

---

# Resumen Resultados Corporativos 4T20

---

26 de marzo de 2021

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

# Finaliza el año con mayor tracción

## Resumen de Resultados Corporativos 4T20

Observamos una continua recuperación en las compañías dentro de la Bolsa de Valores de Colombia durante el cuarto trimestre del año del 2020. Una mayor flexibilidad en la movilidad en territorio local e internacional, sumado a la normalización gradual en la demanda de las líneas de negocio de la mayoría de las industrias donde operan las compañías (Consumo, Construcción, Energía, Inmobiliario) provocó que los resultados para esta temporada se ubicaran en mayor medida en terreno positivo y neutral. En este sentido, vale la pena mencionar que, el 36% de las compañías analizadas se ubicaron en terreno positivo, seguido de aquellas que se ubicaron en terreno neutral con un 36% y por último por aquellas firmas que no reflejaron mejora en su rendimiento financiero ubicándose en terreno negativo (27%). Aunque aún la mayoría de las compañías durante el año 2020 no registraron ingresos similares a los del 2019, resaltamos que en términos de EBITDA el 50% de las empresas analizadas si reflejaron un avance anual mostrando de esta manera síntomas de mejoría.

Al profundizar un poco en los resultados corporativos del 4T20, seguimos observando una sobresaliente fortaleza en los resultados financieros de las compañías del **Sector de Servicios Públicos**, donde, a pesar de la relativa menor demanda energética en el segmento industrial, producto de las afectaciones de la pandemia, esto ha sido compensado por eficiencias en costos y la devaluación del peso colombiano. Del mismo modo, seguimos resaltando el positivo desempeño del **Sector Consumo**, el cual, apoyado en ventas a través de canales electrónicos y de nuevos formatos han logrado incrementar sus ventas año a año. Frente al **Sector Cementero y de la Construcción**, hemos visto para el trimestre analizado una mejor dinámica en términos de despachos de materiales a nivel local e internacional, acompañado de la normalización de las obras de construcción en concesiones a nivel doméstico.

En contraste, es evidente en línea con nuestras estimaciones, el desempeño negativo que obtuvo el **Sector Bancario** durante el 4T20 producto del continuo aumento del gasto de provisiones sobre la cartera de préstamos. Asimismo, el **Sector Petrolero** a pesar de una mejora en los precios de crudo e incremento gradual en ingresos frente al 3T20, el segmento arrojó un resultado negativo asociado a una mayor carga en gastos operacionales.

### Calificación de Resultados 4T20

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

#### POSITIVOS



#### NEUTRALES



#### NEGATIVOS



GRUPO ARGOS



DAVIVIENDA



# Finaliza el año con mayor tracción

## Resumen de Resultados Corporativos 4T20

### Resumen de resultados 4T20 (CdB)

COP miles de millones

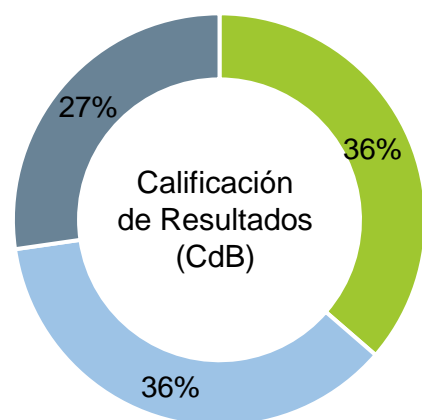
	Ingresos					EBITDA					Utilidad Neta Controladora				
	4T19	3T20	4T20	Var % T/T	Var % A/A	4T19	3T20	4T20	Var % T/T	Var % A/A	4T19	3T20	4T20	Var % T/T	Var % A/A
PEI****	126	100	116	16,0%	-7,9%	109	83	94	13,3%	-13,8%	137	85	8	-90,8%	-94,3%
TIN****	6	6	6	3,6%	3,7%			N.A			4	4	0	-	-
Grupo Éxito	4.325	3.650	4.345	19,0%	0,5%	470	249	460	84,7%	-2,1%	77	52	144	176,9%	87,0%
Terpel	6.038	3.819	4.612	20,8%	-23,6%	218	152	233	53,7%	7,0%	61	20	90	357,4%	47,7%
Concreto	306	110	201	82,9%	-34,4%	35	-16	59	-	68,8%	-8	-27	28	-	-
Enka	96	93	105	12,2%	8,4%	10	12	14	16,6%	48,4%	8	7	13	96,5%	60,4%
ISA	2.250	2.391	3.027	26,6%	34,5%	1.388	1.480	1.921	29,8%	38,4%	441	484	647	33,7%	46,7%
GEB	1.368	1.289	1.381	7,1%	1,0%	600	607	624	2,8%	4,0%	298	495	820	65,7%	175,2%
Mineros*****	119	121	122	0,8%	2,5%	32	52	40	-23,1%	25,0%	9	25	13	-48,0%	44,4%
Nutresa	2.759	2.853	2.949	3,4%	6,9%	355	371	327	-11,9%	-7,9%	94	142	110	-22,5%	17,0%
Celsia	967	819	898	9,6%	-7,1%	379	257	336	30,7%	-11,3%	116	56	56	-0,2%	-52,1%
ETB	474	343	356	3,8%	-24,9%	182	101	127	25,5%	-30,1%	-34	102	29	-	-185,8%
Cemargos	2.348	2.364	2.322	-1,8%	-1,1%	385	479	448	-6,5%	16,4%	34	55	7	-87,3%	-79,4%
BVC	79	49	47	-5,3%	-40,8%	22	13	26	104,7%	20,7%	17	4	120	-	-
CLH**	235.827	209.064	218.187	4,4%	-7,5%	52.861	50.546	49.447	-2,2%	-6,5%	-3.112	-109.263	8.443	-	-
El Condor	236	232	251	7,9%	6,1%	104	18	39	121,0%	-62,1%	78	0	15	8892,4%	-80,2%
Canacol**	65.795	57.429	63.976	11,4%	-2,8%	43.144	42.303	45.941	8,6%	6,5%	25.432	2.609	921	-64,7%	-96,4%
Davivienda*	2.751	2.820	2.765	-2,0%	0,5%			N.A			385	48	14	-70,8%	-96,4%
Grupo Sura	5.600	5.410	5.330	-1,5%	-4,8%			N.A			202	128	-73	-	-
Ecopetrol	18.581	12.323	14.190	15,2%	-23,6%	7.174	5.254	4.334	-17,5%	-39,6%	4.009	855	675	-21,1%	-83,2%
Bancolombia*	4.415	4.213	3.482	-17,4%	-21,1%			N.A			469	280	-266	-	-
Grupo Argos	3.941	3.453	3.576	3,6%	-9,3%	1.338	857	789	-7,9%	-41,0%	123	7	-84	-	-

\*\* Cifras en USD miles de MM.

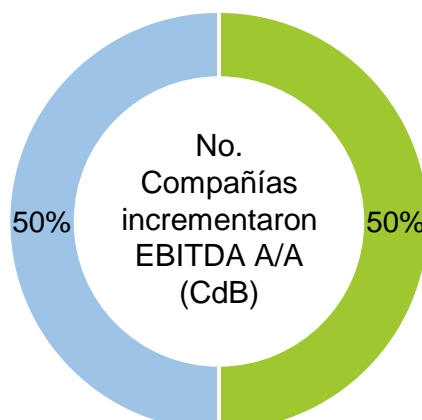
\*\*\* Utilidad Operacional en vez de EBITDA.

\*\*\*\* Utilidad neta fue reemplazada por NOI

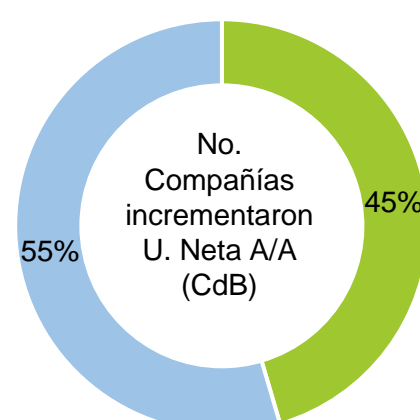
\*\*\*\*\* Cifras en USD MM.



■ Positivos ■ Neutrales ■ Negativos



■ Si ■ No



■ Si ■ No

# Índice

(Hipervínculos)

- |  |  |
|--|--|
| <a href="#"><u>1. Bancolombia</u></a>          | <a href="#"><u>14. El Condor</u></a>       |
| <a href="#"><u>2. Davivienda</u></a>           | <a href="#"><u>15. Celsia</u></a>          |
| <a href="#"><u>3. Bogotá</u></a>               | <a href="#"><u>16. Isa</u></a>             |
| <a href="#"><u>4. Grupo Aval</u></a>           | <a href="#"><u>17. GEB</u></a>             |
| <a href="#"><u>5. Ecopetrol</u></a>            | <a href="#"><u>18. Promigas</u></a>        |
| <a href="#"><u>6. Canacol</u></a>              | <a href="#"><u>19. Grupo Argos</u></a>     |
| <a href="#"><u>7. Terpel</u></a>               | <a href="#"><u>20. Grupo Sura</u></a>      |
| <a href="#"><u>8. Mineros</u></a>              | <a href="#"><u>21. Corficolombiana</u></a> |
| <a href="#"><u>9. Éxito</u></a>                | <a href="#"><u>22. PEI</u></a>             |
| <a href="#"><u>10. Nutresa</u></a>             | <a href="#"><u>23. TIN</u></a>             |
| <a href="#"><u>11. Cementos Argos</u></a>      | <a href="#"><u>24. BVC</u></a>             |
| <a href="#"><u>12. Cemex Latam Holding</u></a> | <a href="#"><u>25. Enka</u></a>            |
| <a href="#"><u>13. Concreto</u></a>            | <a href="#"><u>26. ETB</u></a>             |



## Débil remate de año



Regresar

## Débil remate de año

**Bancolombia presentó resultados NEGATIVOS en el 4T20, inferiores a nuestras expectativas y las del consenso del mercado.** A nivel operativo, el NIM (anualizado) se ubicó en 4,0%, presionado mayormente por la negativa dinámica del portafolio de inversiones (COP -116 mil MM), reflejado en un margen de inversiones de -3,2%. El margen de cartera (5,3%) mantuvo su dinámica bajista, afectado por el actual entorno de bajas tasas de interés y presionado por el incremento de clientes en *stage 2* y 3. En términos acumulados, el NIM cerró 2020 en 4,91% (-76 pbs A/A). Por su parte, los indicadores de calidad de cartera evidenciaron un deterioro, principalmente explicado por la cartera de consumo. A 30 días (4,93%) el deterioro fue 26 pbs y, dado el rodamiento de cartera a más de 90 días, a dicho plazo (3,81%) 73 pbs T/T. A nivel de ingresos, un aspecto positivo fue el aumento de ingresos por comisiones (+3,9% T/T y +2,2% A/A), gracias a la recuperación en volúmenes transaccionales a través de tarjeta crédito, débito y establecimientos afiliados. Así las cosas, la mayor presión en los resultados provino del fuerte aumento del nivel de provisiones netas (+20,4% T/T). Por tanto, el costo de riesgo (12 meses) repuntó a 3,9%. De esta manera, se registró una pérdida neta de COP 266 mil MM, derivando en un ROE en 2020 de 1,1%, evidenciando el sustancial impacto en el retorno patrimonial del banco por la coyuntura del COVID-19, al compararlo con el 12,1% de 2019.

### Hechos relevantes

- **NIM acumulado (4,91%) evidencia golpe del muy difícil año:** El margen de inversiones (-3,2%) sorprendió ejerciendo una negativa presión en el desempeño del NIM durante el 4T20, debido a una pérdida en la valoración en los títulos de deuda en el periodo. Asimismo, el margen de cartera (5,3%) mantuvo su tendencia negativa de los anteriores trimestres, afectado por el entorno actual de bajas tasas de interés y presionado por el aumento de clientes en *stage 2* y 3. De esta forma, el NIM anualizado se ubicó en 4,0%, 90 pbs menor frente al 3T20. Por el lado positivo, destacamos el buen desempeño de los ingresos por comisiones (+3,9% T/T y +2,2% A/A), gracias a una recuperación en los volúmenes transaccionales del banco, y resaltamos su resiliencia en gran parte de 2020.
- **Provisiones proporcionan el principal golpe:** En medio de una débil dinámica operacional, la utilidad neta del banco en el 4T20 se ubicó en terreno negativo (COP -266 mil MM), presionada en gran medida por el aumento de las provisiones netas, que se situaron en COP 2,0 BN. Dicha cifra, estuvo explicada en un 82% por la actualización de parámetros en los modelos de pérdidas esperadas, principalmente ante un deterioro en las expectativas de variables macroeconómicas en el 4T20 mayormente en Centroamérica. Además, pero en una menor medida, el rodamiento de cartera mayor a 90 días en consumo y el deterioro en la calificación de clientes presionaron al alza las provisiones del trimestre. En consecuencia, el costo de riesgo, retomó una dinámica alcista en el trimestre, y cerró 2020 en 3,9%.
- **Aspectos adicionales:** A nivel de OPEX, se observó un aumento de 7,4% T/T, dinámica que podría mantenerse a mediano plazo dada la normalización de la actual coyuntura. Por su parte, resaltamos que la cartera vencida continuaría deteriorándose en el 1S21, en la medida que los alivios continúen expirando, por lo que aún queda un mayor espacio en el deterioro de métricas de calidad de cartera. Finalmente, tras presentar un utilidad neta en 2020 de COP 276 mil MM, la compañía propondría un dividendo de COP 260 / acción (-84% A/A).

### Resumen resultados financieros

Bancolombia					
Cifras en COP mil MM	4T19	3T20	4T20	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos por intereses	4.415	4.213	3.482	-17,4%	-21,1%
Ingresos netos por intereses	2.842	2.769	2.243	-19,0%	-21,1%
Provisiones Netas	1.130	1.683	2.026	20,4%	79,4%
Utilidad Neta	469	280	-266	-195,2%	-156,7%

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

26 de marzo de 2021

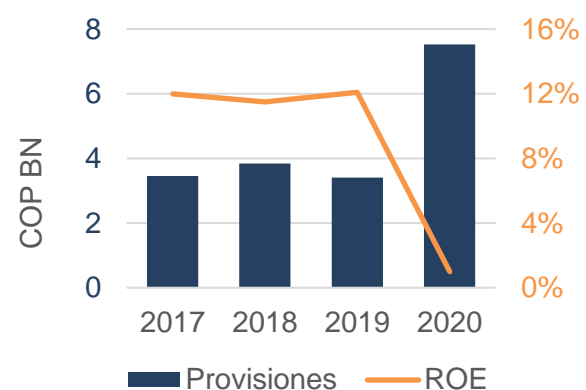


### Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	33.124
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	28,9
Ultimo Precio	30.260
YTD (%)	-13,8%

### Gráfica 1. Provisiones vs ROE consolidado Bancolombia



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

Juan Felipe D'luyz

Analista Renta Variable

juan.dluyz@casadebolsa.com.co

Omar Suárez

Gerente de Estrategia

Renta Variable

omar.suarez@casadebolsa.com.co



## **Deterioro de la cartera impacta rentabilidad**

 **Regresar**

# Davivienda | Entrega de Notas 4T20

## Deterioro de la cartera impacta rentabilidad

Davivienda registró una utilidad trimestral neta de COP 0,01 BN (-96,41% A/A, -71,17% A/A), inferior a la expectativa del mercado (Bloomberg) de COP 0,09 BN, continuando la tendencia negativa del año, por lo cual **consideramos los resultados como NEGATIVOS**. La dinámica trimestral de los ingresos de cartera (-1,3% T/T, -0,5% A/A) estuvo impactada por la desaceleración de la cartera de créditos, que se contrajo 4,84% T/T (+7,53% A/A), principalmente la comercial (-9,48% T/T, +9,64% A/A, incluyendo microcrédito), cuyo peso es de aproximadamente el 50% del total del portafolio de préstamos, y la desaceleración de la cartera de consumo (0,26% T/T y +7,79% A/A), que explicó buena parte del buen desempeño del 2019. Así mismo, a raíz del impacto económico generado por la pandemia, las provisiones, que presentaron un crecimiento de doble dígito (+94,5% A/A, +13,97% T/T), siguen afectando negativamente al margen neto de intereses. El costo de riesgo cerró en 3,94%, o 100 pbs por encima del estimado por la compañía como consecuencia del deterioro generalizado de la cartera.

### Hechos relevantes

- **Dinámica del activo:** El activo se contrajo durante el trimestre en 2,9% (+11,6% A/A), explicado principalmente por la desaceleración de la cartera comercial (- 4,84% T/T, + 7,5% A/A), que representa el 49,6% del activo, y las inversiones netas (- 0,9% T/T, + 32,1% A/A, 11,8% del activo). Los prepagos de algunos clientes corporativos durante el trimestre (COP 1.1 BN), el aumento en provisiones (+ 3,8% T/T, + 54,3% A/A) y el efecto devaluación influyeron en este comportamiento. Ahora, en términos anuales el crecimiento en doble dígito de las inversiones netas es explicado por la liberación del encaje tanto Colombia como en el Salvador, junto con el requerimiento de inversiones obligatorias. Por otro lado, el incremento anual de la cartera bruta se explica por el comportamiento de la cartera de vivienda (+11,4% A/A, +1,0% T/T) y la comercial (+9,6% A/A, - 9,5% T/T), mientras que la cartera de consumo continuó desacelerando su crecimiento hasta +7,79% A/A (+0,26% T/T). Entre tanto, el deterioro económico llevo al banco a provisionar durante todo el año un total de COP 4,8 BN.
- **Evolución de los alivios:** Con corte a Diciembre, alrededor del 7,0% de la cartera crediticia de Colombia se encontraba bajo algún tipo de alivio, de este, el 11% se encuentra en mora de mas de 30 días. En Colombia, el programa de alivios se extendió hasta junio de este año. Creemos que aún es pronto para esperar una disminución en el ritmo de las provisiones. Así mismo, el indicador de cartera vencida ya refleja los efectos de la pandemia, especialmente en el segmento de consumo y vivienda aumentando 400 pbs y 46 pbs respectivamente frente al 4T19.
- **Resultado operacional:** El margen financiero bruto presentó un crecimiento de 14,4% A/A, mientras el neto retrocedió 32,3% A/A, como consecuencia del incremento en las provisiones +106,8 % A/A. Por último, la rentabilidad del año, medida por el ROAE, se ubicó en 3,2%, muy por debajo del 12,4% registrado en 2019.

### Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	Davivienda				
	4T19	3T20	4T20	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos financieros por interés	2.751	2.820	2.765	-2,0%	0,5%
Margen Financiero Neto	1.132	740	767	3,6%	-32,3%
NIM (12 meses)	6,52%	6,26%	6,29%	2 pbs	-23 pbs
Provisiones Netas	572	1.152	1.183	2,7%	106,8%
Utilidad Neta	385	48	14	-70,8%	-96,4%

Fuente: Informes Financieros Davivienda. Construcción: Casa de Bolsa SCB

26 de marzo de 2021

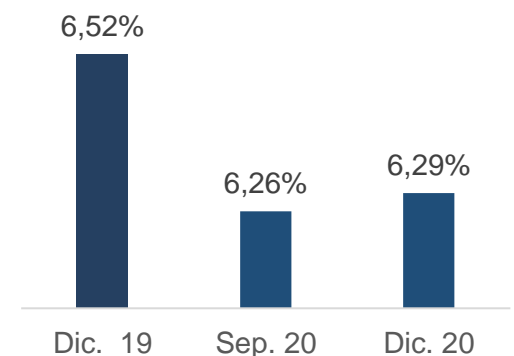


### Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	33.930
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	14,3
Ultimo Precio	31.700
YTD (%)	-11.4%

### Gráfica 1. NIM (12 meses)



Fuente: Informes Financieros Davivienda.  
Construcción: Casa de Bolsa SCB

Daniel Duarte Muñoz  
Analista II Renta Variable  
Corficolombiana

Omar Suárez  
Gerente de Estrategia  
Renta Variable





# Banco de Bogotá

 Regresar

### Hechos relevantes

- **Cartera de crédito crece en el 2020 pero se contrae trimestralmente en el último cuarto del año:** En términos anuales la cartera neta del banco creció 16,7% A/A, en contraste con la contracción en términos trimestrales que tuvo el portafolio de préstamos (-4,5% T/T), como consecuencia de una disminución relativa de préstamos otorgados en los diferentes segmentos (Comercial, Consumo e Hipotecario) y un mayor gasto de provisión dentro del mismo portafolio.

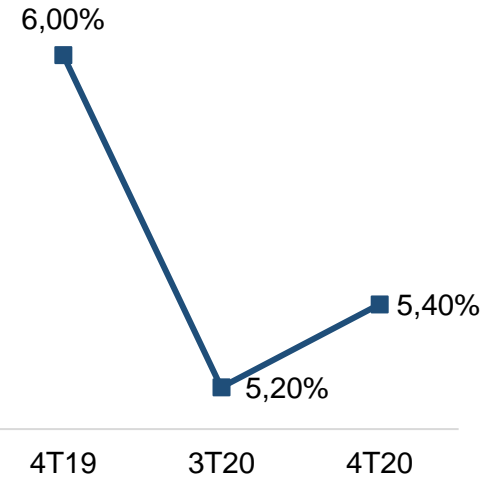
De esta manera, resaltamos que la cartera comercial de la compañía representó para el 4T20 el 58,3% de la cartera total, seguido por la cartera de consumo con un 27,3% y un 14,1% restante de la cartera hipotecaria. A su vez, destacamos que el 48% de dicha cartera se encuentra domiciliada en Colombia y el excedente (52%) en Centroamérica con BAC Credomatic.

- **NIM total se ubicó en 5,4%, aumentando 16 puntos básicos trimestre a trimestre:** El crecimiento en el rubro trimestre a trimestre, es explicado principalmente por el repunte en el margen neto de intereses de inversiones, al haber rendimientos positivos generados dentro de una dinámica de mercado favorable.

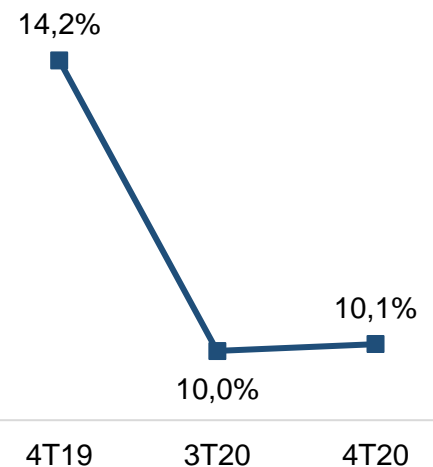
Los ingresos netos por comisiones se contrajeron 7,6% A/A y crecieron 9,4% T/T como consecuencia de la reactivación gradual en la transaccionalidad y mayor ingreso por comisiones.

- **Utilidad neta se contrajo 25,2% A/A, pero creció 1,9% T/T:** La utilidad neta del Banco se ubicó para el trimestre en COP 540.800 MM como consecuencia en mayor medida por el incremento en el gasto neto de provisiones, el cual sigue creciendo trimestre a trimestre (+20,1% T/T), alcanzando el periodo los COP 1.35 BN. De esta manera, el costo en riesgo ascendió a 3,9% para el 4T20, representando un incremento de 50 pbs frente al 3T20. De esta manera, su relación de solvencia se ubicó en 12,1% vs un 12,7% durante el 3T20. Por último, el ROAE de la firma alcanzó los 10,1% al 4T20, representando un incremento del 10 pbs frente al 3T20 y una contracción de 480 pbs frente al presentado durante el cuarto trimestre del 2019.

Gráfica 1. NIM Banco de Bogotá



Gráfica 1. ROE Banco de Bogotá



### Resumen resultados financieros

Cifras en COP miles de MM	Banco de Bogotá			Var % T/T	Var % A/A
	4T19	3T20	4T20		
Ingresos por intereses	3.242	3.432	3.188	-7,10%	-1,65%
Ingresos netos por intereses	1.971	2.104	2.045	-2,78%	3,77%
NIM	6,00%	5,20%	5,40%	+20 pbs	-60 pbs
Gasto de Provisiones	610,4	1.229	1.347	9,55%	120,59%
Utilidad Neta	722,6	530,5	540,8	1,94%	-25,16%
ROE	14,20%	10,00%	10,10%	+10 pbs	-410 pbs
Costo de riesgo	2,10%	3,40%	3,90%	+50 pbs	+180 pbs



# Grupo Aval

 Regresar

### Hechos relevantes

- **Cartera Bruta crece 12,4% A/A y refleja contracción del -3,9% T/T:** La Cartera bruta año a año aumenta +12,5%, como consecuencia del incremento en los préstamos al segmento comercial (+12,2% A/A) debido al mayor uso de sobregiros por parte de compañías y créditos para usos generales. A su vez, observamos el incremento del 10% A/A en préstamos en el segmento de consumo, dado el incremento en la línea de leasing financiero y línea crediticia para compra de vehículo. Por último, resaltamos el comportamiento de la cartera hipotecaria al presentar crecimientos cerca del 21,4% A/A, debido al crecimiento en la demanda por líneas de crédito hipotecarias para adquirir vivienda.

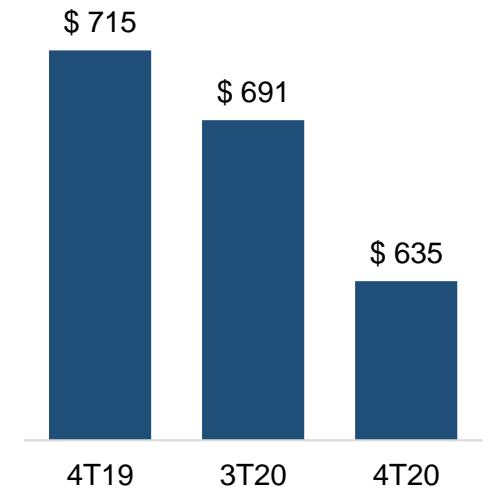
En este sentido, los ingresos netos por intereses presentaron un crecimiento del 5,4% A/A y 0,8% T/T. A pesar de esto, el Margen Neto de Interés (NIM) se ubicó en 5,3% al 4T20, reflejando una contracción de 34 pbs frente al 4T19, provocado por la reducción en la tasa de intervención de los diferentes Bancos Centrales de la región.

**Indicador de calidad evidencia deterioro año a año, pero leve mejora en el indicador a 30 días trimestre a trimestre:** El indicador de calidad de la cartera a 30 días se ubicó en 4,9%, mostrando un crecimiento de 54 pbs frente al 4T19 y un decrecimiento de 26 pbs trimestre a trimestre. A 90 días el indicador sigue reflejando incrementos, ubicándose en 3,56% (+ 30 pbs A/A y + 36 pbs T/T respectivamente).

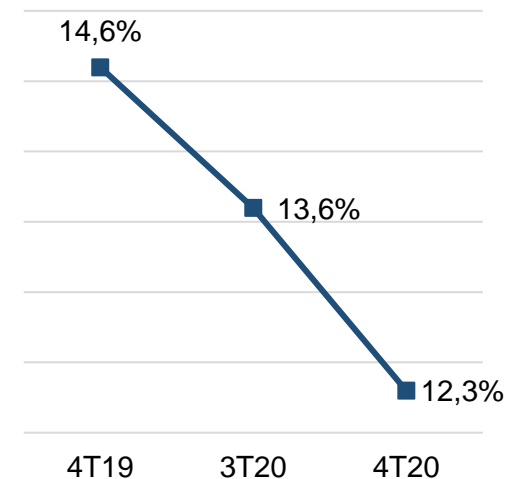
- **Utilidad neta se contrae -11,2% A/A y -8,1% T/T:** La utilidad neta controlante del Grupo se ubicó en COP 635 mil MM, evidenciando una contracción del 11,2% año a año. No obstante, destacamos el comportamiento durante el trimestre de sus filiales de Energía y Gas con Promigas y el negocio de construcción con su filial Corficolombiana.

De esta forma, El ROE alcanzó el 12,3%, presentando un decrecimiento de 131 pbs frente al 4T19 (14,6%) y 236 pbs frente al trimestre inmediatamente anterior (13,6%).

Gráfica 1. Utilidad neta Grupo Aval



Gráfica 2. ROE Grupo Aval



### Resumen resultados financieros

Cifras en COP miles de MM	Grupo Aval				
	3T19	2T20	3T20	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos por intereses	4.942	5.200	5.109	-1,8%	3,4%
Ingresos netos por intereses	2.829	2.954	3.029	2,6%	7,1%
NIM (12 meses)	5,7%	5,3%	5,1%	- 20 pbs	- 60 pbs
Gasto de Provisiones	1.189	1.630	1.615	-0,9%	35,8%
Utilidad Neta	743	323	691	113,6%	-7,0%
ROE	15,8%	6,6%	13,6%	+700 pbs	- 220 pbs
Costo de riesgo	2,5%	3,1%	2,9%	- 20 pbs	+40 pbs



## Inercia propia

 Regresar

## Inercia propia

**Ecopetrol** cerró el año con una utilidad trimestral de COP 0,68 BN (-21,1% T/T, - 83,2% A/A), una utilidad antes de *impairments* de COP 0,26 BN (-70,2% T/T y -95,1% A/A), un EBITDA de COP 4,3 BN (-17,5% T/T, -39,6% A/A), e ingresos por COP 14,2 BN (+15,2% T/T, -23,6% A/A). La producción de 697 kboed (miles de barriles de petróleo equivalente diarios) se ubicó 0,3% por encima de nuestras expectativas, el ingreso 2,1% por encima y el EBITDA 8,4% por debajo de nuestra estimación revisada (15,4% por debajo de la estimación inicial); los rubros de utilidad resultaron aún más desajustados a la baja, a partir de los gastos operacionales (administrativos principalmente) y de exploración muy superiores a los que estimamos con la inclusión del programa de retiros comunicado por la compañía, así como la reversión de *impairments* (ingreso) registrada en el cuarto trimestre. Los costos de importación y compras domésticas también sorprendieron al alza durante el trimestre. **Así las cosas, consideramos que los resultados del trimestre fueron NEGATIVOS.**

### Hechos relevantes

- Contexto de volúmenes y precios:** Los resultados se explican principalmente por el contexto de precios y volúmenes vigente durante 2020; muy negativo en términos anuales, con recuperación a nivel trimestral. La producción de 697 kboed creció 2,0% T/T (disminuyó 4,9% A/A), los barriles transportados por 1.026,5 kboed, crecieron 4,8% T/T (disminuyeron 11,6% A/A), y la carga total de las refinerías creció 9,6% T/T (-5,9% A/A). Mientas tanto, el precio del petróleo Brent creció 3,3% T/T (disminuyó 30,0% A/A), la cotización en pesos creció 1,4% T/T (disminuyó 24,7% A/A), el precio de la canasta de venta de crudo en USD creció 6,0% T/T (-29,5% A/A), la de venta de productos creció 11,6% T/T (-24,3% A/A), mientras que la canasta de venta de gas natural disminuyó 0,8% T/T (+3,8% A/A).
- Producción actual y futura:** En 2020 el 36% de la producción viene de campos con tecnologías de recobro mejorado (recuperación secundaria y terciaria, que en 2019 participaron del 30%), 6 puntos porcentuales más que el año anterior. La apuesta a futuro depende en buena medida de la continuación de estos programas, el desarrollo de hallazgos costa afuera, la producción no convencional en Colombia, y el *Permian* en EEUU. Asimismo, la producción de gas creció 6,6% A/A, en línea con los objetivos de fortalecer la cadena de gas, e incrementar su participación en la producción, que actualmente llega a la quinta parte del total. Se debe recordar que, si bien el gas ofrece estabilidad de precios, la compañía no incluye al transporte ni a la distribución de gas dentro de su integración, una de las fortalezas de la Ecopetrol en el caso del petróleo y los productos refinados. Como ha sido usual ante escenarios adversos, el segmento de *midstream* permitió el logro de una utilidad neta para el accionista positiva, manteniendo niveles de EBITDA y márgenes EBITDA elevados a pesar del impacto negativo por los menores volumen transportados (Gráfico 1).

### Resumen resultados financieros

Ecopetrol					
Cifras en COP miles de MM	4T19	3T20	4T20	Var % T/T	Var % A/A
Producción Total (kbped)	729,8	680,9	694	1,9%	-4,9%
Ingresos operacionales	18.581	12.323	14.190	15,2%	-23,6%
EBITDA	7.174	5.254	4.334	-17,5%	-39,6%
Utilidad Neta	4.009	855,0	675	-21%	-83,2%
Margen EBITDA	38,6%	42,6%	35,0%	-763 pbs	-360 pbs
Margen Neto	21,6%	6,9%	6,5%	-43 pbs	-1507 pbs

24 de febrero de 2021

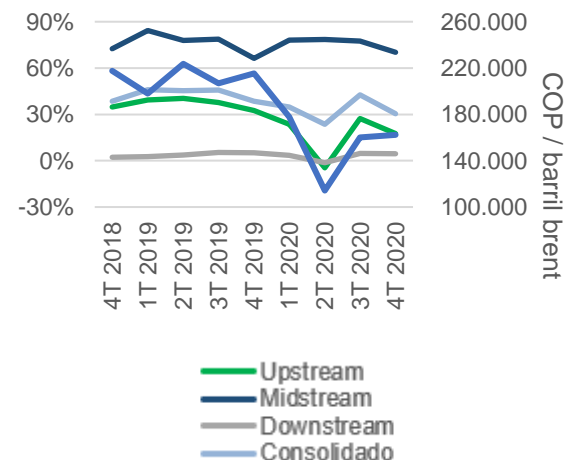


### Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	2.523
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	94,2
Ultimo Precio	2.291
YTD (%)	+2,81%

**Gráfico 1. Margen EBITDA vs Brent en pesos colombianos**



**Andrés Duarte Pérez**  
 Director de Renta Variable  
 Corficolombiana

andres.duarte@corficolombiana.com



# Impuesto diferido opaca resultado neto

 Regresar

**Canacol presentó resultados negativos en el 4T20.** A pesar que los ingresos netos de regalías y transporte estuvieron 7,2% por encima de nuestras expectativas, como resultado de mayores precios de venta en el mercado spot dada una recuperación gradual de la demanda de gas, la utilidad neta disminuyó 96,4% A/A (-64,6% T/T), y se ubicó 94,1% por debajo de nuestras expectativas. Esto se explica por: **i)** Mayores gastos operacionales por Mpc (+10,0 % A/A) relacionados con gastos de mantenimiento no ejecutados durante el primer trimestre del año; **ii)** El incremento en la tasa de regalías como consecuencia de mayor producción en el bloque VIM 5, el cual esta sujeto a una tasa de regalía mas alta; y por último **iii)** Un incremento significativo en el impuesto diferido el cual la compañía lo atribuye a la provisión de valuación de USD 37,9 MM durante el año.

### Hechos relevantes

- **Net Back Operativo no se benefició de mejores precios:** En nuestra opinión, la compañía no logró capitalizar los mejores precios de venta promedio de gas netos de transporte (+1,1% A/A y 4,8% T/T), dado mayores costos operacionales (+10,0% A/A y +10,0% T/T) por efecto estacional, sumado al incremento en el gasto de regalías por Mpc de 2,8% A/A (10,6% T/T) y el mayor gasto de impuesto diferido dado el limitante en la utilización de las perdidas existentes, por una sentencia del consejo de estado sobre el tratamiento de las perdidas de impuestos en las fusiones. Vale la pena aclarar que el mayor gasto de impuesto diferido no es un gasto de caja, por lo cual, los fondos ajustados de las operaciones estuvieron en línea con nuestras expectativas (-0,5%).
- **Solida posición de caja:** La menor ejecución de inversión de capital durante el año (-6,0% A/A) por aplazamiento de perforaciones, sumado a una mayor producción de gas (+20,0 A/A) llevo a la compañía a cerrar el año con una posición de caja de USD 68,3 MM, lo cual representa un incremento del 66,0 % respecto al cierre de 2019. Este nivel de efectivo junto con la expectativa de generación de flujo de caja libre por mayor producción a futuro soportan el programa de distribución de dividendos de la compañía (*dividend yield* ~ 5,7%) junto con la estrategia de recompra de acciones. En este caso Canacol compró en 2020 dos millones de acciones por un total de aproximadamente 6 millones de dólares.

- **Señales de recuperación en la demanda de gas:** Después de alcanzar un nivel mínimo de producción de 136 MMpcd en abril de 2020 como resultado de la pandemia, la producción volvió alcanzar un máximo durante enero y febrero de 2021 de 182 MMpcd. Esperamos que la demanda continúe soportando un nivel de precios de gas promedio entre 3,55 – 3,60 Mpc y niveles de producción superiores a los 180 MMpcd durante el primer trimestre de 2021. Por otro lado, esperamos una resolución definitiva con respecto al proyecto del gasoducto Jobo – Medellín.

### Resumen resultados financieros

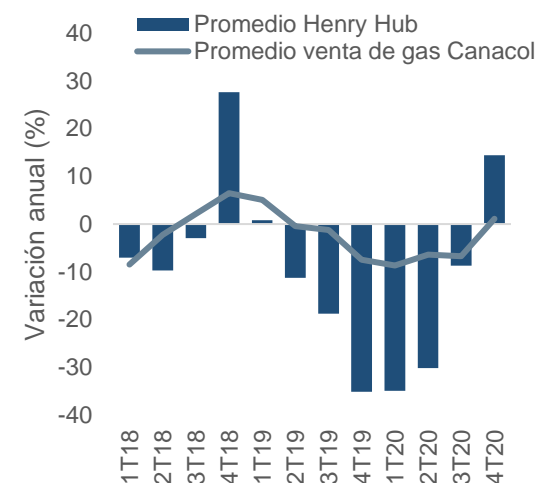
Cifras en USD miles	Canacol				
	4T19	3T20	4T20	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos, netos de regalías y transporte	65.795	57.429	63.976	-2,8%	11,4%
Utilidad (perdida) Neta	25.432	2.609	921	-96,4%	-64,7%
EBITDAX	43.144	42.303	45.941	6,5%	8,6%
Margen Neto	38,65%	4,54%	1,44%	-96,3%	
Margen EBITDAX	65,57%	73,66%	71,81%	624 pbs	-185 pbs
Producción de gas (Mcfpd)	180.986	162.984	170.087	-6,0%	4,4%
Producción de petróleo (boepd)	309	347	287	-7,1%	-17,3%
Netback (\$ / boepd)	20,49	19,76	20,44	-0,2%	3,4%

26 de marzo de 2021



Precio objetivo	15.000
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (COP BN)	1,85
Ultimo Precio	10.200
YTD (%)	-1,73%

### Gráfica 1. Precios de gas



Daniel Felipe Duarte Muñoz  
Analista de Renta Variable

Omar Suarez  
Gerente de Estrategia  
Renta Variable





**Buen cierre de un difícil año**

 Regresar

**Terpel presentó resultados POSITIVOS para el 2T20.** A nivel de volumen comercializado, no obstante en términos anuales siguió evidenciando un decrecimiento a raíz de la coyuntura derivada por la pandemia, resaltamos la recuperación que presentaron frente al 3T20 de 22,3%, gracias a la mayor reactivación económica y flexibilización en restricciones de movilidad de las geografías donde Terpel tiene presencia. De esta manera, los ingresos evidenciaron una dinámica positiva trimestral (+20,8%), al igual el EBITDA, que frente al 4T19 también registró una dinámica favorable, beneficiado por un control importante en costos, un efecto positivo del decalaje y una reversión presentada en las provisiones en el negocio de aviación. De esta manera, observamos un margen EBITDA creciendo 144 pbs A/A (+108 pbs T/T). Finalmente, la utilidad neta del 4T20 registró un relevante crecimiento, y no obstante revertió gran parte de la pérdida acumulada al 3T20, que ascendía a COP 120,9 mil MM, está se mantuvo en terreno negativo (-COP 39,7), evidenciando el fuerte impacto que experimentó Terpel durante el año por la pandemia.

### Hechos relevantes

- **Mayor movilidad, mayores volúmenes de venta:** La recuperación de la demanda, ante la mayor reactivación económica y flexibilidad en términos de movilidad en las geográficas donde Terpel tiene presencia, soportó la mejora trimestral del volumen comercializado en el 4T20 (+22,3% T/T), con todos los países, a excepción de Ecuador, registrando crecimientos superiores a 20%. En Colombia que representó el 75,4% del volumen consolidado, su crecimiento fue de 24,3%. En términos acumulados, el volumen comercializado de Terpel se ubicó en 2.264 MM de galones, evidenciando un decrecimiento del 22,4% frente a 2019, reflejando el fuerte impacto por la pandemia, mayormente en segmentos como aviación, estaciones de servicio de líquidos (EDS), GNV y lubricantes.
- **Utilidad evidencia mejora pero no sale del terreno negativo en 2020:** Durante el 4T20, la mejor dinámica en términos de volumen de ventas se vio reflejada en un crecimiento del 20,8% T/T a nivel de ingresos (-23,6% A/A) y del EBITDA tanto trimestral (+53,7%) como anual (+7,0%), debido también a: **i)** Importante disminución en costos (-45,9% A/A) y eficiencias operativas; **ii)** Impacto positivo del decalaje (+COP 1.448 MM), dada la importante recuperación registrada por los precios del crudo; y **iii)** La reversión de provisiones de VivaAir por COP 885 millones gracias a acuerdos de pagos pactados con la aerolínea. De esta manera, el margen EBITDA para el 4T20 se ubicó en 5,1%, 144 pbs mayor al observado en el mismo trimestre del año anterior, y la utilidad neta se ubicó en COP 90 mil MM, 47,7% superior A/A.

No obstante las mejoras en los resultados observadas en el 4T20 acotaron la pérdida neta acumulada al 3T20 de Terpel, esta no logró salir de terreno negativo, finalizando en -COP 39,7 mil MM.

- **Aspectos finales:** El apalancamiento de Terpel cerró 2020 en 4,2x (Deuda Neta / EBITDA), no obstante pensamos comenzaría a descender paulatinamente, ante una mayor recuperación del EBITDA. Sin embargo, será fundamental monitorear el desarrollo de la pandemia, dado que una nueva ola de contagios, que desencadene en nuevas restricciones de movilidad, impactarían nuevamente los resultados de la compañía.

### Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	Terpel				
	4T19	3T20	4T20	Var % T/T	Var % A/A
Volumen (MM Gls)	755	543	664	22,3%	-12,1%
Ingresos	6.038	3.819	4.612	20,8%	-23,6%
EBITDA	218	152	233	53,7%	7,0%
Utilidad Neta	61	20	90	357,4%	47,7%
Margen EBITDA	3,6%	4,0%	5,1%	108 pbs	144 pbs
Margen Neto	1,0%	0,5%	2,0%	144 pbs	94 pbs

Fuente: Informes financieros Terpel. Construcción: Casa de Bolsa

26 de marzo de 2021

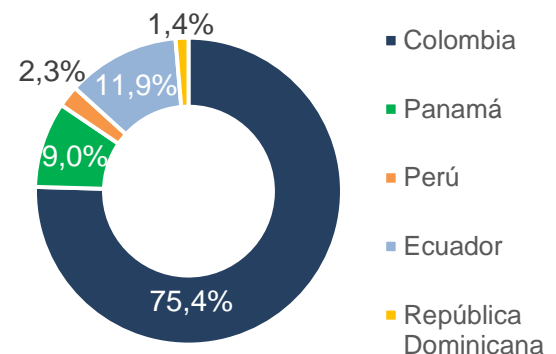


### Información especie

Cifras en COP

Acciones en circulación (MM)	181,4
Último Precio	7.800
Market Cap (BN)	1,41
YTD (%)	-9,3%
Último año (%)	-2,5%

### Gráfica 1. Participación volumen comercializado Terpel 4T20



Fuente: Informes financieros Terpel.  
Construcción: Casa de Bolsa

**Juan Felipe D'luyz**

Analista Renta Variable

juan.dluyz@casadebolsa.com.co

**Omar Suárez**

Gerente de Estrategia

Renta Variable

omar.suarez@casadebolsa.com.co



# Precio del oro jalona ante débil producción

 Regresar

**Mineros presentó resultados NEUTRALES en el 4T20, en gran medida en línea con las expectativas del consenso del mercado.** Durante el 4T20, la producción de las tres operaciones evidenció un decrecimiento anual de doble dígito, que conllevó a que a nivel consolidado se contrajera 19,8%. Sin embargo, la sobresaliente dinámica del precio promedio de venta de oro de Mineros (+27,7% A/A) soportó en gran medida los resultados operacionales del trimestre, con un nivel de ingresos de USD 122 MM (+2,4% A/A), EBITDA de USD 40 MM (+23,8% A/A) y una utilidad neta que se situó en USD 13 MM, 54% mayor frente al 4T19. Respecto al *cash cost* (USD 1.164 / Oz), resaltamos que se vio presionado al alza por la debilidad de la producción observada durante el 4T20, así como por un mayor costo del material artesanal en Nicaragua y ejecución de inversiones de mantenimiento. Así las cosas, Mineros cerró un 2020 cuyos resultados fueron positivos, favorecidos en una gran medida por la fuerte valorización del precio del oro, con una utilidad neta acumulada de USD 63,7 MM, con base en la cual propondrá en la próxima Asamblea de Accionistas un dividendo de cerca de COP 251 / acción, equivalente a un atractivo *dividend yield* de ~ 6,1%.

### Hechos relevantes

- **Débil cierre a nivel de producción:** En el 4T20, la producción consolidada disminuyó 19,8% A/A (+1,2% T/T) impactada por los siguientes aspectos: **i)** Afectación de los huracanes IOTA y ETA en Nicaragua, donde Hemco registró una contracción de su producción de 20,6%; **ii)** Disminución en la producción en Argentina (-19,2%) dado el agotamiento natural de un sector de la mina a cielo abierto y una baja tasa de recuperación de los inventarios de oro; y **iii)** En Colombia (-14,3% A/A), tras la venta de la Operadora Minera en el 3T20. De esta manera, la **producción cerró 2020 en un nivel de 272 mil onzas**, disminuyendo 8,1% frente a 2019. Aún así, el nivel presentado se ubicó en línea con el nivel ajustado a la baja en el 3T20 de 270 mil onzas.
- **Precio del oro pone la buena cara:** Como observamos en el 3T20, los ingresos (+0,2% T/T y +2,4% A/A) estuvieron favorecidos por el incremento de 27,7% A/A del precio promedio de venta de oro en el 4T20. Pese al control en términos anuales de los costos (-7,2%), el *cash cost* aumentó 13,7% (+14,0% T/T), debido a la menor producción, un mayor costo del material artesanal en Nicaragua por el aumento del precio *spot* del oro y la ejecución de inversiones de mantenimiento. Así las cosas, el margen EBITDA (33%) evidenció un crecimiento de 568 pbs y la utilidad neta se ubicó en USD 13 MM (+54,0% A/A).

Destacamos los positivos resultados de Mineros en 2020, reflejados en un crecimiento del 46,8% del EBITDA y una utilidad neta que se situó en USD 63,7 MM (+69,8%), apalancados principalmente por el sobresaliente desempeño del precio del oro en un año con un importante nivel de incertidumbre a raíz de la pandemia.

- **Aspectos finales:** Resaltamos la amplia flexibilidad financiera de Mineros, reflejada en un nivel de apalancamiento (Deuda neta / EBITDA) de 0,1 veces en 2020. Por su parte, es importante mencionar que dado el menor nivel de incertidumbre, la corrección del precio del oro en el 1T21 podría limitar los resultados en el siguiente trimestre de la minera, de mantenerse la débil dinámica reciente a nivel de producción.

### Resumen resultados financieros

Mineros					
Cifras en USD millones	4T19	3T20	4T20	Var % T/T	Var % A/A
Producción (mil Oz AuEq)	81	64	65	1,2%	-19,8%
Ingresos	119	121	122	0,2%	2,4%
EBITDA	32	52	40	-22,7%	23,8%
Utilidad Neta	9	25	13	-46,0%	54,0%
Margen EBITDA	27,3%	42,8%	33,0%	-978 pbs	568 pbs
Margen Neto	7,3%	20,4%	11,0%	-941 pbs	369 pbs

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

26 de marzo de 2021



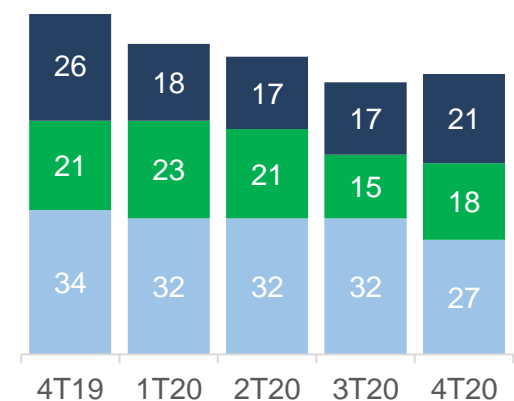
### Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	4.807
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	1,1
Ultimo Precio	4.139
YTD (%)	-0,7%

### Gráfica 1. Producción por operación Mineros - Cifras en miles de onzas

■ Nicaragua ■ Argentina ■ Colombia



Fuente: Informes financieros Mineros.

Construcción: Casa de Bolsa SCB

**Juan Felipe D'luyz**

Analista Renta Variable

juan.dluyz@casadebolsa.com.co

**Omar Suárez**

Gerente de Estrategia

Renta Variable

omar.suarez@casadebolsa.com.co



## **Desapalacamiento da réditos**

 **Regresar**

**Grupo Éxito presentó resultados financieros Positivos** en el 4T20. Las ventas mostraron estabilidad a nivel anual y un crecimiento significativo a nivel trimestral (+0,5% A/A y 19,0% T/T) en medio de la buena dinámica registrada en los canales de comercio electrónico y directo en Colombia, acompañados de los formatos Éxito Wow y Carulla Fresh Market. A nivel internacional, en Uruguay la compañía mantuvo su propuesta enfocada en su modelo Fresh Market y el fortalecimiento del omnicanal. Por su parte, a nivel de rentabilidad, el margen EBITDA recurrente llegó al 10,6% (-28 pbs A/A y +376 pbs T/T), en medio de eficiencias operacionales generadas en el periodo. El margen neto se ubicó en 3,3% (+154 pbs A/A y +190 pbs T/T). A nivel anual, el margen EBITDA recurrente finalizó en 8,1% (vs 8,4% del 2019) dada una menor contribución de los negocios complementarios, los cuales se vieron afectados por las restricciones a la movilidad debido a la pandemia, pese a mayores eficiencias en la estructura de costos y gastos operativos. La utilidad neta (+ 87,4% A/A) se vio beneficiado por menores gastos financieros.

### Hechos relevantes

- **Fuerte crecimiento orgánico:** Sólido crecimiento en ventas consolidadas, en línea con nuestra expectativa (2,9% A/A), jalonado en parte por el buen desempeño de Éxito (10,0% A/A), en particular el formato WOW (13,9% A/A), y Carulla Fresh Market (18,4%). Por su parte, el canal omnicanal, a raíz de la pandemia, alcanzó un máximo histórico de participación de 12,4% (vs 4,5% A/A) sobre las ventas totales. Por otro lado, la categoría B2B, que tan solo representa el 8,4% de las ventas en Colombia, estuvo impactado negativamente por las ventas al segmento corporativo. Creemos que esto continuará siendo el caso durante el primer semestre de 2021. En todo caso, el mix de ventas del grupo, cada vez más dependiente de Éxito WOW (20% de participación) parece ser favorable para la rentabilidad consolidada toda vez que la administración estima un ROI del 30% en esta categoría. Finalmente, la utilidad neta del año, 53% superior a nuestra expectativa, se vio favorecida por una estructura de capital menos apalancada.
- **Negocios complementarios:** A pesar del impacto causado por la pandemia, especialmente en el tráfico de los centros comerciales, el vehículo inmobiliario operado por Grupo Éxito, VIVA malls, cerró el año con una ocupación del 92%. Esto es importante considerando a futuro la reactivación del comercio y la normalización de los acuerdos con los arrendatarios. Los ingresos de los negocios complementario disminuyeron 25,2% respecto a 2019 (aproximadamente COP 182,000 MM).
- **Dividendos:** La compañía informó que la Asamblea General de Accionistas se llevará a cabo el 25 de marzo de 2021, en la cual propondrá la distribución de un dividendo anual de COP 387 / acción. Esto resultaría en un dividend yield de 2,8% y un payout del 75%.

26 de marzo de 2021

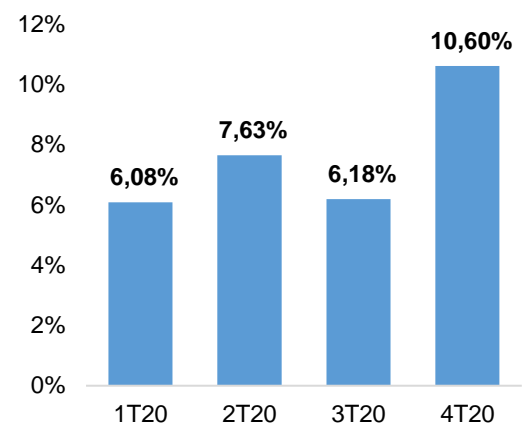


### Información especie

Cifras en COP

<b>Precio objetivo</b>	<b>17.270</b>
<b>Recomendación</b>	<b>Neutral</b>
Market Cap (BN)	6,1
Ultimo Precio	13.650
YTD (%)	-1,73%

### Gráfica 1. Evolución Margen EBITDA



Fuente: Grupo Éxito. Construcción Corficolombiana

### Resumen resultados financieros

Grupo Éxito					
COP miles de MM	4T19	3T20	4T20	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	4,325	3,650	4,345	0.5%	19.0%
Utilidad Bruta	1,184	902	1,142	-3.5%	26.6%
EBITDA Recurrente	470	249	460	-2.1%	84.6%
Utilidad Neta (Éxito)	77	52	144	87.4%	178.5%
Margen Bruto	27.4%	24.7%	26.3%	-109 pbs	158 pbs
Margen EBITDA Recurrente	10.9%	6.8%	10.6%	-28 pbs	376 pbs
Margen Neto	1.8%	1.4%	3.3%	154 pbs	190 pbs

Daniel Felipe Duarte  
**Analista II Renta Variable**  
Corficolombiana

Omar Suarez  
**Gerente de Estrategia**  
Renta Variable  
Casa de Bolsa



## Márgenes puestos bajo presión

 Regresar

## Márgenes puestos bajo presión

**Grupo Nutresa presentó resultados NEUTRALES en el 4T20.** A pesar de un trimestre débil a nivel de volúmenes de venta (-0,8% A/A), los ingresos estuvieron favorecidos por una dinámica positiva en precios (+7,8% A/A), tanto a nivel local (+5,2% A/A) como en el segmento internacional (12,8% A/A). En Colombia el incremento promedio en precios fue el resultado del cambio en la mezcla de ventas, en particular, menores ventas a industriales cuyo precio es significativamente menor. En el segmento internacional, a pesar de una contracción en volúmenes (-4,4% A/A), especialmente en TMLUC (-12,2% A/A), Alimentos al Consumidor (-12% A/A) y Pastas (-11,8%), las ventas crecieron 7,8% A/A en pesos, en parte, por efecto devaluación. Por otro lado, en términos operacionales, el margen bruto se contrajo 201 pbs A/A (256 pbs T/T) derivado del aumento en el costo de las materias primas y la devaluación. Sumado a lo anterior, el margen EBITDA también estuvo presionado por efecto estacional (-178 pbs A/A, -190 pbs T/T).

### Hechos relevantes

- Mayor costo de ventas:** A nivel de categorías, el portafolio de productos concentrado en alimentos de consumo dentro del hogar, como Cárnicos y Pastas, benefició el resultado consolidado de ventas durante el trimestre. Entre tanto, aquellos productos enfocados en consumo por fuera del hogar, como Alimentos al Consumidor, Helados y Café presentaron decrecimientos con respecto al año anterior. Los volúmenes de ventas disminuyeron 0,8% A/A toda vez que, en Colombia, en el último trimestre del año, se implementaron restricciones sectorizadas y con alternancia en algunas regiones, especialmente en el mes de diciembre. A pesar de lo anterior, las ventas incrementaron 6,9% A/A derivado del aumento en los precios promedio de venta (+7,8% A/A), tanto a nivel local (+5,2% A/A) - resultado del cambio en la mezcla de venta de productos - como a nivel internacional (+12,8% A/A) por efecto devaluación.
- Márgenes presionados:** El margen Bruto y margen EBITDA se contrajeron con respecto al 4T19 201 pbs y 178 pbs respectivamente como consecuencia de: **i)** Efecto estacional (vencimiento de contratos a final del año); **ii)** Devaluación del peso colombiano; **iii)** Mayores precios de materias primas; y **iv)** Menor dilución de costos fijos por decrecimiento en volúmenes de venta. Así mismo, durante el año, el comportamiento de los costos fue similar, con excepción al efecto estacional de acumulación de costos, y en línea con nuestra expectativa de EBITDA de COP 1.45 BN ([ver inicialización de Nutresa](#)).

- Expectativas 2021:** El apalancamiento relativamente saludable (1,86x Deuda Neta/ EBITDA), junto con la sólida posición de caja de la compañía (COP 0,9 BN) abre las puertas a una posible adquisición, o inclusive a la ejecución del programa de recompra de acciones aprobado de hasta por COP 300 mil MM. En 2021, vemos ventas creciendo alrededor de 8,3% y el EBITDA aumentando ~ 5%, presionado levemente por mayores costos en las materias primas.

### Resumen resultados financieros

GRUPO NUTRESA					
COP miles de MM	4T19	3t20	4T20	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	2.759	2.853	2.949	6,9%	3,4%
Utilidad Neta (Controladora)	94	142	110	16,9%	-22,5%
EBITDA	355	371	327	-7,9%	-11,8%
Margen Neto	3,4%	5,0%	3,7%	31,9 pbs	-124,8 pbs
Margen EBITDA	12,9%	13,0%	11,1%	-178,2 pbs	-190,7 pbs

26 de marzo de 2021

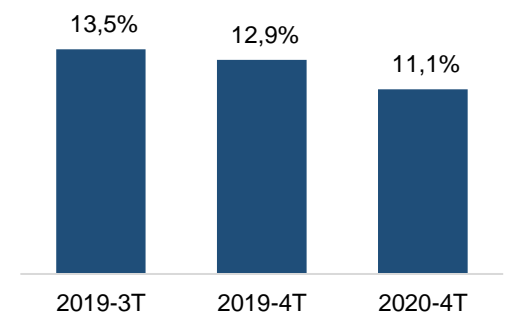


### Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	29.500
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	10,9
Ultimo Precio	23.580
YTD (%)	-1,75%

### Gráfica 1. Margen EBITDA



Fuente: Grupo Nutresa. Construcción: Corficolombiana.

Daniel Felipe Duarte  
Analista II Renta Variable  
Corficolombiana

Omar Suarez  
Gerente de Estrategia  
Renta Variable  
Casa de Bolsa





**Se mantiene alto apalancamiento**

 Regresar

Consideramos los resultados financieros de Cementos Argos como **NEUTRALES**, con sorpresas positivas en la evolución de volúmenes y márgenes. La dinámica de los ingresos (-1,1% A/A y -1,8% T/T) estuvo relacionada con menores ingresos anuales en Colombia y EE.UU, afectados por una reducción en volúmenes, donde EE.UU estuvo impactada por la débil dinámica del segmento comercial, mientras que en Centro América y el Caribe se registraron mayores volúmenes de cemento principalmente en República Dominicana y Puerto Rico. De esta manera, los volúmenes consolidados de cemento mostraron estabilidad (+2,0% A/A y +1,0% T/T cemento) mientras que en concreto se registraron contracciones (-15,8% A/A ajustado y -4,0% T/T). A nivel consolidado, el margen EBITDA ajustado se ubicó en 19.3% (+290 pbs A/A y -97 pbs T/T) en medio de la continuidad en el programa RESET. Se presentó un incremento en otros gastos operacionales, menores gastos financieros netos (-11,6% A/A y -3,8% T/T) y una menor tasa impositiva (51% 4T20 vs 58% 4T19), con la utilidad neta de la controladora presentando un comportamiento a la baja (-79,5% A/A y -87,4% T/T), incluyendo la multa provisionada relacionada con el Dpto. de Justicia en EE.UU. Resaltamos que a nivel anual las estrategias de ahorros y eficiencias operacionales permitieron que el margen EBITDA llegara al 17,9% (-82 pbs A/A), mientras que el margen EBITDA ajustado se ubicó en 18,7% (+153 pbs).

### Hechos relevantes

• **EE.UU con un segmento comercial menos dinámico:** Los volúmenes de cemento registraron un comportamiento mixto (-3,0% A/A y +1,5% T/T) mientras que los de concreto registraron una disminución (-15,8% A/A ajustado y -3,3% T/T) en medio de condiciones menos favorables del mercado en el segmento comercial, pese a que en las Carolinas y estados del sur los volúmenes de cemento crecieron doble dígito A/A como resultado del aumento de proyectos de construcción de centros de distribución y bodegas. Los precios de cemento permanecieron estables mientras que los de concreto aumentaron 2%. La compañía continúa buscando incrementar la participación en el segmento de Obras civiles e Infraestructura en los despachos de concreto, con participación del 12,7% al 4T20 vs 8,1% en 4T19. El margen EBITDA ajustado llegó al 18,5% donde el programa RESET generó USD 4,6 MM en ahorros. La compañía mantiene la exportación de cemento desde Cartagena a su operación de concreto premezclado en Houston.

• **Colombia mejora poco a poco:** Se registraron menores ingresos a nivel anual, con mejoras a nivel trimestral en 4T20 (-3,0% A/A y + 4,3% T/T), en medio de una leve contracción anual en volúmenes de cemento y una recuperación secuencial (-1,7% A/A cemento y +8,3% T/T) dada la estrategia de recuperación de volumen y participación de mercado, mientras que el concreto presentó reducciones (-12,0% A/A), con menor exposición al segmento masivo. Se registraron precios más altos en comparación con el 4T19 y USD 1,8 MM en ahorros dentro del programa RESET. Por su parte, el margen EBITDA se ubicó en 22,2% (+33 pbs A/A ajustado y +332 pbs T/T).

• **Caribe y Centro América a paso lento:** Se registró estabilidad anual y reducción trimestral a nivel de ingresos en USD (-0,0% A/A y -3,3% T/T), en medio de mayores volúmenes y una caída de 3% en el precio promedio ponderado del cemento. Los volúmenes de cemento (+13,5% A/A y -5,9% T/T) se registraron en medio de la tendencia de la actividad de la autoconstrucción y la continuidad de las operaciones en Panamá en 4T20.

26 de marzo de 2021

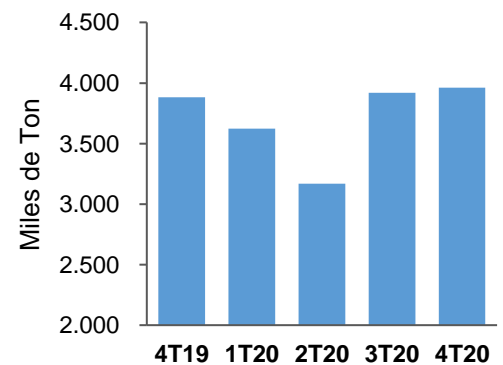


### Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	6.254
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	7,6
Ultimo Precio	5.845
YTD (%)	-5,4

### Volumen cemento consolidado



Roberto Carlos Paniagua  
Analista II Renta Variable  
Corficolombiana

Omar Suárez  
Gerente de Estrategia  
Renta Variable

### Resumen resultados financieros

Cifras en COP miles millones	CEMARGOS				
	4T19	3T20	4T20	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	2,348	2,364	2,322	-1.1%	-1.8%
Utilidad Neta (Controladora)	34	55	7	-80%	-87%
EBITDA*	385	479	448	16%	-6%
Margen Neto	1%	2%	0%	-115 pbs	-203 pbs
Margen EBITDA	16.4%	20.3%	19.3%	290 pbs	-97 pbs
Volumen de Cemento (M Tm)	3,882	3,920	3,961	2.0%	1.0%
Volumen de Concreto (M m3)**	2,314	2,030	1,949	-15.8%	-4.0%

\*Con IFRS 16 y ajustado por ventas de activos en EE.UU en 4T19.

\*\*Ajustado por plantas de RMC desinvertidas en el 4T19.



**Se mantiene eficiencia en costos**

 **Regresar**

Consideramos que los resultados financieros de Cemex Latam Holdings presentaron sorpresas positivas a nivel de utilidad neta y estabilidad en margen EBITDA. Las ventas consolidadas (-8% A/A y +4% T/T) reflejaron un menor nivel de ventas anuales en Colombia y Panamá, mientras que el Resto de CLH tuvo un desempeño destacado. Por su parte, Costa Rica no presentó variación en sus ventas. Los volúmenes consolidados de cemento gris se contrajeron anualmente y registraron estabilidad a nivel trimestral (-5% y 0% respectivamente). A nivel consolidado, el margen EBITDA presentó estabilidad hasta el 23% en 4T20 y cerró el año en 22% (vs 20% de 2019) en medio de mayores precios en regionales como Colombia y el Resto de CLH, así como menores costos operativos, y una reducción en gastos operacionales en sus regionales. La utilidad neta del 4T20 se ubicó en USD 8 MM (pérdida de USD 3 MM en 4T19), con ingresos financieros por efectos cambiarios por USD 23 MM. Durante el 2020 se registró una pérdida neta de USD 121 MM, en medio del deterioro no monetario del crédito mercantil en 3T20.

### Hechos relevantes

26 de marzo de 2021

• **Colombia mantiene estrategia de precios:** En el 4T20 los volúmenes de cemento registraron contracciones (-7% A/A y -2% T/T), debido al impacto de un aumento en los precios del cemento (5% A/A y 0% T/T) y un nuevo competidor, pese a una recuperación en los volúmenes del mercado nacional, dado que la compañía mantiene su estrategia de protección de márgenes, con el margen EBITDA estable en 24,9% (+4 pbs A/A y +30 pbs T/T), donde la dinámica en precios estuvo acompañada de menores gastos operacionales y costos, incluyendo mantenimientos. En enero 2021 se realizó aumento de precios para el cemento ensacado.

• **Panamá y Costa Rica a diferentes ritmos:** En Panamá, el país más afectado por la pandemia dentro de las regionales de CLH, los volúmenes de cemento registraron comportamiento mixto (-35% A/A y +55% T/T) en medio de una tardía reactivación en las operaciones tras las restricciones gubernamentales por el COVID-19, sumado a una débil demanda y mayor competencia tras la entrada de un nuevo productor de cemento en junio de 2020. Buscando mejorar la utilización de su planta, se ha exportado cemento y clinker a la región caribe. El margen EBITDA se ubicó en 15,6% (-1,147 pbs A/A y +661 pbs T/T) en medio de menores gastos discrecionales, con reducciones en la jornada laboral. En 2021 esperan estabilidad en precios. Cabe mencionar que el gobierno extendió para el 2021 el arancel del 30% al cemento importado. En Costa Rica, los volúmenes de cemento (-3% A/A y +8% T/T) reflejan un mercado más estable con el margen EBITDA en 38,3% (+782 pbs A/A y +398 pbs T/T) dados los mayores ahorros en costos operacionales.

• **Resto de CLH con mejor comportamiento:** Los volúmenes de cemento (+11% A/A y -6% T/T) registraron una mejora anual en Guatemala, El Salvador y Nicaragua, con afectación trimestral por huracanes en El Salvador y Nicaragua. Además de una leve mejora en precios del cemento (+0% A/A y +1% T/T), con el margen EBITDA llegando al 28,6% (+196 pbs A/A y -593 pbs T/T), por reducción en gastos y menores costos del Clinker en Guatemala.

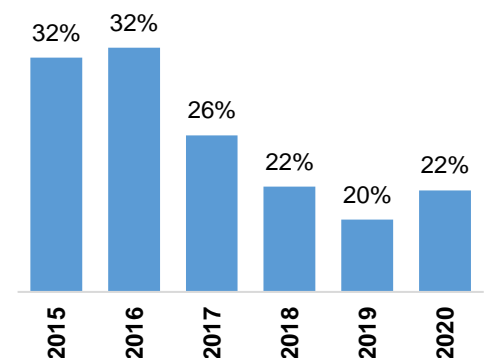


### Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	4.200
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	2,3
Ultimo Precio	4.250
YTD (%)	-8,3%

### Gráfica 1. Margen EBITDA Consolidado



### Resumen resultados financieros

Cifras en USD miles	CLH				
	4T19	3T20	4T20	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	236,827	209,064	218,187	-8%	4%
EBITDA	52,861	50,546	49,447	-6%	-2%
U. Neta Controladora	(3,112)	(109,263)	8,443	-	-
Margen EBITDA	22%	24%	23%	34 pbs	-151 pbs
Margen Neto	-	-	4%	-	-
Volumen de Cemento*	1,448	1,374	1,368	-6%	0%
Volumen Concreto**	570	463	467	-18%	1%

\* Gris doméstico Miles Toneladas métricas

\*\* Miles Metros cúbicos

Roberto Carlos Paniagua  
Analista II Renta Variable  
Corficolombiana

Omar Suarez  
Gerente de Estrategia  
Renta Variable  
Casa de Bolsa



# Backlog e ingresos con buen final de año

 Regresar

**Concreto publicó resultados financieros POSITIVOS en el 4T20.** La constructora termina el año 2020 con cifras sobresalientes. En términos de ingreso, aunque es evidente el impacto de la pandemia en la compañía (-34% A/A), recalcamos de manera positiva su crecimiento trimestre a trimestre (+83% T/T) como consecuencia de la reanudación paulatina en sus consorcios y en su negocio de construcción. Bajo esta premisa, observamos un crecimiento año a año en EBITDA (+69% A/A) al ubicarse en COP 58.839 MM y un desempeño destacable en su utilidad neta al alcanzar los COP 27.521 MM frente a las pérdidas incurridas durante el 3T20 y el 4T19. Con respecto al Backlog de la firma (COP 2.6 BN), resaltamos el sobresaliente desempeño comercial al incorporar nuevos contratos relacionados a la construcción de algunos tramos del Transmilenio en Bogotá. Por último, vemos como positivo la consecución del reperfilamiento de su deuda sindicada lo que le provocaría mayor flexibilidad financiera en el corto plazo.

### Hechos relevantes

• **Concreto cierra el año con cifras positivas:** En primera instancia, debemos destacar el positivo desempeño financiero que tuvo la constructora durante el cuarto trimestre del año, donde sus ingresos se ubicaron en COP 200.557 MM, representando un crecimiento del 83% T/T y un decrecimiento en términos anuales del 34%. Aunque es evidente el impacto que ha tenido la compañía por la pandemia, observamos como positivo la recuperación en sus ingresos trimestre a trimestre para el último cuarto del año 2020. En consecuencia de esto, observamos cifras positivas en el Ebitda. creciendo cerca de un 69% A/A, y una utilidad neta positiva frente lo acontecido en el 3T20 y en el 4T19. De manera relevante, debemos mencionar que el buen comportamiento durante el trimestre fue ocasionado por la reanudación en su dinámica de construcción y activación paulatina en sus consorcios. Respecto a su negocio inmobiliario vemos un comportamiento sobresaliente durante el 4T20 al reflejar un incremento en sus ventas de vivienda (+30% A/A). En contraste, Pactia sigue ejerciendo presión en sus resultados (-3,3% A/A en su NOI), producto de alivios y vacancias en el segmento comercial y hotelero.

• **Backlog al alza por buen desempeño comercial e incorporación de proyectos previos:** Observamos al Backlog ubicarse en COP 2.6 BN por encima del registrado en el año 2017 (COP 2.4 Bn). La incorporación de los proyectos con Transmilenio, la adjudicación de la Concesión DCO por COP 300 mil MM, la entrada en operación de Vía 40 Express y la extensión en el contrato con Hidroitango dejarían a la compañía con cerca de 4 años de operación, siendo esto positivo para la firma.

• **Consideraciones Finales:** En términos de endeudamiento, resaltamos la consecución con éxito del reperfilamiento de su deuda con las entidades financieras sindicadas, lo que le brindaría mayor flexibilidad en el corto plazo. A su vez, destacamos como positivo la obtención del crédito puente para la concesión Vía 40 (COP 693 mil MM) que aseguraría el inicio de su construcción.

26 de marzo de  
2021

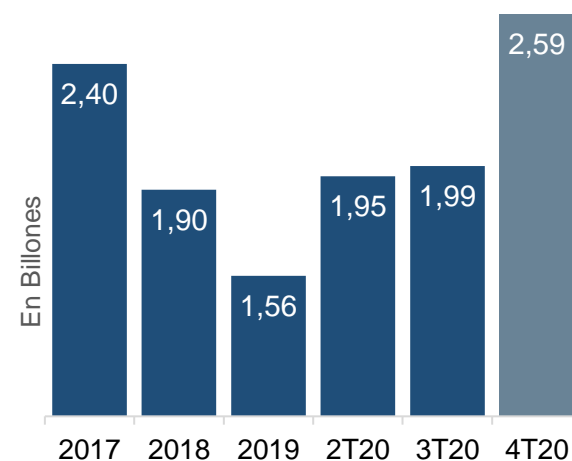


### Información especie

Cifras en COP

Recomendación	En Revisión
Market Cap (MM)	572,000
Último Precio	COP 504
YTD (%)	14,9%

### Gráfica 1. Backlog en BN



### Resumen resultados financieros

Concreto					
Cifras en COP MM	4T19	3T20	4T20	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos ordinarios	305.528	109.627	200.557	-34%	83%
Utilidad Neta	-8.016	-26.585	27.521	-	-
EBITDA	34.848	-16.144	58.839	69%	-
Margen Neto	-2,62%	-24,25%	13,72%	16,3 p.p	37,9 p.p
Margen EBITDA	11,41%	-14,73%	29,34%	17,9 p.p	44 p.p

**Sergio Segura**  
Analista Renta Variable  
sergio.segura@casadebolsa.com.co

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



Construcciones  
**EL CONDOR S.A.**

# **Costos siguen pasando factura en recuperación**

 Regresar

## Costos siguen pasando factura en recuperación

**El Cóndor publicó en el 4T20 resultados financieros NEUTRALES.** Destacamos la mejora trimestre a trimestre en sus Ingresos y Ebitda (+8% T/T y +121% T/T respectivamente) producto de la paulatina reanudación de sus obras de construcción en sus concesiones. Sin embargo, el impacto que ha provocado la pandemia en su operación es evidente y ha hecho que su utilidad neta haya reflejado un decrecimiento año a año del 60% (eliminando la venta de su activo Túnel de Oriente durante el 2019) hasta ubicarla en COP 15.467 MM. En contraste, hacemos hincapié de manera positiva en el crecimiento del backlog para el cierre del año 2020, donde este presentó un crecimiento cercano al 46,8% T/T, provocado por la incorporación de un nuevo otrosí dentro del contrato Santa Marta Paraguachón y la celebración del acuerdo por el 50% del Contrato EPC Rio Magdalena. Por último, resaltamos la propuesta de dividendos para el 2021 (COP 24,27) a pesar de un año retador para la constructora.

### Hechos relevantes

● **Cifras financieras reflejan mejoría producto de paulatina reactivación:**

En primera instancia debemos destacar la mejora paulatina que tuvo la constructora en sus ingresos al ubicarse en el trimestre en COP 250.762 MM, reflejando un crecimiento del 6% A/A y un 8% A/A como consecuencia de la retoma en los procesos de construcción correspondiente a sus proyectos de concesiones. Por su parte, al analizar el EBITDA destacamos que este alcanzó para el trimestre los COP 39.425 MM, reflejando un avance del 121% T/T y una contracción del -62% A/A, haciendo hincapié que durante el año 2019 este indicador reflejó la utilidad por venta del activo Túnel de Oriente (-38% A/A eliminando la venta de sus activos en el 2019). No obstante, la operatividad de la compañía refleja una mejora destacable trimestre a trimestre, es evidente que a consecuencia del inicio de la temporada de lluvias y la emergencia nacional durante el año 2020, la utilidad neta refleja una contracción frente al 4T19 (-80% A/A). Esperamos que con la puesta en marcha a ritmo normal de las construcciones, durante el año 2021 los márgenes operativos de El Condor reflejen una mejoría.

● **Suscripción de otrosí y Autopista Rio Magdalena impulsan la mejora del Backlog:**

Resaltamos de manera positiva el incremento del saldo de obras por ejecutar de la compañía (+46,8% T/T), dada la incorporación de un nuevo otrosí dentro del contrato Santa Marta Paraguachón (+COP 24.122 MM) y la celebración del acuerdo por el 50% del contrato EPC Rio Magdalena (+COP 775.567 MM). Ligado a esto, debemos mencionar que el pasado viernes 26 de febrero del 2021, la firma en su alianza con ISA, presentó sus intenciones de participar en la Concesión Malla Vial del Cauca. Se espera que los resultados sean publicados en el mes de abril.

● **Dividendo sería de COP 24,27 pagado en tres cuotas iguales:**

La Constructora tendría la intención de presentar a la Asamblea un dividendo por COP 24,27, reflejando un descenso del 11% frente al repartido en el 2020 y un Dividend Yield cercano al 2,4%.

### Resumen resultados financieros

El Condor					
Cifras en COP MM	4T19	3T20	4T20	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	236.359	232.459	<b>250.762</b>	6%	8%
Ebitda	104.114	17.837	<b>39.425</b>	-62%	121%
Utilidad Neta (Controladora)	78.170	172	<b>15.467</b>	-80%	8892%
Margen Neto	33,07%	0,07%	<b>6,17%</b>	-26,9 p.p	+6 p.p
Margen Ebitda	44,05%	7,67%	<b>15,72%</b>	-28,3 p.p	+8 p.p

26 de marzo de 2021

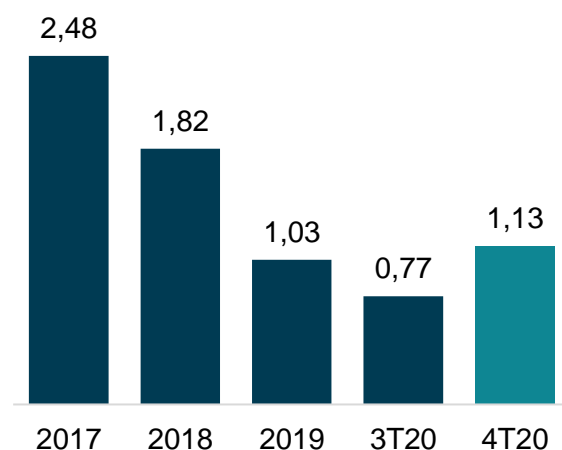


#### Información especie

Cifras en COP

Market Cap (MM)	592.746
Último Precio	COP 1032
YTD (%)	-13,9%
Backlog en BN	1.13

#### Gráfica 1. Backlog en COP BN



**Sergio Segura**

Analista Renta Variable

sergio.segura@casadebolsa.com.co

**Omar Suárez**

Gerente Estrategia Renta Variable

omar.suarez@casadebolsa.com.co





**CELSIA**

# **Dividendo favorable en medio de la coyuntura**



**Regresar**

## Dividendo favorable en medio de la coyuntura

**Consideramos los resultados financieros de Celsia como NEUTRALES.** Los ingresos consolidados en 4T20 se ubicaron en COP 898 mil MM (-7,2% A/A y +9,6% T/T), por encima de las estimaciones del mercado, donde en 4T19 se registraron no recurrentes relacionados con contribución de activos a Caoba Inversiones, retroactivo por la resolución de cargos por uso, reversión en la contribución a la SSPD y deterioros en los activos BLM y Porvenir II. Los ingresos por generación en Colombia se ubicaron en COP 181 mil MM (-13,8% A/A y +6,5% T/T). En Centroamérica los ingresos de generación en el 4T20 fueron de COP 92 mil MM (-39,4% A/A y +1,7% T/T), dado que BLM no vendió energía. En costos consolidados, su variación (-0,3% A/A y +6,4% T/T) se presentó tras mayores costos de conexión, mantenimiento y de personal. Por su parte, los gastos administrativos tuvieron reducciones del 23,8% A/A y 34,1% T/T. De esta manera, el margen EBITDA se ubicó en 37,4% (-178 pbs A/A y +598 pbs T/T), mayor al consenso del mercado, mientras que a nivel anual este llegó a 35,0% (vs 33,9% 2019). Adicionalmente, se registró una reducción anual en gastos financieros (-10,3% A/A y +35,3% T/T). En el trimestre se presentó una menor tasa de impuestos (41% vs 50% 4T19). De esta manera, la utilidad neta de la controladora llegó a COP 56 mil MM. Por otro lado, a nivel anual el margen neto se ubicó en 7,1% vs 12,7% 2019 (incluye no recurrentes). La Asamblea General de Accionistas se realizará el 24 de marzo de 2021, donde **se propondrá un dividendo anual de COP 262 / acción (-10,3% A/A), lo cual equivale a un payout del 100% y un yield superior al 5,0%.**

### Hechos relevantes

- Generación a la baja:** En Colombia las ventas en bolsa (-20,3% A/A y -7,1% T/T) se redujeron dada una menor generación, la cual se ubicó en 964 GWh (-7,0% A/A y -2,4% T/T), buscando un volumen de reserva suficiente para atender el verano nacional del 2021, junto al mantenimiento de Salvajina, en medio de menores precios anuales de la energía en bolsa hasta los COP 181/kWh (-37,0% A/A y +16,4% T/T). Las ventas en contratos (-8,7% A/A y +91,3% T/T) se dieron en medio de una disminución en las cantidades demandadas del comercializador propio por la coyuntura de aislamiento, con el precio promedio de los contratos del mercado regulado en COP 221 / kWh (+5,5% A/A y +0,8% T/T). Por su parte, el ingreso del Cargo por Confiabilidad presentó menores niveles por reducción en ingresos por ventas en el mercado secundario (-2,5% A/A y -6,8% T/T).

- Distribución y Comercialización:** Los ingresos por Uso y Conexión de Redes fueron de COP 67 mil MM (-57,4% A/A y +0,6% T/T) debido a la transferencia de activos a Caoba y el registro en diciembre 2019 del retroactivo de la Resolución 015, mientras que los ingresos por comercialización minorista llegaron a COP 515 mil MM (+22,4% A/A y +11,2% T/T). Cabe mencionar que, en Valle del Cauca el Indicador de Pérdidas Totales alcanzó 9,11% en 2020 frente a una meta de 9,44%, mientras que en Tolima se ubicó en 15,51% al finalizar el período, superando la meta del período propuesta en el plan de pérdidas a 10 años.

- En Panamá no se sintieron las térmicas:** La generación del 4T20 se ubicó en 219 GWh (-25,3% A/A y +18,8% T/T), liderado por las plantas hidráulicas (179 GWh), en medio de ningún despacho térmico. Por su parte, la energía vendida se ubicó en 260 GWh (-42,1% A/A y +15,4% T/T).

### Resumen resultados financieros

Cifras en COP miles de MM	Celsia				
	4T19	3T20	4T20	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos operativos	967	819	898	9,6%	-7,2%
EBITDA	379	257	336	30,6%	-11,4%
Utilidad Neta	115,8	55,6	55,5	-0,1%	-52,1%
Margen EBITDA	39,2%	31,4%	37,4%	- 56 pbs	361 pbs
Margen Neto	12,0%	6,8%	6,2%	120 pbs	647 pbs

26 de marzo de 2021

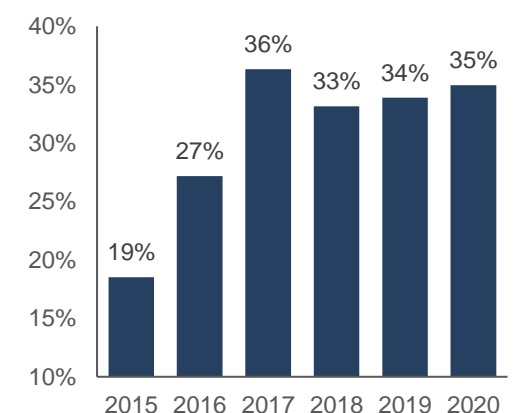


### Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	5.300
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	5,1
Ultimo Precio	4.800
YTD (%)	+0,6%

### Gráfica 1. Margen EBITDA Consolidado



Roberto Carlos Paniagua  
Analista II Renta Variable  
Corficolombiana

Omar Suárez  
Gerente de Estrategia  
Renta Variable

*isa*

# **Cierre contundente y holgura de caja para 2021**

 Regresar

## Cierre contundente y holgura de caja para 2021

En 4T20, la utilidad trimestral de ISA se ubicó en COP 646,5 miles de millones, El EBITDA en COP 1,92 BN y el ingreso de la operación en COP 2,17 BN. La utilidad neta incrementó en 46,7% A/A (+33,6% T/T) y el EBITDA lo hizo en 38,4% A/A (+29,8% T/T). Asimismo, El EBITDA y la utilidad neta anuales se ubicaron en COP 6,57 BN (+24,4% A/A) y COP 2,06 BN (+25,7% A/A). **Los ingresos, el EBITDA y la utilidad neta del trimestre, superaron notablemente las expectativas del mercado**, que eran mayoritariamente optimistas (incluidas las nuestras). El resultado neto es el más alto desde 3T16, cuando la utilidad se explicó por eventos no recurrentes de CTEEP Brasil. **Teniendo en cuenta todo lo anterior, junto con el hecho de que la mayor parte de 2020 fue afectado por la problemática del COVID-19, los resultados fueron POSITIVOS.**

### Hechos relevantes

- **Ajuste contable:** El reconocimiento del margen de construcción mensual en cada concesión (no al finalizar la etapa de construcción) y utilizar la TIR de cada proyecto como tasa de descuento en vez del WACC regulatorio, fueron los cambios en el tratamiento contractual de los activos de ISA CTEEP (requeridos por la Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil - CVM), que afectaron las cifras positivamente (+COP 290 mil MM en el caso del EBITDA). Por otro lado, se comenzaron a reconocer algunos proyectos de transmisión en Brasil, Chile, Colombia y Perú, junto con la concesión Costera en Colombia. Sin el efecto de estos ajustes, el crecimiento anual del EBITDA pasaría del 38% al 17%. Adicionalmente, debemos recordar el efecto positivo de la devaluación del peso colombiano en los resultados de ISA; la devaluación anual de 4T20 fue 7,6% y la devaluación el año 2020 completo fue 12,6% (Gráfica 1).
- **¿Exceso de caja?:** En 2021 ISA va a seguir recibiendo dividendos incrementales de sus filiales, especialmente de CTEEP, contando con COP 1,4 BN libres en caja luego de cumplir con todos los requerimientos de servicio de deuda, Capex comprometido y Capex adicional para 2021. De la usual repartición de dividendos cercana al 50%, la empresa va a repartir el 70% de las utilidades correspondientes al 2020, tomando al 20% adicional como un dividendo extraordinario. El dividendo propuesto asciende a COP 1.303 por acción (*dividend yield* de 5,6%). Para esta repartición, la empresa no requiere de endeudamiento adicional -ni siquiera refinanciaciones- y seguirá contando con la porción de caja requerida para el exigente plan de inversiones hasta 2025.
- **Continua expansión:** Durante el 4T20 se completó en Brasil, la adquisición del 100% de Pirantina-Banreirantes Transmissora de Energía, por parte de CTEEP, consolidando a Grupo ISA como el mayor transportador eléctrico en el estado de Sao Paulo. Adicionalmente, ISA confirmó inversiones por COP 5,7 BN en 2021 (COP 12,5 BN hasta 2025). En esta línea, se justifica el crecimiento anual cercano a 26% en los gastos operativos, explicado por la consolidación de Orazul Energy Group y Costera (sin incluir actividades de construcción).

26 de marzo de 2021

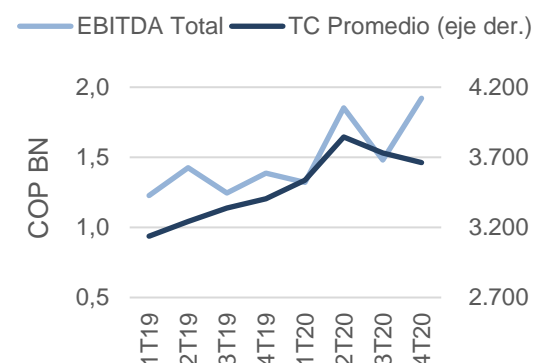


### Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	En revisión
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	26,1
Ultimo Precio	23.330
YTD (%)	- 9,2%

### Gráfica 1. EBITDA ISA vs Tasa de cambio



Fuentes: Capital IQ y BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

### Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	ISA				
	4T19	3T20	4T20	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	2.250	2.391	3.027	26,6%	34,5%
EBITDA	1.388	1.480	1.921	29,8%	38,4%
Utilidad Neta	441	484	647	33,6%	46,7%
Margen EBITDA	61,7%	61,9%	63,5%	156 pbs	180 pbs
Margen Neto	19,6%	20,2%	21,4%	112 pbs	177 pbs

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



**Más que una acción defensiva**

 **Regresar**

Grupo Energía Bogotá obtuvo una utilidad de COP 820 mil millones en 4T20 (+65,8% T/T y +175,0% A/A), ubicando la utilidad anual de 2020 en COP 2,6 BN (+33,9% A/A), superando de manera holgada nuestra expectativa de utilidad (COP 490 mil millones) y las expectativas del mercado. Mientras tanto, el EBITDA de COP 0,62 BN (+4,1% A/A) se mantuvo en línea con nuestra estimación de COP 0,58 BN. Con este resultado y una relación de dividendos del 65%, el dividendo total de COP 178 por acción (COP 147 ordinario + COP 31 extraordinario) creció 27% respecto al año pasado ubicando al dividend yield en 7,0% respecto al cierre del viernes (COP 2,545 / acción). **Teniendo en cuenta todo lo anterior, opinamos que los resultados fueron POSITIVOS.**

Destacamos como las variables que más aportaron al resultado favorable del trimestre y del año: **1)** la disminución de los costos de distribución de gas (-33,5% A/A), explicados en parte por la menor ejecución de obras constructivas asociadas a la ampliación de la red de Cálidda, y la variación real de los costos por el efecto cambiario negativo en la conversión; **2)** el efecto positivo de la diferencia en cambio; y **3)** el buen desempeño del método de participación en asociadas y negocios conjuntos (+9,6% A/A para todo 2020 y +11,8% A/A para 4T20). Adicionalmente, la devaluación promedio del trimestre (+7,5 A/A) y del año (+12,6% A/A) más que compensó la disminución en los ingresos y el EBITDA anuales de TGI, haciendo la diferencia, toda vez que la actividad de transporte de gas aportó el 39% del EBITDA total de GEB en 2020 (en 4T20 aportó el 53,3%).

### Hechos relevantes

- **TGI:** En 2020, el EBITDA se ubicó en USD 352 MM, un año en el que el gas contratado de 759 Mpcd, incrementó 47 Mpcd (+6,6% A/A) respecto al año anterior, y el gas transportado de 464 Mpcd, disminuyó 14 Mpcd (-2,9% A/A). Para 2021 destacamos el efecto de la disminución de 27% en la capacidad contratada de TGI por el vencimiento de Ballena Barranca. El plan estratégico se basa en la eficiencia, la expansión y la innovación, buscando llegar a un EBITDA de USD 460 MM en 2027.
- **Más que defensiva:** La razón deuda neta / EBITDA de GEB se ubicó en 3,3x al final del año, y a pesar del endeudamiento adicional en el que se incurrió para afrontar la pandemia, tanto valorado a mercado como en libros, la participación del patrimonio sobre el capital incrementó en 4T20, acercándose al promedio de los últimos cinco años (gráfica 1), estructura que le permite a la empresa continuar creciendo orgánicamente.

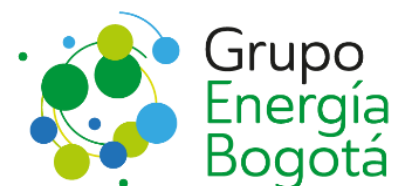
Adicionalmente, GEB logró mejorar su desempeño durante el año del COVID-19, con la posibilidad de realizar expansiones inorgánicas de gran tamaño como la compra de ISA, intención que evidenció la convicción en el rol protagónico que quiere tener esta holding energética.

- **Método de participación:** Durante 2020 el EBITDA y la utilidad neta totales de Emgesa y Codensa crecieron 4,7% A/A y 3,5% A/A, ubicándose en COP 4,3 BN y 2,1 BN, resultados notables teniendo en cuenta la menor demanda

### Resumen resultados financieros

Cifras en COP miles MM	GEB				
	4T19	3T20	4T20	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	1.368	1.289	<b>1.381</b>	0,93%	7,13%
Resultado Operacional	221	385	<b>509</b>	130,3%	32,2%
M. Participación	368	399	<b>411</b>	11,7%	2,9%
Utilidad Neta	298	495	<b>820</b>	175,0%	65,7%

26 de marzo de 2021

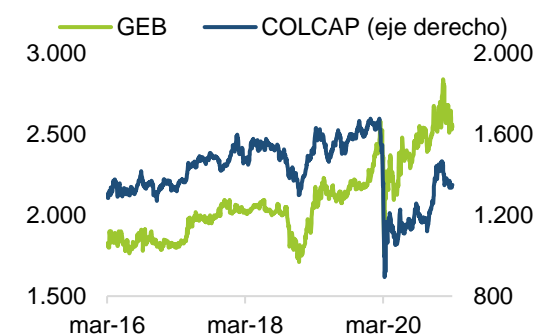


### Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	En revisión
Recomendación	<b>Neutral</b>
Market Cap (BN)	23,5
Ultimo Precio	2.552
YTD (%)	-3,32%

### Gráfica 1. Evolución Desempeño Bursátil



Andrés Duarte

Director Renta Variable  
Corficolombiana

andres.duarte@corficolombiana.com



PROMIGAS

---

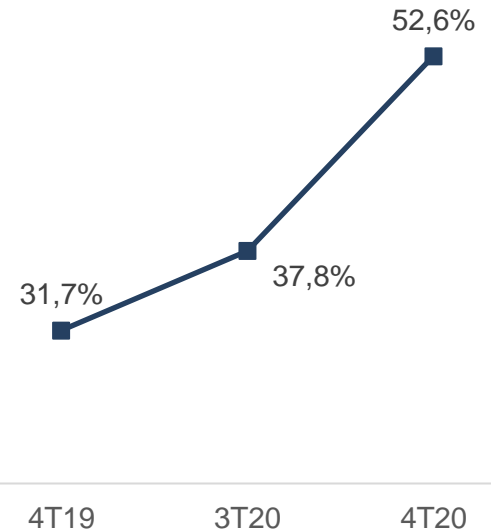
**Promigas**

 Regresar

### Hechos relevantes

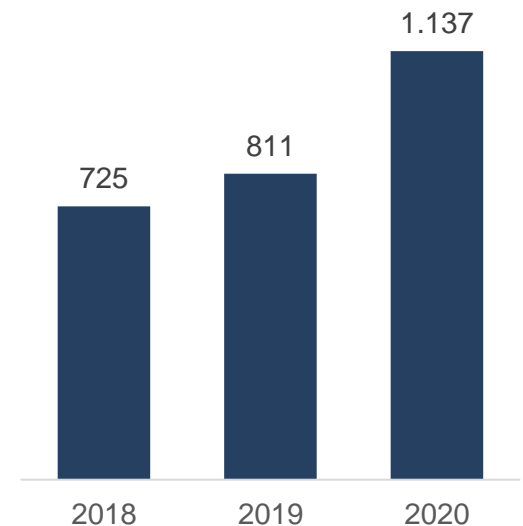
- **Ingresos, excluyendo el negocio de concesiones, se ubicaron en el 4T20 en COP 1.021 mil MM:** Durante el cuarto trimestre del año los ingresos de la compañía, excluyendo los ingresos provenientes del negocio de concesiones, registraron un crecimiento anual de doble dígito (+12,8%). Lo anterior, en medio de un crecimiento en los segmentos de distribución y transporte de 3% frente al 4T19.
- **Sustancial crecimiento del EBITDA y la Utilidad neta durante el trimestre:** No obstante la positiva dinámica a nivel de ingresos de Promigas, el EBITDA de la compañía registró un relevante aumento, explicado principalmente por la aplicación de IFRS 15 en concesiones en Perú (gasoductos en Quavii y Gasnorp). Así las cosas, se observó también un sustancial incremento en la utilidad neta del periodo. No obstante, vale la pena resaltar que excluyendo los ingresos provenientes de construcción, el EBITDA registró un crecimiento de doble dígito, aspecto destacable en medio de la coyuntura derivada por la pandemia.
- **Utilidad neta de 2020 se ubicó en COP 1,14 BN:** El resultado neto acumulado del año de Promigas evidenció un aumento de 40,2% frente al presentado en 2019. Con base en este, la compañía propuso un proyecto de distribución de dividendos de COP 462 / acción, 19% mayor al presentado con base en las utilidades de 2019, el cual evidencia un *dividend yield* de ~6,1%.
- **Aspectos finales:** Promigas fue incluida en el *Sustainability Yearbook 2021* de S&P Global, haciendo parte del 15% de emisores con mejores prácticas sociales, ambientales, económicas y de gobierno. Adicionalmente, por octavo año consecutivo, la compañía obtuvo el reconocimiento IR de la BVC, el cual resalta empresas con transparencia y buenas prácticas en su relación con inversionistas.

**Gráfica 1. Margen EBITDA Promigas**



Fuente: Informes Financieros Promigas.  
Construcción: Casa de Bolsa

**Gráfica 2. Utilidad Neta anual Promigas**



Fuente: Informes Financieros Promigas.  
Construcción: Casa de Bolsa

### Resumen resultados financieros

Promigas					
Cifras en COP miles de MM	4T19	3T20	4T20	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos operativos	1.578,6	1.029,6	1.589,7	54,4%	0,7%
EBITDA	335,5	388,8	836,8	115,2%	149,4%
Utilidad Neta	183,8	214,9	501,0	133,1%	172,6%
Margen EBITDA	21,3%	37,8%	52,6%	1487 pbs	3138 pbs
Margen Neto	11,6%	20,9%	31,5%	1064 pbs	1987 pbs

Fuente: Informes Financieros Promigas. Construcción: Casa de Bolsa





**GRUPO ARGOS**

# **Recuperación en Concesiones no fue suficiente**

 Regresar

**Grupo Argos presentó resultados financieros NEGATIVOS en el 4T20.** A pesar de la paulatina recuperación del negocio cementero y energético en términos de ingreso para el Grupo, seguimos observando durante el cuarto trimestre del año los efectos negativos del negocio de las concesiones aeroportuarias en los resultados consolidados de la firma. En este sentido, destacamos una pérdida neta para la compañía para el cuarto trimestre de COP -84.287 MM y una contracción en el Ebitda en términos anuales y trimestrales (-3,7% T/T y -41% A/A respectivamente). En contraste, observamos mejoría en términos de ingreso en el negocio inmobiliario de manera interanual. La firma de promesas de compraventa relacionado al Desarrollo Urbano y el incremento gradual en el tráfico promedio en centros comerciales, así como mayores tasas de ocupación en los activos hoteleros de Pactia contribuyó al mejor desempeño.

### Hechos relevantes

- **EBITDA se contrae y utilidad neta se ubicó en terreno negativo a causa de la lenta recuperación en concesiones aeroportuarias:** Al observar el comportamiento en las ventas destacamos una leve mejora trimestre a trimestre (+3,5% T/T) producto de la recuperación paulatina en el negocio cementero y energía que posee la Holding, sin embargo, destacamos el impacto negativo que ha provocado la coyuntura en sus ingresos año a año (-9,3% A/A), principalmente por sus concesiones aeroportuarias, las cuales a pesar de presentar mejoría al final del año siguen contrarrestado en los resultados consolidados. De esta manera, debemos resaltar el impacto que ha tenido el Margen Ebitda, el cual durante el 4T20 se ubicó en un 22,1%, reflejando una contracción de 11,9 A/A y 2,9 T/T puntos porcentuales a pesar del plan de choque implementado por la firma al inicio de la coyuntura. Por su parte, la utilidad neta controladora del Grupo para el 4T20 se ubicó en terreno negativo en los COP -84.287 MM.
- **Negocio inmobiliario termina el año presentando síntomas de mejoría:** Frente al negocio inmobiliario que posee Grupo Argos destacamos mejoría en sus ingresos trimestre a trimestre al registrar mayores firmas de promesas de compraventa relacionados al Desarrollo Urbano y específicamente al cierre de la última manzana del proyecto Ribera Mallorquín. En Pactia, aunque el impacto ha sido evidente por los alivios otorgados y la actualización periódica de los avalúos comerciales, vemos como positivo el incremento en el EBITDA consolidado trimestre a trimestre, el aumento en el tráfico promedio en sus centro comerciales (58%) y la ocupación de los hoteles al ubicarse cerca del 25%, frente al 9,8% registrado en el 3T20.
- **Dividendo propuesto crecerá al ritmo de la inflación de 2020:** Hacemos hincapié en la decisión de la compañía de proponer un aumento en cerca del 2% (COP 382) en la distribución del dividendo para el año 2021. Dicha iniciativa de distribución tendría la característica de pagarse en una sola cuota y podría recibirse tanto en efectivo como en acciones. Acorde a esto y al bajo desempeño de la firma durante el 2020, vemos como negativo dicha distribución teniendo en cuenta la afectación de reservas para inversiones futuras.

### Resumen resultados financieros

Grupo Argos					
Cifras en COP Miles de MM	4T19	3T20	4T20	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	3.941	3.453	3.576	3,5%	-9,3%
Ebitda	1.338	857	789	-3,7%	-41%
Utilidad Neta	123	7	-84	-	-
Margen Ebitda	34%	25%	22,1%	-2,9 p.p	-11,9 p.p
Margen Neto	3%	0%	-2,4%	-240 pbs	-

26 de marzo de 2021

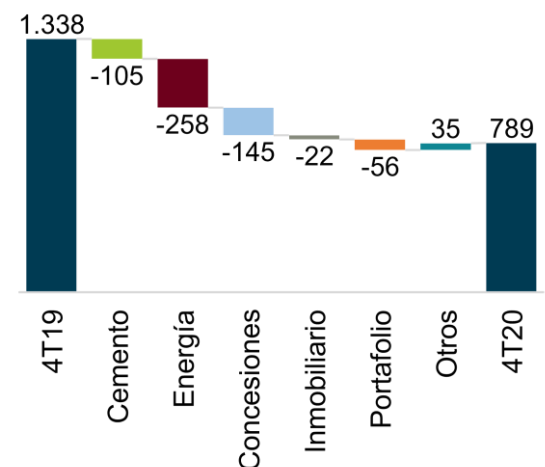


### Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	12.650
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	10,3
Ultimo Precio	12.700
YTD (%)	-8,6%

### 1. Aporte por negocio al Ebitda Consolidado (COP Mil MM)



**Sergio Segura**

Analista Renta Variable  
sergio.segura@casadebolsa.com.co

**Omar Suárez**

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



## **Golpe bajo de asociadas y siniestralidad**

 Regresar

Grupo Sura presentó resultados **NEGATIVOS** para el 4T20, con una **pérdida neta para el trimestre de COP 73 mil MM, resultado inferior a las expectativas del mercado**. Lo anterior, por un lado, principalmente debido a una importante disminución (-86,5% T/T y -88,4% A/A) de los ingresos vía método de participación, debido al sustancialmente menor aporte de Bancolombia (-156,7% A/A) y Grupo Argos (-195,1% A/A), consecuente con los negativos resultados presentados por las dos compañías en el último trimestre de 2020. Por otro lado, dado el negativo aporte de Suramericana, cuya utilidad neta del trimestre se ubicó en terreno negativo (- COP 90,3 mil MM), presionada mayormente por el relevante incremento en la siniestralidad, principalmente en el segmento de Vida, donde el indicador pasó de 65,1% en el 3T20 a 67,4% (49,0% en el 4T19) ante la evolución de la pandemia en Colombia, Chile y El Salvador durante el 4T20, países donde la compañía aseguradora tiene mayor exposición por COVID-19. Finalmente, por el lado positivo, destacamos los resultados de SUAM, cuyos ingresos por comisiones incrementaron frente al 4T19 4,1% (+8,8% T/T), manteniendo la dinámica de mejora presentada el trimestre inmediatamente anterior, impulsados en gran medida por el buen desempeño de los ingresos por comisiones del negocio de Ahorro Para el Retiro, que evidenciaron un crecimiento anual de 9,2%.

### Hechos relevantes

- **Siniestralidad mantuvo dinámica al alza:** Suramericana registró una pérdida neta en el 4T20 (-COP 90 mil MM). No obstante destacamos el buen desempeño en primas retenidas a nivel consolidado (+12,0% T/T y +9,8% A/A), los resultados de la compañía aseguradora se vieron presionados principalmente por una elevada siniestralidad, como ya habíamos observado en el 3T20. Dicho indicador, se ubicó en 67,1% (+3,5 p.p A/A), presionado principalmente por el segmento de Vida, debido a la mayor evolución de contagios por COVID-19. La disminución en ingresos por inversiones (-19,8% T/T y -31,3% A/A) también ejerció un impacto en el resultado neto. En Salud, destacamos su mayor aporte en el 4T20, dado un importante crecimiento en primas emitidas (+26,6% A/A) y una menor siniestralidad.
- **Positiva dinámica de ingreso por comisiones:** Resaltamos la positiva contribución en el 4T20 de SUAM (+COP 174 mil MM), en medio de un crecimiento de doble dígito de los ingresos operativos (+22,7% T/T y +17,5% A/A). Este, estuvo impulsado por un buen desempeño de los ingresos por comisiones (+8,8% T/T y +4,1% A/A), jalonados en gran medida por el buen comportamiento de estos en el negocio de Ahorro para el Retiro, así como por un significativo aumento de los ingresos por encaje. Así mismo, destacamos el valioso control de los gastos operacionales en términos anuales (+2,2%) por parte de la compañía.
- **Impacto en Bancolombia genera alta presión:** El aporte vía método de participación de las asociadas de Grupo Sura se ubicó en terreno negativo durante el trimestre (-COP 46,7 mil MM) y registró una disminución anual en 2020 de 78,9%. Lo anterior, debido al impacto en los resultados de Bancolombia y Grupo Argos, a raíz de la retadora coyuntura por la pandemia, contrastando con la resiliencia demostrada por Nutresa, cuyo aporte a la *holding* incrementó anualmente 14,6% en el 4T20 y 14,5% en 2020.

### Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	Grupo Sura				
	4T19	3T20	4T20	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos operacionales	5.600	5.410	5.330	-1,5%	-4,8%
Siniestros retenidos	2.673	1.579	2.749	74,1%	2,8%
Utilidad operativa	588	453	233	-48,6%	-60,4%
Utilidad Neta (controladora)	202	128	-73	NA	NA

Fuente: Resultados financieros Grupo Sura. Construcción: Casa de Bolsa SCB

26 de marzo de 2021

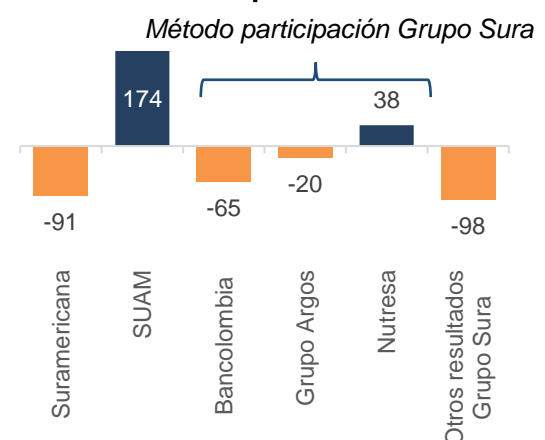


### Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	30.700
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	12,6
Ultimo Precio	21.690
YTD (%)	-36,2%

### Gráfica 1. Contribución utilidad neta consolidada Grupo Sura



Fuente: Resultados financieros Grupo Sura.  
Construcción: Casa de Bolsa SCB

Juan Felipe D'luyz

Analista Renta Variable

juan.dluyz@casadebolsa.com.co

Omar Suárez

Gerente de Estrategia

Renta Variable

omar.suarez@casadebolsa.com.co



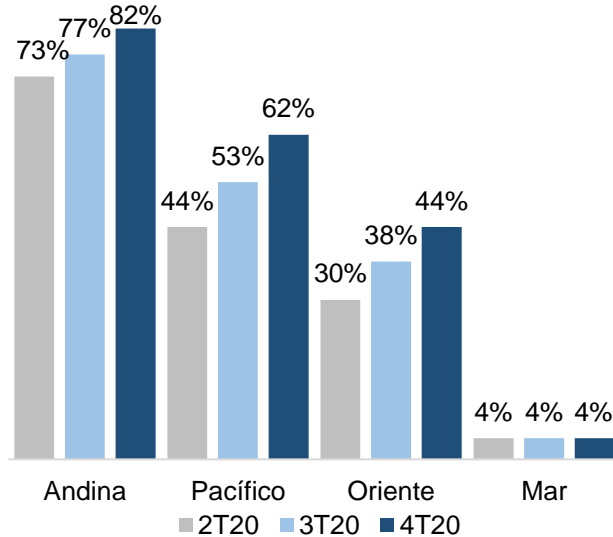
## **Corficolombiana**

 **Regresar**

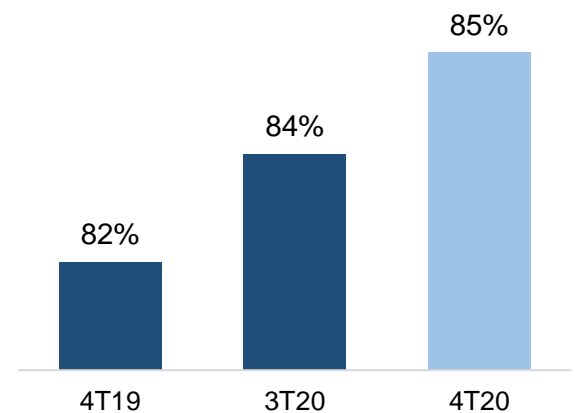
### Hechos relevantes

- Utilidad neta crece por resultados de Promigas y estabilidad en negocio de infraestructura:** La utilidad neta controlante para el cuarto trimestre del año ascendió a los COP 602.064 MM, reflejando un crecimiento del 44,9% T/T y 56,9% A/A. Una de las principales razones del resultado, fue el impacto positivo por parte Promigas originado en el negocio de transporte y regasificación, además de ingresos por construcción de Gasnorp y Quavi en Perú. Dicho resultado fue contrarrestado en cierta medida por el incremento en provisiones, teniendo en cuenta la sanción de la SIC y el aumento en gastos de intereses, al contar con la pasada emisión de bonos en el mercado local.
- Utilidad del Negocio de Energía y Gas crece pese a un menor volumen transportado por Promigas y Filiales:** Una mayor regasificación en SPEC, acompañado con incrementos en tarifas, la recuperación en el negocio de distribución de gas producto de la mejora en la demanda en sector doméstico, comercial e industrial, logró compensar el menor volumen de gas transportado por Promigas y sus Filiales como consecuencia de una mayor demanda por energía proveniente de Hidroeléctricas. Pese a esto, la utilidad neta creció 162,1% A/A.
- Negocio de Infraestructura cierra con utilidad similar a la del 2019:** Debido a la recuperación en el ritmo de ejecución de obras y tráfico promedio dentro de las concesiones, la utilidad neta acumulada presentó una contracción del 3,8% A/A. El promedio de avance de las concesiones de la compañía fue del 7%, sin contar con Covimar (etapa de Pre-Construcción).
- Negocio Hotelero registra utilidad para el 4T20:** La ocupación de sus hoteles se ubicó en 34,3% vs 18,5% en el 3T20 y 6,4% en el 2T20, generando que la utilidad neta del segmento se ubicara en COP 19.279 MM. A pesar de esto, de manera acumulada la filial presentó una pérdida neta durante el 2020 de COP 27.712 MM.

### 1. Avance de concesiones, negocio de infraestructura - Corficolombiana



### 2. Margen Neto Corficolombiana (Separados)



### Resumen resultados financieros

Corficolombiana					
Cifras en COP miles MM	4T19	3T20	4T20	Var % T/T	Var % A/A
Ingreso Operacional	2.806	2.308	<b>2.887</b>	25,09%	2,89%
Costo de Ventas	1.713	1.160	<b>1.425</b>	22,86%	-16,80%
Margen Bruto del Sector Real	1.093	1.148	<b>1.461</b>	27,35%	33,77%
EBITDA	965	1.155	<b>1.406</b>	21,80%	45,81%
Utilidad Neta Controlante	384	416	<b>602</b>	44,88%	56,93%
Margen EBITDA	34%	50%	<b>49%</b>	-132 pbs	+14,3 p.p
Margen neto	14%	18%	<b>21%</b>	+285 pbs	+7,18 p.p



**Buen remate del año**

 Regresar

El PEI presentó resultados financieros Positivos en el 4T20 y por encima de nuestras expectativas. Destacamos la recuperación de los ingresos del Vehículo durante el cuarto trimestre del año reflejando un crecimiento frente al 3T20 del 16%, explicado en mayor medida por la recolocación de bodegas, locales comerciales y el favorable aumento de la facturación variable ocasionado por el comportamiento de los centros comerciales en la temporada decembrina. A su vez, hacemos hincapié en la mejora considerable del Flujo de Caja Distribuible a los inversionistas del PEI durante el Periodo (COP 133.119), el cual reflejó un incremento de 4.6 veces frente al del 3T20. En términos de vacancia hacemos mención de la mejoría en la vacancia económica trimestre a trimestre al terminar el año en 8,6%. Por último, destacamos el impacto que ha generado la actualización de los avalúos comerciales de los activos del Fondo en el valor de la unidad, que en el 4T20 provocó una caída del 1,09% en los Títulos. Así las cosas, el 2021 reflejaría mejores condiciones para el Vehículo.

### Hechos relevantes

• **Vehículo termina el 2020 con cifras esperanzadoras:** Observamos una recuperación en los ingresos del vehículo durante el último trimestre del año 2020 reflejado en un crecimiento del 16% trimestre a trimestre. Dicha recuperación fue sustentada por la recolocación de bodegas y locales comerciales durante el periodo, además del favorable aumento de la facturación variable, por el comportamiento de las ventas en locales comerciales por la temporada decembrina. Ligado al comportamiento reflejado en los ingresos del PEI, destacamos la recuperación paulatina del NOI al reflejar un avance del 13,25% T/T al ubicarse en COP 94 mil MM asociado a una menor carga operacional y mayores eficiencias alcanzadas. Es importante destacar el sobresaliente incremento en el Flujo de Caja Distribuible del periodo analizado frente al 3T20, el cual entregaría a sus inversionistas en esta ocasión COP 133.119 por título, cifra 4,6 veces mayor al entregado durante el tercer trimestre. Frente al rendimiento por FCD observamos el impacto de los avalúos comerciales durante el 2020, ubicándolo en 2,91%.

• **Vacancia económica mejora en el ultimo cuarto del año:** Como se mencionó anteriormente, tanto la vacancia física como económica mostraron mejoría frente a la registrada durante el tercer trimestre del año 2020 (8,6% al 4T20 vs 11,6% al 3T20 vacancia económica). Al analizar las vacancias por segmento encontramos caídas del indicador en segmento Corporativo, al culminar un periodo de gracia establecido en el edificio Amadeus en Bogotá, y en Comercial debido a la colocación exitosa de nuevos espacios y un mayor recaudo en ingresos por aumento en la facturación de centro comerciales. Es importante precisar que el vehículo esperaría que acorde a las condiciones económicas durante el 2021, la vacancia física se ubique dentro del rango del 8,5% y 13,1%. Frente a los indicadores de cartera, resaltamos la mejor rotación obtenida durante el 4T20 (10 días) vs la observada en el 3T20 (23 días).

• **Actualización del 100% de avalúos comerciales, la otra cara de la moneda:** A pesar del buen comportamiento a nivel operacional del Vehículo durante el trimestre, los avalúos siguen pasando cuenta de cobro al valor de la unidad. Durante el 4T20 dicha actualización provocó una caída del 1,09% en el valor de los títulos. Esperamos mejoría en dicho valor para el 2021.

### Resumen resultados financieros

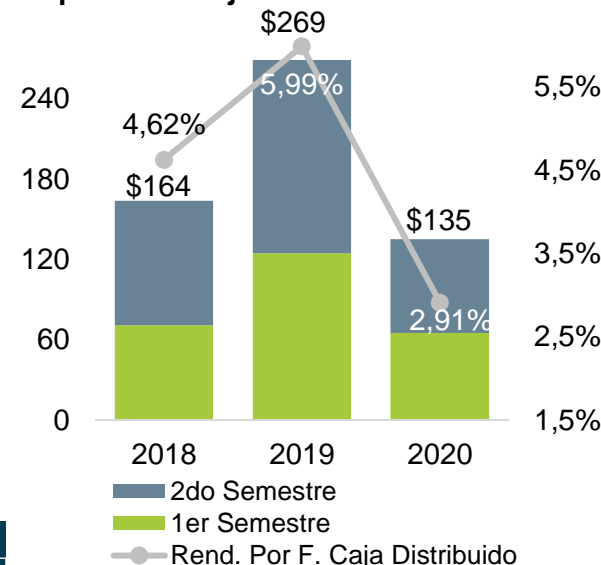
COP miles de MM	PEI				
	4T19	3T20	4T20	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	126	100	116	-7,94%	16,00%
NOI	109	83	94	-13,76%	13,25%
Vacancia Económica	6%	11,6%	8,6%	260 pbs	-300 pbs
Margen NOI	87%	83%	81%	-547 pbs	-197 pbs

26 de marzo de 2021



AUM (COP BN)	6,9
GLA (m2)	1.043.172
Vacancia económica	8,6%
Dividend Yield (% YTD)	2,91%

### F. de Caja Distribuido Pagado (Eje Izq. En COP Miles de MM) vs Rendimiento por F. de Caja distribuido



Sergio Segura  
Analista Renta Variable

Omar Suárez  
Gerente Renta Variable





## Vehículo pasa prueba del Covid -19

 Regresar

El TIN presentó resultados financieros POSITIVOS en el 4T20. El vehículo sigue reflejando resiliencia en sus ingresos y Flujo de Caja distribuable para sus inversionistas. De esta manera destacamos que sus ingresos por arrendatarios siguen mostrando crecimiento de manera anual y trimestral (+3,71% A/A y +3,56% T/T) producto en mayor medida de la incorporación de los activos del Tramo 2, la adquisición de Terreros, el aumento en los cánones por concepto de inflación y la moderada afectación de su universalidad a el impacto del Covid – 19 (15% de sus activos). En términos de cartera vencida, evidenciamos una mejora al pasar desde 0,34% en el 3T20 hasta 0,19% al 4T20. Asimismo, observamos un leve descenso en los niveles de vacancia económica (-10 pbs) trimestre a trimestre. Por último, destacamos que la futura adquisición de activos brindaría mayor diversificación al Fondo.

### Hechos relevantes

• **Ingresos por arrendamiento y rendimientos distribuibles pasan la prueba del Covid-19:** Destacamos el resiliente desempeño que ha presentado durante el último trimestre del año los ingresos por arrendatario del vehículo al presentar un crecimiento del 3,56% T/T y un 3,71% A/A. A su vez, resaltamos los rendimientos distribuibles por parte del Fondo a sus inversionistas durante el trimestre, llegando a crecer cerca del 12,83% A/A y 84,49% A/A producto de la incorporación de nuevos inmuebles a su universalidad y principalmente por tener cerca del 85% sus activos dentro de segmentos moderadamente afectados por la coyuntura. En términos de utilidad neta, observamos un comportamiento negativo durante el presente trimestre como consecuencia de la incorporación de las restantes actualizaciones periódicas de avalúos comerciales.

• **Cartera vencida mejora paulatinamente mientras que vacancia económica cae levemente:** Resaltamos de manera positiva la mejora gradual en el indicador de cartera vencida de arrendamientos, donde al cierre del año logró ubicarse cerca al 0,19% sobre los ingresos 12 meses del vehículo, representando de esta manera una mejora de 15 puntos básicos. Por su parte, en términos de vacancia económica, evidenciamos un leve descenso de 10 puntos básicos pasando desde un 3% al 3T20 hasta un 2,9% en el 4T20. Ligado a esto destacamos que en términos de vigencia promedio ponderado de contratos, dicho indicador se redujo, al pasar desde 7,6 años al 4T19 a 6,8 años en el 4T20.

• **TIN de cara al año 2021:** El Fondo contemplaría para el año 2021 nuevas adquisiciones, de los cuales de manera preliminar, los segmentos escogidos para ser parte de la universalidad serían Oficinas e Industria con parques logísticos (COP 21 mil MM y COP 68 mil MM respectivamente), lo cual generaría mayor diversificación al vehículo. A su vez, TIN estima su próxima emisión de títulos participativos para el último trimestre del 2021 con un monto cercano a los COP 200 mil MM.

### Resumen resultados financieros

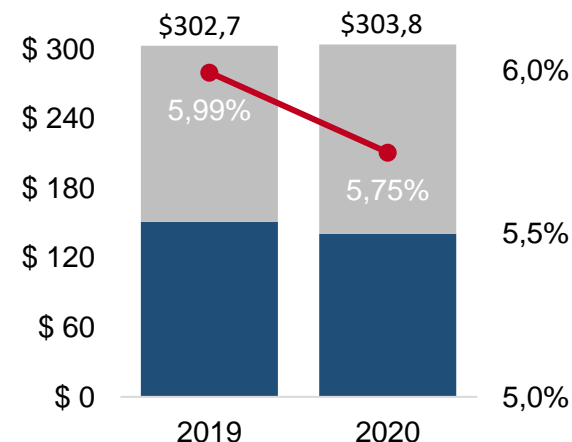
COP millones	TIN				
	4T19	3T20	4T20	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Arrend.	5.600	5.608	<b>5.808</b>	3,71%	3,56%
Rend. Distribuibles	2.468	4.036	<b>4.554</b>	84,49%	12,83%
Utilidad Neta	3.967	-3.675	<b>-379</b>	-	-
Margen FCD	44,07%	71,96%	<b>78,40%</b>	34,33%	6,45%
Margen Neto	70,84%	-	-	-	-

26 de marzo de 2021



AUM (COP MM)	289.91
GLA (m2)	35.572
Vacancia económica	2,9%
Dividend Yield (E.A)	5,75%

### 1. F. de Caja Distribuido Pagado por Título (Eje Izq. En COP Miles) vs Rendimiento por F. de Caja distribuido



Sergio Segura  
Analista Renta Variable  
sergio.segura@casadebolsa.com.co

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



# **Fuerte 2020 siente impulso por adiós de Sophos**



**Consideramos que BVC presentó resultados NEUTRALES para el 4T20.** En términos pro-forma consolidado (excluyendo a Sophos), resaltamos el decrecimiento trimestral observado a nivel de ingresos (-5,8%), principalmente presionados por una débil actividad de emisiones y una baja dinámica de volúmenes negociados en el mercado de capitales, que junto con un crecimiento registrado de los gastos ordinarios, dio lugar a un EBITDA de la compañía para el trimestre de COP 14,1 mil MM, con un retroceso en su margen de 6,2 p.p. frente al 3T20. Así las cosas, dada la transacción de desinversión en Sophos durante el trimestre, que representó una utilidad de COP 86,8 mil MM (operación discontinua) la utilidad neta se situó en COP 85,3 mil MM. En términos anuales, BVC culminó un resiliente año con una utilidad de COP 120,2 mil MM, favorecida por la venta de la filial de tecnología e innovación, COP 67 mil MM superior a 2019. A nivel consolidado (no proforma) el resultado neto del año fue de COP 150,3 mil MM, respecto al cual propondrá distribuir el 46,6% en dividendos, monto que resultaría en un dividendo por acción de COP 1.557,8, 177% superior al distribuido el año anterior. Dicho dividendo, conllevaría una alta rentabilidad de ~9,6%.

### Hechos relevantes

- **Dinámica operacional se debilita en el último trimestre:** Los ingresos de BVC registraron un decrecimiento de 5,8% T/T. Por línea de negocio, principalmente presionados debido a una baja actividad de emisiones y en Negociación ante una débil dinámica de los volúmenes negociados en el mercado de capitales (-12,8% T/T y -7,0% A/A). De esta manera, y dado un crecimiento a nivel de gastos del 3,1% T/T, el EBITDA de BVC se ubicó en COP 14,1 mil MM, evidenciando una contracción trimestral de 22,2%, y su margen se situó en 29,1%, 615 pbs menor al observado en el 3T20. No obstante lo anterior, la utilidad neta del 4T20 se ubicó en COP 85,3 mil MM, impulsada por los COP 86,8 mil MM provenientes de la operación de desinversión en Sophos, negocio de Tecnología e innovación, durante el trimestre.
- **Un considerable y atractivo aumento del dividend yield:** Así las cosas, apalancada en gran parte por la utilidad generada por la transacción en Sophos, BVC culminó 2020 con una utilidad consolidada de COP 153 mil MM, COP 101,9 mil MM mayor a la presentada en 2019. Con base en el resultado presentado, la compañía propondrá un en su próxima Asamblea de Accionistas un dividendo por acción de COP 1.157, 177% mayor al distribuido con base en los resultados de 2019. Dicho dividendo, conllevaría una atractiva rentabilidad de ~9,6%.
- **Adiós a un negocio con una importante contribución:** La compañía, como comunicó en su momento al mercado, llevó a cabo la transacción de desinversión en Sophos con el objetivo de concentrarse en su negocio núcleo, en el cual en 2020 pasó a poseer una participación controlante (54%) en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) y donde aumentó su participación de capital accionario en la Cámara de Divisas (CCDC). En 2021, será interesante observar a la compañía ya sin un activo en su portafolio como Sophos, el cual destacó durante los últimos y retadores trimestres por su gran desempeño y aporte a los resultados consolidados.

### Resumen resultados financieros

Cifras en COP mil MM	BVC				
	4T19	3T20	4T20	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos	78,5	49,1	46,5	-5,4%	-40,7%
EBITDA	21,7	12,8	26,2	104,3%	20,4%
Utilidad Neta	17,3	4,0	120,1	-	-
Margen EBITDA	27,7%	26,1%	56,3%	3023 pbs	2859 pbs
Margen Neto	22,1%	8,1%	258,3%	-	-

Fuente: Informes financieros BVC. Construcción: Casa de Bolsa SCB.  
Estados consolidados no pro-forma.

11 de noviembre de 2020



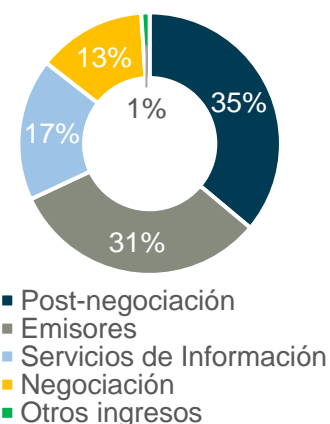
Bolsa de Valores de Colombia

### Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	14.541
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	0,73
Ultimo Precio	12.120
YTD (%)	2,5%

### Gráfica 1. Distribución ingreso por línea de negocio BVC



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

**Juan Felipe D'luyz**

Analista Renta Variable

juan.dluyz@casadebolsa.com.co

**Omar Suárez**

Gerente de Estrategia

Renta Variable

omar.suarez@casadebolsa.com.co

**enka**

**Fortalecida en medio de la adversidad**

 **Regresar**

**Enka publicó en el 4T20 resultados financieros POSITIVOS.** Destacamos el sólido comportamiento operacional de la compañía en el cierre del año 2020. Su utilidad neta se ubicó en términos acumulados en COP 15.167 MM (+0,78% A/A) y durante el 4T20 en COP 12.961 MM (+97% T/T y +60% A/A) evidenciando el buen resultado obtenido durante el último trimestre. En términos de EBITDA (+17% T/T y +48% A/A), debemos destacar la positiva recuperación de los mercados donde opera la firma y la mejora en ingresos por parte de los negocios de Filamentos y el segmento EKO, al seguir operando a máxima capacidad. Ligado a esto, debemos resaltar la sobresaliente gestión en la optimización de costos y gastos administrativos y ventas. Por último, hacemos hincapié en la sólida posición de caja (COP 72.745 MM) al finalizar el año, dejando al indicador de apalancamiento financiero Deuda Neta a EBITDA en terreno negativo (-0,4x). Así las cosas, esperaríamos que la expansión de la fábrica Bottle 2 Bottle se desarrolle con normalidad.

### Hechos relevantes

• **Utilidad Neta termina el año de manera destacable por buen comportamiento de ingresos y buen manejo de costos:** Destacamos el positivo resultado operacional que tuvo la compañía durante el último trimestre del año y a nivel acumulado durante el año 2020 a pesar de la retardadora coyuntura. Observamos a la utilidad neta del 4T20 alcanzar los COP 12.961 MM (+97% T/T y +60% A/A respectivamente), producto de la recuperación gradual de los mercados donde opera la firma (local e internacional), destacando en mayor sentido el incremento en ventas de Filamentos y el segmento EKO, el cual, continuó operando a máxima capacidad siendo un negocio estratégico durante la coyuntura.

En términos de EBITDA, resaltamos su crecimiento de 17% T/T y 60% A/A, ligado a la buena gestión de costos y gastos de administración y venta durante el periodo. Así las cosas, a pesar de que en términos de volumen e ingresos acumulados fueron menores en comparación al año 2019, la optimización del costo financiero más las eficiencias operacionales comentadas anteriormente, su utilidad neta del año 2020 ascendió a COP 15.167 MM (+0,78% A/A).

• **Negocios Verdes resilientes compensan Negocio Textil e Industrial afectados por la Pandemia:** El volumen de Negocios Verdes incrementó 6% A/A a nivel acumulado, producto del comportamiento del segmento Poliolefinas y Fibras. En contraste, Filamentos textiles reflejó un descenso del 31% frente al volumen del 2019, por la afectación de demanda de textiles en Brasil, Argentina y Colombia. Sin embargo, destacamos la recuperación positiva del negocio de Hilos Industriales al cierre del año al encontrarse cerca a niveles Pre – Covid 19.

• **Apalancamiento Financiero negativo:** Producto de su sólida posición de caja en el 2020 (COP 72.745 MM) vs su deuda (COP 56.628 MM), el índice de endeudamiento neto a Ebitda cerró en -0,4x vs 1,3x observado en el 2019. De esta manera, Enka tendría la flexibilidad financiera para la expansión de sus Negocios Verdes.

### Resumen resultados financieros

Cifras en COP MM	Enka				
	4T19	3T20	4T20	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	96.460	93.191	<b>104.542</b>	8%	12%
Ebitda	9.701	12.354	<b>14.400</b>	48%	17%
Utilidad Neta	8.080	6.595	<b>12.961</b>	60%	97%
Margen Neto	8,38%	7,08%	<b>12,40%</b>	+402 pbs	+532 pbs
Margen Ebitda	10,06%	13,26%	<b>13,77%</b>	+372 pbs	+52 pbs

26 de marzo de 2021

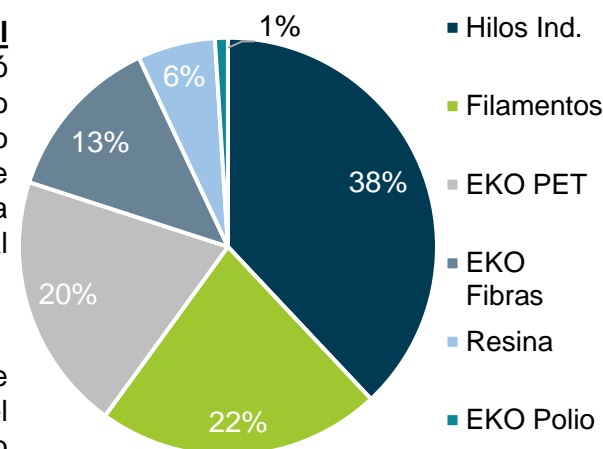


### Información especie

Cifras en COP

Market Cap (MM)	<b>183.081</b>
Último Precio	COP 15,6
YTD (%)	32,3%

### 1. Ventas por línea de negocio



**Sergio Segura**

Analista Renta Variable

sergio.segura@casadebolsa.com.co

**Omar Suárez**

Gerente de Estrategia

Renta Variable

omar.suarez@casadebolsa.com.co



# Recuperación respaldada por Fibra Óptica



**ETB publicó en el 4T20 resultados financieros NEUTRALES.** Observamos una recuperación gradual en términos de ingresos para la compañía durante el cuarto trimestre del año 2020, donde la mejoría en ingresos y EBITDA (+4% T/T y +26% T/T respectivamente), provino en su mayoría por la incorporación de clientes dentro de sus servicios de Fibra Óptica en el segmento de Hogares y el aumento en la venta de planes pospago de telefonía móvil (+39% T/T), compensando en cierta medida la contracción en los segmentos de Empresas & Ciudades Inteligentes y Planes Prepago móviles. Así las cosas, la utilidad neta para el 4T20 se ubicó en COP 29.220, mayormente asociado al ingreso no recurrente por impuestos durante el periodo. En cifras acumuladas, la firma obtuvo una pérdida neta de COP 39.604 MM, asociado como mencionamos a la contracción en demanda por parte del segmento de Empresas & Ciudades Inteligentes.

### Hechos relevantes

• **ETB refleja recuperación en términos de ingresos y Ebitda:**

Destacamos la recuperación gradual en los ingresos y EBITDA de la compañía posterior al impacto que provocaron los confinamientos en la capital colombiana. Acorde a esto, para el 4T20 los ingresos presentaron un avance trimestre a trimestre al ubicarse en COP 356.086 MM (+4% T/T) aunque de manera anual sigue reflejando una contracción (-25% A/A), mayormente causado por el decrecimiento de los ingresos en el segmento de Empresas & Ciudades Inteligentes. En términos de EBITDA, la mejora del indicador se observa para el último periodo del año (+26% T/T), donde la comercialización de Fibra Óptica en el segmento de Hogares y Mipymes han obtenido un desempeño positivo. En este sentido, observamos una mejora año a año en la utilidad neta de la firma para el 4T20 (COP 27.953 MM vs COP 1.981 MM), ligado en su mayoría a ingresos no recurrentes por impuestos durante el periodo. A nivel acumulado la compañía terminó con una pérdida neta de COP 39.604 MM.

• **Fibra Óptica sigue captando la atención de los clientes durante el trimestre:**

Acorde a la estrategia de la compañía de Telecomunicaciones, la Fibra Óptica se ha desempeñado de manera sobresaliente, captando más clientes durante el trimestre y el año 2020. En este orden de ideas, este servicio ha logrado incorporar 127 mil nuevos clientes (3x más que durante el 2019), compensando la caída en ingresos por parte del servicio de Cobre, el cual ha dejado de ser mayormente usada por los clientes de servicios fijos acorde a la visión de la firma. En términos de móviles, se observa un incremento en los clientes atraídos a planes Pospago durante el año (+23,1% A/A) y el decrecimiento en Prepago, dado el limitante del impulso de venta sobre la calle.

• **Ágata, nueva entidad especializada enfocada en la transformación digital en Bogotá:**

Esta compañía nace de la alianza entre ETB, GEB, Catastro, el Acueducto de Bogotá y la Secretaría de Planeación de Bogotá, con el objetivo de impulsar el uso de datos y analítica para generar valor al distrito bajo la creación de productos y servicios analíticos.

### Resumen resultados financieros

Cifras en COP MM	ETB				
	4T19	3T20	4T20	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	474.062	343.115	<b>356.086</b>	-25%	4%
Ebitda	181.693	101.234	<b>127.052</b>	-30%	26%
Utilidad Neta	-34.045	101.794	<b>29.220</b>	-	-71%
Margen Neto	-	29,67%	<b>8,21%</b>	-	-21,5 p.p
Margen Ebitda	38,33%	29,50%	<b>35,68%</b>	-2,65 p.p	+6,2 p.p

26 de marzo de 2021

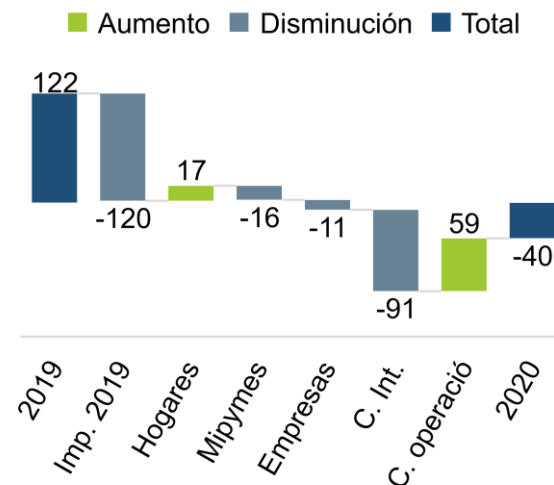


### Información especie

Cifras en COP

<b>Recomendación</b>	<b>Neutral</b>
Market Cap (MM)	773.666
Último Precio	COP 217
YTD (%)	0,41%

### 1. Variación U. Neta 2019 vs U. Neta 2020 (En Miles de MM)



**Sergio Segura**

Analista Renta Variable

6062100 Ext 22636

Sergio.segura@casadebolsa.com.co

**Omar Suárez**

Gerente Renta Variable

6062100 Ext 22619

omar.suarez@casadebolsa.com.co