

---

# Resumen Resultados Corporativos 1T18

---

12 de junio de 2018

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

# Soplan sutiles vientos de cambio

## Resumen de Resultados Corporativos 1T18

En medio del entorno retador de la economía colombiana, el 30% de los emisores bajo análisis presentaron resultados positivos en el 1T18, mientras que el 50% se mostraron neutrales, con algunas señales de mejora. Destacamos el buen comportamiento del **Sector Petrolero**, donde a una dinámica operacional positiva, se sumaron tanto la eficiencia en la estructura de costos y gastos como el aumento en los precios del petróleo, reflejándose en los buenos resultados de Ecopetrol. Por el lado de **Utilities**, el mejor comportamiento en los precios de la energía favoreció a compañías como Celsia y Emgesa, mientras que la diversificación geográfica benefició los ingresos de ISA y la naturaleza monopólica y regulada en energía y gas soportó la estabilidad en las líneas de negocio de GEB. Por el lado del **Sector Financiero**, se dieron resultados mixtos, donde se continúa deteriorando la calidad de la cartera, nuestra mayor preocupación. Pese la menor dinámica económica, Davivienda presentó un buen comportamiento, en medio de una reducción en el gasto de provisiones y una mayor rentabilidad, mientras que para Bancolombia el crecimiento de la cartera continuó desacelerándose dada su exposición al segmento corporativo, sumado a la compresión en el NIM. Las compañías del **Sector de Consumo** plasman la difícil coyuntura en Colombia, aunque para Grupo Éxito es importante monitorear mayores señales de una recuperación gradual de las VMM y el mejor desempeño en Brasil, mientras que en Grupo Nutresa, pese al moderado crecimiento en ventas locales, destacamos el buen comportamiento de los volúmenes. Por otro lado, el **Sector de Construcción** sigue evidenciando un débil desempeño en los volúmenes de cemento y concreto, mitigado en parte por una mejora en los precios. Por último, el **Sector Aeronáutico** (Avianca) continúa mostrando una recuperación de los pasajeros transportados después de la finalización de la huelga de pilotos. En conclusión, así como la flor del cerezo florece en primavera, estimamos que sutiles vientos de cambio se presenten en el 2S18 en algunos sectores como el consumo y financiero, mientras que construcción se mantendría presionado por la coyuntura económica.

# A

## POSITIVOS



# B

## NEUTRALES



# C

## NEGATIVOS



# 55% de las compañías redujeron su utilidad

## Resumen de Resultados Corporativos 1T18

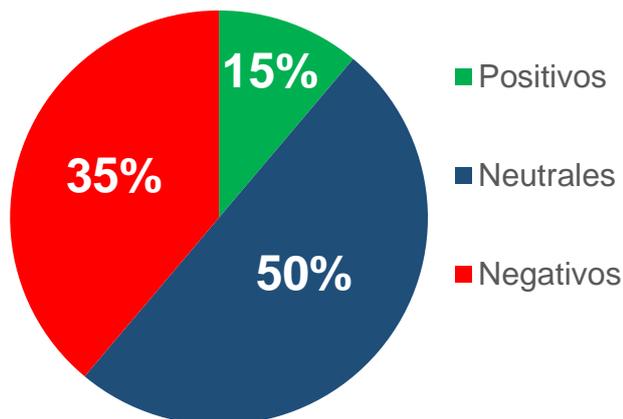
### Resumen de resultados 1T18 (CdB)

COP miles de millones (\* Cifras en miles USD)

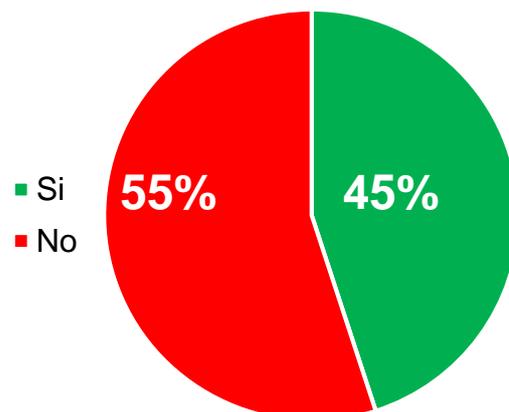
		Ingresos			EBITDA			Utilidad Neta		
		1T17	1T18	Var%	1T17	1T18	Var%	1T17	1T18	Var%
Positivos	Celsia	742	847	14%	241	290	20%	1	51	8400%
	Ecopetrol	13.371	14.642	10%	5.813	7.149	23%	886	2.615	195%
	Davienda	2.364	2.405	2%	443	579	31%	326	454	39%
Neutrales	BVC	51	52	2%	16	16	2%	8	10	25%
	ISA	1.574	1.631	4%	953	1.068	12%	240	298	24%
	Grupo Argos	3.357	3.311	-1%	863	941	9%	109	121	11%
	Nutresa	2.042	2.104	3%	265	273	3%	140	122	-13%
	GEB	771	831	8%	1.117	1.143	2%	516	329	-36%
	Avianca*	1.068	1.168	9%	216	227	5%	21	3	-86%
	Grupo Éxito	13.526	13.744	2%	669	620	-7%	-8	10	
	Cemargos	2.077	1.907	-8%	283	371	31%	-46	55	
	Canacol*	46.975	53.712	14%	34.244	35.567	4%	-7.942	8.278	
	ETB	370	354	-4%	131	121	-8%	-57	-65	
Negativos	Bancolombia	4.203	3.947	-6%	999	855	-14%	609	522	-14%
	Cemex*	328.683	301.081	-8%	92.608	65.904	-29%	35.420	29.991	-15%
	Mineros	190	180	-5%	76	66	-13%	24	20	-17%
	Grupo Sura	2.733	2.711	-1%	500	420	-16%	339	269	-21%
	ENKA	85	92	8%	7	5	-29%	4	2	-50%
	Concreto	318	226	-29%	52	33	-37%	15	2	-87%
	Terpel	3.589	4.113	15%	161	158	-2%	23	-8	

Para Sector Financiero y Grupo Sura el EBITDA fue reemplazado por la UAI

Calificación según número de compañías (CdB)



Nº de compañías que aumentaron su utilidad (CdB)



# Índice

(Hipervínculos)

[5. Bancolombia](#)

[8. Davivienda](#)

[11. Bogotá](#)

[13. Grupo Aval](#)

[15. BVC](#)

[17. Ecopetrol](#)

[24. Canacol](#)

[27. Éxito](#)

[30. GPA](#)

[33. Nutresa](#)

[36. Cementos Argos](#)

[39. Cemex Latam Holding](#)

[42. Concreto](#)

[45. Grupo Energía Bogotá](#)

[50. Celsia](#)

[53. Isa](#)

[56. Avianca](#)

[59. Grupo Argos](#)

[62. Grupo Sura](#)

[65. Corficolombiana](#)

[67. Terpel](#)

[70. Mineros](#)

[73. ETB](#)

[76. ENKA](#)



# Un ROE que no levanta cabeza

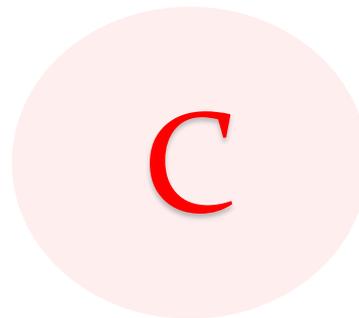
 Regresar



# Un ROE que no levanta cabeza

## Bancolombia | Resultados 1T18

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



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

12 de junio de 2018

### HECHOS RELEVANTES

• **Continúa desaceleración de la cartera por entorno retador:** La cartera bruta de Bancolombia continuó desacelerándose en el 1T18 (afectada en parte por la revaluación del peso colombiano), alcanzando su menor dinámica en los últimos años, con un crecimiento de 4,14% A/A (vs 5,17% A/A en 1T17 y 20,56% A/A en 1T16), donde todas las modalidades han presentado una ralentización (desaceleración). En este sentido, a pesar de que la cartera bruta ha estado jalonada por un crecimiento de doble dígito en el segmento de consumo (11,18% A/A), este muestra su menor comportamiento desde el 1T16. Por el lado de la cartera comercial y de vivienda, estas registran su más bajo crecimiento en los últimos años. **Para el 2T18 esperamos que la cartera continúe mostrando una débil dinámica, similar a la observada en el 1T18**, afectada en parte por la incertidumbre de las elecciones presidenciales, las cuales han generado que los consumidores y las empresas pospongan las decisiones de consumo e inversión.

• **NIM se contrae a pesar de menores costos de fondeo:** El Margen neto de interés (NIM) presentó una contracción tanto en comparación anual como trimestral, cerrando en 5,8% en el 1T18, donde se destaca el pobre desempeño del NIM de inversiones (-270pbs A/A) y un impacto negativo en los ingresos netos por intereses de COP 102 mil millones debido a la adopción de IFRS 9. A pesar de que Bancolombia reiteró su estrategia enfocada en reducir sus costos de fondeo (como lo ha venido haciendo), **consideramos que el NIM se seguirá viendo presionado en los próximos trimestres** por el efecto rezagado de la reducción en la tasa de intervención del Banrep sobre las tasas de colocación. El banco buscará mitigar este impacto reduciendo la vida media de los CDTs y promoviendo las cuentas corrientes y de ahorro, con el objetivo de mantener el costo de fondeo lo más bajo posible.

Información de la especie	
<b>Precio Objetivo (COP)</b>	<b>29.000</b>
<b>Recomendación</b>	<b>Neutral</b>
Cap. Mcdo (COP bn)	31,85
Último Precio (COP)	33.180
% Precio YTD	10,90%
Dividend Yield	3,08%
Participación Colcap	13,14%



**Omar Suarez**  
Gerente de Renta Variable

**Roberto Carlos Paniagua**  
Analista de Acciones

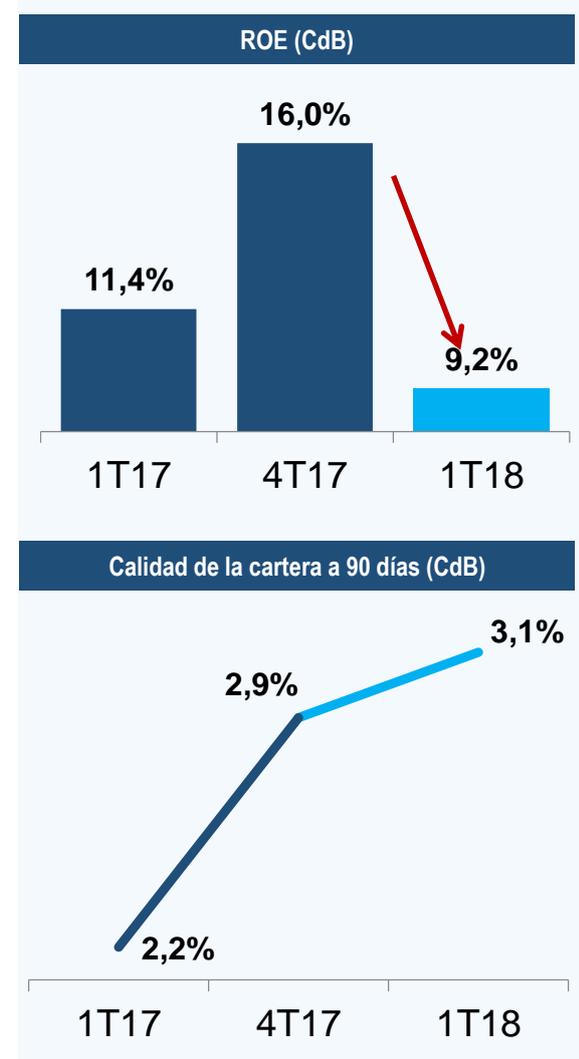


# Un ROE que no levanta cabeza

## Bancolombia | Resultados 1T18

• **Persiste deterioro en la calidad de la cartera de todas las modalidades:** El continuo deterioro en la calidad de la cartera del banco sigue siendo nuestra mayor preocupación, el cual se ubicó por encima de 5% en el 1T18, impactado por el deterioro en todas las modalidades de crédito. La compañía mencionó que se ha provisionado el 63% de la cartera de Electricaribe y el 30% de los créditos relacionados con el Sistema Masivo de Transporte. Esperamos que la calidad de la cartera se siga viendo presionada en los próximos trimestres por el aún débil comportamiento de la economía colombiana y mayores provisiones de eventos corporativos particulares como los nombrados anteriormente.

• **ROE vuelve a quedar por debajo del 10%:** La utilidad neta presentó un débil desempeño con una contracción del 14,3% A/A, impactado por un gasto de provisiones que continúa en niveles altos (+13% A/A) y una disminución importante en otros ingresos operacionales. A pesar de que el patrimonio registró un descenso de 5%, el ROE se ubicó de nuevo por debajo del 10%, reflejando el débil entorno económico. **Esperamos que el rendimiento del patrimonio se siga viendo presionado en los próximos trimestres por un alto gasto de provisiones**, razón por la cual la administración redujo su guía de ROE para el 2018 en 100 pbs de 13%-14% a 12%-13%. Aunque consideramos que esta guía es más realista, prevemos que aún continúa siendo un objetivo retador en medio de presiones bajistas sobre el NIM y una débil dinámica de la economía colombiana que empieza a mostrar señales de recuperación gradual. El banco mencionó que busca mitigar este impacto por medio de un mayor control de costos y con la automatización de las operaciones.



### Bancolombia

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





## **La casita roja clasifica al mundial**

 **Regresar**

**Consideramos los resultados de Davivienda del 1T18 como POSITIVOS.** A pesar del débil comportamiento de la economía colombiana, Davivienda presentó una buena dinámica operacional, la cual se vio reflejada en una mejora de sus principales indicadores. De esta manera, el NIM registró un incremento de 25 pbs A/A a pesar de menores tasas de colocación y una reducción en el rendimiento de las inversiones, lo cual fue compensado por el buen comportamiento de los ingresos de cartera y una reducción importante de los egresos financieros. De igual manera, menores gastos de provisión de la cartera comercial en Colombia y una mejora en el indicador de eficiencia se vieron reflejados en una buena dinámica de la utilidad neta, la cual presentó un comportamiento positivo en comparación anual y trimestral. Sin embargo, la cartera bruta continuó desacelerándose, afectada principalmente por un menor ritmo de crecimiento del segmento de consumo. Por otro lado, el deterioro en la calidad de la cartera sigue siendo nuestra mayor preocupación, donde el débil desempeño de la economía colombiana generó un deterioro en todas las carteras de crédito. En medio de unas mejores perspectivas para el banco y una recuperación operacional de los resultados a partir del 2S18, **augmentamos nuestro PO a COP 36.000.**



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

12 de junio de 2018

### HECHOS RELEVANTES

- **Cartera bruta sigue desacelerándose:** La cartera de Davivienda continuó reduciendo su ritmo de crecimiento (6,7% A/A en el 1T18), lo que refleja la aún débil dinámica de la economía colombiana y la postergación de las decisiones de consumo e inversión relacionadas con la incertidumbre generada por las elecciones presidenciales.

- **Segmento de consumo reduce su ritmo de crecimiento:** La desaceleración de la cartera está relacionada principalmente con un menor crecimiento del segmento de consumo (6,1% A/A en 1T18 vs 16,8% A/A en 1T17) y la revaluación del peso colombiano. Por otro lado, destacamos el buen desempeño de la cartera de vivienda, la cual sigue registrando incrementos de doble dígito, mientras el segmento comercial continúa con un lento ritmo de crecimiento, aunque estable frente a los anteriores trimestres. Por último, vale la pena resaltar que la cartera estuvo impulsada en mayor medida por la operación en Colombia (8,5% A/A vs 3,5% A/A en Centroamérica).

- **Se sigue deteriorando la cartera, nuestra mayor preocupación:** Durante el 1T18 se siguió observando un deterioro en la calidad de la cartera en todas las modalidades (+118 pbs). Este comportamiento está explicado principalmente por una menor capacidad de pago de los deudores como consecuencia de la desaceleración de la economía colombiana y la materialización de riesgos con algunos clientes y sectores particulares en el segmento comercial. Es importante monitorear este indicador, que constituye nuestra mayor preocupación, el cual podría empezar a mostrar una lenta mejora desde finales del año, favorecido por una recuperación gradual de la economía colombiana, menores tasas de interés, mayor poder adquisitivo de los consumidores y una mejor dinámica de la inversión.

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	36.000
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdo (COP bn)	16,12
Último Precio (COP)	35.700
% Precio YTD	19,24%
Dividend Yield	2,24%
Participación Colcap	3,16%



**Omar Suarez**

Gerente de Renta Variable

**Roberto Carlos Paniagua**

Analista de Acciones

• **Buena dinámica operacional se ve reflejada en mayor Margen Financiero Neto:**

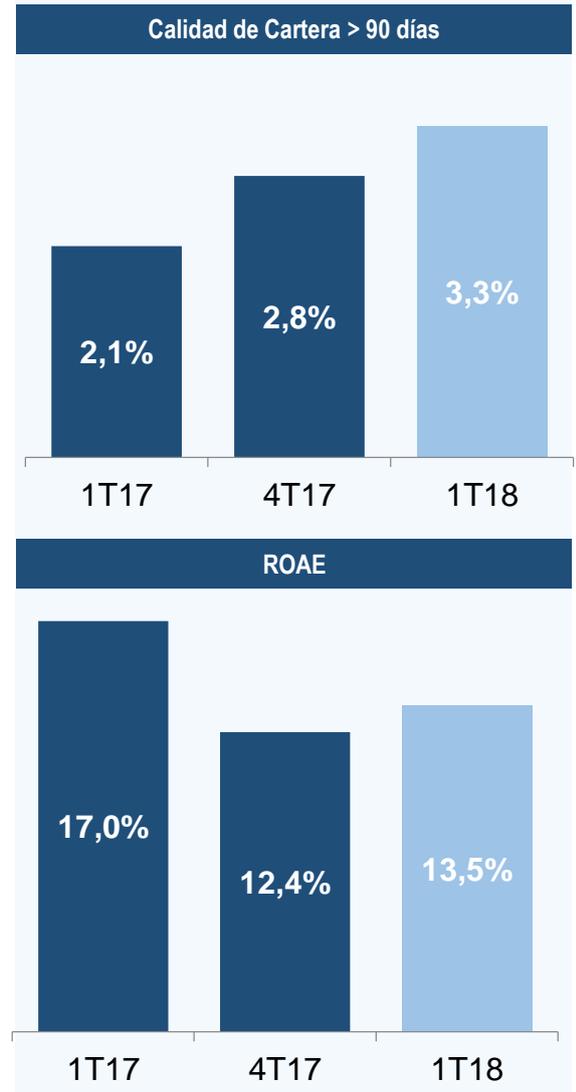
Los ingresos de cartera estuvieron impulsados por la buena dinámica de los segmentos de consumo y vivienda, mientras que los ingresos de la cartera comercial se contrajeron 6,3% A/A por la reducción en las tasas de colocación. Por el lado de los ingresos por inversiones, estos registraron un débil desempeño (-11,9% A/A) relacionado con menor rentabilidad de estas asociado con una tasa de intervención más baja, lo cual favoreció los egresos financieros por medio de menores costos de cuentas de ahorro y depósitos a término. Lo anterior se vio reflejado en un buen comportamiento del Margen Financiero Neto, el cual presentó un crecimiento en comparación anual (21,2% A/A) y trimestral (17,6% T/T).

• **NIM muestra sólido desempeño a pesar de menores tasas de colocación:**

El NIM presentó un buen comportamiento en el 1T18 a pesar de la disminución en las tasas de colocación por la menor tasa de intervención del Banrep. De esta manera, el NIM se vio favorecido por mayores ingresos de cartera y la disminución en los egresos financieros, a pesar de menores ingresos de inversiones. La administración de la entidad mencionó que el NIM permanecería entre 6,5%-6,6% en el año, lo cual consideramos como positivo en medio de una reducción gradual de las tasas de colocación.

• **Utilidad es impulsada por menores egresos financieros y de provisiones:**

La ganancia neta presentó un buen comportamiento en comparación anual y trimestral, favorecida por los egresos financieros, especialmente los relacionados con los depósitos a la vista y los depósitos a término. De igual manera, la reducción en los gastos de provisiones estuvieron impulsados principalmente por la cartera comercial en Colombia. Asimismo, esta se vio beneficiada por una menor tasa efectiva de impuesto y el buen comportamiento de los ingresos operacionales.



## Davivienda

Cifras en COP miles de millones	1T18	1T17	4T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos financieros	2.405	2.364	2.325	1,7%	3,4%
Egresos Financieros	890	1.011	919	-12,0%	-3,2%
Margen financiero bruto	1.515	1.353	1.405	12,0%	7,8%
Provisiones	464	486	512	-4,5%	-9,4%
Margen financiero neto	1.051	867	894	21,2%	17,6%
Impuesto de Renta	125	117	52	6,8%	140,4%
Utilidad Neta	454	326	360	39,3%	26,1%
NIM	6,51%	6,26%	6,38%	25 pbs	13 pbs
ROAE	13,5%	17,00%	12,40%	-350 pbs	110 pbs
Eficiencia	46,2%	46,40%	46,60%	-20 pbs	-40 pbs
Solvencia	13,08%	12,32%	12,52%	76 pbs	56 pbs
Calidad de Cartera *	3,25%	2,07%	2,76%	118 pbs	49 pbs
Cobertura de Cartera *	124,70%	124,50%	107,10%	20 pbs	1760 pbs

\* A 90 días





# Banco de Bogotá

 Regresar

## HECHOS RELEVANTES

- **La utilidad neta atribuible para el 1T2018 fue de 609.8 miles de millones de pesos.** La Cartera Bruta total creció 4.0% en los últimos 12 meses a COP 100.1 billones y mostró un leve decrecimiento de 2.2% durante el primer trimestre de 2018.

- **Los depósitos crecieron 1.5% en el último año a COP 97.3 billones.** El indicador de Depósitos/Cartera en el 1T2018 fue 101.3%. Los Depósitos representaron el 80.3% del total del fondeo a marzo 31 de 2018. Los depósitos a término contribuyeron con el 40.7% del total de los depósitos, las cuentas de ahorro contribuyeron con el 30.9% del total, y las cuentas corrientes alcanzaron el 28.0%.

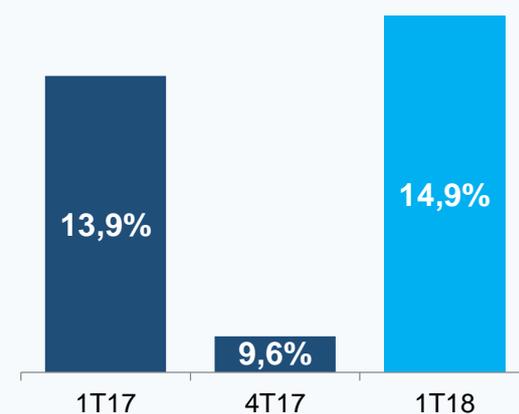
- **El Margen Neto de Interés de cartera fue de 6.7% en 1T2018,** un decrecimiento del 6.8% frente al 1T2017. El Margen Neto de Interés de inversiones fue de -0.2% en 1T2018, decreciendo 0.9% en comparación a 1T2017. El Margen Neto de Interés fue 5.6% en 1T2018 por debajo del 6.0% en el 1T2017, en línea con la reducción de tasas de interés en Colombia por parte del Banco de la Republica. La calidad de cartera, medida como cartera vencida mayor a 90 días, permaneció estable en 2.1% para 1T2018.

- **El indicador de Capital regulatorio consolidado fue de 12.8% para la solvencia total y de 9.0% para Tier I.** Estos indicadores se encuentran significativamente por encima del mínimo. **El indicador de eficiencia fue de 46.4% en 1T2018, comparado con el 49.8% de 1T2017.**

### Comportamiento de la acción



### Distribución del portafolio de Cartera



Fuente: Banco de Bogotá, presentación de resultados 1T18

## Banco de Bogotá

Cifras en COP miles de millones	1T18	1T17	4T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos por intereses	2.761	2.834	2.818	● -2,0%	● -2,6%
Gasto por Intereses	1.056	1.207	1.106	● -4,5%	● -12,5%
Ingresos netos por intereses	1.705	1.627	1.712	● -0,4%	● 4,8%
Provisiones Netas	615	494	615	● 0,0%	● 24,6%
Utilidad Neta	410	558	410	● 0,0%	● -26,6%
NIM	5,6%	6,0%	6,0%	● -40 pbs	● -40 pbs
ROE	14,9%	13,9%	9,6%	● 530 pbs	● 100 pbs
Eficiencia	46,4%	49,8%	50,4%	● -400 pbs	● -340 pbs
Calidad de Cartera 30 días	3,7%	3,3%	3,5%	● 20 pbs	● 40 pbs
Relación de Solvencia	12,8%	13,9%	13,5%	● -70 pbs	● -110 pbs



# Grupo Aval



### HECHOS RELEVANTES

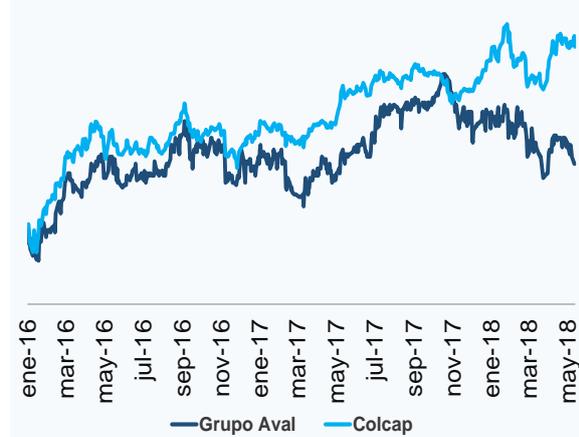
- Reportó una utilidad neta atribuible a los Accionistas de COP 598 miles de millones para el 2017 frente a COP 587 miles de millones reportado para 2016. El ROAE del trimestre fue 15.3%, decreciendo 10 pbs A/A, aunque aumentando 370 pbs T/T. De igual forma, el ROAA para el trimestre fue 1.6%, permaneciendo estable anualmente.

- En el primer trimestre del año, los resultados se vieron impactados por la adopción del IFRS 9, el cual solo se reflejará en el presente trimestre.

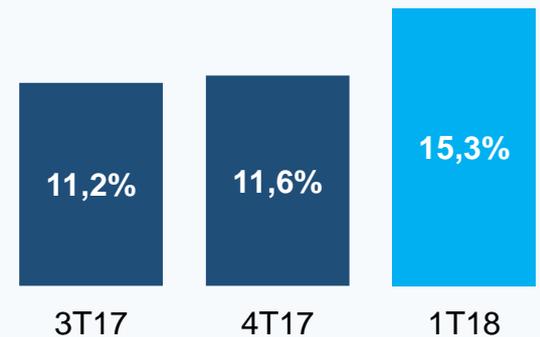
- Durante el 1T18 la cartera bruta creció 4.3% frente al 1T17, donde la cartera de consumo (incluyendo crédito hipotecario) creció 7.4%, la cartera hipotecaria un 18.1% y la cartera comercial un 2.0% vs el cuarto trimestre de 2017. De igual forma, el deterioro de la cartera vencida a más de 90 días continuó aumentando y se ubicó en 2.9%.

- El NIM de la operación consolidada decreció aproximadamente 10 pbs ubicándose en 5.8% durante el primer trimestre del año. El costo de riesgo aumentó 37 pbs vs 1T17, incluyendo un impacto de 24 pbs debido al efecto de eventos corporativos, principalmente Electricaribe. Aunque en términos trimestrales fue 34 pbs menor al 4T17. De igual forma, los márgenes de rentabilidad ROAA y ROAE incrementaron trimestralmente 36 pbs y 371 pbs respectivamente, aunque el ROAE se contrajo 9 pbs anualmente.

### Comportamiento de la acción



### ROAE



Fuente: Grupo Aval, presentación de resultados 1T18

### Grupo Aval

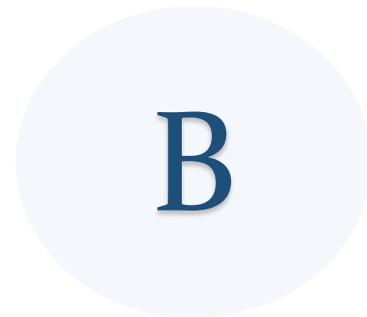
Cifras en COP miles de millones	1T18	1T17	4T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos por intereses	4.589	4.729	4.623	-3,0%	-0,7%
Gasto por Intereses	1.861	2.189	1.961	-15,0%	-5,1%
Ingresos netos por intereses	2.728	2.540	2.662	7,4%	2,5%
Pérdida por deterioro de activos financieros	873	742	1.200	17,7%	-27,3%
Utilidad Neta	598	587	467	1,9%	28,1%
NIM	5,8%	5,9%	5,9%	-10 pbs	-10 pbs
ROAE	15,3%	15,4%	11,6%	-10 pbs	370 pbs
Eficiencia	45,9%	45,9%	46,3%	0 pbs	-40 pbs
Calidad de Cartera	2,9%	2,2%	2,8%	70 pbs	10 pbs



## Deceval fortalece a la BVC

 Regresar

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



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

### HECHOS RELEVANTES

• **Deceval aporta su granito a los ingresos:** En el 1T18 los ingresos proforma registraron un aumento del 3,1% A/A hasta los COP 52 mil MM, principalmente por un crecimiento del 10% A/A en servicios de emisión (COP 13,2 mil MM), en medio de mayores ingresos por Depósito de Emisiones (7% A/A) provenientes de la unión con Deceval y la emisión pública de acciones de Celsia, pese a una reducción del 43% A/A en emisiones de renta fija. Dicha unión generó una nueva línea de ingresos denominados Post – Trading (+5% A/A), liderados por el rubro de Custodias. De esta manera, los ingresos diferentes al “Trading” (+5% A/A) jalonaron los ingresos consolidados, mientras que los de Trading decrecieron 0,5% A/A. Pese a mayores Costos y Gastos (+3,1% A/A) por la integración con Deceval, un incremento del 82,5% A/A en Ingresos de Asociadas aportaron a la Utilidad Neta, cuyo Margen se ubicó en 20% (+370 pbs A/A), mientras que el Margen EBITDA se mostró estable (32%).

• **Deceval fortalece el Patrimonio de la BVC:** El incremento del Patrimonio (+335% A/A) se debió principalmente a un aumento significativo de los Excedentes de Capital (+ COP 277 mil MM) y de las Reservas de COP 11,5 mil MM como resultado de la operación con Deceval. Cabe recordar que, tras el reverse split del 30 de Abril el factor de conversión fue de 500 acciones a 1 acción, generando que el nuevo precio de la acción sea de COP 11.260, con dividendo ordinario de COP 500 en efectivo, pagadero en dos cuotas iguales.

12 de junio de 2018

Información de la especie	
<b>Precio Objetivo (COP)</b>	<b>12.000</b>
<b>Recomendación</b>	<b>Neutral</b>
Cap. Mcdo (COP bn)	0,68
Último Precio (COP)	23
% Precio YTD	-12,79%
Beta Ajustado	0,50



— BVC — Colcap



**Omar Suarez**  
Gerente de Renta Variable

**Roberto Carlos Paniagua**  
Analista de Acciones

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



## Margen EBITDA saca pecho

 Regresar

Consideramos los resultados financieros de Ecopetrol del 1T18 como **POSITIVOS**. La compañía presentó una buena dinámica operacional, alcanzando su mayor margen EBITDA en 4 años, favorecido por: **1)** Mayores precios del petróleo; **2)** una estructura de costos más eficiente; **3)** La mitigación del impacto de ataques a oleoductos por medio de la reversión del sistema Bicentenario; **4)** Menores costos de dilución gracias al transporte de crudos de mayor viscosidad; y **5)** La recuperación operacional de la Refinería de Cartagena. Por otro lado, aunque la producción se vio afectada por problemas de orden público en varios campos del Meta, esperamos una recuperación hacia los 715 kbepd en los próximos trimestres. Teniendo en cuenta la fuerte valorización en el precio del petróleo y las mayores eficiencias alcanzadas por la compañía aumentamos nuestro precio objetivo a COP 3.000. Sin embargo, es importante monitorear el comportamiento del precio del crudo y el posible crecimiento inorgánico de las reservas (dada la sólida posición de caja y bajos niveles de apalancamiento) teniendo en cuenta su impacto potencial sobre el precio objetivo.



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

12 de junio de 2018

### HECHOS RELEVANTES

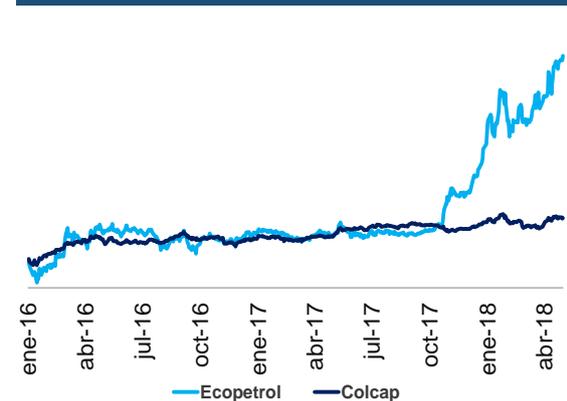
• **A pesar de menor producción, mayores precios del petróleo impulsan los ingresos:**

Las ventas totales de Ecopetrol presentaron un buen comportamiento (9,5% A/A) debido al repunte en el precio del petróleo (23,1% A/A) y a un diferencial de crudos de exportación que permanece en niveles favorables a pesar de su deterioro frente al trimestre anterior (4T17). Esto se dio a pesar de una menor tasa de cambio y la disminución en la producción, la cual se vio afectada por el cierre temporal de los campos Castilla, Chichimene y CPO9 debido a problemas de orden público. Por otro lado, a pesar de una revaluación del peso colombiano, los ingresos del Midstream aumentaron 9,3% A/A por la entrada en operación del sistema San Fernando-Monterrey y la reversión del oleoducto Bicentenario, mientras que las ventas del Downstream se beneficiaron de una mayor carga y margen de refinación de la Refinería de Cartagena.

• **Esperamos que la producción se recupere en los siguientes trimestres a niveles cercanos de 715 kbepd** y que la carga y margen de refinación de Reficar sigan mostrando una buena dinámica. Importante monitorear la carga de la refinería de Barrancabermeja y los volúmenes transportados en el Midstream.

• **Margen EBITDA alcanza mayor nivel desde 2014:** Ecopetrol presentó una buena dinámica operacional, con un margen EBITDA por encima de nuestras expectativas y las del mercado, alcanzando su mayor nivel en 4 años y reflejando una estructura de costos más eficiente. El EBITDA se vio favorecido por menores importaciones de combustibles y de crudo, una reducción en el consumo de diluyente gracias al transporte de crudos con mayor viscosidad y la eliminación del impuesto a la riqueza. Resaltamos la mejora en el margen EBITDA de los segmentos de Upstream y Midstream.

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	3.000
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdo (COP bn)	129,11
Último Precio (COP)	3.140
% Precio YTD	42,08%
Dividend Yield	2,83%
Participación Colcap	15,24%



**Omar Suarez**

Gerente de Renta Variable

**Roberto Carlos Paniagua**

Analista de Acciones

### • Menores impuestos y gastos financieros impulsan la utilidad neta:

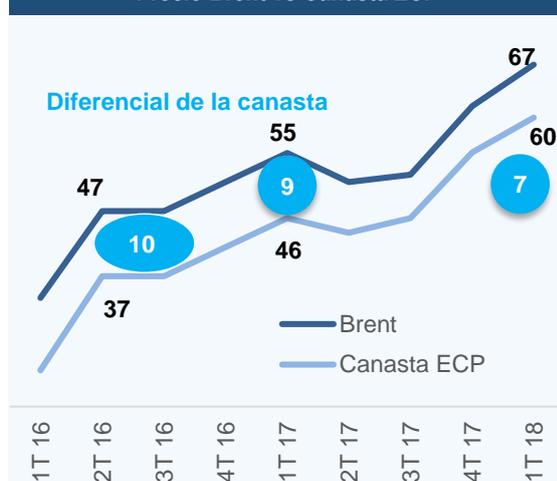
La utilidad presentó un buen comportamiento en el primer trimestre del año (+195% A/A), pasando de COP 886 mil millones en el 1T17 a COP 2.615 mil millones. Las ganancias se vieron favorecidas por una buena dinámica operacional, menores gastos financieros y una reducción importante en la tasa efectiva de impuestos (53,5% en 1T17 vs 40% en 1T18). Esperamos que la reducción de las tasas de interés en Colombia y el prepago de créditos que ha venido realizando la compañía seguirán favoreciendo la utilidad en los próximos trimestres. Destacamos que los 3 segmentos mostraron un incremento en la ganancia neta.

### • ¿Menores niveles de deuda apalancarían compra de reservas?:

Destacamos que el continuo desapalancamiento de la compañía, la sólida posición de caja y su buena dinámica operacional le brindan mayor flexibilidad financiera para realizar una adquisición. Dado que el bajo nivel de reservas de Ecopetrol (7,1 años vs 13 años de sus comparables) sigue siendo nuestra mayor preocupación, consideramos que el crecimiento inorgánico de estas juega un papel fundamental en la sostenibilidad de mediano y largo plazo de la empresa, además de ser un driver muy importante para la acción. De esta manera, el nivel de endeudamiento (Deuda Neta/EBITDA) se redujo de 1,7x en el 1T17 a 1,0x en el 1T18.

• **En el campo exploratorio, Ecopetrol finalizó la perforación de los pozos Búfalo-1 y Jaspé-6D.** El primero se encuentra en evaluación, mientras el segundo fue declarado exitoso al encontrar crudo pesado. Actualmente, Ecopetrol se encuentra en perforación de los pozos delimitadores operados por la compañía Parex: Coyote-2, ubicado en el Valle Medio del Magdalena (Bloque De Mares) y Capachos Sur-2, localizado en el Piedemonte (Bloque Capachos).

Precio Brent vs Canasta ECP



Margen EBITDA



### Ecopetrol

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

**Consideramos los resultados financieros del Segmento de UPSTREAM del 1T18 como POSITIVOS.** El segmento de Producción & Exploración presentó un buen comportamiento operacional gracias al importante repunte en el precio del petróleo y la continua optimización en su estructura de costos y gastos. A pesar de que la producción de sus 4 principales campos (Rubiales, Castilla, Chichimene y Cupiagua) presentaron una contracción en comparación anual y trimestral y que el diferencial de la canasta se redujo frente al 4T17, el margen EBITDA alcanzó su mayor nivel en 4 años (desde el 2T14), favorecido en parte por menores costos en fletes y muelles asociados a la reducción en las importaciones de crudo y refinados, y la eliminación del impuesto a la riqueza. De igual manera, es importante destacar que la relevante disminución en los costos de dilución (-14% A/A) muestran el éxito de su estrategia de reducir la utilización de diluyentes gracias al transporte de crudos de mayor viscosidad. Por último, hay que resaltar el buen desempeño de la utilidad neta, impulsada por una caída en los gastos financieros (gracias al prepago de la deuda y costos financieros más bajos) y una menor tasa efectiva de impuestos.

### HECHOS RELEVANTES

12 de junio de 2018

• **Principales pozos reducen su producción:** Durante el primer trimestre la producción presentó una disminución importante (-1,5% A/A y -2,3% T/T), donde los 4 principales campos mostraron una contracción tanto en comparación anual como trimestral (Rubiales, Castilla, Chichimene y Cupiagua), compensado parcialmente por Cusiana y Piedemonte. Destacamos que la producción se vio impactada por el cierre temporal de los campos Castilla, Chichimene y CPO por problemas de orden público, sumado al limitado flujo de vertimientos de agua de campo Rubiales por los bajos niveles del río Caño Rubiales. Ecopetrol comentó que la producción se ha recuperado de manera paulatina, alcanzando 715 kbe/d al cierre de marzo, nivel que esperamos que continúe en los próximos trimestres de la mano del continuo desarrollo y expansión del recobro mejorado.

• **Ingresos afectados por menor diferencial de la canasta y reducción de la producción:** Aunque el repunte en el precio del petróleo generó un incremento anual de los ingresos del Upstream en 23% A/A, estos mostraron una contracción en comparación trimestral (-5% T/T), explicado por una reducción en la producción (-16 be/d vs 4T17) y un deterioro en el diferencial de la canasta.

• **Optimización operacional impulsa el EBITDA:** El segmento de Upstream presentó su mayor margen EBITDA desde el 2T14, impulsado por una estructura de costos y gastos más eficiente, la disminución relevante en los costos de dilución (-14% A/A), la eliminación del impuesto a la riqueza y menores importaciones de crudo y refinados, favoreciendo el comportamiento operacional.

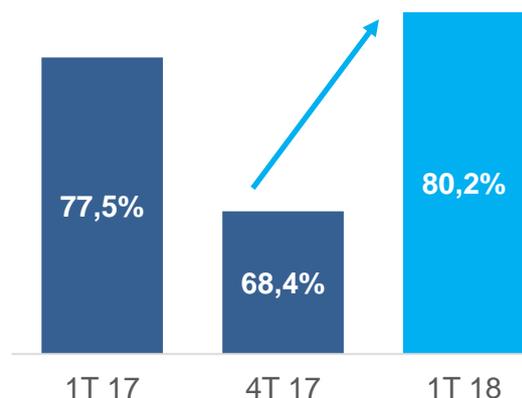
• **Utilidad neta se ubica sobre el billón:** La utilidad presentó un buen desempeño, favorecida por una reducción de los gastos financieros (por prepago de la deuda y disminución en los costos financieros) y una menor tasa efectiva de impuestos.



#### Participantes del Upstream



#### Margen EBITDA (Upstream)



Consideramos los resultados financieros del Segmento de MIDSTREAM del 1T18 como **POSITIVOS**. En la medida en que el negocio de Transporte presentó su mayor margen EBITDA histórico (80,2%), destacamos que esto fue explicado en gran parte por aspectos particulares en el trimestre, como lo fueron la eliminación del impuesto a la riqueza y las demoras en las actividades de mantenimiento, lo cual podría presionar el margen en los próximos trimestres debido a la reactivación de estos mantenimientos. Asimismo, la entrada en operación del sistema San Fernando-APIAY y mayores volúmenes transportados en la reversión del Oleoducto Bicentenario seguirían presionando los costos variables, los que aumentaron 48,2% A/A en el 1T18. Por otro lado, resaltamos que aunque los volúmenes transportados de crudo continuaron presentando una reducción importante (-1,2% A/A), alcanzando nuevos mínimos de los últimos años por la menor producción, la buena dinámica de los volúmenes transportados por poliductos (6,3% A/A) mitigaron este comportamiento. Esperamos que los resultados del Midstream permanezcan estables en los próximos trimestres, con una leve mejora de los volúmenes transportados de crudo por el incremento en la producción de Ecopetrol.

### HECHOS RELEVANTES

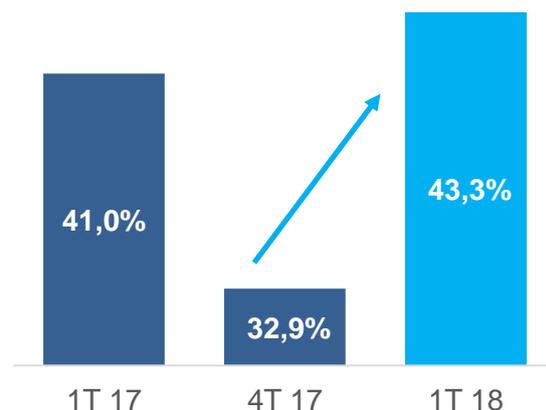
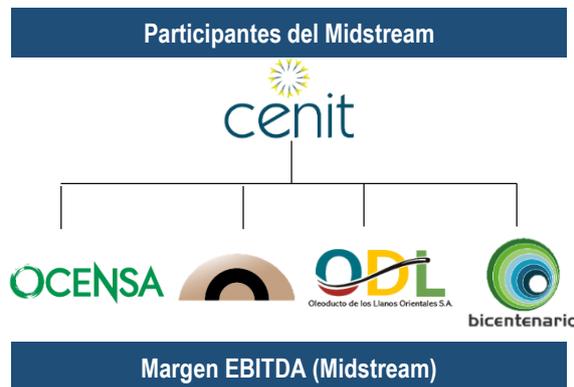
• **Volúmenes de transporte de crudo alcanza nuevos mínimos:**

Los volúmenes transportados de crudo continuaron mostrando un comportamiento negativo en el 1T18, ubicándose en mínimos por debajo de 800 kbpd, explicado principalmente por la menor producción de los campos Castilla, Chichimene y CPO9 relacionado con problemas de orden público, los continuos ataques a la infraestructura petrolera y la detección de múltiples válvulas ilícitas sobre el Oleoducto Trasandino. Mientras tanto, los volúmenes por poliductos (los que transportan productos refinados) siguen mostrando un buen desempeño, alcanzando nuevos máximos (283 kbpd). Los volúmenes transportados totales (oleoductos más poliductos) permanecieron estables respecto al 1T17 (0,7% A/A), aunque se contrajeron respecto al trimestre anterior (-2,5% T/T).

• **Menor tasa de cambio no logra opacar los ingresos:** A pesar de la debilidad del dólar, los ingresos presentaron un buen desempeño (9,3% A/A) debido a la estabilidad en los volúmenes totales transportados (0,7% A/A), la mitigación de los ataques al sistema Caño Limón-Coveñas con la reversión del Oleoducto Bicentenario y la entrada en operación del sistema San Fernando-APIAY. Sin embargo, los ingresos se contrajeron en comparación trimestral (-2,3%), afectados por menores volúmenes transportados vs 4T17.

• **Margen EBITDA alcanza nuevos máximos:** Aunque los costos variables presentaron un repunte (48% A/A) por la entrada en operación del sistema San Fernando-APIAY y mayores volúmenes transportados en la reversión del Oleoducto Bicentenario, el margen EBITDA alcanzó nuevos máximos, ubicándose por primera vez sobre el 80%. Este se vio favorecido menores costos fijos (-23% A/A) debido a demoras en mantenimientos que se realizarían en los próximos meses y la reducción en gastos operacionales (-46% A/A) por la eliminación del impuesto a la riqueza. De igual manera, destacamos la reducción en los costos por barril transportado (-8,5% A/A).

12 de junio de 2018



**Consideramos los resultados financieros del Segmento de DOWNSTREAM del 1T18 como NEUTRALES.** Aunque se continua evidenciando una recuperación operacional de la refinería de Cartagena, el deterioro en el margen bruto de refinación de Barrancabermeja afectó los resultados del segmento de Downstream, donde el margen EBITDA permaneció estable. Los ingresos del segmento (15,6% A/A) estuvieron impulsados por mayores precios de los productos de ambas refinerías, en línea con el comportamiento del incremento en el precio del petróleo. Por otro lado, el EBITDA estuvo afectado por un incremento en los costos de venta del 17% A/A relacionado con: **1) El aumento en la carga de Reficar; 2) Mayores precios de la canasta de crudos en ambas refinerías; 3) Un costo de la materia prima más elevado de Esenttia; y 4) Un incremento en las cantidades compradas de caña de azúcar de Bionergy.** Sin embargo, destacamos que menores gastos operacionales favorecieron el EBITDA, debido a una reducción de los gastos relacionados con la estabilización de la operación de la Refinería de Cartagena y la eliminación del impuesto a la riqueza. Por último, es importante resaltar que menores gastos financieros favorecieron la utilidad neta del segmento, beneficiados por la revaluación del peso colombiano y la reducción en los niveles de endeudamiento.

12 de junio de 2018

## HECHOS RELEVANTES

• **Carga y margen bruto de refinación de Reficar muestran buen comportamiento:** La estabilización de la operación de la Refinería de Cartagena permitió que la carga promedio se consolidara alrededor de 145 kbpd, estable frente al 4T17, piso sobre el cual esperamos que permanezca en los próximos trimestres. La compañía resaltó que la carga de la refinería alcanzó los 165 kbpd en algunos días de marzo. Por otro lado, destacamos que el margen bruto de refinación continuó mostrando un buen comportamiento a pesar del repunte en el precio del crudo, permaneciendo durante 7 meses consecutivos en doble dígito con un incremento anual del 69%, aunque con reducción trimestral del 8%, alcanzando USD/BI 11,5.

• **Margen EBITDA de Reficar alcanza mayor nivel en 4 años:** Resaltamos que la Refinería de Cartagena continua mostrando una recuperación operacional en el 1T18, reflejado en un margen EBITDA de 4,8%, su mayor nivel en 4 años, explicado principalmente por menores gastos operacionales relacionados con la finalización de la prueba global de desempeño y la eliminación del impuesto a la riqueza. Por otro lado, a pesar de una importante reducción de los gastos financieros, la refinería continúa presentando pérdida neta.

• **Margen de refinación de Barrancabermeja continua deteriorándose:** Aunque la carga de la refinería de Barrancabermeja permaneció estable alrededor de 215 kbpd, destacamos que el margen bruto de refinación continuó su comportamiento bajista, alcanzando su menor nivel desde el 2T14 (USD/BI 11,8) debido al repunte en el precio del petróleo y la reducción en el diferencial de productos (principalmente el fuel oil y la gasolina).

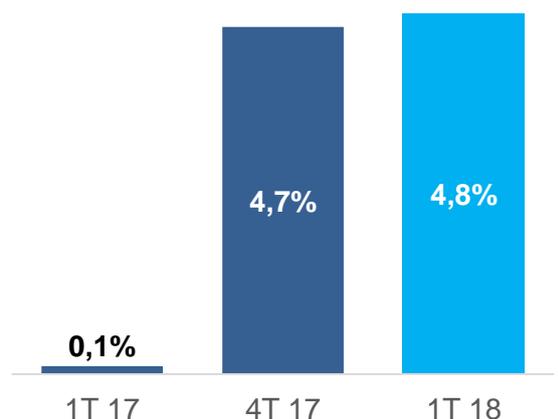
• El margen EBITDA del Downstream permaneció estable en 8% y la utilidad neta se vio favorecida por menores gastos financieros.



### Participantes del Downstream



### Margen EBITDA (Reficar)



## Upstream

Cifras en COP miles de millones	1T18	1T17	4T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	9.963	8.099	10.484	23%	-5%
Costo variables	3.398	2.890	3.583	18%	-5%
Costo fijos	2.017	1.637	2.278	23%	-11%
Costo de ventas	6.610	6.014	7.117	10%	-7%
Utilidad bruta	3.353	2.085	3.367	61%	0%
Gastos operativos	350	485	819	-28%	-57%
Utilidad operacional	3.003	1.600	2.548	88%	18%
Utilidad Neta Controladora	1.540	429	1.670	259%	-8%
EBITDA	4.317	3.321	3.444	30%	25%
Margen Bruto	33,7%	25,7%	32,1%	791 pbs	154 pbs
Margen Operacional	30,1%	19,8%	24,3%	1039 pbs	584 pbs
Margen Neto	15,5%	5,3%	15,9%	1016 pbs	-47 pbs
Margen EBITDA	43,3%	41,0%	32,9%	233 pbs	1048 pbs



## Midstream

Cifras en COP miles de millones	1T18	1T17	4T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	2.729	2.496	2.793	9%	-2%
Costo variables	169	114	190	48%	-11%
Costo fijos	310	406	423	-24%	-27%
Costo de ventas	758	791	902	-4%	-16%
Utilidad bruta	1.971	1.705	1.891	16%	4%
Gastos operativos	73	136	216	-46%	-66%
Utilidad operacional	1.898	1.569	1.675	21%	13%
Utilidad Neta Controladora	771	673	772	15%	0%
EBITDA	2.189	1.935	1.911	13%	15%
Margen Bruto	72,2%	68,3%	67,7%	391 pbs	452 pbs
Margen Operacional	69,5%	62,9%	60,0%	669 pbs	958 pbs
Margen Neto	28,3%	27,0%	27,6%	129 pbs	61 pbs
Margen EBITDA	80,2%	77,5%	68,4%	269 pbs	1179 pbs



## Downstream

Cifras en COP miles de millones	1T18	1T17	4T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	8.075	6.987	8.184	16%	-1%
Costo variables	6.863	5.848	6.873	17%	0%
Costo fijos	438	382	615	15%	-29%
Costo de ventas	7.598	6.494	7.753	17%	-2%
Utilidad bruta	477	493	431	-3%	11%
Gastos operativos	198	362	-704	-45%	-128%
Utilidad operacional	279	131	1.135	113%	-75%
Utilidad Neta Controladora	304	-215	985	-	-69%
EBITDA	643	558	423	15%	52%
Margen Bruto	5,9%	7,1%	5,3%	-115 pbs	64 pbs
Margen Operacional	3,5%	1,9%	13,9%	158 pbs	-1041 pbs
Margen Neto	3,8%	-3,1%	12,0%	684 pbs	-827 pbs
Margen EBITDA	8,0%	8,0%	5,2%	-2 pbs	279 pbs





# Llegan buenas noticias desde Sabanas

 Regresar



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

12 de junio de 2018

Consideramos los resultados financieros de Canacol del 1T18 como **NEUTRALES**. Los ingresos de la compañía se vieron favorecidos por: **1)** Un repunte en la producción de gas asociada con la entrada en operación de Sabanas; **2)** La fuerte valorización en el precio del crudo; **3)** Una recuperación en la producción petrolera frente a la tendencia observada en los trimestres anteriores y; **4)** Recuperación de los precios del gas frente al comportamiento bajista observado en el año 2017. Por otro lado, a pesar del buen desempeño de los ingresos, los altos gastos de transporte presionaron la operación de la compañía, provocando una contracción del margen EBITDAX y de la ganancia operacional neta (Netback). Por último, cabe mencionar que la utilidad estuvo impulsada por una reducción en los gastos financieros y la recuperación del impuesto de renta diferido. Es importante monitorear un posible retraso de la entrada en operación de la expansión de Promigas, el cual añadiría 100 MMscfpd a la capacidad de transporte, lo que impediría el aumento de producción previsto para la compañía en diciembre del 2018.

### HECHOS RELEVANTES

• **Producción es impulsada por Sabanas:** La producción de gas natural presentó un repunte importante en el 1T18 (28% A/A), impulsada por la entrada en operación del gasoducto Sabanas, donde se observó un aumento relevante en la producción de Esperanza (22% A/A), VIM-5 (63% A/A) y VIM-21. Por otro lado, aunque los campos colombianos de petróleo presentaron una leve reducción de la producción en comparación anual (-4% A/A), destacamos que registraron una recuperación frente al comportamiento bajista evidenciado durante todo el año 2017. Importante monitorear cualquier retraso en la expansión del gasoducto de Promigas, el cual debería entrar en operación el 1 de diciembre, afectando la expectativa de un aumento importante en la producción, dado que este elevaría en 100MMscfpd la capacidad de transporte de Canacol.

• **Activos petroleros siguen en venta:** La compañía reiteró la intención de vender sus activos petroleros en Colombia para enfocarse en el negocio de gas, en línea con su estrategia corporativa. Para esto, ha clasificado algunos bloques como mantenidos para la venta, lo cual espera que finalice este mismo año. Por otro lado, es importante recordar que a partir del próximo trimestre no se contabilizaría la producción de la operación en Ecuador, dado que en febrero del 2018 se realizó su venta.

• **Ingresos impulsados por mayores niveles de producción y precio:** Los ingresos de Canacol presentaron un buen comportamiento (24% A/A), jalonados por un repunte en la producción de gas y mayores precios del crudo. Aunque los precios del gas permanecieron estables en comparación anual, estos mostraron una recuperación frente a los últimos trimestres, dando fin al comportamiento bajista evidenciado en 2017.

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	11.200
Recomendación	Sobreponderar
Cap. Mcdo (COP bn)	1,66
Último Precio (COP)	9.420
% Precio YTD	-9,94%
Beta Ajustado	0,45
Participación Colcap	0,56%



**Omar Suarez**

Gerente de Renta Variable

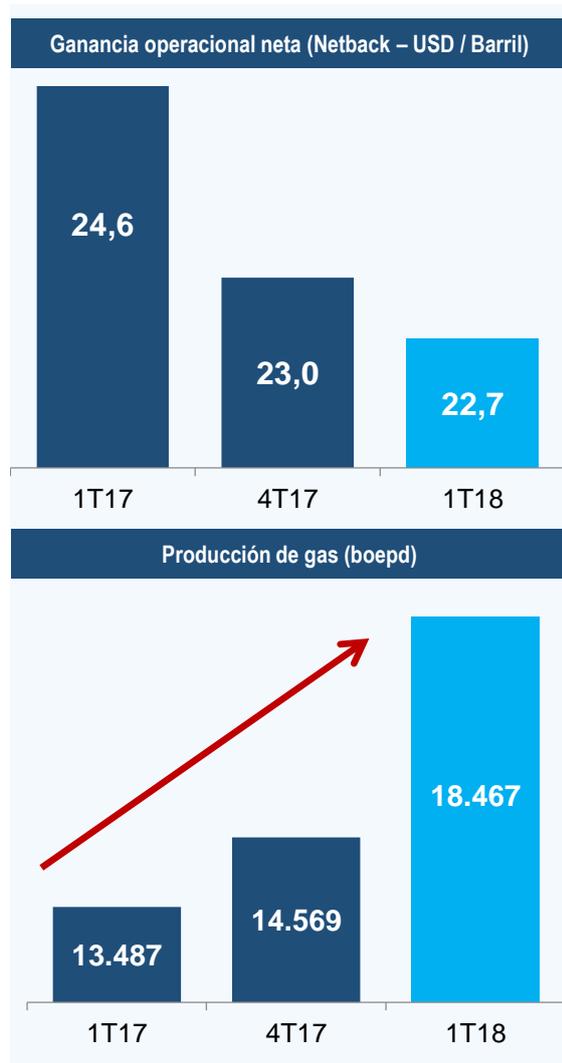
**Roberto Carlos Paniagua**

Analista de Acciones

• **Mayores gastos de transporte impactan Netback y margen EBITDAX:** El fuerte repunte en los gastos de transporte (504% A/A y 78,6% T/T) sigue impactando la rentabilidad de la compañía, generando una disminución de 8% A/A en la ganancia operacional neta (Netback) y una continua contracción en el margen EBITDAX. Los mayores gastos de transporte están asociados a: **1)** Algunos contratos de venta de gas tienen un precio de venta integrado por el cual la compañía es responsable de entregar el gas natural a los compradores en Cartagena y **2)** El aumento de la producción de gas natural entregada a través de la Línea de Flujo Sabanas está sujeta a una tarifa neta de la participación en la explotación de la firma del 25,6%. Mientras tanto, destacamos el buen comportamiento de los gastos generales y administrativos (-6% A/A).

• **Utilidad neta impulsada por menores impuestos y gastos financieros:** La ganancia neta alcanzó un valor de USD 8,3 millones en el 1T18, una mejora importante frente a la pérdida observada en el mismo trimestre del año pasado (USD 7,9 millones), explicado principalmente por una reducción en los gastos financieros y una recuperación en el impuesto de renta diferido.

• **Canacol reitera sus objetivos del 2018:** **1)** Vender en promedio entre 114 y 129 MMscfpd de gas y 1.700 bepd de petróleo; **2)** Ejecutar las inversiones necesarias para aumentar la producción en diciembre 2018 a 230 MMscfpd; **3)** Ejecutar un programa de perforación de 4 pozos de exploración y de avanzada para aumentar reservas y **4)** Desinvertir los activos de crudo en Colombia para enfocarse en la exploración y comercialización de gas.



## Canacol

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





# Brasil y Uruguay, candidatos al título

 Regresar

# B

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

12 de junio de 2018

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

### HECHOS RELEVANTES

• **Ventas en Colombia continúan en terreno negativo:** El débil comportamiento del consumo en Colombia y la agresiva expansión por parte de los formatos de descuento siguen impactando los resultados, donde se destaca una contracción de 2,6% A/A en las Ventas Mismos Metros (VMM), las cuales se vieron afectadas principalmente por un retroceso de 8,8% A/A en Surtimax y Superinter, golpeados por una fuerte reducción en la inflación de alimentos y por la alta competencia de formatos con bajos precios. Mientras tanto, resaltamos el buen desempeño de Surtimayorista, que a pesar de ser aún un negocio incipiente ha venido ganando terreno dentro de los ingresos de la compañía, mostrando resultados positivos en términos de ventas. En este sentido, a pesar de los esfuerzos operacionales, el margen EBITDA registró una contracción.

• **¿Tímidas señales de recuperación en Colombia?:** Destacamos que aunque las ventas en Colombia continúan en terreno negativo, se observa una desaceleración de la contracción, lo cual podría empezar a mostrar tímidas señales de recuperación. Sin embargo, es importante tener presente que se cuenta con una baja base de comparación, dado que en el 1T17 la economía se vio golpeada por el incremento del IVA. En este sentido, aunque esperamos que continúe la débil dinámica de la operación en Colombia, es importante monitorear señales que muestren una recuperación paulatina de las ventas en los próximos trimestres.

• **Brasil y Uruguay asumen el liderazgo:** Brasil y Uruguay mostraron un buen desempeño operacional, con un crecimiento positivo en ventas y una mejora del margen EBITDA. Los resultados de Brasil siguen estando jalonados principalmente por Assaí a pesar del fuerte retroceso en la inflación de alimentos.

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	18.000
Recomendación	Sobreponderar
Cap. Mcdto (COP bn)	6,96
Último Precio (COP)	15.540
% Precio YTD	-6,16%
Dividend Yield	1,56%
Participación Colcap	3,04



**Omar Suarez**

Gerente de Renta Variable

**Roberto Carlos Paniagua**

Analista de Acciones

• **Resultados impulsados por Brasil y Uruguay, pero opacados por Colombia y Argentina:** Los ingresos de Grupo Éxito registraron un crecimiento de 1,6% A/A, jalonados por el buen desempeño de la operación en Uruguay (6,2% A/A) y Brasil (1,9% A/A), mitigando el retroceso en Argentina (-1,4% A/A) y la estabilidad en Colombia (0,1% A/A). Por el lado del margen EBITDA, este permaneció estable en 5%, mientras que la utilidad neta registró una mejora importante, pasando de una pérdida de COP 7.593 millones en el 1T17 a una ganancia de COP 9.984 millones en el 1T18, impulsada en gran medida por la reducción de los gastos financieros en Colombia y Brasil como consecuencia de menores tasas de interés de ambos países.

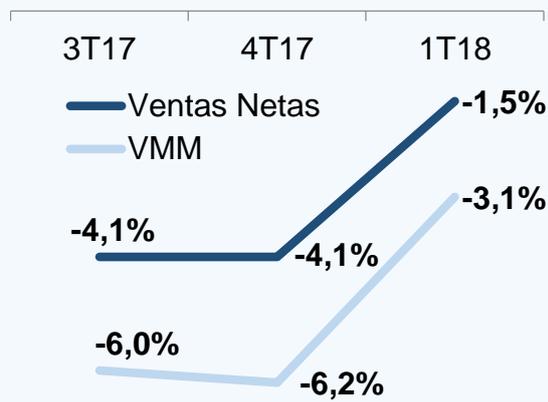
• **Negocios complementarios se lucen en el trimestre:** Destacamos el sólido desempeño de los negocios complementarios, los cuales han mostrado un mejor dinamismo frente al segmento de retail en los 4 países. Aunque estos aún representan una pequeña participación de los ingresos totales, han venido ganando terreno en los últimos años, especialmente en Colombia y Argentina donde constituyen el 5% y 6% de las ventas respectivamente.

• **Grupo Éxito busca la diferenciación:** Como consecuencia del entorno retador, un mercado altamente competitivo y cambios en el comportamiento del consumidor, Grupo Éxito continúa fortaleciendo sus estrategias para defender su rentabilidad por medio de la diferenciación e innovación. De esta manera, la compañía ha buscado consolidarse por medio del desarrollo de su formato Cash & Carry en Colombia (Surtimayorista), la estrategia omnicanal enfocada en las ventas online, domicilios y la aplicación para celular, sumado a ideas diferenciadoras en Carulla como el concepto Fresh Market y Carulla Cava, además del impulso al negocio textil en los 4 países.

Margen EBITDA Recurrente 1T18



Ventas Mismos Metros 1T18 – Colombia\*



### Grupo Éxito

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





## **Brasil mantiene el “Joga Bonito”**

 Regresar

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



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

12 de junio de 2018

### HECHOS RELEVANTES

- Assaí continua con la batuta de GPA:** Las Ventas Netas mostraron un comportamiento favorable, ubicándose en BRL 5,1 mil MM en el 1T18 (+25,2% A/A y -7,1% T/T), mientras que las Ventas Mismos Metros (VMM) lo hicieron en 9,9% A/A (excluyendo efectos calendario), en medio de la apertura de 20 tiendas, mayores volúmenes medidos en VMM con variación del +8% A/A y un incremento en el tráfico de clientes del 12% A/A, jalonando una participación de mercado que creció 380 pbs. Los Gastos Operacionales se incrementaron un 26,5% A/A en el 1T18, dado un mayor ritmo de expansión y la presencia de presiones deflacionarias, aunque mantuvieron su relación frente a las Ventas Netas (10,6%). **Para este periodo Assaí a través de su formato de Cash & Carry representó el 44,6% de las ventas de alimentos de GPA frente al 41,3% del 4T17.** Cabe mencionar que un aumento de 90 pbs en el margen bruto (15,4%) estuvo influenciado por el plan de expansión, un nuevo marco de impuestos y la deflación de alimentos mencionada anteriormente. Respecto al Margen EBITDA, el ajustado se ubicó en 4,8%, con una expansión 80 pbs A/A.

- Marzo ayuda VMM de Multi Varejo:** Las ventas netas mostraron una contracción, llegando a BRL 6,3 mil MM en el 1T18 (-3,5% A/A y -11% T/T), reflejando los efectos a la baja de la deflación de alimentos y el cierre de 4 tiendas Extra Hiper, las cuales fueron convertidas en tiendas Assaí, junto a un incendio en el centro de distribución de productos refrigerados. Tras ajustes realizados a las políticas comerciales en marzo y la normalización en la operación de algunas tiendas, las VMM tuvieron una dinámica positiva en los formatos Extra Hiper y Pão de Açúcar (4,6% A/A y 3,3% A/A respectivamente, excluyendo efectos calendario). Los Gastos Operacionales mostraron una dinámica positiva, al decrecer un 4,9% A/A dada una mayor productividad, junto a los efectos de conversión de tiendas mencionados.

### Comportamiento de la acción



**Omar Suarez**

Gerente de Renta Variable

**Roberto Carlos Paniagua C.**

Analista de Acciones

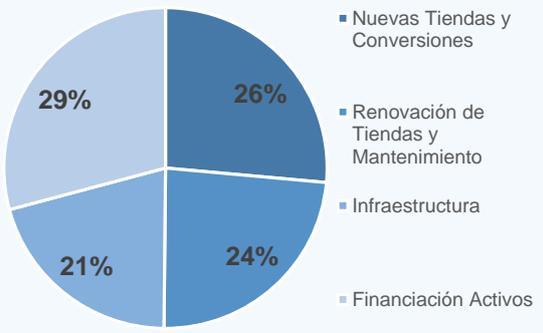
• **Tasa SELIC alivia la carga financiera:** La reducción de 725 pbs en la tasa del Banco Central de Brasil (desde 13,75% en enero del 2017 al 6,50% en marzo del 2018) se ha traducido en un alivio a la carga financiera de GPA a través de la menor tasa de los Certificados de Depósito Interbancario (CDI), la cual pasó del 12,7% en el 1T17 al 6,7% en el 1T18, reflejándose en una reducción significativa en los gastos financieros (-28,2% A/A), aportando positivamente a la utilidad neta de la controladora (+40,1% A/A) y al margen neto, el cual se expandió 30 pbs A/A hasta un 1,0%.

• **EBITDA le da la mano al apalancamiento:** En el primer trimestre del año el nivel de Deuda Neta / EBITDA se ubicó en 1,6x vs 1,8x de un año atrás (sin incluir tarjetas de crédito), ubicándose en niveles saludables, donde un incremento del 31% del EBITDA compensó el incremento del 21% A/A en la Deuda Neta, la cual pese a mostrar niveles de caja relativamente estables (BRL 1,7 MM), estuvo jalonado por un aumento del 58,6% A/A en la Deuda de Largo Plazo.

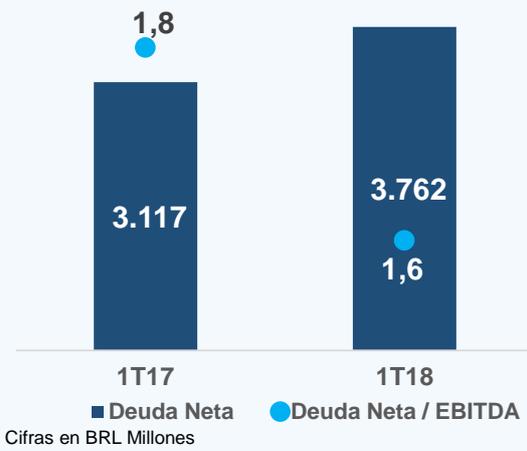
• **Capex y Dividendos:** De los BRL 1,6 MM que se estiman sean invertidos en el 2018, en el 1T18 se ejecutaron BRL 330 MM (+23% A/A), equivalente a cerca del 21% del total, enfocado un 26% en nuevas tiendas y un 24% en la renovación y mantenimiento de tiendas, continuando su proceso de conversión, reflejando la expansión de Assaí y la renovación de Pão de Açúcar. En cuanto al dividendo, se informó que se repartirá un total de BRL 74,9 MM, equivalente a BRL 0,2911 por acción preferencial y BRL 0,2646 por acción ordinaria.

• **Brasil mantiene la cinta de capitán:** Consideramos que GPA seguirá aportando positivamente a los resultados consolidados de Grupo Éxito, en medio de una economía brasileña que muestra señales de recuperación, frente al entorno retador en Colombia. Por su parte, se debe estar atentos a cualquier noticia relacionada con la posible venta de Vía Varejo, lo cual aportaría al fortalecimiento financiero de Grupo Éxito. Por último, nos parece importante reiterar, tal cual como lo hicimos en el trimestre anterior, que pese a nuestra perspectiva positiva sobre GPA, estaremos atentos a los riesgos latentes en Brasil en torno al ruido político y sus posibles efectos a la baja que podrían tener sobre la recuperación de su economía.

### Capex 1T18



### Deuda Neta



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



# Volumen inicia el año con buenas noticias

 Regresar

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



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

12 de junio de 2018

## HECHOS RELEVANTES

### • Volúmenes en Colombia vuelven a terreno positivo luego de más de 1 año de contracción:

Los volúmenes en Colombia presentaron un buen comportamiento en el 1T18 (5,2% A/A por día hábil), registrando la primera expansión desde el 3T16 y mostrando señales de un cambio de tendencia en su desempeño. Sin embargo, destacamos que la mayoría de indicadores de consumo en Colombia han presentado una recuperación en el 1T18 en parte por un efecto base favorable debido al incremento en el IVA durante el 1T17, por lo que es importante monitorear si se continua evidenciando una mejora de los volúmenes en los próximos trimestres que realmente muestren un punto de inflexión en su dinámica. Por otro lado, a pesar de un incremento en las cantidades y una moderación del aumento en los precios (0,5% A/A), la compañía continuó cediendo en su participación de mercado en comparación anual y trimestral.

### • Ventas internacionales muestran buen desempeño:

Las ventas totales de Nutresa (3,1% A/A) estuvieron jalonadas principalmente por las ventas internacionales (6,6% A/A en dólares y 4,3% A/A en pesos) a pesar del efecto negativo de la tasa de cambio sobre estas. Esperamos que continúe el buen comportamiento de los mercados externos y de las exportaciones desde Colombia, acompañado de una lenta recuperación de la operación local, la cual sigue representando una mayor ponderación dentro de las ventas totales.

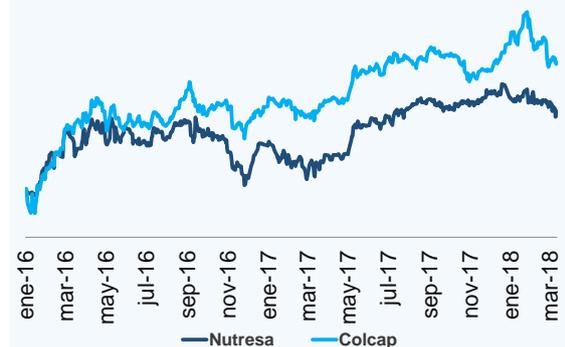
### • Margen EBITDA permanece estable:

El margen EBITDA continuó dentro del Guidance de la compañía (13% en 1T18 vs 12%-14%), permaneciendo inalterado frente al 1T17 y favorecido por la estabilidad del precio de sus materias primas, su estrategia de coberturas y una reducción en los costos de ventas y en los gastos de administración y producción. Por otro lado, también se vio beneficiado por la dilución de costos fijada de mayores volúmenes.

### Información de la especie

<b>Precio Objetivo (COP)</b>	<b>29.500</b>
<b>Recomendación</b>	<b>Sobreponderar</b>
Cap. Mcdo (COP bn)	12,36
% Precio YTD	-3,45%
Dividend Yield	2,11%
Beta Ajustado	0,68
Participación Colcap	6,11%

### Comportamiento de la acción



**Omar Suarez**

Gerente de Renta Variable

**Roberto Carlos Paniagua**

Analista de Acciones

### • Menores dividendos generan sorpresa negativa de la utilidad neta:

Los gastos financieros se siguen viendo favorecidos por la reducción en la tasa de intervención del Banco de la República y de la inflación, mostrando una disminución de 40,4% A/A en el 1T18, lo cual fue opacado por menores dividendos recibidos de su portafolio de inversión (debido a que no fueron registrados en su totalidad en el 1T18). Lo anterior generó una contracción de 13,1% A/A en la utilidad neta de la compañía.

### • Nutresa busca fortalecer su estrategia comercial:

La compañía mencionó que la innovación, la mejora en la productividad y su programa para alcanzar mayores eficiencias constituyen el eje central de su estrategia para mejorar la rentabilidad en los próximos trimestres, lo cual estará acompañado de una moderación en el incremento de los precios. Sin embargo, la innovación requiere de una estrategia comercial agresiva de inversión al mercado para conquistar a los consumidores y mejorar los volúmenes, lo cual se ha visto reflejado en el repunte de los gastos de venta en los últimos trimestres. Por otro lado, las estrategias de cobertura seguirán jugando un papel fundamental para mitigar el impacto de mayores precios en sus materias primas, acompañado de la dilución de costos fijos por el incremento en los volúmenes de ventas.

### • CAPEX enfocado en estrategia de la compañía:

Nutresa dio a conocer que espera una ejecución de CAPEX de COP 263 mil millones en el año 2018, enfocado en un 80% en su operación en Colombia y 20% en sus mercados internacionales. Adicionalmente, mencionó que su CAPEX estaría dirigido a mejorar la productividad de la compañía, la apertura de 50 tiendas y la renovación y mejoramiento de sus locales en el segmento de Alimentos al Consumidor.

### • Crecimiento enfocado en productos saludables:

La compañía mencionó que continúa monitoreando posibles adquisiciones para poder cumplir con su Mega de ventas del 2020, donde destacó que estaría interesado principalmente en empresas con enfoque en productos saludables, nueva tendencia de los consumidores actuales.



## Nutresa

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





## **Colombia de último en la fila**

 Regresar

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



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

12 de junio de 2018

### HECHOS RELEVANTES

• **Condiciones Climáticas afectan EE.UU:** Factores estacionales relacionados con la temporada de invierno afectaron en mayor medida algunos estados con presencia operativa de Cemargos, generando contracciones del 6,6% A/A en ingresos, con menores volúmenes de cemento y concreto (-6,8% A/A y -4,1% A/A respectivamente). Pese a lo anterior, resaltamos el buen desempeño del margen EBITDA hasta el 9,8% (+79 pbs A/A) y que la compañía observa signos de normalización para el 2018 con un aumento del 10% en volumen de concreto en la zona sur – centro y una mejor dinámica en Houston durante el mes de abril. Respecto a planes de infraestructura tanto estatales como nacionales, solamente se conocen anuncios públicos de algunos de ellos, pero aún nada concreto para definir posibles despachos.

• **Colombia no arranca:** Prevalece el panorama retador para el sector constructor en Colombia, con una menor demanda de materiales para construcción de vivienda, donde una contracción significativa en los volúmenes de cemento (-14% A/A) y concreto (-15,6% A/A) generaron una reducción del 13% A/A en ingresos, pese a un aumento promedio del 5% en los precios, dada la estrategia de recuperación de precios, generando una pérdida parcial de participación de mercado (40% 1T18 vs 45% 1T17). La compañía estima entre uno y dos incrementos adicionales en el precio en el año, ajustándolo al valor de la Paridad de Importación (promedio de USD 92 al 1T18). Por su parte, mayores eficiencias provenientes del programa BEST (-20% A/A en SG&A) y la venta de los activos eléctricos (USD 57 MM) jalonaron los márgenes de la regional. Descontando estas ventas no recurrentes, el margen EBITDA hubiera sido del 19,6%, una mejora frente al 1T17 (+397 pbs).

• **Utilidad Neta en terreno positivo:** En el 1T18 la utilidad neta de la compañía se ubicó en COP 55 mil MM (COP 20 mil MM excluyendo venta de activos energéticos), destacando que la compañía vuelve a generar ganancias, frente a pérdidas del 1T17, donde pese a menores ingresos operacionales, las mayores eficiencias del programa BEST y menores gastos financieros favorecieron la utilidad neta.

Información de la especie	
<b>Precio Objetivo (COP)</b>	<b>10.080</b>
<b>Recomendación</b>	<b>Neutral</b>
Cap. Mcd (COP bn)	12,75
Último Precio (COP)	9.600
% Precio YTD	-16,67%
Participación Colcap	3,70%



**Omar Suarez**

Gerente de Renta Variable

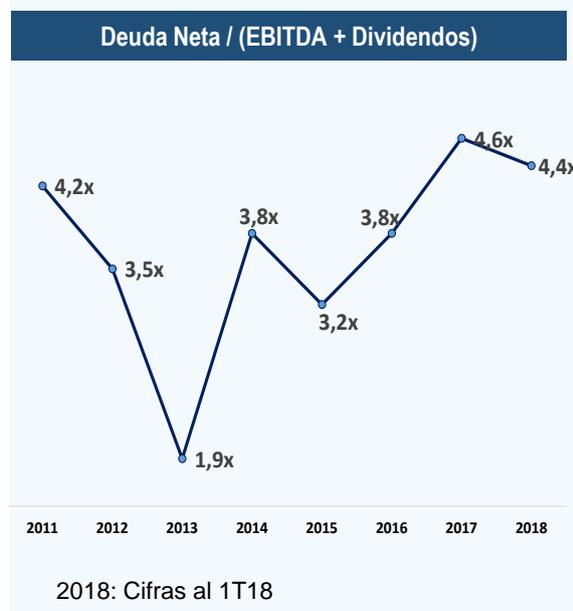
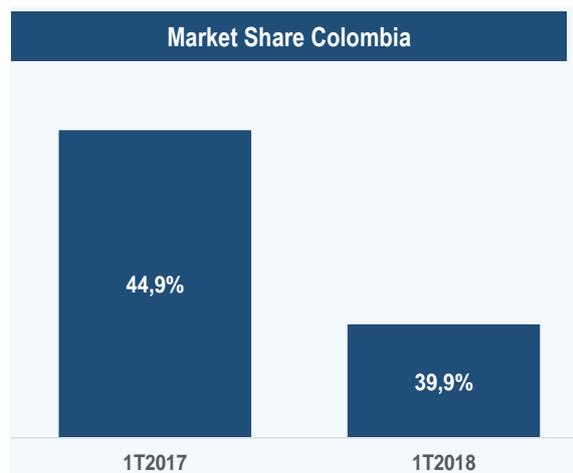
**Roberto Carlos Paniagua C.**

Analista de Acciones

• **CCA permanece estable:** La estabilidad presentada en Honduras en el 1T18, sumado a una buena dinámica en mercados más pequeños como R. Dominicana (+9% A/A) y Haití (+24% A/A), permitieron que los volúmenes de cemento aumentaran un 6% A/A en CCA. Por su parte, la contracción en los despachos de concreto (-3% A/A) se dio en medio de menos días laborales en Panamá. Cabe mencionar que desde el 18 de abril, el Suntracs, principal sindicato de la construcción en Panamá, se encuentra en huelga, demandando mayores salarios, deteniendo proyectos a lo largo del país. Por otra parte, Cemargos comentó que no considera como un riesgo latente el aumento de las importaciones de cemento provenientes de China en varios de sus mercados de CCA.

• **Apalancamiento continúa elevado:** El indicador Deuda Neta / (Ebitda + Dividendos) se ubicó en 4,4x en el 1T18, mostrando una ligera reducción frente al cierre del 2017, aunque se mantiene en niveles elevados, limitando la capacidad de la compañía para realizar cualquier crecimiento orgánico o inorgánico. La cementera espera lograr un nivel de apalancamiento entre 3,5x – 3,6x al cierre del 2018, en medio del plan de desinversión que lleva en curso. Por su parte, el costo de la deuda consolidado en COP muestra una reducción, la cual en marzo se ubicó en 8,0% frente al 10,4% un año atrás, aunque la denominada en USD se ubicó en 3,3% (+60 pbs A/A). Respecto a la estructura de la deuda, la compañía espera ampliar sus plazos a través de la negociación con sus acreedores.

• **Un 2018 retador:** En Colombia consideramos que la débil dinámica de la construcción se mantendrá en el año, con una leve mejora tras disiparse la incertidumbre política generada por las elecciones presidenciales. En EE.UU, la dinámica de vivienda se muestra favorable, sumado a planes de infraestructura de mediano y largo plazo. En Panamá, el paro desde el 18 de abril de los trabajadores del sector constructor y sus efectos negativos en los proyectos de infraestructura, podrían repercutir en los volúmenes de cemento y concreto en la regional de CCA para el 2T18. Sin embargo, los planes de infraestructura en diferentes países de la regional CCA apoyados en el gasto público, generan perspectivas favorables. Resaltamos los posibles efectos positivos que la implementación del programa BEST en EE.UU y CCA puedan tener en la eficiencia operativa de Cemargos, adicionales a los ya presentados en Colombia.



### CEMARGOS

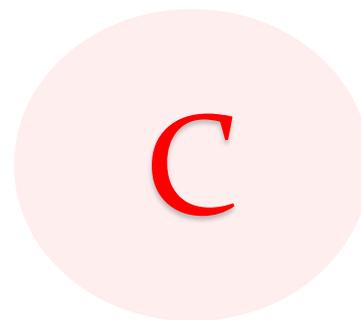
Cifras en COP miles millones	1T18	1T17	4T17	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	1.907	2.077	2.017	-8%	-5%
Costo de ventas	1.572	1.774	1.582	-11%	-1%
Gastos de administración	131	146	177	-10%	-26%
Utilidad operacional	206	89	184	131%	12%
Utilidad Neta (Controladora)	55	(46)	(80)	-	-
EBITDA	371	283	362	31%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



**Un año que inicia con un fuerte  
invierno**

 **Regresar**

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



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

12 de junio de 2018

## HECHOS RELEVANTES

### ● Inicia el año con pobre desempeño de la demanda de cemento en Colombia:

La débil dinámica del sector de construcción en Colombia sigue impactando los resultados de la compañía, la cual presentó una contracción importante en los volúmenes de sus 3 productos (cemento, concreto y agregados) tanto en comparación anual como trimestral, lo que acompañado con su estrategia de “Value before Volume” generó un retroceso en su participación de mercado. Sin embargo, a pesar de que los resultados fueron parcialmente compensados por un incremento de precios de 7% entre el 1T18 y el 2T17 y por la fortaleza del peso colombiano, el margen EBITDA de Colombia presentó una contracción importante.

● Reiteramos cautela en el 2018: Esperamos que los resultados en Colombia continúen reflejando la débil dinámica de los despachos para el sector de vivienda y el lento avance de los proyectos de infraestructura 4G. Sin embargo, aunque reconocemos que menores tasas de interés, la terminación de la Ley de Garantías y una recuperación gradual de la economía favorecerían la demanda de cemento y concreto, no esperamos un repunte significativo en 2018.

● Débil demanda impacta resultados en Panamá: La operación en Panamá presentó débiles resultados, donde los volúmenes de cemento y concreto registraron una contracción importante durante el trimestre, afectados por elevados inventarios de vivienda y oficinas en Ciudad de Panamá, retrasos en la aprobación y ejecución de proyectos de infraestructura, una alta base de comparación y la huelga de trabajadores de la construcción. De esta manera, a pesar de la débil demanda, los precios de la compañía permanecieron inalterados (en línea con su estrategia de “Value before Volume”), generando un retroceso en la participación de mercado de la firma. El débil entorno del sector y mayores costos de mantenimiento generaron una contracción significativa del margen EBITDA.

Información de la especie	
<b>Precio Objetivo (COP)</b>	<b>10.000</b>
<b>Recomendación</b>	<b>Neutral</b>
Cap. Mcd (COP bn)	4,81
Último Precio (COP)	8.640
% Precio YTD	-21,45%
Beta Ajustado	1,13
Participación Colcap	1,32%



**Omar Suarez**  
Gerente de Renta Variable

**Roberto Paniagua**  
Analista de Acciones

• **Margen EBITDA de Costa Rica se contrae a pesar de mayores volúmenes:**

Los volúmenes de cemento, concreto y agregados presentaron una mejora importante en comparación anual, lo cual estuvo acompañado por un leve incremento en el precio del cemento. Sin embargo, el margen EBITDA registró una contracción relevante, afectado por mayores costos de energía (18% A/A) y el mantenimiento de un molino en marzo. Es importante destacar que la compañía espera una variación positiva en los volúmenes de cemento para 2018 entre 2% y 4%.

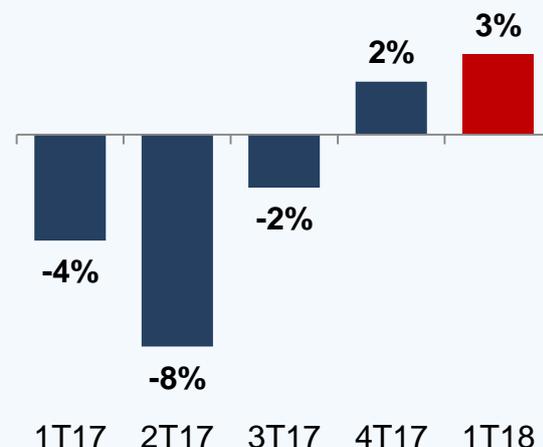
• **Mejora gradual del margen EBITDA en el 2S18:**

Dado que los mantenimientos se continuarían realizando en el primer semestre del año, esperamos que el margen EBITDA del 2T18 se siga viendo presionado por este aspecto. Sin embargo, prevemos una recuperación gradual de este indicador a partir del segundo semestre, favorecido por menores costos de mantenimiento y una ligera recuperación de la demanda de cemento y concreto en las principales regiones donde la compañía tiene presencia. De igual manera, el incremento de precios como parte de su estrategia de "Value before Volume" también beneficiaría el margen.

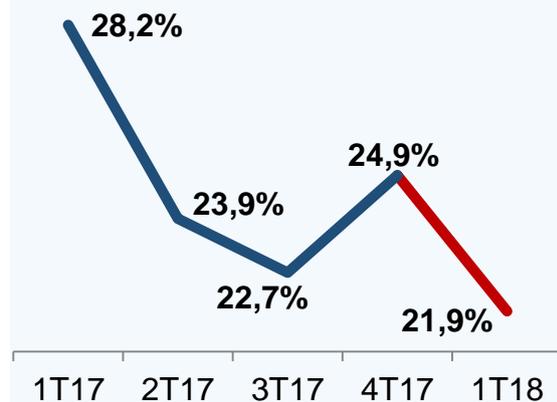
• **Entorno retador genera repunte en niveles de apalancamiento:**

La reducción del EBITDA como consecuencia del débil desempeño del sector de construcción e infraestructura en Colombia y Panamá provocó que el nivel de endeudamiento (Deuda Neta/EBITDA) presentara un incremento importante, pasando de 2,2x en el 1T17 a 3,2x en el 1T18. Teniendo en cuenta lo anterior, la compañía mencionó que buscaría refinanciar sus obligaciones financieras y aumentar el plazo promedio de vida de la deuda.

Precios – Var % Trimestral (Colombia)



Margen EBITDA



**CEMEX LATAM**

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

**Volumen de Cemento\*** 1.760 1.893 1.775 ↓ -7% ↓ -1%

**Volumen de concreto\*** 670 756 712 ↓ -11% ↓ -6%

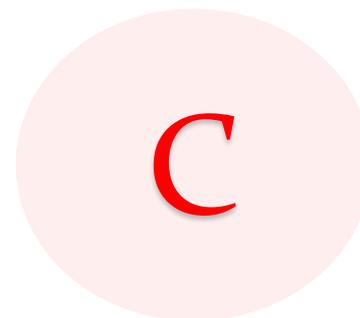
\* Volúmenes consolidado



**Sin repunte a la vista**



**Consideramos los resultados del 1T18 de Concreto como NEGATIVOS, en línea con nuestras expectativas.** La débil dinámica del sector constructor relacionada con el entorno retador a nivel nacional se reflejó en los débiles resultados de la compañía. Los ingresos (-29% A/A) se vieron afectados principalmente por el segmento de Construcción (-34% A/A), pese a un aumento del 9%A/A en el segmento de Inversión. De esta manera, la terminación de proyectos de infraestructura con una ejecución significativa en el 2017 y la no sustitución de los mismos afectaron los resultados del periodo. Sumado a lo anterior, los márgenes se vieron presionados a la baja por una menor contribución del FCP PACTIA dados los menores avalúos de los activos en operación. Reiteramos nuestra cautela por la concentración del 72% del Backlog en proyectos de infraestructura y los efectos que cualquier retraso en los proyectos APP puede tener en los ingresos. Recordamos nuestra expectativa conservadora sobre unos resultados en el 2018 presionados a la baja por un entorno retador de la economía colombiana, razón por la cual **reducimos nuestro Precio Objetivo de COP 1.225 a COP 1.080, con recomendación de Neutral.**



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

**12 de junio de 2018**

**HECHOS RELEVANTES**

• **Menor dinámica se siente en los ingresos:** La débil dinámica del sector constructor, un entorno retador de la economía colombiana y la incertidumbre política se reflejaron en los resultados de Concreto, con una contracción en ingresos a nivel anual y trimestral (29% y 42% respectivamente), donde pese a menores costos de ventas, la terminación de proyectos de infraestructura con una ejecución significativa en el 2017 y la no sustitución de los mismos afectaron los resultados del periodo, repercutiendo a su vez en la actividad y ocupación del negocio de alquiler de maquinaria y encofrados. A su vez, el margen operacional (9,9%) estuvo impactado por una menor contribución del FCP PACTIA dados los menores avalúos de los activos en operación, pese a una reducción en los gastos operacionales. El Margen EBITDA se ubicó en 14,8% y el neto se redujo hasta 0,9% (frente al 4,6% del 1T17) pese a menores gastos por intereses (-191 pbs) dada la reducción en la IBR y el IPC y disminución en los gastos por impuestos.

• **Backlog a la defensiva:** El Backlog se ubicó en 1,7 años, inferior a los 2,3 años del 2017, dados menores ingresos por construcción. Sin embargo, al analizar su monto este presentó un aumento, donde los COP 2,4 BN de Backlog (+0,41% vs 2017) estuvieron principalmente favorecidos por un incremento en el segmento de Edificaciones (incluyendo Vivienda) del 17,5% A/A, dado un mayor monto contratado y cambio de alcance, pese a una leve reducción en el segmento de Infraestructura por no presentarse Backlog contratado.

• **PACTIA no se siente:** El Fondo Inmobiliario PACTIA, del cual Concreto participa con el 44%, registró una reducción en los aportes al consolidado en medio de menores avalúos de los activos en operación dado un entorno retador.

**Información de la especie**

<b>Precio Objetivo (COP)</b>	<b>1.080</b>
<b>Recomendación</b>	<b>Neutral</b>
Cap. Mcdto (COP bn)	1,07
Último Precio (COP)	941
% Precio YTD	-4,95%
Precio/Valor Libros	0,77
Participación Colcap	2,00%

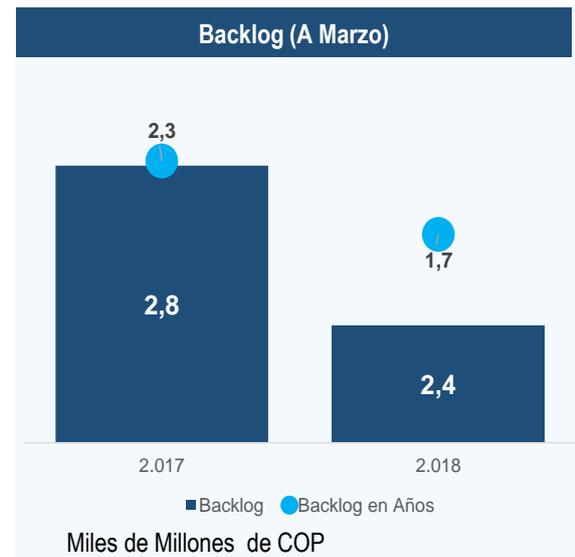
**Comportamiento de la acción**



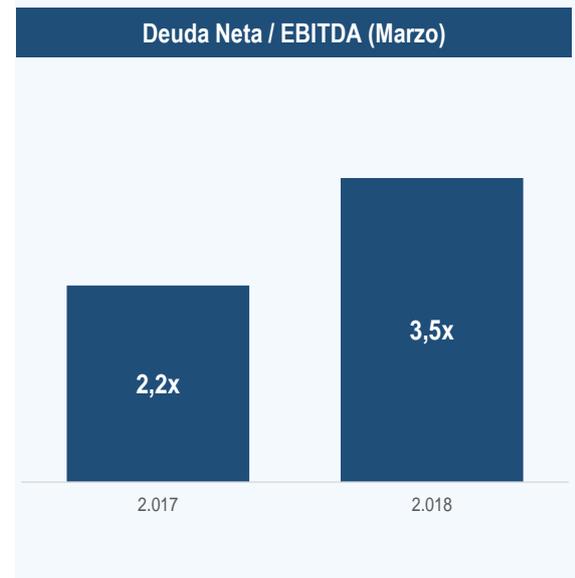
**Omar Suarez**  
 Gerente de Renta Variable

**Roberto Carlos Paniagua**  
 Analista de Acciones

• **Obras avanzan a paso lento:** Dentro del portafolio de concesiones, se destaca que sobre la APP Vía 40 Express Bogotá-Girardot el cierre financiero esta en negociación con potenciales prestamistas y el inicio de la construcción está sujeto a negociación entre la ANI y el concesionario. Por su parte, sobre la Vía Pacífico la ANI y el concesionario están estudiando una terminación anticipada de este contrato por desequilibrio económico relacionado con obras anteriores. Sobre los proyectos de vivienda, aparte de la inversión actual en 12 proyectos en construcción y uno en pre-venta, no se espera nuevas inversiones, pues dada la actual situación económica no quieren tener un inventario elevado, dada cierta incertidumbre en la demanda futura, aunque prevalece su interés futuro en este negocio. Respecto al proyecto Hidroitungo, donde la constructora tiene una participación del 35% y es el consorcio constructor, el presupuesto de COP 160 mil MM estimado para el 2018 se mantendrá hasta ver los efectos de la emergencia actual.



• **EBITDA no le da la mano a la Deuda:** Al cierre del 1T18 la deuda bruta de la compañía se ubicó en COP 937 mil MM, estable frente al año anterior. Cerca del 23% corresponde a la deuda asociada a los consorcios, filiales y proyectos de vivienda en Patrimonios Autónomos, sobre la cual cada una de las partes es responsable. Pese a lo anterior, la reducción del EBITDA generó que el indicador de Deuda Neta / EBITDA pasara de 2,2x a 3,5x, comportamiento a monitorear en los próximos trimestres. Respecto a la deuda, la compañía informa que espera buscar renegociar los plazos de la deuda y las tasas, buscando optimizar los excedentes de caja para los giros de Equity necesario en Vía 40 Express.



• **Mantenemos nuestra perspectiva de un 2018 retador:** La débil dinámica del sector constructor continuará presionando los estados financieros de Concreto, donde recordamos lo informado por la compañía al cierre del 2017 relacionado 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, por lo que la compañía tomó la decisión de no repartir dividendos.

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





GrupoEnergíaBogotá

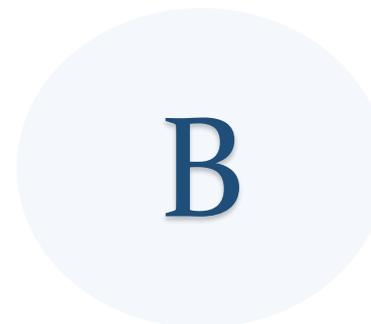
**Colombia y Perú pasan a octavos**



Regresar



**Consideramos los resultados financieros de Grupo Energía Bogotá como Neutrales.** En medio de un negocio de naturaleza monopólica y regulada, las líneas de negocio presentaron un buen comportamiento. El ingreso de nuevos proyectos de la UPME benefició la transmisión de energía, junto a la continuidad en la expansión de la línea de distribución de gas, principalmente en Perú, que llevó a mayores ingresos en este segmento, sumado a un aumento en los cargos fijos y la entrada en operación del proyecto Cusiana-Apiay-Ocoa, reflejado en el transporte de gas. Pese a esto, mayores costos y gastos provenientes principalmente de la distribución de gas afectaron el Margen EBITDA (-140 pbs hasta el 72,4%). Estamos atentos a la segunda etapa de la democratización de acciones de GEB, la cual esperamos se de después de las elecciones presidenciales, al igual que a la posibilidad de que TGI participe en la construcción de la Regasificadora del Pacífico. Importante monitorear los cambios en regulación que puedan afectar las líneas de negocio del Grupo.



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

### HECHOS RELEVANTES

• **Gas y Energía se portan bien:** Los ingresos operacionales presentaron una buena dinámica (+7,7% A/A), en medio de la respuesta positiva en las diferentes líneas de negocio: **1)** Transmisión de electricidad tuvo un desempeño sobresaliente (+42,2% A/A) tras el reconocimiento de ingresos por los proyectos de UPME Sogamoso Norte y UPME Cartagena Bolívar. **2)** La leve expansión en Distribución de gas natural (+4,6% A/A) estuvo jalonada por mayores ingresos por construcción de Contugas, junto a un mayor consumo de gas en Cálidda. **3)** Por su parte, Transporte de gas natural (+3,5% A/A) se vio beneficiado principalmente por el aumento de los cargos fijos. Pese a lo anterior, el incremento en costos y gastos derivados de construcciones y el suministro de gas natural generaron una reducción anual del Margen EBITDA de 140 pbs hasta el 72,4%, mientras que el decrecimiento anual del margen neto (40%) estuvo afectado de forma significativa por un ajuste en el impuesto diferido.

• **TGI sigue en expansión:** En medio de una leve reducción en los volúmenes por la menor demanda de gas por parte del parque Termoeléctrico, los ingresos mostraron un crecimiento del 6,3% A/A, impulsados por la entrada en operación del proyecto Cusiana-Apiay-Ocoa. Por otro lado, aunque la eliminación del impuesto al patrimonio generó una disminución importante en los gastos de administración, el margen EBITDA se contrajo 200 pbs a 83,4%.

• **Cálidda firme en Perú:** Aunque la base de clientes sigue en aumento, una menor dinámica del volumen facturado (+0,7% A/A) se debió a una leve expansión en los ingresos (+2% A/A). Por su parte, ingresos por conexión en el 1T17, que no se presentaron en el 1T18 repercutieron en el EBITDA, con un disminución del margen hasta el 22%. Dado su rol de monopolio en la distribución de gas en Lima y Callao, estimamos que la mayor tarifa dada por el Gobierno peruano se refleje en los resultados del 2S18.

12 de junio de 2018

Información de la especie	
<b>Precio Objetivo (COP)</b>	<b>2.391</b>
<b>Recomendación</b>	<b>Sobreponderar</b>
Cap. Mcdto (COP bn)	19,10
Último Precio (COP)	2.080
% Precio YTD	3,23%
Dividend Yield	5,53%
Participación Colcap	4,23%



**Omar Suarez**  
Gerente de Renta Variable

**Roberto Paniagua**  
Analista de Acciones

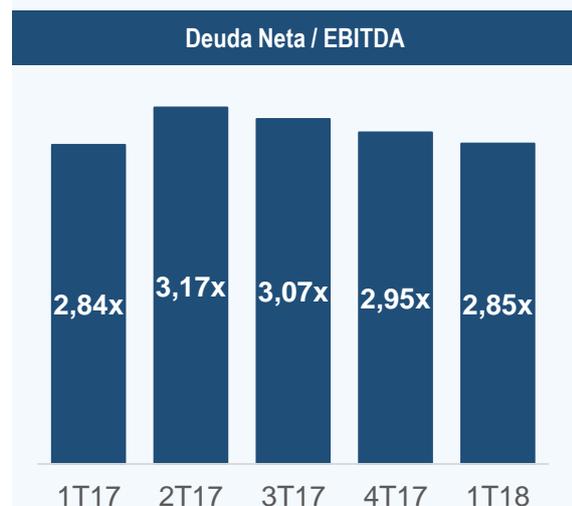
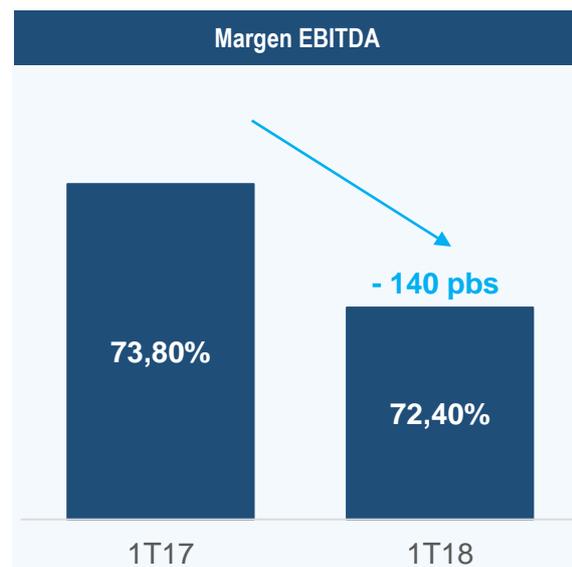


• **EMGESA y Codensa dan energía:** Por el lado de la generación de energía, en EMGESA una mayor demanda por energía se reflejó en un incremento del 2,2% A/A en los Gwh, llevando a los ingresos a presentar una expansión del 12,7% A/A, aunque la dinámica de costos y gastos generó una reducción en el margen EBITDA hasta el 57,46%. Respecto a la distribución de energía, la mejor demanda en mención, junto a una mayor incorporación de clientes, permitió que los ingresos mostraran una expansión del 8% A/A. Pese a esto, el margen EBITDA presentó un menor desempeño, reduciéndose anualmente 510 pbs hasta el 28,6%.

• **Sanos indicadores de endeudamiento:** La compañía presenta niveles de deuda sanos, pese a mantener una alta exposición en USD (83,5% del total). Tanto el indicador de endeudamiento (Deuda Neta / EBITDA) como el de cobertura (EBITDA / Gastos Financieros Netos) se ubican al cierre del 1T18 en 2,85x y 7,56x respectivamente, cumpliendo con los covenants respectivos (4,5x y 2,25x). Lo anterior en medio de diferentes pagos realizados por GEB, otorgándole mayor flexibilidad financiera.

• **A la espera de noticias desde diferentes frentes:** 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 sigue atento a la **segunda etapa**, la cual se espera se presente después de elecciones presidenciales. Por su parte, respecto a la posibilidad de incrementar los volúmenes vendidos de gas por el funcionamiento de **Transmilenio** con gas natural, GEB esta atento a oportunidades que se abran en este frente. De igual manera, reiteraron el interés de participar en la construcción de la **Regasificadora del Pacífico** a través de TGI.

Sobre los **efectos de Hidroitungo** tanto en los precios de la energía como en la oferta, la compañía mencionó que se encuentra evaluando los diferentes escenarios. Sobre la segunda etapa de la venta de **Promigas**, no se suministró mayor información. Finalmente, la compañía mencionó que tiene en el radar oportunidades de inversión en Argentina, a través de **Transener SA**, la mayor empresa de transmisión de energía de este país, cuya decisión está en gran parte ligada al entorno macroeconómico en esta nación.



### GEB

Cifras en COP Millones	1T18	1T17	4T17	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso operacionales	830.938	771.424	936.322	8%	-11%
Costos Operacionales	547.865	515.429	502.510	6%	9%
Utilidad Operacional	283.073	255.995	229.985	11%	23%
Utilidad Neta	328.794	515.719	325.533	-36%	1%
Margen Operacional	34%	33%	25%	88 pbs	950 pbs
Margen Neto	40%	67%	35%	-2728 pbs	480 pbs



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



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

12 de junio de 2018

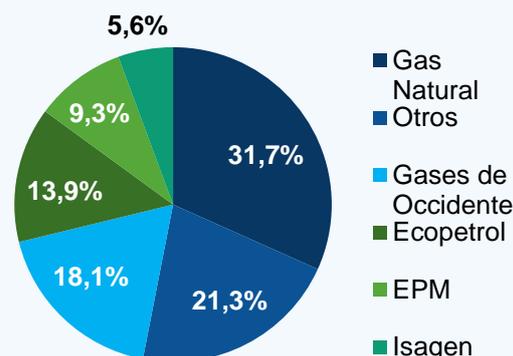
## HECHOS RELEVANTES

• **Mayores ingresos a pesar de reducción en volúmenes:** Los ingresos presentaron un buen comportamiento en el 1T18 (6,3% A/A) a pesar de una leve contracción en los volúmenes transportados (-0,6% A/A), los cuales estuvieron afectados por las lluvias. La mejora en los ingresos obedece principalmente a: **1)** Aumento de los cargos fijos, por la entrada en operación del proyecto Cusiana-APIAY-Ocoa en febrero del 2018; **2)** Menores suspensiones reportadas por los remitentes; y **3)** Dinámica estable en la generación de contratos. Se puede destacar el buen comportamiento del Sector Distribuidor (consumo residencial, comercial y pequeñas industrias), el cual aumentó su participación en la composición de los ingresos. Los volúmenes permanecerían estables el resto del año.

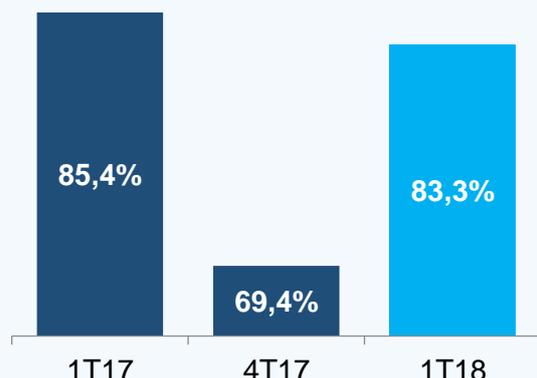
• **Menores gastos no logran impulsar margen EBITDA:** El margen EBITDA presentó una contracción de 200 pbs, alcanzando 83,4% en el 1T18 como consecuencia de mayores costos de operación y mantenimiento y una reducción importante en otros ingresos/egresos. Esto se dio a pesar de una disminución relevante de los gastos de administración y operacionales (-21,7% A/A), favorecidos por la eliminación del impuesto a la riqueza.

• **Fuerte contracción de utilidad:** La ganancia neta mostró una fuerte disminución del 70% A/A, explicado por menores ingresos no operacionales (-88,1% A/A), un incremento en la tasa efectiva de impuesto y menores niveles de impuestos diferidos a favor.

### Ingresos por clientes



### Margen EBITDA



## TGI

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



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

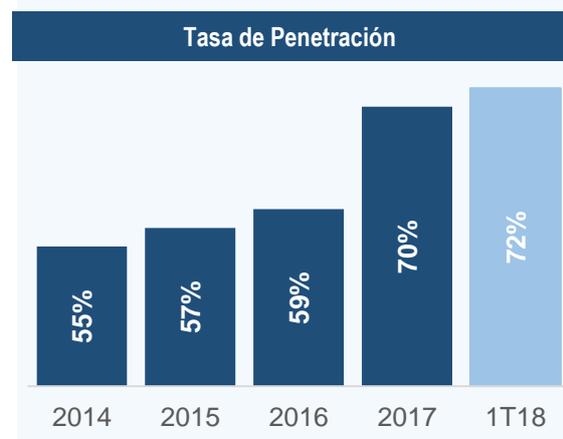
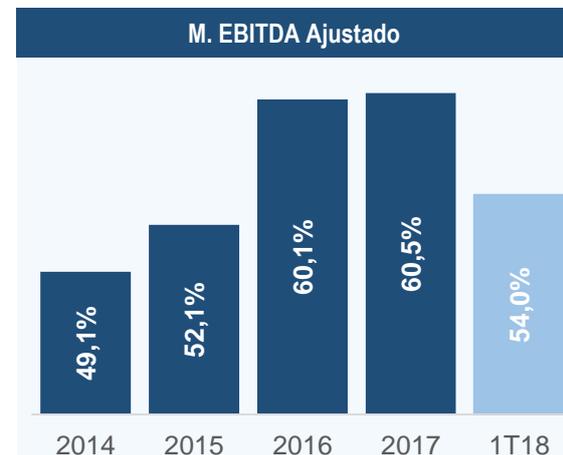
**Consideramos los resultados financieros de Cálidda como NEUTRALES.** El objetivo del Gobierno peruano de masificar el uso de gas natural en Lima y Callao, sumado al enfoque de la compañía en los distritos de bajos ingresos beneficiados con los subsidios del Estado, continúan reflejándose en la expansión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

12 de junio de 2018

## HECHOS RELEVANTES

• **La base de clientes continúa en expansión:** En medio de la constante expansión en la red de distribución de gas en Lima y Callao, en el 1T18 la base de clientes registró una expansión significativa (+32% A/A), jalonados principalmente por el sector Residencial y Comercial. Sin embargo, una menor dinámica en el volumen facturado (+0,7% A/A), con una reducción del 2% A/A en el segmento industrial, relacionado con el menor consumo de gas por parte de las plantas de generación eléctrica dadas las mayores lluvias, generó que los ingresos aumentaran a un ritmo del 2% A/A. Sumado a lo anterior, mayores ingresos por conexión en el 1T17, que no se presentaron en el 1T18 se reflejaron en el EBITDA, con un disminución del margen hasta el 22%.

• **Actualización en tarifas favorecerían el 2S18:** Por su parte, dado su rol de monopolio en la distribución de gas en el área de concesión de 22 distritos de Lima y Callao, estimamos que el aumento de la tarifa dada por el Gobierno (+11% en promedio), con una duración de 4 años, se refleje en los resultados del 2S18. Cálidda no prevé el ingreso de nuevos competidores en su mercado y quieren aumentar su tasa de penetración (72% actualmente). Finalmente, estimamos que mantengan un ritmo de expansión significativo, donde esperan cerrar 2018 con más de 700 mil clientes que consuman gas natural en Lima y un EBITDA mayor a USD 140 MM.



## Cálidda

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



## Renovando su energía

 [Regresar](#)

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



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

12 de junio de 2018

## HECHOS RELEVANTES

• **Plan 5 Caribe aporta a los ingresos:** Condiciones propicias se reflejaron en los ingresos operacionales, los cuales presentaron un comportamiento positivo en el 1T18, dados los mayores precios de la energía, tanto en spot (+12,4% A/A) como a través del mercado de regulados (+6% A/A), junto a la entrada en operación de algunos proyectos en el segmento de T&D del Plan 5 Caribe (Guajira y Valledupar). Por su parte, pese a que mayores costos de ventas (+13% A/A) estuvieron jalonados en Colombia por el aumento en el costo variable, en medio del incremento en el uso de gas por el mayor requerimiento de Zona Franca Celsia, estos fueron contrarrestados por la importante reducción en los gastos de administración (-23% A/A), dado el efecto base tras registrarse en el 1T17 la provisión sobre Electricaribe junto al impuesto a la riqueza, favoreciendo los márgenes de la compañía.

• **Centro América con condiciones favorables:** Mayores cantidades vendidas en Centro América (CA) tanto en hidroeléctricas como en térmicas aportaron positivamente a los ingresos, donde el parque eólico en Costa Rica tuvo una participación del 4,7% de los ingresos totales, favorecidos por una mayor velocidad del viento. Por su parte, los costos de ventas (-19% A/A) se vieron beneficiados por un menor valor en las compras de energía y en el bunker consumido, junto a reducciones en los costos fijos.

• **EBITDA sigue sonriéndole a Celsia:** Una buena dinámica operacional, influenciada por condiciones favorables en el mercado energético tanto en Colombia como en Centro América, junto a una variación positiva de los precios en bolsa, mayor contribución del parque de generación, estabilidad en el negocio de T&D y menores gastos administrativos, permitieron que el margen EBITDA se ubicara en el 34% (+176 pbs A/A), siendo el mayor para un 1T desde 2014.

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	5,100
Recomendación	Sobreponderar
Cap. Mcdto (COP bn)	4,89
Último Precio (COP)	4.570
% Precio YTD	-2,93%
Dividend Yield	3,72%
Participación Colcap	2,44%



**Omar Suarez**

Gerente de Renta Variable

**Roberto Carlos Paniagua**

Analista de Acciones

• **Bonos verdes a la vista:** La emisión de acciones en enero de 2018, aparte de su objetivo de incrementar su participación en EPSA, le permitió a Celsia continuar con su optimización de la estructura de capital y realizar el pago de deuda en dólares y pesos. Esa así como el nivel de Deuda Neta / EBITDA se ubicó en 2,5x en el 1T18. La compañía estima que este puede mantenerse estable en próximos trimestres, donde un mayor EBITDA ayudaría a compensar el aumento de la Deuda con la posible emisión de hasta COP 420 mil MM en bonos verdes, cuya autorización esta pendiente por parte de la Superintendencia Financiera. Se espera que esta emisión se haga por colocación privada y le permita tener mayor flexibilidad para proyectos venideros y/o posibles adquisiciones.

• **Energías Renovables siguen en la mira:** Celsia reiteró su estrategia de diversificación de negocios y maduración de productos diferenciados, con el desarrollo de energías renovables representando un papel fundamental. Los dos proyectos eólicos en la Guajira avanzan en su etapa de factibilidad, los cuales podrían entrar entre 2021 y 2023, aunque actualmente no presentan cierre financiero. En Costa Rica, Celsia estima poder duplicar su parque en la medida en que el Estado abra subastas. Respecto a granjas solares, sobresale que en Santander se avanza en líneas de transmisión, con un posible “Ready to Built” a finales del 2018 y donde se espera una mayor competencia. Dependiendo de su ubicación, la estrategia comercial de las plantas incluirán contratos asociados o dirección al sistema.

• **Expectativas en varios frentes:** **1)** En regulación se debe estar atentos a la publicación por parte de la CREG de la nueva fórmula para la distribución de energía, la cual puede salir a mitad de año. **2)** En Porvenir II, se encuentran en discusión aspectos sobre ingeniería civil, temas sociales y ambientales, sin dar una fecha para el inicio de su construcción. **3)** Respecto a la dinámica del mercado energético, Celsia menciona que los contratos de energía han pasado de 3 – 5 años a un promedio de 7 – 10 años, con precios competitivos frente a otros países de la región, lo cual le permitirá tener mayor estabilidad en sus contratos.



## Celsia

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

*isa*

## **Eventos extraordinarios dicen presente**

 Regresar

ISA publicó resultados financieros **NEUTRALES** en el 1T18. La diversificación geográfica favoreció los ingresos de la compañía dada la entrada en operación de nuevos proyectos en Chile, Perú y Colombia. De esta manera, el margen EBITDA se ubicó en el 65,5% y el margen neto llegó al 18,2% (+300 pbs A/A), donde pese a que la utilidad neta reflejó la dinámica de nuevos proyectos, eventos extraordinarios relacionados con la incorporación de los resultados de TAESA, la adquisición del 75% de IENNE y una recuperación de impuestos en Colombia y Brasil fueron relevantes en los resultados. El nivel de Deuda Neta / EBITDA se ubicó en 3,4x, lo cual le daría espacio adicional a la compañía para futuras inversiones. Por último, es importante monitorear los riesgos regulatorios en Brasil y Colombia y su posible impacto en el segmento de transporte de energía. Incrementamos nuestro **Precio Objetivo desde COP 14.300 a COP 15.000** dada nuestra perspectiva positiva con la entrada en operación de nuevos proyectos y la buena dinámica operacional.



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

## HECHOS RELEVANTES

### • Pese a ingresos estables, eventos extraordinarios favorecen resultados:

En el 1T18 la entrada en operación de nuevos proyectos en Chile, Perú y Colombia permitieron una variación positiva en los ingresos del 3,6% A/A, en medio de la diversificación en la fuente de ingresos de ISA. Por país, la única contracción anual se presentó en Brasil (-2% A/A excl. Construcción). A su vez, por segmento se debe tener en cuenta la participación del 75% del Transporte de Energía en los ingresos, viéndose favorecidos por la adquisición del 75% de IENNE en Brasil a través de ISA CTEEP en Sept 2017, junto a mayores rendimientos por concesiones en ese país e ingresos extraordinarios de COP 61 mil MM por devolución del impuesto al Patrimonio en Colombia. Por su parte, los costos y gastos operacionales variaron un -4,4% A/A (+5,5% excl. construcción), donde al tomar la segunda medida, esta estuvo relacionada en su mayoría con las Concesiones Viales (+22,8% A/A) por mayores costos de mantenimiento, junto a la devaluación del peso colombiano frente al peso chileno. Por su parte, el margen EBITDA se ubicó en 65,5% y el margen neto llegó al 18,2% (+300 pbs A/A) considerando la mencionada entrada de nuevos proyectos en diferentes latitudes, la incorporación de los resultados de TAESA, la adquisición de IENNE y la recuperación de impuestos en Colombia y Brasil.

• Posibles cambios regulatorios en la agenda: Dado que la mayoría de los ingresos de ISA provienen de negocios regulados, la compañía esta expuesta a riesgos regulatorios. En Colombia estamos atentos al cambio regulatorio en Transmisión de Energía. En este mismo segmento, en Brasil el ente regulador realizaría una revisión tarifaria, sobre la cual no hay una fecha definitiva ni estimaciones de su impacto, aunque ISA informa que cuando esto se dio con el segmento de Distribución, la revisión tarifaria fue levemente mejor a lo estimado. En ambos casos la compañía menciona que ha estado en comunicaciones con los entes regulatorios.

12 de junio de 2018

Información de la especie	
<b>Precio Objetivo (COP)</b>	<b>15.000</b>
<b>Recomendación</b>	<b>Neutral</b>
Cap. Mcdto (COP bn)	15,60
Último Precio (COP)	14.080
% Precio YTD	-0,85%
Participación Colcap	6,31%

### Comportamiento de la acción



— ISA — Colcap



**Omar Suarez**

Gerente de Renta Variable

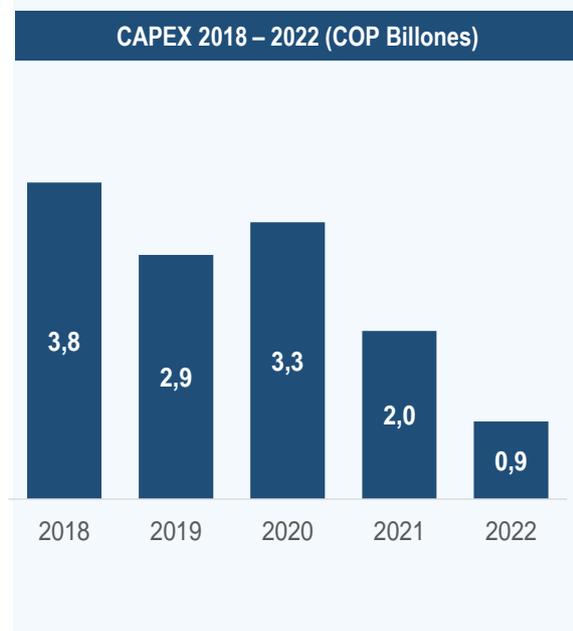
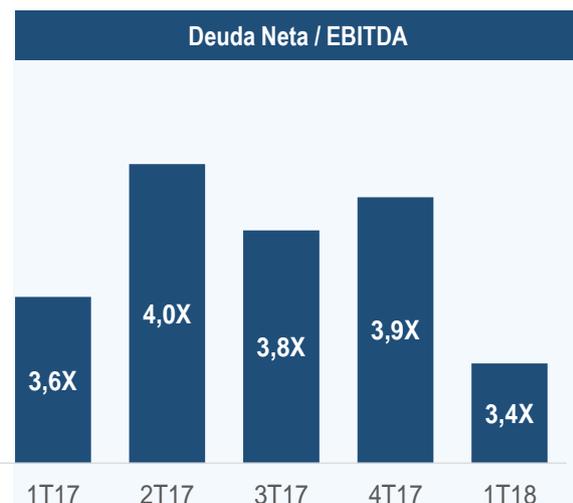
**Roberto Carlos Paniagua**

Analista de Acciones

• **Con posibilidades de apalancamiento adicional:** La deuda financiera mostró estabilidad frente al cierre del 2017, ubicándose en COP 15 BN, donde el nivel de Deuda Neta / EBITDA llegó a 3,4x para el 1T18, mostrando reducciones tanto anuales como trimestrales, con lo cual la compañía tendría espacio adicional para crecimiento orgánico o inorgánico. Pese a que la compañía no informa sobre un objetivo de este indicador, menciona que un nivel cercano a 4,5x podría ser aceptable. Respecto a la exposición por monedas, al cierre del 1T18 sobresale que el 31% de la deuda esta denominada en dólares, seguido del 28% en pesos colombianos, donde el 92% del total de la deuda esta concentrada en el largo plazo.

• **Mayor CAPEX se ejecutaría a finales del año:** Dentro del plan del CAPEX para el periodo 2018 - 2022 por COP 12,9 billones (BN), la compañía proyecta que el 29% se ejecute en el 2018 (COP 3,8 BN), donde al 1T18 se ha invertido solo el 18%, siendo este un comportamiento normal según la compañía, pues la mayor dinámica se espera sea ejecutada en la parte final del año. Es importante mencionar que el CAPEX que se ejecutará hasta el 2022 estará concentrado en Energía (70,8%), seguidos de Vías con el 22,1%.

• **Atentos a futuras oportunidades:** ISA informa que estará atento a nuevas subastas en Brasil que se abrirían en el 2S18, en las cuales podrían participar de la mano de TAESA o solamente a través de ISA CTEEP, dependiendo de las condiciones de cada proyecto y la rentabilidad estimada. De igual manera, actualmente las inversiones comprometidas hasta el 2023 permiten que la compañía pueda esperar oportunidades adecuadas en las distintas líneas de negocio. Consideramos que en la medida en que se abran nuevas opciones de negocio, ISA mantendrá su estrategia de crecimiento con una participación activa en la licitación de proyectos de transmisión de energía y de infraestructura. Por último, nos parece importante recordar que ISA CTEEP comenzó a recibir desde el 2017 la compensación por la renovación anticipada de la concesión que tenían en Brasil en el año 2012, cuyos pagos compensatorios se prevén se extiendan hasta 2025.



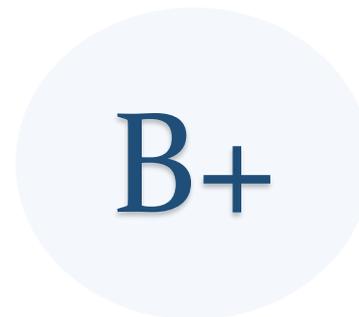
ISA						
Cifras en COP Miles de Millones	1T18	1T17	4T17	Var % A/A	Var % T/T	
Ingreso operacionales	1.631	1.574	1.667	● 4%	● -2%	
Utilidad Operacional	937	857	779	● 9%	● 20%	
Utilidad Neta	298	240	269	● 24%	● 11%	
EBITDA	1.068	953	956	● 12%	● 12%	
Margen Operacional	57%	54%	47%	● 300 pbs	● 1072 pbs	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



**Listos los tiquetes para el mundial**

 Regresar

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



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

12 de junio de 2018

## HECHOS RELEVANTES

### • Ingresos mejoran a pesar de menores pasajeros transportados:

Aunque la operación de Avianca ha venido mostrando una recuperación gradual después de la finalización de la huelga de pilotos, aún no se evidencia una normalización total, hecho que esperamos se consolide en el último trimestre del año. De esta manera, a pesar de que el número de pasajeros totales presentaron un decrecimiento de 1,3% A/A en el 1T18 (afectados principalmente por los mercados domésticos), los ingresos operacionales mostraron un buen comportamiento, favorecidos por un incremento en las tarifas promedio del 14,2% A/A (lo cual implicó una mejora de 5,5% A/A en el yield), el mejor factor de ocupación histórico para un primer trimestre (83,6%) y el desempeño positivo del RPK (6,8% A/A).

### • A pesar de mayores precios de combustibles, margen EBIT muestra recuperación:

El margen EBIT alcanzó 6,5% en el 1T18, ubicándose dentro del Guidance de la compañía (6%-8%) gracias a las mayores eficiencias alcanzadas, contrarrestando el fuerte repunte en el precio de los combustibles, impulsado por una disminución en el Arrendamiento de Aeronaves (-14% A/A), menores gastos de Mantenimiento y Reparaciones (-32,5% A/A) y una disminución en los gastos Generales y de Administración (-15,7% A/A). El rango del Guidance del margen EBIT fue revisado a la baja en 100pbs, debido a la demora en la recuperación de la operación por el efecto rezagado de la huelga y los recientes despidos y sanciones a pilotos.

Por otro lado, **destacamos una contracción del margen EBITDAR en 90pbs** por el repunte en los precios de los combustibles, mayores gastos de Operaciones de Vuelo (189,7% A/A) y un incremento en el rubro de Salarios, Sueldos y Beneficios (12,9% A/A).

Información de la especie	
<b>Precio Objetivo (COP)</b>	<b>3.000</b>
<b>Recomendación</b>	<b>Neutral</b>
Cap. Mcdo (COP bn)	2,86
Último Precio (COP)	2.870
% Precio YTD	-2,71%
Dividend Yield	2,70%
Beta Ajustado	0,94
Precio/Valor Libros	0,81
Participación Colcap	0,95%



**Omar Suarez**

Gerente de Renta Variable

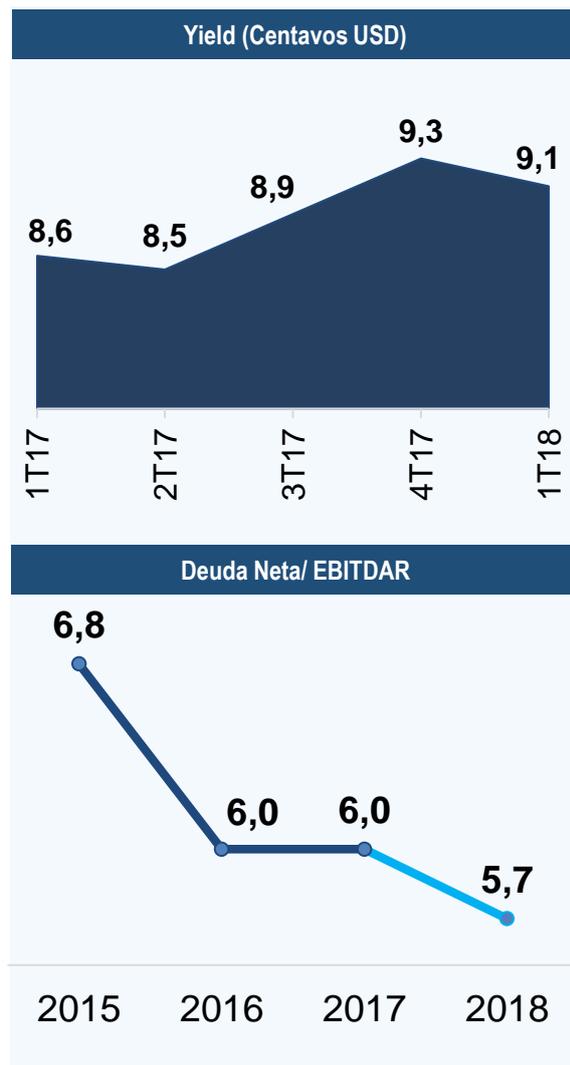
**Roberto Carlos Paniagua**

Analista de Acciones

• **Fuerte contracción de utilidad por mayores gastos financieros y diferencia en cambio negativa:** La ganancia neta presentó una reducción importante en el primer trimestre del año (-83,2% A/A), afectada principalmente por el incremento en los gastos financieros relacionados con un mayor número de aeronaves bajo contratos de arrendamiento financiero, un repunte en la pérdida por diferencia en cambio y el aumento en los impuestos.

• **Mayor plazo de entrega de aviones aliviaría niveles de endeudamiento:** La compañía dio a conocer que se encuentra negociando con sus proveedores el plazo de entrega de sus órdenes de aviones previstas entre los años 2020 y 2022, lo cual generaría una reducción del endeudamiento de alrededor de USD 2 billones. Consideramos como positiva esta noticia dado que reduciría la presión sobre los niveles de apalancamiento en los próximos años, además de tener un efecto positivo sobre la caja.

• **Recuperación del EBITDAR reduce apalancamiento:** El EBITDAR presentó un crecimiento de 5% A/A en el primer trimestre del año gracias a la recuperación operacional después de la finalización de la huelga de pilotos, donde se puede destacar un repunte en los yields por mayores tarifas, la permanencia del factor de ocupación por encima de la media histórica y una estructura de costos más eficiente. Gracias a la recuperación del EBITDAR, el apalancamiento de la compañía presentó una reducción en comparación anual (-30 pbs) y trimestral (-10 pbs), comportamiento que esperamos que continúe en la medida en que la operación se normalice.



## Avianca

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



**GRUPO ARGOS**

# **Continúa la consolidación de negocios**



**Regresar**

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



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

## HECHOS RELEVANTES

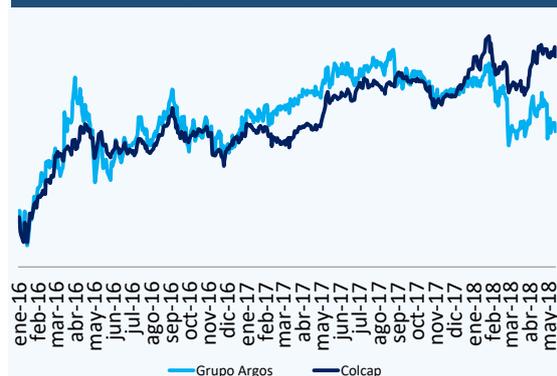
• **Renovando su energía:** Una dinámica favorable en Colombia y Centro América impulsó los ingresos operacionales de Celsia, en medio de una variación positiva de los precios en bolsa, mayor contribución del parque de generación y estabilidad en el negocio de Transmisión y Distribución (T&D). Sumado a lo anterior, menores gastos administrativos aportaron al margen EBITDA del 1T18 (34%), sobresaliendo como el mayor margen para un primer trimestre en los últimos 4 años. Mantenemos nuestra perspectiva positiva sobre los proyectos de energías renovables y el Plan 5 Caribe.

• **Colombia de último en la fila:** Para Cemargos mantenemos nuestra perspectiva conservadora sobre el sector cementero para el 2018, con un entorno retador en Colombia. En EE.UU, pese a los efectos climáticos negativos sobre los volúmenes en el 1T18, la dinámica de vivienda se muestra favorable para los próximos trimestres. En Centroamérica y el Caribe (CCA), los planes de infraestructura en diferentes países de la región apoyados en el gasto público mantienen su perspectiva positiva. Destacamos que mayores eficiencias en Colombia a través del programa BEST, su estrategia Fit to Growth y la venta de activos energéticos en esta regional (USD 57 MM) jalonaron el margen neto hasta el 2,9%.

• **Compra de Acciones mueve la caja:** Durante el 1T18 la Holding informó que dentro del flujo de caja hubo gastos por COP 1,08 Bn por compra de acciones (72% para Celsia y un 27% para Cemargos), financiados en parte con la venta de acciones de EPSA (COP 655 mil MM) y otras fuentes de financiación. Respecto a Cemargos, G. Argos pasó de tener el 55% al 58% de participación, argumentando que vieron una oportunidad de compra, pues el precio de mercado de las acciones ordinarias no reflejaba el valor fundamental del negocio.

12 de junio de 2018

Información de la especie	
<b>Precio Objetivo (COP)</b>	<b>21.800</b>
<b>Recomendación</b>	<b>Sobreponderar</b>
Cap. Mcdo (COP bn)	15,78
Último Precio (COP)	19.000
% Precio YTD	-9,00%
Dividend Yield	1,73%
Participación Colcap	5,23%



**Omar Suarez**

Gerente de Renta Variable

**Roberto Carlos Paniagua**

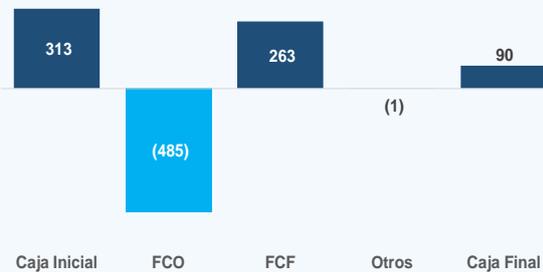
Analista de Acciones

• **Estabilidad en Concesiones aeroportuarias:** Para el 1T18 el tráfico aeroportuario registró un crecimiento del 4,3% A/A tanto en El Dorado en Colombia, como en el Mariscal Sucre en Quito, Ecuador. Por su parte, en concesiones viales el tráfico presentó un decrecimiento del 0,4% A/A, donde vale la pena mencionar el laudo arbitral emitido por el tribunal de arbitramento a favor de Autopistas del Café, el cual le da la potestad para continuar con la operación hasta enero de 2027. En medio de lo anterior, el margen EBITDA se redujo hasta el 68%, relacionado en parte con gastos de construcción e ingresos extraordinarios en el 1T17. La utilidad neta disminuyó un 63% hasta COP 20 mil MM, dados mayores gastos financieros y un aumento en impuestos por tributación de ingresos de inversiones en el exterior.

• **Negocio inmobiliario:** En el 1T18 el negocio de **desarrollo urbano** presentó un crecimiento anual significativo, principalmente por mayores valorizaciones y escrituraciones en su mayoría por ventas de lotes para el desarrollo de la Concesión Costera de los proyectos 4G. Por su parte, menores gastos administrativos (-13% A/A) obedecen a los gastos de prediales que disminuyen en COP 2 mil millones, dada la labor realizada con las autoridades locales para el avalúo de los lotes. En **renta inmobiliaria**, en el Fondo Inmobiliario Pactia sobresale que los AUM se ubican en COP 3,4 BN frente a los COP 2,6 BN del 1T17. Por su parte, el GLA se situó en 719 mil m2, concentrados en su mayoría en comercio e industria (79% de part). El EBITDA se contrajo tanto por el pago anticipado de la totalidad de los impuestos prediales durante el 1T18, como por la entrada en operación de activos adicionales que generaron mayor OPEX, con el margen EBITDA reduciéndose hasta el 34,7%. Cabe mencionar que al 1T18 la participación de Grupo Argos en Pactia fue del 34,7% (vs 39,8% 1T17) y la de Protección del 21,2% (vs 9,6% 1T17).

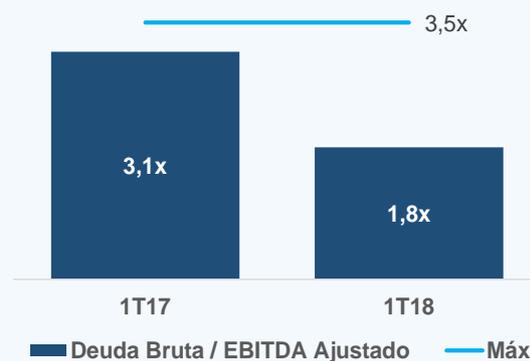
• **Menor apalancamiento:** Al 1T 18 la Holding registró mayor deuda financiera, en medio de la estrategia adoptada de asignación eficiente de capital, con la sustitución de pasivos a menores tasas, un incremento en la participación en Cementos Argos y un aumento en la posición de caja. Sin embargo, tomando como referencia los cálculos de la Holding, su apalancamiento se redujo hasta 1,8x, menor al máximo permitido de Deuda Bruta / EBITDA Ajustado de 3,5x.

### Flujo de Caja Separado 1T18



Cifras en COP Miles de MM

### Apalancamiento



EBITDA Ajustado según metodología de la calificadora.

## Grupo Argos

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



# Un portafolio en recomposición

 Regresar

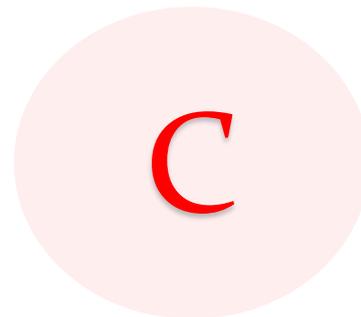


# Un portafolio en recomposición

Grupo Sura | Resultados 1T18

CasadeBolsa  
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

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



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

## HECHOS RELEVANTES

• **Menores rendimientos se sienten en la utilidad:** La mayor volatilidad en el mercado de capitales, junto a una entorno retador, se reflejaron en los resultados de Grupo Sura. En el 1T18 los ingresos presentaron una menor dinámica a nivel anual y trimestral (-2% A/A y -10% T/T respectivamente) impactados principalmente por los ingresos por inversiones (-47% A/A), dada la reducción tanto en los rendimientos, como en los ingresos por método de participación de asociadas (-17,8% A/A), tras la disminución del rendimiento del encaje para Bancolombia y AFP Protección, sumado a un leve decrecimiento en primas retenidas (-0.8% A/A) por menores ventas de rentas vitalicias y seguros. En línea con lo anterior, la utilidad neta se contrajo significativamente (-21% A/A y -14% T/T) afectada por: **1)** Una disminución en el método de participación de asociadas relacionado con Bancolombia y Grupo Nutresa, **2)** Afectación en la utilidad de SURA AM por el menor rendimiento del encaje reflejado en la utilidad de AFP Protección y **3)** Una reducción en la dinámica de inversiones en Suramericana.

• **Buscando asignaciones eficientes de capital:** La holding ha informado que con el fin de ser más eficientes en la asignación de capital, ha decidido: **1)** Tener un acuerdo de venta del negocio de rentas vitalicias en Chile por cerca de USD 230 MM, el cual podría darse en países como México en caso de que existan oportunidades **2)** No participar en licitación de seguros previsionales en Colombia, dada la alta siniestralidad relacionada con fallos judiciales.

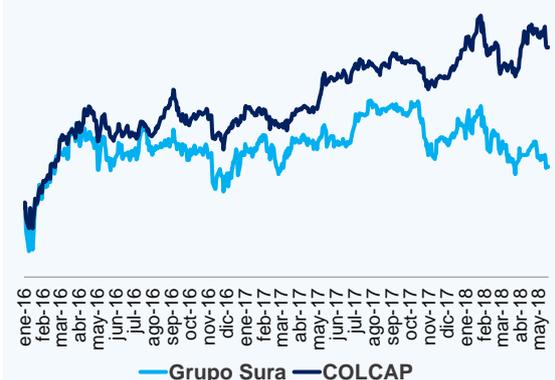
• **Suramericana sin Affinity:** Pese a un incremento del 6,7% A/A en los ingresos operacionales, dado un comportamiento positivo de las primas retenidas (+2,8% A/A), la débil dinámica de la utilidad neta (-30,8% A/A) se dio en medio de una contracción del 35% A/A en el Segmento Vida por menores ingresos por inversiones, afectando también el Segmento Generales, pues pese a mayores resultados técnicos, la no renovación del negocio de Affinity en Brasil y la devaluación del peso argentino, repercutieron en los resultados.

12 de junio de 2018

### Información de la especie

<b>Precio Objetivo (COP)</b>	<b>40.000</b>
<b>Recomendación</b>	<b>Neutral</b>
Cap. Mcdto (COP bn)	20,88
Último Precio (COP)	36.700
% Precio YTD	-8,93%
Dividend Yield	1,41%
Participación Colcap	7,23%

### Comportamiento de la acción



**Omar Suarez**

Gerente de Renta Variable

**Roberto Carlos Paniagua**

Analista de Acciones



# Un portafolio en recomposición

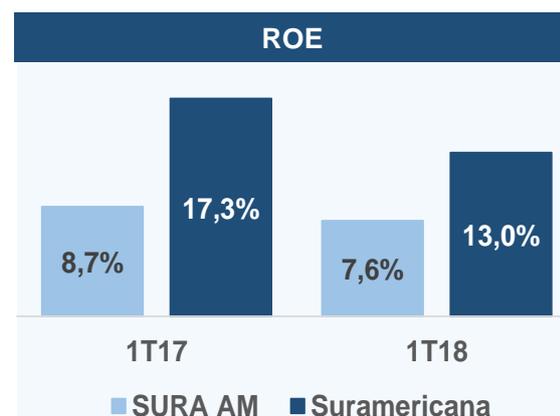
Grupo Sura | Resultados 1T18

CasadeBolsa  
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

• **Rendimientos afectan a SURA AM:** Pese a mayores ingresos por comisiones y honorarios (+11,2% A/A), una débil dinámica tanto en el encaje (-86% A/A), como en el método de participación (-53,5% A/A), debido a la volatilidad en los mercados de capitales, principalmente en los mercados globales de renta variable, afectaron los ingresos operacionales, los cuales mostraron contracciones relevantes (-7% A/A). Por su parte, la significativa reducción en la utilidad neta (-23% A/A) estuvo impactada por un menor rendimiento del encaje (-87% A/A). Respecto a los Activos Bajo Administración (AUM), estos se ubicaron en COP 393 Bn (+10,3% A/A), incluyendo a AFP Protección y AFP Crecer, impulsados por una mayor base de clientes tanto para el negocio Mandatorio como Voluntario.

• **Entorno retador afecta rentabilidad:** Menores ingresos por inversiones, al igual que una reducción en los rendimientos del encaje, fueron parte de los factores que afectaron en el 1T18 la utilidad neta de Suramericana y SURA AM respectivamente. Lo anterior se reflejó en las rentabilidades de ambas compañías, con contracciones anuales del ROE para SURA AM y Suramericana hasta el 7,6% y 13% respectivamente.

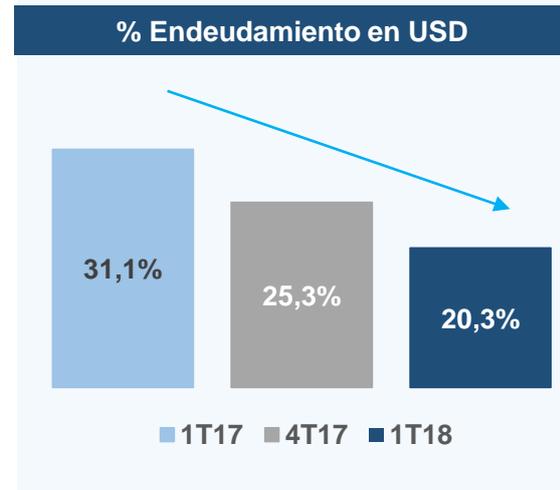
• **Recomponiendo la estrategia:** Para **SURA AM**, con la venta del negocio de rentas vitalicias en Chile, una vez sea aprobada por las autoridades competentes, la compañía obtendrá recursos que le permitirá enfocar su estrategia en fortalecer sus principales líneas de negocio. Por su parte, **Suramericana** busca desarrollar en Brasil canales enfocados en PYMES y Seguros de Vida, tras la no renovación del negocio de Affinity, pues la compañía menciona que este canal tiene comisiones de entrada costosas, sin garantías sobre la recuperación de la inversión. Es así como esperan seguir enfocados en nichos de mercado con mayores oportunidades, menos exploradas por la competencia. En Colombia, la decisión de no participar en licitación de seguros previsionales, dada la alta siniestralidad relacionada con fallos judiciales, seguirá reflejándose en próximos periodos. Cabe resaltar la reducción gradual de la deuda en moneda extranjera que ha realizado **Grupo Sura**, hasta una participación del 20,3% en el 1T18.



ROE Ajustado:

Suramericana: Amortización de intangibles asociados a adquisiciones, dividido por el patrimonio y patrimonio tangible promedio.

SURA AM: Utilidades ajustadas por amortización de intangibles. Variaciones en tasas de cambio constantes.



## Grupo Sura

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



# Corficolombiana

 Regresar



### HECHOS RELEVANTES

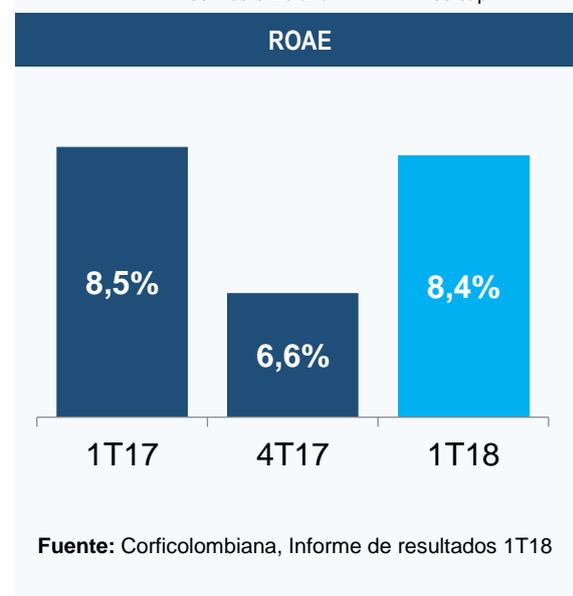
- A nivel consolidado, en el 1T18 la utilidad neta registró un crecimiento anual del 40%. Respecto al aporte por sectores se destaca el aporte de los sectores de energía y gas e infraestructura. El margen bruto del sector real creció a nivel anual impulsado por el avance en la ejecución de concesiones, principalmente por Coviandina y Covipacífico, junto a la disminución de los contratos EPC de Coviandina y Covioriente realizado en el 4T17. Por su parte, el sector de hotelería presentó con un crecimiento en la ocupación hasta el 57% en el 1T18 (vs 54% 1T17).

### Portafolio de Inversiones de Renta Variable:

- **Energía y Gas:** Se registró un incremento en los ingresos como resultado de mayores despachos producto de atentados al STN (Sistema de Transmisión Nacional) y mayores volúmenes transportados por Promigas.

- **Infraestructura:** El margen bruto de operación se incrementa en 1T18 vs. 1T17 impulsado por el avance en la construcción de las concesiones, principalmente Coviandina y Covipacífico y la reducción en el valor de los contratos EPC de Coviandina y Covioriente realizado en 4T17. El Tráfico Promedio Diario en las concesiones que se encuentran en operación creció 2,6% A/A llegando a 118.730 durante 1T18.

- **Hotelería:** El margen bruto de la operación creció 5,3% comparado con igual trimestre del año anterior. El crecimiento en el ingreso se da principalmente porque que en el año 2018 la Semana Santa fue en marzo y en el 2017 en abril. La ocupación pasó de 54% en 1T17, primer trimestre de operación del Hotel Estelar Cartagena de Indias, a 57% en 1T18.



Fuente: Corficolombiana, Informe de resultados 1T18

### Corficolombiana

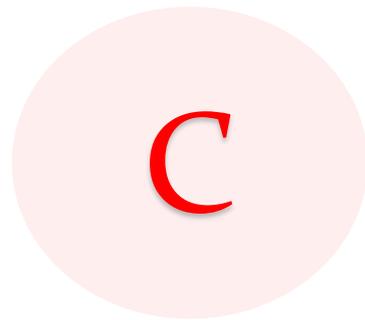
Cifras en COP millones	1T18	1T17	4T17	Var % T/T	Var % A/A
Ingreso Operacional Sector Real	1.393.726	1.414.267	1.517.088	-1,5%	-8,1%
Costo de Ventas y Prestacion de Servicios	790.426	825.323	783.744	-4%	1%
Margen Bruto del Sector Real	603.300	588.944	733.344	2,4%	-17,7%
Margen Financiero	(47.435)	(78.344)	(102.914)		
EBITDA	575.358	514.629	593.814	11,8%	-3,1%
Utilidad Neta	145.766	83.012	33.473	75,6%	335,5%
ROAE	8,4%	8,5%	6,6%	-11 pbs	176 pbs



**A Panamá lo deja el metro**

 **Regresar**

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



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

12 de junio de 2018

### HECHOS RELEVANTES

• **Precios del crudo ayudan a los ingresos:** La dinámica favorable en ingresos en el 1T18 (+14,6% A/A) estuvo influenciada tanto por mayores galones comercializados (+3,8% A/A) como por un aumento significativo en los precios internacionales del petróleo. De esta manera, los ingresos en Colombia registraron un crecimiento anual significativo del 14,2% y Panamá lo hizo en un 27,8%, sumado a la dinámica positiva en latitudes como Ecuador y Perú. A nivel trimestral, los ingresos registraron leves retrocesos (- 3,0%).

• **Margen EBITDA se reciente:** Por su parte, el margen EBITDA registró un decrecimiento anual hasta el 3,8%, donde pese a un comportamiento estable del EBITDA en Colombia (+2% A/A), contracciones anuales del 12% en Panamá y del 5,6% en los demás países repercutieron en el consolidado. Cabe mencionar que la recuperación de precios de los combustibles jalonó la ganancia por decaje, la cual compensó parcialmente los menores resultados en varios países y la venta de la operación en México. Sumado a lo anterior, gastos extraordinarios por la adquisición de la operación de ExxonMobil en Colombia, Ecuador y Perú generaron una pérdida neta de COP 7,7 mil MM. Descontando este efecto, la utilidad hubiese sido de COP 47 mil MM (+2,9% A/A).

• **EDS aportan a Colombia:** En medio de las importantes inversiones que ha venido realizando Terpel en la imagen de las Estaciones de Servicio (EDS), donde la infraestructura es uno de los canales que más atrae a los clientes y teniendo en cuenta la alta participación de las EDS en los volúmenes (69% líq + 4% GNV), en el 1T18 los galones comercializados crecieron 5,1% A/A. Por su parte, pese al impacto positivo del decaje, el EBITDA / Galón se redujo levemente hasta COP 267, debido a mayores mantenimientos.

Información de la especie	
Último Precio (COP)	12.480
Cap. Mcdo (COP bn)	2,26
% Precio YTD	-12,11%
Dividend Yield	4,34%
Beta Ajustado	0,71
EV/EBITDA	6,15
Precio/Valor Libros	1,46



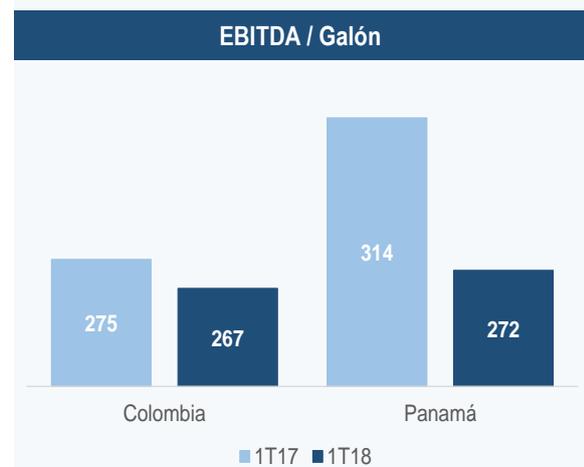
**Omar Suarez**  
Gerente de Renta Variable

**Roberto Carlos Paniagua**  
Analista de Acciones

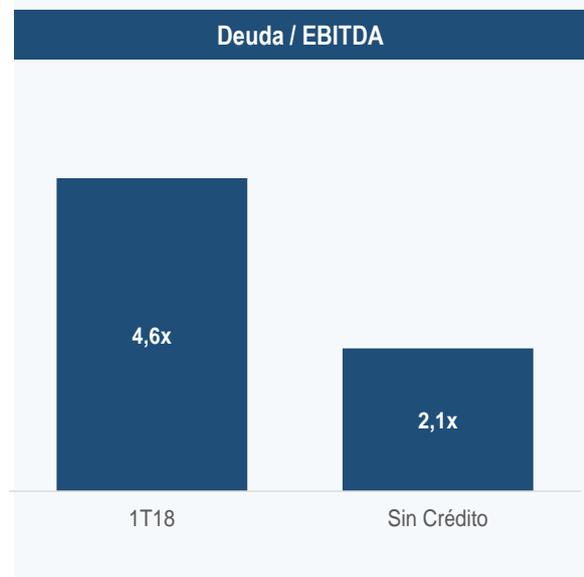
• **EBITDA afectado en Panamá:** En el 1T18 los volúmenes registraron estabilidad (+1,3% A/A) pese a la afectación de 14 EDS por la construcción del metro. Vale la pena mencionar que Terpel ha decidido ampliar la red de EDS propias, la renovación de imagen de las EDS existentes y la construcción de nuevos formatos de servicios complementarios, dado que consideran que este último es un segmento maduro en las EDS de Panamá. Por su parte, pese al crecimiento en volumen y ganancia por decalaje (COP\$1.620 MM), el EBITDA se vio afectado por una menor contribución en combustibles y lubricantes, sumado a un incremento en los gastos operacionales por la entrada de nuevas EDS y tiendas, con el EBITDA por galón reduciéndose significativamente hasta COP 272 (-13% A/A). Es así como la utilidad neta decreció un 46% A/A, en medio de mayores gastos financieros.

• **Exxon Mobil se siente:** La deuda consolidada de Terpel muestra un incremento anual significativo, pasando de COP 1,4 billones (BN) en el 1T17 hasta los COP 3,1 BN en el 1T18, cuya variación esta relacionada principalmente con el crédito sindicado por COP 1,7 BN para la adquisición de operaciones de Exxon Mobil, del cual la compañía informa que cerca del 60% será reemplazado con emisión de bonos. De esta manera, el indicador de apalancamiento Deuda / EBITDA llega hasta 4,6x, el cual sería de 2,1x sin el crédito en mención. Cabe recordar que, tal como lo mencionó la compañía a finales del 2017, buscarán reducir gradualmente el indicador por debajo de 3x en un periodo de 18 a 24 meses.

• **Capex dinámico:** Acorde a la estrategia implementada por la compañía, en el 1T18 se destinaron recursos por COP 41 mil MM para lograr los cambios deseados en la arquitectura y el diseño de las EDS (relacionado con infraestructura, conversiones de vehículos a GNV o la construcción de los servicios complementarios) entre otros. Por país, el 82,8% de esta inversión ha estado enfocada en Colombia y el 17,0% al plan de expansión que se está desarrollando en Ecuador, Perú y Panamá.



Cifras en COP



### Terpel

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





# Aluvión juega una mala pasada

 Regresar

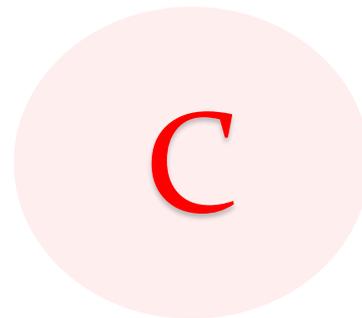


# Aluvión juega una mala pasada

## Mineros | Resultados 1T18

### Consideramos los resultados financieros del Grupo Mineros como **NEGATIVOS**.

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



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

11 de mayo de 2018

### HECHOS RELEVANTES

• **Aluvión protagonista de la jornada:** Los ingresos presentaron una débil dinámica, donde pese al incremento en los precios del oro en el 1T18 (+6% A/A) una menor producción se reflejó en los ingresos consolidados (-5% A/A), explicado por una menor producción aluvial en Colombia debido a las condiciones climáticas que afectaron la recuperación por operación aluvial. Aunque en Colombia la producción se redujo un 13,9% A/A, en Nicaragua mostró estabilidad (+1,8% A/A), ganando protagonismo a través de su filial HEMCO, al tener una participación del 54% de la producción total. Pese a la estabilidad en los costos y gastos (-0,3% A/A), los menores ingresos generaron un margen operacional del 27% (-400 pbs A/A), mientras que un menor aporte del aluvión en Colombia al EBITDA, repercutió en una reducción de 800 pbs en el Margen EBITDA (44%).

• **Cash Cost afectado por menor producción:** Dado que la mayoría de costos son fijos, la menor dinámica en la producción se reflejó directamente en el Cash Cost del 1T18, el cual tuvo un incremento del 15,8%. De esta manera, el Cash Cost promedio de Colombia presentó un aumento significativo del 28% y en Nicaragua del 6,6%. En Colombia estuvo explicado por la reducción en la producción, mientras que en Nicaragua pese a la mayor producción, el aumento en los precios del oro jalonó los costos, pues en el segmento de minería artesanal las compras a los mineros se realiza sobre un porcentaje del precio de cotización del commodity.

• **Crecimiento inorgánico se mantienen a futuro:** La búsqueda de proyectos continúa para Grupo Mineros en todo el continente, en especial proyectos tipo Green Field (en etapa de pre-factibilidad) desarrollados por compañías junior, lo cual aportaría al posible crecimiento inorgánico del Grupo.

#### Información de la especie

Cap. Mcdto (COP bn)	0,63
Último Precio (COP)	2.395
% Precio YTD	-5,34%
Dividend Yield	6,51%

#### Comportamiento de la acción



**Omar Suarez**

Gerente de Renta Variable

**Roberto Carlos Paniagua**

Analista de Acciones



# Aluvión juega una mala pasada

Mineros | Resultados 1T18

• **La Mega posiblemente más lejos de lo pensado:** La compañía reiteró que pese a un débil primer trimestre, espera alcanzar la meta de producción para cierre de año de 195.000 y 215.000 onzas (oz) vs 208.000 oz en 2017. De igual manera, estiman que podrían llegar hasta las 250.000 oz en el 2020 mediante crecimiento orgánico, pese a que su Mega para este mismo año establecía un nivel de producción de 500.000 oz, el cual solamente podría ser alcanzado a través de un crecimiento inorgánico, jalonando los niveles de producción. Respecto a las reservas, actualmente en Colombia tienen una vida de mina de 14 – 15 años, la cual podría ser extendible con sistemas de producción más livianos que las dragas, permitiendo ampliar la zona de extracción.

• **HEMCO gana protagonismo:** La compañía informa que su filial en Nicaragua, HEMCO, ha mostrado la capacidad de generar recursos para proyectos propios y aportar al Grupo Mineros, lo cual abrió la puerta para liquidar en el 2017 el Joint Venture entre ambas partes, permitiendo que dicha filial asuma directamente los proyectos de exploración. Vale la pena mencionar la mayor relevancia de Nicaragua en las operaciones de Grupo Mineros, con una participación del 54% en la producción en el 1T18 y cerca del 50% en ingresos. Acorde a la compañía, en el año 2013 Nicaragua producía 60.000 oz de oro, mientras que al cierre del 2017 están se ubicaron en 170.000 oz, reflejando una mejora significativa en la producción.

• **Nos mantenemos atentos a posibles riesgos:** Consideramos importante monitorear tanto los efectos de las condiciones climáticas en la producción de aluvión en Colombia, los cuales afectaron la producción en el 1T18, como la incertidumbre política en Nicaragua, sobre la cual la compañía informa que hasta el momento no ha repercutido en su operación, en medio de una concentración de sus actividades en la región del Atlántico Norte.

Cash Cost promedio Colombia



Producción de Oro



## Mineros

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





## Las Garantías le ponen freno a ETB

 Regresar

## Consideramos los resultados financieros de ETB del 1T18 como NEUTRALES.

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



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

12 de junio de 2018

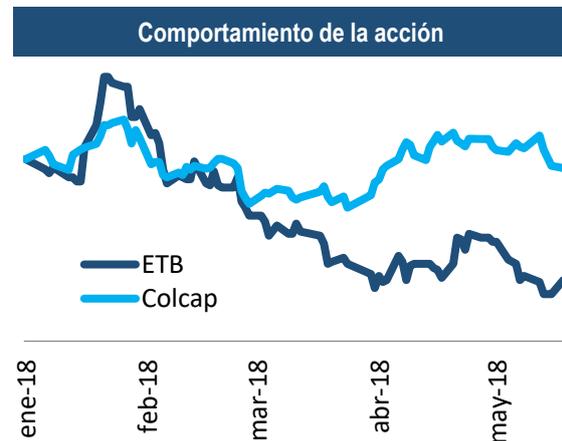
## HECHOS RELEVANTES

• **Nuevos Negocios, el foco del crecimiento en clientes:** En medio de la estrategia de la compañía enfocada en la sustitución del negocio de Línea Fija por Nuevos Negocios, el número de clientes de Fibra Óptica presentó un buen comportamiento, mostrando un crecimiento del 7,2% T/T en el 1T18. Por el lado de servicios móviles, la estrategia de ETB focalizada en el segmento de Pospago se tradujo en un aumento del 10% T/T en el número de clientes de este segmento, mientras que la depuración de usuarios inactivos en Prepago provocó una disminución del 9% T/T en esta modalidad. Mientras tanto, Línea Básica sigue mostrando una reducción en el número de clientes y en la participación de mercado. De esta manera, los nuevos productos de fibra óptica y móviles aumentaron su participación en el ingreso de la firma a 27% (+200pbs A/A).

• **Estrategia comercial enfocada en el cliente:** Con el objetivo de incrementar sus ventas, la compañía sigue fortaleciendo su estrategia comercial enfocada en una mejora de la satisfacción del cliente. De esta manera, se continuó observando una mejora en varios de los indicadores claves como el Índice de Satisfacción del Cliente, el Ratio de Rellamada y las Solicitudes de Factura. En servicios móviles, según un estudio de la CRC, obtuvo el primer lugar en Velocidad de Carga y en menor porcentaje de Llamadas no Exitosas.

• **Ley de Garantías y Resolución 5111 golpean los ingresos:** Los ingresos de ETB presentaron un débil comportamiento en el 1T18, con una contracción del 6% A/A, impactados por la Ley de Garantías (ya que su accionista mayoritario es el Distrito) y la Resolución 5111, la cual impide el cobro de cargos a clientes suspendidos (50% de la caída en ingresos). Con la finalización de la Ley de Garantías, esperamos una recuperación de los ingresos en el 2S18.

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	450
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdto (COP bn)	1,39
Último Precio (COP)	392
% Precio YTD	-14,22%
Participación Colcap	2,00%



**Omar Suarez**

Gerente de Renta Variable

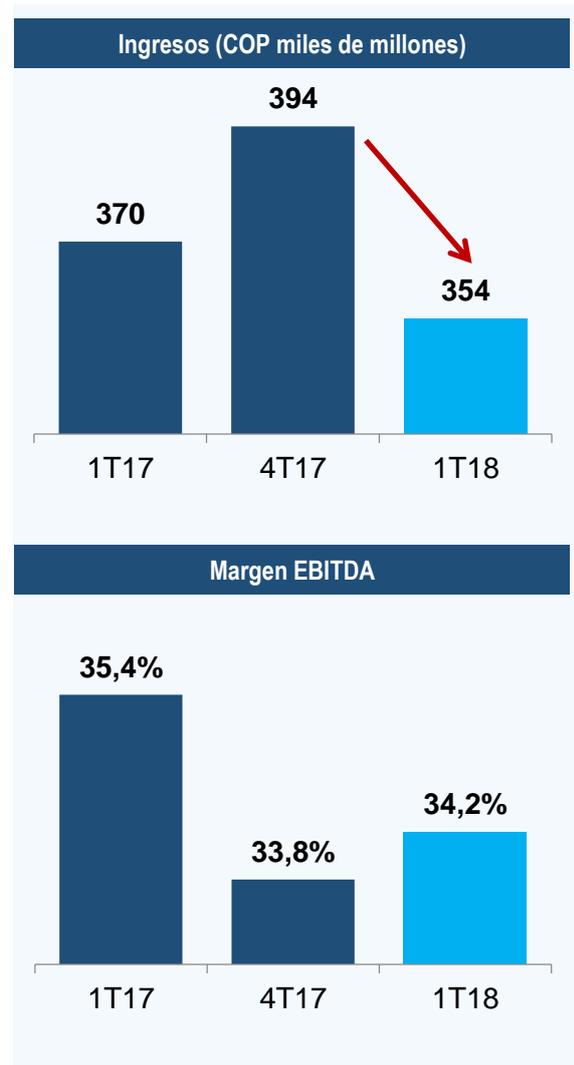
**Roberto Carlos Paniagua**

Analista de Acciones

• **Margen EBITDA permanece estable a pesar de menores ingresos:** Resaltamos que una estructura de costos y gastos más eficiente permitió que el margen EBITDA permaneciera estable en 35% a pesar de la contracción de los ingresos, lo cual vino acompañado de un flujo de caja operativo (EBITDA-CAPEX) en terreno positivo. Para los próximos trimestres se espera una leve contracción de este margen debido al aumento en los gastos comerciales, los cuales buscarán adherir un mayor número de clientes, en línea con la estrategia definida por la compañía.

• **Utilidad neta seguiría en terreno negativo en los próximos trimestres:** La compañía continuó presentando una pérdida neta en el 1T18 (-64 mil millones), explicada principalmente por altos gastos de depreciaciones, amortizaciones y provisiones asociados a la alta inversión de Fibra Óptica realizada entre el 2013 y 2015. Es importante destacar que este rubro no representa ningún impacto sobre el flujo de caja de la compañía, sino que constituye simplemente un movimiento contable. En este sentido, esperamos que ETB continúe presentando pérdida neta en los próximos trimestres, afectando el valor por acción en libros, lo cual seguiría presionando el comportamiento de la acción por medio del múltiplo PVL.

• **Activación de la venta, principal driver de la acción:** Esperamos que el comportamiento de la acción siga dependiendo en mayor medida de las nuevas noticias relacionadas con la posible venta ETB por parte del Distrito. En este sentido, aunque consideramos como positivos los esfuerzos en términos de eficiencias y de la estrategia comercial implementada para impulsar el crecimiento de clientes, consideramos que esto seguiría teniendo un impacto moderado en el desempeño de la acción.



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

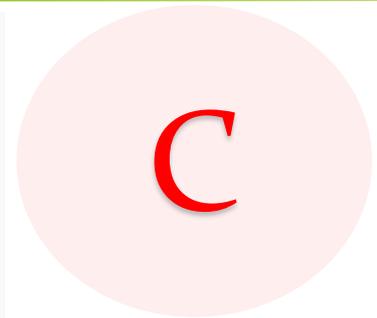


**enka**

**Hilando delgado**

 Regresar

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



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

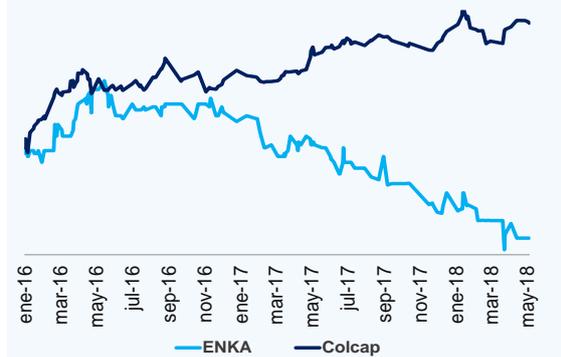
12 de junio de 2018

## HECHOS RELEVANTES

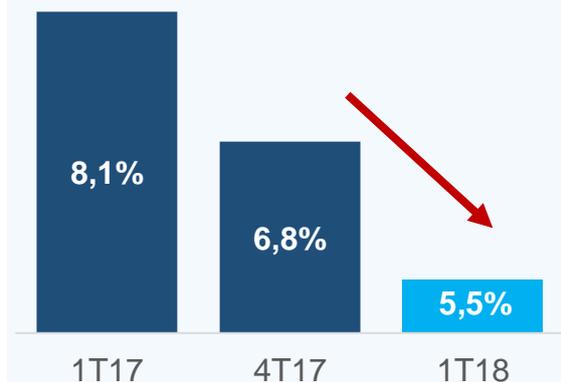
• **Extranjeros jalonan los ingresos:** En medio de una leve contracción trimestral en el 1T18 (-2% T/T) los ingresos presentaron un crecimiento del 8% A/A, jalonados tanto por mayores precios internacionales de materias primas como por una mejor dinámica de las exportaciones, dados nuevos negocios en varios países de Norte y Sur América, compensando una disminución de las ventas en Perú del 36% A/A, generada por una menor demanda por temporada pesquera. Llama la atención el buen comportamiento en los ingresos del negocio verde (+16% A/A con participación del 33%) por mayores precios y demanda de la línea de fibras.

• **Atentos al dólar y el petróleo:** Es importante monitorear la exposición de la compañía al riesgo cambiario, pues pese a que los ingresos estuvieron impactados por su indexación al dólar (exportaciones con participación del 46% en ingresos), el sistema de coberturas cambiarias mitigó este efecto. De igual manera, mayores precios del petróleo repercuten en el desempeño del negocio de Enka, pues estos tienen efectos en la cadena petroquímica, volviendo más atractivo el uso de materias primas recicladas.

## Comportamiento de la acción



## Margen EBITDA



## ENKA

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



**Omar Suarez**  
Gerente de Renta Variable

**Raúl Moreno**  
Analista de Acciones

## Gerencia de Inversiones

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

## Análisis y Estrategia

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

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

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

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

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

**Raúl Moreno**  
Analista de Renta Variable  
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  
gmagdalen@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.