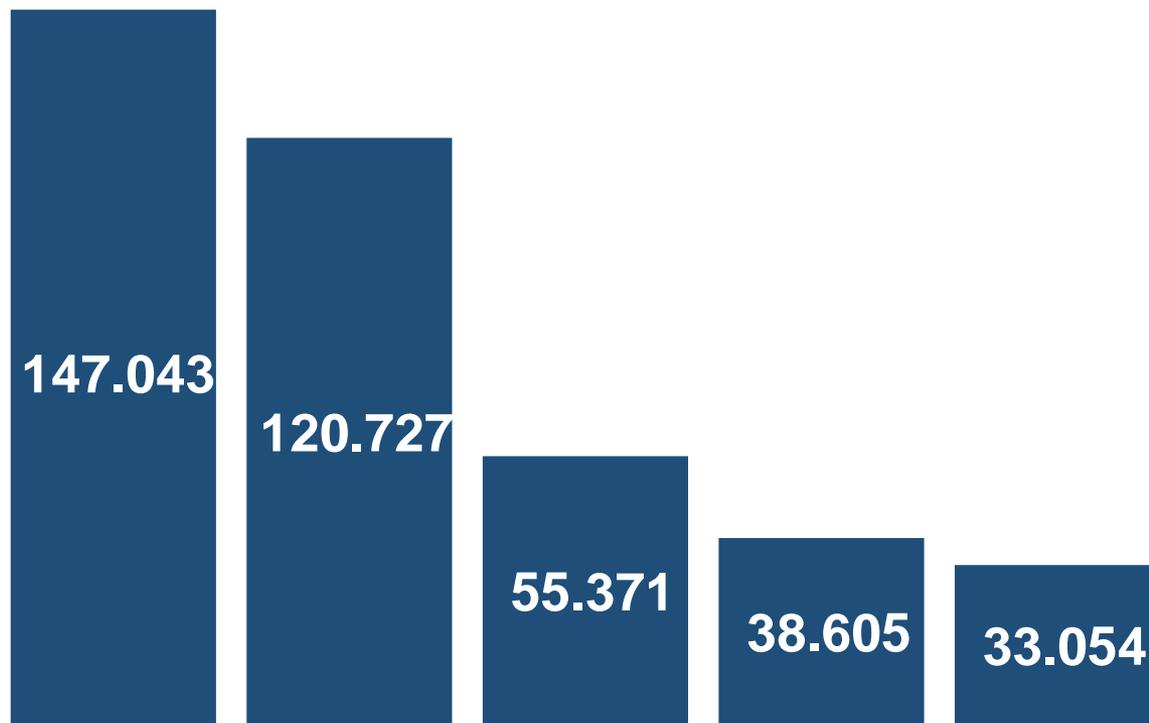
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# Grupo Éxito sigue en el liderato de Saldos en Repos

## Volúmenes muestran una leve caída

### Saldo en Repos - Mayo (CdB)

Cifras en MM COP



Saldo Mayo  
**COP 571.189 MM**  
(-4.0% M/M)



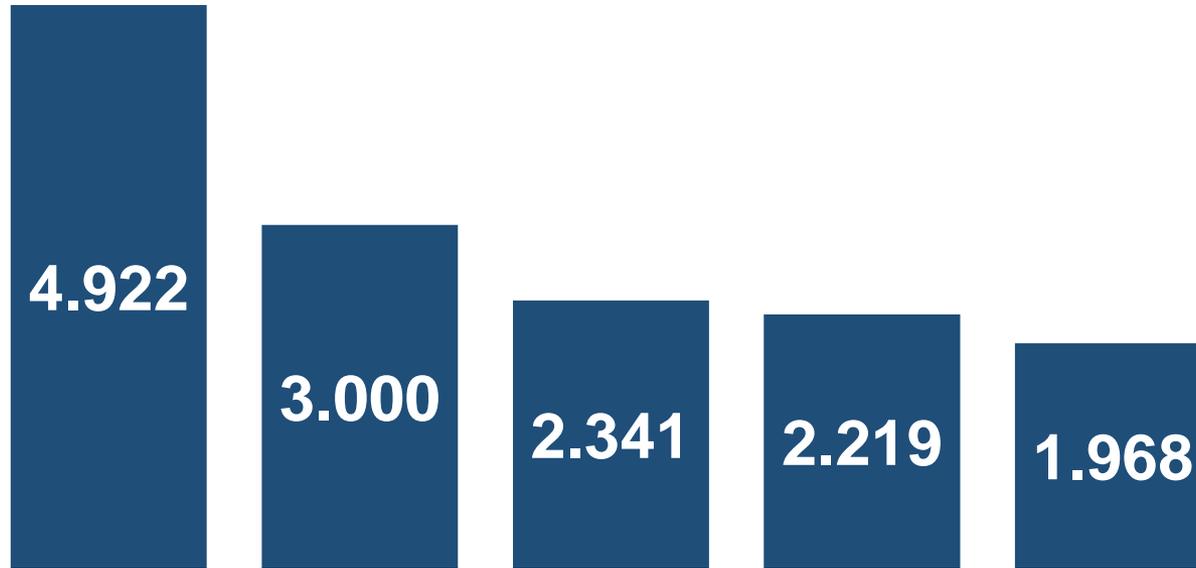
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# Continúa la caída de volúmenes en TTVs

## Grupo Argos vuelve al TOP 5

Saldo en TTVs - Mayo (CdB)

Cifras en MM COP



Saldo Mayo  
**COP 19.383 MM**  
(-31.3% M/M)

**Bancolombia**  
Preferencial



Grupo  
**AVAL**

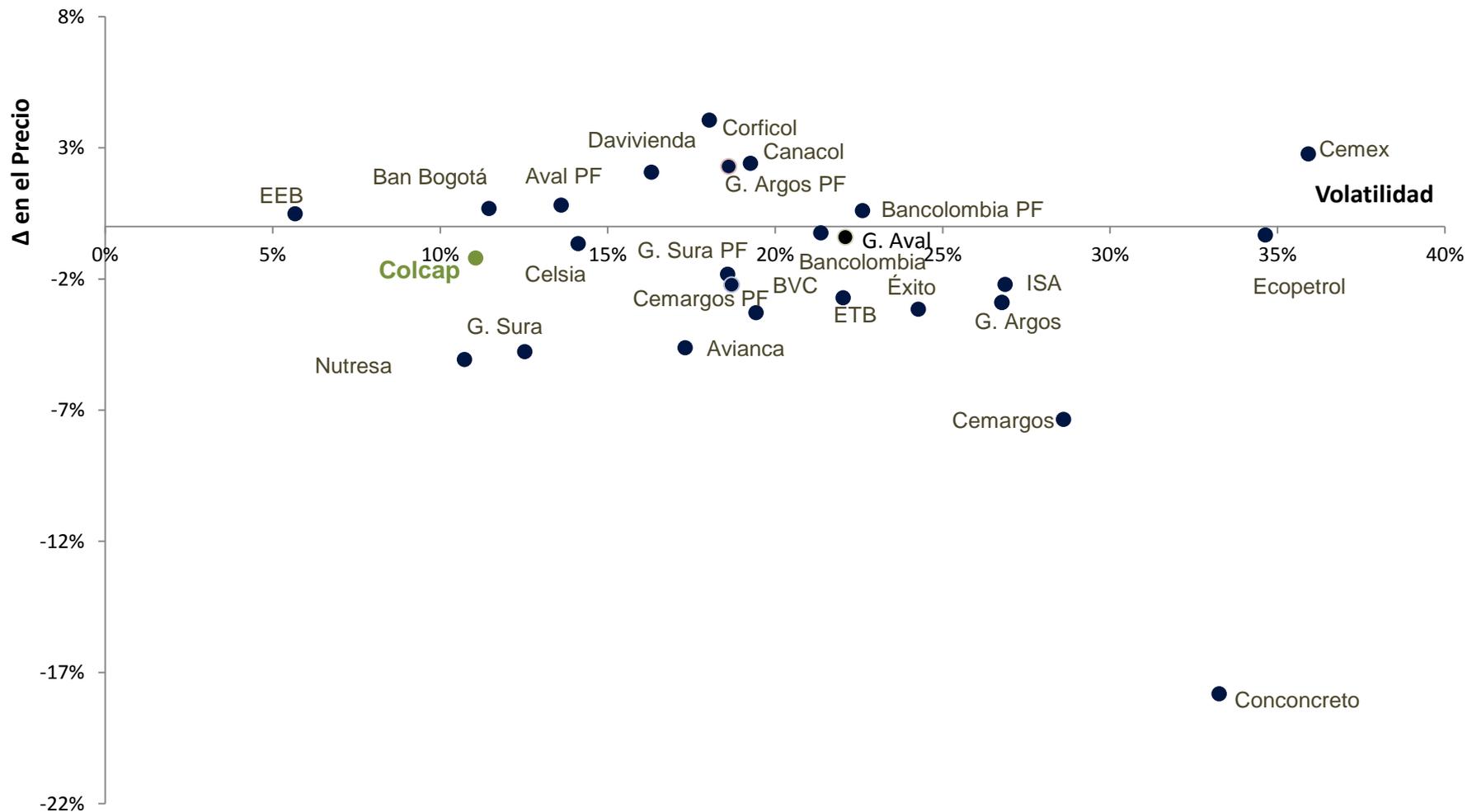
GRUPO  
**SURA**

  
**GRUPO ARGOS**

# Riesgo / Retorno

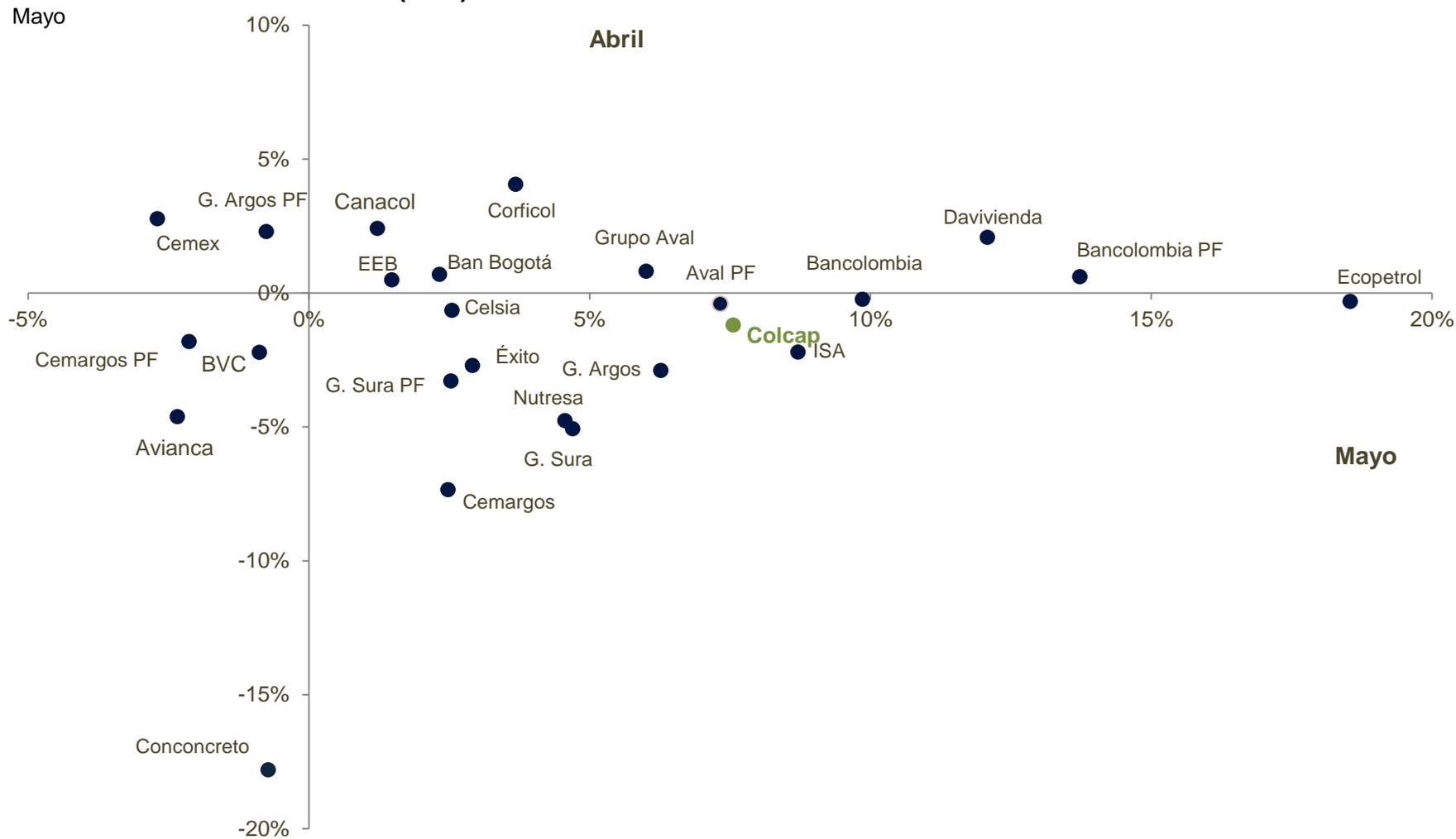
## Análisis Riesgo/Retorno (CdB)

Mayo



# Retornos mes a mes

## Análisis Retorno mes vs. mes (CdB)



---

# Anexos

## Principales Oráculos del mes

# Posibles efectos de Hidroituango en compañías de la BVC

## La hidroeléctrica con mayor capacidad en el país

En las últimas semanas se han registrado una serie de inconvenientes que han retrasado la entrada del proyecto hidroeléctrico Ituango, liderado por EPM, el cual se encuentra ubicado en el noroccidente del departamento de Antioquia y será la principal central hidroeléctrica de Colombia y una de las mayores de América Latina con una capacidad instalada de 2.400 MW, de los cuales 300 MW se tenían planeados fueran ofrecidos desde finales de 2018, contando también con 13.930 GWh de energía media anual. De igual manera, contará con una presa de 225 metros de altura y 20 millones de m<sup>3</sup> de volumen. De esta manera, tomando como referencia su energía media anual y el comportamiento mensual de la demanda real del SIN entre mayo del 2017 y abril 2018, **Hidroituango podría abastecer cerca del 17% de la demanda de energía en Colombia.**

Pese a su capacidad, vale la pena mencionar que aunque sería la más grande de Colombia (**tabla 1**), estaría por detrás de otras centrales hidroeléctricas de la región con una alta capacidad de generación, entre las que se encuentran Itaipú entre Paraguay y Brasil con 14.000 MW, Guri en Venezuela con 10.235 MW y Tucuruí en Brasil con 8.370 MW.

De esta manera, dada la alta relevancia del proyecto hidroeléctrico Ituango, a través del presente documento queremos indagar sobre los posibles efectos de este proyecto en el sector energético, al igual que realizar una mención sobre compañías que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia vinculadas con esta obra.

### 1. Principales Hidroeléctricas en Colombia (CdB)

| Hidroeléctrica | Capacidad (MW) | Ubicación    | Empresa      |
|----------------|----------------|--------------|--------------|
| Ituango        | 2.400          | Antioquia    | EPM          |
| San Carlos     | 1.240          | Antioquia    | ISAGEN       |
| Guavio         | 1.200          | Cundinamarca | EMGESA (GEB) |
| Chivor         | 1.000          | Boyacá       | AES CHIVOR   |
| Guatapé Playas | 764            | Antioquia    | EPM          |
| Porce III      | 600            | Antioquia    | EPM          |

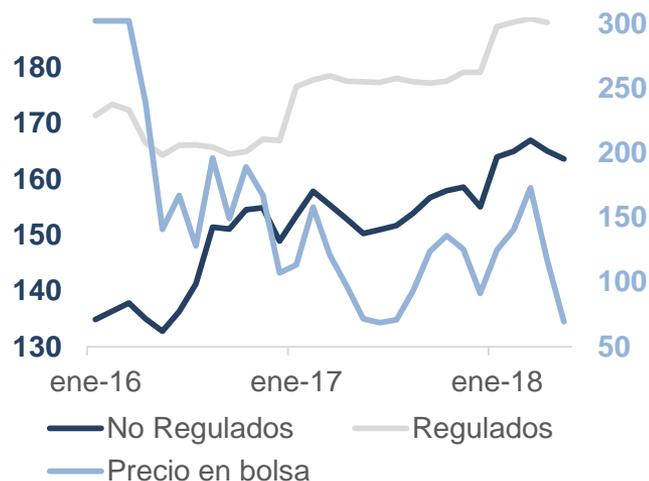
# Presiones alcistas sobre precios de energía

## Oferta de energía se vería apretada después del 2021

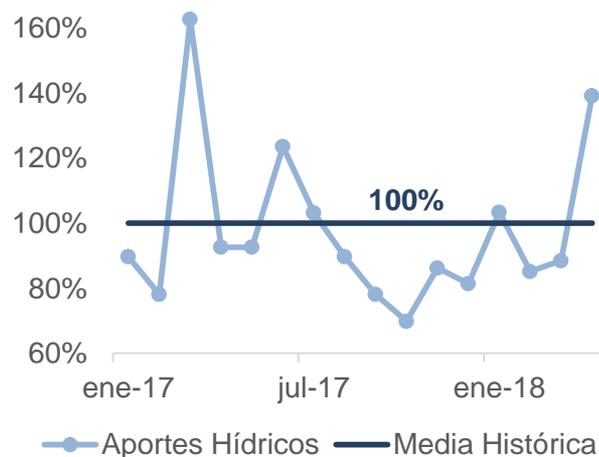
**Hidroituango y su impacto en el mercado de energía en Colombia:** Como se ha mencionado anteriormente, Hidroituango se consolidaría como el principal proyecto generador de energía en Colombia. De esta manera, el atraso en la entrada en operación de la hidroeléctrica **podría tener efectos sobre los precios en bolsa y en contratos de la energía de distintas maneras:**

- 1) En la medida en que el mercado anticipe gradualmente los efectos del atraso de la entrada de Hidroituango (capacidad de 2.400 MW), los precios podrían reaccionar al alza pues se preveía una mayor oferta en el sistema, con reducción significativa de los precios de la electricidad. Sin embargo, se debe tener en cuenta el factor climático, donde el nivel actual de las lluvias ha contribuido a mantener bajos los precios en bolsa (**Gráfico 2 y 3**).
- 2) Dependiendo el tipo de contratos de EPM con sus clientes corporativos, este **deberá cumplir con los contratos firmados** que estén ligados a la generación de Hidroituango, pudiendo contratar energía con terceros o acudir a la bolsa para respaldar estos contratos, con efectos alcistas en el precio. De igual manera, sobre el **Cargo por Confiabilidad**, dependiendo de futuros riesgos del Fenómeno del Niño (poco probable hasta el momento) tendrían que tener energía en firme disponible o habrían presiones sobre la entrega de energía, cuyo respaldo podría hacerse a través de otras generadoras de EPM o por “Energía Firme para el Cargo por Confiabilidad” (ENFICC) que tengan libre otras compañías y pueda ofrecerle a EPM.
- 3) Clientes de EPM pueden **abrir convocatoria para comprar la energía que EPM no podría entregarle** por el atraso en Hidroituango, con posibles presiones al alza en el precio de la energía. Ejemplo de lo anterior es el caso de Electricaribe, quién recientemente informó que abriría convocatoria para comprar la energía que EPM no le entregará por retraso de Hidroituango, con quién tenía un contrato tipo “pague lo generado”, en el cual si la hidroeléctrica no generaba energía no había compromiso entre las partes.

### 2. Precio Energía (KWh) (CdB)



### 3. Aportes Hídricos (CdB)



# Celsia y Emgesa, los actores del sector de generación

## Salvajina presente en el Río Cauca

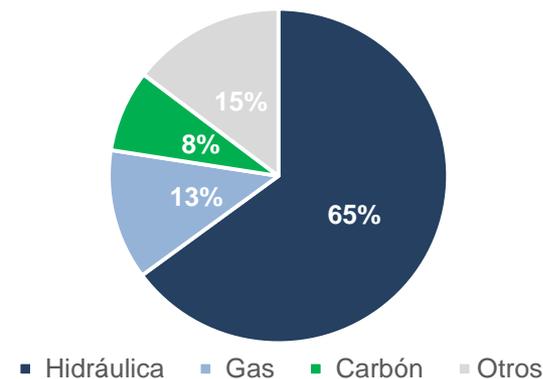
Es importante mencionar que tal como lo ha expresado EPM, en Colombia se presenta una oferta de energía suficiente para los próximos 2 – 3 años, lo cual puede variar acorde a la dinámica de la economía, donde pueden presentarse ciertas presiones de escasez de energía a partir del 2021 . En la **gráfica 5** esta la proyección de demanda de energía eléctrica realizada por la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME), la cual muestra una a tasa de crecimiento constante media (CAGR) del 2,6% entre 2018 y 2030.

**Posibles efectos sobre compañías del sector:** Sin tener en cuenta el factor climático, compañías del Sector de Utilities listadas en la Bolsa de Valores de Colombia podrían mostrar beneficios marginales en caso de mayores precios de la energía, con posibles presiones al alza sobre el EBITDA dado el aumento en el KWh. De esta manera, consideramos que tanto GEB, a través de EMGESA, como Celsia, mediante EPSA, pueden llegar a verse beneficiados por la dinámica en precios. De igual manera, dependiendo de la magnitud de sus necesidades, si EPM respalda la energía en firme con las plantas térmicas, podría generar presiones al alza en los precios del gas, **junto a un impacto positivo por mayor transporte de gas sobre compañías como TGI (GEB).**

Cabe mencionar que **respecto a Celsia**, a través de EPSA tienen la Central Hidroeléctrica de Salvajina, ubicada aguas arriba de la central hidroeléctrica Ituango. Esta cuenta con una capacidad instalada de 285 MW y sirve de embalse multipropósito que interviene en la regulación del Caudal del Río Cauca ya que tiene como principales objetivos: **1)** Retener agua en invierno, regulando los caudales del río y crecientes que ingresan al embalse. **2)** Garantizar un caudal mínimo en verano para control de contaminación aguas abajo del embalse. **3)** Generar energía.

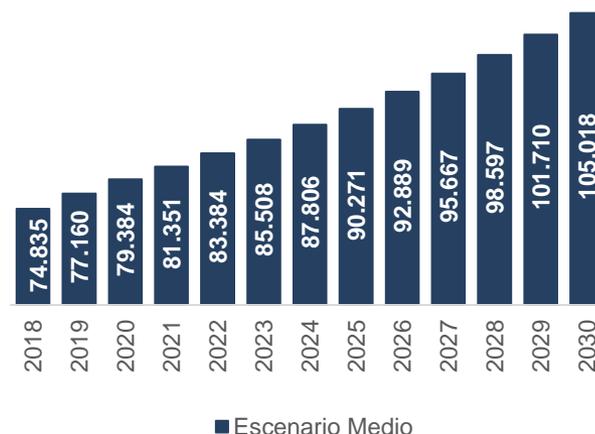
**Consideramos que pese a su ubicación relevante, en caso de limitar la turbinación de agua por la situación en Hidroituango, no vemos efectos significativos sobre la generación total de energía de EPSA.**

#### 4. Capacidad SIN (MW)\* (CdB)



\*Presenta el total de potencia neta que pueden suministrar los recursos de generación registrados del Sist. Interconectado Nacional (SIN). No incluye Hidroituango.

#### 5. Proyección demanda EE total nacional (GWh) (Upme)



■ Escenario Medio

# Concreto como parte del Consorcio Constructor

## Una obra que estaba en su etapa final de construcción

**Hidroituango como proyecto relevante para Concreto:** La constructora tiene una participación del 35% dentro del Consorcio CCC Ituango, en el cual también se incluyen la compañía colombiana Coninsa Ramón H y la brasileña Camargo Correa S.A, siendo responsables de la construcción de la presa central y obras asociadas del proyecto Hidroituango. Tras la reciente emergencia relacionada con el colapso de uno de los túneles de desviación del río Cauca y los riesgos asociados, se dio a conocer que el consorcio está amparado por una póliza todo riesgo Construcción tomada por EPM.

Al analizar las cifras de los últimos años de Concreto, dentro de los ingresos de actividades ordinarias del 2016 y 2017, **los ingresos reconocidos durante el periodo por Hidroituango representaron el 17% y 21% respectivamente de los ingresos totales**, siendo el principal contrato de la constructora en el rubro de construcción. Cabe mencionar que, dado un avance de obra del 88% al cierre del 2017, el impacto financiero de los eventos recientes en Hidroituango podrían ser menos significativos que en periodos anteriores. Por su parte, en cuanto al **Backlog, el presupuestado en el 2018 para el proyecto es de COP 160 mil MM**, de los cuales al cierre de abril faltaba por ejecutar cerca de un 35% (COP 55,5 mil MM). Al respecto, la compañía ha mencionado que el incidente podría eventualmente generar un aplazamiento del Backlog en el 2019. Es importante mencionar que: **1)** Dado el tipo de contrato con EPM, **el contrato de construcción del proyecto Hidroituango es por precios unitarios reajustables** y que las cantidades de obra ejecutadas serán pagadas al precio unitario pactado en el contrato. Pese a que existe un posible riesgo de precios, la constructora podría mitigarlo a través de la negociación con sus proveedores. **2)** Los riesgos de cantidades y diseño están a cargo del contratante (EPM). **3)** La constructora reitera que sus contratos en ejecución le permiten mantener el giro ordinario del negocio.

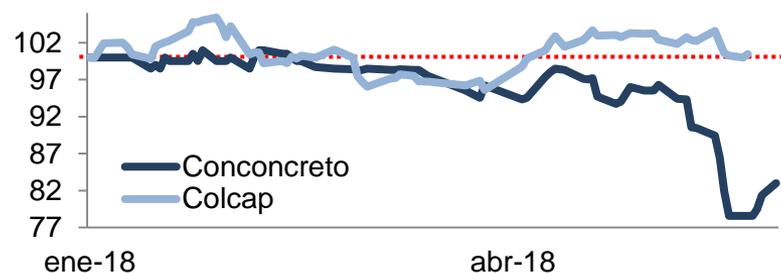
En resumen, existen diferentes riesgos asociados a los hechos acontecidos en el proyecto Hidroituango, que han generado ruido sobre la acción de Concreto, reflejándose en las desvalorizaciones recientes de la especie (-17,7% entre cierre de abril y 23 de mayo). Consideramos que el precio de la acción **podría continuar en niveles relativamente bajos, dada la incertidumbre frente a las responsabilidades sobre las causas que ocasionaron el colapso del túnel y que sólo podrán conocerse una vez concluidas las investigaciones técnicas.**

### 6. Ingresos Hidroituango

| Año  | Ingresos       | % / Ingresos Anuales |
|------|----------------|----------------------|
| 2017 | COP 315 Mil MM | 21%                  |
| 2016 | COP 254 Mil MM | 17%                  |

### 7. Acción Concreto vs Colcap (CdB)

Base 100 enero 2018



# Presencia de Grupo Sura y Cemargos en Hidroituango

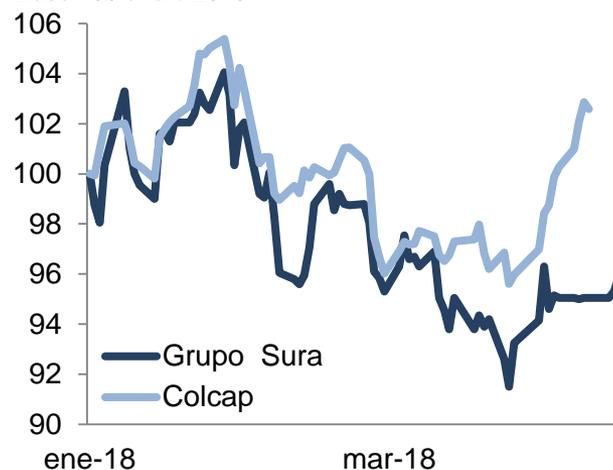
## Grupo Sura con su participación reasegurada

**Grupo Sura como reasegurador:** Acorde a lo expresado por Grupo Sura, pese a no tener vocería frente al tema de seguros por no ser la aseguradora líder del proyecto, hasta el momento no han tenido reclamaciones, dado que no se conocen los efectos finales sobre el proyecto. Cabe mencionar que, **Seguros Sura en calidad de reaseguradora está a su vez reasegurada en lo que al proyecto se refiere.**

**Breve comentario sobre Cementeras:** Bajo un escenario hipotético en el cual se pudiesen presentar despachos de cemento hacia el proyecto Hidroituango por posibles adiciones a la obra para retomar el control sobre el proyecto, se podría presentar un impacto positivo sobre Cementos Argos, **quién ha sido el principal proveedor de cemento del proyecto a lo largo de su vida.**

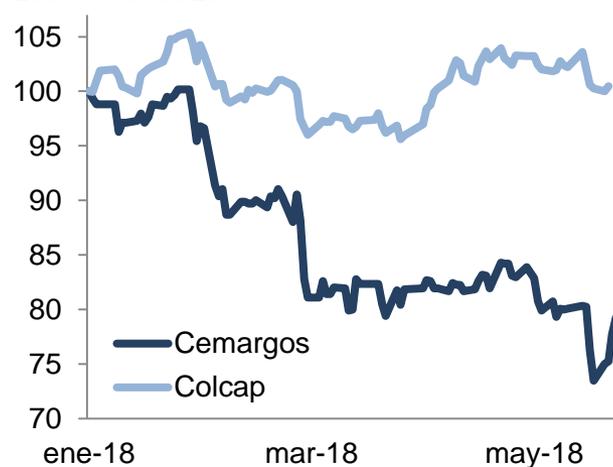
### 8. Acción Grupo Sura Ord. vs Colcap (CdB)

Base 100 enero 2018



### 9. Acción Cemargos vs Colcap (CdB)

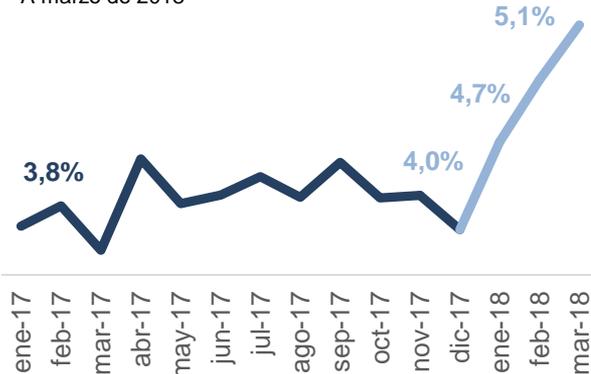
Base 100 enero 2018



- **El ROE (retorno sobre el patrimonio) de Davivienda sigue mostrando resistencia frente al entorno retador:** A diferencia de los débiles resultados financieros de Bancolombia en el 1T18 (ver [Entrega de Notas Bancolombia 1T18 | Un ROE que no levanta cabeza](#)), según los datos de la Superintendencia Financiera a corte de marzo (resultados en Colombia) **los indicadores de rentabilidad de Davivienda reflejan un mejor comportamiento**, mostrando un incremento en el ROAE 12 meses de 220 pbs A/A a pesar de una caída del 9,6% A/A de la utilidad neta del 1T18, afectada en gran parte por altos niveles de provisiones.
- **Deterioro en la cartera, el otro lado de la moneda:** Continúa el deterioro de la cartera del banco, subiendo trimestral como anualmente en 130 pbs y 79 pbs respectivamente, explicado principalmente por un deterioro prolongado en todas sus modalidades, las cuales se han visto afectadas en gran medida por un débil comportamiento de la economía colombiana y la materialización de eventos corporativos particulares. A su vez, los castigos de la cartera continúan aumentando, situándose para el primer trimestre de 2018 en COP 3.483 millones, un incremento del 24.3 A/A.
- **Crecimiento de la cartera sigue desacelerándose:** El crecimiento de la cartera del banco sigue mostrando una continua desaceleración, causado por un menor dinamismo de la cartera comercial y de la cartera de consumo, presionado por los eventos corporativos particulares, el débil desempeño de la economía colombiana y un menor dinamismo del consumo y la inversión debido a la incertidumbre generada por las elecciones presidenciales. Mientras tanto, se observa una leve aceleración en la cartera de vivienda.
- Finalmente, consideramos que **a pesar del entorno retador, la rentabilidad de la entidad sigue mostrando un desempeño resistente**, lo cual se vería reflejado en los resultados financieros del 1T18.

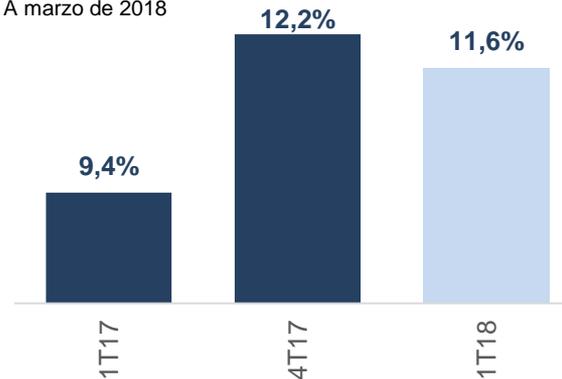
### 1. Calidad de la cartera mensual (CdB)

A marzo de 2018



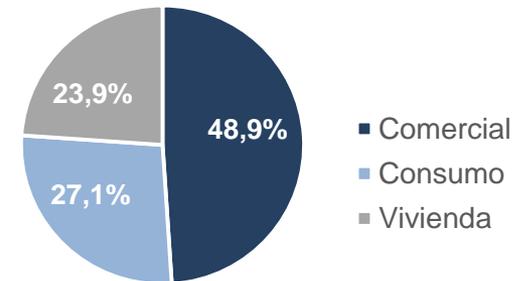
### 2. ROAE mensual (CdB)

A marzo de 2018



### 3. Participación según tipo de cartera (CdB)

A marzo de 2018



ROAE: Retorno promedio del patrimonio

---

# Anexos

# Resultados Financieros

# 1T18

# Margen EBITDA saca pecho

## Ecopetrol | Resultados 1T18



Consideramos los resultados financieros de Ecopetrol 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 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 kbepd 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](#)

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# Renovando su energía

## Celsia | Resultados 1T18



Consideramos los resultados financieros de Celsia como **POSITIVOS**.

- Una dinámica favorable en Colombia y Centro América impulsó los ingresos operacionales, en medio de una variación positiva de los precios en bolsa, mayor contribución del parque de generación y estabilidad en el negocio de Transmisión y Distribución (T&D). Sumado a lo anterior, menores gastos administrativos aportaron al Margen EBITDA del 1T18 (34%), sobresaliendo como el mayor margen para un primer trimestre en los últimos 4 años. De esta manera, la ganancia neta se ubicó en COP 51 mil MM. Por su parte, la futura emisión de bonos verdes de Celsia, por un valor de hasta COP 420 mil MM le daría mayor flexibilidad para proyectos venideros y/o posibles adquisiciones.
- Mantenemos nuestra perspectiva positiva sobre los proyectos de energías renovables y el Plan 5 Caribe. Estaremos atentos a las actualizaciones regulatorias y su implicaciones en materia de transmisión y distribución. Respecto a nuestras expectativas para el 2T18, consideramos que la disminución reciente en los precios de la energía en Bolsa en Colombia podría reflejarse en los resultados financieros.

### Celsia

| Cifras en COP. Miles de millonero: | 1T18  | 1T17  | 4T17  | Var % A/A | Var % T/T  |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-----------|------------|
| Ingreso de actividades ordinarias  | 847   | 742   | 824   | ● 14%     | ● 3%       |
| Costos de ventas                   | 592   | 523   | 548   | ● 13%     | ● 8%       |
| Utilidad Bruta                     | 255   | 219   | 276   | ● 16%     | ● -7%      |
| Utilidad Operacional               | 193   | 140   | 217   | ● 38%     | ● -11%     |
| Utilidad Neta (Controladora)       | 51    | 0,6   | 39    | ● 8400%   | ● 30%      |
| EBITDA                             | 290   | 241   | 309   | ● 20%     | ● -6%      |
| Margen Bruto                       | 30%   | 30%   | 33%   | ● 59 pbs  | ● -335 pbs |
| Margen Operacional                 | 23%   | 19%   | 26%   | ● 392 pbs | ● -360 pbs |
| Margen Neto (Controladora)         | 6%    | 0%    | 5%    | ● 594 pbs | ● 125 pbs  |
| Margen Ebitda                      | 34%   | 32%   | 38%   | ● 176 pbs | ● -328 pbs |
| Energía Vendida Total (GWh)        | 2.135 | 1.929 | 2.232 | ● 11%     | ● -4%      |
| Precio Spot ( \$ / kWh)            | 146   | 129   | 122   | ● 13%     | ● 20%      |
| Precio Contratos ( \$ / kWh)       | 188   | 177   | 179   | ● 6%      | ● 5%       |

[Ver Informe completo](#)

# Listos los tiquetes para el mundial

## Avianca | Resultados 1T8

B+



Consideramos los resultados financieros de Nutresa como **NEUTRALES con Sesgo Positivo**.

- La aerolínea continúa mostrando una recuperación de los pasajeros transportados después de la finalización de la huelga de pilotos, sin embargo, no esperamos una normalización total de la operación sino hasta el 4T18. Los ingresos presentaron un buen comportamiento a pesar de que el número de pasajeros transportados se redujo en 1,3% A/A, explicado principalmente por el incremento en la tarifa promedio (lo cual favoreció los yields), un factor de ocupación que alcanzó su mayor nivel histórico en un primer trimestre y el desempeño positivo del RPK.
- Destacamos que a pesar del fuerte repunte en el precio de los combustibles, el margen EBIT presentó una recuperación, ubicándose dentro del rango del nuevo Guidance de la compañía, el cual fue reducido en 100 pbs. Por otro lado, la utilidad neta registró una fuerte contracción (-83,2% A/A), afectada por el incremento en los gastos financieros y una mayor pérdida cambiaria.

### Avianca

| Cifras en USD MM                      | 1T18         | 1T17         | 4T17         | Var % A/A      | Var % T/T      |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| Ingresos                              | 1.168        | 1.068        | 1.121        | 9%             | 4%             |
| Utilidad Operacional                  | 76           | 69           | 56           | 10%            | 35%            |
| Utilidad Neta                         | 3            | 21           | 15           | -83%           | -77%           |
| EBITDAR                               | 227          | 216          | 203          | 5%             | 12%            |
| Margen Operacional                    | 6,5%         | 6,4%         | 5,0%         | 6 pbs          | 147 pbs        |
| Margen Neto                           | 0,3%         | 1,9%         | 1,3%         | -163 pbs       | -102 pbs       |
| Margen EBITDAR                        | 19,5%        | 20,3%        | 18,1%        | -81 pbs        | 134 pbs        |
| <b>Total Pasajeros ( en millones)</b> | <b>7.421</b> | <b>7.521</b> | <b>6.615</b> | <b>-1%</b>     | <b>12%</b>     |
| <b>Factor de ocupación</b>            | <b>83,6%</b> | <b>81,9%</b> | <b>84,2%</b> | <b>170 pbs</b> | <b>-60 pbs</b> |
| <b>Yield (Centavos)</b>               | <b>9,1</b>   | <b>8,6</b>   | <b>9,3</b>   | <b>5,8%</b>    | <b>-2,2%</b>   |

[Ver Informe completo](#)

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA



# Listos los tiquetes para el mundial

## Avianca | Resultados 1T8

B

isa

Consideramos los resultados financieros de ISA como NEUTRALES.

- La diversificación geográfica favoreció los ingresos de la compañía dada la entrada en operación de nuevos proyectos en Chile, Perú y Colombia. De esta manera, el margen EBITDA se ubicó en el 65,5% y el margen neto llegó al 18,2% (+300 pbs A/A), donde pese a que la utilidad neta reflejó la dinámica de nuevos proyectos, eventos extraordinarios relacionados con la incorporación de los resultados de TAESA, la adquisición del 75% de IENNE y una recuperación de impuestos en Colombia y Brasil fueron relevantes en los resultados.
- El nivel de Deuda Neta / EBITDA se ubicó en 3,4x, lo cual le daría espacio adicional a la compañía para futuras inversiones. Por último, es importante monitorear los riesgos regulatorios en Brasil y Colombia y su posible impacto en el segmento de transporte de energía. Incrementamos nuestro Precio Objetivo desde COP 14.300 a COP 15.000 dada nuestra perspectiva positiva con la entrada en operación de nuevos proyectos y la buena dinámica operacional.

### ISA

| Cifras en COP Miles de Millones | 1T18  | 1T17  | 4T17  | Var %A/A  | Var %T/T   |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-----------|------------|
| Ingreso operacionales           | 1.631 | 1.574 | 1.667 | ● 4%      | ● -2%      |
| Utilidad Operacional            | 937   | 857   | 779   | ● 9%      | ● 20%      |
| Utilidad Neta                   | 298   | 240   | 269   | ● 24%     | ● 11%      |
| EBITDA                          | 1.068 | 953   | 956   | ● 12%     | ● 12%      |
| Margen Operacional              | 57%   | 54%   | 47%   | ● 300 pbs | ● 1072 pbs |
| Margen Neto                     | 18%   | 15%   | 16%   | ● 302 pbs | ● 213 pbs  |
| Margen Ebitda                   | 65%   | 61%   | 57%   | ● 493 pbs | ● 813 pbs  |

[Ver Informe completo](#)

# Continúa la consolidación de negocios

## Grupo Argos | Resultados 1T8



Consideramos los resultados financieros de Grupo Argos como **NEUTRALES**.

- En el 1T18 la mejor dinámica del sector de energía y aportes de concesiones, tras la consolidación de Opaín, contribuyeron positivamente a los ingresos de la Holding, sumado al desempeño del segmento inmobiliaria. Lo anterior estuvo contrarrestado por la débil dinámica del negocio de cemento, dados los menores volúmenes en Colombia y EE.UU. De esta manera, los ingresos presentaron una leve disminución hasta los COP 3,3 Bn.
- Por su parte, a nivel anual el margen EBITDA creció hasta el 28% influenciado principalmente por las desinversiones de activos de energía de Cemargos (no recurrentes) y una reducción en los costos y gastos de Celsia, mientras que el margen neto se contrajo levemente hasta el 3% en medio de mayores impuestos diferidos. Por líneas de negocio, estimamos que continúe la buena dinámica en el sector energético y en concesiones, principalmente por Opaín y el comportamiento aeroportuaria. Por su parte, esperamos estabilidad en el negocio inmobiliario con el Fondo Pactia y mantenemos nuestra perspectiva conservadora sobre el sector cementero, con un entorno retador en Colombia. Por lo anterior, reducimos nuestro Precio Objetivo desde COP 22.900 a COP 21.800.

### Grupo Argos

| Cifras en COP miles de millones | 1T18  | 1T17  | 4T17  | Var % A/A | Var % T/T |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-----------|-----------|
| Ingreso Operacionales           | 3.311 | 3.357 | 3.585 | ● -1,4%   | ● -8%     |
| Utilidad Operacional            | 607   | 495   | 640   | ● 22,6%   | ● -5%     |
| Utilidad Neta                   | 109   | 121   | 44    | ● -10%    | ● 148%    |
| EBITDA                          | 941   | 863   | 972   | ● 9,0%    | ● -3%     |
| Margen Operacional              | 18,3% | 14,7% | 17,9% | ● 359 pbs | ● 48 pbs  |
| Margen Neto                     | 3,3%  | 3,6%  | 1,2%  | ● -30 pbs | ● 206 pbs |
| Margen EBITDA                   | 28,4% | 25,7% | 27,1% | ● 271 pbs | ● 131 pbs |

[Ver Informe completo](#)

# Brasil y Uruguay, candidatos al título

## Grupo Éxito | Resultados 1T8



Consideramos los resultados financieros de Grupo Éxito como **NEUTRALES**.

- Los resultados estuvieron impulsados por una buena dinámica de las operaciones en Brasil y Uruguay, los cuales mostraron una mejora del margen EBITDA, opacados por el entorno retador en Colombia y Argentina. El débil comportamiento del consumo y la alta competencia por parte de los formatos de descuento siguen presionando los resultados en Colombia, aunque destacamos una desaceleración de la contracción de las ventas frente a lo observado en trimestres anteriores, lo cual puede generar tímidas señales de recuperación.
- Sin embargo, es importante tener en cuenta la base estadística favorable, dado que el consumo en el 1T17 fue impactado fuertemente por el aumento en el IVA. En este sentido, esperamos que continúe el entorno retador en Colombia, aunque es importante monitorear mayores señales de una recuperación gradual de las VMM. Por el lado de Brasil, esperamos que continúe presentando un buen desempeño, jalonado por la operación de Assaí. Por otro lado, prevemos que la utilidad neta de Grupo Éxito se siga viendo favorecida por menores tasas de interés en Colombia y Brasil.

### Grupo Éxito

| Cifras en COP miles de millones    | 1T18   | 1T17   | 4T17   | Var % A/A | Var % T/T |
|------------------------------------|--------|--------|--------|-----------|-----------|
| Ingresos Operacionales             | 13.744 | 13.526 | 15.730 | 2%        | -13%      |
| Costo de Ventas                    | 10.483 | 10.288 | 11.700 | 2%        | -10%      |
| Utilidad Bruta                     | 3.261  | 3.238  | 4.030  | 1%        | -19%      |
| Gastos administrativos y de ventas | 2.824  | 2.862  | 3.084  | -1%       | -8%       |
| Utilidad Operacional               | 364    | 420    | 799    | -13%      | -54%      |
| Utilidad Neta                      | 10     | -8     | 187    | -         | -95%      |
| EBITDA                             | 620    | 669    | 1.068  | -7%       | -42%      |
| Margen Bruto                       | 23,7%  | 23,9%  | 25,6%  | -21 pbs   | -189 pbs  |
| Margen Operacional                 | 2,6%   | 3,1%   | 5,1%   | -46 pbs   | -243 pbs  |
| Margen Neto                        | 0,1%   | -0,1%  | 1,2%   | 13 pbs    | -112 pbs  |
| Margen EBITDA                      | 4,5%   | 4,9%   | 6,8%   | -44 pbs   | -228 pbs  |

[Ver Informe completo](#)



# Llegan buenas noticias desde Sabanas

## Canacol | Resultados 1T8



Consideramos los resultados financieros de Grupo Éxito como **NEUTRALES**.

- Los ingresos de la compañía se vieron favorecidos por: 1) Un repunte en la producción de gas asociada con la entrada en operación de Sabanas; 2) La fuerte valorización en el precio del crudo; 3) Una recuperación en la producción petrolera frente a la tendencia observada en los trimestres anteriores y; 4) Recuperación de los precios del gas frente al comportamiento bajista observado en el año 2017.
- Por otro lado, a pesar del buen desempeño de los ingresos, los altos gastos de transporte presionaron la operación de la compañía, provocando una contracción del margen EBITDAX y de la ganancia operacional neta (Netback). Por último, cabe mencionar que la utilidad estuvo impulsada por una reducción en los gastos financieros y la recuperación del impuesto de renta diferido. Es importante monitorear un posible retraso de la entrada en operación de la expansión de Promigas, el cual añadiría 100 MMscfd a la capacidad de transporte, lo que impediría el aumento de producción previsto para la compañía en diciembre del 2018.

| <b>Canacol</b>                 |             |             |             |                  |                  |  |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|------------------|------------------|--|
| <b>Cifras en USD miles</b>     | <b>1T18</b> | <b>1T17</b> | <b>4T17</b> | <b>Var % A/A</b> | <b>Var % T/T</b> |  |
| Ingresos totales               | 53.712      | 46.975      | 42.092      | ● 14%            | ● 28%            |  |
| Gastos                         | 36.679      | 35.316      | 18.992      | ● 4%             | ● 93%            |  |
| Gastos financieros             | 9.050       | 10.777      | 5.556       | ● -16%           | ● 63%            |  |
| Impuesto de renta              | -1.895      | 3.777       | 19.050      | ● -150%          | ● -110%          |  |
| Utilidad (perdida) Neta        | 8.278       | -7.942      | -150.343    | N/A              | N/A              |  |
| EBITDAX                        | 35.567      | 34.244      | 29.857      | ● 4%             | ● 19%            |  |
| Margen Neto                    | 15,4%       | -16,9%      | -357,2%     | N/A              | N/A              |  |
| Margen EBITDAX                 | 66,2%       | 72,9%       | 70,9%       | ● -668 pbs       | ● -471 pbs       |  |
| Producción de gas (boepd)      | 18.467      | 13.487      | 14.569      | ● 37%            | ● 27%            |  |
| Producción de petróleo (boepd) | 2.488       | 3.505       | 3.008       | ● -29%           | ● -17%           |  |
| Netback (\$ / boepd)           | 23          | 25          | 23          | ● -8%            | ● -1%            |  |
| Gas Natural (\$ / boe)         | 21          | 24          | 28          | ● -12%           | ● -25%           |  |
| Petróleo crudo (\$ / boe)      | 39          | 39          | 43          | ● 0%             | ● -11%           |  |

[Ver Informe completo](#)

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA



# Las Garantías le ponen freno a ETB

## ETB | Resultados 1T8



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

- Los ingresos de la compañía presentaron una contracción importante (-6% A/A), impactados por la Ley de Garantías y la Resolución 5111 (la cual impide el cobro de cargos a clientes suspendidos). Sin embargo, destacamos que el margen EBITDA permaneció estable a pesar del débil desempeño de los ingresos, impulsado por una estructura de costos y gastos más eficiente. Por otro lado, la compañía continuó presentando una pérdida neta (COP -64 mil millones), afectada por el alto gasto de depreciaciones, amortizaciones y provisiones.
- Esperamos que los ingresos se vean favorecidos en el segundo semestre del año por la finalización de la Ley de Garantías, mientras el margen EBITDA estaría afectado por mayores gastos comerciales relacionados con la estrategia de la compañía enfocada en aumentar su base de clientes. Por el lado de la utilidad neta, prevemos que esta siga en terreno negativo en los próximos trimestres, reduciendo aún más el valor en libros, lo cual seguiría presionando a la acción por medio del múltiplo PVL.

| ETB                             |      |      |      |            |           |  |
|---------------------------------|------|------|------|------------|-----------|--|
| Cifras en COP miles de millones | 1T18 | 1T17 | 4T17 | Var % AA   | Var % T/T |  |
| Ingresos Operacionales          | 354  | 370  | 394  | ● -4%      | ● -10%    |  |
| Costos y gastos totales         | 397  | 409  | 450  | ● -3%      | ● -12%    |  |
| Utilidad Operacional            | (44) | (39) | (57) | ● 13%      | ● -32%    |  |
| Utilidad o Pérdida Neta         | (65) | (57) | 20   | ● 14%      | -         |  |
| EBITDA                          | 121  | 131  | 133  | ● -8%      | ● -9%     |  |
| Margen EBITDA                   | 34%  | 35%  | 34%  | ● -122 pbs | ● 42 pbs  |  |

[Ver Informe completo](#)



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# A la espera de la llamada del Pacífico

TGI | Resultados 1T8



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

- A pesar de que los volúmenes presentaron una leve reducción por la menor demanda de gas por parte del parque Termoeléctrico, los ingresos mostraron un crecimiento del 6,3% A/A, impulsados por la entrada en operación del proyecto Cusiana-Apiay-Ocoa. Por otro lado, aunque la eliminación del impuesto al patrimonio generó una disminución importante en los gastos de administración, el margen EBITDA se contrajo 200 pbs a 83,4%. La utilidad neta presentó una fuerte caída del 70% A/A, impulsada por menores ingresos no operacionales, una mayor tasa efectiva de impuesto y una reducción relevante en los saldos a favor del impuesto diferido.
- La compañía mencionó que estaría interesada en participar en la construcción de la Regasificadora del Pacífico y de la conexión del gasoducto, los cuales harían parte de una sola oferta. Por otra parte, la administración manifestó que están atentos a la revisión de las nuevas tarifas, que incluyen cambios en el WACC, mientras que se encuentran en conversaciones con EPM y otras generadoras para analizar si se aumentaría la demanda de gas por el posible retraso en la entrada en operación de Hidroituango.

| TGI                   |         |         |         |   |           |   |           |
|-----------------------|---------|---------|---------|---|-----------|---|-----------|
| Cifras en Miles USD   | 1T18    | 1T17    | 4T17    |   | Var %A/A  |   | Var %T/T  |
| Ingreso operacionales | 109.900 | 103.406 | 104.678 | ● | 6%        | ● | 5%        |
| Utilidad Neta         | 22.700  | 75.675  | 43.139  | ● | -70%      | ● | -47%      |
| EBITDA                | 91.600  | 88.289  | 72.667  | ● | 4%        | ● | 26%       |
| Margen Neto           | 21%     | 73%     | 41%     | ● | -5253 pbs | ● | -2056 pbs |
| Margen EBITDA         | 83%     | 85%     | 69%     | ● | -203 pbs  | ● | 1393 pbs  |

[Ver Informe completo](#)

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA



### Consideramos los resultados financieros de Calidda como NEUTRALES.

- El objetivo del Gobierno peruano de masificar el uso de gas natural en Lima y Callao, sumado al enfoque de la compañía en los distritos de bajos ingresos beneficiados con los subsidios del Estado, continúan reflejándose en la expansión de la base de clientes, la cual para el 1T18 creció un 32% A/A, con una tasa de penetración del 72%. Pese a esto, una menor dinámica del volumen facturado (+0,7% A/A), dada la disminución en el consumo de gas por parte de las plantas de generación eléctrica, se relacionó en una leve expansión en los ingresos (+2% A/A).
- Por su parte, es relevante mencionar que: 1) A partir de mayo del 2018 aplican las nuevas tarifas en generación y distribución, cuyo incremento promedio del 11% es efectivo para los próximos 4 años y estará presente principalmente en los resultados del 2S18. 2) Aunque los planes iniciales de expansión de la compañía acordados con el Gobierno para la red de distribución de gas en Lima y Callao son de USD 300 MM, la compañía considera que se podría presentar en el mediano plazo una expansión hasta USD 500 MM, con lo cual, dada la mayor inversión, la tarifa promedio podría aumentar un 15%.

### Cálidda

| Cifras en Miles USD   | 1T18    | 1T17    | 4T17    | Var % A/A | Var % T/T |
|-----------------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| Ingreso operacionales | 144.000 | 141.300 | 154.100 | 2%        | -7%       |
| Utilidad Neta         | 12.184  | 16.800  | 10.400  | -27%      | 17%       |
| EBITDA                | 32.000  | 35.000  | 31.900  | -9%       | 0%        |
| Margen Neto           | 8%      | 12%     | 7%      | -343 pbs  | 171 pbs   |
| Margen EBITDA         | 22%     | 25%     | 21%     | -255 pbs  | 152 pbs   |

[Ver Informe completo](#)

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# Colombia de último en la fila

## Cemargos | Resultados 1T8

B -



Consideramos los resultados financieros de Nutresa como **NEUTRALES con Sesgo Negativo**.

- Mantenemos nuestra perspectiva conservadora sobre el sector cementero para el 2018, con un entorno retador en Colombia, el cual podría repuntar ligeramente tras las elecciones presidenciales. En EE.UU, pese a los efectos climáticos negativos sobre los volúmenes, la dinámica de vivienda se muestra favorable para los próximos trimestres, sumado a planes de infraestructura de mediano y largo plazo.
- En Centroamérica y el Caribe (CCA), los planes de infraestructura en diferentes países de la región apoyados en el gasto público, mantienen la dinámica positiva. De esta manera, los ingresos consolidados se redujeron -8,2% A/A, aunque destacamos que mayores eficiencias en Colombia a través del programa BEST y la venta de activos energéticos en esta regional (USD 57 MM), jalónaron el margen neto hasta 2,9% (frente a pérdidas del 1T17) y el margen EBITDA (19,5% sin ajustar). Sin el efecto no recurrente de la venta de activos, estos márgenes hubiesen sido respectivamente del 1,05% y 15,7%. De esta manera, actualizamos nuestro precio objetivo desde COP 11.300 a COP 10.080.

### CEMARGOS

| Cifras en COP miles millones   | 1T18  | 1T17  | 4T17  | Var % A/A | Var % T/T |
|--|-------|-------|-------|-----------|-----------|
| Ventas netas   | 1.907 | 2.077 | 2.017 | ● -8%     | ● -5%     |
| Costo de ventas  | 1.572 | 1.774 | 1.582 | ● -11%    | ● -1%     |
| Gastos de administración   | 131   | 146   | 177   | ● -10%    | ● -26%    |
| Utilidad operacional   | 206   | 89    | 184   | ● 131%    | ● 12%     |
| Utilidad Neta (Controladora)   | 55    | (46)  | (80)  | -         | -         |
| EBITDA   | 371   | 283   | 362   | ● 31%     | ● 2%      |
| Margen Operacional   | 11%   | 4%    | 9%    | ● 652 pbs | ● 168 pbs |
| Margen Neto  | 3%    | -2%   | -4%   | ● 510 pbs | ● 685 pbs |
| Margen EBITDA  | 19%   | 14%   | 18%   | ● 583 pbs | ● 151 pbs |
|  Volumen de cemento (M TM)  | 3.686 | 3.842 | 4.042 | ↓ -4%     | ↓ -9%     |
|  Volumen de concreto (M m3) | 2.440 | 2.638 | 2.567 | ↓ -8%     | ↓ -5%     |

[Ver Informe completo](#)

# Un ROE que no levanta cabeza

## Bancolombia | Resultados 1T8



Consideramos los resultados financieros de Bancolombia como **NEGATIVOS**.

- El crecimiento de la cartera continúa desacelerándose en todas sus modalidades de crédito, mostrando su menor dinámica en los últimos años en medio de una tímida recuperación de la economía colombiana. Por el lado del NIM, este presentó una contracción importante en comparación anual y trimestral, afectado por la reducción en el NIM de inversiones, el efecto negativo de la adopción de IFRS 9 en los ingresos netos por intereses y la presión de una menor tasa del Banrep sobre las tasas de colocación, hecho que esperamos que continúe en los próximos trimestres.
- Mientras tanto, el continuo deterioro en la calidad de la cartera en todas las modalidades de crédito sigue siendo nuestra mayor preocupación, lo cual prevemos que se siga presentando en los próximos trimestres. Por último, hay que resaltar que el ROE registró un pobre desempeño, ubicándose de nuevo por debajo del 10%, donde esperamos que los altos gastos de provisiones sigan presionando la utilidad neta en los próximos trimestres, tal como se evidenció en el 1T18.

| <b>Bancolombia</b>              |        |        |        |   |           |            |
|---------------------------------|--------|--------|--------|---|-----------|------------|
| Cifras en COP miles de millones | 1T18   | 1T17   | 4T17   |   | Var % A/A | Var % T/T  |
| Ingreso por intereses           | 3.947  | 4.203  | 4.152  | ● | -6%       | ● -5%      |
| Egreso por intereses            | 1.434  | 1.582  | 1.506  | ● | -9%       | ● -5%      |
| Ingreso Neto por intereses      | 2.513  | 2.621  | 2.646  | ● | -4%       | ● -5%      |
| Provisiones Netas               | 875    | 774    | 930    | ● | 13%       | ● -6%      |
| Utilidad antes de impuestos     | 855    | 999    | 1.314  | ● | -14%      | ● -35%     |
| Impuesto de Renta               | 311    | 367    | 346    | ● | -15%      | ● -10%     |
| Utilidad Neta                   | 522    | 609    | 902    | ● | -14%      | ● -42%     |
| NIM                             | 5,8%   | 6,3%   | 6,0%   | ● | -51 pbs   | ● -18 pbs  |
| ROE                             | 9,2%   | 11,4%  | 16,0%  | ● | -223 pbs  | ● -675 pbs |
| Eficiencia                      | 51,4%  | 51,2%  | 41,9%  | ● | 20 pbs    | ● 946 pbs  |
| Solvencia                       | 13,7%  | 14,5%  | 14,2%  | ● | -73 pbs   | ● -45 pbs  |
| Calidad de Cartera              | 5,1%   | 4,1%   | 4,5%   | ● | 96 pbs    | ● 57 pbs   |
| Cobertura de Cartera            | 105,6% | 106,6% | 107,5% | ● | -103 pbs  | ● -197 pbs |

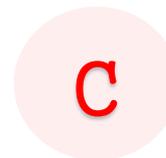
[Ver Informe completo](#)

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA



# Un portafolio en recomposición

## Grupo Sura | Resultados 1T8



Consideramos los resultados financieros de Grupo Sura como **NEGATIVOS**.

- La mayor volatilidad en el mercado de capitales, junto a un entorno retador, se reflejó en los resultados. En el 1T18 los ingresos presentaron una disminución a nivel anual y trimestral, impactados principalmente por menores ingresos por inversiones. En línea con lo anterior, la utilidad neta se contrajo en ambas periodicidades.
- Buscando una asignación eficiente de capital, la holding: 1) Tiene un acuerdo de venta del negocio de rentas vitalicias en Chile por cerca de USD 230 MM, 2) Ha decidido no participar en licitación de seguros previsionales en Colombia, dada la alta siniestralidad relacionada con fallos judiciales. Respecto a eventos actuales, informó que: 1) Sobre el decreto de conglomerados financieros, hasta el momento no prevé un mayor requerimiento de capital. 2) Sobre la exposición a Hidroitungo, pese a no ser la aseguradora líder del proyecto, informó que desempeña un papel de reaseguradora. Reducimos levemente nuestro precio objetivo de COP 41.000 a COP 40.000.

### Grupo Sura

| Cifras en COP miles de millones    | 1T18  | 1T17  | 4T17  | Var % A/A  | Var % T/T |
|------------------------------------|-------|-------|-------|------------|-----------|
| Primas retenidas (netas)           | 2.711 | 2.733 | 3.124 | ● -1%      | ● -13%    |
| Ingresos por comisiones            | 611   | 548   | 615   | ● 11%      | ● -1%     |
| Prestación de Servicios            | 772   | 644   | 754   | ● 20%      | ● 2%      |
| Ingresos por inversiones           | 286   | 539   | 477   | ● -47%     | ● -40%    |
| Ingresos totales                   | 4.764 | 4.869 | 5.309 | ● -2%      | ● -10%    |
| Siniestros retenidos               | 1.551 | 1.467 | 1.766 | ● 6%       | ● -12%    |
| Ajuste de reservas                 | 260   | 494   | 373   | ● -47%     | ● -30%    |
| Costos por prestación de servicios | 721   | 613   | 710   | ● 18%      | ● 2%      |
| Gastos totales                     | 4.344 | 4.369 | 4.897 | ● -1%      | ● -11%    |
| Ganancia Neta                      | 310   | 405   | 357   | ● -23%     | ● -13%    |
| Ganancia Neta de la Controladora   | 269   | 339   | 313   | ● -21%     | ● -14%    |
| Margen Neto (Controladora)         | 5,6%  | 7,0%  | 5,9%  | ● -132 pbs | ● -25 pbs |

[Ver Informe completo](#)

# Sin repunte a la vista

## Concreto | Resultados 1T8



### Consideramos los resultados financieros de Concreto como **NEGATIVOS**.

- La débil dinámica del sector constructor relacionada con el entorno retador a nivel nacional se reflejó en los débiles resultados de la compañía. Los ingresos (-29% A/A) se vieron afectados principalmente por el segmento de Construcción (-34% A/A), pese a un aumento del 9%A/A en el segmento de Inversión. De esta manera, la terminación de proyectos de infraestructura con una ejecución significativa en el 2017 y la no sustitución de los mismos afectaron los resultados del periodo. Sumado a lo anterior, los márgenes se vieron presionados a la baja por una menor contribución del FCP PACTIA dados los menores avalúos de los activos en operación.
- Reiteramos nuestra cautela por la concentración del 72% del Backlog en proyectos de infraestructura y los efectos que cualquier retraso en los proyectos APP puede tener en los ingresos. Recordamos nuestra expectativa conservadora sobre unos resultados en el 2018 presionados a la baja por un entorno retador de la economía colombiana, razón por la cual reducimos nuestro Precio Objetivo de COP 1.225 a COP 1.080, con recomendación de Neutral.

| Concreto                           |         |         |         |   |           |             |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---|-----------|-------------|
| Cifras en COP millones             | 1T18    | 1T17    | 4T17    |   | Var % A/A | Var % T/T   |
| Ingresos de actividades ordinarias | 226.107 | 318.395 | 392.486 | ● | -29%      | ● -42%      |
| Costos de ventas                   | 199.402 | 285.952 | 348.167 | ● | -30%      | ● -43%      |
| Utilidad Bruta                     | 26.705  | 32.443  | 44.319  | ● | -18%      | ● -40%      |
| Utilidad Operativa                 | 22.358  | 37.377  | 71.252  | ● | -40%      | ● -69%      |
| Utilidad Neta                      | 2.034   | 14.596  | 43.866  | ● | -86%      | ● -95%      |
| EBITDA                             | 33.372  | 52.093  | 82.305  | ● | -36%      | ● -59%      |
| Margen Bruto                       | 11,8%   | 10,2%   | 11,3%   | ● | 162 pbs   | ● 52 pbs    |
| Margen Operacional                 | 9,9%    | 11,7%   | 18,2%   | ● | -185 pbs  | ● -827 pbs  |
| Margen Neto                        | 0,9%    | 4,6%    | 11,2%   | ● | -368 pbs  | ● -1028 pbs |
| Margen EBITDA                      | 14,8%   | 16,4%   | 21,0%   | ● | -160 pbs  | ● -621 pbs  |

[Ver Informe completo](#)



# A Panamá lo deja el metro

## Terpel | Resultados 1T8



### Consideramos los resultados financieros de Concreto como NEGATIVOS.

- Pese a una dinámica favorable en ingresos en el 1T18 (+14,6% A/A), influenciada tanto por mayores galones comercializados (+3,8% A/A) como por un aumento significativo en los precios internacionales del petróleo, el margen EBITDA registró un decrecimiento anual hasta el 3,8%, donde se evidenció un comportamiento estable del EBITDA en Colombia (+2% A/A), contracciones anuales del 12% en Panamá y del 5,6% en los demás países donde tiene presencia Terpel, repercutieron en el consolidado.
- Sumado a lo anterior, gastos extraordinarios por la adquisición de la operación de ExxonMobil en Colombia, Ecuador y Perú generaron una pérdida neta de COP 7,7 mil MM. Descontando este efecto, la utilidad hubiese sido de COP 47 mil MM (+2,9% A/A). Cabe mencionar que como resultado de la transacción de Exxon Mobil, en el 1T18 el indicador de apalancamiento Deuda / EBITDA llegó hasta 4,6x. Recordamos que, tal como lo mencionó la compañía a finales del 2017, se buscará reducir el indicador por debajo de 3x en un periodo de 18 – 24 meses.

## Terpel

| COP miles de millones   | 1T18  | 1T17  | 4T17  | Var %A/A   | Var %T/T   |
|-------------------------|-------|-------|-------|------------|------------|
| Volumen (millones Glns) | 620   | 598   | 630   | ● 3,7%     | ● -1,5%    |
| Ingresos                | 4.113 | 3.589 | 4.240 | ● 14,6%    | ● -3,0%    |
| Utilidad Bruta          | 358   | 352   | 387   | ● 1,7%     | ● -7,5%    |
| EBITDA                  | 158   | 161   | 153   | ● -1,9%    | ● 3,5%     |
| Utilidad Neta           | (8)   | 23    | 46    | -          | -          |
| M. Bruto                | 8,7%  | 9,8%  | 9,1%  | ● -110 pbs | ● -43 pbs  |
| M. EBITDA               | 3,8%  | 4,5%  | 3,6%  | ● -65 pbs  | ● 24 pbs   |
| M. Neto                 | -0,2% | 0,6%  | 1,1%  | ● -83 pbs  | ● -127 pbs |

[Ver Informe completo](#)



# Aluvión juega una mala pasada

## Mineros | Resultados 1T8



Consideramos los resultados financieros de Mineros como **NEGATIVOS**.

- Pese a un incremento anual del 6% A/A en los precios del oro en el 1T18 y estabilidad en la producción en Nicaragua, una menor producción aluvial en Colombia (dadas las condiciones climáticas) afectó los ingresos consolidados (-5% A/A) del primer trimestre. Una la alta rigidez de los costos, donde la mayoría se relacionan con procesos de dragados y extracción, generó que los márgenes se vieran presionados a la baja, con reducciones anuales del margen EBITDA y del Margen Neto de 334 pbs y 170 pbs respectivamente.
- Respecto a la expansión de sus operaciones, la búsqueda de nuevos proyectos continúa para Grupo Mineros en todo el continente, en especial proyectos tipo Green Field. En cuanto a la intención de listar su acción en la bolsa de Toronto, la compañía mencionó que se encuentra en un proceso de reorganización para ese fin y que podría realizar esta operación cuando se presenten oportunidades de inversión que justifiquen este tipo de financiamiento, donde inicialmente no prevén deslistarse de la Bolsa de Colombia.

| Mineros                 |         |         |         |            |            |  |
|-------------------------|---------|---------|---------|------------|------------|--|
| Cifras en COP MM        | 1T18    | 1T17    | 4T17    | Var % A/A  | Var % T/T  |  |
| Ingresos Operacionales  | 180.393 | 190.299 | 201.514 | ● -5%      | ● -10%     |  |
| Costos y Gastos         | 130.898 | 130.481 | 144.642 | ● 0%       | ● -10%     |  |
| Utilidad operacional    | 49.495  | 59.817  | 57.872  | ● 202%     | ● -14%     |  |
| Utilidad Neta           | 19.884  | 24.210  | 26.680  | ● 645%     | ● -25%     |  |
| EBITDA                  | 65.882  | 75.864  | 90.464  | ● 138%     | ● -27%     |  |
| Margen EBITDA           | 36,5%   | 39,9%   | 44,9%   | ● -334 pbs | ● -837 pbs |  |
| Margen Operacional      | 27,4%   | 31,4%   | 30,4%   | ● -400 pbs | ● -297 pbs |  |
| Margen Neto             | 11,0%   | 12,7%   | 14,0%   | ● -170 pbs | ● -300 pbs |  |
| Onzas de Oro Producidas | 49.783  | 53.010  | 49.640  | ● -6%      | ● 0%       |  |

[Ver Informe completo](#)



# Aluvión juega una mala pasada

## ENKA | Resultados 1T8



### Consideramos los resultados financieros de ENKA como NEGATIVOS.

- En medio de una leve contracción trimestral en el 1T18 (-2% T/T), los ingresos presentaron un crecimiento del 8% A/A, jalonados tanto por mayores precios internacionales de materias primas como por una mejor dinámica de las exportaciones, pese a la revaluación del USDCOP. Por su parte, el comportamiento de la divisa tuvo efectos a la baja sobre el EBITDA, cuyo margen se contrajo a nivel anual y trimestral hasta el 5,5%.
- Sumado a lo anterior, una disminución en los márgenes operacionales, junto a los efectos por impuestos diferidos, llevaron al margen neto al 1,9% (-308 pbs A/A). Estaremos atentos a los efectos de: 1) Restricciones de China a la importación de material reciclado, favoreciendo las exportaciones de Enka a Brasil; 2) La aplicación del acuerdo AC 72 que permite entrar a Brasil sin aranceles; 3) La implementación de umbrales de precios para las importaciones textiles en Colombia y; 4) La legislación colombiana en estudio sobre responsabilidad extendida en plásticos, permitiéndoles profundizar su estrategia de sostenibilidad.

### ENKA

| Cifras en COP millones            | 1T18   | 1T17   | 4T17   | Var %A/A   | Var %T/T   |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|------------|------------|
| Ingresos Operacionales            | 91.910 | 84.822 | 93.451 | ● 8%       | ● -2%      |
| Costo de ventas                   | 81.709 | 73.756 | 80.140 | ● 11%      | ● 2%       |
| Utilidad Bruta                    | 10.201 | 11.066 | 13.311 | ● -8%      | ● -23%     |
| Gastos de administración y ventas | 9.829  | 8.972  | 7.259  | ● 10%      | ● 35%      |
| Utilidad operacional              | 1.090  | 2.799  | 3.990  | ● -61%     | ● -73%     |
| Utilidad Neta                     | 1.740  | 4.221  | 617    | ● -59%     | ● 182%     |
| EBITDA                            | 5.059  | 6.832  | 6.374  | ● -26%     | ● -21%     |
| Volumen (Toneladas)               | 14.140 | 14.506 | 14.392 | ● -3%      | ● -2%      |
| Margen Bruto                      | 11,1%  | 13,0%  | 14,2%  | ● -195 pbs | ● -314 pbs |
| Margen Operacional                | 1,2%   | 3,3%   | 4,3%   | ● -211 pbs | ● -308 pbs |
| Margen Neto                       | 1,9%   | 5,0%   | 0,7%   | ● -308 pbs | ● 123 pbs  |
| Margen EBITDA                     | 5,5%   | 8,1%   | 6,8%   | ● -255 pbs | ● -132 pbs |

[Ver Informe completo](#)

# ¿Quiénes somos?

## Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



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

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# Análisis y Estrategia

---

Dirija sus inquietudes y comentarios a:

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