



CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Resumen Resultados Corporativos 3T17



Un tercer trimestre agrídulce

Resumen de Resultados Corporativos 3T17

A pesar de que el mercado estaba esperando una mejora de los resultados financieros en el segundo semestre vs 1S17, consideramos que estos continúan reflejando la débil dinámica de la economía colombiana tal como sucedió en la primera parte del año. El **Sector de Utilities** siguió presentando unos resultados financieros positivos gracias a su naturaleza monopólica y regulada que lo blinda frente a coyunturas económicas adversas, además de unas condiciones climáticas favorables. Por el lado del **Sector de Construcción**, a pesar de que se evidencia una estabilización y leve recuperación en los volúmenes y precios del cemento y del concreto, estos continúan en niveles bajos. El retraso de los proyectos de infraestructura 4G y APP y la demora en la aprobación de la Ley de Infraestructura también generó un impacto negativo sobre los resultados. El **Sector Bancario** se continúa viendo presionado por un deterioro en la calidad y cobertura de la cartera, acompañado de una disminución en la utilidad neta y el ROE como consecuencia de mayores gastos de provisiones. El **Sector de Consumo** se sigue viendo afectado por una confianza del consumidor y unas ventas al por menor que continúan mostrando un débil desempeño, sumado a una fuerte competencia de los formatos de descuento, que han afectado la participación de mercado de Grupo Éxito. El **Sector Petrolero** (Ecopetrol) se vio beneficiado por la reciente valorización en el precio del crudo y mayores eficiencias.

A

POSITIVOS

ecopETROL

isa

CELSIA

Avianca

GRUPO ARGOS

B

NEUTRALES

Grupo
nutresa

GRUPO
sura

GrupoEnergíaBogotá

C

NEGATIVOS

Bancolombia

DAVIVIENDA

ARGOS

CEMEX

Concreto

CANACOL
ENERGY LTD.

éxito



Índice

[Bancolombia](#)
[Davivienda](#)
[Banco de Bogotá](#)
[Grupo Aval](#)
[Ecopetrol](#)
[Canacol](#)
[Éxito](#)
[Nutresa](#)
[Cementos Argos](#)

[Cemex Latam Holding](#)
[Concreto](#)
[Celsia](#)
[Empresa de Energía de Bogotá](#)
[Isa](#)
[Avianca](#)
[Grupo Argos](#)
[Grupo Sura](#)
[Corficolombiana](#)



CasadeBolsa
la corredora de bolsa de Grupo Aval



El ROE está de mal humor



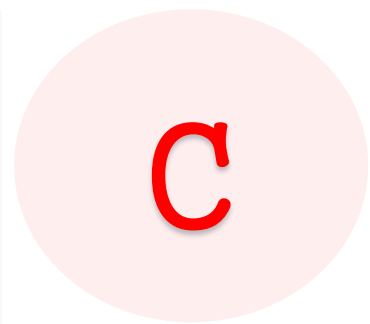
Regresar



El ROE está de mal humor

Bancolombia | Resultados 3T17

Consideramos los resultados financieros de Bancolombia como NEGATIVOS. El débil comportamiento de la economía colombiana y la materialización de eventos corporativos particulares (Electricaribe, Ruta del Sol II y Sistema de Transporte Masivo) sigue generando un deterioro en la calidad y cobertura de la cartera. El alto gasto de provisiones como consecuencia del crecimiento de la cartera vencida continúa presionando la utilidad neta y el ROE de la compañía, donde este último se ubicó en 8,22%, su menor nivel desde el 1T16. Por otro lado, el NIM se empezó a ver afectado por el efecto rezagado de la disminución de la tasa de intervención del Banco de la República sobre las tasas de colocación, lo cual consideramos continuará afectando el Margen Neto de Interés. El crecimiento de la cartera total sigue jalonada por la buena dinámica de la cartera de consumo. Para los próximos trimestres esperamos que los resultados se sigan viendo presionados por el entorno económico retador y mayores provisiones relacionadas con los eventos particulares antes mencionados.



A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

04 de diciembre de 2017

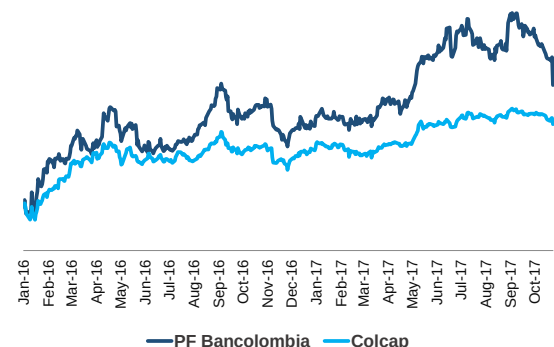
HECHOS RELEVANTES

• **Deterioro en la calidad de la cartera continúa en ascenso:** La débil dinámica de la economía colombiana y eventos corporativos puntuales (Electricaribe, Ruta del Sol II y Sistema de Transporte Masivo) generaron un deterioro importante en la calidad y cobertura de cartera en todas las modalidades de crédito. La nueva cartera vencida (incluidos los castigos) durante el 3T17 fue de COP 912 mil millones, permaneciendo en niveles altos y registrando un incremento de 54,3% A/A. Esperamos que la calidad y la cobertura de la cartera se sigan viendo presionados en los próximos trimestres por el entorno retador en Colombia y aspectos puntuales de la cartera comercial.

• **Repunte del gasto de provisiones, el dolor de cabeza del ROE :** El gasto de provisiones presentó un incremento importante tanto en comparación anual como trimestral (22% A/A y T/T), impulsado por el deterioro de la calidad de la cartera, impactando de manera negativa la utilidad neta, la cual mostró un descenso importante durante el trimestre (-25,4% A/A y -31% T/T). De igual manera, el ROE se vio afectado negativamente, ubicándose por debajo del 10% (8,22% en 3T17) y registrando una contracción importante frente al 12,43% y 12,29% reportado en el 3T16 y 2T17 respectivamente. En este sentido, el costo de crédito también presentó un repunte hasta 2,4%, frente al 2% registrado en el segundo trimestre. Esperamos que el ROE y el costo de crédito se sigan viendo presionados por altos gastos de provisiones y la difícil coyuntura económica.

• **Estornudo del Banrep contagia al NIM:** El NIM presentó un deterioro en el 3T17 debido al efecto rezagado de la disminución en la tasa de intervención sobre las tasas de colocación. Esto se dio a pesar de que este movimiento también se ha visto acompañado por la reducción en los costos de fondeo (-35 pbs A/A). Uno de los mayores retos del banco será lograr una estabilidad en este indicador.

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	29,000
Recomendación	Subponderar
Cap. Mcdto (COP bn)	28.23
Último Precio (COP)	29,900
% Precio YTD	10.01%
Dividend Yield	3.18%
Participación Colcap	12.32%
Comportamiento de la acción	



Omar Suarez
Gerente de Renta Variable

Tatiana Cuéllar
Analista de Acciones



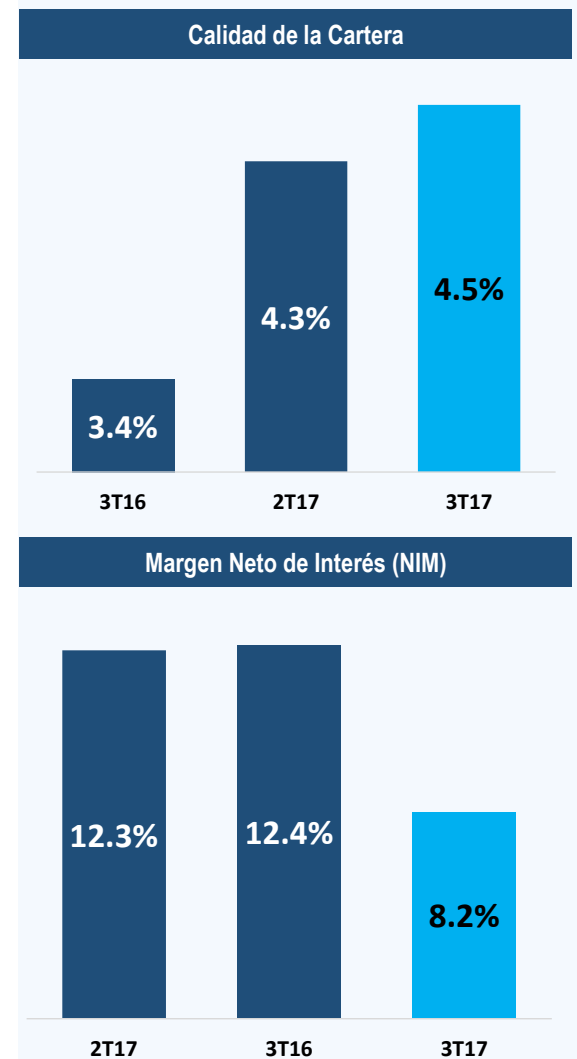
El ROE está de mal humor

Bancolombia | Resultados 3T17

• **Una eficiencia poco atractiva:** El indicador de eficiencia presentó una contracción tanto en términos anuales como trimestrales (510pbs A/A y -93pbs T/T) a pesar del mejor desempeño de los gastos operacionales en Centroamérica, región en la cual se observó una mejora en el indicador. La administración de la entidad señaló que esperan que la eficiencia se ubique alrededor del 51% en el año 2018 ya que consideran que en Centroamérica aún queda espacio de mejora en este indicador.

• **Cartera de consumo da ejemplo a sus colegas:** El crecimiento de la cartera continuó presentando una menor dinámica durante el 3T17, mostrando una contracción respecto al trimestre anterior (-0,11% T/T) y una leve desaceleración en comparación anual (5,63% A/A). El crecimiento de la cartera continúa impulsado por el desempeño favorable de la cartera de consumo, la cual sigue mostrando un comportamiento resiliente frente a la débil dinámica de la economía.

• **¿Qué esperamos para los próximos trimestres?:** Prevemos que los resultados financieros en los próximos trimestres se sigan viendo presionados por la débil dinámica de la economía colombiana y la materialización de eventos particulares ya mencionados (Electricaribe, Ruta del Sol II y Sistema de Transporte Masivo). Sin embargo, esperamos que hacia el segundo semestre del año 2018 se vea favorecido el crecimiento y la calidad de la cartera en la medida en que menores tasas de interés y una recuperación gradual de la economía colombiana reducen la presión sobre los consumidores y las empresas.



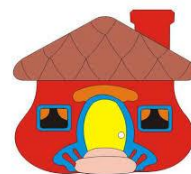
Bancolombia

Cifras en COP miles de millones	3T17	3T16	2T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso por intereses	4.104	4.093	4.227	0%	-3%
Egreso por intereses	1.552	1.593	1.594	-3%	-3%
Ingreso Neto por intereses	2.552	2.500	2.633	2%	-3%
Provisiones Netas	967	791	790	22%	22%
Utilidad antes de impuestos	713	1.026	966	-31%	-26%
Impuesto de Renta	245	389	281	-37%	-13%
Utilidad Neta	451	604	654	-25%	-31%
NIM	5,8%	6,2%	6,2%	-34 pbs	-32 pbs
ROE	8,2%	12,4%	12,3%	-421 pbs	-407 pbs
Eficiencia	52,6%	47,5%	51,7%	510 pbs	93 pbs
Solvencia	13,4%	13,5%	14,3%	-5 pbs	-92 pbs
Calidad de Cartera	4,5%	3,4%	4,3%	112 pbs	23 pbs
Cobertura de Cartera	103,5%	115,9%	104,6%	-1247 pbs	-111 pbs





CasadeBolsa
la corredorista de bolsa de Grupo Aval

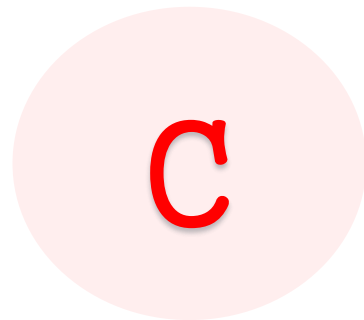


**El ROE anda bajo de
nota**



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Davivienda como NEGATIVOS. La débil dinámica de la economía colombiana y la materialización de eventos corporativos (Electricaribe y Sistema Masivo de Transporte) generaron un repunte en el gasto de provisiones, provocando un efecto negativo sobre la utilidad neta y el ROE de la entidad, el cual se ubicó en su menor nivel en 2 años. La calidad de la cartera continúa mostrando un deterioro, explicado principalmente por el segmento de vivienda y de consumo, mientras que la cobertura de la cartera permaneció estable frente al 2T17. Destacamos que el NIM presentó una leve mejora frente al trimestre anterior a pesar del incremento en la tasa de intervención a partir de diciembre del 2016. Por otro lado, resaltamos que aunque se observó una desaceleración de la cartera en Colombia y Centroamérica, esta continúa mostrando resistencia frente a la coyuntura económica. Esperamos que el entorno retador en Colombia y los eventos corporativos antes mencionados sigan afectando la calidad de la cartera y generando un mayor gasto de provisiones, los cuales seguirán presionando la rentabilidad y costo de crédito de la entidad, especialmente hasta el primer semestre del año 2018.



A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

04 de diciembre de 2017

HECHOS RELEVANTES

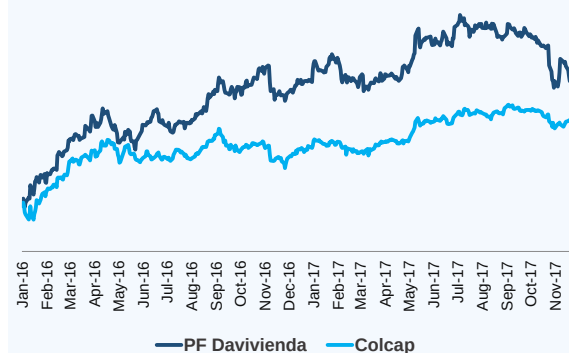
• **Cartera vencida pone en aprietos al costo de riesgo:** Davivienda continuó presentando un deterioro en la calidad de la cartera debido a la débil dinámica de la economía colombiana y la materialización de eventos corporativos particulares (Electricaribe y Sistema Masivo de Transporte). La cartera se deterioró en comparación trimestral y anual, explicado principalmente por el segmento comercial e hipotecario. Destacamos que la cartera de consumo a 90 días permaneció estable frente al 2T17, favorecida en parte por un mayor nivel de castigos en este segmento. Los castigos presentaron su mayor nivel desde el 4T16 (COP 429 mil millones) explicado por una menor dinámica del consumo. Por otro lado, la cobertura también mostró una estabilidad frente al trimestre anterior. Resaltamos que el costo de riesgo registró un repunte hasta el 2,13% debido al importante incremento en el gasto de provisiones. Esperamos que la cartera vencida y el costo de crédito se sigan viendo presionados en los próximos trimestres por la continuidad del débil desempeño de la economía colombiana y la mayor provisión proveniente de los eventos corporativos mencionados.

• **Gasto de provisiones pone bajo presión al ROE:** El mayor deterioro de la cartera generó un repunte en el gasto de provisiones, alcanzando COP 521 mil millones, un incremento anual de 70,3% y trimestral del 14,1%. A pesar de la reducción en los egresos financieros, el aumento en el gasto de provisiones generó un efecto negativo sobre la utilidad neta, la cual se contrajo 24,8% A/A. El ROE se ubicó en 14,38% en el 3T17, su menor nivel en 2 años. Esperamos que el alto gasto de provisiones seguirá presionando la rentabilidad de la entidad en los próximos trimestres, principalmente hasta el primer semestre del año 2018. Una vez se provisione la totalidad de los eventos corporativos mencionados, podría sentirse algo de alivio.

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	30,500
Recomendación	Subponderar
Cap. Mcdo (COP bn)	13.50
Último Precio (COP)	29,900
% Precio YTD	-0.33%
Dividend Yield	3.18%
Participación Colcap	3.16%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Paniagua

Analista de Acciones

• Desaceleración de la cartera por menor dinámica económica:

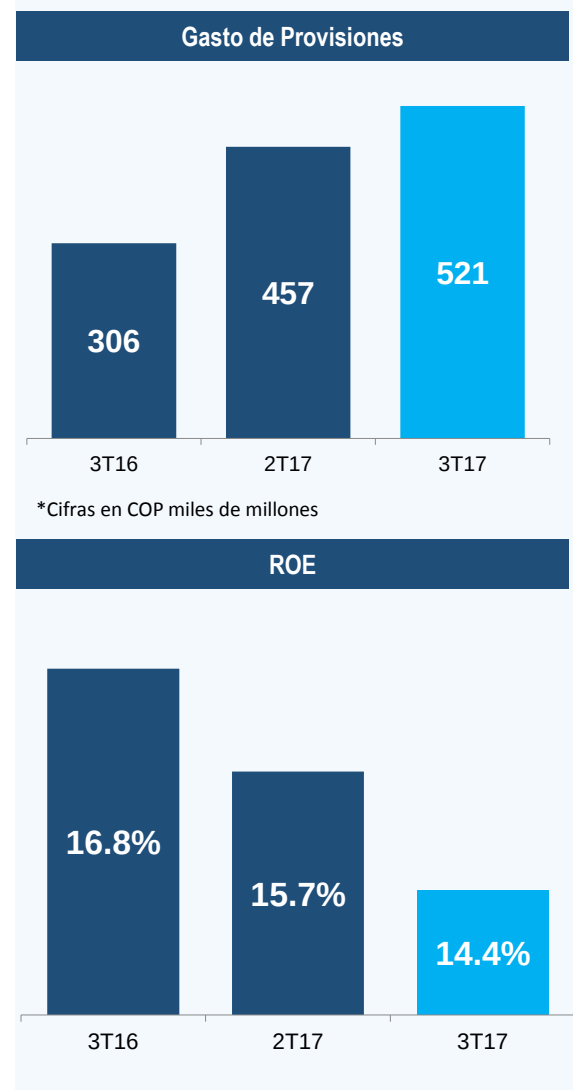
Aunque la cartera de Davivienda presentó una desaceleración en el 3T17, esta continúa resistente frente al entorno retador. Sin embargo, tanto la cartera en Centroamérica como en Colombia presentaron una desaceleración durante el trimestre. Los segmentos de Vivienda (14,4% A/A) y de Consumo (13,4% A/A) impulsaron el comportamiento de la cartera, mientras que el segmento Comercial (5,2% A/A) continúa mostrando el menor dinamismo. Esperamos que el crecimiento de la cartera continúe registrando una desaceleración gradual, en línea con el débil desempeño de la economía colombiana.

• NIM mejora vs 2T17 a pesar de menor tasa del Banrep:

El NIM de cartera presentó una recuperación respecto al trimestre anterior a pesar de la disminución de la tasa de intervención del Banco de la República a partir de diciembre del año 2016. El NIM se vio beneficiado por el menor costo en las cuentas de ahorro y en los depósitos a término, lo cual también generó un descenso en los egresos financieros (-6,9% A/A). Esperamos que el NIM se vea presionado en los próximos trimestres por el efecto rezagado de la reducción de la tasa de intervención del Banco de la República sobre las tasas de colocación.

• Deterioro de la Eficiencia:

El Indicador de Eficiencia presentó un deterioro en comparación anual como trimestral, explicado principalmente por mayores gastos de operación (19,3% A/A), los cuales estuvieron impulsados por un aumento en arriendos de locales y oficinas, transporte y afiliaciones. Por otro lado, los gastos de personal registraron una variación anual del 7,6%, afectados principalmente por la prima extralegal y las comisiones.



DaviVienda

Cifras en COP miles de millones	3T17	3T16	2T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos financieros	2.296	2.192	2.354	4,7%	-2,5%
Egresos Financieros	929	998	984	-6,9%	-5,6%
Margen financiero bruto	1.366	1.193	1.370	14,5%	-0,3%
Provisiones Netas	521	306	457	70,3%	14,0%
Margen financiero neto	845	887	913	-4,7%	-7,4%
Impuesto de Renta	102	161	134	-36,6%	-23,9%
Utilidad Neta	273	363	324	-24,8%	-15,7%
NIM	6,38%	6,74%	6,31%	-36 pbs	7 pbs
ROE	14,38%	16,84%	15,70%	-246 pbs	-132 pbs
Eficiencia	47,28%	44,56%	47,10%	272 pbs	18 pbs
Solvencia	12,52%	11,57%	12,56%	95 pbs	-4 pbs
Calidad de Cartera	2,87%	2,13%	2,70%	74 pbs	17 pbs
Cobertura de Cartera	99,31%	135,65%	99,84%	-3634 pbs	-53 pbs
Crecimiento de la Cartera				9,2%	0,9%





CasadeBolsa
la corredorista de bolsa de Grupo Aval



Banco de Bogotá



Regresar



HECHOS RELEVANTES

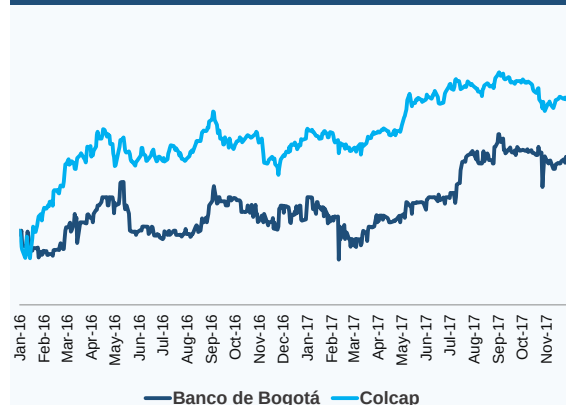
• **La utilidad neta atribuible para el 3T2017 fue de 458.1 miles de millones de pesos.** La Cartera Bruta total creció 8.0% en los últimos 12 meses a COP 99.3 billones y mostró un leve decrecimiento de 0.7% durante el tercer trimestre de 2017.

• **Los depósitos crecieron 9.3% en el último año a COP 94.9 billones.** El indicador de Depósitos/Cartera en el 3T2017 fue 98.5%. Los Depósitos representaron el 78.5% del total del fondeo a septiembre 30 de 2017. Los depósitos a término contribuyeron con el 44.2% del total de los depósitos, las cuentas de ahorro contribuyeron con el 29.2% del total, y las cuentas corrientes alcanzaron el 26.2%.

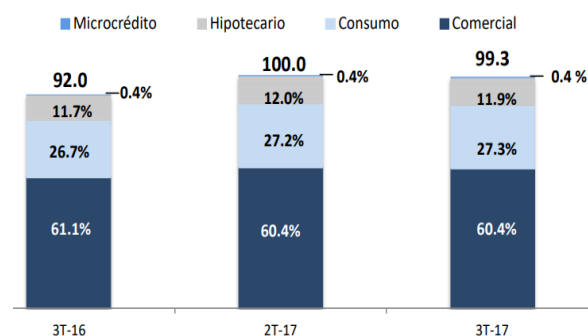
• **El Margen Neto de Interés de cartera fue de 6.8% en 3T2017,** permaneciendo estable respecto al 3T2016. El Margen Neto de Interés de inversiones fue de 0.7% en 3T2017, decreciendo frente a 1.0% de 3T2016. El Margen Neto de Interés fue 5.9% en 3T2017 por debajo del 6.0% en el 3T2016.

• **El indicador de Capital regulatorio consolidado fue de 14.0% para la solvencia total y de 9.1% para Tier I.** Estos indicadores se encuentran significativamente por encima del mínimo regulatorio. **El indicador de eficiencia fue de 49.6% en 3T2017, comparado con el 48.3% de 3T2016.**

Comportamiento de la acción



Distribución del portafolio de Cartera



Fuente: Banco de Bogotá, presentación de resultados 3T17

Banco de Bogotá

Cifras en COP miles de millones	3T16	2T17	3T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos por intereses	2.730,1	2.836,4	2.826,4	3,5%	-0,4%
Gasto por Intereses	1.193,5	1.155,2	1.126,1	-5,6%	-2,5%
Ingresos netos por intereses	1.536,6	1.681,2	1.700,3	10,7%	1,1%
Provisiones Netas	412,7	658,2	593,9	43,9%	-9,8%
Utilidad Neta	564,0	481,7	458,1	-18,8%	-4,9%
NIM	6,0%	6,1%	5,9%	-10 pbs	-20 pbs
ROE	14,3%	11,9%	11,0%	-330 pbs	-90 pbs
Eficiencia	48,3%	48,6%	49,1%	80 pbs	50 pbs
Calidad de Cartera (superior a 90 días)	1,7%	2,3%	2,4%	70 pbs	10 pbs
Relación de Solvencia	14,4%	14,2%	14,0%	-40 pbs	-20 pbs



CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval



Grupo Aval



Regresar

HECHOS RELEVANTES

• **Reportó una utilidad neta atribuible a los Accionistas de COP 437.9 miles de millones para el 3T17 frente a COP 470.8 reportado para el 2T17.** El ROAE del trimestre fue 11.2% y el ROAA para el trimestre fue 1.3%.

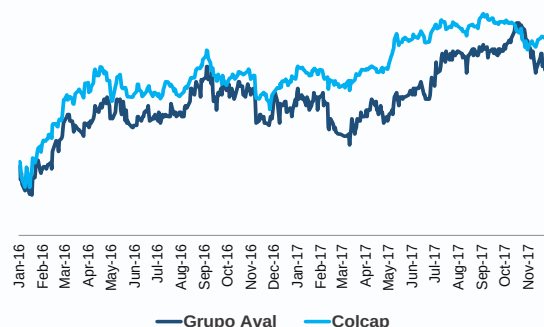
• **La exposición crediticia a clientes como Electricaribe y SITP continúan impactando resultados del tercer trimestre.** La holding espera que el impacto del gasto de provisión de Electricaribe concluya a principios de 2018. Por su parte, el NIM decreció en aproximadamente 15 pbs durante 3T17. Se espera que el decrecimiento de las tasas de intereses continúe, así como una posible disminución en el NIM.

- **Durante el 3T17, Porvenir continúa mostrando resultados favorables** soportados en el incremento de los nuevos fondos ingresados al sistema y un aumento en el retorno de los activos bajo administración. Por otro lado, los resultados de **Corficolombiana reflejan un inicio pausado de los proyectos de infraestructura**. La incertidumbre del sistema financiero sobre el sustento jurídico para reconocer el valor final que recibirían los promotores y financiadores del proyecto “Ruta del Sol” tras el proceso de liquidación ha retrasado la inversión en infraestructura.

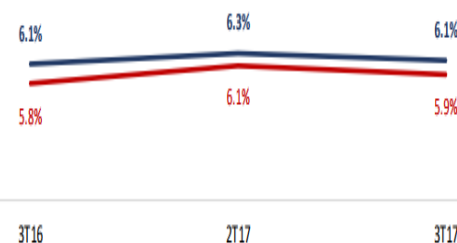
• La **operación en Centroamérica** continúa comportándose de forma consistente. El crecimiento observado en la cartera de BAC (en dólares) es mayor al crecimiento de la cartera colombiana; el costo del riesgo está controlado (a pesar de algunos eventos en Costa Rica y Panamá); la eficiencia muestra cierta mejora y el ROE se mantiene estable.

• **Durante el 3T17 la cartera bruta sin interbancarios decreció 0.2% frente a 2T17** (incrementó 0.9% en ausencia del impacto de cerca del 4% de la revaluación de la moneda durante el período). En los últimos doce meses, la cartera consolidada creció 7.9% (7.3% excluyendo el impacto de la tasa de cambio). El deterioro de los indicadores de cartera vencida a más de 30 días y de cartera improductiva a más de 90 días fue de aproximadamente 20 pbs en el trimestre, llegando a 4.0% y 2.7% respectivamente. Cabe mencionar la mejora de 10 pbs de la calidad de la cartera de consumo frente al trimestre anterior. Sumado a lo anterior, la formación de cartera vencida sigue mostrando una tendencia positiva.

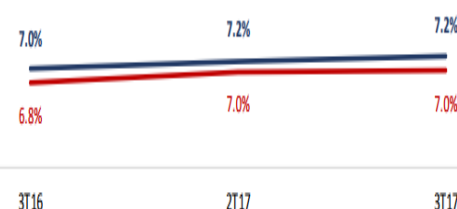
Comportamiento de la acción



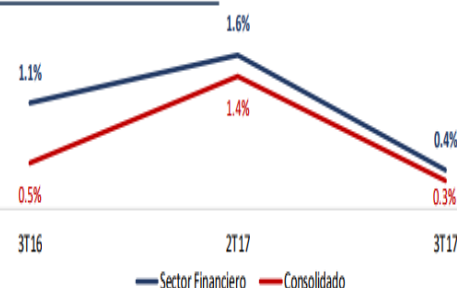
Margen de interés neto (Aval)

Margen de interés neto⁽¹⁾

Margen de interés de cartera⁽²⁾



Margen de interés de inversiones⁽³⁾



(1) Margen neto de intereses e ingreso por intereses neto: Incluye los ingresos netos por intereses mas los ingresos netos por cambio en el valor razonable de activos negociables, divididos por el promedio de activos productivos. El margen neto de interés sin el ingreso por actividades de negociación a través de pérdidas o ganancias fue de 5.9% para 3T17, 5.9% para 2T17 y 5.6% para 3T16. (2) Margen neto de cartera: Ingreso neto de intereses de cartera dividido entre el promedio de cartera. (3) Margen neto de inversiones: Ingreso neto de intereses de inversiones mas cambio en el valor razonable de activos negociables e ingresos por interbancarios dividido entre el promedio de inversiones e interbancarios.

• El costo del riesgo del trimestre, neto de recuperaciones, fue de 2.6% frente a 2.7% en el trimestre anterior, incluyendo COP 150,000 mil millones de gasto de provisión relacionado con Electricaribe (frente a COP 108,000 mil millones durante 2T17) el cual representó 40 pbs del costo de riesgo durante el trimestre.

• Los depósitos decrecieron 2.2% durante el trimestre (-1.1% excluyendo el impacto de la tasa de cambio en la operación de Centroamérica) y en los últimos doce meses los depósitos crecieron 7.9% (+7.3% excluyendo el impacto de la tasa de cambio), evidenciando una vez más la desaceleración durante 3T17 en sintonía con un crecimiento lento de la economía. Como consecuencia parcial de la desaceleración económica y la revaluación de la tasa de cambio durante el período, el tercer trimestre mostró una mejora en los ratios de patrimonio consolidado.

• El NIM de la operación consolidada decreció aproximadamente 15 pbs ubicándose en 5.9% durante el trimestre, el ratio consolidado de NIM de cartera permaneció constante en 7.0% durante el trimestre y el NIM de inversiones totales tuvo un resultado desfavorable con un ratio de 0.3% frente a 1.4% durante el trimestre anterior.

Solvencia Consolidada (Aval)

	Bancolombia			Banco de Occidente		
	3T16	2T17	3T17	3T16	2T17	3T17
Capital primario (Tier 1)	9.5	9.4	9.1	10.4	10.5	10.5
Solvencia	14.4	14.2	14.0	12.9	12.7	12.7

	banco popular			Banco Av Villas		
	3T16	2T17	3T17	3T16	2T17	3T17
Capital primario (Tier 1)	9.6	9.6	9.3	10.5	11.2	11.1
Solvencia	9.7	11.2	10.9	11.5	12.4	12.4

Composición de la Cartera (Aval)

	3T16	2T17	3T17
Cartera bruta	144.1	155.7	155.4
Microcrédito	0.3%	0.3%	0.3%
Hipotecario	9.7%	9.9%	9.9%
Consumo	31.0%	31.1%	31.4%
Comercial	59.0%	58.8%	58.4%

	3T17 / 3T16		3T17 / 2T17	
	2.0%	2.0%	0.0%	0.0%
	10.6%	9.3%	0.2%	2.5%
	9.2%	8.5%	0.8%	2.1%
	6.7%	6.3%	-0.8%	0.0%

Grupo Aval

Cifras en COP miles de millones	3T16	2T17	3T17	Var % AA	Var % T/T
Ingresos por intereses	4.506,7	4.728,5	4.661,6	3,4%	-1,4%
Gasto por Intereses	2.182,2	2.092,1	1.985,5	-9,0%	-5,1%
Ingresos netos por intereses	2.324,5	2.636,4	2.676,1	15,1%	1,5%
Pérdida por deterioro de activos financieros	631,9	1.054,6	1.027,3	62,6%	-2,6%
Utilidad Neta	613,9	470,8	437,9	-28,7%	-7,0%
NIM	5,6%	5,9%	5,9%	30 pbs	0 pbs
ROE	16,2%	12,4%	11,2%	-500 pbs	-120 pbs
Eficiencia	45,9%	46,9%	46,8%	90 pbs	-10 pbs
Calidad de Cartera	3,1%	3,8%	4,0%	90 pbs	20 pbs



CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

ecopETROL

Se pone de moda
Margen EBITDA sobre
40%



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Ecopetrol como POSITIVOS y en línea con nuestras expectativas. Los ingresos de la compañía se vieron beneficiados por el incremento en el precio del petróleo, una tasa de cambio más favorable y la mejora en el diferencial de crudos de exportación. Para el cuarto trimestre esperamos que continúe la estabilidad en la producción, pero el reciente repunte en el precio del crudo tendría un impacto positivo sobre las ventas de la empresa. Destacamos que la compañía continúa mostrando una buena dinámica operacional, donde la exitosa política de reducción de costos ha permitido que el margen EBITDA se consolide por encima del 40%. Sin embargo, la utilidad neta presentó una contracción respecto al trimestre anterior, afectada por la pérdida de la diferencia en cambio. Al realizar el análisis por segmento, resaltamos que el negocio de Transporte fue el que más aportó a la utilidad del trimestre (+13,5% T/T), mientras que el segmento de Producción y Exploración presentó una contracción del 70% respecto al 2T17 en su ganancia neta, debido a mayores gastos operacionales y la pérdida en la diferencia en cambio.



A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

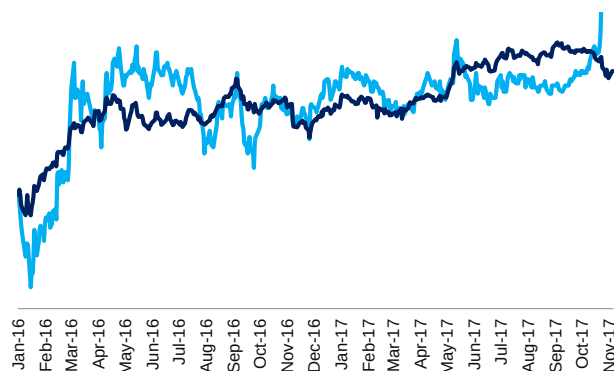
04 de diciembre de 2017

HECHOS RELEVANTES

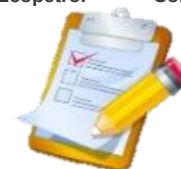
• **Ingresos agradecen a su amigo Brent:** Las ventas totales de Ecopetrol presentaron un incremento en su comparación anual y trimestral (9,4% A/A y 1,3% T/T), impulsadas en gran medida por mayores precios del petróleo, una tasa de cambio más favorable y la mejora en el diferencial de crudos de exportación. Destacamos que la producción continúa estable, cumpliendo la meta de 715k bpd para el año a pesar de los continuos ataques a oleoductos. Consideramos que uno de los mayores retos de la compañía es mantener la estabilidad de la producción en los próximos trimestres, teniendo en cuenta la declinación natural de algunos de sus principales campos. Por otro lado, resaltamos la mejora en el diferencial versus Brent en la venta de sus crudos, gracias a una estrategia comercial enfocada en mercados que generan mayor valor, aprovechamiento de los recortes de la OPEP en crudos pesados e inestabilidad en la calidad y suministro de crudos venezolanos. Esperamos que el repunte del BRENT en 4T17 genere un incremento en los ingresos del trimestre.

• **Margen EBITDA celebra por encima del 40%:** La buena dinámica operacional de la compañía ha permitido que el Margen EBITDA se consolide encima del 40% en los últimos 3 trimestres. Destacamos el éxito en la política de reducción de costos, donde se observó una disminución anual tanto de costos variables (-0,7% A/A) como de costos fijos (-2,3% A/A), sin embargo, estos últimos presentaron una leve variación positiva respecto al 2T17 (1,7% T/T). A pesar del repunte en los gastos operativos (35,4% A/A), el margen EBITDA registró una mejora de 380pbs respecto al 3T16 y de 120pbs vs 2T17. Para los próximos trimestres esperamos una estabilidad en el desempeño operacional con un margen EBITDA que continúe por encima del 40%.

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	1,580
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdo (COP bn)	72.16
Último Precio (COP)	1,755
% Precio YTD	27.17%
Dividend Yield	1.31%
Participación Colcap	9.34%



— Ecopetrol — Colcap



Omar Suarez

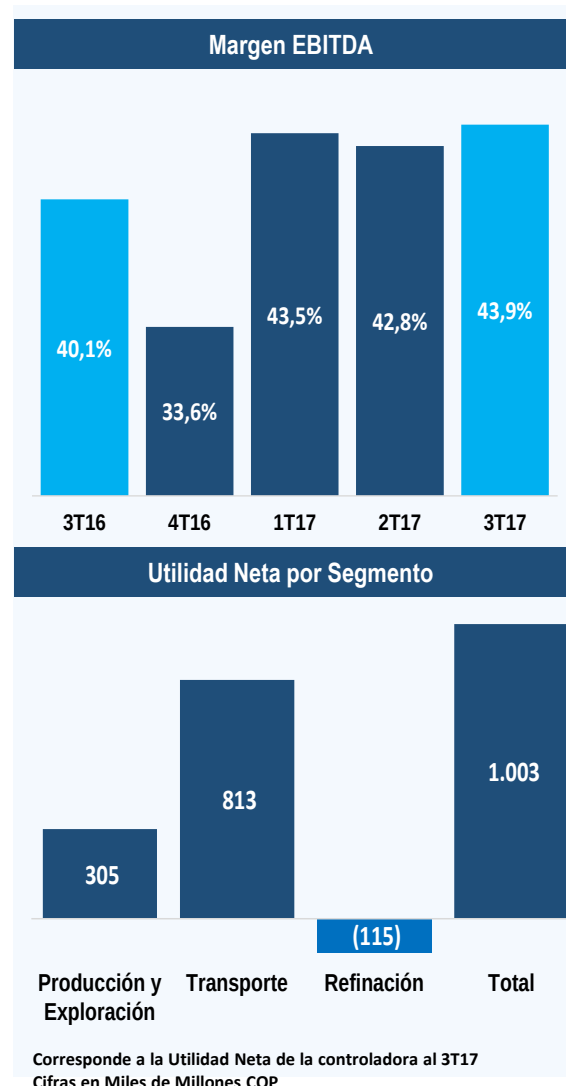
Gerente de Renta Variable

Roberto Paniagua

Analista de Acciones

• **Utilidad neta se ubica levemente por debajo de nuestras expectativas:** A pesar de la buena dinámica operacional de la compañía, la utilidad neta se ubicó levemente por debajo de nuestras expectativas (COP 1 BN vs COP 1,1 BN estimado) debido a una pérdida por diferencia en cambio de COP 136 mil millones. Sin embargo, la ganancia neta se vio favorecida por menores gastos financieros debido a la disminución de la tasa de interés en préstamos locales indexados al IPC, al prepago de un crédito sindicado internacional y un crédito local con Bancolombia. Para el cuarto trimestre esperamos que la utilidad se siga ubicando por encima del billón, favorecida en gran medida por la reciente valorización en el precio del crudo, por lo cual prevemos que la petrolera registre una ganancia neta alrededor de COP 4,5 billones para el año 2017.

• **Segmento de Transporte le sigue dando buenas noticias a la utilidad neta:** El fortalecimiento del dólar y la naturaleza regulada del segmento de Transporte permitió que este negocio realizara el mayor aporte a la utilidad neta consolidada, con una ganancia de COP 813 mil millones, un incremento de 13,5% T/T respecto al 2T17. Por el lado del segmento de Producción y Exploración, destacamos que la utilidad de este negocio presentó un decrecimiento importante del 70% T/T (COP 305 mil millones en 3T17 vs COP 1 billón en 2T17), explicado principalmente por un repunte en los gastos operacionales, una pérdida por diferencia en cambio y una mayor tasa efectiva de impuestos respecto al 2T17. Por otro lado, aunque el segmento de Refinación continuó presentando una pérdida neta (COP -115 mil millones), se observa una recuperación tanto en el resultado operacional como en el resultado neto.



Ecopetrol

Cifras en COP miles de millones	3T17	3T16	2T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	13.325	12.183	13.151	9%	1%
Costo variables	4.668	4.700	5.232	-1%	-11%
Costo fijos	1.925	1.971	1.893	-2%	2%
Costo de ventas	8.777	8.738	9.226	0%	-5%
Utilidad bruta	4.548	3.445	3.925	32%	16%
Gastos operativos	1.225	905	657	35%	86%
Utilidad operacional	3.323	2.540	3.268	31%	2%
Utilidad Neta Controladora	1.003	229	1.305	338%	-23%
EBITDA	5.852	4.886	5.612	20%	4%
Margen Bruto	34,1%	28,3%	29,8%	585 pbs	429 pbs
Margen Operacional	24,9%	20,8%	24,8%	409 pbs	9 pbs
Margen Neto	7,5%	1,9%	9,9%	565 pbs	-240 pbs
Margen EBITDA	43,9%	40,1%	42,7%	381 pbs	124 pbs



CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval

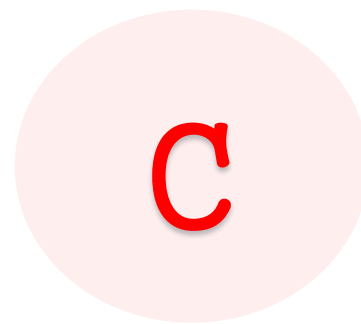


**Se aproxima el
regalo prometido**



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Canacol como NEGATIVOS. La producción de gas presentó una contracción en comparación anual y trimestral, afectada por el mantenimiento programado de las plantas de 3 compradores, mientras que la producción de petróleo continuó mostrando una declinación. Por otro lado, aunque el precio del gas se vio afectado por la disminución en el precio de la Guajira y del mercado de contado, se observa una estabilidad frente al 2T17, por lo que esperamos que este comportamiento continúe en el 4T17. Los ingresos mostraron una contracción de 15% A/A, explicado principalmente por un menor precio y producción de gas. Por otro lado, el EBITDAX disminuyó 20,8% A/A y 13,2% T/T, afectado por mayores gastos de transporte y de agotamiento y depreciación. Por último, la compañía anunció que el proyecto de la línea de flujo Sabanas continúa dentro del cronograma y se espera que sea completado para el 1 de diciembre de 2017. Una vez completado, le adicionarían 40 MMscfpd de capacidad de gasoducto, permitiéndole alcanzar un total de 130 MMscfpd de ventas de gas.



A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

04 de diciembre de 2017

HECHOS RELEVANTES

• **Menor producción de petróleo y gas impacta los ingresos:** La producción de gas registró un descenso de 12% A/A y 2,6% T/T, explicado principalmente por la reducción de 70% A/A en la producción de VIM-5, relacionado con el mantenimiento programado de las plantas de 3 compradores, lo cual representó la suspensión de 66 días. La compañía señaló que el mantenimiento programado de la planta fue un evento anual que no se espera que vuelva a ocurrir hasta el próximo año. Sin embargo, resaltamos el significativo incremento en la producción de Esperanza tanto en comparación anual (46% A/A) como trimestral (24,5% T/T). Esperamos que la producción de gas presente una recuperación en el 4T17. Por el lado de la producción de crudo, esta continuó presentando una contracción tanto en LLA 23 (-31% A/A) como en Ecuador (-20% A/A).

• **Precio del gas muestra señales de estabilización:** Aunque el precio del gas registró un descenso anual de 12%, permaneció estable frente al trimestre anterior. El precio del gas se vio afectado por la disminución del precio de la Guajira en diciembre de 2016 y por precios de mercado al contado más bajos. La compañía mencionó que el menor precio de mercado afectó un pequeño contrato interrumpible, el cual ha sido reemplazado por un contrato de largo plazo, con un precio fijado más alto y bajo modalidad en firme. Esperamos que los precios del gas continúen estables en el 4T17.

A pesar de que el incremento en el precio del petróleo favoreció los ingresos de la compañía, estos registraron una contracción de 15% A/A, afectados principalmente por la menor producción de crudo y gas. Esperamos que el aumento en el precio del petróleo tenga un impacto positivo sobre los resultados del 4T17, limitado por su baja participación en el total de ingresos.

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	11,200
Recomendación	Sobreponderar
Cap. Mcdo (COP bn)	1.74
Último Precio (COP)	9,900
% Precio YTD	-0.80%
Beta Ajustado	0.90
Participación Colcap	0.56%



Omar Suarez
Gerente de Renta Variable

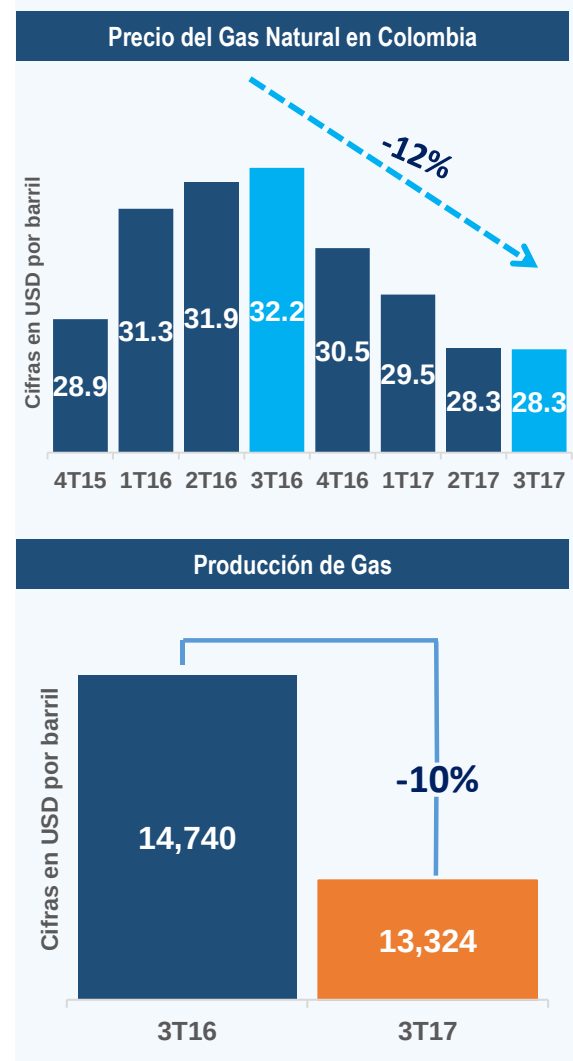
Roberto Paniagua
Analista de Acciones

• **Menor EBITDAX por incremento en gastos de transporte:** El EBITDAX registró un retroceso en comparación anual (-20,8% A/A) como trimestral (-13,2% T/T), explicado principalmente por mayores gastos de transporte y gastos de agotamiento y depreciación, además de la disminución en los ingresos de la compañía.

• **Gas genera una reducción en el Netback (Ganancia operacional neta):** El Netback de Canacol se contrajo 11% A/A, explicado principalmente por la disminución en la Ganancia Operacional Neta de los campos Esperanza (-15% A/A) y de VIM 5 (-47% A/A) por la reducción en el precio del gas, pero mitigado por un incremento en el Netback de LLA23 (39% A/A) por mayores precios del crudo. Sin embargo, el Netback registró una leve contracción en comparación trimestral (-1% T/T), mostrando una mayor estabilidad en este indicador. Esperamos que la Ganancia Operacional Neta del segmento de gas permanezca estable en el 4T17, mientras que el Netback del segmento petrolero se verá beneficiado por el reciente incremento en el precio del crudo.

• **Utilidad neta continuó en números rojos:** Aunque la ganancia neta presentó una mejora respecto al 3T16 y 2T17, esta continúa en terreno negativo, explicado por una pérdida de derivados y de divisas.

• **Llegaría nueva producción en el 4T17:** El proyecto de la línea de flujo Sabanas continúa dentro del cronograma y se espera que sea completado para el 1 de diciembre de 2017. Una vez completado, se adicionarían 40 MMscfpd de capacidad de gasoducto, permitiéndole alcanzar un total de 130 MMscfpd de ventas de gas.



Canacol

Cifras en USD miles	3T17	3T16	2T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos totales	43,258	50,851	43,007	-15%	1%
Gastos	12,439	10,052	12,449	24%	0%
Gastos financieros	7,407	5,711	6,950	30%	7%
Impuesto de renta	-1,659	7,603	11,279	-	-
Utilidad (perdida) Neta	-1,514	-8,399	11,770	-	-
EBITDAX	32,912	41,576	29,071	-21%	13%
Margen Neto	-3.5%	-16.5%	27.4%	-	-
Margen EBITDAX	76.1%	81.8%	67.6%	-568 pbs	849 pbs
Producción de gas (boepd)	13,324	14,740	13,675	-10%	-3%
Producción de petróleo (boepd)	3,263	3,892	3,487	-16%	-6%
Netback (\$ / boepd)	23	26	23	-11%	-1%
Gas Natural (\$ / boe)	28	32	28	-12%	0%
Petróleo crudo (\$ / boe)	43	36	41	22%	5%



CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

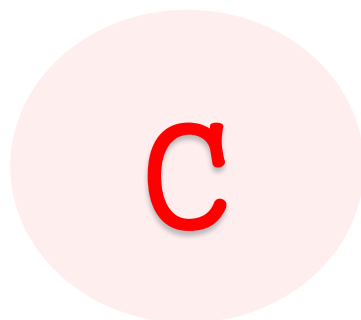


**Negocio en Colombia
continúa resfriado**



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Grupo Éxito como NEGATIVOS. La débil dinámica del consumo, la fuerte competencia por parte de los formatos de descuento y la rápida desaceleración de la inflación de alimentos generaron una contracción de 6% A/A de las VMM en Colombia. Sin embargo, los resultados de Surtimayorista y los negocios complementarios (principalmente Real Estate) siguen mostrando una buena dinámica. Por otro lado, las ventas en Brasil continúan registrando un desempeño favorable, impulsadas en mayor medida por el crecimiento de los volúmenes y conversión al formato Assaí. Destacamos el buen comportamiento operacional en Brasil y Uruguay, mientras que Argentina y Colombia siguen mostrando débiles resultados financieros. Aunque la utilidad neta se vio favorecida por menores gastos financieros y la buena dinámica operacional en Brasil, estuvo opacada por el débil desempeño en Colombia y mayores gastos no recurrentes. Esperamos que los resultados en Colombia se sigan viendo presionados en los próximos trimestres por el entorno retador, mientras que reiteramos nuestra perspectiva positiva en Brasil.



A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

04 de diciembre de 2017

HECHOS RELEVANTES

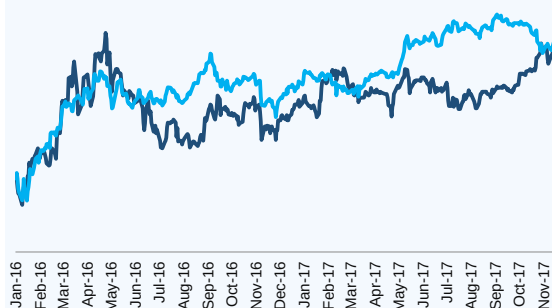
• **Negocio en Colombia con resfriado económico:** Las ventas en Colombia continúan mostrando un pobre desempeño como consecuencia de la débil dinámica del consumo, la fuerte competencia por parte de los formatos de descuento y una importante desaceleración de la inflación de alimentos. De esta manera, las Ventas Mismos Metros (VMM) presentaron una contracción del 6% A/A, afectadas en gran medida por la fuerte reducción de las VMM de Surtimax y Superinter (-10,3% A/A). A pesar de que los principales segmentos de negocio (Éxito, Carulla, Surtimax y Superinter) registraron una contracción en las VMM, destacamos el buen desempeño de la incursión de Surtimayorista al país, formato que consideramos oportuno para la débil dinámica de consumo teniendo en cuenta su oferta de valor en términos de precio y comodidad para los clientes profesionales. Por otro lado, resaltamos el buen comportamiento de las ventas de los Negocios Complementarios (23,3% A/A), especialmente el segmento de Real Estate (30% A/A), el cual mitigó en parte el desfavorable desempeño del negocio de retail.

• **Fuerte competencia sigue pasándole una mala jugada a la rentabilidad en Colombia:** A pesar de que el entorno retador en Colombia y la fuerte competencia por parte de los formatos de descuento continúan presionando los márgenes, la compañía ha manifestado que su estrategia está basada en un crecimiento rentable, diferente a la rápida expansión de sus competidores. Sin embargo, en el 3T17 se observó un deterioro en los márgenes operacionales tanto en comparación anual como trimestral. Esperamos que los próximos trimestres se sigan viendo presionados por la coyuntura económica y la fuerte competencia, sin embargo, prevemos que la reducción en las tasas de interés y una recuperación del consumo empiecen a favorecer una estabilización de los resultados, principalmente en el segundo semestre del 2018.

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	18,000
Recomendación	Sobreponderar
Cap. Mcdo (COP bn)	7.29
Último Precio (COP)	16,280
% Precio YTD	9.26%
Dividend Yield	0.30%
Participación Colcap	3.22

Comportamiento de la acción



— Éxito — Colcap



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Paniagua

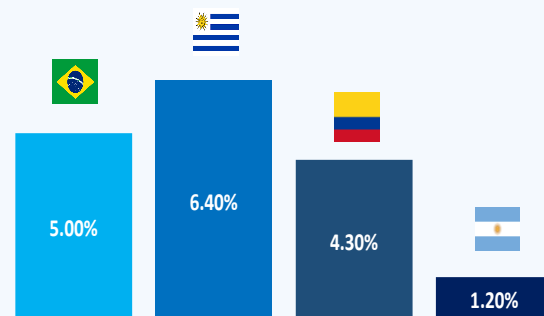
Analista de Acciones

• **Brasil continúa siendo la estrella del partido:** Las ventas netas en Brasil continuaron mostrando una recuperación importante en el 3T17 (8,1% A/A) de la mano de una mejora gradual del consumo. Hay que destacar la buena dinámica de las ventas netas de Assaí (25,2% A/A) gracias a la exitosa estrategia de conversión de tiendas y un mayor crecimiento de los volúmenes, lo cual se tradujo en una mejora de 330pbs en su participación de mercado. Esperamos que los resultados en Brasil se sigan viendo favorecidos por una recuperación del consumo en 2018 y la utilidad neta se vea impulsada por menores gastos financieros y un mejor desempeño operacional.

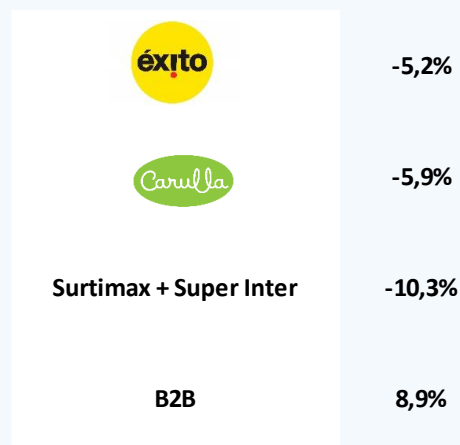
• **Mayores eficiencias y sinergias mitigan el entorno retador en Colombia y Uruguay:** La diversificación geográfica, un mayor control sobre los gastos y el alcance de sinergias entre las diferentes regiones mitigaron el impacto sobre los márgenes de la compañía. Grupo Éxito anunció que cumplió anticipadamente con su meta de sinergias por USD 50 millones para el año 2017, plan que incluye la compra conjunta a proveedores tratando de aprovechar un mayor poder de negociación, mayor control sobre los inventarios y la replicación de formatos exitosos (Cash & Carry, Textiles, Proximidad, entre otros).

• **Utilidad neta continúa en terreno negativo:** A pesar de que la utilidad neta se vio favorecida por un mejor desempeño operacional en Brasil, menores gastos financieros y la reducción en los impuestos, esta continúa en terreno negativo (COP -31.331 millones). Lo anterior debido principalmente a los débiles resultados de la operación en Colombia y el impacto negativo de gastos no recurrentes.

Margen EBITDA Recurrente



Ventas Mismos Metros 3T17 - Colombia



Ajustados por calendario

Grupo Éxito

Cifras en COP miles de millones	3T17	3T16	2T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	13,920	12,823	13,268	9%	5%
Costo de Ventas	10,726	9,790	9,698	10%	11%
Utilidad Bruta	3,194	3,033	3,570	5%	-11%
Gastos administrativos y de ventas	2,780	2,626	2,756	6%	1%
Utilidad Operacional	291	373	621	-22%	-53%
Utilidad Neta (Controladora)	-31	-100	69	-69%	-145%
EBITDA Recurrente	670	635	1,059	6%	-37%
Margen Bruto	24.1%	23.7%	26.9%	42 pbs	-283 pbs
Margen Operacional	2.2%	2.9%	4.7%	-72 pbs	-249 pbs
Margen Neto	-	-	0.5%	-	-



CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



**Precio y volumen
hacen las paces**



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Nutresa como Neutrales, con Sesgo Positivo. Los ingresos de la compañía estuvieron impulsados por el buen desempeño de las ventas en el exterior (+7,3% en pesos), lo cual demuestra los beneficios de la diversificación geográfica. En Colombia, la empresa continuó con su política de incremento de precio para proteger la rentabilidad, sin embargo, se observó una moderación en el movimiento alcista de esta variable, reduciendo el fuerte impacto presentado sobre los volúmenes en los trimestres anteriores. La estabilidad en el precio de las materias primas impulsó el margen bruto en 240pbs, mientras que el margen EBITDA se vio beneficiado por la reducción en los gastos de administración y de producción. La utilidad neta se vio favorecida por la buena dinámica operacional y la disminución en los gastos financieros. Aunque persiste la débil dinámica del consumo en Colombia, se evidencia una leve recuperación en el 3T17, tendencia que esperamos que continúe para el 2018, año que esperamos observar estabilidad en los volúmenes de venta o incluso un incremento gradual de los mismos.

B+

A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

04 de diciembre de 2017

HECHOS RELEVANTES

• **Diversificación geográfica da buenos frutos:** Las ventas totales de Nutresa presentaron un crecimiento anual como trimestral de 3,7% y 5,4% respectivamente (excluyendo Venezuela), jalonadas principalmente por el buen comportamiento de las ventas internacionales (7,3% A/A en pesos), las cuales constituyen el 36,7% de los ingresos totales. Todos los segmentos de negocio de las operaciones en el exterior mostraron una variación positiva de ventas excepto TMLUC (-0,5% A/A). Hay que resaltar la buena dinámica de Cárnicos (36,7% A/A) y de Cafés (25,3% A/A). El buen comportamiento de las ventas internacionales reflejan los beneficios de la diversificación geográfica, mitigando el débil comportamiento del consumo en Colombia.

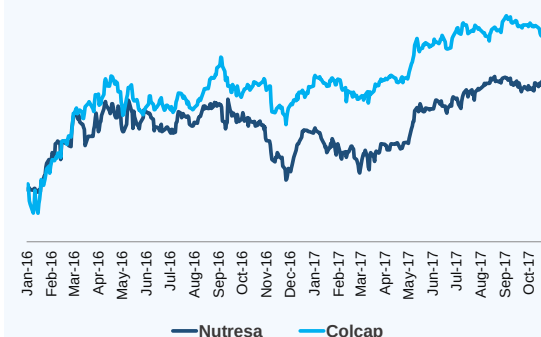
• **Precios en Colombia muestran señales de estabilización:** Nutresa continuó con su estrategia de incremento de precios con el objetivo de proteger la rentabilidad de la compañía en medio de una débil dinámica del consumo en Colombia. Sin embargo, en el 3T17 se observó una moderación significativa en la magnitud del aumento en los precios, mitigando la fuerte contracción de volúmenes que se había observado en los trimestres anteriores. De esta manera, aunque el incremento en los precios (1,9% A/A) siguen generando una disminución en la participación de mercado de la empresa (-1,4% A/A), su impacto sobre los volúmenes se ha moderado (-1,1% A/A).

• **Para los próximos trimestres esperamos que el consumo siga presentando una tímida recuperación, lo cual permitiría a Nutresa una mayor estabilización de la variable precio y por ende en la participación de mercado. De esta manera, prevemos una mayor estabilidad y posible recuperación gradual de los volúmenes para el año 2018.**

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	28,700
Recomendación	Sobreponderar
Cap. Mcdto (COP bn)	12.42
% Precio YTD	8.43%
Dividend Yield	1.98%
Beta Ajustado	0.83
Participación Colcap	7.06%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez
Gerente de Renta Variable

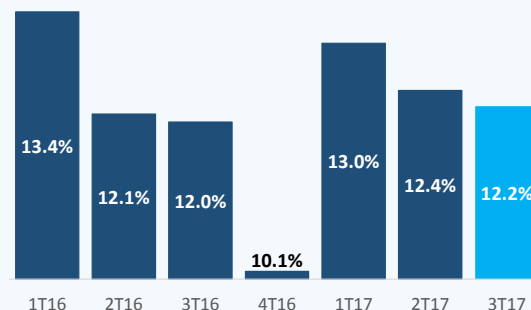
Roberto Paniagua
Analista de Acciones

• **Margen EBITDA permanece dentro del Guidance:** A pesar del entorno retador en Colombia, destacamos que el margen EBITDA presentó una mejora de 20 pbs con respecto al 3T16 como consecuencia de su estrategia de incremento de precios para mantener dicho margen dentro del guidance de la compañía (12%-14%). La estabilidad en el precio de las principales materias primas utilizadas por Nutresa permitió una mejora de 240 pbs del margen bruto. Resaltamos la disminución en los gastos de administración y producción (-2,4% y -7,1% A/A respectivamente), los cuales fueron contrarrestados por un repunte en los gastos de venta (10,1% A/A) debido a una mayor inversión en las marcas. Esperamos que el margen EBITDA cierre el año en la parte baja del Guidance.

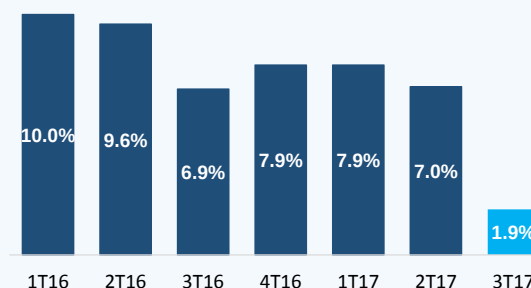
• **Una mirada al Margen por segmento:** Resaltamos el margen EBITDA de los segmentos de Galletas (13,4%), Chocolates (14,9%) y TMLUC (13,1%), los cuales se ubicaron por encima del consolidado. Por otro lado, el margen del negocio de Cárnicos (11,3%) se vio presionado debido a que el precio de la carne de res continúa en niveles altos, mientras que el segmento del negocio de Helados (10,5%) continuó afectado por las condiciones climáticas adversas. A pesar de un mayor deterioro del margen del segmento de Alimentos al Consumidor, esperamos que este se vea beneficiado con la disminución de la inflación en el año 2017, con base en la cual se realizará el ajuste para el 2018 de diferentes gastos como el de salarios y arrendamiento.

• **Menores gastos financieros le dan un impulso a la utilidad neta:** La ganancia neta presentó un crecimiento de 8% A/A impulsada por la buena dinámica operacional y una reducción importante de los gastos financieros (-16,2% A/A) debido a menores tasas de interés.

Margen EBITDA



Variación % Precios



Nutresa

Cifras en COP miles de millones	3T17	3T16	2T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos operacionales	2,232	2,214	2,117	1%	5%
Costos de ventas	1,236	1,280	1,182	-3%	5%
Utilidad Bruta	996	934	935	7%	7%
Gastos de Venta	657	597	625	10%	5%
Utilidad Operacional	208	210	194	-1%	8%
Utilidad neta	89	82	98	9%	-9%
EBITDA	273	266	263	3%	4%
Margen Bruto	44.6%	42.2%	44.2%	243 pbs	48 pbs
Margen Operacional	9.3%	9.5%	9.1%	-16 pbs	18 pbs
Margen Neto	4.0%	3.7%	4.6%	28 pbs	-63 pbs
Margen EBITDA	12.2%	12.0%	12.4%	21 pbs	-18 pbs



CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



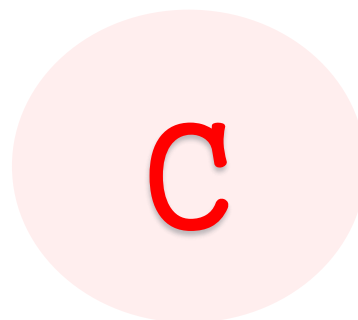
ARGOS

**¿Vientos muestran
señales de cambio?**



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Cemargos como NEGATIVOS. El aumento anual en volúmenes se relaciona principalmente con el crecimiento inorgánico generado por la adquisición de Martinsburg en Estados Unidos, donde al excluir esta planta, el incremento consolidado de los volúmenes se reduce del 16,7% A/A al 4,2% A/A, en medio de afectaciones por los huracanes. En Colombia, el decrecimiento en ingresos (14,8% A/A) se da en medio de la debilidad del sector constructor, pese a un ligero repunte de los volúmenes (1,6% A/A) y de los precios, los cuales consideramos tocaron fondo en el 2T17. En Centro América (CCA) sobresale el comportamiento en Honduras (17% A/A), pese a condiciones climáticas adversas. Llama la atención el nivel relativamente alto del indicador Deuda Neta / (Ebitda + Dividendos), el cual se ubica en 4,5x y la reducción del guidance EBITDA para el 2017 en Estados Unidos, dado los efectos de los huracanes. Prevemos cierta estabilidad en lo que queda del año en volúmenes y precios en Colombia, con una leve mejora en el 2018 debido al mercado de vivienda y la posibilidad de un mayor protagonismo de las 4G en el 2019.



A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

04 de diciembre de 2017

HECHOS RELEVANTES

• **Volúmenes de Cemento y Concreto en contravía:** Mientras que los volúmenes de cemento presentaron variaciones anuales positivas en todas las regionales (4,2% A/A excluyendo la planta de Martinsburg), los volúmenes de concreto registraron decrecimiento para este mismo periodo (-6,2% A/A), debido a una menor dinámica en Estados Unidos (EE.UU) y Colombia, compensado parcialmente por un leve incremento del 1,9% en Centro América (CCA). Respecto al cemento, sobresale el aumento del 5,7% A/A en EE.UU pese a la temporada de huracanes y del 5,9% en CCA impulsado por el desempeño de Honduras. Por el lado del concreto, cabe mencionar las contracciones en EE.UU que se presentaron en Texas, sumado a la lenta dinámica del sector de construcción en Colombia.

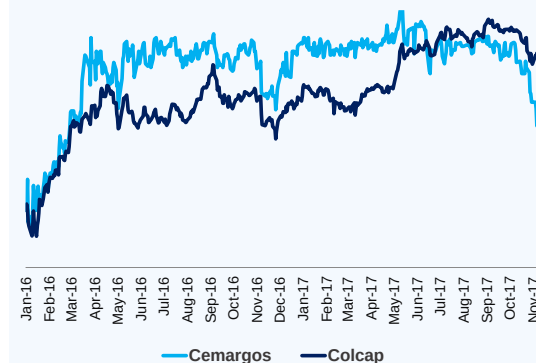
• **Eficiencia vs Efectividad:** El panorama en Colombia se muestra mixto, pues mientras la compañía ha mostrado mejoras en su eficiencia a través del programa BEST, traduciéndose en una disminución anual para el 3T17 en gastos de administración y ventas del 1,9% y 10,0% respectivamente, no ha logrado ser efectiva en mejorar su nivel de ventas, en medio de una débil coyuntura del sector constructor y una baja participación (aunque creciente) de las 4G en los despachos totales de cemento. Los ingresos reflejan lo anterior (-14,8% A/A), a pesar de un aumento en el precio del cemento desde el mínimo del 2T17 y una ligera mejora del 1,6% A/A en los volúmenes, los cuales se ubicaron por debajo del incremento del 2,2% A/A en los despachos de cemento a nivel nacional.

• **Nivel de endeudamiento pone en aprietos el Covenant:** El indicador Deuda Neta / (Ebitda + Dividendos) se ubicó para el 3T17 en 4,5x (mayor a la meta del 3,8x en 2017), siendo el mayor nivel de endeudamiento desde el 2008, debido a un menor EBITDA en Colombia y la adquisición de Martinsburg, limitando la capacidad de la compañía para realizar cualquier crecimiento orgánico o inorgánico.

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	11,300
Recomendación	Subponderar
Cap. Mcdto (COP bn)	14.56
Último Precio (COP)	10,940
% Precio YTD	-7.57%
Participación Colcap	4.59%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Paniagua

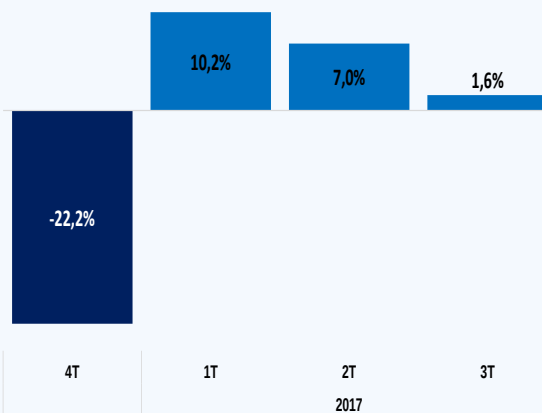
Analista de Acciones

• **Posibles señales de estabilidad:** En el mercado colombiano, factores que generaron distorsiones en el precio del cemento y clinker han comenzado a disiparse gradualmente. Las importaciones de estos materiales han decrecido en lo corrido del 2017 un 62% y 35% respectivamente, en medio de un arancel del 5% a las importaciones desde agosto de este año, sumado a un aumento en los precios del cemento de USD 11 en Turquía y del 21% en los fletes globales. Se espera que la disipación del ruido generado por estos factores brinden mayor estabilidad en los precios para los próximos trimestres.

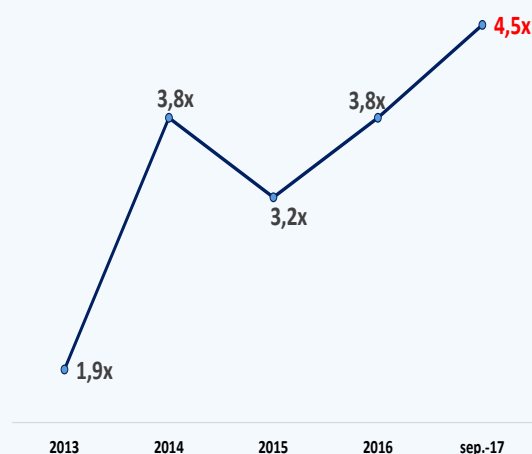
• **Guidance en continuo movimiento:** La compañía informa que como consecuencia de los huracanes en EE.UU se disminuye el guidance EBITDA de esta regional para el 2017, el cual se ubicaría entre USD 230 a USD 240 millones, comparado con los USD 260 a USD 280 millones anteriores. De igual manera, el EBITDA consolidado proyectado para cierre del año, incluyendo desinversiones, presentó una disminución, pasando de COP 1,8 – 2,0 Bn a COP 1,65 – 1,75 Bn. Lo anterior refleja la coyuntura retadora a la cual ha estado expuesta la compañía en el 2017.

• **Futuro retador a nivel local y alentador en el extranjero:** La dinámica favorable en el sector de construcción de vivienda, sumado a los planes de infraestructura y reconstrucción de las zonas afectadas por los huracanes en EE.UU permiten esperar un comportamiento positivo en esta regional para el próximo año. Por su parte, para el 2018 en el mercado colombiano se estima un ligero aumento de entre 1% y 2% en los volúmenes, debido al atraso en el desarrollo de proyectos de infraestructura (acorde a lo informado por la compañía) e incrementos graduales en precios, soportado en una mejora paulatina del mercado de vivienda, mientras que se espera que la mayor influencia de los proyectos de infraestructura (incluyendo las 4G) se registre en el 2019. Respecto a CCA, estimamos que los programas fiscales serán los principales motores de crecimiento.

Var % A/A volumen de cemento (Colombia)



Deuda Neta / (EBITDA + Dividendos)



CEMARGOS

Cifras en COP miles millones	3T17	3T16	2T17	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	2.194	2.111	2.154	4%	2%
Costo de ventas	1.744	1.608	1.735	8%	1%
Gastos de administración	132	135	133	-2%	-1%
Utilidad operacional	222	251	194	-12%	14%
Utilidad Neta (Controladora)	65	112	48	-42%	36%
EBITDA	407	398	367	2%	11%
Margen Operacional	10%	12%	9%	-177 pbs	109 pbs
Margen Neto	3%	5%	2%	-234 pbs	75 pbs
Margen EBITDA	19%	19%	17%	-30 pbs	152 pbs



Volumen de cemento (M TM)

4.151

3.557

4.169 ↑

17%

0%



Volumen de concreto (M m3)

2.666

2.840

2.719 ↓

-6%

-2%



CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval

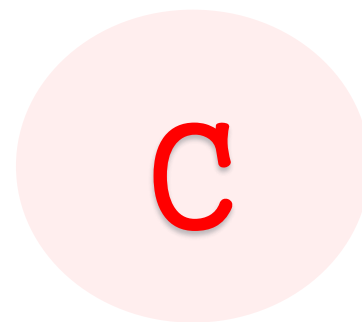


**Huracán pone en
aprietos al margen
EBITDA**



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Cemex Latam como **NEGATIVOS**, impactados en gran medida por la débil dinámica de la demanda en Colombia y Panamá y por el efecto adverso de una inusual temporada de lluvias. Los volúmenes y precios del cemento en Colombia continúan viéndose presionados por un mercado altamente competitivo y la desaceleración económica. Sin embargo, hay que destacar una estabilización en los precios y volúmenes durante el trimestre, donde estos últimos se vieron favorecidos en gran medida por el efecto base ocasionado por el paro camionero en julio del año 2016. La compañía realizó un incremento de precios en septiembre y octubre, en línea con su estrategia de “Value Before Volume”, donde busca proteger sus márgenes de rentabilidad así esto implique perder parte de su participación de mercado. Es importante monitorear el lento desempeño de los proyectos 4G y APP y los procesos relacionados con la Planta de Maceo y la multa por prácticas competitivas, los cuales podrían tener un impacto material en la acción.



A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

HECHOS RELEVANTES

• **CLH continúa navegando en arenas movedizas:** Los resultados financieros del 3T17 reflejan la persistencia del entorno retador para la compañía. Los volúmenes de cemento, concreto y agregados registraron una contracción en comparación anual debido a la débil dinámica de la demanda en Colombia y Panamá, y a una fuerte temporada de lluvias en Centroamérica, región que fue afectada por el paso de huracanes. Por otro lado, los precios consolidados continúan mostrando un descenso, generando una contracción del margen EBITDA en todas las regionales.

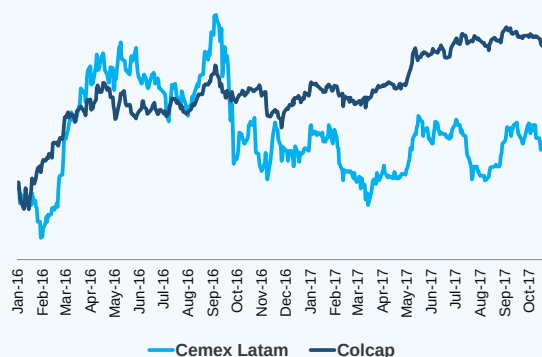
• **Aunque el mercado en Colombia continúa débil, muestra señales de estabilización:** A pesar de que los volúmenes de cemento, concreto y agregados en Colombia continúan presentando una contracción importante respecto al 3T16, estos mostraron una recuperación en comparación trimestral, alcanzando un crecimiento de 5%, 3% y 2% T/T respectivamente, favorecidos en gran medida por el efecto base del paro camionero en el mes de julio del 2016. Por el lado de los precios, aunque siguen mostrando un descenso trimestral, su reducción se moderó sustancialmente, mostrando señales de estabilización luego de una fuerte tendencia bajista. Menores precios del cemento y concreto, mayores gastos de mantenimiento y el incremento en los costos de distribución y combustibles generaron una contracción del margen EBITDA.

• **¿Ya habría pasado lo peor?:** Aunque continúa la débil dinámica del sector de construcción, consideramos que los volúmenes y precios del cemento ya tocaron fondo, por lo que esperamos una estabilización y leve recuperación en los próximos trimestres, en medio de un entorno altamente competitivo. Es importante monitorear la evolución de los proyectos 4G y APP, los cuales siguen mostrando un lento avance en la ejecución de las obras y cierres financieros, acompañado de débiles perspectivas para Bogotá en el 2018.

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	12,000
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdto (COP bn)	6.41
Último Precio (COP)	11,520
% Precio YTD	1.95%
Beta Ajustado	0.95
Participación Colcap	1.97%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez
Gerente de Renta Variable

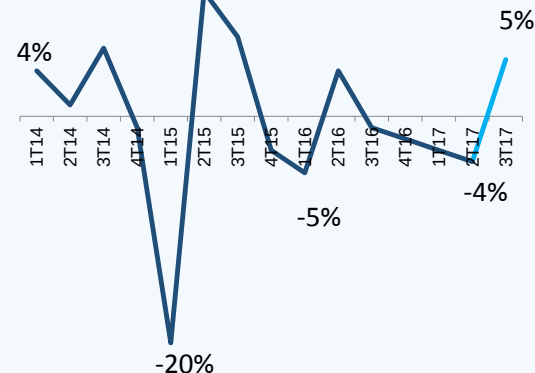
Tatiana Cuéllar
Analista de Acciones

• **Estrategia de “Value Before Volume”, el escudo de los márgenes:** La compañía realizó un incremento en los precios del cemento en septiembre y octubre en Colombia, lo que tendría un impacto positivo sobre los ingresos del 4T17 en medio de un mercado que aún persiste altamente competitivo. Es importante destacar que la compañía busca continuar con su estrategia de “Value Before Volume” donde le da mayor prioridad a defender sus márgenes de rentabilidad, así esto provoque una pérdida en la participación de mercado.

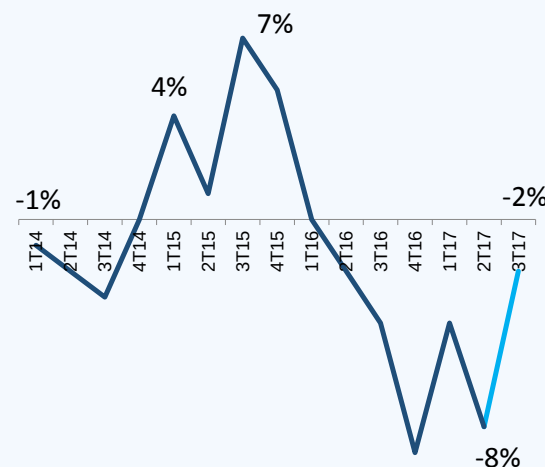
• **Huracanes, ¿Una oportunidad para CLH?:** A pesar de una inusual temporada de lluvias durante el trimestre, los volúmenes de cemento, concreto y agregados mostraron un incremento en su comparación anual tanto en Costa Rica como en el Resto de CLH. Sin embargo, cuando se mira con respecto al trimestre anterior, se observa el impacto de las condiciones climáticas adversas, con una disminución importante en los volúmenes. Ambas regionales presentaron una contracción en el margen EBITDA, explicado principalmente por la reducción en los precios.

• **Posible multa y planta de Maceo, los aspectos a monitorear:** Dado que el máximo monto (USD 50 millones) de la posible multa relacionada con prácticas anticompetitivas no es despreciable, es importante monitorear la evolución de este proceso, ya que podría generar un impacto negativo transitorio en la acción. Por otro lado, dado que la planta de Maceo constituye un activo importante para la compañía en términos de capacidad instalada y eficiencia (reducción de costos y gastos), hay que monitorear su posible entrada en operación, que según la firma podría darse a finales del año 2018.

Volumen – Var % Trimestral (Colombia)



Precio – Var % Trimestral (Colombia)



CEMEX LATAM

Cifras en USD miles	3T17	3T16	2T17		Var % A/A		Var % T/T
Ventas netas	311,566	340,077	314,072	●	-8%	●	-1%
Costo de ventas	183,090	172,302	184,393	●	6%	●	-1%
Utilidad Bruta	128,476	167,775	129,679	●	-23%	●	-1%
Gastos de operación	75,845	75,693	76,557	●	0%	●	-1%
Utilidad operacional	48,049	89,649	53,971	●	-46%	●	-11%
Utilidad Neta	28,077	42,844	15,712	●	-34%	●	79%
EBITDA	70,829	113,532	75,129	●	-38%	●	-6%
Margen Bruto	41%	49%	41%	●	-810 pbs	●	-5 pbs
Margen Operacional	15%	26%	17%	●	-1094 pbs	●	-176 pbs
Margen Neto	9%	13%	5%	●	-359 pbs	●	401 pbs
Margen EBITDA	23%	33%	24%	●	-1065 pbs	●	-119 pbs
Volumen de Cemento*	1,892	1,892	1,887	↑	0%	↑	0%
Precio de Cemento gris doméstico				↓	-11%	↓	-2%
Volumen de concreto*	721	795	719	↓	-9%	↑	0%
Precio de Concreto				↓	-1%	↑	0%

* Volúmenes consolidado



CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



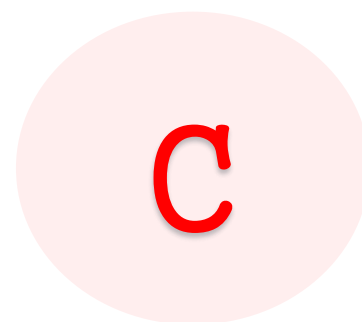
**La construcción aún no
recarga baterías**



Regresar



Consideramos los resultados financieros de Concreto como **NEGATIVOS**, impactados en gran medida por la coyuntura actual de la economía colombiana y una importante desaceleración en el sector. De esta manera, el aplazamiento de algunos proyectos, sumado a una débil dinámica en el negocio de construcción han presionado los márgenes. Así mismo, el segmento de vivienda registró un ciclo lento con pobre desempeño en ventas; sin embargo, aunque esperamos que estas sigan presionadas en los próximos trimestres, empiecen a mostrar señales de reactivación gradual en el 2018; así mismo, prevemos un impacto positivo en el resultado neto para el próximo año debido al recorte de tasas de interés por parte del Banrep. Finalmente, se ha evidenciado un descenso del backlog, el cual se ubicó al cierre del 3T17 en COP 2,6 billones, lo que equivale alrededor de 2,4 años de operación y esperamos que con la estructuración de nuevos proyectos alcance a ubicarse nuevamente en COP 2,8 – 3.0 billones. Por otro lado, resaltamos el buen desempeño del fondo inmobiliario Pactia que ha compensado en gran medida las demás líneas de negocio.



A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

HECHOS RELEVANTES

• **Momento de desaceleración para la construcción:** Durante el 3T los resultados financieros continúan estando impactados por la persistencia del entorno retador en el sector de construcción, es así como este negocio ha presionado los márgenes a pesar de una leve recuperación gradual con respecto al trimestre anterior, en el cual no prevemos un crecimiento significativo para el 4T17. De esta manera, el 2018 continuará siendo un año de grandes retos para la compañía y esperamos un panorama mas favorable para el 2019.

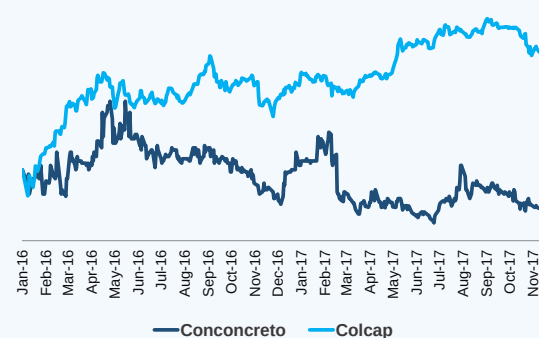
• **Pactia saca la cara en el P&G:** El portafolio inmobiliario, a través del fondo de capital privado Pactia, uno de los tres más grandes en el país, continúa registrando un buen desempeño a pesar del entorno económico con un promedio de ocupación del 86%. Resaltamos que durante el trimestre se perfeccionó la compra de activos de oficinas ubicados en Virginia, Estados Unidos, con un área de 29.505 m2, que ya se encuentran en operación y son generadores de renta. Así mismo, se aprobó la adquisición del parque industrial de San Carlos, en la Sabana de Bogotá con una inversión de aproximadamente COP 200 mil millones. De este modo, se evidencia la diversificación en el tipo de activos, con una estrategia focalizada en el diseño, construcción, operación y mantenimiento de estos.

• **Llamado a Capital para Protección:** El comité de inversiones aprobó un llamado a capital de Protección por COP 210 mil millones con el fin de apalancar el crecimiento del Fondo de Capital Privado (Pactia) en 2017; en el cual la compañía señaló que aún faltan COP 40 mil millones en lo que resta del año. Recordemos que el Backlog de Pactia en los próximos 3 años es de aproximadamente COP 1 billón, en donde Concreto es el aliado estratégico para la ejecución de los proyectos.

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	1,225
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdo (COP bn)	1.14
Último Precio (COP)	1,005
% Precio YTD	-9.46%
Precio/Valor Libros	0.85
Participación Colcap	2.00%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez
Gerente de Renta Variable

Tatiana Cuéllar
Analista de Acciones



• **¿Cómo van las concesiones?:** La APP Vía 40 Express (Bogotá – Girardot), la cual se espera se de el inicio de construcción en diciembre de este año podría presentar un aplazamiento en la unidad funcional 8 dado algunos inconvenientes con el tramo de Transmilenio, generando un retraso en el inicio de obra; sin embargo, la ANI podría dar vía libre e iniciar pasivamente la construcción. En cuanto la APP Vía Pacífico (Buga – Buenaventura), se encuentran avanzando en las actividades de pre-construcción y estudiando la unidad funcional 4.

• **Incertidumbre por lo político:** Teniendo en cuenta que el próximo año se llevarán a cabo las elecciones presidenciales, se avecina un periodo de baja ejecución de proyectos de construcción dada la ley de garantías para los próximos 7 meses como resultado del proceso electoral, además de la incertidumbre relacionada con la demora en la aprobación de la Ley de Infraestructura.

• **Deterioro en los indicadores:** El aumento en la relación Deuda Neta/EBITDA, la cual se ubica en 2,53x, se explica principalmente por la caída del 32% A/A en el EBITDA, impactado por la débil dinámica en sector de construcción, sumado al aplazamiento de algunos proyectos y un aumento de la deuda por la compra de nuevos lotes. Sin embargo, resaltamos que la compañía permanece en una estrategia conservadora en términos de endeudamiento, en medio de un mercado cauteloso.

• **Innovando con Concreto:** La industria de la construcción está haciendo una transición a través de la innovación, es así como la compañía continúa comprometida con esta a través de diferentes proyectos digitales como la aplicación Folium y en el avance del primer prototipo de vivienda impreso en 3D.

Concesiones viales

Inversión: COP 1.2 billones



Inversión: COP 1.7 billones



Ejecución Backlog

74%

Infraestructura

13%

Edificación

13%

Vivienda

Concreto

Cifras en COP millones	3T17	3T16	2T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos de actividades ordinarias	420.108	414.514	352.551	1%	19%
Costos de ventas	379.735	352.849	327.372	8%	16%
Utilidad Bruta	40.373	61.665	25.179	-35%	60%
Utilidad Operativa	27.605	38.859	20.860	-29%	32%
Utilidad Neta	11.215	24.049	8.534	-53%	31%
EBITDA	43.162	63.368	42.385	-32%	2%
Margen Bruto	9,6%	14,9%	7,1%	-527 pbs	247 pbs
Margen Neto	2,7%	5,8%	2,4%	-313 pbs	25 pbs
Margen EBITDA	10,3%	15,3%	12,0%	-501 pbs	-175 pbs



CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval



**Margen EBITDA se
mantiene en forma**



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Celsia como POSITIVOS. La recuperación trimestral en los precios de la energía en bolsa, sumado a mejores condiciones hidrológicas y una estructura de costos más eficiente facilitaron que el margen EBITDA permaneciera en niveles históricamente altos pese a menores niveles de generación de energía. De igual manera, el comportamiento positivo en el segmento de comercialización se relacionó con una mayor demanda, mientras el rubro de distribución estuvo impulsado en parte por el Plan 5 Caribe. Por su parte, es importante mencionar la emisión de acciones que Celsia realizará en el primer trimestre del 2018, donde parte de los recursos serán utilizados para incrementar en un 14% su participación en EPSA, empresa fundamental para el desarrollo de nuevos proyectos en el segmento de distribución como el plan 5 Caribe y la apuesta por las energías renovables como las granjas solares. Reiteramos nuestro precio objetivo de Celsia en COP 5,000 y nuestra recomendación.



A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

04 de diciembre de 2017

HECHOS RELEVANTES

• Ingresos impulsados por mejor comportamiento de los precios en bolsa:

La dinámica positiva que presentaron los precios promedio en el mercado spot y de contratos frente al trimestre anterior jalaron los ingresos de la compañía, los cuales mostraron un crecimiento del 5,6%T/T pese a los menores niveles de generación de energía. Los aportes hídricos presentaron un comportamiento del 85% de la media histórica, frente al 108% del trimestre anterior. En cuanto al segmento de comercialización, se registró un aumento trimestral del 4,7% en Colombia, relacionado con una mayor demanda en el mercado regulado y no regulado y su indexación con el Índice de Precios al Productor (IPP). Finalmente, en cuanto a la transmisión, la dinámica positiva estuvo relacionada con mayores ingresos por la remuneración del Plan 5 Caribe.

• Buen manejo operativo favorece un EBITDA en niveles elevados:

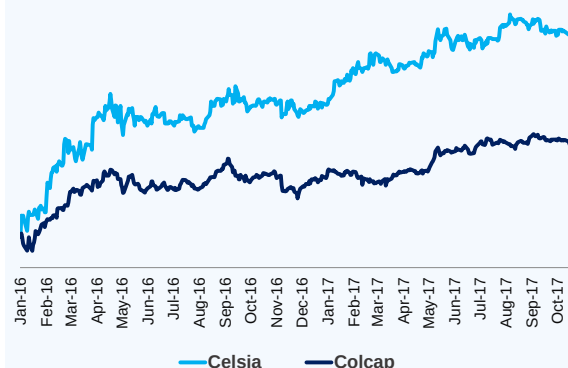
El margen EBITDA se ubicó cerca de máximos no alcanzados desde el 2T14, ligeramente inferior al trimestre anterior debido a una operación más eficiente en Colombia, en medio de una menor participación del parque térmico en la generación de energía, favoreciendo la estructura de costos. El aumento trimestral de los costos (5,4%T/T) se relaciona con mayores precios de la energía en Colombia y del carbón y bunker en Panamá. Sumado a lo anterior, la estabilidad en el segmento de distribución y de comercialización mayorista contribuyeron a la estabilidad trimestral del margen.

• Menores gastos financieros aportan a la utilidad neta: La disminución en el saldo de la deuda de los bonos de EPSA, junto a los mayores ingresos financieros provenientes de subsidiarias impulsaron las ganancias netas de la compañía.

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	5,000
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdo (COP bn)	3.46
Último Precio (COP)	4,670
% Precio YTD	16.02%
Dividend Yield	2.78%
Participación Colcap	1.88%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

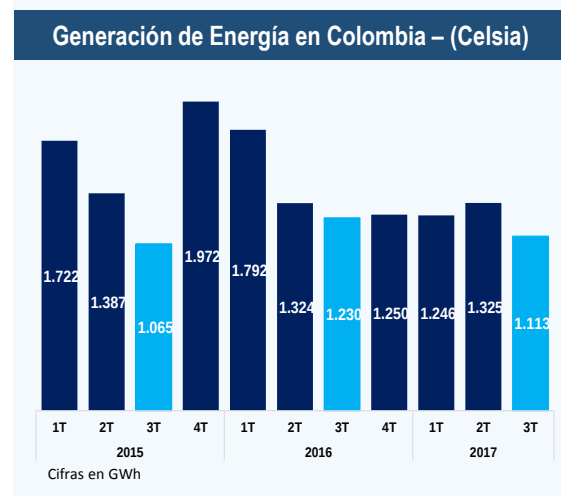
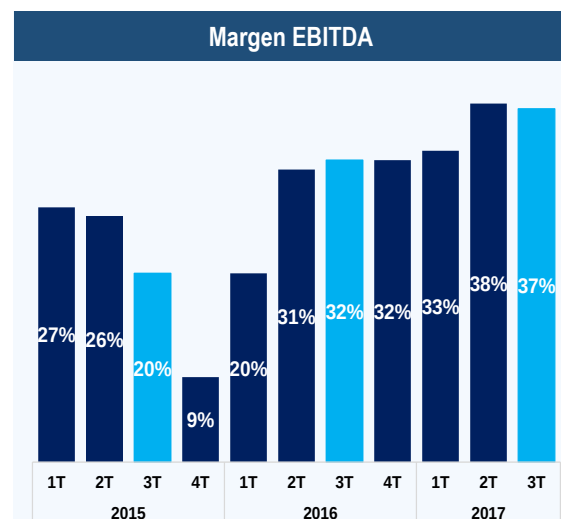
Roberto Paniagua

Analista de Acciones

• **Celsia fortalece su presencia en la joya de la corona:** La Junta Directiva (JD) autorizó incrementar hasta en un 14% la participación que la empresa tiene en la Empresa de Energía del Pacífico (EPSA), mediante una OPA (Oferta Pública de Adquisición de Acciones). De la misma manera, la JD autorizó efectuar una emisión de hasta 350 millones de acciones ordinarias que actualmente se encuentran en reserva y que serían ofrecidas públicamente en el primer trimestre de 2018. Los recursos serían destinados tanto al fortalecimiento de la estructura de capital de la compañía como a la adquisición de EPSA. Cabe mencionar que a través de EPSA se adelantan proyectos como el Plan 5 Caribe en el segmento de distribución.

• **Negocio de distribución, principal foco de inversiones:** La compañía informó que de los COP 271 mil millones ejecutados en inversiones al 3T17, el 76% se destinó a la construcción de los proyectos del Plan 5 Caribe (distribución), de los cuales se informa que ya entraron en operación en la primera parte del año Guajira y Valledupar. Sumado a lo anterior, finalizó la construcción y se dio inicio a la operación comercial de la planta Celsia Solar Yumbo (la primera planta solar de Colombia), que presenta un avance del 92%. Respecto al negocio de generación (18% de la inversión), el principal enfoque se dio en el uso de energías renovables con el desarrollo de los distritos térmicos, sumado a la construcción de la central Porvenir II (el proyecto hídrico más grande del país), donde se adelantan acciones de gestión socio-ambiental, y a la construcción de la planta San Andrés, donde están próximos a iniciar obras civiles.

• **Estabilidad es la palabra de moda:** Unos precios estables, sumado a expectativas de la compañía frente a aportes hídricos cercanos al promedio histórico para el 4T17 (aunque esperan déficit en el primer trimestre de 2018) generarían estabilidad en la operación de la empresa, sumado a los efectos favorables de diferentes proyectos en desarrollo.



Celsia						
Cifras en COP. Miles de millones	3T17	3T16	2T17	Var % A/A	Var % T/T	
Ingreso de actividades ordinarias	785	777	743	1%	6%	
Costos de ventas	527	561	501	-6%	5%	
Utilidad Bruta	257	216	243	19%	6%	
Utilidad Operacional	206	190	194	8%	6%	
Utilidad Neta (Controladora)	66	34	43	97%	55%	
EBITDA	294	246	279	20%	5%	
Margen Bruto	33%	28%	33%	504 pbs	14 pbs	
Margen Operacional	26%	24%	26%	173 pbs	6 pbs	
Margen Neto (Controladora)	8%	4%	6%	413 pbs	271 pbs	
Margen Ebitda	37%	32%	38%	580 pbs	-5 pbs	
Energía Vendida (GWh)	1.929	2.194	2.012	-12%	-4%	
Precio Spot (\$ / kWh)	96	159	79	-40%	22%	
Precio Contratos (\$ / kWh)	178	165	177	8%	1%	



CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval



**¿Un 2018 lleno de
energía?**



Regresar



¿Un 2018 lleno de energía?

Grupo Energía Bogotá | Resultados 3T17

CasadeBolsa
la corredora de bolsa de Grupo Aval

Consideramos los resultados financieros de GEB como NEUTRALES. Excluyendo los ingresos por distribución de electricidad, tras la fusión de EEC con Codensa, estos registraron una variación del 7,2% A/A, liderados por los rubros de distribución y transporte de gas natural. Este incremento estuvo contrarrestado por una variación del 12,7% A/A en los costos y gastos totales, excluyendo el rubro de distribución de electricidad, generando una disminución anual en el margen operacional de 730 pbs frente al 3T16. A nivel trimestral los ingresos y la utilidad operacional se mantuvieron estables. En cuanto a la enajenación del 20% de la participación que el distrito posee en GEB, se espera que en diciembre se de a conocer el precio y se inicie la venta al sector solidario y en el 1S18 se realice a los demás inversionistas. Respecto a Promigas, la compañía menciona que no se tiene fecha exacta para la venta de las acciones. Sobre la transacción entre Gas Natural (España) y Brookfield del 59% de Gas Natural Fenosa, la compañía no dio mayores comentarios al respecto. **Recordamos nuestra recomendación de Sobreponderar y actualizamos nuestro Precio Objetivo a COP 2.391 desde COP 2.096.**

B

A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

04 de diciembre de 2017

HECHOS RELEVANTES

• Distribución y Transporte de Gas Natural afectan rentabilidad:

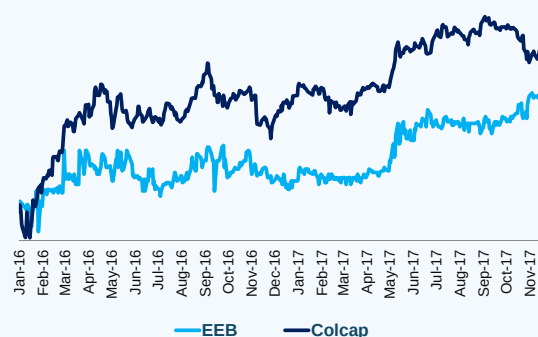
Los ingresos registraron una variación del 7,2% A/A, excluyendo los ingresos por distribución de electricidad, tras la fusión de EEC con Codensa formalizada en septiembre de 2016, cuyos ingresos ahora se reflejan bajo el método de participación patrimonial. La distribución de gas natural varió un 10% A/A impulsada por un mayor consumo de grandes clientes en el Perú, a través de Cálidda y Contugas. Por su parte, el segmento de transmisión de electricidad crece un 22% A/A por los proyectos de Transmisión en curso en Colombia y en Trecca. Por su parte, los costos y gastos totales, excluyendo el rubro de distribución de electricidad, aumentaron un 12,7% A/A, donde lideraron la distribución (26,8% A/A) y transporte de gas natural (25,9% A/A), sobresaliendo rubros como mayores costos mensuales de transporte por mayor reserva de capacidad y costos de bienes y servicios, entre otros. Bajo el escenario anterior, la utilidad operacional se redujo un 0,6% A/A y el margen operacional lo hizo en 730 pbs.

• Base de clientes fortalecen a Cálidda: Los ingresos en Perú estuvieron impulsados por un mayor volumen facturado, en medio de la adición de nuevos clientes industriales, mediante la modalidad Take or Pay. Sumado a lo anterior, sobresale el segmento residencial y comercial (35% A/A), dada la adición de nuevos clientes, con un crecimiento del 21,8% al 3T17 frente a lo registrado al cierre del 2016. El ratio de penetración se ubica en el 66% al 3T17, frente al 58,7% del 2016, cuyo nicho de mercado se enfoca en los distritos de bajo poder adquisitivo beneficiados por mayores subsidios. Dado lo anterior, esperamos que la compañía continúe ampliando su base de clientes y mantenga un modelo de negocio robusto.

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	2,391
Recomendación	Sobreponderar
Cap. Mcdto (COP bn)	19.05
Último Precio (COP)	2,075
% Precio YTD	14.64%
Dividend Yield	4.77%
Participación Colcap	4.55%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Paniagua

Analista de Acciones



¿Un 2018 lleno de energía?

Grupo Energía Bogotá | Resultados 3T17

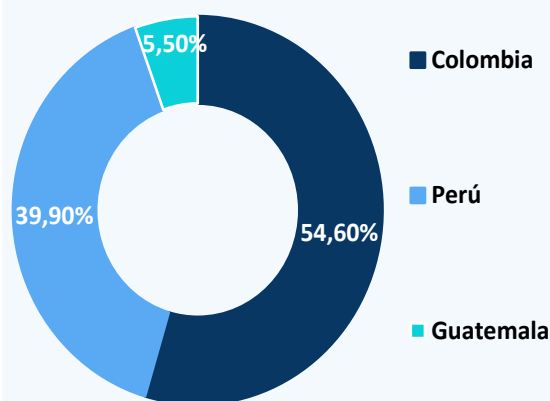
CasadeBolsa
la corredora de bolsa de Grupo Avil

• **TGI atento a temas regulatorios:** Existen varios temas claves que se encuentran bajo revisión por parte de la CREG para TGI, como lo son la Resolución 090 de 2016, en la cual se definió una metodología para el cálculo de la tasa WACC para efectos tarifarios en la actividad de transporte de gas natural. Se espera que la metodología definitiva se de a conocer en el 4T17. También se encuentra en consideración del regulador la Resolución 026 de 2017, la cual aborda temas relacionados con remuneración y procesos competitivos para proyectos incluidos en el Plan de Abastecimiento de Gas Natural, como lo son la construcción de la Planta de Regasificación del Pacífico. Dado lo anterior, se debe estar atentos a lo que determine la CREG sobre estos aspectos y posibles repercusiones sobre TGI.

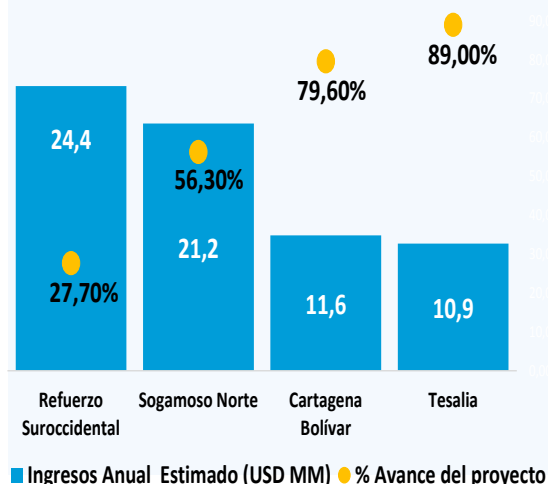
• **Ventas y enajenación en la agenda:** En línea con el Plan Estratégico de GBE, el cual busca que la compañía se consolide dentro de la cadena de valor del negocio energético (Generación, Transmisión y Distribución), se tiene el proceso de enajenación del 20% de la participación que el distrito posee en la compañía, donde se espera que en diciembre se de a conocer el precio y se inicie la venta al sector solidario y en el 1S18 se de la venta a los demás inversionistas. Esto implicaría un aumento en el flotante, hecho positivo para la acción, pues ganaría mayor liquidez. En cuanto a la venta de las acciones de Promigas, la compañía mencionó que no se tiene fecha exacta para este proceso en medio de la volatilidad que ha tenido la acción recientemente. Respecto a la venta por parte de Gas Natural (España) a Brookfield del 59% de Gas Natural Fenosa, la compañía no dio mayores comentarios al respecto.

• **El 2018 se perfila como un año clave:** Acorde al Plan de Inversión (P.I) que tiene la compañía (2017 – 2022) actualizado al 3T17, en el 2018 se ejecutará aproximadamente el 30% del Capex (21% ejecutado en el 2017), donde de los USD 545 mm planeados para ese año, el 47% (USD 258 mm) corresponden el segmento de electricidad en Colombia. Llama la atención que para el 3T17 el P.I es de USD 1.850 mm, un 9,5% inferior a los USD 2.044 mm que la compañía había informado en el 2T17, con reducciones significativas en el Capex del 2021 y 2022.

Capex Ejecutado por País. Acumulado al 3T17



Principales Proyectos de Expansión en Colombia



GEB

Cifras en COP Millones*	3T17	3T16	2T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso operacionales	812.044	559.590	802.630	45%	1%
Costos Operacionales	497.640	233.235	499.592	113%	0%
Gastos Administrativos	25.680	74.790	21.701	-66%	18%
Utilidad Operacional	309.834	269.429	306.450	15%	1%
Utilidad Neta (Controladora)	443.125	128.187	215.744	246%	105%
Margen Operacional	38%	48%	38%	-999 pbs	-3 pbs
Margen Neto (Controladora)	55%	23%	27%	3166 pbs	2769 pbs

* Incluye cifras por distribución de electricidad al 3T16.



CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

isa
CONEXIONES QUE INSPIRAN

**ISA transmite
buena energía**



Regresar

Consideramos los resultados financieros de ISA como POSITIVOS. Los ingresos de la compañía estuvieron impulsados por el desempeño favorable del segmento de Transporte de Energía, explicado por el buen comportamiento de este negocio en Brasil. ISA continuó mostrando una buena dinámica operacional, donde la estabilidad de los costos y gastos generaron una expansión del margen EBITDA. De igual manera, la utilidad neta se vio favorecida por menores gastos financieros debido a la disminución en las tasas de interés de países donde la compañía tiene presencia. Para los próximos trimestres esperamos que los resultados financieros de ISA continúen mostrando un buen desempeño operacional, impulsados por la entrada en operación de nuevos proyectos, el efecto positivo de la adquisición de TAESA y la consolidación completa de IENNE. Es importante monitorear los riesgos regulatorios en Brasil y Colombia, los cuales pueden tener un impacto material. Dado lo anterior, **incrementamos nuestro Precio Objetivo de ISA a COP 14.300.**



A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

04 de diciembre de 2017

HECHOS RELEVANTES

• **Ingresos transmiten buena energía:** Los ingresos de ISA presentaron un buen desempeño en el 3T17, registrando una variación positiva de 12,9% A/A. Estos estuvieron impulsados principalmente por la buena dinámica de los ingresos de Transporte de Energía (16,4% A/A), los cuales se vieron favorecidos por nuevos proyectos de operación en Colombia, Chile y Perú, el ajuste tarifario positivo en ingresos de Brasil y Perú y la actualización financiera de los valores de RBSE. Por país, los ingresos fueron jalonados principalmente por la operación en Brasil (83% A/A). Es importante aclarar que este análisis no incluye el evento no recurrente del pago de RBSE en el 3T16.

• **Margen EBITDA goza de mayores eficiencias:** La compañía continuó mostrando una buena dinámica operacional en el tercer trimestre gracias a mayores eficiencias, principalmente en el negocio de Transporte de Energía y Telecomunicaciones. Resaltamos que los costos y gastos, descontando la construcción, presentaron un comportamiento estable en comparación al 3T16 (0,6% A/A), frente a un incremento del 26% de los ingresos (sin construcción), generando un impacto positivo sobre el margen EBITDA. De esta manera, el ajuste por inflación del ciclo tarifario 2017/2018 en el negocio de transmisión de energía en Brasil y la reversión de provisión de procesos civiles en Brasil impulsaron el EBITDA.

• **Gastos Financieros y diferencia en cambio le dan una mano a la utilidad neta:** Menores tasas de interés en Colombia y Chile generan una disminución en los gastos financieros de la compañía, lo que unido a menores gastos por diferencia en cambio asociado a las cuentas por cobrar tributarias en Perú, favorecieron la utilidad neta de la firma. Sin tener en cuenta los efectos no recurrentes de PERT y RBSE, la ganancia presentó un crecimiento de 31% A/A a pesar de un aumento en la provisión de impuestos.

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	14,300
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdto (COP bn)	14.73
Último Precio (COP)	13,300
% Precio YTD	33.98%
Dividend Yield	1.86%
Participación Colcap	6.29%



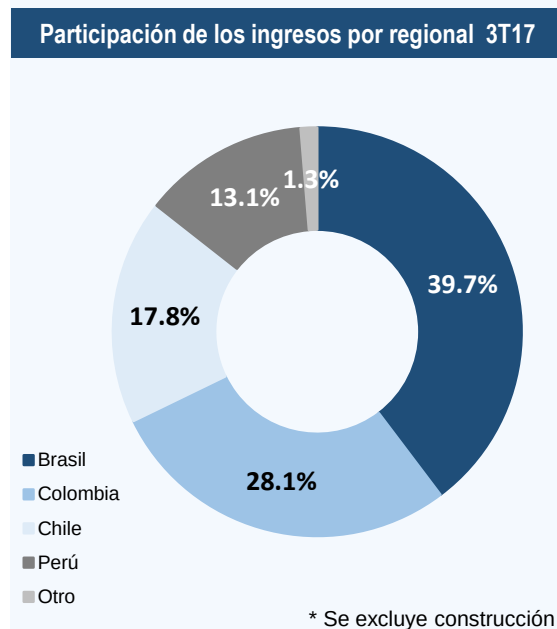
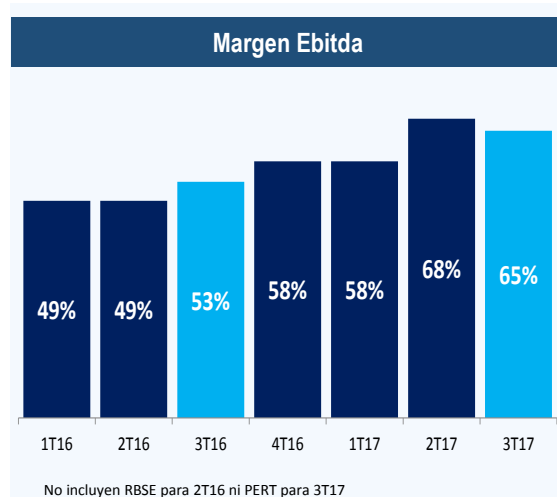
Omar Suarez
Gerente de Renta Variable

Roberto Paniagua
Analista de Acciones

• **ISA no deja pasar la oportunidad tributaria en Brasil:** ISA Capital do Brasil aprovechó el Programa Especial de Regularización Tributaria (PERT), el cual tuvo un efecto positivo importante sobre los resultados financieros del 3T17. Esta amnistía tributaria permitió cruzar pérdidas fiscales de períodos anteriores (años 2006-2010) con los impuestos asociados a la reversión del pasivo originado en el contrato de compra venta de ISA CTEEP, generando mayores utilidades por COP 238.794 millones. De igual manera, ISA CTEEP también aprovechó el PERT para la optimización del pago de obligaciones fiscales, obteniendo mayores utilidades por COP 27.545 millones.

• **Buena dinámica operacional, la regla en los próximos trimestres:** Esperamos que la compañía continúe mostrando sólidos resultados financieros en los próximos trimestres debido a la entrada en operación de nuevos proyectos, el efecto positivo de la adquisición de TAESA y la consolidación completa de IENNE. Es importante monitorear el tema relacionado con la posible adjudicación de nuevos proyectos en Brasil, que puedan darle un impulso adicional a la acción.

• **Riesgo regulatorio en Colombia y Brasil:** Teniendo en cuenta el favorable entorno de reducción de tasas de interés en Brasil, es probable que el regulador realice un ajuste al WACC regulatorio (tasa a la que se remuneran los proyectos de transmisión en dicho país), tal como sucedió en el negocio de distribución, lo cual podría tener un impacto considerable en los estados financieros de la compañía. Por el lado de Colombia, es importante monitorear los cambios regulatorios debido a que estos podrían afectar significativamente los ingresos de la compañía, ya que los activos bajo revisión constituyen el 76% de los ingresos de transmisión del país y 22% del total de ingresos de transporte de energía.



ISA

Cifras en COP Millones	3T17	3T16	2T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso operacionales	1.858.280	1.646.661	1.980.369	13%	-6%
Utilidad Operacional	1.113.761	878.549	1.220.837	27%	-9%
Utilidad Neta	317.183	242.409	363.136	31%	-13%
EBITDA	1.207.514	879.653	1.340.013	37%	-10%
Margen Operacional	60%	53%	62%	658 pbs	-171 pbs
Margen Neto	17%	15%	18%	235 pbs	-127 pbs
Margen Ebitda	65%	53%	68%	1156 pbs	-268 pbs



CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval



**Huelga no logra aguar
la fiesta**



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Avianca como POSITIVOS. Destacamos la buena dinámica operacional de la compañía a pesar del impacto negativo de la huelga de pilotos y el incremento en el precio de los combustibles, donde el margen EBIT se ubicó en 9,2%, por encima del guidance (7% - 9%) de la aerolínea. Por el lado de los ingresos, estos registraron un crecimiento de 9,6% A/A gracias al desempeño favorable tanto del segmento de pasajeros como de carga previo a la huelga de pilotos y al incremento de la tarifa promedio en 8,2% A/A. Destacamos la mejora en los niveles de apalancamiento y liquidez de la compañía como consecuencia de el incremento en el EBITDA y la colocación privada de LifeMiles por USD 300 millones respectivamente. Prevemos que el impacto de la huelga se vea en mayor medida en el cuarto trimestre del año, donde el mes de octubre presentó una contracción de los pasajeros transportados del 25% A/A. Consideramos que mayor información sobre la alianza estratégica con United y la posible fusión con Avianca Brasil serán los principales drivers del movimiento de la acción, por lo que es importante monitorear dichos aspectos.



A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

04 de diciembre de 2017

HECHOS RELEVANTES

• **Buena dinámica de pasajeros impulsan los ingresos:** A pesar de que el transporte de pasajeros se vio afectado por 10 días de huelga en el tercer trimestre, los ingresos registraron un incremento de 9,3% A/A gracias a la buena dinámica del negocio de Carga y de Pasajeros en los días sin huelga, además de un aumento de 8,2% en la tarifa promedio. Con el objetivo de mitigar el impacto de este evento desfavorable, la compañía activó un plan de emergencia que incluía operar aeronaves de mayor capacidad, un uso más eficiente del personal, la implementación de un programa de ahorro administrativo, entre otros. Destacamos que el factor de ocupación alcanzó su mayor nivel en un tercer trimestre (84,5%) y que los yields presentaron una recuperación incluso teniendo en cuenta el impacto de la huelga.

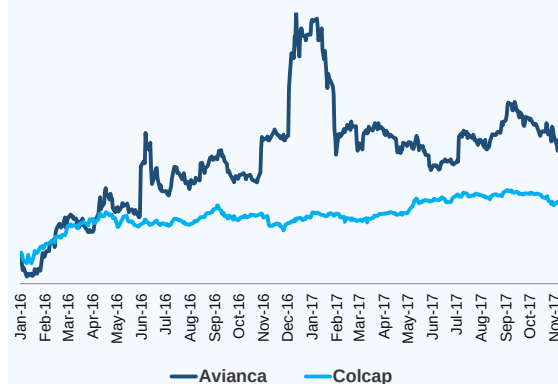
Esperamos que los ingresos se vean impactados en mayor medida en el 4T17, tal como se pudo observar con la fuerte contracción del transporte de pasajeros en octubre (-25% A/A). Adicionalmente, prevemos que con el retorno de algunos pilotos y las medidas de mitigación de impacto, el mes de noviembre presente una recuperación frente al mes de octubre. Por último, la compañía anunció que espera que para la temporada alta de diciembre la firma se encuentre operando al 95% de la capacidad.

• **Huelga de pilotos no logra aguar la fiesta a los márgenes:** Avianca Holdings presentó una buena dinámica operacional en el 3T17 a pesar del impacto negativo de la huelga de pilotos y el incremento en el precio de combustibles. La mejora en la estructura de costos permitió que la aerolínea alcanzara un margen EBIT de 9,2%, sobre el Guidance (7% - 9%). El margen se vería presionado en el 4T17 por el reciente incremento en el precio del crudo.

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	3,000
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdto (COP bn)	2.79
Último Precio (COP)	2,800
% Precio YTD	-22.22%
Dividend Yield	2.75%
Beta Ajustado	1.06
Precio/Valor Libros	0.66
Participación Colcap	1.02%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez
Gerente de Renta Variable

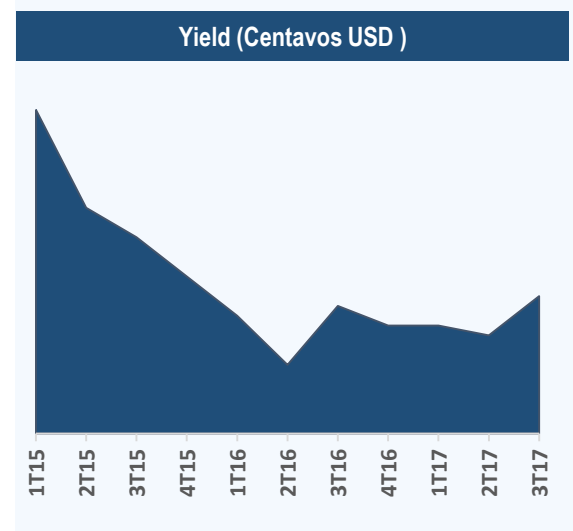
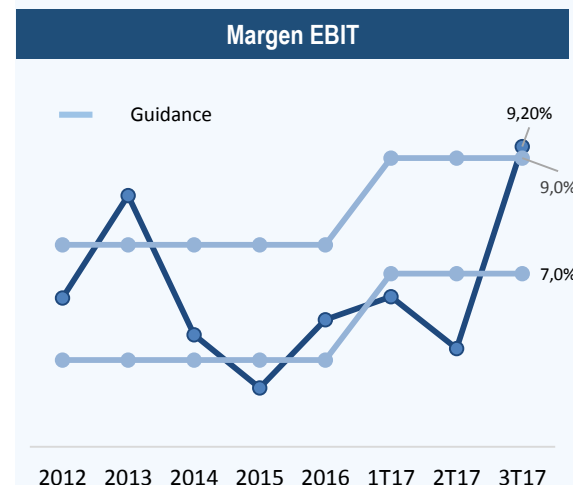
Roberto Paniagua
Analista de Acciones

• **Mejora en indicadores de apalancamiento dan un parte de tranquilidad:** El incremento en el EBITDA permitió que el indicador de apalancamiento continuara su comportamiento bajista, pasando de 6x en 3T16 a 5,6x en 3T17, aliviando en parte una de nuestras mayores preocupaciones teniendo en cuenta que a partir del año 2020 inicia el plan de renovación de flota. Sin embargo, consideramos fundamental que continúe la reducción gradual del apalancamiento para poder afrontar un mayor CAPEX entre el año 2020 y 2025. Prevedemos que el impacto de la huelga sobre el EBITDA del 4T17 pueda generar un retroceso en dicho comportamiento favorable.

• **Indicador de liquidez da un respiro:** A pesar de que habíamos alertado en anteriores informes sobre el bajo nivel de la relación entre ingresos y efectivo, el cual se ubicó por debajo del 10% en el trimestre anterior, LifeMiles recaudó un total de USD 300 millones a través de una colocación que permitió que una mejora importante de este indicador, el cual alcanzó un nivel de 12,1% en el 3T17.

• **Margen neto presenta una contracción de 45pbs:** Mayores impuestos, un incremento en los gastos financieros debido al cambio de un arrendamiento operativo a un arrendamiento financiero para la flota A318 y el efecto negativo de la diferencia en cambio provocaron una disminución de 45pbs en el margen neto.

• **Alianza con United y fusión con Avianca Brasil determinarían rumbo de la acción:** Es importante monitorear el desarrollo de estos 2 aspectos, ya que consideramos que pueden tener un impacto material sobre el comportamiento de la acción.



Avianca

Cifras en USD mm	3T17	3T16	2T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	1,161	1,062	1,092	9%	6%
Utilidad Operacional	107	83	62	28%	72%
Utilidad Neta	36	38	11	-4%	240%
EBITDAR	255	229	211	11%	21%
Margen Operacional	9.2%	7.9%	5.7%	133 pbs	349 pbs
Margen Neto	3.1%	3.6%	1.0%	-45 pbs	214 pbs
Margen EBITDAR	22.0%	21.6%	19.3%	39 pbs	262 pbs
Total Pasajeros (en millones)	7,617	7,609	7,706	0.1%	-1.2%
Factor de ocupación	84.6%	83.5%	82.0%	110 pbs	260 pbs
Yield (Centavos)	8.9	8.8	8.5	1.1%	4.7%



CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval



GRUPO ARGOS

**Menos puertos y más
caja**



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Grupo Argos como POSITIVOS. Los ingresos presentaron incrementos del 20%A/A, donde las desinversiones de activos de concesiones portuarias le permitieron a la Holding tener ingresos no recurrentes por COP 403.000 mm, los cuales se tradujeron en un mayor EBITDA, reflejándose a su vez en una disminución del apalancamiento hasta el 2,2x desde el 3,8x del año anterior y un impacto positivo en caja por COP 263.000 MM. Estos recursos podrían ser utilizados en mantener y/o incrementar su participación del 52,93% en Celsia, dada la emisión secundaria de acciones o en continuar fortalecimiento su modelo de negocio. Cabe mencionar que los ingresos por método de participación disminuyeron un 7% debido al menor aporte de Grupo Sura en el trimestre. En el 3T17 se registró una mejor dinámica en el sector energético e inmobiliario, sumado a ligeros incrementos en los ingresos del negocio de cemento. Por su parte, las concesiones viales registraron algunas reducciones en el tráfico de vehículos debido a demandas arbitrales. Esperamos un 4T17 favorable en materia energética e inmobiliaria y mayor estabilidad en el negocio cementero y de concesiones de Odinsa.

A

A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

04 de diciembre de 2017

HECHOS RELEVANTES

• **Desinversión como sinónimo de flexibilidad:** Dada la estrategia de holding activa, el aumento del 20% A/A en ingresos se relaciona con efectos no recurrentes por la desinversión en Compas (negocio portuario) por COP 403.000 MM, sumado a la consolidación de OPAIN por COP 232.000 MM. Por el lado del EBITDA, la venta de Compas aportó COP 153.000 mm al EBITDA de la Holding y permitió una disminución en el nivel de apalancamiento hasta 2,2x frente al 3,8x de un año atrás. De igual manera, la caja generada por esta transacción fue de COP 263.000 mm, dándole la flexibilidad para destinar estos recursos ya sea a la emisión secundaria de acciones de Celsia, donde la Holding ha informado su intención de mantener o incluso aumentar su participación en la generadora o en iniciativas enfocadas en su modelo de negocio.

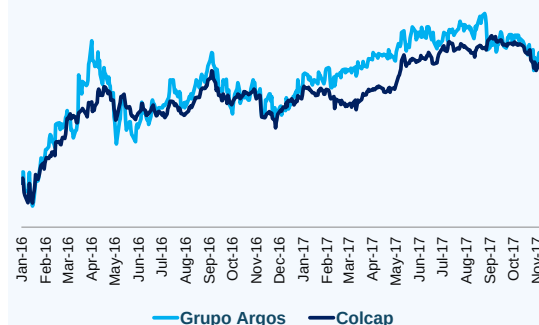
• **Mayores precios impulsan resultados de Celsia:** La recuperación trimestral en los precios de la energía en bolsa permitieron un incremento del 5,6% T/T en ingresos, sumado a mejores condiciones hidrológicas y una estructura de costos más eficiente, lo cual facilitó que el margen EBITDA permaneciera en niveles históricamente altos pese a menores niveles de generación de energía. Respecto a las inversiones, continua la inversión en el Plan 5 Caribe y se dio inicio a la operación comercial de la planta Celsia Solar Yumbo (la primera planta solar de Colombia).

• **Colombia debilita el negocio de cemento:** Tras ligeros aumentos en las ventas consolidadas, sobresale el aumento del 5,7% A/A en volumen de cemento en EE.UU pese a la temporada de huracanes. En Colombia, la compañía ha mostrado mejoras en su eficiencia a través del programa BEST, pero no ha logrado ser efectiva en mejorar su nivel de ventas, en medio de una débil coyuntura del sector constructor, aunque con posibilidad de un ligero repunte en 2018.

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	22,900
Recomendación	Sobreponderar
Cap. Mcdto (COP bn)	17.05
Último Precio (COP)	20,360
% Precio YTD	5.60%
Dividend Yield	1.52%
Participación Colcap	6.13%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Paniagua

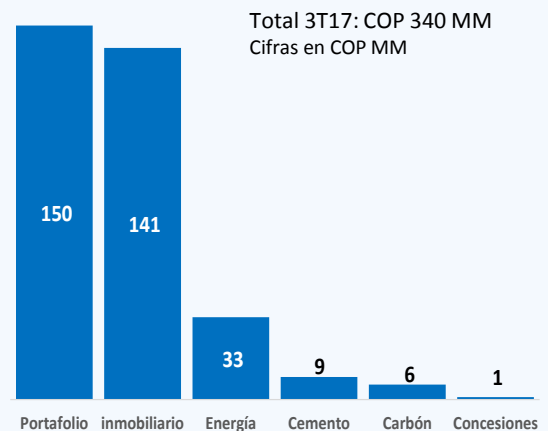
Analista de Acciones

• **Odinsa se mueve en materia de financiación:** En cuanto a las concesiones viales, la Autopista del Café (una de las primeras 5 concesiones viales del país) presentó un aumento del 2% A/A en el tráfico promedio diario (TPD) de vehículos, mientras que el EBITDA disminuyó un 27,6% A/A por un hecho no recurrente relacionado con una demanda arbitral, la cual esta en proceso y cuyo laudo arbitral se dará en el 1T18. La Concesión Vial de los Llanos presentó una disminución del 4,4% A/A en el TPD y el EBITDA se ubicó en terreno negativo debido a una demanda arbitral, la cual se encuentra en etapa de contestación a la demanda de reconvencción presentada por la ANI. Pacífico 2 presenta un avance del 24%, cuyo contrato es por diferencial de recaudo (El Estado garantiza compensación si no se logra la curva de trafico). En materia de financiación, se presentó el desembolso del crédito para la Concesión Pacífico 2 (USD 250 mm y COP 510.000 mm), consorcio conformado por Odinsa (78,85%) y El Cóndor (21,15%). Sumado a lo anterior, se dio la emisión de bonos ordinarios por COP 400.000 mm, a un plazo de 3 y 5 años, cuyos recursos serán utilizados en un 42% en la sustitución de pasivos financieros y el 58% restante en los compromisos de capital para los proyectos. Respecto a la capitalización de Odinsa, Grupo Argos ha informado que no considera necesario una capitalización en el corto plazo, aunque debemos estar atentos al respecto.

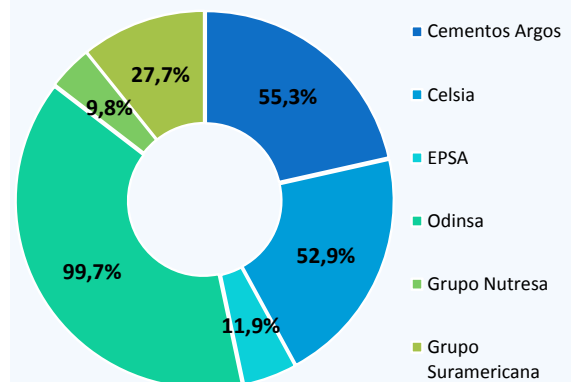
• **Negocio inmobiliario se mueve bien:** El Desarrollo Urbano presentó valorizaciones por COP 114.000 mm de predios de Grupos Argos. Por su parte, PACTIA registró el inicio de operaciones del Centro Comercial Gran Plaza Bosa y de las oficinas Buró 25, ambos ubicados en Bogotá, con un "Gross Leasable Area" (GLA) de 588.000 m2 (25% A/A) y adquisición de activo en Washington y Miami, junto a un llamado de capital de COP 170.000 mm a Protección, con mayor participación en PACTIA (desde el 9,6% hasta 17,6%).

• **Energía e inmuebles favorecerían fin de año:** Esperamos un 4T17 favorable en materia energética e inmobiliaria y estable en el negocio cementero y de concesiones.

Utilidad Neta (Controladora) por segmento 3T17



Participación por Compañía



Grupo Argos

Cifras en COP miles de millones	3T17	3T16	2T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso Operacionales	4.066	3.402	3.565	19,5%	14%
Costos de actividades ordinarias	2.623	2.362	2.476	11,0%	6%
Utilidad Bruta	1.443	1.040	1.089	38,8%	33%
Utilidad Operacional	829	664	554	24,8%	50%
Utilidad Neta	340	158	106	115%	221%
EBITDA	1.193	936	873	27,5%	37%
Margen Bruto	35,5%	30,6%	30,5%	492 pbs	494 pbs
Margen Operacional	20,4%	19,5%	15,5%	87 pbs	485 pbs
Margen Neto	8,4%	4,6%	3,0%	372 pbs	539 pbs
Margen EBITDA	29,3%	27,5%	24,5%	183 pbs	486 pbs



CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval



**Haciéndole frente a
los huracanes**



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Grupo Sura como NEUTRALES, con sesgo negativo, donde el incremento en los ingresos (6,1% A/A), fue contrarrestado por un aumento más que proporcional en los gastos totales (7,6% A/A), en medio de mayores siniestros retenidos (24,2% A/A), dados los eventos relacionados con un terremoto y huracanes en la región, junto a pérdidas por diferencia en cambio que afectaron los resultados de Suramericana y un menor nivel en la utilidad de operaciones discontinuadas por parte de Sura Asset Management (Sura AM), tras la venta de Seguros SURA Perú, la cual al cierre del 3T17 se encontraba en proceso de aprobación por parte de reguladores y el 2 de noviembre concluyó su venta. Lo anterior repercutió en una disminución en la utilidad neta de la controladora del 7,2% A/A. Sin embargo, destacamos la recuperación operacional de los resultados frente al trimestre anterior. Esperamos que los resultados de la Holding permanezcan estables, en medio de una consolidación de Sura AM en el negocio de administración de activos y una presencia más competitiva en la región por parte de Suramericana.

HECHOS RELEVANTES

• **Gastos le ganan la partida a los ingresos:** La utilidad de la controladora registró una disminución del 7,2% A/A en medio de mayores impuestos y un incremento anual del 7,6% en gastos, cuyo comportamiento fue más que proporcional al de los ingresos (6,1%A/A). La Utilidad Neta de Suramericana se reduce un 34,4% en medio de una variación creciente de los gastos (10,2%A/A), relacionado principalmente con una mayor siniestralidad debido a un aumento en la constitución de reservas de siniestros, en medio de un terremoto y huracanes en algunos de los países donde tienen presencia la aseguradora, sumado a pérdidas por diferencia en cambio. Los ingresos varían un 8,8% A/A, impulsados por una dinámica positiva de los diversos segmentos. Respecto a Sura Asset Management (Sura AM), la utilidad neta registra un decrecimiento del 11,5% A/A en medio de menores niveles de encaje y de margen total de seguros, junto a mayores gastos operacionales y un menor nivel de la utilidad de operaciones discontinuas tras las venta de Seguros SURA Perú.

• **Segmento Vida dinamiza las primas:** Para Suramericana el crecimiento de 8,8% A/A en las primas emitidas (85% de los ingresos totales del 3T17) se da principalmente por un mejor dinamismo del segmento Vida (13,6% A/A), donde sobresale el crecimiento de los productos ARL (20%A/A), Vida Grupo (19% A/A) y Salud (16% A/A). El segmento No Vida aumenta un 5,9% A/A en primas emitidas, impulsadas por el crecimiento en Autos (19,4% A/A) con la firma en septiembre de un nuevo acuerdo con UBER en la compañía de México y Cumplimiento (28,1% A/A) por un negocio en Colombia.

• **Perú mueve los Seguros:** En Sura AM llama la atención el decrecimiento del 32,7% A/A en el margen total de seguros, en medio de la reclasificación del margen de seguros de la compañía Seguros Sura Perú a la utilidad neta, por lo el margen total solo refleja el desempeño de las aseguradoras en Chile y México.



A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

04 de diciembre de 2017

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	41,000
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdo (COP bn)	22.31
Último Precio (COP)	39,060
% Precio YTD	2.25%
Dividend Yield	1.25%
Participación Colcap	8.38%



Omar Suarez
Gerente de Renta Variable

Roberto Paniagua
Analista de Acciones

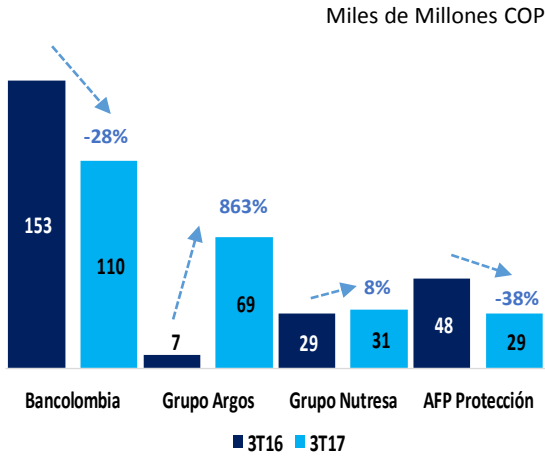
• Grupo Argos saca la cara en las Asociadas: Hay que resaltar que en los Ingresos por método de participación de Asociadas, en el aumento del 12,7% A/A para el 3T17 sobresale el incremento del 863% A/A en Grupo Argos, el cual compensó principalmente la disminución del 28% A/A en Bancolombia.

• Exposiciones Macroeconómicas: Los ingresos por inversiones de Grupo Sura disminuyeron un 47,6% A/A, en medio de contracciones en Suramericana del 32,7% A/A dada una menor rentabilidad de los títulos indexados a la inflación (principalmente en Colombia y Chile) y al impacto de tasas más bajas en la reinversión de los portafolios.

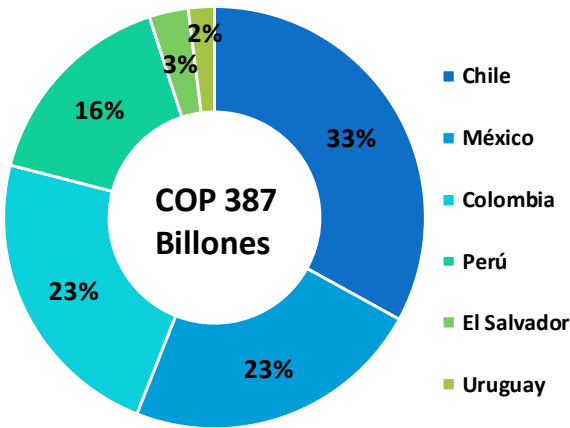
• Un portafolio de Activos, muy activo: En cuanto a movimientos en el Portafolio de activos, Suramericana adquirió Seguros de Vida SURA México a SURA AM por USD 20.6 MM y el 2 de noviembre de 2017 se cerró la venta de Seguros SURA Perú por parte de SURA AM a IFS por un valor de USD 276 MM. Acorde a la compañía, los recursos generados por la venta del negocio en Perú se utilizarán para reducir el apalancamiento de SURA AM.

• Consolidando el Panorama: Grupo SURA muestra aspectos interesantes en su estructura empresarial, como su portafolio de inversiones, dentro del cual compañías como Sura AM, quién es el administrador de fondos de pensiones más grande en Latinoamérica, muestra un perfil de negocio consolidado y un flujo de caja estable. La participación de la Holding en compañías protagonistas en América Latina le permite diversificación en ingresos y estabilidad en los dividendos recibidos. Por último, estrategias de crecimiento inorgánico como el aumento desde el 78,71% al 83,58% de Sura AM en abril de 2017 por parte de Grupo SURA o la adquisición de Seguros de Vida SURA México, por USD 20.6 mm de Suramericana a Sura AM, permiten consolidación de negocios. Sura AM consolida su participación en el negocio de administración de activos y Suramericana muestra una presencia más competitiva en la región.

GrupoSURA. Ingresos por Método de Part. Asoc.



Sura AM- Activos Bajo Administración (AUM)



Grupo Sura

Cifras en COP miles de millones	3T17	3T16	2T17	Var % A/A	Var % T/T
Primas retenidas (netas)	3.072	2.885	2.984	6%	3%
Ingresos por comisiones	607	550	576	10%	5%
Prestación de Servicios	722	581	690	24%	5%
Ingresos por inversiones	312	596	524	-48%	-40%
Ingresos totales	5.207	4.906	4.942	6%	5%
Siniestros retenidos	1.682	1.354	1.519	24%	11%
Ajuste de reservas	415	684	548	-39%	-24%
Costos por prestación de servicios	674	556	692	21%	-3%
Gastos totales	4.658	4.328	4.557	8%	2%
Ganancia Neta	460	521	232	-12%	99%
Ganancia Neta de la Controladora	408	439	197	-7%	107%
Margen Neto (Controladora)	7,8%	9,0%	4,0%	-112 pbs	384 pbs



CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval



Corficolombiana



Regresar



HECHOS RELEVANTES

• En los Estados de Resultados Separados, la utilidad neta cayó 55% a/a alcanzando COP 39.578 millones en 3T-17. Lo anterior explicado principalmente por una caída en la utilidad en negociación de inversiones en títulos de renta fija y por un incremento en provisiones relacionadas con Electricaribe. Por otra parte, continúa el incremento de los plazos promedio de captación de CDTs de Corficolombiana, pasando de 2,6 años en 3T-16 a 3,9 años en 3T-17. El EBITDA consolidado del 3T-17 alcanzó de COP 506.333 millones (-2,7% a/a), soportado principalmente por el sector de energía y gas cuyo EBITDA fue de COP 374.054 millones.

• El 20 de noviembre la Junta Directiva autorizó adquirir el total de las acciones de Iridium en Covipacífico y Covimar y de Dragados en los consorcios constructores Pacífico 1 y Mulaló- Loboguerrero. Pendiente autorización por parte de la ANI.

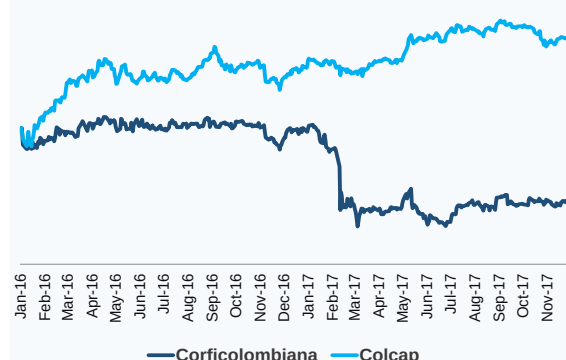
Portafolio de Inversiones de Renta Variable:

• **Energía y Gas;** Se llevó a cabo la fase de solidarios del proceso de venta que adelanta la EEB de acciones de Promigas. Monto total adjudicado: COP 23.652 millones (0,4% del total de acciones en circulación). Promigas decretó dividendos por un monto de COP 246.262 millones (por acción: COP 17 ordinarios mensuales y COP 115 extraordinarios pagados en octubre de 2017); es decir un 76,95% del total de las utilidades del primer semestre del año.

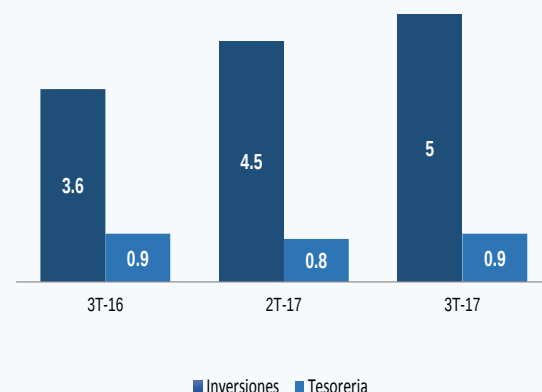
• **Concesiones Viales.** El tráfico promedio diario en las concesiones viales que se encuentran en operación tuvo un crecimiento de 2,6% a/a en 3T-16 (2,2% a/a en el acumulado enero-septiembre).

• **Avances en financiamiento de las concesiones:** Entre enero y septiembre de 2017 se han realizado aportes de equity en los cuatro proyectos de concesión 4G por COP 225.618 millones, para un total de COP 649.323 millones. Por su parte, respecto a Covioriente el 13 de octubre se suscribió un crédito senior con Grupo Aval Limited de USD 550 millones y se realizó un primer desembolso por USD 105 millones para amortizar el crédito puente. En cuanto a Coviandina, se adquirió un crédito puente por COP 80 mil millones con Banco de Bogotá.

Comportamiento de la acción

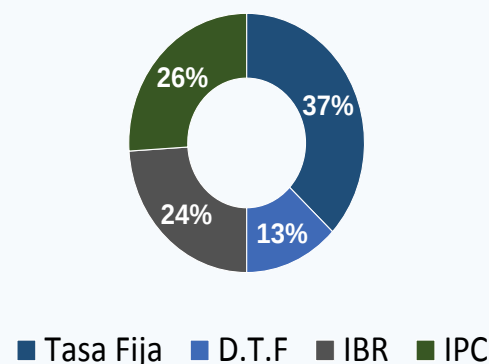


Plaza Promedio CDT (Años)



Fuente: Corficolombiana, Resultados 3T17

CDT por tipo de tasa – septiembre 2017



Fuente: Corficolombiana, Resultados 3T17



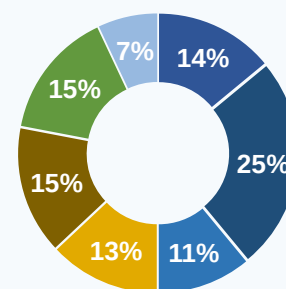
• Concesionaria Ruta del Sol

Corficolombiana informa que en cumplimiento de la medida cautelar complementaria decretada el 14 de septiembre de 2017 por el Tribunal Administrativo de Cundinamarca, el día 20 de octubre la Concesionaria Ruta del Sol S.A.S., la ANI y la Interventoría suscribieron un acta mediante el cual la Concesionaria hizo entrega material de la infraestructura del corredor vial a la ANI.

El Tribunal Administrativo de Cundinamarca también ordenó a la CRDS presentar a la ANI un inventario detallado de todos los pasivos, incluyendo obligaciones financieras, al 31 de octubre, y a la ANI revisarlo y máximo 20 días hábiles después empezar a pagar dichas obligaciones. CRDS cumplió con la orden, la ANI revisó la información enviada y dio seguimiento con dos solicitudes de información adicionales, las cuales han sido resueltas.

En cumplimiento de lo ordenado por el Tribunal en el auto mencionado y conforme a lo pactado en el Acuerdo para la Terminación y Liquidación del Contrato de Concesión, se espera que la ANI efectúe en diciembre un pago parcial de capital e intereses a los bancos (aproximadamente COP 1.4bn) con cargo a los recursos que se encuentran en el Patrimonio Autónomo del proyecto. En el marco del trámite arbitral en curso se está a la espera de que inicie la etapa probatoria.

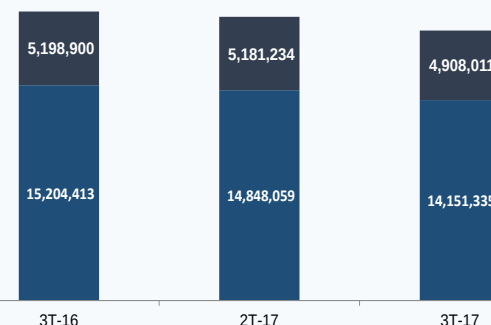
Activos 3T17



- Cartera + Cuentas por Cobrar
- Acuerdos de Concesion
- Disponible + F.I
- Inv. Inst. Patrimonio
- Inv. Est Deuda
- Activos Fijos
- Otros

Balance General

■ Pasivos ■ Patrimonio



Cifras en COP MM\$

Corficolombiana

Cifras en COP millones	3T16	2T17	3T17	Var % T/T	Var % A/A
Ingreso Operacional Sector Real	1,597,865	1,469,970	1,533,161	-8.0%	-4.0%
Costo de Ventas y Prestacion de Servicios	980,762	848,406	910,471	-13.5%	-7.2%
Margen Bruto del Sector Real	617,103	621,564	622,690	0.7%	0.9%
Margen de Actividades Financieras	(75,804)	(100,477)	(93,217)	32.5%	23.0%
Margen neto de intereses	(159,483)	(179,913)	(146,864)	12.8%	-7.9%
EBITDA	520,255	238,533	506,333	-54.2%	-2.7%
Utilidad Neta Antes de Impuestos	299,601	238,778	257,015	-20.3%	-14.2%
Impuesto de renta	101,630	103,399	109,519	1.7%	7.8%
Utilidad Neta Controlante	105,704	44,274	50,048	-58.1%	-52.7%
ROE	10.3%	8.4%	7.4%	-193 pbs	-286 pbs
Solvencia	36.7%	30.1%	41.0%	-660 pbs	-660 pbs

Contactos

Gerencia de Inversiones

Alejandro Pieschacon
Director de Inversiones
alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22724

Análisis y Estrategia

Juan David Ballén
Director de Investigaciones
juan.ballen@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22622

Angela Pinzón
Analista de Renta Fija
Angela.pinzon@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22814

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

Lina Cuéllar
Analista de Renta Fija
lina.cuellar@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

Roberto Paniagua
Analista de Renta Variable
roberto.paniagua@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22703

Raúl Moreno
Practicante
raul.moreno@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22602

Mesa Institucional

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

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

Enrique Fernando Cobos
Gerente Mesa Institucional
enrique.cobos@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22717

Ivette Cepeda
Gerente Comercial
i.cepeda@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23624

Distribución

Ricardo Herrera
Vicepresidente Comercial
ricardo.herrera@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 2226

Guillermo A. Magdalena Buitrago
Gerente Comercial Cali
gmagdalena@casadebolsa.com.co
Tel: (572) 898 06 00 Ext. 3881

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

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

Inversiones

Carlos E. Castro Leal
Gerente Fondos de Inversión Colectiva
ccastro@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22641

Diana Serna
Gerente APTs
diana.serna@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22772

Oscar Mauricio López
Gerente Mercados Globales
oscar.lopez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22972

Andrés Angarita
Gerente Divisas y Derivados
andres.angarita@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22726

ADVERTENCIA

Este material no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. La información contenida en este documento se presume confiable, pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza su total precisión, los datos utilizados son de conocimiento público. En ningún momento se garantizan las rentabilidades estimadas asociadas a los diferentes perfiles de riesgo. Variables asociadas al manejo de las posiciones, los gastos y las comisiones asociadas a su gestión pueden alterar el comportamiento de la rentabilidad. Es posible que esta estrategia de inversión no alcance su objetivo y/o que usted pierda dinero al invertir en ella. La rentabilidad pasada no es garantía de rentabilidad futura. Ninguna parte de la información contenida en el presente documento puede ser considerada como una asesoría legal, tributaria, fiscal, contable, financiera, técnica o de otra naturaleza, o recomendación u opinión acerca de inversiones, la compra o venta de instrumentos financieros o la confirmación para cualquier transacción, de modo que, este documento se distribuye únicamente con propósitos informativos, y las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Por lo anterior, la decisión de invertir en los activos o estrategias aquí señalados constituirá una decisión independiente de los potenciales inversionistas, basada en sus propios análisis, investigaciones, exámenes, inspecciones, estudios y evaluaciones.

En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos.

Certificación del analista: El (los) analista(s) que participó (arón) en la elaboración de este informe certifica(n) respecto a cada título o emisor a los que se haga referencia en este informe, que las opiniones expresadas se hacen con base en un análisis técnico y fundamental de la información recopilada, que se encuentra(n) libre de influencias externas. El (los) analista (s) también certifica(n) que ninguna parte de su compensación es, ha sido o será directa o indirectamente relacionada con una recomendación u opinión específica presentada en este informe.