
Resumen Resultados Corporativos 4T17

4 de abril de 2018

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

¿Finaliza año de vacas flacas?

La economía colombiana continuó mostrando una débil dinámica en el segundo semestre del año, aunque con una leve recuperación frente al 1S17, afectando los resultados financieros de las compañías. Destacamos el buen comportamiento del **Sector Petrolero**, beneficiado por mayores precios del petróleo y una estructura de costos y gastos más eficiente, generando un repunte importante en la utilidad neta de Ecopetrol. Por el lado del **Sector Financiero**, a pesar de que los resultados siguen presionados por el entorno retador en Colombia y Centroamérica y el alto gasto de provisiones, se observó una recuperación de algunos indicadores frente al 3T17 como la calidad y la cobertura de la cartera. Las compañías del **Sector de Consumo** continuaron reflejando el débil desempeño de la demanda de los consumidores, donde Grupo Éxito presentó una contracción en sus VMM (Ventas Mismos Metros), mientras que Nutresa empieza a mostrar señales de estabilización en sus volúmenes de ventas. Por otro lado, el **Sector de Construcción** continúa registrando unos resultados financieros negativos, afectados por el pobre desempeño de la demanda de cemento y concreto y el lento avance de los proyectos de infraestructura 4G y APP. Por último, el **Sector Aeronáutico** (Avianca) presentó débiles resultados financieros a pesar de los esfuerzos para mitigar el impacto de la huelga de pilotos, afectando significativamente el número de pasajeros transportados, principalmente en el mercado doméstico.

A

POSITIVOS



Bancolombia



CELSIA



MINEROS S.A

B

NEUTRALES



GRUPO ARGOS



Grupo
nutresa



GRUPO

SURA



DAVIVIENDA



Concreto



TERPEL



Grupo Energía Bogotá

C

NEGATIVOS



ARGOS



CANACOL
ENERGY

Índice

(Hipervínculos)

[4. Bancolombia](#)

[7. Davivienda](#)

[10. Bogotá](#)

[12. Grupo Aval](#)

[14. BVC](#)

[16. Ecopetrol](#)

[19. Canacol](#)

[22. Éxito](#)

[25. GPA](#)

[28. Nutresa](#)

[31. Cementos Argos](#)

[34. Cemex Latam Holding](#)

[37. Concreto](#)

[40. El Cóndor](#)

[42. Grupo Energía Bogotá](#)

[45. Celsia](#)

[48. Isa](#)

[51. Avianca](#)

[54. Grupo Argos](#)

[57. Grupo Sura](#)

[60. Corficolombiana](#)

[62. Terpel](#)

[65. Mineros](#)

[68. ETB](#)



Eficiencia, la protagonista del trimestre





Eficiencia, la protagonista del trimestre

Bancolombia | Resultados 4T17

Consideramos los resultados financieros de Bancolombia como POSITIVOS. La utilidad neta registró un crecimiento de 100% T/T, ubicándose por encima de las expectativas del mercado, lo cual implicó un ROE del 16% durante el trimestre. Este aumento se explica principalmente por: 1) disminución en los costos de fondeo que favorecieron el ingreso neto de intereses, 2) mayor ingreso por comisiones, 3) efecto no recurrente en el rubro de otros ingresos operacionales por COP 86 mil millones, 4) importante disminución de los egresos operacionales explicado por fuerte contracción en gastos de personal y 5) menor tasa efectiva de impuestos. Aunque se evidenció una mejora en los principales indicadores de la entidad (favorecidos en gran medida por efectos no recurrentes), consideramos que los resultados de los próximos trimestres se seguirán viendo presionados por la débil dinámica de la economía colombiana, mientras el costo de riesgo continuará en niveles altos debido al deterioro en la calidad de la cartera comercial y de consumo.

A

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

4 de abril de 2018

HECHOS RELEVANTES

• **Ingreso Neto por Intereses favorecido por menores costos de fondeo:** A pesar de la continua desaceleración en el crecimiento de la cartera, destacamos que el ingreso neto por intereses registró una mejora tanto en variación anual (7,42% A/A) como trimestral (3,68% T/T), explicado principalmente por menores costos de fondeo. La continua reducción en la tasa de intervención del Banrep, menores obligaciones financieras de largo plazo y la disminución en la vida media de los certificados de depósito a término permitieron que los costos de fondeo alcanzaran su menor nivel desde el 1T16. De esta manera, resaltamos que gracias a la gestión de fondeo y una mejora en el margen de inversiones, el NIM presentó un incremento de 20pbs respecto al 3T17. Esperamos que la reducción en la tasa de intervención siga presionando el NIM en los próximos trimestres.

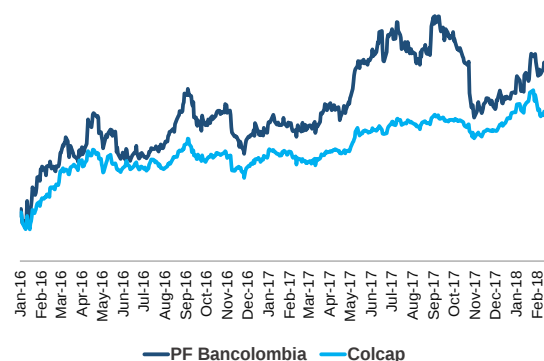
• **Entorno retador sigue presionando las provisiones:** La débil dinámica de la economía colombiana y la materialización de eventos corporativos como Electricaribe y Sistema de Transporte Masivo siguen presionando el gasto de provisiones, el cual permaneció sobre los COP 900 mil millones en el 4T17. Hay que destacar que la calidad de la cartera permaneció estable frente al 3T17, donde se resalta un deterioro en la cartera de consumo, mientras que la cartera comercial presentó una leve mejora en comparación trimestral. De igual manera, aunque el costo de riesgo se ubicó levemente por debajo del 3T17 (2,3% en 4T17 vs 2,4% en 3T17), este continúa en niveles altos.

• **Índice de Solvencia muestra buen colchón en medio de un entorno retador:** El índice de solvencia presentó una mejora tanto en comparación anual como trimestral, alejándose cada vez más del mínimo regulatorio. Consideramos como positivo dicho comportamiento como medida de mitigación del riesgo en medio de un entorno retador para la economía colombiana.

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	29,000
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdto (COP bn)	31.44
Último Precio (COP)	32,680
% Precio YTD	9.22%
Dividend Yield	2.91%
Participación Colcap	14.23%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua

Analista de Acciones



Eficiencia, la protagonista del trimestre

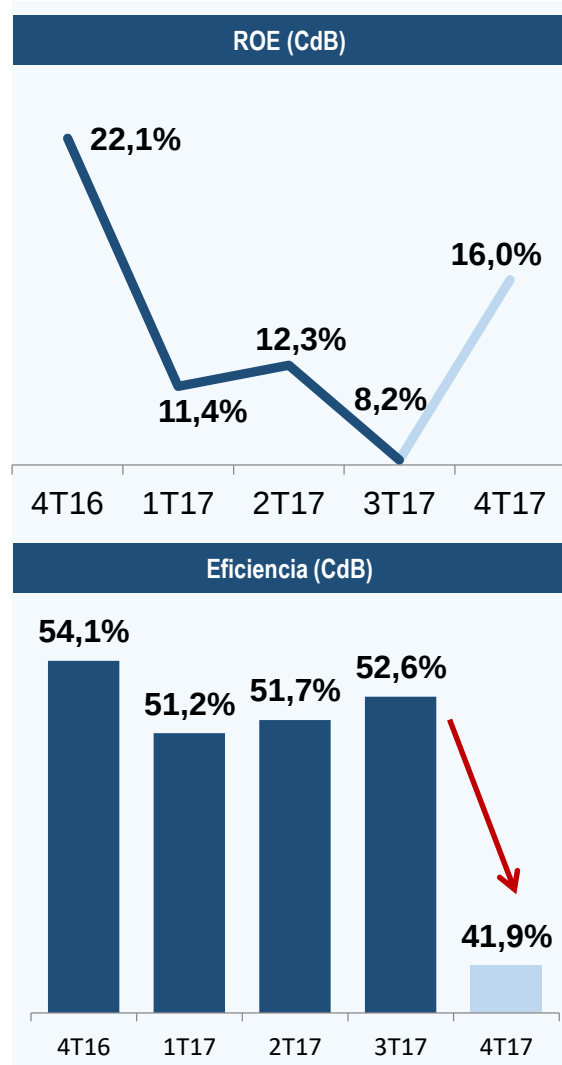
Bancolombia | Resultados 4T17

• Indicador de eficiencia presenta una mejora significativa:

Destacamos que los egresos operacionales presentaron una disminución importante tanto en comparación anual (-15,5%) como trimestral (-13,3%), explicado principalmente por una fuerte reducción en los gastos de personal (-36,6% A/A) y menores bonificaciones por una rentabilidad inferior del negocio. Por otro lado, la disminución en los gastos también estuvo explicado por la reducción de la red de sucursales físicas, la automatización y optimización de procesos y la racionalización de gastos de personal. Teniendo en cuenta lo anterior, se observó una mejora sustancial e inusual en el indicador de eficiencia, el cual pasó de 54% en 4T16 a 41,9% en el 4T17.

• Utilidad neta favorecida por efectos no recurrentes: Destacamos que la utilidad neta se vio favorecida por 1) la reducción en los costos de fondeo, 2) mayores ingresos por comisiones, 3) otros ingresos operacionales no recurrentes, 4) una disminución significativa en los gastos de personal y, 5) una menor tasa efectiva de impuesto. De esta manera, la utilidad neta presentó un crecimiento de 100% en comparación trimestral, generando una recuperación del ROE hasta 15,96%, luego de haber alcanzado un mínimo de 8,22% en el 3T17. La compañía dio a conocer que espera que el ROE se ubique entre 15% y 16% durante el año 2018, lo cual consideramos como un escenario optimista dado el difícil entorno económico.

• Resultados se seguirán viendo presionados: Esperamos que los resultados financieros de los próximos trimestres se sigan viendo presionados por la débil dinámica de la economía colombiana, mientras que el costo de riesgo continuará en niveles altos por el deterioro en la cartera comercial y de consumo.



Bancolombia

Cifras en COP miles de millones	4T17	4T16	3T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso por intereses	4.152	4.095	4.104	● 1%	● 1%
Egreso por intereses	1.506	1.632	1.552	● -8%	● -3%
Ingreso Neto por intereses	2.646	2.463	2.552	● 7%	● 4%
Provisiones Netas	930	772	967	● 20%	● -4%
Utilidad antes de impuestos	1.314	856	713	● 54%	● 84%
Impuesto de Renta	346	126	245	● 175%	● 41%
Utilidad Neta	902	975	451	● -7%	● 100%
NIM	6,0%	6,0%	5,8%	● 0 pbs	● 14 pbs
ROE	16,0%	22,1%	8,2%	● -610 pbs	● 774 pbs
Eficiencia	41,9%	54,1%	52,6%	● -1216 pbs	● -1072 pbs
Solvencia	14,2%	13,3%	13,4%	● 92 pbs	● 76 pbs
Calidad de Cartera	4,5%	3,3%	4,5%	● 118 pbs	● -1 pbs
Cobertura de Cartera	107,5%	125,9%	103,5%	● -1838 pbs	● 406 pbs



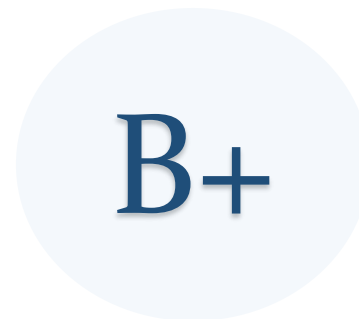


Costo de riesgo escala la montaña



Regresar

Consideramos los resultados de Davivienda del 4T17 como **NEUTRALES**, con **Sesgo Positivo**. Destacamos una buena dinámica operacional del banco, donde el margen financiero bruto se vio favorecido por la disminución de los egresos financieros (beneficiados por la reducción en la tasa de intervención del Banco de la República) y el buen comportamiento de los ingresos de inversiones. Por otro lado, consideramos saludable la continua desaceleración de la cartera como ajuste a una menor dinámica de la economía colombiana, liderado por un menor crecimiento del segmento comercial y de consumo. La calidad y cobertura de la cartera presentaron una recuperación en todas sus modalidades crédito respecto al trimestre anterior, mostrando señales de estabilización y posible mejora gradual en los próximos trimestres (principalmente en el 2S18). Sin embargo, destacamos que el costo de riesgo registró un repunte importante, alcanzando niveles máximos debido al entorno retador por el cual atraviesa la economía colombiana. Por el lado de la utilidad neta, a pesar de que se vio favorecida por la buena dinámica operacional y menor tasa de impuesto, el alto gasto de provisiones sigue presionando el ROE del banco. Por último, resultamos la mejora en el NIM a pesar de la menor tasa de intervención del Banrep.



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

4 de abril de 2018

HECHOS RELEVANTES

• Desaceleración de la cartera jalonada por segmento comercial y de consumo:

La cartera bruta continuó desacelerándose en el 4T17 como proceso de ajuste frente a la menor dinámica de la economía colombiana, lo cual consideramos saludable. En este sentido, la cartera bruta registró un incremento de 7,3% A/A en el 4T17, menor al 13,8% A/A reportado en el 4T16. El decrecimiento en la cartera estuvo impulsado por una menor dinámica de los segmentos comercial y de consumo, los cuales se han ajustado a un crecimiento inferior al 10% A/A. A pesar del débil desempeño de la economía colombiana, la operación en este país está jalonando el comportamiento de la cartera (8,8% A/A), mitigando el pobre desempeño de la operación en Centroamérica (1,4% A/A).

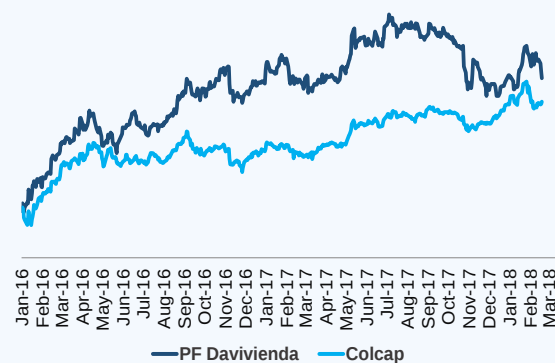
• Un 2018 que empezaría a ganar tracción en el segundo semestre:

Esperamos que el crecimiento de la cartera se siga viendo presionado en el 2018 por una lenta recuperación de la economía colombiana, especialmente en el 1S18. Para el segundo semestre del año se podría empezar a observar una recuperación gradual de la mano de una mayor transmisión de la política monetaria.

• Buena dinámica operacional impulsa el Margen Financiero Bruto:

Davivienda presentó un buen comportamiento operacional en el 4T17, donde el desempeño favorable de los Ingresos Financieros vs menores Egresos Financieros generaron una expansión del Margen Financiero Bruto tanto en comparación anual como trimestral. A pesar de que la desaceleración de la cartera comercial y de consumo afectaron los Ingresos Financieros, la entidad aprovechó la disminución en la tasa de intervención del Banco de la República para reducir su costo financiero.

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	30,500
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdto (COP bn)	13.49
Último Precio (COP)	29,860
% Precio YTD	-0.27%
Dividend Yield	2.68%
Participación Colcap	3.16%
Comportamiento de la acción	



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

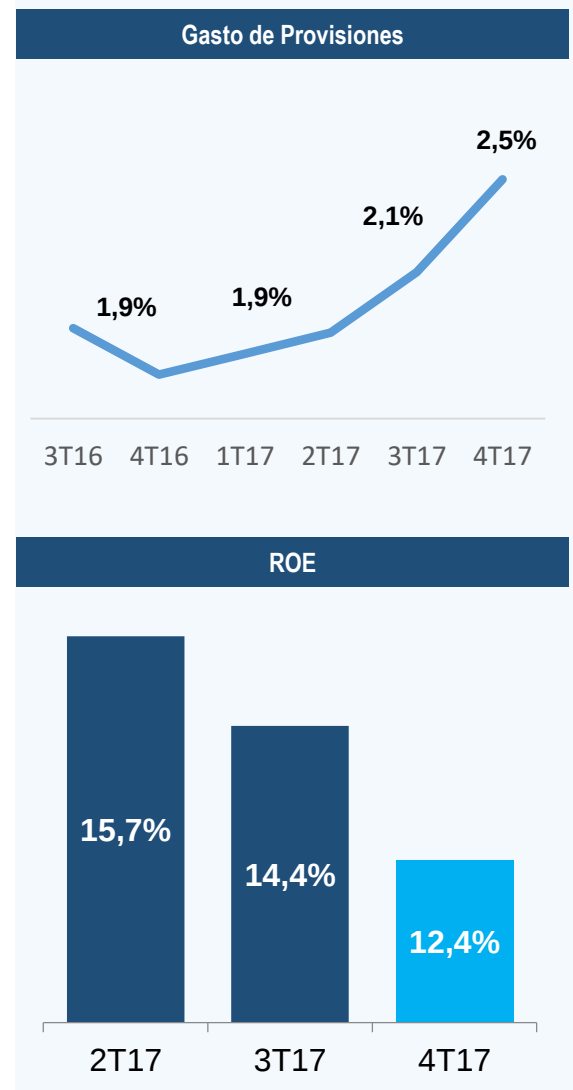
Roberto Paniagua

Analista de Acciones

• **Ingresos operacionales y por inversiones finalizan el año con pie derecho:** Destacamos el buen comportamiento de los Ingresos por Inversiones debido a un aumento en los instrumentos de deuda, además de mejores Ingresos Operacionales relacionados con el desempeño favorable de los ingresos por comisiones y honorarios y la reclasificación de las utilidades retenidas del ingreso por la venta de CIFIN en Colombia durante el 4T16.

• **Calidad de la cartera se recupera frente al 3T17, aunque costo de riesgo alcanza niveles máximos:** Destacamos que la Calidad de la Cartera a 30 días presentó una recuperación de 21 pbs T/T, explicado por una leve mejora en todas las modalidades de crédito. Sin embargo, el deterioro de la cartera continúa en niveles altos, reflejado en un repunte importante del Costo de Riesgo, el cual alcanzó 2,53%, mayor en 40 pbs vs el reportado en 3T17. Por el lado de la Cobertura de la Cartera, esta también presentó una recuperación trimestral en todos los segmentos de crédito. Esperamos que la Calidad de la Cartera se siga viendo presionada en el año 2018, (especialmente en el 1S18), sin embargo, prevemos que menores tasas de interés y mayor ingreso disponible de los consumidores empiecen a generar una recuperación gradual del indicador.

• **Alto Gasto de Provisiones sigue presionando el ROE:** A pesar de que el banco presentó una buena dinámica operacional en el 4T17, el alto gasto de provisiones como consecuencia de una coyuntura retadora en Colombia sigue presionando el ROE, el cual presentó un deterioro en comparación anual como trimestral. Sin embargo, la utilidad neta se vio favorecida por una menor tasa efectiva de impuesto, relacionada con un ingreso no constitutivo de renta derivado de la fusión entre Deceval21 y la BVC y una menor tasa como consecuencia del impuesto de ganancia ocasional por la venta de activos fijos registrada durante el último trimestre.



Davivienda

Cifras en COP miles de millones	4T17	4T16	3T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos financieros	2,325	2,172	2,296	7.0%	1.3%
Egresos Financieros	919	1,036	929	-11.3%	-1.1%
Margen financiero bruto	1,405	1,136	1,366	23.7%	2.9%
Provisiones	512	185	521	176.8%	-1.7%
Margen financiero neto	894	951	845	-6.0%	5.8%
Impuesto de Renta	52	96	102	-45.8%	-49.0%
Utilidad Neta	360	535	273	-32.7%	31.9%

NIM	6.57%	6.53%	6.38%	4 pbs	19 pbs
ROE	12.4%	18.60%	14.38%	-620 pbs	-198 pbs
Eficiencia	46.6%	45.10%	47.28%	150 pbs	-68 pbs
Solvencia	12.34%	11.02%	12.52%	132 pbs	-18 pbs
Calidad de Cartera *	2.76%	1.99%	2.87%	77 pbs	-11 pbs
Cobertura de Cartera *	162.30%	197.60%	151.90%	-3530 pbs	1040 pbs
Crecimiento de la Cartera				7.3%	1.3%

* > 90 días



Banco de Bogotá





Banco de Bogotá

Resultados Corporativos 4T17

HECHOS RELEVANTES

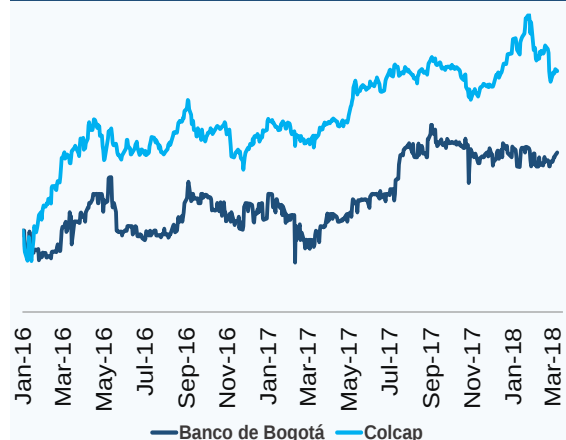
• **La utilidad neta atribuible para el 2017 fue de 1.908 billones de pesos.** La Cartera Bruta total creció 5.6% en los últimos 12 meses a COP 102.4 billones y mostró un leve incremento de 3.1% durante el cuarto trimestre de 2017.

• **Los depósitos crecieron 7.8% en el último año a COP 100.9 billones.** El indicador de Depósitos/Cartera en el 4T2017 fue 101.8%. Los Depósitos representaron el 80% del total del fondeo a diciembre de 2017. Los depósitos a término contribuyeron con el 41% del total de los depósitos, las cuentas de ahorro contribuyeron con el 31% del total, y las cuentas corrientes alcanzaron el 28%.

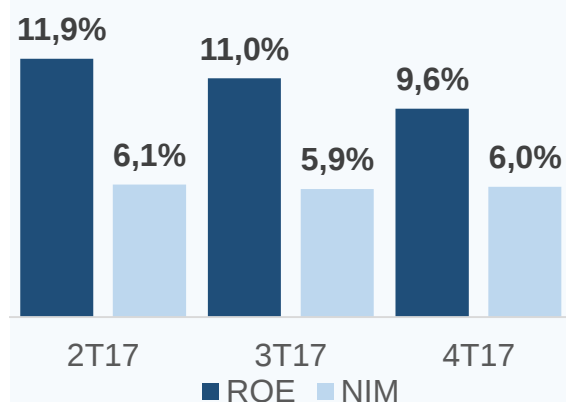
• **El Margen Neto de Interés de cartera fue de 6.9% en 4T2017,** permaneciendo estable respecto al 4T2016. El Margen Neto de Interés de inversiones fue de 1% en 4T2017, creciendo frente al 0.4% de 4T2016. El Margen Neto de Interés fue 6.0% en 4T2017 por encima del 5.9% en el 4T2016.

• **El indicador de Capital regulatorio consolidado fue de 13.5% para la solvencia total y de 8.8% para Tier I.** Estos indicadores se encuentran significativamente por encima del mínimo regulatorio. **El indicador de eficiencia fue de 49.7% en 4T2017, comparado con el 51.7% de 4T2016.**

Comportamiento de la acción



ROE vs NIM



Fuente: Banco de Bogotá, presentación de resultados 4T17

Banco de Bogotá

Cifras en COP miles de millones	4T17	3T17	4T16	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos por intereses	2.818	2.826	2.827	-0,3%	-0,3%
Gasto por Intereses	1.106	1.126	1.212	-8,7%	-1,8%
Ingresos netos por intereses	1.712	1.700	1.615	6,0%	0,7%
Provisiones Netas	615	594	435	41,4%	3,5%
Utilidad Neta	410	458	548	-25,1%	-10,5%
NIM	6,0%	5,9%	6,1%	-10 pbs	10 pbs
ROE	9,6%	11,0%	13,6%	-400 pbs	-140 pbs
Eficiencia	50,4%	49,6%	53,4%	-300 pbs	80 pbs
Calidad de Cartera	3,5%	3,5%	2,7%	80 pbs	0 pbs
Relación de Solvencia	13,5%	14,0%	13,9%	-40 pbs	-50 pbs



Grupo Aval



Regresar

HECHOS RELEVANTES

• **Reportó una utilidad neta atribuible a los Accionistas de COP 1.962 miles de millones para el 2017 frente a COP 2.139 reportado para 2016.** El ROAE del trimestre fue 12.5% y el ROAA para el trimestre fue 1.4%.

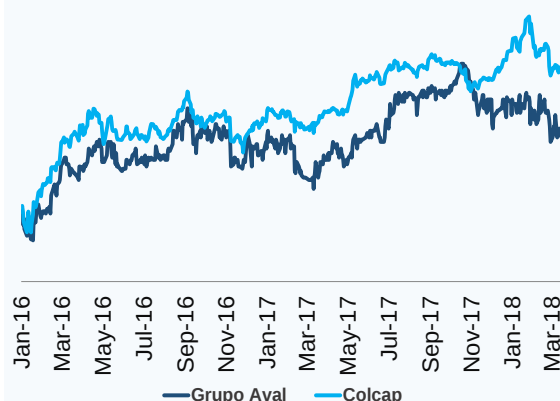
• **Los Créditos Corporativos a Electricaribe, SITP y Concesionaria Ruta del Sol II contribuyeron el 50% del deterioro del costo de la cartera.**

• **Durante el 4T17 la cartera bruta creció 2.4% frente a 3T17.** Donde la cartera de consumo (incluyendo crédito hipotecario) creció 2.1%, la cartera hipotecaria un 6.1% y la cartera comercial un 0.6% vs el tercer trimestre de 2017. De igual forma, el deterioro la cartera vencida a más de 90 días fue de aproximadamente 4 pbs en el trimestre, llegando a 2.8%.

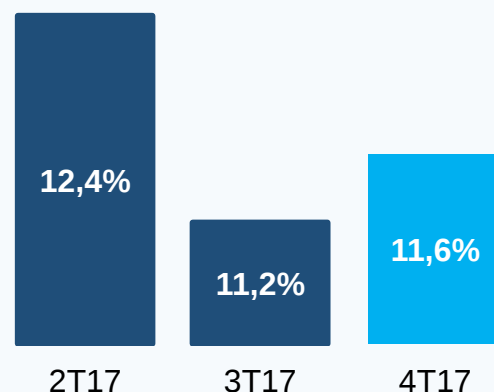
• **El NIM de la operación consolidada** decreció aproximadamente 4 pbs ubicándose en 5.9% durante el trimestre. El costo de riesgo aumento 3 pbs vs 3T17. De igual forma, los márgenes de rentabilidad ROAA y ROAE decrecieron anualmente 27 pbs y 33 pbs respectivamente, aunque el ROAE aumento 45 pbs vs 3T17.

• **Estiman un guidance de un NIM de alrededor del 5.6% para 2018 y un ROAE entre 12.5% - 13.0%**

Comportamiento de la acción



ROAE



Fuente: Grupo Aval, presentación de resultados 4T17

Grupo Aval

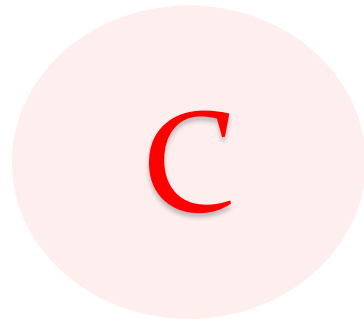
Cifras en COP miles de millones	4T17	3T17	4T16	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos por intereses	4,623	4,662	4,620	0.1%	-0.8%
Gasto por Intereses	1,961	1,986	2,306	-15.0%	-1.2%
Ingresos netos por intereses	2,662	2,676	2,314	15.0%	-0.5%
Pérdida por deterioro de activos financieros	1,200	1,027	786	52.7%	16.8%
Utilidad Neta	467	438	458	2.0%	6.6%
NIM	5.9%	5.9%	5.5%	40 pbs	-4 pbs
ROAE	11.6%	11.2%	11.9%	-33 pbs	45 pbs
Eficiencia	46.3%	46.8%	52.2%	-590 pbs	-50 pbs
Calidad de Cartera	3.9%	4.0%	3.0%	90 pbs	-10 pbs



Deceval gana protagonismo en resultados



Consideramos los resultados de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) como NEGATIVOS. En el 4T17 los ingresos registraron un aumento del 53% A/A hasta los COP 246.7 mil MM, jalonados por un aumento de COP 84 mil MM en otros ingresos relacionado con la actualización del valor justo de las acciones de Deceval. Excluyendo este rubro, la variación fue de solo 0,3% A/A. Respecto a la integración con Deceval, esta busca generar mayores sinergias y el fortalecimiento del mercado de capitales. Finalmente, consideramos que los resultados financieros de la BVC en el 2018 se verán favorecidos por mayores eficiencias tras la integración paulatina con Deceval, la mejora que puede tener la infraestructura del mercado de capitales y mayores ingresos relacionados con la emisión de acciones de Celsia y las transacciones en renta variable de GEB y Promigas.



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

HECHOS RELEVANTES

• **Ingresos sin cambio al descontar Deceval:** En el 4T17 los ingresos registraron un aumento del 53% A/A hasta los COP 246.7 mil MM, jalonados por un aumento de COP 84 mil MM en otros ingresos relacionado con la actualización del valor justo de las acciones de Deceval que eran propiedad de la BVC antes de la transacción. Excluyendo este rubro, la variación fue de solo 0,3% A/A. Dentro de los ingresos, se destaca la disminución del 20% A/A en servicios de emisión, del 5% A/A en mercado de capitales (principalmente por menor volumen en el mercado de acciones y derivados) y del 1% A/A en la línea de negocio de innovación y soluciones tecnológicas.

• **Sophos aumenta los costos:** Un aumento del 5% A/A en costos debido principalmente a Sophos, y una variación del +14% A/A en gastos, generó una reducción del 27% A/A en la utilidad operacional. Pese a la inclusión de Deceval en los ingresos, en el EBITDA presentado no está incluido. Respecto a la integración con Deceval, esta busca: **1)** mejorar la operatividad de la Bolsa; **2)** generar mayores eficiencias; **3)** fortalecer el mercado de capitales, **4)** enfocarse en negocio de "Trading y Post Trading"; y **5)** llevar a cabo transformación digital enfocada en el cliente. Esta integración permite la creación de un nuevo segmento de negocio, el Post – Trading Services.

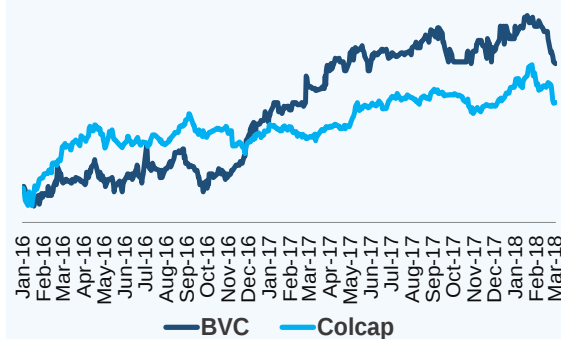
• **Posible "Reverse Split" :** La propuesta de modificación del valor nominal de las acciones de la BVC, de COP 1 a COP 500 (Reverse – Split), busca generar mayor liquidez en la acción y atraer más inversionistas extranjeros eliminando la limitación de "Penny Stocks".

4 de abril de 2018

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	24
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdo (COP bn)	0.69
Último Precio (COP)	24
% Precio YTD	-5.43%
Beta Ajustado	0.58

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua

Analista de Acciones 15

BVC					
Cifras en COP millones	4T17	3T17	4T16	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	130.128	38.479	43.782	238,2%	197,2%
Costos y Gastos	36.230	31.308	33.855	15,7%	7,0%
Utilidad Operacional	9.378	7.164	10.369	30,9%	-9,6%
Utilidad Neta	89.802	4.040	6.027	2122,8%	1390,0%
EBITDA consolidado	13.039	10.056	12.581	29,7%	4%
Margen EBITDA	10%	26%	29%	-1611 pbs	-1872 pbs
Margen Operativo	7%	19%	24%	-1141 pbs	-1648 pbs
Margen Neto	69%	10%	14%	5851 pbs	5524 pbs



Dividendo baila al ritmo del Brent



Regresar

Ecopetrol presentó resultados financieros POSITIVOS en el 4T17. La petrolera presentó una buena dinámica operacional en el año 2017, con un margen EBITDA por encima del 40% gracias a las mayores eficiencias alcanzadas, una mejora en el diferencial de crudos, el incremento en el precio del petróleo y la recuperación gradual en los resultados de la Refinería de Cartagena. Por otro lado, los ingresos del 4T17 estuvieron en línea con nuestras expectativas, mientras que el EBITDA se ubicó levemente por debajo de nuestras estimaciones. Por el lado de la utilidad neta, esta presentó una sorpresa positiva relacionada con una menor tasa efectiva de impuesto (28% en 4T17 vs 53% en 9M17) y un impairment que aportó COP 1,4 BN. La Junta Directiva de la petrolera propuso un dividendo de COP 89 por acción, un incremento de COP 287% respecto al pagado en 2017, lo cual equivale a un payout del 55%. Sin embargo, al excluir el impairment (el cual no constituye ninguna entrada o salida de caja), la proporción de utilidades distribuidas como dividendos asciende al 70%, mismo nivel que el promedio histórico previo a la fuerte caída en el precio del petróleo.



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

4 de abril de 2018

HECHOS RELEVANTES

• Ingresos se fortalecen de la mano de los precios del petróleo:

Los ingresos de Ecopetrol presentaron un buen crecimiento en el 4T17 (+15,4% A/A) a pesar de menores volúmenes vendidos (-6,9% A/A). Estos estuvieron jalonados por la fuerte valorización en el precio del petróleo (20,4% A/A), la mejora en el diferencial de crudos vs Brent (-30,4% A/A) gracias a una buena gestión comercial y el incremento en la carga de Reficar cercana a su capacidad máxima.

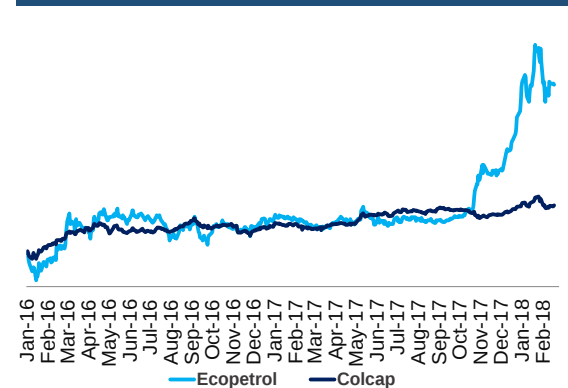
• Producción resiste a declinación natural de los campos y ataques a la infraestructura:

Destacamos que la producción permaneció estable en el 2017 a pesar de los reiterados ataques a oleoductos, sin embargo, es importante monitorear los esfuerzos de la compañía para que la producción permanezca por encima de 715 kpebd en medio de una coyuntura de declinación natural de sus principales campos y la continuidad en los problemas de seguridad en el año 2018. Consideramos que el recobro mejorado seguirá jugando un papel fundamental en este aspecto.

• Buena dinámica operacional sigue alimentando el EBITDA:

Ecopetrol continua mostrando un buen desempeño operacional, reflejado en un crecimiento de 29,1% A/A en el EBITDA, impulsado en gran parte por la disminución en los costos variables (-3,4% A/A), favorecidos por: **1)** Menor importación de combustibles debido a la sustitución por productos producidos por Reficar; **2)** Menor importación de crudo para carga en Reficar por sustitución con crudos locales; **3)** Menor consumo de diluyente por estrategia de comercialización de crudos de alta viscosidad. Sin embargo, **a pesar de que el margen EBITDA mejora respecto al 4T16, este se ubica de nuevo por debajo del 40%, menor al registrado en los últimos 3 trimestres e inferior a nuestras expectativas.**

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	2,000
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdo (COP bn)	110.81
Último Precio (COP)	2,695
% Precio YTD	21.95%
Dividend Yield	3.30%
Participación Colcap	13.00%



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

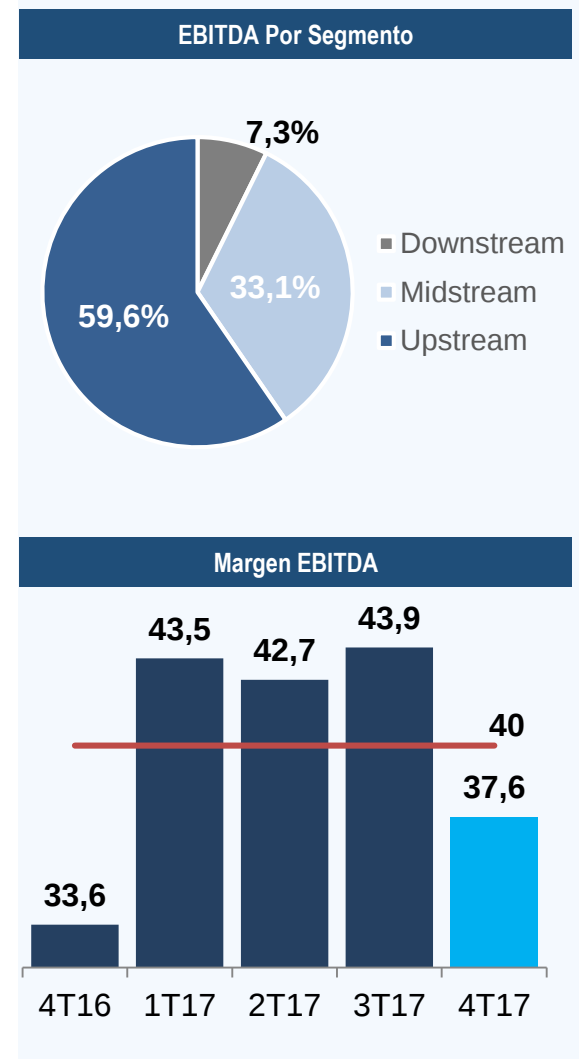
Roberto Carlos Paniagua

Analista de Acciones

• **Utilidad neta recibe ayuda del impairment:** La ganancia neta de Ecopetrol presentó un repunte importante en el 4T17 hasta COP 3,43 BN (COP 6,62 BN en el 2017), impulsada principalmente por: **1)** Una menor tasa efectiva de impuesto (28% en 4T17 vs 53% en 9M17) asociada a mejores resultados en la Refinería de Cartagena y Ecopetrol América; y **2)** El impacto positivo del impairment (+1,4 BN). Al excluir este ítem que no representa cambios en el flujo de caja, la utilidad del último trimestre quedaría en COP 2 BN, mientras que la ganancia anual se situaría en COP 5,2 BN. Es importante destacar que la recuperación de impairment de la Refinería de Cartagena explica en gran medida el ajuste contable por este rubro.

• **Dividendo de COP 89 por acción se ubicó por encima de nuestras expectativas:** Ecopetrol dio a conocer que la Junta Directiva propondrá un dividendo por acción de COP 89 en la Asamblea Ordinaria, un incremento de 287% respecto a los COP 23 por acción repartidos el año pasado, ubicándose por encima de nuestras expectativas y las del mercado. A pesar de que los dividendos del año pasado fueron calculados con una utilidad neta sin impairment (equivalente a un payout de 40%), este año la petrolera dio a conocer que realizó el cálculo del payout incluyendo el efecto positivo de este rubro, alcanzando un 55% en este indicador. Si se excluyera el impairment (el cual no tiene impacto en el flujo de caja), la proporción de utilidades que es repartida por dividendos ascendería a 70%, regresando a niveles previos a la crisis petrolera.

• Destacamos que la **sólida posición de caja y bajos niveles de endeudamiento de Ecopetrol le brindan una mayor flexibilidad financiera a la compañía, facilitando la posibilidad de un crecimiento inorgánico de reservas**, que según la compañía podría darse en Estados Unidos, México o Brasil.



Ecopetrol

Cifras en COP miles de millones	4T17	4T16	3T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	15,363	13,313	13,325	15%	15%
Costo variables	5,500	5,573	4,668	-1%	18%
Costo fijos	2,435	2,259	1,925	8%	26%
Costo de ventas	9,745	9,705	8,777	0%	11%
Utilidad bruta	5,618	3,608	4,548	56%	24%
Gastos operativos	1,402	1,193	1,225	18%	14%
Utilidad operacional	5,615	1,633	3,323	244%	69%
Utilidad Neta Controladora	3,623	186	1,003	1848%	261%
EBITDA	5,778	4,474	5,852	29%	-1%
Margen Bruto	36.6%	27.1%	34.1%	947 pbs	244 pbs
Margen Operacional	36.5%	12.3%	24.9%	2428 pbs	1161 pbs
Margen Neto	23.6%	1.4%	7.5%	2219 pbs	1606 pbs
Margen EBITDA	37.6%	33.6%	43.9%	400 pbs	-631 pbs



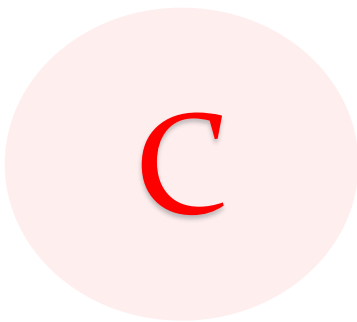


Se suben los gastos de la casa



Regresar

Canacol presentó débiles resultados financieros en el 4T17. Los ingresos de la compañía registraron una leve contracción en el 4T17 (-3% A/A), explicado por una reducción en la producción en VIM-5 y en sus operaciones de petróleo en LLA-23 y Ecuador, además de menores precios del gas. De esta manera, a pesar de mayores precios del crudo, el Netback presentó una contracción tanto en comparación anual como trimestral debido a un repunte en los gastos de producción y transporte y por un entorno menos favorable para los precios del gas. Por otro lado, la compañía presentó una pérdida neta de USD 150 millones en el 4T17, donde la reclasificación de activos petroleros para la venta generó un gasto por deterioro de USD 117,6 millones, lo cual no tiene un impacto sobre el flujo de efectivo. Por último, aunque la compañía mencionó que buscará completar la expansión del gasoducto de Promigas el 1 de diciembre del 2018, consideramos que existe una probabilidad importante de que su entrada en operación se retrase hasta el 1T19. Es importante destacar que con esta expansión se busca aumentar la capacidad en 100 MMscfpd a 230 MMscfpd.



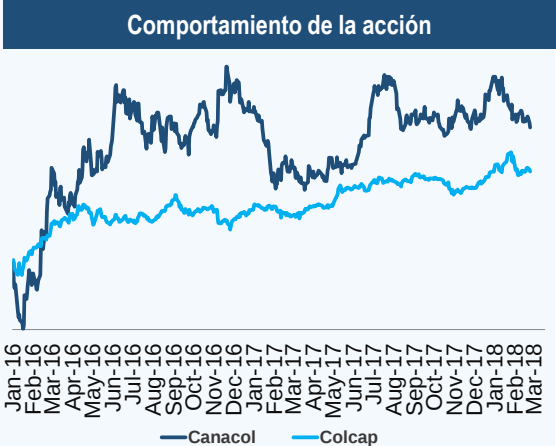
A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

HECHOS RELEVANTES

- **Mayor producción de gas no logra compensar caída de producción de petróleo:** La producción de gas presentó un leve incremento en el 4T17 (+3% A/A), alcanzando 14,569 bepd, su mayor nivel desde el 3T16, explicado principalmente por un aumento de 36% A/A en Esperanza, favorecido por la expansión del gasoducto de Promigas. Sin embargo, el buen desempeño de Esperanza fue opacado por una fuerte contracción en la producción de VIM-5 (-45% A/A) y de los campos petroleros en Ecuador (-27% A/A) y de LLA-23 en Colombia (-27% A/A). La producción total presentó una leve contracción de 1% A/A en el 4T17.
- **Leve disminución de ingresos afectados por menores precios de gas:** A pesar de que el precio del petróleo presentó una valorización importante (28% A/A), los ingresos de la compañía registraron un descenso del 3% A/A en el 4T17, explicado principalmente por una disminución en la producción (-1% A/A) y menores precios del gas (-8% A/A), especialmente en VIM-5 (-11% A/A). La reducción en el precio de referencia Guajira y del mercado al contado siguen presionando los precios de gas de la compañía, los cuales permanecieron estables frente al trimestre anterior.
- **Mayores gastos de producción y transporte generan contracción en el Netback:** Destacamos que los gastos de producción presentaron un fuerte repunte en el 4T17 (25% A/A), ubicándose por encima de nuestras expectativas. Por el lado de los gastos de transporte, estos también registraron un aumento importante relacionado con la entrada en operación de La Línea de Flujo Sabanas donde la compañía celebró 2 contratos interrumpibles de ventas de gas. De esta manera, el Netback de la compañía presentó una contracción importante del 9% A/A.

4 de abril de 2018

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	11,200
Recomendación	Sobreponderar
Cap. Mcdo (COP bn)	1.68
Último Precio (COP)	9,540
% Precio YTD	-8.80%
Beta Ajustado	0.62
Participación Colcap	0.56%



Omar Suarez

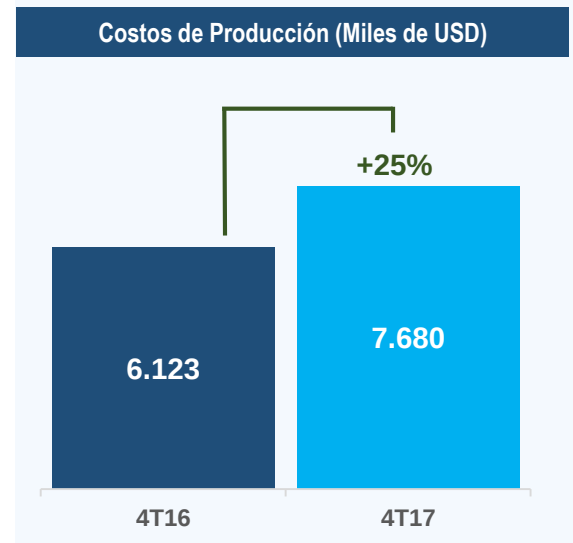
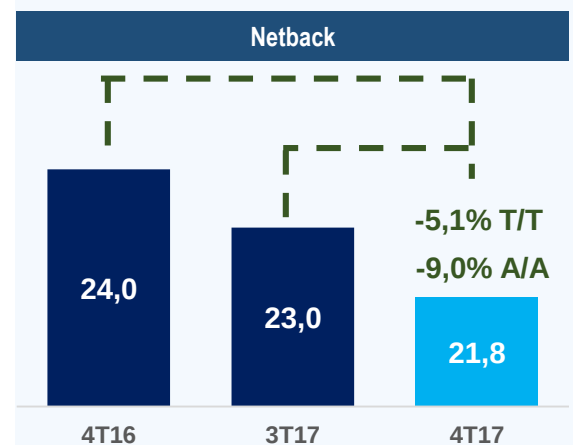
Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua²⁰
Analista de Acciones

• **Reclasificación de activos para la venta genera gasto por deterioro de USD 117,6 millones:** Canacol clasificó su participación del 25% en la operación de Ecuador como activos mantenidos para la venta, generando una pérdida por deterioro de USD 19,8 millones. La venta de estos activos producirían un ingreso de USD 36,4 millones para la compañía, donde se recibieron USD 30,8 millones en enero del 2018, mientras que se espera el pago restante (USD 6 millones) en junio de 2019. De igual manera, Canacol clasificó algunos activos de crudo en Colombia como mantenidos para la venta, generando una pérdida por deterioro de USD 97,8 millones, que sumado al presentado por la operación en Ecuador provocó un impairment total por este aspecto de USD 117,6 millones. La compañía presentó una pérdida neta de USD 150 millones, afectada en gran parte por el deterioro de activos que no generan impacto en el efectivo.

• **A la expectativa de la entrada en operación del gasoducto de Promigas:** Canacol mencionó que uno de sus principales objetivos es completar la expansión del gasoducto de Promigas a tiempo (1 de diciembre del 2018), lo cual incrementaría en 100 MMscfpd la capacidad de transporte de la compañía, fundamental para la consolidación de su estrategia basada en la producción de gas. Sin embargo, consideramos probable que la entrada en operación de este gasoducto se retrase, la cual se daría en el 1T19.

• **Canacol dio a conocer que su estrategia del 2018, la cual se enfocará en 4 aspectos:** 1) Mantener la producción de gas entre 114 y 129 MMscfpd; 2) Ejecutar la inversión necesaria para aumentar la producción en diciembre 2018 a 230 MMscfpd; 3) Realizar el programa de exploración para aumentar sus reservas y 4) Desinvertir los activos de crudo en Colombia.



Canacol

Cifras en USD miles	4T17	4T16	3T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos totales	42,092	41,967	43,258	0%	-3%
Gastos	18,992	15,662	12,439	21%	53%
Gastos financieros	5,556	5,898	7,407	-6%	-25%
Impuesto de renta	19,050	-48,603	-1,659	-	-
Utilidad (perdida) Neta	-150,343	20,331	-1,514	-	-
EBITDAX	29,857	36,199	32,912	-18%	-9%
Margen Neto	-357.2%	48.4%	-3.5%	-	-
Margen EBITDAX	70.9%	86.3%	76.1%	-1532 pbs	-515 pbs
Producción de gas (boepd)	14,569	14,112	13,324	3%	9%
Producción de petróleo (boepd)	3,008	3,616	3,263	-17%	-8%
Netback (\$ / boepd)	22	24	23	-9%	-5%
Gas Natural (\$ / boe)	20	25	28	-17%	-28%
Petróleo crudo (\$ / boe)	39	39	43	0%	-11%





Alianza entre la Utilidad y Brasil



Consideramos los resultados financieros de Grupo Éxito como NEUTRALES. El entorno retador en Colombia sigue generando una contracción en las ventas (-5% A/A), afectadas por la debilidad del consumo, la fuerte desaceleración en la inflación de alimentos y a la expansión agresiva de los formatos de descuento que siguen generando una pérdida en la participación de mercado de la compañía. Esperamos que los resultados financieros en Colombia continúen mostrando un débil desempeño en el año 2018, de la mano de una lenta recuperación del consumo. Por el lado de Brasil, las ventas siguen siendo impulsadas por el buen desempeño de Assaí, el cual se ha visto favorecido por una mejora en el comportamiento de la economía brasilera, la implementación de estrategias comerciales efectivas y la conversión de tiendas. Sin embargo, el margen EBITDA se vio impactado por la deflación de alimentos y los gastos relacionados con la expansión del formato Cash & Carry. Esperamos que la operación en Brasil siga mostrando un buen desempeño. Por último, la utilidad neta presentó un crecimiento de 400% A/A en 2017, favorecida por menores gastos financieros y sinergias alcanzadas por USD 100 millones en el año.



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

4 de abril de 2018

HECHOS RELEVANTES

• Mercado altamente competitivo y debilidad económica siguen impactando los resultados en Colombia:

Las Ventas Mismos Metros (VMM) presentaron una contracción de 7,2% A/A en el 4T17, explicado principalmente por un fuerte descenso de las VMM de Surtimax y Surtimayorista (-11,2% A/A) y de Almacenes Éxito (-7,1% A/A). El pobre desempeño de las ventas está explicado principalmente por la débil dinámica del consumo, deterioro en la participación de mercado como consecuencia de la agresiva expansión de los formatos de descuento y una importante desaceleración de la inflación de alimentos. Lo anterior, sumado a una menor dilución de costos fijos generó que el margen EBITDA en esta región se contrajera 170 pbs. A pesar del buen comportamiento de los ingresos del negocio inmobiliario (25% A/A), las ventas netas en Colombia cayeron 4% A/A debido a que este segmento aún cuenta con una participación sobre estas menor al 5%.

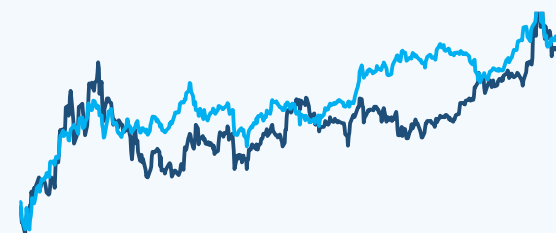
• Carulla Fresh Market y Surtimayorista, 2 estrategias con un objetivo en común:

Como parte de la estrategia para enfrentar los desafíos relacionados con el débil desempeño del consumo y la alta competencia por parte de los formatos de descuento en Colombia, Grupo Éxito ha implementado 3 iniciativas: 1) La compañía completa 9 tiendas de Surtimayorista (formato Cash & Carry exitoso en Brasil), con el cual busca impulsar las ventas en el segmento mayorista y hacer frente a la competencia de bajos precios; 2) Con el nuevo modelo de Carulla Fresh Market, la compañía busca fortalecer su posición en el segmento Premium con una mayor diferenciación y mejoramiento de la calidad y el servicio, buscando defender sus márgenes de rentabilidad; 3) Las ventas de la estrategia omni-canal presentaron un buen desempeño, con un crecimiento del 19% A/A. Aunque consideramos como positivas estas iniciativas, esperamos que el entorno retador siga impactando los resultados financieros.

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	20,000
Recomendación	Sobreponderar
Cap. Mcdo (COP bn)	7.65
Último Precio (COP)	17,080
% Precio YTD	3.14%
Dividend Yield	1.42%
Participación Colcap	3.20

Comportamiento de la acción



Jan-16 Feb-16 Mar-16 Apr-16 May-16 Jun-16 Jul-16 Aug-16 Sep-16 Oct-16 Nov-16 Dec-16 Jan-17 Feb-17 Mar-17 Apr-17 May-17 Jun-17 Jul-17 Aug-17 Sep-17 Oct-17 Nov-17 Dec-17 Jan-18 Feb-18

—Éxito —Colcap



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

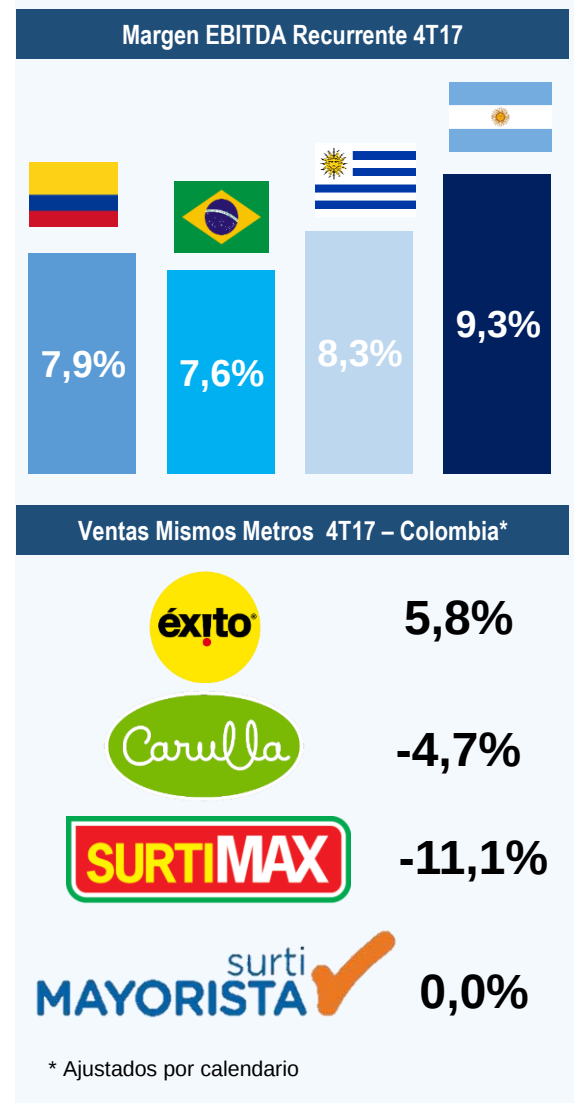
Roberto Carlos Paniagua

Analista de Acciones 23

• **Assaí, el jugador estrella en Brasil:** La estrategia de la compañía hacia el segmento de alimentos sigue dando sus frutos, donde Assaí continúa jalando las ventas netas en Brasil (6,8% A/A), compensado en parte por Multivarejo. Por el lado del margen EBITDA, este registró una contracción de 120 pbs, afectado por la deflación de alimentos y los gastos relacionados con la expansión y conversión del formato Cash & Carry. Esperamos que la operación en Brasil siga mostrando una recuperación importante en el año 2018, de la mano de una mejor dinámica del consumo y menores tasas de interés.

• **Argentina y Uruguay finalizan el año bien:** Argentina y Uruguay presentaron una buena dinámica operacional, con crecimiento en ventas por encima de la inflación y expansión del margen EBITDA, impulsado por mayores eficiencias alcanzadas. Destacamos el desempeño favorable del negocio inmobiliario en Argentina, cuyos ingresos registraron un crecimiento de 21,7% A/A y alcanzaron una participación del 5,6% sobre las ventas totales.

• **Utilidad favorecida por mayores sinergias, desempeño favorable en Brasil y reducción en gastos financieros:** Aunque el margen neto continúa por debajo de 1% debido al entorno retador en las economías latinoamericanas, hay que resaltar la recuperación de la ganancia neta, la cual presentó un crecimiento de 400% A/A en el año 2017. La reducción en la inflación y en las tasas de interés en Colombia y Brasil generaron redujeron los gastos financieros, lo que sumado a la recuperación de los resultados en este último impulsaron la utilidad. De igual manera, Grupo Éxito alcanzó sinergias por USD 100 millones, ubicándose por encima de las expectativas de la compañía y demostrando que las 28 iniciativas relacionadas este plan han generado efectos positivos sobre los márgenes.



Grupo Éxito

Cifras en COP miles de millones	4T17	4T16	3T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	15.730	14.938	13.920	5%	13%
Costo de Ventas	11.700	11.274	10.726	4%	9%
Utilidad Bruta	4.030	3.664	3.194	10%	26%
Gastos administrativos y de ventas	3.084	2.867	2.780	8%	11%
Utilidad Operacional	799	605	291	32%	175%
Utilidad Neta	187	191	-31	-2%	-
EBITDA	1.068	842	547	27%	95%
Margen Bruto	25,6%	24,5%	22,9%	109 pbs	267 pbs
Margen Operacional	5,1%	4,1%	2,1%	103 pbs	299 pbs
Margen Neto	1,2%	1,3%	-0,2%	-	-
Margen EBITDA	6,8%	5,6%	3,9%	115 pbs	286 pbs



Continúan las buenas noticias desde Brasil



Regresar

Consideramos los resultados financieros de GPA como POSITIVOS. La filial de Grupo Éxito en Brasil continúa evidenciando un comportamiento favorable con una buena dinámica operacional, como resultado de un desempeño positivo de las ventas netas, con variación del 6,6% A/A para el 4T17, llegando hasta los BRL 12.5 mil millones (MM). Dicho comportamiento estuvo jalonado por Assaí, cuyas Ventas Mismos Metros (VMM) aumentaron en el 4T17 un 10,7% A/A pese a las presiones presentadas por la deflación en el rubro de alimentos. Por su parte, Multivarejo presentó un decrecimiento del 0,6% en VMM para el mismo periodo, dada una fuerte deflación en los productos estacionales con mayores ventas en navidad y la migración de clientes hacia otros canales. Anualmente las ventas totalizaron BRL 44,6 mil MM (+7,7% A/A). Por último, Grupo Éxito dio a conocer que propuso un dividendo por acción de COP 243 por acción, lo cual representa un aumento significativo frente a los COP 49 del año anterior y refleja una política estable en dividendos, manteniendo su Payout histórico cerca del 50%. **En general, esperamos que la filial de Grupo Éxito en Brasil muestre un comportamiento positivo en el 2018, continuando con su procesos de conversión y expansión orgánica.**

A

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

4 de abril de 2018

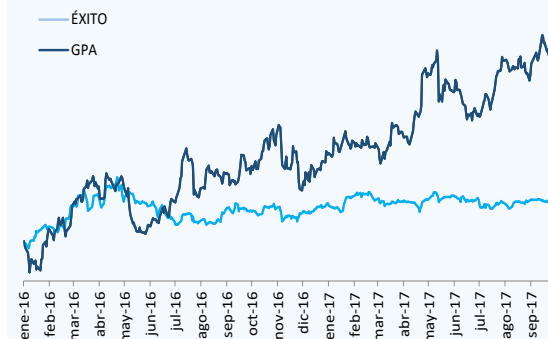
HECHOS RELEVANTES

• **Assaí mantiene firme sus ventas:** Las ventas netas se ubicaron en BRL 5,4 mil MM en el 4T17 (+27,9% A/A), mientras que las Ventas Mismos Metros (VMM) lo hicieron en 10,7% A/A, impulsadas por iniciativas comerciales como el Aniversario Assaí, Black Friday y la inauguración de tiendas, pese a las presiones a la baja generadas por los efectos de la deflación, afectando principalmente los rubros de alimentos básicos, lácteos y cárnicos. Por otro lado, el aumento en gastos operacionales en el trimestre (+32% A/A) se relaciona con el ritmo de la expansión orgánica y la conversión de tiendas. A nivel anual, las ventas netas fueron de BRL 18,4 mil MM (+27,3% A/A), jalonadas por la apertura de 20 tiendas (15 por conversión y 5 nuevas) y la entrada a los estados de Minas Gerais y Piauí. **Para este periodo, Assaí representó 41,3% de las ventas netas de alimentos de GPA.**

• **Efectos no recurrentes se reflejan en la rentabilidad:** Analizando el margen EBITDA ajustado, en el 4T17 este registró un aumento de 120 pbs hasta el 7,4%. Sin embargo, excluyendo los efectos no recurrentes provenientes de reembolsos por la diferencia entre la ganancia presuntiva y la impositiva vinculadas al Impuesto a la Circulación de Mercaderías y Servicios (ICMS) en Brasil, se registra una reducción de 150 pbs hasta 4,7% frente al 4T16.

• **Menores tasas de interés favorecen Margen Neto:** Llama la atención la reducción que registraron los gastos financieros, los cuales se ubicaron en BRL 252 MM para el 4T17 (-19,6% A/A), finalizando el año en BRL 911 MM (-19,7% A/A) en medio de una reducción importante en la tasa de los Certificados de Depósito Interbancario (CDI), la cual se ubicó en 7,5% en el 4T17 frente al 13,8% del 4T16 y que promedió un 10,0% en el 2017 frente al 14,0% del 2016. Esta contracción en los gastos financieros permitió que la utilidad neta se ubicara en terreno positivo (BRL 619 MM vs BRL - 482 MM del 2016), con un margen neto de la controladora finalizando el año en 1,4% frente al -1,2% del 2016.

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

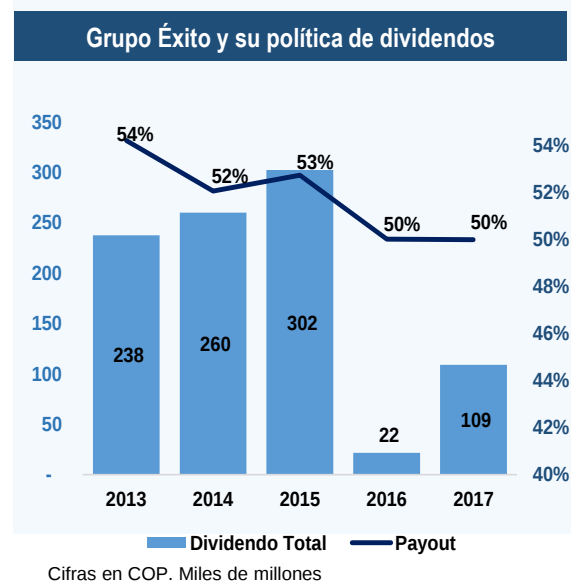
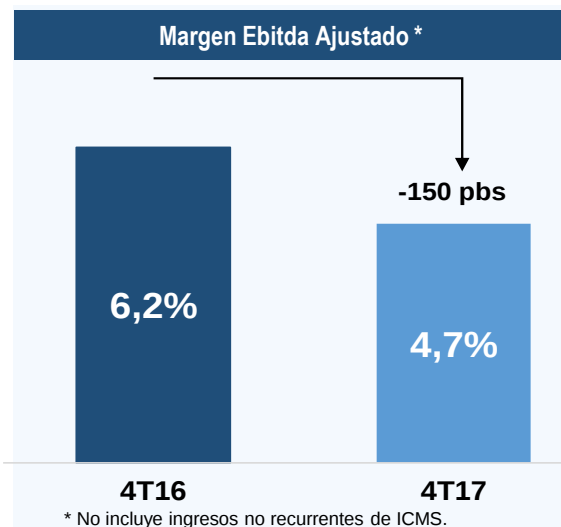
Roberto Carlos Paniagua C.

Analista de Acciones

• **Mutivarejo con su transformación en curso:** Para el 4T17, las ventas se ubicaron en BRL 7,1 mil MM (-5,6% A/A) y el comportamiento de las VMM registró un decrecimiento del 0,6% A/A, el cual estuvo afectado por una deflación marcada en algunos rubros de alimentos, sintiéndose de forma más marcada en los productos en temporada navideña, sumado a la migración de clientes hacia otros canales de consumo. En el 2017, la reducción del 2,9% A/A de las ventas netas hasta BRL 26.2 mil MM estuvo en parte ligada al cierre de 17 hipermercados, 15 de los cuales fueron convertidos en tiendas Assaí, contribuyendo a la contracción del área de ventas en cerca del 5%.

• **Superar las dificultades de la deflación, la meta para el 2018:** Acorde al Guidance dado por la compañía, para el año 2018 GPA espera que el crecimiento de sus VMM se ubiquen por encima de la inflación para Assaí y en línea con la inflación de alimentos para Multivarejo. Respecto a los márgenes, para Multivarejo se estima una mejora entre 50 – 60 pb en el Margen Ebitda, sin efectos no recurrentes, frente al 5,0% del 2017, en medio de una menor deflación de los alimentos en el 2018 y mejoras en eficiencias operativas relacionadas con aspectos logísticos, entre otros. Frente a Assaí, la mejora en el margen estará relacionada principalmente a menores niveles deflacionarios. Por otro lado, nos parece importante mencionar que se estima un Capex cercano a los BRL 1.6 mil MM, el cual se centrará principalmente en la apertura de 20 tiendas Assaí (incluyendo aquellas en conversión) y el plan de renovación de aproximadamente 20 tiendas de Pão de Açúcar.

• **Grupo Éxito mantiene su confianza en Brasil:** Consideramos que la mejora presentada por GPA aportará positivamente a los resultados consolidados de Grupo Éxito, el cual propuso recientemente repartir un dividendo de COP 243 por acción, lo que representa un aumento significativo frente a los COP 49 del año anterior, donde la compañía refleja una política estable en dividendos, manteniendo su payout histórico cerca del 50%. Por otro lado, permanecemos atentos a la posible venta de Vía Varejo, lo cual aportaría de forma significativa al fortalecimiento del Grupo y a su vez le daría mayor flexibilidad para futuras expansiones. Finalmente, nos parece importante mencionar que pese a nuestra perspectiva positiva sobre GPA, recordamos los riesgos latentes en Brasil en torno al ruido político y los posibles efectos a la baja que podrían tener sobre la recuperación de la economía brasilera.



GPA						
Cifras en BRL millones	4T17	4T16	3T17	Var % A/A	Var % T/T	
Ventas Netas	12.510	11.740	10.909	6,6%	15%	
Utilidad Bruta	3.104	2.701	2.366	14,9%	31%	
Gastos de Adm. y Ventas	2.161	1.991	1.828	8,5%	18%	
EBITDA ajustado	931	726	541	28,2%	34%	
Margen Bruto	25%	23%	22%	181 pbs	132 pbs	
Margen EBITDA ajustado	7%	6%	5%	60 pbs	248 pbs	



Margen EBITDA pasa raspando la materia



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Nutresa como NEUTRALES, con Sesgo Positivo. Las ventas totales de Grupo Nutresa del 4T17 presentaron un crecimiento del 2,1% A/A (excluyendo Venezuela), jalonadas principalmente por el comportamiento de las ventas internacionales (4,5% A/A en pesos), reflejando las ventajas generadas por la diversificación geográfica. En Colombia, la empresa mantuvo su política de incremento de precio para proteger la rentabilidad, en medio de una débil dinámica del consumo local. De esta manera, el margen EBITDA finalizó el 2017 en el 12%, ubicándose en la parte baja el guidance (12% – 14%). Por su parte, la utilidad neta se vio favorecida por la disminución en los gastos financieros, donde el nivel de endeudamiento Deuda Neta / EBITDA se redujo desde 2,8x a 2,5x, cerrando el año en la parte alta del guidance dado por la compañía (2,3x – 2,5x). Cabe mencionar que la compañía propuso repartir un dividendo mensual de COP 47,2 por acción, equivalente a COP 566 anual, con incremento del 6,1% frente al año anterior, registrando un Payout del 61%, similar al 62% del 2016.

B+

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

4 de abril de 2018

HECHOS RELEVANTES

• **Ventas Internacionales salvan la papeleta:** En el 4T17 las ventas totales de Grupo Nutresa presentaron un crecimiento del 2,1% A/A y del 3,2% T/T (excluyendo Venezuela), jalonadas principalmente por el comportamiento de las ventas internacionales (4,5% A/A en pesos), con un peso del 36,8% de los ingresos totales. En el último trimestre del año, las ventas internacionales de todas las unidades de negocio ubicadas en el exterior tuvieron variaciones positivas, exceptuando café (-10,4% A/A), el cual se vio afectado por el mayor costo de la materia prima. A nivel internacional, sobresalen las variaciones de Cárnicos (31,4% A/A) y Chocolates (14,7% A/A). A nivel local, Cárnicos (-3,6% A/A) presentó el mayor decrecimiento, dada la alta sensibilidad de la demanda al ciclo económico en Colombia y la competencia de productos de menor valor agregado. En general, la buena dinámica de las ventas internacionales reflejan los beneficios de la diversificación geográfica.

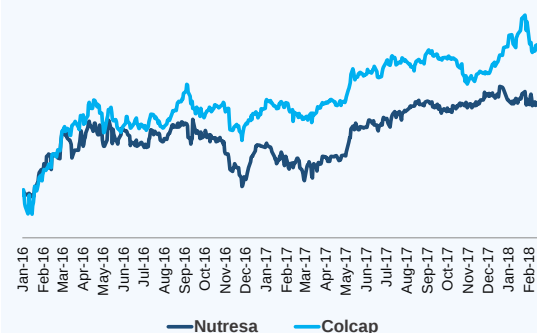
• **Sigue protección de rentabilidad en Colombia:** Enfocándonos en el mercado local, la compañía mantuvo su estrategia de periodos anteriores, relacionada con el incremento de precios con el fin de proteger la rentabilidad, en medio de una débil dinámica del consumo en Colombia. De esta manera, el incremento en los precios (1,9% A/A), similar al del 3T17, sigue generando una disminución en la participación de mercado de la empresa (-1,2% A/A) y tuvo un impacto en los volúmenes (-2,0% A/A) frente al -1,1% A/A del 3T17.

• **Deuda se modera al cierre del año:** Al cierre del 2017, la deuda neta consolidada de la compañía presentó una reducción del 10,7% A/A hasta COP 2,6 Billones. De esta manera, la cobertura de la deuda (EBITDA / Intereses) paso de 3,5x a 3,8x y el nivel de endeudamiento (Deuda Neta / EBITDA) se redujo desde 2,8x a 2,5x, parte alta del guidance dado por la compañía (2,3x – 2,5x).

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	29,500
Recomendación	Sobreponderar
Cap. Mcdto (COP bn)	12.47
% Precio YTD	-2.59%
Dividend Yield	1.97%
Beta Ajustado	0.77
Participación Colcap	6.31%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

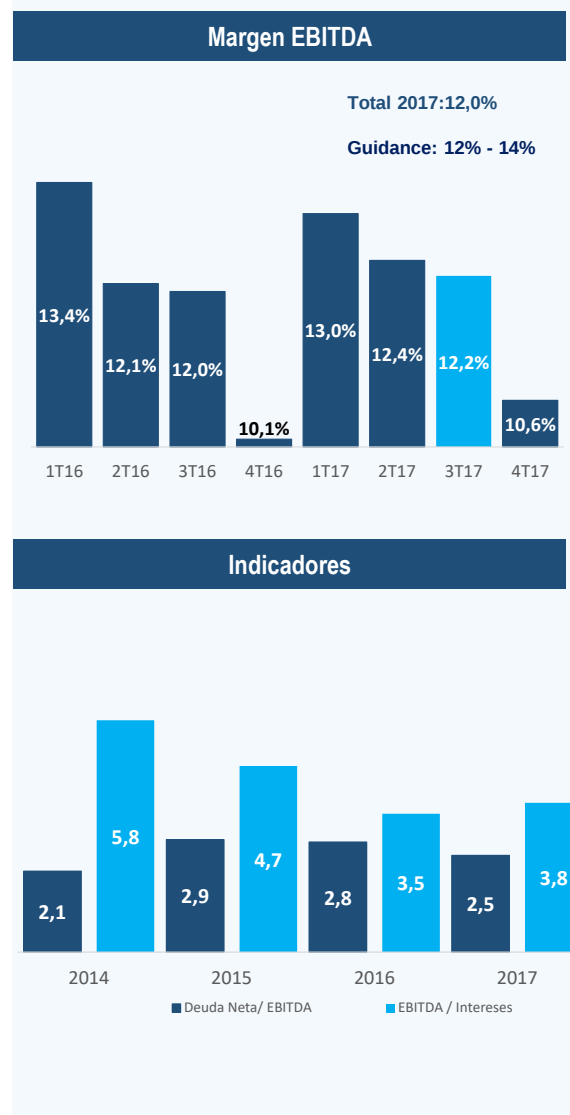
Roberto Carlos Paniagua

Analista de Acciones 29

• **Margen EBITDA pasa raspando la materia:** En medio de un entorno retador en Colombia, en el 4T17 el margen EBITDA se ubicó en 10,6%, presentando una mejora de 50 pbs con respecto al 4T16 en medio de la estrategia de incremento de precios. De esta manera, el margen EBITDA finalizó el 2017 en 12%, ubicándose en la parte baja del guidance (12% – 14%). La estabilidad en el precio de las principales materias primas utilizadas por Nutresa permitió una mejora en el margen bruto, mientras que sobresalen los mayores gastos de venta (7,1% A/A) debido a un aumento en los gastos de publicidad por medios. Por último, respecto a la estacionalidad de los gastos de ventas, en el último trimestre del año estos se ven afectados por los cambios contables, ya que con normas NIIF los gastos de ventas del 4T no pueden ser diferidos en el año. Cabe mencionar que a nivel consolidado, la participación de mercado de Nutresa en Colombia se ubicó en el 59,8% en el 2017, disminuyendo frente al 60,5% del 2016.

• **Dulce aroma a chocolate:** En cuanto al margen EBITDA por segmentos de negocio, sobresale el crecimiento del margen EBITDA de los segmentos de Galletas (11,9%), Chocolates (13,3%) y TMLUC (11,2%), donde los chocolates se vieron favorecidos por bajos precios del cacao y TLMUC por un buen desempeño del negocio. El margen del negocio de Cárnicos (10,1%) se vio beneficiado por una mejor dinámica externa. La contracción en márgenes estuvo liderada por Café (margen del 7,9%) y Alimentos al Consumidor (con margen del 11,6%), cuya reducción estuvo relacionado con mayores costos de la materia prima para el café y gastos de publicidad en el segundo. Por su parte, las rentabilidades de los helados y pastas se vieron afectadas por lluvias en CCA y menores volúmenes respectivamente.

• **Estabilidad a la vista:** Se espera que las ventas en Colombia muestren una recuperación gradual, donde la compañía ha expresado que no planea aumentos significativos en precios. Estimamos que algunos gastos se moderen dada la menor inflación del 2017, con base en la cual se realiza el ajuste para el 2018 de diferentes gastos como salarios y arrendamiento. A nivel internacional, se esperan ventas con tendencia favorable.



Nutresa

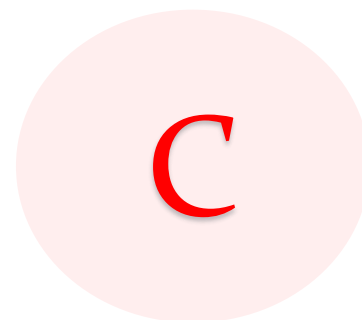
Cifras en COP miles de millones	4T17	4T16	3T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos operacionales	2.304	2.257	2.232	2%	3%
Costos de ventas	1.286	1.287	1.236	0%	4%
Utilidad Bruta	1.018	970	996	5%	2%
Gastos de Venta	707	660	625	7%	13%
Utilidad Operacional	169	167	194	1%	-13%
Utilidad neta	96	83	98	16%	-2%
EBITDA	244	229	263	7%	-7%
Margen Bruto	44,2%	43,8%	44,6%	37 pbs	-44 pbs
Margen Operacional	7,3%	7,5%	8,7%	-21 pbs	-134 pbs
Margen Neto	4,2%	3,7%	4,4%	42 pbs	-21 pbs
Margen EBITDA	10,6%	10,3%	11,8%	25 pbs	-118 pbs



Deuda pone pensativo a Cemargos



Consideramos los resultados financieros de Cemargos como NEGATIVOS. En el 4T17 los volúmenes de cemento aumentaron un 17,6% A/A, favorecidos por una mejor dinámica de la regional de Estados Unidos y Centroamérica y el Caribe (CCA). Respecto al concreto, su reducción de 3,9% A/A en volúmenes se da en medio de menores despachos en Colombia y Estados Unidos. Llama la atención el nivel relativamente alto del indicador Deuda Neta / (Ebitda + Dividendos), el cual se deterioró a 4,6x, lo que consideramos podría abrir la puerta para analizar nuevas desinversiones importantes en activos no estratégicos. La compañía informó sobre un repunte del 5% en los precios de cemento en Colombia en enero del 2018, con el objetivo de proteger su rentabilidad, lo cual generó un impacto negativo sobre su participación de mercado. En esta regional, la compañía prevé un leve aumento (1%-2%) en los volúmenes de cemento para el año 2018. Por su parte, espera un repunte del 4% en precios para EE.UU en el 2018. Por último, la **cementera propuso un dividendo ordinario de COP 228 por acción (+4,6% A/A)** a pesar de registrar una pérdida neta durante el año 2017.



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

4 de abril de 2018

HECHOS RELEVANTES

• **Harvey le da la mano a EE.UU:** Excluyendo a Martinsburg, los volúmenes de cemento variaron un 20% A/A en el 4T17, impulsados por una coyuntura favorable y por los programas de reconstrucción tras el paso de los huracanes. El concreto (-1,6% A/A) se vio afectado particularmente por una lenta dinámica en el Estado de Houston. Por su parte, el margen Ebitda tuvo una variación positiva, incluyendo ingresos por venta no recurrente de activos del negocio de bloques por USD 17 millones (MM). Cabe mencionar que, la disminución en la tasa impositiva por la reforma tributaria del Gobierno Trump tuvo un efecto negativo en la utilidad neta, como consecuencia del recalcule contable del impuesto diferido por las pérdidas acumuladas de años anteriores.

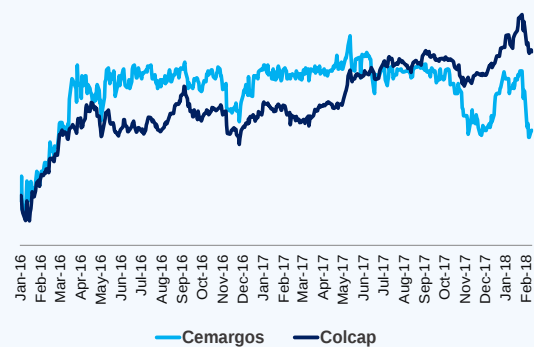
• **Sector constructor sin repunte en Colombia:** El panorama en Colombia continúa nublado pese a las mejoras en eficiencias a través del programa BEST, el cual permitió que el margen Ebitda del 4T17 (20%) fuera el mayor del año (aunque este registró una reducción anual). Los volúmenes de cemento y concreto registraron contracciones anuales del 1,3% y 9,8% respectivamente, donde la estrategia de recuperación de precios, buscando la protección de márgenes, generó una pérdida parcial de participación de mercado. Cabe mencionar que la compañía informó sobre un repunte del 5% en los precios para enero del 2018, beneficiado en gran parte por la reducción en las importaciones de cemento y clinker. Respecto a la multa por COP 73.771 MM de la SIC, la cementera aún no ha realizado la provisión respectiva y está atenta a un derecho de petición interpuesto.

• **Nivel de endeudamiento sigue siendo antagonista:** El indicador Deuda Neta / (Ebitda + Dividendos) se ubicó en 4,6x para el cierre del 2017, muy por encima de la meta del 3,8x, siendo el mayor nivel de endeudamiento en los últimos 6 años, limitando la capacidad de la compañía para realizar cualquier crecimiento orgánico o inorgánico. Esto podría abrir la puerta para analizar desinversiones adicionales en activos no estratégicos, como el portafolio de inversión por COP 1.13 BN en Grupo Sura y COP 12.500 MM en Cartón Colombia.

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	11,300
Recomendación	Subponderar
Cap. Mcdo (COP bn)	14.10
Último Precio (COP)	10,640
% Precio YTD	-7.64%
Participación Colcap	4.17%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua C.

Analista de Acciones

• **Clima no da tregua en CCA:** Pese a un comportamiento favorable en los volúmenes de cemento en Honduras y Panamá, el margen Ebitda se vio afectado por el mantenimiento de 12 días del horno en Honduras y el impacto del huracán María en Puerto Rico, el cual afectó la operación de la planta en 153 días.

• **Expectativas en medio de un entorno retador:** Respecto al Guidance para el 2018 dado por la compañía, llama la atención que el punto medio del Guidance del Ebitda consolidado (COP 1.85 billones) incluyendo desinversiones, tendría un aumento del 30% A/A frente al cierre del 2017, el cual puede ser relativamente optimista si lo comparamos con los COP 1.5 y COP 1.6 billones de años anteriores, aunque puede estar vinculado con la posibilidad de implementar el programa de eficiencias BEST en EE.UU y CCA. En EE.UU se plantea un Guidance Ebitda promedio de USD 275 MM, con un aumento del 14,6% A/A, en medio de un comportamiento favorable en el sector residencial y de infraestructura, sumado a expectativas de un aumento del 4% en el precio para esta regional. Respecto a Colombia, la compañía espera vender por 4G entre 200 – 300 mil ton de cemento en el 2018 y aproximadamente 500 mil ton en el 2019 y 2020 (reduciendo sus estimados de trimestres anteriores, de 700 – 800 mil ton para ese periodo).

• **Un 2018 ajustado en Colombia y alentador en EE.UU en CCA:** Respecto al trimestre anterior, no hubieron muchos cambios en las estimaciones: En Colombia se prevé que continúe la débil dinámica en los volúmenes de cemento, con crecimiento entre 1% - 2% en el año. Esperamos que los proyectos de infraestructura 4G y APP tengan mayor impacto sobre los volúmenes de cemento en el 2019 y 2020, en medio de la ley de infraestructura y la reactivación de los cierres financieros. En EE.UU, a la dinámica favorable en el sector de vivienda y la reconstrucción de las zonas afectadas por los huracanes, deben sumarse la reforma fiscal y los planes de infraestructura de la administración Trump, con su posible inversión de USD 1 Bll –1.5 Bll a 10 años, lo cual podría impulsar los volúmenes en esta regional a mediano plazo.

Decrecen expectativas de volúmenes por 4G

	Toneladas	
	Expectativa al 3T17	Expectativa al 4T17
2018	200.000 - 300.000	200.000 - 300.000
2019	700.000 - 800.000	500.000
2020	700.000 - 800.000	500.000

Deuda Neta / (EBITDA + Dividendos)



CEMARGOS

Cifras en COP miles millones	4T17	4T16	3T17	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	2.017	2.004	2.194	1%	-8%
Costo de ventas	1.582	1.616	1.744	-2%	-9%
Gastos de administración	177	188	132	-6%	34%
Utilidad operacional	184	182	222	1%	-17%
Utilidad Neta (Controladora)	(80)	27	65	-397%	-223%
EBITDA	362	397	407	-9%	-11%
Margen Operacional	9%	9%	10%	4 pbs	-100 pbs
Margen Neto	-4%	1%	3%	-532 pbs	-693 pbs
Margen EBITDA	18%	20%	19%	-186 pbs	-60 pbs
 Volumen de cemento (M TM)	4.042	3.441	4.151	17%	-3%
 Volumen de concreto (M m3)	2.567	2.671	2.666	-4%	-4%

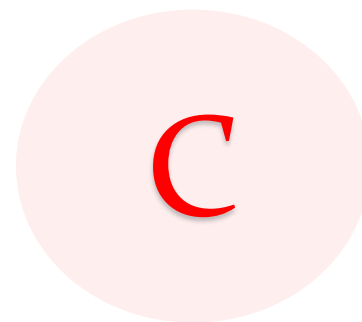


Colombia y Panamá se pierden el Carnaval



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Cemex Latam como **NEGATIVOS**, afectados principalmente por el débil comportamiento en Colombia y Panamá, donde se presentó una contracción de los volúmenes de cemento y concreto tanto en comparación anual como trimestral. Por otro lado, la estrategia de “Value before Volume” permitió una mejora significativa del margen EBITDA en Colombia vs 3T17, jalonado por el incremento en los precios del cemento, provocando una pérdida en la participación de mercado. La compañía registró una pérdida neta importante debido a las contracción de márgenes operacionales y a efectos no recurrentes relacionados con un impairment en Brasil y el pago de la multa puesta por la Superintendencia Financiera. Esperamos que la demanda de cemento y concreto en Colombia siga mostrando un débil desempeño en los próximos trimestres. Sin embargo, mayores cierres financieros de los proyectos de infraestructura 4G y APP podrían generar un repunte en los volúmenes a finales del 2018, pero en mayor medida en el año 2019.



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

HECHOS RELEVANTES

• Débil demanda de cemento en Colombia sigue afectando los resultados:

Los volúmenes de cemento y concreto en Colombia presentaron una contracción tanto en comparación anual como trimestral en medio de un entorno retador para el sector de construcción. Aunque los precios de cemento registraron una disminución de 12% A/A, destacamos que en términos trimestrales se recuperaron 2% T/T, lo cual permitió una mejora significativa del margen EBITDA en 670 pbs vs 3T17 a pesar de mayores costos de combustible y gastos de distribución debido al cierre de la Planta de Bucaramanga. La compañía reiteró que continuará con su estrategia de “Value before Volume” en el año 2018, con el objetivo de defender la rentabilidad a pesar del efecto que esta ha tenido sobre la participación de mercado.

• Un 2018 con nubarrones en el camino: Esperamos que continúe la débil dinámica de los volúmenes de Colombia en los próximos trimestres, afectados por la baja demanda de cemento y concreto, la cual estaría impactada en parte por la Ley de Garantías y la disminución de la inversión pública en infraestructura. Sin embargo, el cierre financiero de diferentes obras 4G y APP podrían jalonar los volúmenes a finales del 2018, pero principalmente en el año 2019.

• Panamá continúa mostrando un panorama desalentador: Los volúmenes de cemento y concreto registraron una fuerte reducción en el último trimestre del año, lo cual vino acompañado de menores precios, generando una contracción importante del margen EBITDA. El deterioro operacional está relacionado con menores precios de concreto y agregados, el aumento en los costos de combustible y un mayor factor de clinker. Esperamos que la demanda de cemento continúe mostrando un débil comportamiento en los próximos trimestres, afectada por retrasos en proyectos de infraestructura y altos niveles de inventarios de oficinas y apartamentos.

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	12,000
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdo (COP bn)	5.88
Último Precio (COP)	10,560
% Precio YTD	-4.00%
Beta Ajustado	1.17
Participación Colcap	1.67%



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

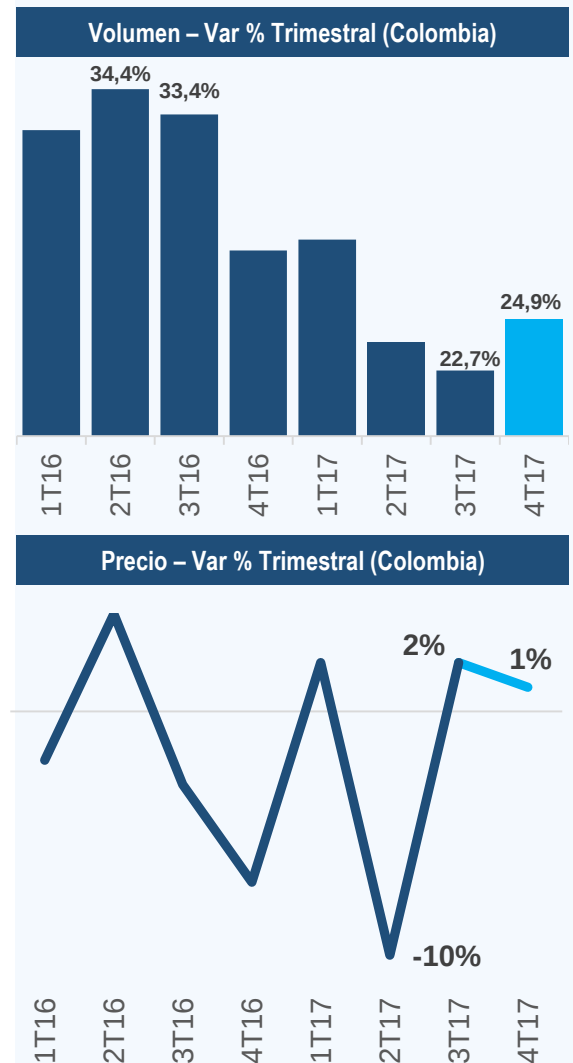
Roberto Paniagua

Analista de Acciones

• **Resto de CLH sigue en buena forma:** La regional Resto de CLH, que incluye Brasil, Guatemala, El Salvador y Nicaragua, presentó una buena dinámica en sus volúmenes de cemento y concreto tanto en comparación anual como trimestral, impulsados por las obras de infraestructura en Nicaragua y las obras residenciales e industriales y comerciales en Guatemala. Sin embargo, la compañía expresó su preocupación por la desaceleración en la actividad de construcción para proyectos nuevos en Nicaragua y el estancamiento del consumo de obras públicas en Guatemala.

• **Efectos no recurrentes generan pérdida neta:** La utilidad neta del cuarto trimestre se ubicó en terreno negativo (USD -33 millones), afectada principalmente por la difícil coyuntura en Colombia y Panamá, y por el impacto negativo de efectos no recurrentes. La compañía dio a conocer que se presentó un impairment por USD 45 millones en Brasil, lo que sumado al pago de la multa que le impuso la Superintendencia Financiera en Colombia por alrededor de USD 25 millones perjudicaron la ganancia neta del trimestre. CLH mencionó que aunque la multa se registró en el Estado de Resultados en el 4T17, el impacto sobre el Flujo de Caja se observaría en el 1T18.

• **A pesar de reducción en CAPEX, flujos de efectivo queda en ceros:** Aunque el CAPEX de mantenimiento y estratégico presentaron una disminución importante, el deterioro en el capital de trabajo generó un efecto negativo sobre el flujo de efectivo libre, el cual presentó una variación nula. La compañía dio a conocer que estima una reducción importante en el CAPEX para el año 2018, el cual espera se ubique alrededor de USD 55 millones.



CEMEX LATAM

Cifras en USD miles	4T17	4T16	3T17		Var % A/A		Var % T/T
Ventas netas	288,576	303,173	311,566	●	-5%	●	-7%
Costo de ventas	161,095	160,818	183,090	●	0%	●	-12%
Utilidad Bruta	127,481	142,355	128,476	●	-10%	●	-1%
Gastos de operación	73,872	75,448	75,845	●	-2%	●	-3%
Utilidad operacional	(19,697)	39,395	48,049	●	-150%	●	-141%
Utilidad Neta	(33,113)	(3,633)	28,077	●	811%	●	-218%
EBITDA	71,761	84,067	70,829	●	-15%	●	1%
Margen Bruto	44.2%	47.0%	41.2%	●	-278 pbs	●	294 pbs
Margen Operacional	-6.8%	13.0%	15.4%	●	-1982 pbs	●	-2225 pbs
Margen Neto	-11.5%	-1.2%	9.0%	●	-1028 pbs	●	-2049 pbs
Margen EBITDA	24.9%	27.7%	22.7%	●	-286 pbs	●	213 pbs

Volumen de Cemento* **1,775** **1,794** **1,892** -1% -6%

Volumen de concreto* **712** **724** **721** -2% -1%

* Volúmenes consolidado



**Pactia
hace la diferencia**





Pactia hace la diferencia

Concreto | Resultados 4T17

Aunque Concreto continuó mostrando débiles resultados financieros en el negocio de Construcción, estos fueron mitigados por una reversión de pérdidas y el buen comportamiento de Pactia. Los segmentos de Infraestructura y Edificaciones mostraron una baja dinámica durante el año 2017, con una contracción en el EBITDA de 12% y 47,6% A/A respectivamente, generando un impacto negativo sobre los resultados del negocio de Construcción. Sin embargo, este débil desempeño fue mitigado por una reversión de pérdidas no recurrentes y el buen desempeño operacional de Pactia, fondo que gana cada vez más protagonismo en los estados financieros de Concreto. Por otro lado, resaltamos que el Backlog presentó una contracción de 23,5% A/A, reduciéndose a 2,3 años de operación, bajo nivel que constituye una de nuestras mayores preocupaciones, donde el 76% está concentrado en el segmento de infraestructura, por lo que cualquier problema o retraso en los proyectos 4G y APP tendría un impacto negativo. Esperamos que los resultados del 2018 se sigan viendo presionados por la débil dinámica del sector de construcción.

B

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

4 de abril de 2018

HECHOS RELEVANTES

• **Entorno retador del sector de construcción impactaron los resultados en 2017:**

La débil dinámica del sector se vio reflejado en una contracción de los ingresos (-6% A/A) y EBITDA (-20% A/A) en el negocio de Construcción en el año 2017, explicado principalmente por el pobre desempeño del segmento de Infraestructura y Edificaciones, los cuales registraron una reducción en el EBITDA de 12% y 47,6% A/A respectivamente. Esperamos que el débil desempeño del sector siga presionando los resultados en el año 2018. Es importante monitorear el desarrollo y evolución de la construcción de las concesiones 4G y APP en manos de Concreto, donde cualquier retraso tendría un impacto negativo.

• **Pactia sigue haciendo la diferencia:** A pesar del débil desempeño registrado por el negocio de Construcción, Pactia presentó una buena dinámica operacional, donde se destaca el crecimiento de la utilidad neta en 42% A/A, ganando terreno en los resultados financieros de Concreto, el cual cuenta con una participación de 46% del Fondo Inmobiliario, seguido por Grupo Argos con 36% y Protección con 18%. Destacamos la estrategia de Pactia basada en una mayor diversificación geográfica con su incursión en el mercado inmobiliario norteamericano, lo cual mitiga el menor desempeño del sector en Colombia.

• **Reversión de pérdidas da nuevo aire a resultados del 4T17:** En medio de un entorno retador en el sector constructor, los resultados del 4T17 se vieron mitigados en gran parte por una reversión de pérdidas que habían sido contabilizadas en el segundo trimestre de 2017, relacionadas con la ejecución del contrato de un centro comercial en Bogotá.

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	1,225
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdto (COP bn)	1.12
Último Precio (COP)	987
% Precio YTD	-0.30%
Precio/Valor Libros	0.83
Participación Colcap	2.00%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Raúl Moreno

Analista de Acciones 38



Pactia hace la diferencia

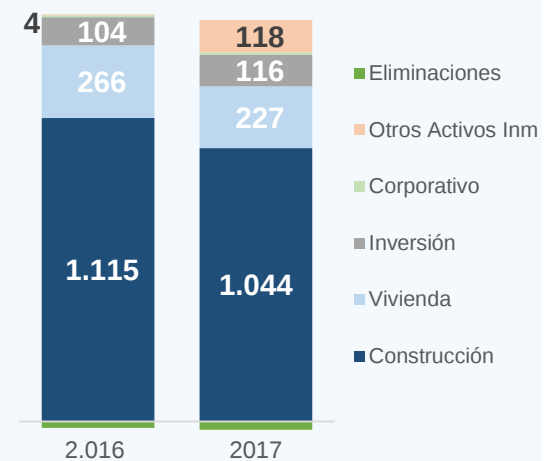
Concreto | Resultados 4T17

• **Bajos niveles de Backlog enfocados en segmento de Infraestructura:** El Backlog de Concreto presentó una contracción importante del 23,5% A/A, alcanzando COP 2,39 billones equivalentes a 2,3 años de operación. En este sentido, una de nuestras mayores preocupaciones constituye el bajo nivel de Backlog, el cual está concentrado en un 76% en el segmento de infraestructura, lo que constituye un riesgo relevante para la compañía en caso de cualquier retraso o problema en los proyectos de infraestructura 4G y APP.

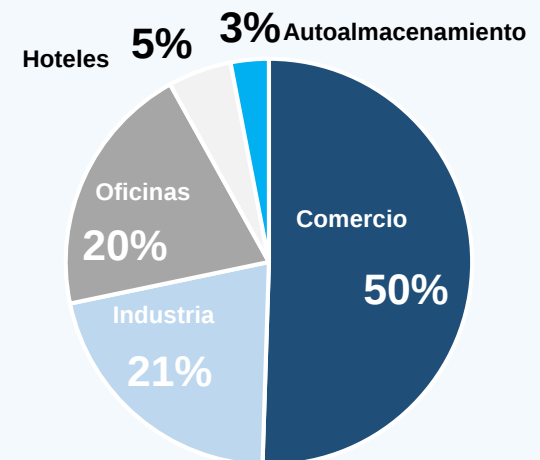
• **¿Como van las APP?:** Observando el portafolio de concesiones, la APP vía 40 Express Bogotá-Girardot tuvo un cierre financiero de COP 1.3 BN con la ANI, aunque esta se ha retrasado poco por un inconveniente que tiene con Transmilenio en el municipio de Soacha y estiman que empiece a mediados de abril del presente año. En cuanto a la APP Vía Pacífico, la compañía expresó que se encontraba en negociación con la ANI para la terminación anticipada del contrato.

• **Sin repartición de dividendos para el 2018:** Con el objetivo de mitigar el impacto negativo del entorno retador en Colombia y la necesidad de preservar niveles de caja adecuados que sirvan para los aportes de equity de las concesiones, la compañía tomó la decisión de no repartir dividendos.

Ingresos por Actividades Ordinarias (COP MM)



PACTIA (NOI según sector)



2017: COP 153.492 MM

Concreto

Cifras en COP millones	4T17	4T16	3T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos de actividades ordinarias	392.486	370.381	420.108	6%	-7%
Costos de ventas	348.167	352.212	379.735	-1%	-8%
Utilidad Bruta	44.319	18.169	40.373	144%	10%
Utilidad Operativa	71.252	81.576	27.605	-13%	158%
Utilidad Neta	43.866	28.055	11.215	56%	291%
EBITDA	82.305	61.692	43.162	33%	91%
Margen Bruto	11,3%	4,9%	9,6%	639 pbs	168 pbs
Margen Neto	11,2%	7,6%	2,7%	360 pbs	851 pbs
Margen EBITDA	21,0%	16,7%	10,3%	431 pbs	1070 pbs



Construcciones
EL CONDOR S.A.

**Con la mirada
puesta en las 4G**



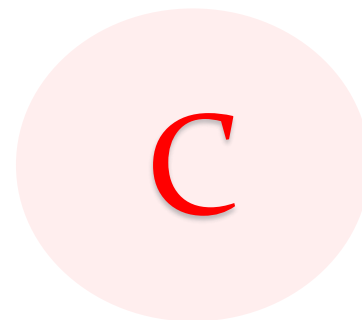
Regresar



Con la mirada puesta en las 4G

El Cóndor | Resultados 4T17

El Cóndor presentó débiles resultados financieros, afectados por efectos no recurrentes. Al cierre del 2017 el Backlog de la compañía se redujo a COP 2.5 BN (-8,12% A/A), equivalente a 4 años de facturación, menor a los 7,5 años del 2016. Sumado a lo anterior, respecto a la expectativa de proyectos de la compañía (Pipeline), estos estarán enfocados principalmente en la ejecución de los proyectos actuales. Por su parte, cabe mencionar el aumento en el nivel de endeudamiento, medido por la relación Pasivo Financiero / EBITDA, el cual pasó de 2,9x en el 2016 a 3,3x en 2017, mientras que la cobertura de la deuda (EBITDA / Gasto Financiero) mejoró, ubicándose en 2,5x vs 1,8x del 2016. En general, esperamos que los resultados del 2018 se sigan viendo presionados por la débil dinámica del sector de construcción, donde los proyectos 4G y APP continúan siendo un factor de alta importancia para la compañía.



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

HECHOS RELEVANTES

• **Backlog luce reducido:** Al 2017, el Backlog de la compañía se redujo a COP 2.5 BN (-8,12% A/A), equivalente a 4 años de facturación. Respecto a los proyectos futuros (Pipeline), la mayor concentración está en la ejecución de los proyectos actuales y la compañía continúa revisando y evaluando proyectos de obras públicas que no requieran aporte de Equity. Finalmente, el margen EBITDA de construcción se ubicó en 19,8% (2017) vs 19,5% (2016).

• **Inversiones en desarrollo:** En cuanto al portafolio de inversiones: **1)** La Concesión Aburrá Norte S.A.S, la cual tuvo el mayor Capex invertido de los proyectos actuales (COP 1.3 BN) registra un avance del 100%, en el cual se informa que se continua con la operación y mantenimiento del corredor concesionado, hasta alcanzar el ingreso esperado, estimado para comienzos 2020. **2)** La Concesión Vías de Las Américas S.A.S, con un Capex de COP 1.2 BN, registra un avance del 89,3%. **3)** La Concesión Ruta al Mar S.A.S, con un CAPEX de COP 115 mil MM, muestra un avance del 7,6% y se informa sobre la formalización del contrato de crédito y la colocación de los bonos internacionales para la financiación del proyecto.

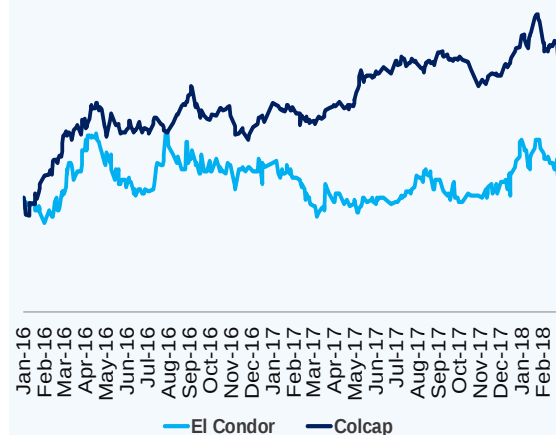
• **No Recurrentes se reflejan en la utilidad:** Al 4T17 los ingresos presentaron un aumento del 51,8% A/A, mientras que los costos lo hicieron en un 95,6% A/A. Respecto a la disminución anual en la utilidad neta del 93% A/A, se debe a eventos no recurrentes en el 2016 relacionado con la venta de activos maduros.

4 de abril de 2018

Información de la especie

Cap. Mcdo (COP bn)	655.00
Último Precio (COP)	1,145
% Precio YTD	-1.72%
Dividend Yield	4.26%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez
Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua C
Analista de Acciones 41

El Condor

Cifras en COP miles de millones	4T17	4T16	3T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	180.843	211.396	262.551	-14%	-31%
Costo de ventas	170.158	176.282	229.415	-3%	-26%
Utilidad bruta	10.685	35.114	33.136	-70%	-68%
Gastos de administración	11.112	9.821	7.632	13%	46%
Utilidad operacional	23.765	173.710	24.365	-86%	-2%
Utilidad Neta Controladora	10.650	161.007	15.365	-93%	-31%
Margen Bruto	5,9%	16,6%	12,6%	-1070 pbs	-671 pbs
Margen Operacional	13,1%	82,2%	9,3%	-6903 pbs	386 pbs
Margen Neto	5,9%	76,2%	5,9%	-7027 pbs	4 pbs



GrupoEnergíaBogotá

Perú da nuevas baterías a GEB



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Grupo Energía Bogotá como Neutrales con Sesgo Negativo. Los ingresos operacionales de la compañía crecieron tanto trimestral como anualmente, favorecido en mayor medida por un crecimiento en los ingresos de Cálidda, debido a un incremento en su base de clientes y mayores contratos bajo modalidad take-or-pay en el segmento industrial. Estos resultados lograron contrarrestar la disminución de los ingresos de TGI, afectados por la reducción de la demanda de gas dada la ausencia del Fenómeno del Niño. Además, los ingresos totales se vieron beneficiados por un crecimiento de la demanda de energía en el país, de la mano de la incorporación de nuevos clientes en Codensa. Estos ingresos no se vieron reflejados en los márgenes, los cuales cayeron trimestralmente por un aumento en los costos de distribución de gas, afectados en mayor medida por mayores costos de Contugás por construcción de nuevos PPE. La utilidad neta tuvo un buen comportamiento vs 2016. Por otro lado, es importante monitorear eventos relevantes como la segunda etapa de la democratización y la posible adjudicación de la Regasificadora del Pacífico a TGI.

HECHOS RELEVANTES

• **Noticias optimistas vienen desde Perú:** Los ingresos de GEB se vieron favorecidos por el buen desempeño de Cálidda y Contugás en Perú. Por el lado de Cálidda, los ingresos crecieron tanto anual como trimestralmente, esto debido a una mayor base de clientes, los cuales presentaron un crecimiento de 32% A/A, principalmente en el segmento residencial y comercial (21% A/A), lo que significó un incremento en el volumen facturado de la compañía de un 3% A/A. Además, cabe destacar que el segmento industrial registró un aumento del 9% A/A en contratos bajo la modalidad take-or-pay. De igual forma, Cálidda se vio favorecida por un aumento del derecho en conexión por parte de las estaciones GNV. Por el lado de Contugás, la utilidad se vio beneficiada por un incremento en el volumen de gas transportado, debido a nuevos clientes y por los intereses de nuevos financiamientos a estos clientes.

• **TGI sigue extrañando “El Niño”:** En 2017 hubo una reducción de la demanda promedio de gas (-2,9% A/A) dada la ausencia del Fenómeno del Niño, lo que impactó los volúmenes transportados de TGI, la cual presentó una pérdida de participación de mercado. De igual forma, las utilidades se vieron afectadas por una disminución en el cargo fijo debido a la apreciación del precio colombiano. A su vez, cabe resaltar el cambio de metodología de la remuneración de acuerdo con la circular de la CREG 084 de 2017, lo que en caso de ser aprobado sería implementado a partir del 2019, generando un impacto negativo sobre los ingresos y márgenes de la compañía.

• **Regasificadora del Pacífico en el ojo del halcón:** La compañía reiteró el interés de participar por una participación del 49% en la construcción de la Regasificadora del Pacífico por un Capex estimado entre USD 300 – 600 miles de millones.

B-

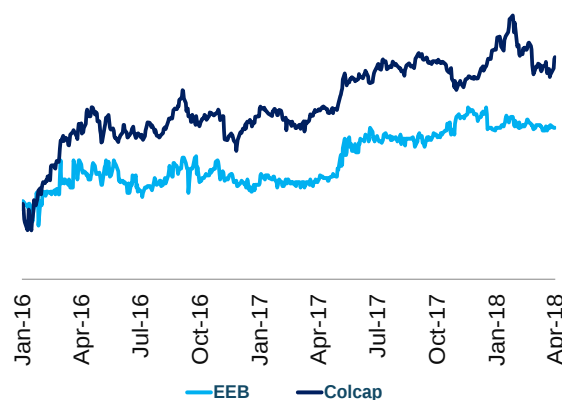
A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

4 de abril de 2018

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	2,391
Recomendación	Sobreponderar
Cap. Mcdo (COP bn)	18.55
Último Precio (COP)	2,020
% Precio YTD	0.25%
Dividend Yield	5.69%
Participación Colcap	4.18%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Raúl Moreno

Analista de Acciones

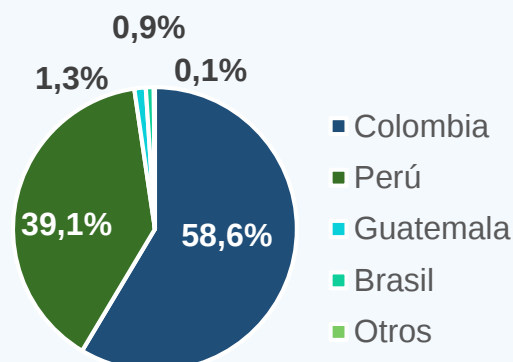
• **Codensa sigue haciendo bien la tarea:** La demanda nacional de energía presentó un crecimiento del 1,1% A/A, lo que se vio reflejado en un incremento de los ingresos operacionales de 10,7% A/A, de la mano de la incorporación de alrededor de 92 mil clientes a su red, llegando a un total de 3,3 millones de clientes en 2017. De igual forma, la compañía muestra un buen manejo operacional donde los ingresos crecieron en mayor medida que sus costos, gracias a un aumento de las ventas de energía de un 8,6% A/A y una caída de las compras de energía en 3,2% A/A.

• **Costos de distribución de gas impactan los márgenes:** A pesar que el EBITDA fue mayor tanto trimestral como anualmente, el Margen EBITDA cayó 2.3 pp anualmente y 4.3 pp trimestralmente, a causa de un aumento del 8% A/A de los costos totales, principalmente en el segmento de distribución de gas de 6% A/A. Los resultados se vieron afectados por un incremento en los costos de construcción de nuevos PPE para Contugás y variaciones en la amortización y depreciación de Cálidda debido a gastos de personal y provisiones.

• **85% de los proyectos iniciarían en 2018:** La compañía prevé que en 2018 entrarán en operación 12 de los 14 proyectos UMPE, donde se esperan ingresos estimados de alrededor de USD 70 mil millones. Cabe destacar que los proyectos más importantes son Refuerzo Suroccidental, Línea Sogamoso y Cartagena Bolívar, con ingresos estimados de USD 24,4 MM, USD 21,1 MM y USD 11,6 MM respectivamente.

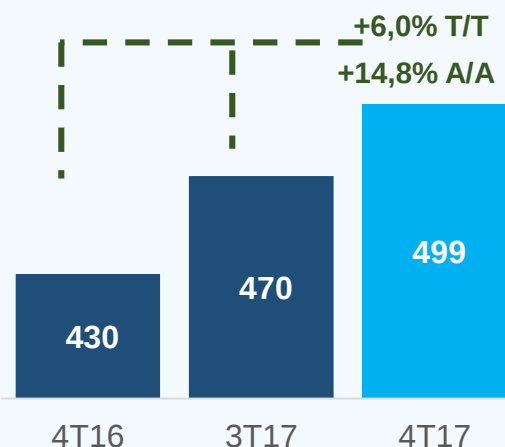
• **Segunda etapa de la Democratización como principal atractivo:** Luego de terminada la primera etapa de la Democratización de acciones de la compañía dirigida al sector solidario con tan solo un 1% del monto total adjudicado, el mercado estará atento a la segunda etapa, la cual podría llevar a la acción del 4.2% de participación en el Colcap al 8,4%, acercándose al tercer lugar del índice colombiano.

Ingresos Por Localización Geográfica 2017



Ingresos Totales: 3.1 BN

EBITDA Consolidado



GEB

Cifras en COP Millones

	4T17	4T16	3T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso operacionales	936.322	774.598	812.044	21%	15%
Costos Operacionales	502.510	290.161	497.640	73%	1%
Utilidad Operacional	309.834	269.429	309.834	15%	0%
Utilidad Neta	325.533	236.263	443.125	38%	-27%
Margen Operacional	38%	48%	39%	-999 pbs	-45 pbs
Margen Neto	40%	42%	55%	-213 pbs	-1512 pbs





Celsia se hidrata en Colombia



Consideramos los resultados financieros de Celsia como POSITIVOS. A pesar de la fuerte reducción de la generación térmica en Centroamérica, los ingresos de la compañía alcanzaron su mayor nivel desde el 1T16 debido al repunte en la generación hidráulica en Colombia, el buen desempeño de la comercialización minorista y la entrada en operación de algunos proyectos del Plan 5 Caribe. Por otro lado, Celsia continuó mostrando una buena dinámica operacional, donde el margen EBITDA se consolidó en 37,5% por tercer trimestre consecutivo, favorecido por una mayor generación hídrica, unos precios en bolsa que continúan en niveles bajos y una estructura de costos más eficiente. Resaltamos nuestra perspectiva positiva sobre los proyectos de energías renovables, Plan 5 Caribe y Porvenir II. Como lo hemos mencionado en informes anteriores, reiteramos nuestra recomendación de Sobreponderar en Celsia con Precio Objetivo de COP 5.100, por lo que consideramos como una buena oportunidad de inversión la participación en la emisión de acciones con una rentabilidad potencial del 13,8% (sin tener en cuenta el dividend yield).



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

4 de abril de 2018

HECHOS RELEVANTES

• **Generación hídrica en Colombia impulsa los ingresos:** Los ingresos de Celsia mostraron una buena dinámica en el 4T17, presentando una variación positiva tanto en comparación anual (3,8% A/A) como trimestral (5% T/T). Destacamos el incremento en la generación en Colombia, la cual alcanzó su mayor nivel desde el 1T16, favorecida por un repunte de la energía hidráulica debido a las buenas condiciones climáticas. Por otro lado, resaltamos que el incremento del precio en bolsa respecto al trimestre anterior también favoreció el comportamiento de los ingresos vs 3T17. El segmento de comercialización minorista y la entrada en operación de algunos proyectos del Plan 5 Caribe también impulsaron las ventas consolidadas del trimestre.

• **Menor generación en Centroamérica no logra aguar la fiesta:** La generación de energía en Centroamérica presentó un débil desempeño en el último trimestre del año, mostrando una fuerte contracción anual (-32% A/A) como trimestral (-31,2% T/T). Este comportamiento estuvo explicado principalmente por la disminución en la generación térmica (-76,5% A/A), la cual se vio afectada por el bajo precio en el mercado spot, permitiendo incrementar los márgenes con la compra de energía a precios inferiores del costo de generar. A pesar de la menor generación en Centroamérica, la buena dinámica del mercado colombiano permitió el desempeño favorable de los ingresos de Celsia.

• **Mayores impuestos afectan la utilidad neta:** La buena dinámica operacional y menores gastos financieros debido a la reducción en la inflación y en la tasa de intervención del Banrep favorecieron la ganancia neta de la controladora (20% A/A). Sin embargo, menores ingresos financieros y una mayor tasa efectiva de impuesto tuvieron un impacto negativo sobre la utilidad neta (- 40,7% T/T).

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	5.100
Recomendación	Sobreponderar
Cap. Mcdo (COP bn)	3.47
Último Precio (COP)	4,690
% Precio YTD	-1.47%
Dividend Yield	2.77%
Participación Colcap	1.69%
Comportamiento de la acción	



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Paniagua

Analista de Acciones

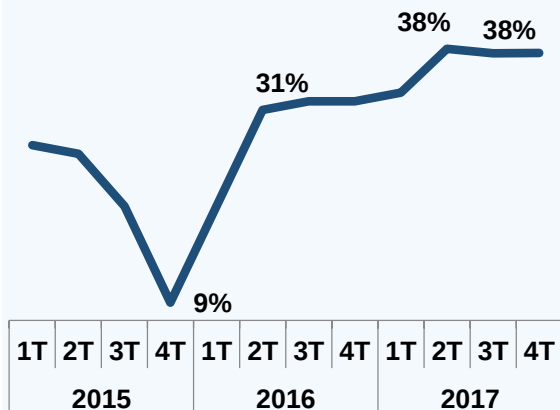
• **EBITDA alcanza mayor nivel en 3 años:** Celsia continuó mostrando una buena dinámica operacional, presentando un margen EBITDA estable por tercer trimestre consecutivo en 37,5%. El repunte en el margen de Colombia (+920 pbs A/A) compensó la contracción de este indicador en Centroamérica (-870 pbs A/A). La reducción en el costo del gas natural y la disminución en las compras de energía ante un menor precio spot en comparación anual favorecieron el margen EBITDA en Colombia, mientras que el mayor precio del carbón y del bunker deterioraron el margen en Centroamérica. Es importante resaltar que a pesar de un repunte en los gastos de administración (8% A/A), estos muestran una reducción del 8% A/A al ajustarlos por la provisión de Electricaribe y la recuperación de cartera de Termocandelaria.

• **Continúa la apuesta por las energías renovables:** Celsia reiteró en la conferencia de resultados que su estrategia seguirá enfocándose en la diversificación de negocios y en la maduración de productos diferenciados. El desarrollo de energías renovables juega un papel fundamental en esta estrategia, donde la compañía buscará un mayor crecimiento vía proyectos de granjas y techos solares, y el impulso al transporte eléctrico y de los distritos térmicos. La generadora dio a conocer varios proyectos en esta vía.

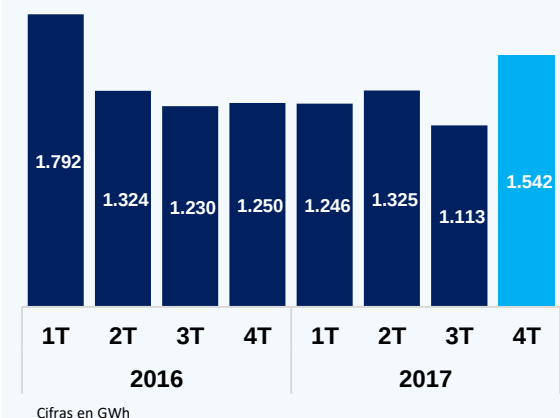
• **Celsia, una compañía renovada con la emisión de acciones:** Celsia reiteró su intención de financiar la compra de EPSA (COP 950.000 MM) con el capital obtenido en la emisión de acciones (COP 1,5 BN), cuyo remanente (COP 550-600 mil millones) se destinaría al pago de la deuda tanto en dólares (Centroamérica) como en pesos.

• **Porvenir II aún no coge impulso:** Celsia anunció que aún no está clara la fecha de inicio de construcción de Porvenir II, pero que podría iniciar a finales de este año.

Margen EBITDA



Generación de Energía en Colombia – (Celsia)



Cifras en GWh

Celsia

Cifras en COP. Miles de millones	4T17	4T16	3T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso de actividades ordinarias	824	793	785	4%	5%
Costos de ventas	548	576	527	-5%	4%
Utilidad Bruta	276	218	257	27%	7%
Utilidad Operacional	217	172	206	26%	6%
Utilidad Neta (Controladora)	39	33	66	20%	-41%
EBITDA	309	256	294	21%	5%
Margen Bruto	33%	27%	33%	603 pbs	66 pbs
Margen Operacional	26%	22%	26%	469 pbs	18 pbs
Margen Neto (Controladora)	5%	4%	8%	66 pbs	-369 pbs
Margen Ebitda	38%	32%	37%	527 pbs	4 pbs
Energía Vendida (GWh)	1,752	1,504	1,455	16%	20%
Precio Spot (\$ / kWh)	101	107	124	-6%	-19%
Precio Contratos (\$ / kWh)	179	167	177	7%	1%

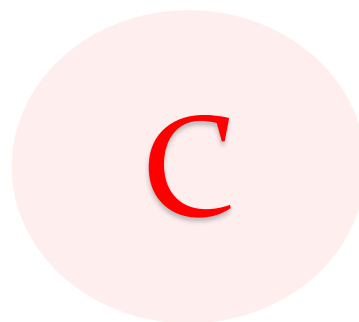
isa

**ISA
reduce su voltaje**



Regresar

ISA publicó débiles resultados corporativos en el 4T17. Los ingresos operacionales del 4T17 registraron una disminución del 7,6% A/A, debido a menores ingresos por Transporte de Energía (-8,4% A/A) dado el efecto por conversión del real brasileiro al peso colombiano. Este mismo efecto se presentó en el margen EBITDA, el cual registró una disminución de 5% A/A. Excluyendo los efectos cambiarios, este mostró una variación del 1,8% A/A, jalonado por Brasil y Colombia. Por su parte, los gastos financieros se ubicaron en COP 252 mil MM en el 4T17 (+6,5% A/A), asociado a la emisión de bonos y adquisición de préstamos en Colombia y Brasil para la compra del 75% de IENNE, el 14,88% de TAESA, sumado al aporte de USD 147 millones en ATP. Consideramos que es importante monitorear los riesgos regulatorios en Brasil y Colombia, los cuales pueden tener un impacto material y esperamos que la compañía continúe activa en la región en el 2018, con la entrada en operación y adjudicación de nuevos proyectos.



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

4 de abril de 2018

HECHOS RELEVANTES

• **Efecto Cambiario juega una mala pasada:** Los ingresos operacionales del 4T17 registraron una disminución del 7,6% A/A, explicado por menores ingresos de Transporte de Energía (-8,4% A/A), en medio del efecto por conversión del real brasileiro al peso colombiano. Al excluir estos efectos, los ingresos en Brasil aumentaron 5,9% A/A impulsados por el comportamiento de ISA CTEEP tras la entrada en operación de mejoras y refuerzos, sumado a un mayor rendimiento financiero de las concesiones en este país. De igual manera, nuevos proyectos en operación en Chile y Perú aportaron positivamente. Respecto al rubro de Concesiones Viales, sus ingresos se redujeron 9,4% A/A al excluir los ingresos por construcción, lo cual está relacionado con el incremento del tráfico en las concesiones (que acelera la disminución de la cuenta por cobrar al Estado), generando menor rendimiento financiero sobre esta cuenta.

• **Margen EBITDA, estable al excluir fluctuaciones de monedas:** Para el 4T17, los costos y gastos operacionales registraron una variación del -11,3% A/A, explicado principalmente por un decrecimiento del 15,1% A/A en Transporte de Energía, debido a menores servicios de construcción en Perú y Chile, junto a una reducción en los gastos de mantenimiento e impuesto de industria y comercio en Colombia. Lo anterior estuvo contrarrestado por el aumento del 14% A/A en los costos de Concesiones Viales, debido a mayores costos por conservación y mantenimiento en Ruta del Maule (Chile), los cuales son reconocidos por el Ministerio de Obras Públicas de este país. En medio de lo anterior, el margen EBITDA presentó una disminución de 5% A/A dados los efectos por conversión del real brasileiro a pesos colombianos. Excluyendo este efecto, el margen registró variación del 1,8% A/A, jalonado por un mejor rendimiento financiero de las concesiones en Brasil y menores costos y gastos en Colombia, sumado a los proyectos que entraron en operación.

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	14,300
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdo (COP bn)	15.26
Último Precio (COP)	13,780
% Precio YTD	-2.96%
Dividend Yield	1.80%
Participación Colcap	6.23%



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua

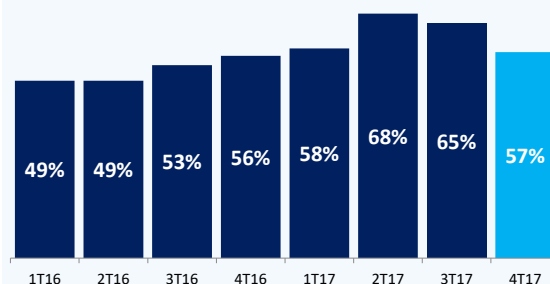
Analista de Acciones 49

• **Endeudándose para crecer:** Por su parte, los gastos financieros se ubicaron en COP 252 mil MM en el 4T17 (+6,5% A/A), lo cual estuvo asociado con la emisión de bonos y adquisición de préstamos en Colombia y Brasil para la compra del 75% de IENNE y el 14,88% de TAESA (cuyo margen EBITDA es cercano al 90%), sumado al aporte de USD 147 millones en ATP. De igual manera, incluye la financiación de los proyectos en ejecución en Brasil, Colombia, Chile y Perú. De esta manera, el nivel de Deuda / EBITDA finalizó en 4,3x frente al 3,9x del año anterior, aunque el nivel de cobertura de la deuda (EBITDA / Intereses operación) cerró en 4,5x (vs 3,7x del 2016). A futuro, la compañía considera que las inversiones actuales tienen una capacidad de ingresos regulados, con una generación de caja que permitirá un desapalancamiento adecuado.

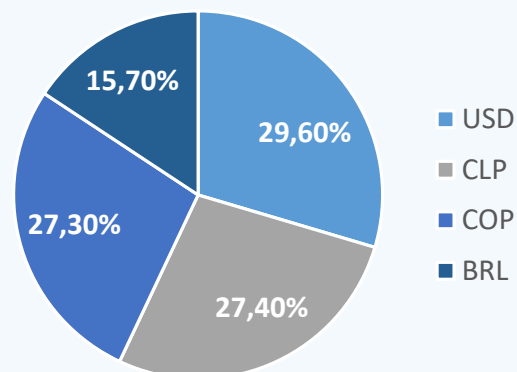
• **ISA se mostró inquieta en el 2017:** Durante el 4T17 y acorde a la naturaleza del negocio de ISA, se realizaron inversiones significativas en la región. En Colombia, se realizaron inversiones por COP 799 mil MM en los proyectos en construcción, junto a aportes por COP 445 mil MM en ATP Tower Holdings LLC, para la adquisición de Torres Unidas, consolidando a ATP como uno de los principales operadores de torres de la región andina. En Perú, las inversiones por COP 683 mil millones se concentraron en los proyectos que entraron en operación y en proyectos en construcción. En general, en el año 2017 el Capex se situó en COP 3.8 BN y estuvo enfocado principalmente en Colombia (51%) y Chile (23,9%), siendo el más alto en su historia. Esperamos que la compañía continúe activa en la región en el 2018, con la entrada en operación y adjudicación de nuevos proyectos.

• **Nos mantenemos atentos a posibles riesgos regulatorios:** Nos parece importante continuar monitoreando los temas regulatorios en Brasil y Colombia. Teniendo en cuenta el favorable entorno de reducción de tasas de interés en Brasil, consideramos que 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 en los estados financieros de la compañía. Por el lado de Colombia, es importante monitorear los posibles cambios regulatorios y sus efectos respectivos.

Margen Ebitda



Deuda por monedas



ISA

Cifras en COP Millones	4T17	4T16	3T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso operacionales	1.667	1.804	1.858	-8%	-10%
Utilidad Operacional	779	843	1.114	-8%	-30%
Utilidad Neta	269	171	317	57%	-15%
EBITDA	956	1.007	1.208	-5%	-21%
Margen Operacional	47%	47%	60%	0 pbs	-1323 pbs
Margen Neto	16%	9%	17%	666 pbs	-92 pbs
Margen Ebitda	57%	56%	65%	153 pbs	-767 pbs



Load Factor y Yield se fortalecen con la huelga

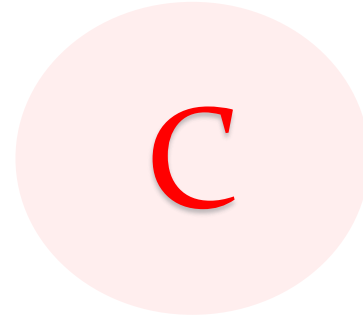
 **Regresar**

Avianca Holdings publicó resultados financieros NEGATIVOS en el 4T17, en línea con nuestras expectativas y las del mercado. A pesar de que Avianca venía mostrando una buena dinámica operacional en los primeros 9 meses del año, el inicio de la huelga de 700 pilotos generó un impacto negativo sobre los resultados financieros del último trimestre. Aunque el transporte de pasajeros presentó una fuerte contracción de 13,7% A/A en el 4T17, los ingresos registraron un leve crecimiento (1,4% A/A), impulsados por una mejora en el factor de ocupación, el incremento de las tarifas y el buen desempeño de las demás unidades de negocio. Por el lado del margen EBIT, este cerró el año por debajo del Guidance (6,6% en 2017 vs 7%-9% de la guía), impactado por mayores gastos relacionados con la huelga de pilotos y un importante aumento en el precio de combustibles, aunque mitigado por el plan de emergencia activado por la compañía. Prevemos que la aerolínea muestre una recuperación operacional en el 2018, en medio de un entorno favorable para la dinámica de transporte de carga y pasajeros. Esperamos que la volatilidad de la acción siga dependiendo en mayor medida de información adicional relacionada con la alianza estratégica con United Airlines y la fusión con Avianca Brasil.

HECHOS RELEVANTES

• **Ingresos crecen a pesar de impacto negativo de huelga de pilotos:** Aunque los pasajeros transportados presentaron una buena dinámica en los primeros 9 meses del 2017, en el último trimestre se registró una fuerte contracción de 13,7% A/A como consecuencia del impacto negativo de la huelga de pilotos de ACDAC, la cual se extendió por 41 días en este trimestre. Sin embargo, destacamos que a pesar del pobre desempeño de pasajeros, los ingresos totales registraron una variación positiva (1,4% A/A), impulsados principalmente por: **1)** Una mejora en el factor de ocupación; **2)** Un incremento de 8,5% A/A en el yield gracias al aumento promedio de las tarifas en 6,2% A/A; y **3)** La buena dinámica de otras unidades de negocio como Lifemiles y Avianca Cargo. Para el 2018, esperamos que el transporte de pasajeros se continúe recuperando, junto a la normalización de las operaciones.

• **Margen EBIT se ubica por debajo del Guidance:** A pesar de que el margen EBIT se ubicaba dentro del Guidance en los primeros 9 meses del año, el efecto negativo de la huelga de pilotos hizo que este finalizara el 2017 por debajo del rango (6,6% en 2017 vs 7%-9% del Guidance), aunque superando en 40pbs el registrado en 2016. De esta manera, el margen EBIT se redujo a 5% en el 4T17, impactado por: **1)** Un incremento significativo en el precio del combustible; **2)** Mayores gastos de operaciones de vuelo relacionados con el aumento en las aeronaves arrendadas; **3)** Costos adicionales vinculados con entrenamientos de pilotos y **4)** Crecimiento de gastos laborales por la contratación directa de empleados tercerizados para mitigar el impacto de la huelga. Por otro lado, destacamos que el Guidance se redujo de 7%-9% en 2017 a 6%-8% en 2018. Esperamos que el margen EBIT se recupere de manera gradual en el año 2018, ubicándose dentro del rango señalado por la compañía.



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

4 de abril de 2018

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	3,000
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdo (COP bn)	3.28
Último Precio (COP)	3,290
% Precio YTD	11.53%
Dividend Yield	2.34%
Beta Ajustado	1.00
Precio/Valor Libros	0.82
Participación Colcap	1.11%



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua

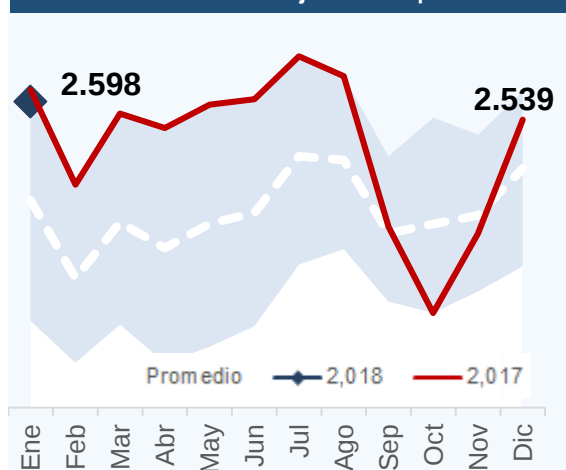
Analista de Acciones 52

• **Utilidad no se escapa del coletazo de la huelga:** La utilidad neta de la compañía registró una contracción tanto en comparación anual (-44,1% A/A) como trimestral (-59,2% T/T), afectada por el impacto negativo de la huelga de pilotos sobre los ingresos y gastos de la aerolínea, el incremento en el precio de los combustibles y mayores gastos financieros relacionados con un crecimiento en el número de aeronaves bajo contratos de arrendamiento financiero.

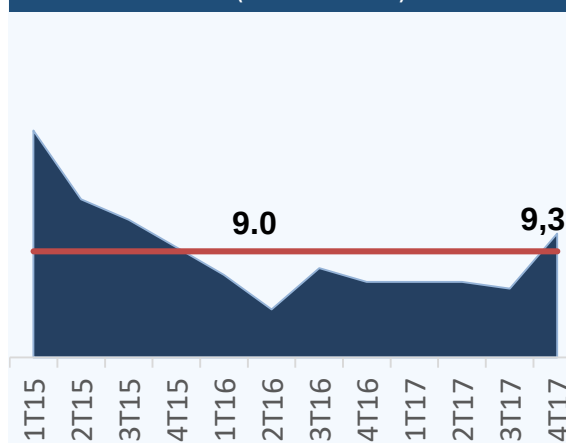
• **Aunque indicadores de endeudamiento y liquidez se deterioran respecto al 3T17, mejoran frente al 2016:** El impacto de la huelga de pilotos sobre el EBITDAR generó un deterioro en el indicador de apalancamiento de la compañía (deuda neta ajustada/EBITDAR) de 5,6x en 3T17 a 5,8x en 4T17. De igual manera, el indicador de liquidez se redujo de 12,1% en el 3T17 a 11,9% en 4T17. Sin embargo, cuando se mira en términos anuales, dichas cifras presentan una mejora debido a la buena dinámica operacional de la compañía en los primeros 9 meses del año.

• **Avianca activó plan de emergencia para mitigar impacto de la huelga:** Con el objetivo de mitigar el impacto operacional y financiero de la huelga de los 700 pilotos de ACDAC, la compañía activó un plan de emergencia con las siguientes medidas: **1)** Operar aeronaves de mayor capacidad; **2)** Uso más eficiente del personal; **3)** Centrarse en la operación doméstica entre ciudades principales; **4)** Operación de aeronaves en Wetlease; **5)** Personal administrativo trabajando en los aeropuertos; y **6)** Programa de ahorro administrativo.

Total Número de Pasajeros Transportados



Yield (Centavos USD)



Avianca

Cifras en USD mm	4T17	4T16	3T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	1,121	1,105	1,161	1%	-3%
Utilidad Operacional	56	77	107	-27%	-47%
Utilidad Neta	15	26	36	-43%	-59%
EBITDAR	291	257	255	13%	14%
Margen Operacional	5.0%	7.0%	9.2%	-197 pbs	-416 pbs
Margen Neto	1.3%	2.4%	3.1%	-104 pbs	-180 pbs
Margen EBITDAR	26.0%	23.3%	22.0%	272 pbs	401 pbs
Total Pasajeros (en millones)	6,615	7,666	7,617	-13.7%	-13.2%
Factor de ocupación	84.2%	83.8%	84.6%	40 pbs	-40 pbs
Yield (Centavos)	9.3	8.6	8.9	8.1%	4.5%



GRUPO ARGOS

Los “No Recurrentes” se ponen de moda



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Grupo Argos como NEUTRALES.

Los ingresos en el 4T17 registraron una reducción del 3,7% A/A debido a ingresos no recurrentes en el 4T16, relacionados con venta de portafolio y valorización de lotes, dada la naturaleza como gestor activo que presenta la Holding. Por su parte, el comportamiento decreciente de la utilidad neta estuvo en parte relacionado con mayores impuestos diferidos tanto para Odinsa como para Cemargos (reforma tributaria en EE.UU). Cabe resaltar que, respecto a la emisión de acciones de Celsia, el bid-to-cover se ubicó en 1,4x y Grupo Argos informó que mantuvo su participación del 53% en la compañía. Para el año 2018, estimamos que se mantenga una buena dinámica en el sector energético y de concesiones, sumado a expectativas sobre aumento en la escrituración de lotes por parte del negocio inmobiliario y una lenta recuperación de los volúmenes de cemento en Colombia.



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

HECHOS RELEVANTES

• **Ingresos extraordinarios distorsionan la medida:** Los ingresos consolidados registraron una reducción en el 4T17 del 3,7% frente al 4T16, periodo en el que se presentaron mayores ingresos financieros por la venta de portafolio por COP 340.000 MM, valorizaciones de tierras por cambio en políticas contables por COP 66.000 MM y escrituraciones en el negocio de desarrollo urbano por COP 163.000 MM. Por su parte, en el 4T17 los ingresos por venta de bienes y servicios aumentaron 7,4% A/A tras la incorporación de Opain y el mayor reconocimiento de obras tras la ampliación del aeropuerto El Dorado. Respecto a la Utilidad Neta, parte de su reducción trimestral estuvo relacionada con mayores impuestos diferidos tanto para Odinsa como para Cemargos (reforma tributaria en EE.UU), que constituyen movimientos contables, sin efecto en el flujo de efectivo.

• **Celsia se mantiene hidratado:** Los ingresos de la compañía alcanzaron su mayor nivel desde el 1T16 debido al repunte en la generación hidráulica en Colombia, el buen desempeño de la comercialización minorista y la entrada en operación de algunos proyectos del Plan 5 Caribe. Respecto a la emisión de acciones de Celsia, el bid-to-cover se ubicó en 1,4x. Por su parte, frente a la OPA sobre EPSA, Grupo Argos mantuvo cerca de un 2% en EPSA dado que al vender menos del 10% de la participación, no tendría que pagar impuestos sobre ganancias extraordinarias.

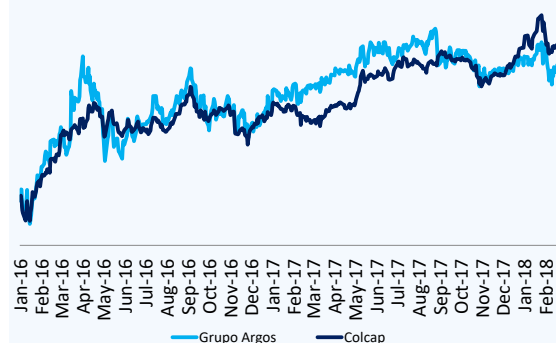
• **Cemargos con la deuda en la mira:** Como lo mencionamos anteriormente, en Colombia se prevé que continúe la débil dinámica en los volúmenes de cemento, con crecimiento entre 1% - 2% en el año. Esperamos que los proyectos de infraestructura 4G y APP tengan mayor impacto sobre los volúmenes de cemento principalmente en el 2019 y 2020. Es importante monitorear el indicador Deuda Neta / (Ebitda + Dividendos) que se ubicó en 4,6x para el cierre del 2017, muy por encima de la meta del 3,8x, siendo el mayor nivel de endeudamiento en los últimos 6 años.

4 de abril de 2018

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	22,900
Recomendación	Sobreponderar
Cap. Mcdo (COP bn)	16.85
Último Precio (COP)	20,360
% Precio YTD	-2.49%
Dividend Yield	1.41%
Participación Colcap	5.58%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua

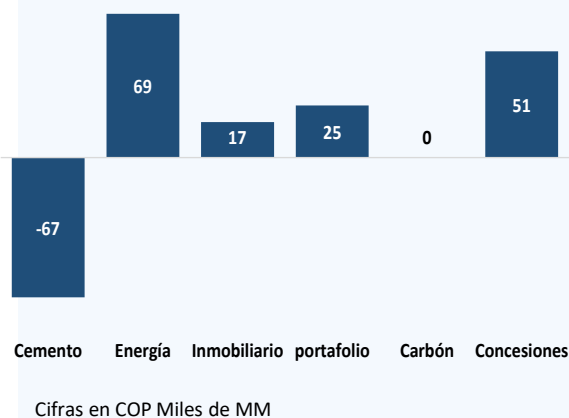
Analista de Acciones 55

• **ODINSA se hace fuerte con Opain:** Los ingresos alcanzaron los COP 237 mil MM en el 4T17 (-75,9% A/A) en medio de eventos no recurrentes en el 2016 como la valorización de las concesiones de República Dominicana, Autopistas del Nordeste y Boulevard Turístico del Atlántico, junto a ingresos recibidos por la venta de participación en el consorcio de la concesión la Pintada, y la desconsolidación de la Generadora del Atlántico (Gena) y de la Generadora de Energía del Pacífico (Genpac) que fueron vendido en 2017. Por segmentos cabe resaltar que los ingresos del negocio de concesiones viales alcanzaron COP 174 mil millones (-24,3% A/A), como resultado de menores niveles de construcción reportados en el trimestre. Finalmente, en diciembre Opain inauguró la ampliación de los muelles nacional e internacional del Aeropuerto El Dorado, con una nueva área de 51 mil m², que le permiten aumentar la capacidad a 40 MM de pasajeros año. En el mediano plazo se prevé la posibilidad de una ampliación adicional a 75 MM de pasajeros.

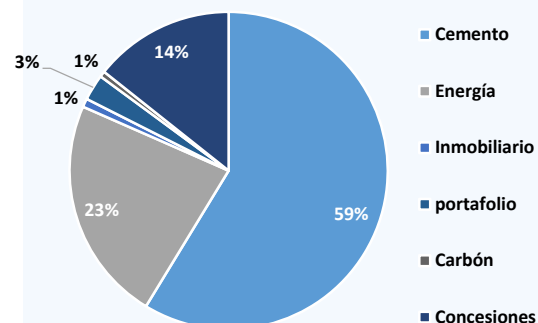
• **Negocio Inmobiliario se mantiene en movimiento:** En el 4T17, Desarrollo Urbano presentó un decrecimiento en sus ingresos debido a efectos no recurrentes en el 4T16. Cabe mencionar que en el trimestre escrituró un total de 8.430 m² (COP 12 mil MM). Por su parte, en Renta inmobiliaria resaltamos que durante el trimestre se perfeccionó la compra del parque industrial San Carlos I, ubicado en Bogotá, el cual agregará 134.123m² de GLA al portafolio.

• **Concesiones y Energía a la cabeza en el 2018:** Consideramos que en el tema energético se mantendrán las mayores eficiencias y estaremos atentos a los desarrollos de energías renovables de Celsia y a la posibilidad de que inicie la construcción de Porvenir II. En el sector cementero, pese a la lenta recuperación que se espera en Colombia, en EE.UU se prevé una dinámica favorable del sector de vivienda, cuya operación se beneficiará de la reconstrucción de las zonas afectadas por los huracanes, junto a los planes de infraestructura y la reforma fiscal. Por su parte, en ODINSA se espera que continúe la buena dinámica aeroportuaria y en el negocio inmobiliario se mantienen las expectativas de escrituración de lotes, donde se prevén ventas por cerca de COP 140.000 MM, jalonados en parte por avances en el POT de Barranquilla.

Utilidad Neta (Controladora) por segmento 4T17



Aporte neto a los ingresos 4T17



Grupo Argos

Cifras en COP miles de millones	4T17	4T16	3T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso Operacionales	3.585	3.724	4.066	-3,7%	-12%
Costos de actividades ordinarias	2.804	2.739	2.623	2,4%	7%
Utilidad Bruta	782	985	1.443	-20,6%	-46%
Utilidad Operacional	640	543	829	17,9%	-23%
Utilidad Neta	44	180	340	-76%	-87%
EBITDA	972	861	1.193	12,9%	-19%
Margen Bruto	21,8%	26,5%	35,5%	-464 pbs	-1368 pbs
Margen Operacional	17,9%	14,6%	20,4%	327 pbs	-254 pbs
Margen Neto	1,2%	4,8%	8,4%	-361 pbs	-713 pbs
Margen EBITDA	27,1%	23,1%	29,3%	399 pbs	-223 pbs



Una utilidad segura al último trimestre



Regresar



Una utilidad segura al último trimestre

Grupo Sura | Resultados 4T17

Consideramos los resultados financieros de Grupo Sura como NEUTRALES. En el 4T17, las primas retenidas netas registraron un comportamiento desfavorable, contrayéndose un 3,6% A/A, aunque mayores ingresos por comisiones y por prestación de servicios compensaron este comportamiento, llevando a una expansión del 1,3% A/A a los ingresos totales. La utilidad neta tuvo un comportamiento trimestral favorable, en medio de menores ajustes de reservas en el trimestre (-58,4% A/A) y una reducción en honorarios (-5,2% A/A). En Suramericana, los ingresos totales registraron un comportamiento favorable a nivel anual y trimestral (20,9% y 7,1% respectivamente), donde las filiales de Vida, ARL y EPS en Colombia lideraron la dinámica en ingresos. Por su parte, Sura Asset Management (AM) mostró un buen desempeño operacional. Finalmente, la Holding informó que propondrá un dividendo de COP 518, un 6,1% mayor que el del año anterior.

B

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

HECHOS RELEVANTES

• **La Utilidad Neta se supo comportar en el trimestre:** En el 4T17, las primas retenidas netas registraron un comportamiento desfavorable, contrayéndose un 3,6% A/A, aunque mayores ingresos por comisiones y por prestación de servicios compensaron este comportamiento, llevando a una expansión del 1,3% A/A a los ingresos totales. A nivel anual, estos registraron una buena dinámica, con variación del 12% A/A, beneficiados de mayores primas (+13,9% A/A) y un incremento del 21,1% A/A en prestación de servicios. Los gastos totales (+14,5% A/A) estuvieron jalonados al alza por mayores siniestros retenidos (+30,1% A/A). En línea con lo anterior, resaltamos que la utilidad neta tuvo una disminución del 13% A/A en 2017, en medio de una utilidad extraordinaria en el 2016 por la venta de acciones preferenciales del Banco. A nivel trimestral, esta tuvo un comportamiento positivo, en medio de menores ajustes de reservas (-58,4% A/A) y una reducción en honorarios (-5,2% A/A). De igual manera, los mayores gastos de administración se dieron por el proceso de conciliación con la DIAN por un monto de COP 40,000 millones (MM), al igual que un impacto cambiario negativo dada la valoración de derivados de cobertura de la deuda en USD.

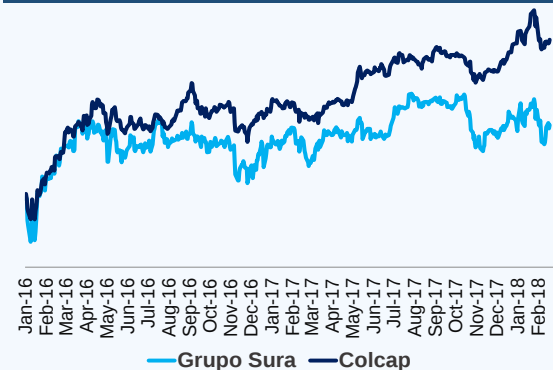
• **Suramericana se siente segura:** Los ingresos totales registraron un comportamiento favorable a nivel anual y trimestral (20,9% y 7,1% respectivamente), impulsados por mayores primas retenidas (netas) y prestación de servicios. En general, las filiales de Vida, ARL y EPS en Colombia lideraron la dinámica en ingresos. Cabe mencionar que en su periodicidad trimestral, el nivel de gastos administrativos sobre ingresos pasó del 18% en el 4T16 al 16,7% en el 4T17, dados menores gastos administrativos en los segmentos No Vida y Corporativo. En cuanto a la utilidad neta, esta pasó de ubicarse en terreno negativo en el 4T16 a registrar ganancias en el 4T17 y anualmente registró un aumento del 26,4%, aunque que estos resultados no son directamente comparables pues las filiales adquiridas en el 2016 se fueron consolidando gradualmente, al igual que la consolidación en el 2017 del proceso de integración regional de las operaciones en Latinoamérica.

4 de abril de 2018

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	41,000
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdo (COP bn)	22.38
Último Precio (COP)	39,300
% Precio YTD	-2.48%
Dividend Yield	1.24%
Participación Colcap	7.56%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua

Analista de Acciones 58



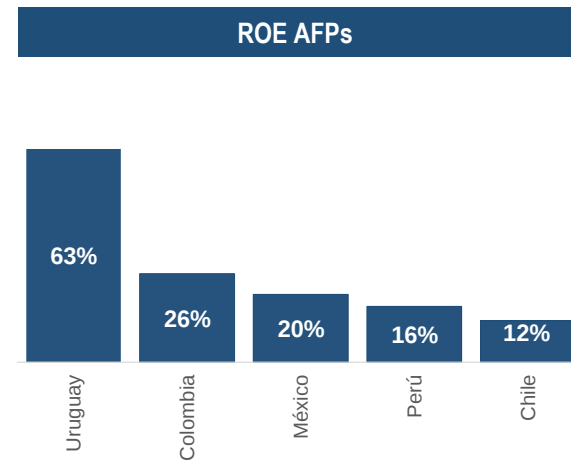
Una utilidad segura al último trimestre

Grupo Sura | Resultados 4T17

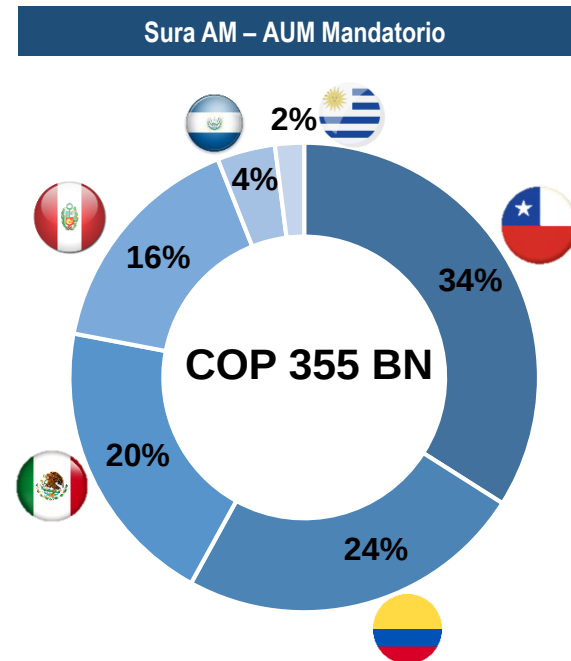
• **México no hace temblar el segmento de seguros:** Dentro de los seguros generales, en el segmento No Vida, cabe mencionar que pese a la desaceleración en el crecimiento de las primas y mayores niveles de siniestralidad en la región, en el 2017 no se registraron los impactos no recurrentes de 2016, los cuales estuvieron relacionados con la integración de las filiales adquiridas. Aunque el terremoto ocurrido en Ciudad de México a finales de septiembre de 2017, impactó la siniestralidad incurrida retenida del 4T 2017, este no tuvo un impacto significativo, reflejando la estructura robusta de reaseguro que tiene la compañía en México y a nivel regional frente a eventos catastróficos.

• **Seguros en el Perú afectan a SUAM:** Los ingresos operacionales de Sura AM mostraron un buen comportamiento en su modalidad trimestral y anual (22,8% y 12% respectivamente), los cuales estuvieron apoyados en una mejor dinámica de los negocios de las Administradoras de Fondos de Pensiones y de los fondos voluntarios. Por el lado de los gastos, dentro de los mayores gastos operacionales sobresale la provisión no recurrente por concepto de multas en México (sanción emitida por el ente regulador COFECE), entre otros. Por su parte, la utilidad neta se vio afectada por las operaciones discontinuas, cuyo decrecimiento anual del 4,7%, estuvo explicado por la venta de Seguros SURA Perú. En cuanto al EBITDA, su aumento anual y trimestral se presentó en medio de un impacto positivo por un mayor rendimiento del encaje presentado en el 2017 y negativamente por un mayor valor del gasto por la provisión en México. Cabe mencionar que los activos administrados, incluyendo a AFP Protección y AFP Crecer, llegaron hasta los COP 402.5 billones (+ 14.7% A/A), con un leve aumento en los clientes en Latinoamérica del 0,6% A/A hasta los 18,5 MM.

• **Manteniendo solidez en sus líneas de negocios:** En general, esperamos que Sura AM continúe consolidándose en el negocio de administración de activos y Suramericana haga lo propio con los seguros junto a la incorporación de la gestión de tendencias y riesgos como factor de diferenciación estratégica.



El ROE de Chile, México, Perú se encuentra ajustado con amortización de intangibles.



Grupo Sura

Cifras en COP miles de millones	4T17	4T16	3T17	Var % A/A	Var % T/T
Primas retenidas (netas)	3,124	3,242	3,072	-4%	2%
Ingresos por comisiones	615	555	607	11%	1%
Prestación de Servicios	754	620	722	22%	4%
Ingresos por inversiones	477	409	312	17%	53%
Ingresos totales	5,309	5,241	5,207	1%	2%
Siniestros retenidos	1,766	1,495	1,682	18%	5%
Ajuste de reservas	373	897	415	-58%	-10%
Costos por prestación de servicios	710	572	674	24%	5%
Gastos totales	4,897	4,942	4,658	-1%	5%
Ganancia Neta	357	176	460	103%	-22%
Ganancia Neta de la Controladora	313	159	408	97%	-23%
Margen Neto (Controladora)	5.9%	3.0%	7.8%	286 pbs	-193 pbs



Corficolombiana





Corficolombiana

Resultados Corporativos 4T17

HECHOS RELEVANTES

• En los Estados de Resultados Separados, la utilidad neta pasó de COP -28.315 a COP 42.167 A/A. Lo anterior explicado principalmente por el registro de mayores ingresos de construcción y en menor grado relacionado con la relación Iridium. Por otra parte, continúa el incremento de los plazos promedio de captación de CDTs de Corficolombiana, pasando de 2.9 años en 4T16 a 4.0 años en 4T17. El EBITDA consolidado del 4T17 fue de COP 593.814 millones (+30.7% A/A), impulsado principalmente por el sector de infraestructura por causación de margen de los contratos de Coviandiana y Covioriente.

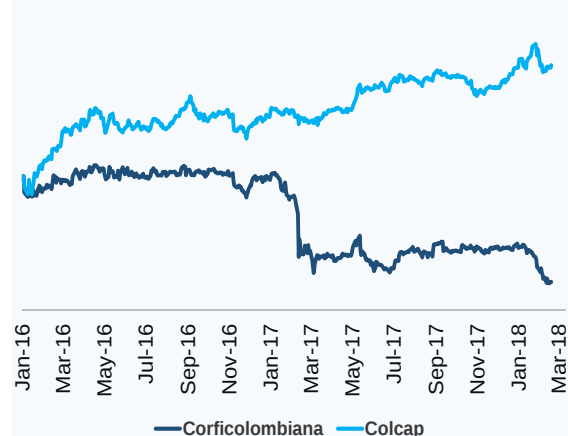
Portafolio de Inversiones de Renta Variable:

• **Energía y Gas.** Se dio la puesta en operación comercial de Gases del Pacífico, concesión de 21 años para distribuir gas en el norte de Perú.

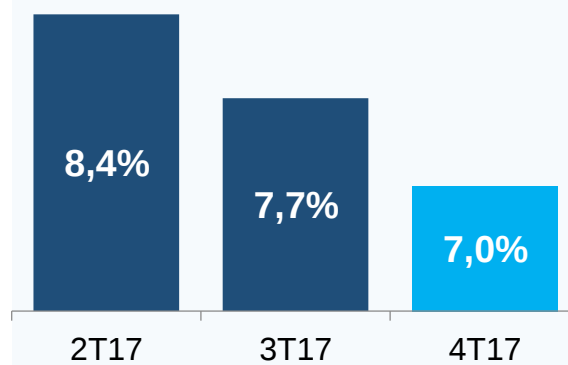
• **Concesionaria Ruta del Sol.** La ANI ordenó un primer pago a favor de los bancos acreedores de la CRDS por COP 792.603 millones. De igual forma, en diciembre, la filial Episol, reconoció un ajuste por COP 140.691 millones en el valor de la inversión como resultado de un análisis del posible deterioro.

• La compañía tuvo un **incremento en provisiones relacionado con la garantía emitida a Electricaribe** sobre la cual se deterioró COP 14.728 millones en 4T17, alcanzando al cierre del año una provisión total acumulada equivalente al 80% de la exposición con Electricaribe.

Comportamiento de la acción



ROAE



Fuente: Corficolombiana, Informe de resultados 4T17

Corficolombiana

Cifras en COP millones	4T17	3T17	4T16	Var % T/T	Var % A/A
Ingreso Operacional Sector Real	1,517,088	1,533,161	1,848,079	● -1.0%	● -17.9%
Costo de Ventas y Prestación de Servicios	783,744	910,471	1,185,720	● -13.9%	● -33.9%
Margen Bruto del Sector Real	733,344	622,690	662,359	● 17.8%	● 10.7%
Margen neto de intereses	(169,545)	(146,864)	(192,096)	● 15.4%	● -11.7%
EBITDA	593,814	506,333	454,493	● 17.3%	● 30.7%
Utilidad Neta	100,345	147,496	36,844	● -32.0%	● 172.4%
ROAE	7.0%	7.7%	9.1%	● -70 pbs	● -210 pbs
ROAA	2.5%	2.7%	2.9%	● -20 pbs	● -40 pbs



Eficiencia, la protagonista del trimestre



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Terpel como NEUTRALES. Desconsolidando la operación en México, vendida en el último trimestre del 2017 tras la reforma energética en dicho país, los volúmenes presentaron un incremento del 1,1% T/T y 1,7% A/A. Por el lado de los ingresos, estos registraron un aumento del 10,1% T/T y del 11,2% A/A, jalonados principalmente por Colombia y Panamá. Sin embargo, el EBITDA presentó una contracción del 27,4% T/T y del 9,4% A/A, con el Margen EBITDA llegando al 3,6% en el 4T17. Respecto a la transacción con Exxon Mobil, la cual consideramos como positiva desde el punto de vista de la consolidación de la compañía en los segmentos de combustibles y lubricantes, se debe estar atentos al plan de desapalancamiento, pues tras la transacción el indicador de endeudamiento Deuda / EBITDA pasó de 2,1x a 4,9x. La compañía mencionó que buscaría reducir el indicador por debajo de 3x en un periodo de 18 – 24 meses, en línea con lo manifestado por Fitch Ratings. Cabe recordar que se aprobó en Asamblea la distribución del 50% de las utilidades generadas en el 2017, equivalente a un dividendo por acción de COP 538.



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

4 de abril de 2018

HECHOS RELEVANTES

• **Consolidación en Lubricantes y Combustibles:** La compra de la operación de distribución de Exxon Mobil en Colombia, Perú y Ecuador se efectuó por un valor de USD 714,4 millones (MM), incluyendo un valor en caja de USD 235 MM. Esta operación fue financiada a través de dos créditos puente: **1)** En moneda extranjera por un valor de USD 168,5 MM, pre-pagado el 23 de marzo del 2018; y **2)** En moneda local por COP 1,7 BN, el cual corresponde a un crédito sindicado con 4 bancos locales, con un plazo de pago de 18 meses. Tras la transacción, el indicador de endeudamiento Deuda / EBITDA pasó de 2,1x a 4,9x, disminuyendo a 4,7x después del pre-pago del crédito en moneda extranjera.

• **Plan de desapalancamiento a la vista:** Tras la transacción, la compañía informó que está consolidando un plan de desapalancamiento para llevar este indicador a un valor inferior a 3x en un periodo de 18 – 24 meses, con el objetivo de proteger su calificación. Dicho plan incluye la venta del negocio de combustibles de Exxon Mobil en Colombia en un periodo máximo de 9 meses, según lo estipulado por la SIC, junto a la línea de lubricantes de Terpel (incluyendo la planta en Bucaramanga y las marcas Maxter y Maxter progres). Los potenciales compradores y el posible monto de la transacción están en estudio por la Banca de Inversión encargada. De esta manera, el crédito local podría ser prepagado con los recursos provenientes de los negocios en mención, sumado a la posible emisión de bonos en el 2018 por hasta COP 1,5 BN. En caso de necesitar recursos adicionales, se evaluaría la posibilidad de una emisión de capital en el 2019. Con esta operación, la compañía continua su consolidación en el mercado de lubricantes y combustibles.

Información de la especie	
Último Precio (COP)	12,900
Cap. Mcdo (COP bn)	2.34
% Precio YTD	-9.15%
Dividend Yield	4.20%
Beta Ajustado	0.73
EV/EBITDA	5.03
Precio/Valor Libros	1.48



Omar Suarez
Gerente de Renta Variable

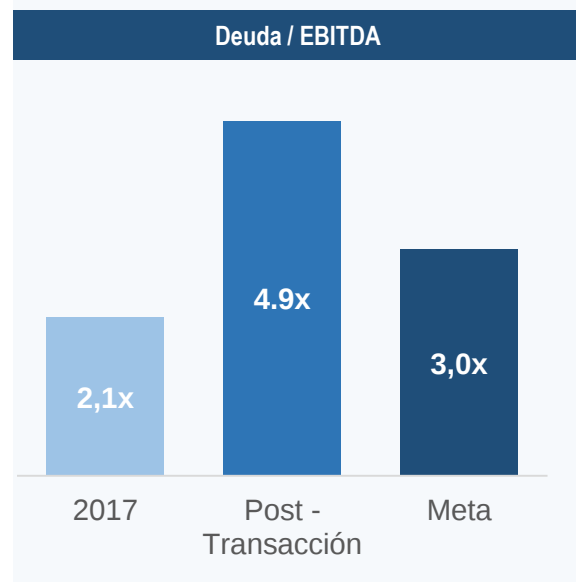
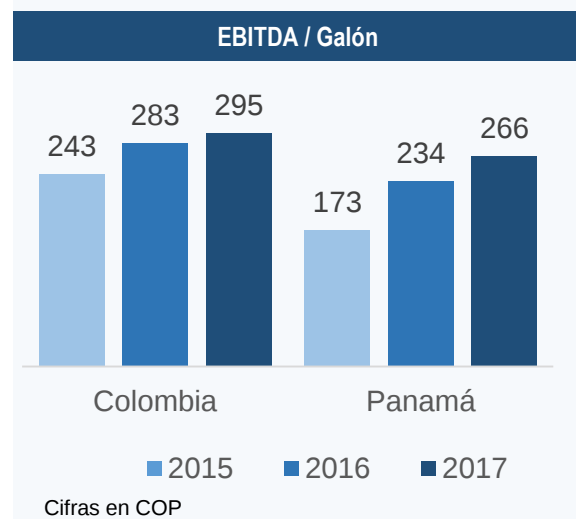
Roberto Carlos Paniagua
Analista de Acciones

• **México deja el equipo:** Desconsolidando la operación en México, vendida en el último trimestre del 2017, los volúmenes presentaron un leve incremento del 1,1% T/T y 1,7% A/A, influenciado principalmente por Colombia. Anualmente en Colombia se registró estabilidad en los volúmenes (+0,2% A/A), mientras que Panamá presentó una contracción del 2,3% A/A. Esperamos que el entorno económico retador en Colombia continúe reflejándose en los volúmenes de la compañía, sumado a riesgos provenientes del contrabando de gasolina en la frontera, aunque pueden existir factores al alza provenientes de una leve mejora en el segmento industrial y aeronáutico.

• **Colombia y Panamá:** Por segmentos, sobresale que en Colombia el volumen de las Estaciones de Servicio (EDS) se vio afectado en zonas de frontera con 22 MM de galones, sumado a una contracción del mercado de combustible. Las estaciones de GNV registraron una mayor participación de mercado pese a presiones a la baja sobre el precio del gas, con cierto repunte a finales del 2017 y comienzos del 2018. En aviación, se registró un incremento del 0,9% A/A, en medio del paro de pilotos, el cual repercutió negativamente en el 4T17. Los lubricantes se vieron afectados por el cierre de algunos canales de distribución. En Panamá, la línea de Industria se redujo por una menor demanda de las generadoras eléctricas y las EDS se vieron impactadas por la construcción de la línea del metro.

• **EBITDA y galones mantienen una buena relación:** Descontando la operación en México, los ingresos presentaron una buena dinámica (+10,1% T/T) y (+11,2% A/A), jalonados principalmente por Colombia y Panamá. A nivel anual, mayores precios del petróleo, con efectos positivos sobre el decalaje, junto al ajuste del margen mayorista en junio del 2017, pasando de COP 357 a COP 375 por galón, favorecieron la operación. El EBITDA / galón presentó un incremento del 4,2% A/A en Colombia hasta los COP 295 y en Panamá un 13,7% A/A hasta los COP 266, continuando con su buen comportamiento.

• **EDS estrenan imagen:** Dada la alta exigencia en términos de CAPEX de la ampliación y modernización de las EDS, sumado a los nuevos servicios como las tiendas de conveniencia (Altoque), el sistema de lavado de vehículos (Ziclos) y las Isla de Motos, es importante monitorear la rentabilización de esta inversión.



Terpel					
	4T17	3T17	4T16	Var %T/T	Var %A/A
M. Bruto	9,1%	10,8%	9,9%	163 pbs	74 pbs
M. EBITDA	3,6%	5,5%	4,4%	186 pbs	82 pbs

Excluye México para todos los periodos

Terpel

COP miles de millones	4T17	3T17	4T16	Var % T/T	Var % A/A
Volumen (millones Glns)	630	623	619	1,1%	1,7%
Ingresos	4.240	3.850	3.813	10,1%	11,2%
Utilidad Bruta	387	414	376	-6,6%	2,8%
EBITDA	153	210	169	-27,4%	-9,4%

Excluye México para todos los periodos



Encuentra su Mina de Oro en Nicaragua





Encuentra su Mina de Oro en Nicaragua

Mineros | Resultados 4T17

Consideramos los resultados financieros de Mineros como POSITIVOS. Los ingresos de la compañía presentaron un buen comportamiento durante el año 2017, impulsados por mayores precios del oro y un incremento importante de la producción en Nicaragua. De igual manera, la buena dinámica operacional de Hemco generó una mejora de los márgenes operacionales, con un desempeño positivo del EBITDA y la utilidad neta (17,1% y 32,4% A/A respectivamente). Por otro lado, Mineros reiteró su intención de continuar en la búsqueda de proyectos en etapas avanzadas o productivas para poder cumplir su Mega de producción de 500.000 onzas (oz). Sin embargo, la escasez de este tipo de proyectos y la alta competencia por estos dificultaba su tarea. Con respecto a la intención de listar su acción en la bolsa de Toronto, la compañía mencionó que por ahora buscaría el listado tanto en Colombia como en Canadá con el objetivo de obtener recursos de inversionistas de ambos países. Sin embargo, la empresa aclaró que hasta que no se tenga claro un proyecto específico y su demanda de recursos, no se listaría la acción en la bolsa canadiense.

A

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

20 de marzo de 2018

HECHOS RELEVANTES

• Ingresos son impulsados por mayor producción en Nicaragua:

Los ingresos de Mineros presentaron un buen comportamiento durante el año 2017, registrando un crecimiento de 15,1% A/A, impulsados por el incremento en la producción y precio del oro (8,7% y 4,1% A/A respectivamente). Destacamos el desempeño positivo de la producción en Nicaragua, la cual registró un repunte de 21,9% A/A, mitigando la contracción observada en Colombia (-2% A/A) y alcanzando un 50% de la producción consolidada. De esta manera, resaltamos la estabilización de la operación de Hemco, la cual ha empezado a demostrar su auto sostenibilidad financiera, lo cual permitió la liquidación del Joint Venture.

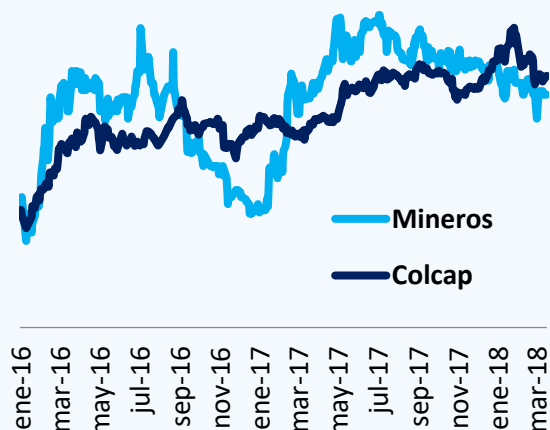
• Buena dinámica operacional de Hemco impulsa el EBITDA: A pesar de que el EBITDA en Colombia presentó una leve contracción (-0,3% A/A), el favorable desempeño operacional de Hemco permitió que el EBITDA consolidado registrara un crecimiento del 17,1% A/A, provocando una mejora en los márgenes operacionales. De igual manera, destacamos el buen comportamiento de la utilidad neta, la cual presentó un aumento del 32,4% A/A en 2017.

• Continúa la búsqueda de un crecimiento inorgánico de reservas: Mineros manifestó que se encuentra en continua búsqueda de proyectos en etapas avanzadas o productivas para cumplir su Mega de producción de 500.000 oz en el largo plazo. Sin embargo, la compañía señaló que la escasez de proyectos con estas características y la fuerte competencia por estos dificultaba su tarea. Es importante recordar que la empresa cuenta con bajos niveles de apalancamiento ($\text{Deuda/EBITDA} = 0,62x$), lo cual le brinda mayor flexibilidad financiera para realizar cualquier adquisición.

Información de la especie

Cap. Mcdo (COP bn)	0.63
Último Precio (COP)	2,400
% Precio YTD	-5.14%
Dividend Yield	2.07%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua

Analista de Acciones 66

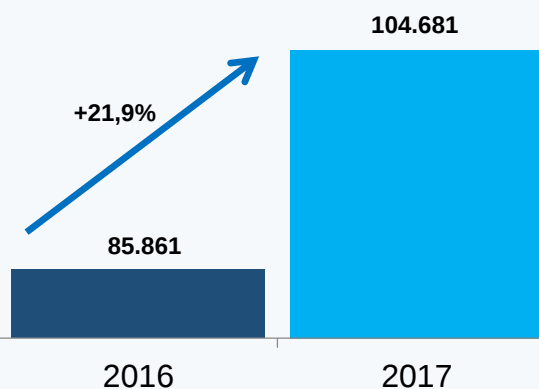


• **Mega no se alcanzaría con crecimiento orgánico de la producción:** La compañía dio a conocer que espera que su producción de oro permanezca estable en el año 2018 entre 190.000 y 215.000 oz vs 208.000 oz en 2017. De igual manera, Mineros mencionó que espera aumentar su producción consolidada orgánicamente hasta 240.000 oz, jalónada principalmente por Hemco con la realización de nuevas inversiones. Mientras tanto, la producción en Colombia permanecería estable debido al escaso potencial de incursión en proyectos nuevos y la antigüedad de la operación aluvial, donde la vida promedio de las reservas en este país alcanzan los 15 años. De esta manera, para cumplir la Mega de producción de 500.000 oz, la compañía debe realizar una adquisición importante.

• **Sigue en firme su intención de listarse en Canadá:** Mineros reiteró su intención de listar su acción en la bolsa de Toronto, por lo que está tomando medidas en dicha dirección como la reorganización de la sociedad y la creación de una holding para cumplir con los requisitos de las autoridades canadienses. Adicionalmente, la empresa mencionó que estaría interesada en permanecer con el doble listado para poder conseguir recursos de inversionistas de ambos países. Sin embargo, la compañía aclaró que no incursionaría en la bolsa canadiense hasta que hayan definido la adquisición de un proyecto específico y se conozcan los recursos requeridos para dicha inversión.

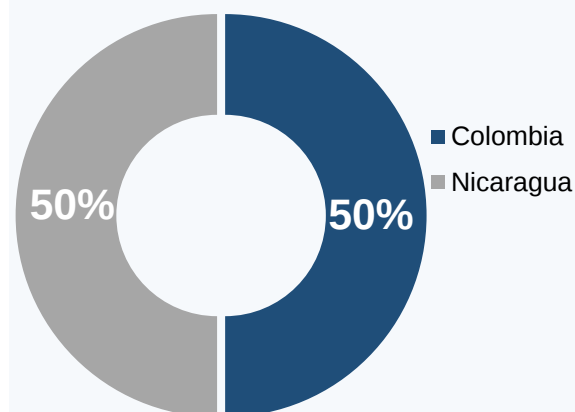
• **Dificultades para incursionar en proyectos en Colombia:** La compañía señaló que persiste la dificultad para incursionar en nuevos proyectos en Colombia debido a los obstáculos que generan la masificación de las consultas populares, problemas con las comunidades, licencias ambientales e inestabilidad jurídica. Adicionalmente, mencionaron que en Colombia es más difícil llevar acabo un programa de formalización de mineros, como el realizado en Hemco, debido a la posible incursión de minería ilegal.

Producción de Nicaragua (AuEq oz)



AuEq oz: Oro equivalente en onzas.

Composición Utilidad Bruta Acumulada



Mineros

Cifras en COP miles de millones	2017	2016	Var % A/A
Ingresos Operacionales	790.514	688.774	15%
Costo de ventas	571.642	497.711	15%
Utilidad operacional	218.872	189.063	16%
Utilidad Neta Controladora	117.680	88.856	32%
EBITDA	283.464	242.158	17%
Margen EBITDA	35,9%	35,2%	70 pbs
Margen Operacional	27,7%	27,4%	24 pbs
Margen Neto	14,9%	12,9%	199 pbs
Onzas de Oro Producidas	208.054	191.320	9%





Utilidad sorprende al cierre del año



Regresar

Consideramos los resultados financieros de ETB como NEUTRALES. Los ingresos de la compañía en el 4T17 presentaron una leve mejora a nivel anual como trimestral (2% A/A y 5% T/T), en medio de una recuperación operacional apoyada por su estrategia en Ventas, Austeridad y Servicio (VAS). En medio de lo anterior, mayores costos y gastos generaron un menor aumento en el EBITDA, reflejándose en un Margen EBITDA del 35% en el 4T17, mostrando una estabilidad a lo largo del año. Pese a lo anterior, la utilidad neta sorprendió al ubicarse en terreno positivo (COP 20 mil MM) en medio de un reembolso de COP 77 mil MM en impuestos y COP 21 mil MM en otros resultados integrales. Es importante mencionar que el principal factor alrededor del comportamiento del precio de la acción seguirá siendo, en nuestra opinión, el anuncio respecto a la venta de la participación del distrito en la ETB.

B

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

HECHOS RELEVANTES

• **Acercándose al VAS:** Los ingresos de la compañía en el 4T17 presentaron una leve mejora a nivel anual como trimestral (2% A/A y 5% T/T), en medio de una mayor diversificación de los ingresos. Por su parte, al cierre del 2017, la fibra óptica y móviles participaron del 25% de los ingresos, con un aumento del 4% frente al 2016, el cual corresponde a un decrecimiento en la participación del cobre hasta un 49%. La estrategia de la compañía del último año, enfocada en Ventas, Austeridad y Servicio (VAS) muestra resultados positivos, con un enfoque de las ventas hacia fibra óptica, televisión y móviles, cuya base de clientes varió anualmente un +44%, +10% y -15% respectivamente, en medio de una menor tasa de cancelación (churn), en un sector con una fuerte competencia. Las políticas austeras se reflejan en la reducción de su Opex y Capex del 10% y 25% respectivamente en el año, sumado a una mejora en el Servicio.

• **Margen EBITDA registra estabilidad:** Pese a los mayores ingresos, el aumento en los costos y gastos relacionados con el tema comercial generaron una leve contracción del margen EBITDA (35%), el cual se estabilizó en el año, luego de una mejora importante frente al 2016.

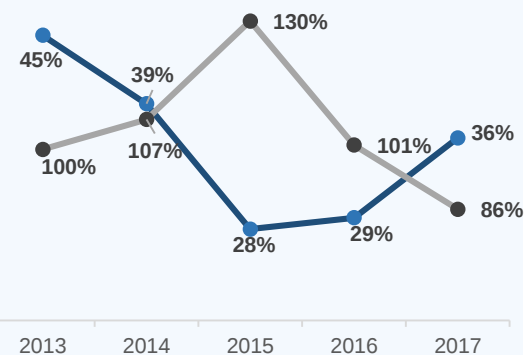
• **Sorpresa positiva de la Utilidad Neta:** Pese a las pérdidas operativas, la utilidad neta sorprende al ubicarse en terreno positivo (COP 20 mil MM) en medio de un reembolso de COP 77 mil MM en impuestos y otros resultados integrales por COP 21 mil MM.

4 de abril de 2018

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	450
Recomendación	Subponderar
Cap. Mcdo (COP bn)	18.55
Último Precio (COP)	2,020
% Precio YTD	0.25%

Indicadores



ETB

Cifras en COP miles de millones	4T2017	4T2016	3T2017	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	378	369	359	2%	5%
Costos y gastos totales	245	240	225	2%	9%
Utilidad Operacional	(57)	(77)	(44)	-	-
Utilidad o Pérdida Neta	20	(112)	(37)	-	-
EBITDA	133	129	134	3%	-1%
Margen EBITDA	35%	35%	37%	23 pbs	-214 pbs

Gerencia de Inversiones

Alejandro Pieschacon
Director de Inversiones
alejandropieschacon@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.