
Resumen Resultados Corporativos 2T18

27 de agosto de 2018

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

En medio de señales de recuperación de la economía colombiana, el 25% de los emisores bajo análisis registraron resultados positivos en el 2T18, mientras que un 35% se ubicaron en terreno neutral y el restante 40% mostraron un débil comportamiento. Ecopetrol lideró las cifras positivas al registrar el mayor margen EBITDA en la histórica de la compañía, dada la buena dinámica operacional y una estructura de costos y gastos más eficiente. Por su parte, dentro de las **Holdings**, Grupo Sura mostró un aumento significativo en su utilidad en medio de un comportamiento adecuado de SURA Asset Management, mientras que Grupo Argos se mantuvo estable, con los negocios estratégicos de energía, cemento y concesiones favoreciendo el consolidado. En el **sector de consumo**, los resultados de Grupo Nutresa y Grupo Éxito reflejaron la recuperación gradual de la dinámica del consumo privado en Colombia. Para la primera, se debe sumar un mejor desempeño en la demanda de mercados internacionales y la segunda registró una mejora significativa tanto a nivel de ventas, como operativamente. En el **sector de utilities**, aunque Celsia mostró un buen dinamismo tanto en ingresos como en utilidad neta, el EBITDA se vio afectado por los costos variables de generación de energía. En ISA, la mayor volatilidad en las monedas de los países donde la compañía tiene presencia, afectó el margen EBITDA y el margen neto. Para el **sector financiero**, tanto Bancolombia como Davivienda se vieron impactados por el efecto rezagado del débil desempeño económico en Colombia, la implementación de IFRS 9 y el continuo deterioro de clientes corporativos. **El sector cementero** en Colombia sigue afectado por la menor dinámica en infraestructura, aunque para Cemargos en EE.UU la construcción residencial y no residencial se muestra favorable. Finalmente, en **Avianca** el débil comportamiento operacional estuvo influenciado por el repunte en los precios del combustible y una menor recuperación de la operación después de la huelga y posterior despedida de pilotos. **Por su parte, consideramos que dadas las señales de repunte de la economía colombiana, en el 2S18 el sector de consumo podría ver la luz, con un ritmo de recuperación gradual, mientras que una menor desempeño, mantendría en las sombras al sector cementero y de construcción.**

A

POSITIVOS

ecopETROL

GRUPO
sura

Concreto

bxc

TERPEL

B

NEUTRALES

GRUPO ARGOS

Grupo
nutresa

CELSIA

éxito

CANACOL
ENERGY

eTb
enka

C

NEGATIVOS

Bancolombia

isa
Avianca

CEMEX

ARGOS

DAVIVIENDA

Mineros

Construcciones
EL CONDOR S.A.

Recuperación de resultados, paso a paso

Resumen de Resultados Corporativos 2T18

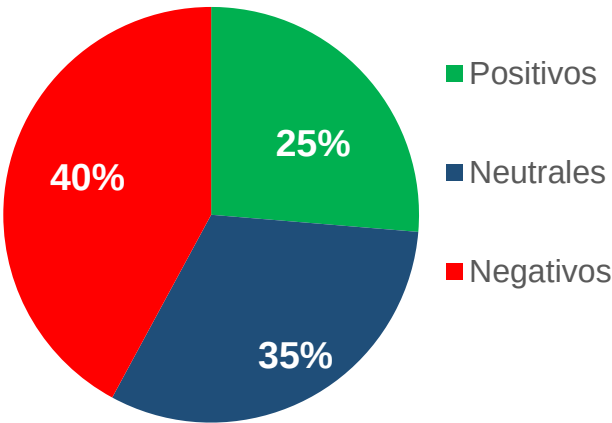
Resumen de resultados 2T18 (CdB)

COP miles de millones (* Cifras en miles USD)

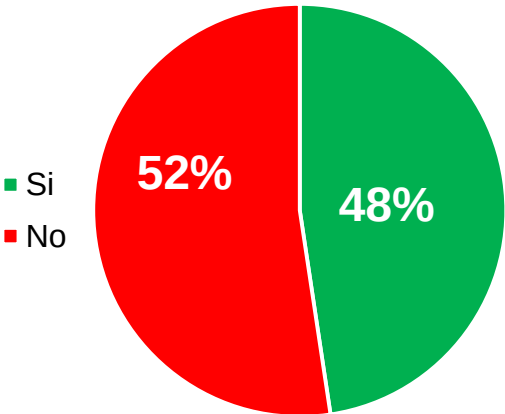
		Ingresos			EBITDA			Utilidad Neta		
		2T17	2T18	Var%	2T17	2T18	Var%	2T17	2T18	Var%
Positivos	Ecopetrol	13.151	16.987	29%	5.612	8.609	53%	1.305	3.519	170%
	Grupo Sura	5.079	4.862	-16%	890	947	6%	197	326	65%
	Concreto	302	265	-12%	42	71	68%	9	32	269%
	BVC	55	58	7%	19	20	6%	11	12	13%
	Terpel	3.647	4.631	27%	162	226	40%	51	56	11%
Neutrales	Grupo Argos	3.565	3.617	2%	876	891	2%	106	119	12%
	Nutresa	2.117	2.222	5%	263	267	2%	98	124	27%
	Celsia	743	821	10%	279	269	-4%	43	67	57%
	Grupo Éxito	13.268	12.881	-3%	1.059	1.066	1%	69	119	72%
	Canacol*	43.007	57.201	33%	29.857	32.912	10%	11.770	-25.979	-
	ETB	360	370	3%	132	123	-7%	-57	84	-
	ENKA	169	197	16%	13	11	-16%	2	-1	-151%
Negativos	Bancolombia	4.227	3.946	-7%	966	818	-15%	654	592	-9%
	ISA	1.558	1.528	-2%	982	945	-4%	278	232	-17%
	Avianca*	1.092	1.199	10%	211	164	-22%	11	-36	-
	CLH*	305.109	280.018	-8%	76.353	61.577	-19%	15.710	3.612	-77%
	Cemargos	2.154	2.184	1%	370	328	-11%	48	-2	-
	Davivienda	2.354	2.350	-0%	458	397	-14%	324	281	-13%
	Mineros	212	203	-4%	79	62	-21%	43	20	-54%
	El Cóndor	221	227	3%	214	53	-75%	26	13	-50%

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](#)

[20. Canacol](#)

[23. Éxito](#)

[26. GPA](#)

[29. Nutresa](#)

[32. Cementos Argos](#)

[35. Cemex Latam Holding](#)

[38. Concreto](#)

[46. Celsia](#)

[49. Isa](#)

[52. Avianca](#)

[55. Grupo Argos](#)

[58. Grupo Sura](#)

[61. Corficolombiana](#)

[63. Terpel](#)

[66. Mineros](#)

[69. ETB](#)

[72. ENKA](#)

[74. El Cóndor](#)



Deterioro de la Cartera no cede terreno



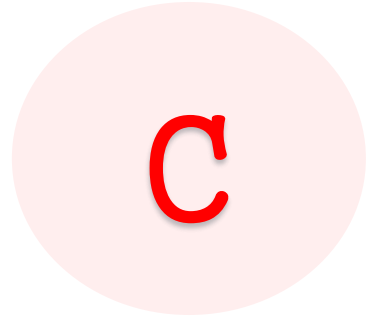


Deterioro de la Cartera no cede terreno

Bancolombia | Resultados 2T18

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Consideramos los resultados financieros de Bancolombia como NEGATIVOS. La menor actividad económica, junto a una reducción en el ritmo de crecimiento en todas las modalidades de crédito, se reflejaron en el crecimiento de la cartera, la cual sigue desacelerándose. Por el lado del NIM, menores costos de fondeo permitieron tener estabilidad trimestral, lo cual consideramos como positivo, aunque a nivel anual se presentó una contracción importante, dada la reducción tanto en los ingresos netos por interés tras la adopción de IFRS 9, como en la tasa de referencia en Colombia. El constante deterioro en la calidad de la cartera es nuestra mayor preocupación, la cual estimamos que siga presente en los próximos trimestres. En medio de una menor utilidad neta en su variación anual, dados los mayores gastos netos de provisiones, el ROE presentó una contracción (-172 pbs A/A). Esperamos que los altos gastos de provisiones sigan presionando la utilidad neta en próximos trimestres. Por último, dentro de las expectativas actualizadas de Bancolombia para el 2018 tenemos: **1) Un costo de crédito de 2,2% vs 2%. 2) Un NIM esperado de 5,8% vs 5,6% 3) Un ROE cercano al 12%.**



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

27 de agosto de 2018

HECHOS RELEVANTES

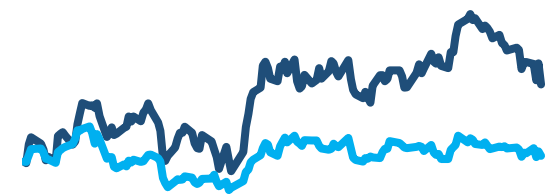
• Entorno económico retador sigue afectando a la cartera bruta:

La cartera bruta de Bancolombia continuó desacelerándose en el 2T18 (+3,2% A/A y +2,9% T/T), frente a variaciones del 8,5% A/A y 3,9% T/T un año atrás, impactado por una menor actividad económica, acompañado de una reducción en el ritmo de crecimiento en todas las modalidades de crédito. Cabe mencionar que, pese a que la cartera de consumo lideró con variación del 9,9% A/A, su ritmo de expansión se desaceleró frente al crecimiento a doble dígito del 2T17 (+19% A/A). De igual manera, tanto la cartera comercial como de vivienda registraron disminuciones anuales frente a lo registrado el 2T17. **Para el 2S18, aunque esperamos un leve repunte a nivel económico y en cartera, somos conservadores sobre el ritmo de crecimiento que pueda presentar la cartera bruta total, donde la modalidad de consumo seguiría ganando participación (+250 pbs al 2T18 vs 2T16) en línea con la estrategia del Banco.**

• Menor costo de fondeo busca mantener NIM:

Tal como se observó en el 1T18, en el 2T18 Bancolombia continua con un mayor control en los costos de fondeo (-48 pbs A/A hasta 3,17%). Lo anterior ha estado liderado por reducciones en el costo de los depósitos (-55 pbs A/A hasta 2,95%), al igual que en la deuda a largo plazo (-52 pbs A/A hasta 5,91%). Es así como se presentó estabilidad en el NIM a nivel trimestral (5,85% al 2T18), lo cual consideramos positivo, aunque se contrajo a nivel anual, en medio de la reducción tanto en los ingresos netos por interés tras la adopción de IFRS 9, como en la tasa de interés de referencia en Colombia. Cabe mencionar la contracción del NIM de inversiones (-100pbs A/A). Consideramos que en línea con la estabilidad esperada en la tasa de referencia en lo que resta del 2018, el costo de fondeo tendría leves variaciones en próximos trimestres, lo cual se traduciría en ligeros cambios en el NIM, aunque rezagos en las tasas de colocación podrían generar presiones.

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	29.000
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdto (COP bn)	31,84
Último Precio (COP)	33.000
% Precio YTD	10,29%
Dividend Yield	3,09%
Participación Colcap	12,66%
Comportamiento de la acción	



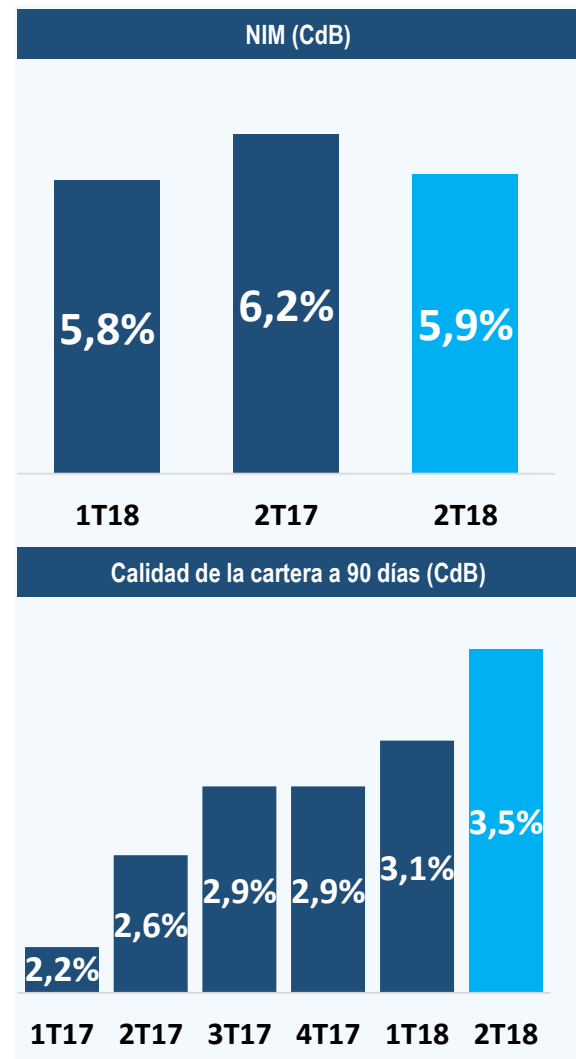
ene.-18 mar.-18 may.-18 jul.-18
— PF Bancolombia — Colcap



Omar Suarez
Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua
Analista de Acciones

• **Deterioro en la calidad de la cartera se muestra al alza:** El continuo deterioro en la calidad de la cartera del banco sigue siendo nuestra mayor preocupación, donde la calidad de la cartera a 90 días se ubicó en 3,5% en el 2T18, impactada por un deterioro significativo en la cartera comercial, mientras que, frente al 1T18, la de consumo presentó una leve mejora y la de vivienda se mostro estable. Por su parte, el banco mencionó que se ha provisionado el 65% de la cartera de Electricaribe. En el 2T18, la nueva cartera vencida fue de COP 1.151 mil MM explicada en su mayoría por clientes corporativos. Esperamos que la calidad de la cartera siga estando presionada por la débil dinámica de la economía colombiana y mayores provisiones de clientes corporativos particulares.



• ROE mejora pero no conviene: La utilidad neta mantiene un débil desempeño, con una contracción del 9,5% A/A, afectada por niveles elevados en los gastos netos de provisiones (+23% A/A), pese a mayores ingresos por participación patrimonial, sumado a menores impuestos, ya que variaciones en la tasa de cambio generaron que la operación en Colombia, la cual tiene la mayor tasa de impuestos, tuviera menor participación en el consolidado. En medio de lo anterior, el ROE se ubicó en el 10,6%, donde pese a una leve mejora trimestral, su contracción anual refleja el entorno retador de la economía. **Esperamos que el ROE siga presionado en los próximos trimestres por un alto gasto de provisiones.** Consideramos que la meta de un ROE cercano al 12%, informada por el Banco para el 2018, es más realista (frente al 13%-14% de finales del 2017, reducida al 12%-13% en el 1T18), sigue siendo un objetivo retador en medio de la débil dinámica de la economía colombiana, con algunas señales de recuperación.

- **Sutil aumento en Eficiencia:** Menores gastos operativos aportaron al nivel de Eficiencia, explicado por la reducción de la red de sucursales físicas, la automatización y optimización de procesos, junto a menores gastos de personal.

Bancolombia						
Cifras en COP miles de millones	2T18	2T17	1T18	Var % A/A	Var % T/T	
Ingreso por intereses	3.946	4.227	3.947	-7%	0%	
Egreso por intereses	1.400	1.594	1.434	-12%	-2%	
Ingreso Neto por intereses	2.546	2.633	2.513	-3%	1%	
Provisiones Netas	972	790	875	23%	11%	
Utilidad antes de impuestos	818	966	855	-15%	-4%	
Impuesto de Renta	195	281	311	-31%	-37%	
Utilidad Neta	592	654	522	-9%	13%	
NIM	5,9%	6,2%	5,8%	-31 pbs	5 pbs	
ROE	10,6%	12,3%	9,2%	-172 pbs	136 pbs	
Eficiencia	50,9%	51,7%	51,4%	-77 pbs	-44 pbs	
Solvencia	13,5%	14,3%	13,7%	-82 pbs	-21 pbs	
Calidad de Cartera *	3,5%	2,6%	3,1%	88 pbs	40 pbs	
Cobertura de Cartera*	157%	171%	174%	-1400 pbs	-1700 pbs	

*90 días

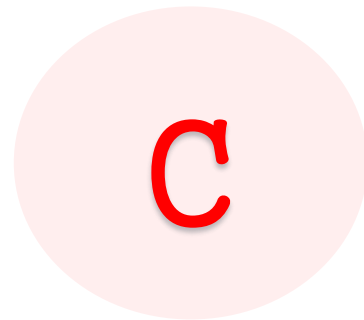


ROE desciende escalones



Regresar

Consideramos los resultados de Davivienda del 2T18 como NEGATIVOS. A pesar de que el crecimiento de la cartera presentó una estabilización en el primer semestre del año, los resultados se vieron impactados por el efecto rezagado del débil desempeño económico en Colombia, la implementación de IFRS 9 y el continuo deterioro de clientes corporativos. De esta manera, la Utilidad Neta registró una contracción tanto anual como trimestral, afectada por el repunte en los Gastos de Provisiones, el impacto negativo de menores tasas de colocación sobre los Ingresos Financieros y mayores Gastos Operacionales. Teniendo en cuenta lo anterior, el ROAE se contrajo 280 pbs A/A. Aunque la dinámica de la cartera empieza a mostrar señales de inflexión, la calidad de la cartera sigue su senda alcista, jalonada principalmente por la cartera Comercial y de Vivienda a pesar del mayor dinamismo de la economía colombiana en el primer semestre del año 2018. Es importante destacar que la calidad de la cartera de Consumo presentó una leve mejora, favorecida por fuertes Castigos de Cartera en esta modalidad (90,7% del total de los Castigos). Seguimos monitoreando un punto de inflexión más claro en los resultados de la entidad como consecuencia de menores tasas de interés, reducción de la inflación y reactivación económica.



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

27 de agosto de 2018

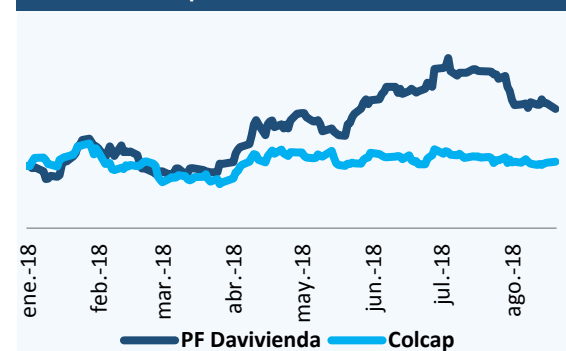
HECHOS RELEVANTES

- **Crecimiento de la cartera bruta se estabiliza:** Aunque la cartera bruta continúa mostrando una desaceleración respecto al 2017 como consecuencia de una menor dinámica económica en ese año, destacamos que presentó estabilidad en el 2T18 frente al crecimiento registrado en el primer trimestre (6,7% A/A para ambos trimestres), mostrando posibles señales de punto de inflexión en su desempeño. De esta manera, resaltamos el buen comportamiento de la cartera de Vivienda (15,1% A/A), la cual presentó su mayor crecimiento en 6 trimestres, mientras que la cartera Comercial parece haber tocado fondo en el 4T17. Sin embargo, la cartera de Consumo continuó desacelerándose (4,1% A/A), lo cual consideramos como saludable teniendo en cuenta el fuerte crecimiento que venía registrando.

- **¿Mayor dinámica económica se vería reflejada en crecimiento de la cartera?:** Teniendo en cuenta que la economía colombiana ha mostrado un mejor crecimiento en el año 2018 y que la cartera bruta se ha estabilizado en los 2 primeros trimestres del año, es posible que esta haya alcanzado un punto de inflexión o que este próximo a conseguirlo y que en el segundo semestre del año empecemos a observar una recuperación gradual de su dinámica.

- **Calidad de la cartera sigue deteriorándose:** La calidad de la cartera se siguió deteriorando en el 2T18, lo cual continúa siendo nuestra mayor preocupación. Destacamos que mientras se registró un deterioro adicional en la cartera Comercial y de Vivienda, la de Consumo presentó una leve mejora de 8 pbs A/A. Sin embargo, hay que señalar que el 90,7% de los castigos de cartera realizados en el trimestre correspondieron al portafolio de Consumo, lo cual favoreció el desempeño de este indicador en esta modalidad.

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	36.000
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdo (COP bn)	15,41
Último Precio (COP)	34.120
% Precio YTD	13,96%
Dividend Yield	2,34%
Participación Colcap	3,16%



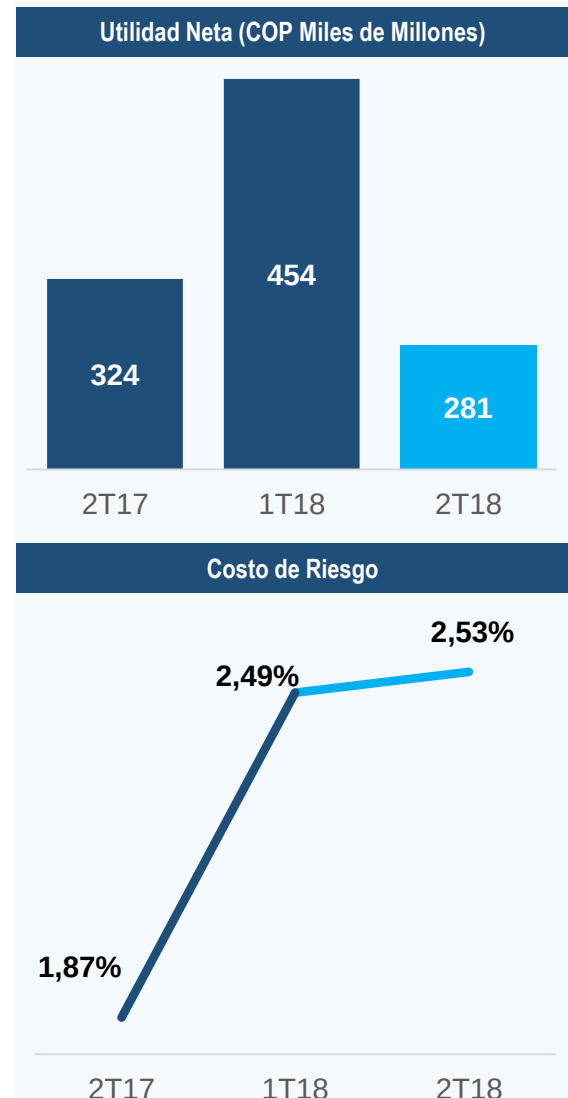
Omar Suarez
Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua
Analista de Acciones

• **Gastos de Provisiones escalan cada vez más alto:** Durante el 2T18 se presentó un fuerte repunte en los Gastos de Provisiones tanto en comparación anual (24% A/A) como trimestral (22,1% T/T), reflejo del deterioro adicional en clientes particulares de la cartera comercial y como consecuencia del efecto rezagado de la menor dinámica económica en el año 2017. Es importante tener en cuenta que este gasto también se vio afectado por la adopción del modelo de cálculo de provisiones bajo pérdidas esperadas, donde el Costo de Riesgo presentó un deterioro importante de 41 pbs T/T, ubicándose en 2,77% en el 2T18. Hay que monitorear posibles deterioros adicionales en la cartera, ya que aún no se observan señales de inflexión en este indicador a pesar de una mejor dinámica económica en el año 2018.

• **ROE descende escalones:** La utilidad neta presentó una contracción importante durante el 2T18 tanto en comparación anual (-13,3%) como trimestral (-38,2% T/T), como reflejo del repunte en los Gastos de Provisiones, el impacto negativo de menores tasas de colocación sobre los Ingresos Financieros y mayores Gastos Operacionales por el aumento en las bonificaciones no recurrentes, publicidad, mantenimiento de equipo de cómputo y honorarios relacionados con la implementación de herramientas tecnológicas. El débil comportamiento de la utilidad neta se vio reflejado en una contracción del ROAE (-280 pbs A/A).

• **Apuesta tecnológica empieza a rendir frutos:** Davivienda dio a conocer que lanzó en mayo de este año su primer producto 100% digital, el cual permite a sus clientes obtener créditos de hasta COP 10 millones en menos de 5 minutos. Destacamos que a pesar de haber sido lanzado hace poco tiempo, este ya registra desembolsos por COP 169 mil millones al cierre de julio, buen comportamiento que podría empezar a favorecer la dinámica de la cartera.



DaviVienda

Cifras en COP miles de millones	2T18	2T17	1T18		Var % A/A	Var % T/T
Ingresos financieros	2.350	2.354	2.405	●	-0,2%	-2,3%
Egresos Financieros	872	984	890	●	-11,4%	-2,0%
Margen financiero bruto	1.477	1.370	1.515	●	7,8%	-2,5%
Provisiones	566	457	464	●	23,9%	22,0%
Margen financiero neto	911	913	1.051	●	-0,2%	-13,3%
Impuesto de Renta	116	134	125	●	-13,4%	-7,2%
Utilidad Neta	281	324	454	●	-13,3%	-38,1%
NIM	6,56%	6,15%	6,51%	●	41 pbs	5 pbs
ROAE	12,9%	15,70%	13,50%	●	-280 pbs	-60 pbs
Eficiencia	46,6%	47,10%	46,20%	●	-50 pbs	40 pbs
Solvencia	12,68%	12,56%	13,08%	●	12 pbs	-40 pbs
Calidad de Cartera *	3,85%	2,70%	3,25%	●	115 pbs	60 pbs
Cobertura de Cartera *	106,70%	99,80%	124,70%	●	690 pbs	-1800 pbs

* A 90 días





Banco de Bogotá





HECHOS RELEVANTES

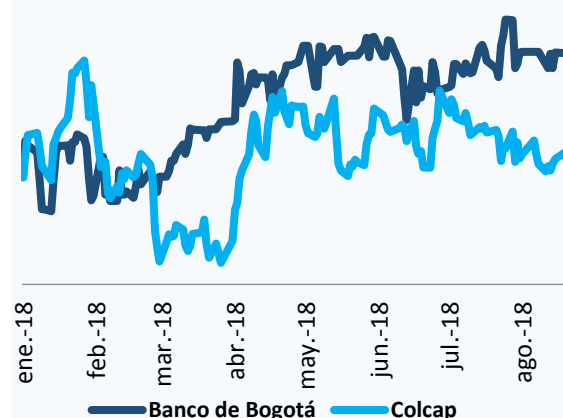
• **La utilidad neta atribuible para el 2T2018 fue de COP 541.4 miles de millones.** La Cartera Bruta total creció 2.5% en los últimos 12 meses a COP 102.5 billones.

• **Los depósitos crecieron 0.2% en el último año a COP 97.7 billones.** El indicador de Depósitos/Cartera en el 2T2018 fue 99.4%. Los Depósitos representaron el 79.7% del total del fondeo a junio 30 de 2018. Los depósitos a término contribuyeron con el 43.1% del total de los depósitos, las cuentas de ahorro contribuyeron con el 29.8% del total, y las cuentas corrientes alcanzaron el 26.7%.

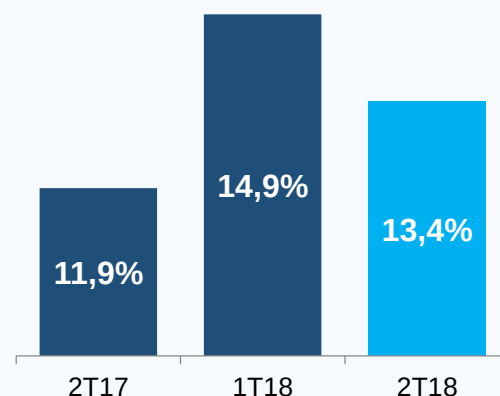
• **El Margen Neto de Interés de cartera fue de 6.4% en 2T2018,** por debajo del 6.1% en el 2T2017. El Margen Neto de Interés de inversiones fue de 0.9% en 2T2018, decreciendo 1.3% en comparación a 2T2017. El Margen Neto de Interés fue 5.6% en 2T2018 por debajo del 6.1% en el 2T2017, en línea con la 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 2.2% para 2T2018.

• **El indicador de Capital regulatorio consolidado fue de 13.3% para la solvencia total y de 9.1% para Tier I.** Estos indicadores se encuentran significativamente por encima del mínimo. **El indicador de eficiencia fue de 50.7% en 2T2018, comparado con el 48.6% de 2T2017.**

Comportamiento de la acción



ROAE



Fuente: Banco de Bogotá, presentación de resultados 2T18

Banco de Bogotá

Cifras en COP miles de millones	2T18	2T17	1T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos por intereses	2.680	2.836	2.727	-1,7%	-5,5%
Gasto por Intereses	1.052	1.155	1.056	-0,4%	-8,9%
Ingresos netos por intereses	1.628	1.681	1.670	-2,5%	-3,2%
Provisiones Netas	476	658	508	-6,3%	-27,7%
Utilidad Neta	541	482	610	-11,3%	12,3%
NIM	5,6%	6,1%	5,5%	10 pbs	-50 pbs
ROAE	13,4%	11,9%	14,9%	-150 pbs	150 pbs
Eficiencia	50,7%	48,6%	46,9%	380 pbs	210 pbs
Calidad de Cartera 90 días	2,6%	2,3%	2,5%	10 pbs	30 pbs
Relación de Solvencia	13,3%	14,2%	12,8%	50 pbs	-90 pbs



Grupo Aval



HECHOS RELEVANTES

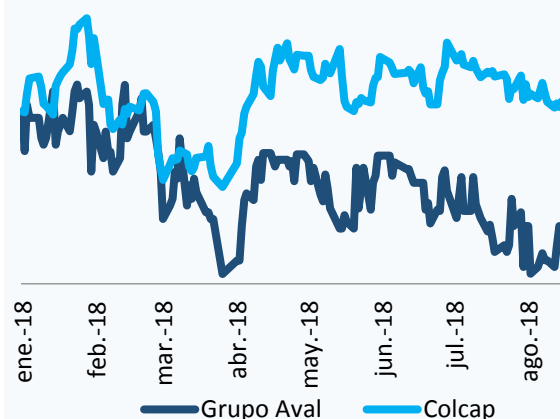
• **Reportó una utilidad neta atribuible a los Accionistas de COP 682 miles de millones para el 2T18 frente a COP 598 miles de millones reportado para el 1T18.** El ROAE del trimestre fue 17.7%, creciendo 530 pbs A/A y 240 pbs T/T. De igual forma, el ROAA para el trimestre fue 2.0%.

• El crecimiento del ingreso por comisiones, tanto en lo corrido del año como en el trimestre, fue impulsado por las comisiones bancarias y las comisiones por administración de fondos de pensiones y cesantías. Además, se observan mayores ingresos de las entidades no financieras de los negocios de energía e infraestructura de Corficolombiana

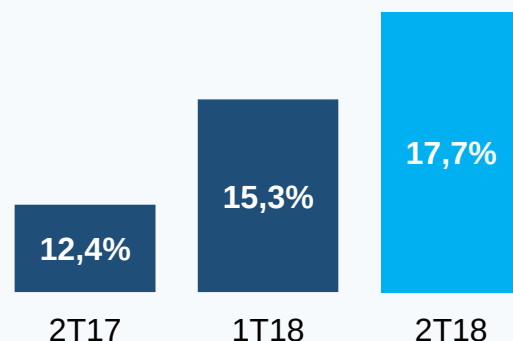
• **Durante el 1T18 la cartera bruta creció 2.8% frente al 2T17 (incluyendo el efecto de la tasa de cambio),** donde la cartera de consumo (incluyendo crédito hipotecario) creció 6.0%, la cartera hipotecaria un 8.7% y la cartera comercial un 0.1% vs el segundo trimestre del 2017. De igual forma, el deterioro de la cartera vencida a más de 90 días se ubicó en 2.9%.

• **El NIM de la operación consolidada** decreció aproximadamente 30 pbs ubicándose en 5.7% A/A. El costo de riesgo decreció 101 pbs vs 2T17 y 44 pbs vs 1T18. A su vez, los márgenes de rentabilidad ROAA y ROAE incrementaron anualmente 61 pbs y 533 pbs respectivamente.

Comportamiento de la acción



ROAE



Fuente: Grupo Aval, presentación de resultados 2T18

Grupo Aval

Cifras en COP miles de millones	2T18	2T17	1T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos por intereses	4.454	4.729	4.589	-5,8%	-2,9%
Gasto por Intereses	1.842	2.092	1.861	-12,0%	-1,0%
Ingresos netos por intereses	2.612	2.663	2.728	-1,9%	-4,3%
Utilidad Neta	682	471	598	44,9%	14,0%
NIM	5,6%	5,9%	5,7%	-30 pbs	-10 pbs
ROAE	17,7%	12,4%	15,3%	530 pbs	240 pbs
Eficiencia	47,0%	46,9%	46,6%	10 pbs	40 pbs
Calidad de Cartera	2,9%	2,5%	2,8%	40 pbs	10 pbs



BVC saca ganancias de su integración



Consideramos los resultados de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) como POSITIVOS. En el 2T18 se presentó una buena dinámica en ingresos (6,5% A/A y 12% T/T), jalónados por mayores Servicios de Emisión, dados los aportes provenientes de la integración con Deceval. Sumado a lo anterior, un mejor desempeño de subsidiarias como Deceval y Sophos (línea de tecnología e innovación) aportaron al consolidado. Cabe mencionar que en los ingresos acumulados a junio del 2018, Deceval representó un 35%, seguido de la BVC con 32%, Sophos con el 29% y Precia con 4%. Consideramos importante monitorear la estrategia de la BVC en las distintas líneas de negocio en Colombia y la región, dentro de las cuales están las capturas de sinergias, los nuevos proyectos tecnológicos y los desarrollos de mercado, los cuales incluyen la reducción en las tarifas cobradas y la inclusión en el mercado de derivados del futuro sobre la acción de GEB, entre otros.

A

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

27 de agosto de 2018

HECHOS RELEVANTES

• **Ingresos con buena dinámica:** En el 2T18 los ingresos proforma registraron un aumento significativo (6,5% A/A y 12% T/T) hasta los COP 58,3 mil MM, principalmente por mayores Servicios de Emisión (COP 14,3 mil MM), en medio de un incremento en los ingresos por Depósito de Emisiones provenientes de la unión con Deceval, la cual generó a su vez ingresos por Post – Trading, con una buena dinámica en el 2T18 (+6% A/A), liderados por el rubro de Custodias. En el 2T18 se realizó la recompra de acciones de Valorem, junto a la venta de acciones de Gas Natural Fenosa, cuya suma totalizo COP 1,4 BN, mientras que la emisión de bonos en el trimestre totalizo COP 3,5 BN.

• **Subsidiarias le dan la mano a la BVC:** Algunas de las subsidiarias de la BVC registraron un buen comportamiento en el 2T18: Por un lado, Deceval presentó un incremento en sus ingresos (+6,2% A/A y +3% T/T), principalmente por depósitos de emisiones. Adicionalmente, Sophos (línea de tecnología e innovación) tuvo un mejor desempeño (+7% A/A y +31% T/T) jalónado por una mejor dinámica en los proyectos realizados en Colombia, Panamá, México y Chile. Cabe mencionar que, acorde a la BVC, dentro de los proyectos en desarrollo, se encuentran proyectos con Grupo Aval, junto a la renovación de proyectos de Tecnología con otras instituciones financieras.

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	12.000
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdo (COP bn)	0,72
Último Precio (COP)	11.900
% Precio YTD	-7,75%
Beta Ajustado	0,50



Omar Suarez
Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua
Analista de Acciones

BVC					
Cifras en COP millones	2T18	2T17	1T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	58.322	54.786	52.091	6,5%	12,0%
Costos y Gastos	42.353	37.533	38.325	12,8%	10,5%
Utilidad Operacional	16.644	15.437	13.164	7,8%	26,4%
Utilidad Neta	11.940	10.594	10.176	12,7%	17,3%
EBITDA consolidado	19.757	18.677	16.464	5,8%	20%
Margen EBITDA	34%	34%	32%	-22 pbs	227 pbs
Margen Operativo	29%	28%	25%	36 pbs	327 pbs
Margen Neto	20%	19%	20%	114 pbs	94 pbs



Margen EBITDA toca el cielo



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Ecopetrol del 2T18 como POSITIVOS. Ecopetrol sigue presentando resultados por encima de las expectativas del mercado, donde una buena dinámica operacional y una estructura de costos y gastos más eficiente se tradujeron en el mayor margen EBITDA en la histórica de la compañía. De esta manera, destacamos que el uso de crudos locales y la entrega de combustibles al mercado local por parte de la Refinería de Cartagena ha generado COP 400 mil millones de EBITDA, hecho que esperamos se siga viendo reflejado en los resultados de los próximos trimestres. Por otro lado, resaltamos que la producción se ubicó en su mayor nivel en casi 2 años, lo cual demuestra el éxito de la campaña de perforación y de los proyectos de recobro secundario y terciario, los cuales han impedido una declinación en la producción. Desde el punto de vista de las reservas, consideramos que la estrategia de desapalancamiento y de saludable generación de efectivo le han brindado una mayor flexibilidad financiera a la compañía, lo cual podría abrirle las puertas a una posible adquisición inorgánica de reservas.



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

27 de agosto de 2018

HECHOS RELEVANTES

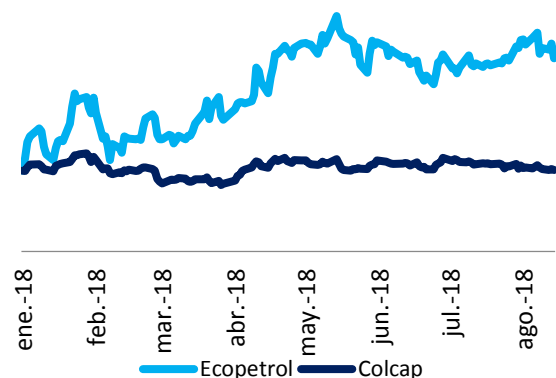
• Mayor producción gracias a exitosa campaña de perforación :

Destacamos que la producción de Ecopetrol presentó una recuperación completa luego de las afectaciones de orden público presentadas en el 1T18, ubicándose por encima de nuestras expectativas (715 kbepd estimado vs 721 kbepd), lo cual demuestra el éxito de la campaña de perforación emprendida por la petrolera. Teniendo en cuenta lo anterior, esperamos que la mayor perforación de pozos y el buen desempeño del recobro secundario y terciario sigan generando un impacto positivo sobre la producción de la empresa, llevándola incluso por encima de la meta establecida para el 2018 (715-725 kbepd) en el mes de julio (726 kbepd).

• Ingresos reflejan buena dinámica en los 3 segmentos: Los ingresos de Ecopetrol presentaron un buen comportamiento en el 2T18 (29,2% A/A), jalonados principalmente por el segmento de Upstream (46% A/A), el cual se vio favorecido por un repunte en los precios del petróleo y un incremento en la producción. En el negocio de Downstream, los ingresos (35% A/A) estuvieron beneficiados por el incremento en la carga de ambas refinerías, mejores precios de venta de productos y mayores rendimientos para productos valiosos. Por otro lado, a pesar de una menor tasa de cambio, el segmento de Midstream también presentó una buena dinámica en los ingresos, jalonados por la entrada en operación del sistema San Fernando – Apiay y la reversión del Oleoducto Bicentenario.

• Margen EBITDA en máximos históricos: La buena dinámica operacional y mayores eficiencias en la estructura de costos y gastos tuvo como resultado el mayor margen EBITDA histórico de la compañía (50,7%). Hay que destacar la sustitución de crudos importados por crudos locales para Reficar y menor importación de combustibles debido a la mayor carga en esta refinería.

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	3.000
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdo (COP bn)	123,35
Último Precio (COP)	3.000
% Precio YTD	35,75%
Dividend Yield	2,97%
Participación Colcap	14,88%
Comportamiento de la acción	



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua

Analista de Acciones

• Utilidad neta se ubica por encima de las expectativas:

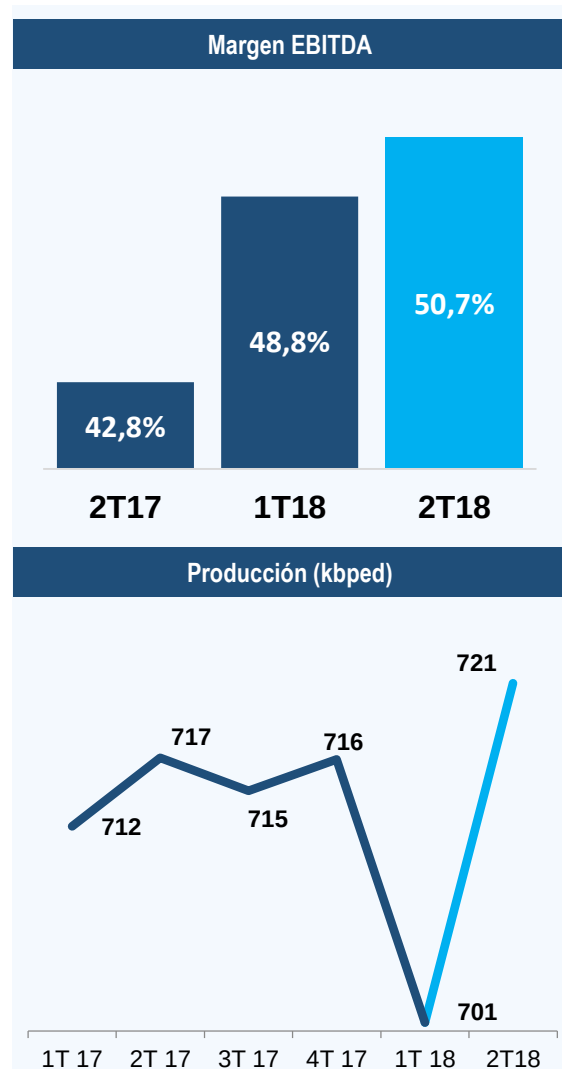
Destacamos que la ganancia neta de Ecopetrol presentó un repunte importante en el trimestre (170% A/A y 25% T/T), ubicándose por encima de nuestras expectativas y las del mercado, favorecida además del buen comportamiento operacional de la compañía por un descenso importante en la tasa efectiva de impuesto de 53% en el 1T17 a 35,7% en el 2T18. Esta menor tasa tributaria está relacionada con: **1)** Mejores resultados en la Refinería de Cartagena y Ecopetrol América, los cuales tributan a tasas del 15% y 0% respectivamente; **2)** Menor tasa nominal de tributación en 300 pbs; y **3)** Eliminación del impuesto a la riqueza.

• Generación de caja y bajos niveles de endeudamiento brindan mayor flexibilidad financiera:

La sólida generación de efectivo por parte de Ecopetrol gracias a su buen desempeño operacional y su reciente estrategia de prepago de deuda le han brindado a la petrolera mayor flexibilidad financiera para realizar una adquisición inorgánica. De esta manera, a pesar de que la campaña de perforación y los proyectos de recobro mejorado han resultado exitosos para evitar una declinación en la producción, consideramos urgente un incremento relevante en las reservas, ya sea con un hallazgo importante o por medio de crecimiento inorgánico, hecho para el cual creemos se podría estar preparando la empresa buscando mayor flexibilidad financiera.

• A pesar de optimización operacional de Reficar, utilidad del Downstream continúa en rojo:

Aunque la carga de la refinería de Cartagena y de Barrancabermeja mostraron una mejora importante y el margen bruto de refinación de ambas continúa en terreno positivo, destacamos que la utilidad neta del segmento sigue siendo negativa (COP -454 mil millones), restándole al resultado del Grupo.



Ecopetrol						
Cifras en COP miles de millones	2T18	2T17	1T18	Var % A/A	Var % T/T	
Ingresos Operacionales	16.987	13.151	14.642	29%	16%	
Costo variables	5.819	5.232	5.200	11%	12%	
Costo fijos	2.039	1.893	1.875	8%	9%	
Costo de ventas	9.757	9.226	8.846	6%	10%	
Utilidad bruta	7.230	3.925	5.796	84%	25%	
Gastos operativos	846	657	616	29%	37%	
Utilidad operacional	6.384	3.268	5.180	95%	23%	
Utilidad Neta Controladora	3.519	1.305	2.615	170%	35%	
EBITDA	8.609	5.612	7.149	53%	20%	
Margen Bruto	42,6%	29,8%	39,6%	1272 pbs	298 pbs	
Margen Operacional	37,6%	24,8%	35,4%	1273 pbs	220 pbs	
Margen Neto	20,7%	9,9%	17,9%	1079 pbs	286 pbs	
Margen EBITDA	50,7%	42,7%	48,8%	801 pbs	185 pbs	





Entrega de gasoducto recibe visto bueno

 **Regresar**

Consideramos los resultados financieros de Canacol del 2T18 como **NEUTRALES, con Sesgo Negativo**. A pesar de que la mayor producción y el aumento en el precio del gas y del crudo favorecieron los ingresos de la compañía, la Ganancia Operacional Neta presentó un leve descenso, impactada por mayores gastos de transporte relacionados con contratos con precio de venta integrado, donde Canacol es quien asume dicho gasto. Teniendo en cuenta lo anterior y sumado al impacto negativo de efectos no recurrentes que se registraron durante el trimestre, la compañía registró una pérdida neta de USD 25,9 millones. Destacamos que Promigas recibió el permiso ambiental para aumentar la capacidad de transporte del gasoducto en 100 MMscfpd los cuales espera que estén disponibles en su totalidad en marzo de 2019, con los primeros 20 MMscfpd disponibles en diciembre 1 de 2018. Consideramos esta noticia como positiva en la medida en que la compañía continúa con su estrategia focalizada en el aumento de la producción de gas y menor dependencia de la volatilidad en los precios del petróleo.



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

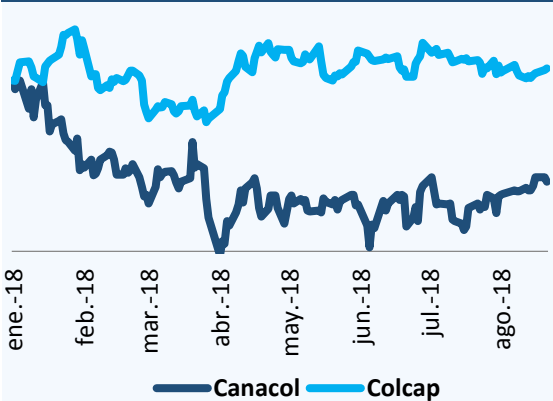
27 de agosto de 2018

HECHOS RELEVANTES

- Buena dinámica de producción es impulsada por Esperanza y VIM-5:** A pesar de la venta de activos petroleros en Ecuador, Canacol presentó un buen comportamiento en la producción tanto en comparación anual (25% A/A) como trimestral (2,7% T/T), impulsada principalmente por Esperanza y VIM-5, donde la producción del primero se encuentra en máximos históricos, mientras el segundo alcanzó su mayor nivel en casi 2 años. Es importante mencionar que Promigas recibió el permiso ambiental del gasoducto con el cual busca aumentar en 100 MMscfpd la capacidad de transporte, los cuales espera que estén disponibles en su totalidad en marzo de 2019, con los primeros 20 MMscfpd disponibles en diciembre 1 de 2018. Consideramos esta noticia como positiva, donde la compañía se enfoca cada vez más en producción de gas y reduce su dependencia de la volatilidad en el precio del petróleo.
- Ingresos impulsados por mayores precios y producción:** Los ingresos de la compañía presentaron un buen desempeño en el 2T18 (53% A/A), impulsados por el incremento en la producción de gas (43% A/A), un fuerte repunte en el precio del petróleo (52% A/A) y el aumento en el precio de venta del gas natural (7% A/A), explicado principalmente por mayores precios de ventas contractuales en firme.

- Ganancia operacional neta es presionada por mayores gastos de transporte:** A pesar del buen comportamiento de los ingresos (53% A/A), destacamos que la Ganancia Operacional Neta presentó un leve descenso en el 2T18 (-2% A/A), explicado principalmente por un repunte en los gastos de transporte. Esto está relacionado con contratos de venta de gas que tienen un precio de venta integrado por el cual Canacol es responsable de entregar el gas natural al comprador, asumiendo los respectivos gastos de transporte.

Información de la especie	
Precio Objetivo (COP)	10.867
Recomendación	Sobreponderar
Cap. Mcdto (COP bn)	1,71
Último Precio (COP)	9.650
% Precio YTD	-7,74%
Beta Ajustado	0,50
Participación Colcap	0,56%



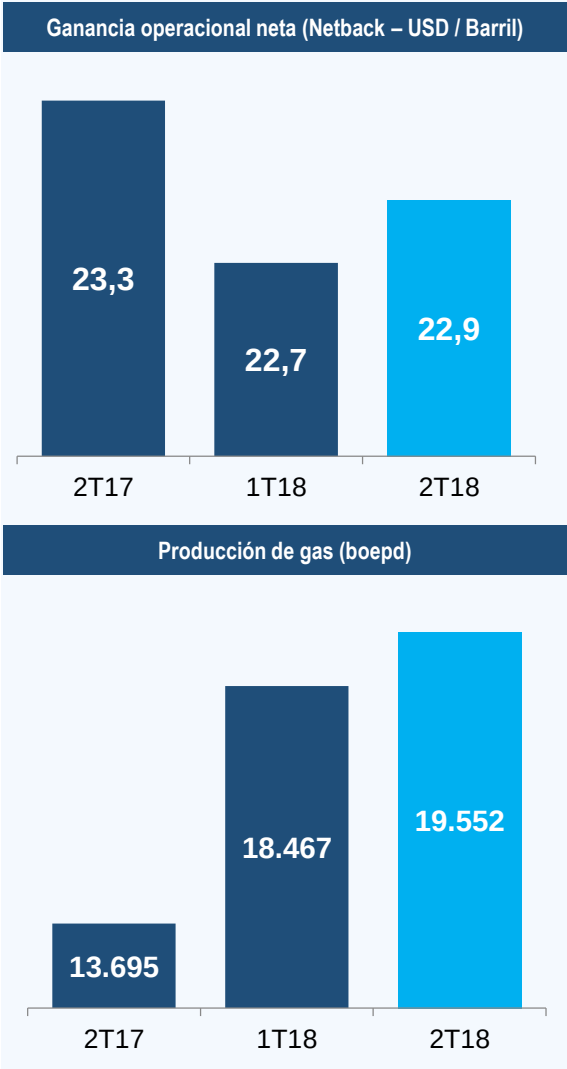
Omar Suarez
Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua
Analista de Acciones

• **Buscando mejorar las condiciones crediticias:** En mayo 3 de 2018, la compañía culminó una oferta privada de Títulos Preferenciales por un monto total de capital de USD 320 millones, utilizados para pagar en su totalidad los montos pendientes obtenidos en préstamo bajo la línea de crédito existente por el monto de USD 305 millones más intereses causados y costos de transacción. Los Títulos Preferenciales pagan intereses semestralmente a una tasa del 7,25% anual, y vencerán en mayo de 2025.

Al reemplazar la línea de crédito de USD 305 millones, la compañía se beneficia con: (i) el reemplazo del préstamo a término, el cual tiene una tasa de interés fluctuante de Libor a tres meses más un spread de 5,5%, por un cupón fijo de 7,25%, lo cual brinda mayor certidumbre de los gastos de deuda en un ambiente de tasas de interés volátil; (ii) el diferimiento de la amortización trimestral de capital de USD 23,5 millones de la línea de crédito a partir de marzo de 2019, para un vencimiento único en mayo de 2025; (iii) un contrato de títulos administrativamente menos complicado que no requiere garantía o certificación trimestral de compromisos de mantenimiento (solamente compromisos en la medida en que se den ciertos eventos); (iv) la ausencia del requisito de mantener efectivo en una cuenta de reserva para servicio de deuda, según era exigido bajo la línea de crédito; y (v) el logro de algunas otras flexibilidades operacionales y financieras, incluyendo la posibilidad para la compañía de pagar dividendos.

• **Dividendo a accionistas en el radar:** Posterior a la venta de la mayoría de sus activos petroleros a Arrow Limited, Canacol recibirá USD 25 millones en acciones ordinarias de la compañía, de los cuales espera distribuir USD 20 millones a sus accionistas.



Canacol						
Cifras en USD miles	2T18	2T17	1T18	Var % A/A		Var % T/T
Ingresos totales	57.201	43.007	53.712	33%	6%	
Gastos	24.420	12.710	36.679	92%	-33%	
Gastos financieros netos	7.950	6.950	9.050	14%	-12%	
Impuesto de renta	11.627	11.279	-1.895	3%	-	
Utilidad (perdida) Neta	-25.979	11.770	8.278	-	-	
EBITDAX	32.912	29.857	35.567	10%	-7%	
Margen Neto	-45,4%	27,4%	15,4%	-	-	
Margen EBITDAX	57,5%	69,4%	66,2%	-1189 pbs	-868 pbs	
Producción de gas (boepd)	19.552	13.695	18.467	43%	6%	
Producción de petróleo (boepd)	1.967	3.487	2.488	-44%	-21%	
Netback (\$ / boepd)	23	23	23	-2%	1%	
Gas Natural (\$ / boe)	30	28	21	7%	43%	
Petróleo crudo (\$ / boe)	63	41	39	52%	63%	





¿Punto de inflexión en Colombia?



Regresar



¿Punto de inflexión en Colombia?

Grupo Éxito | Resultados 2T18

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Consideramos los resultados de Grupo Éxito **NEUTRALES** y continuamos con nuestra percepción negativa a nivel estructural. A nivel consolidado, la empresa muestra una mejora notable tanto a nivel de ventas, como operativamente. Los ingresos consolidados netos, excluyendo efectos cambiarios, aumentaron 8.7% A/A motivados por un crecimiento en todos los países de operación y sólido desempeño de negocios complementarios. Operativamente, Brasil y Colombia fueron los países que más aportaron al EBITDA del grupo; luego de excluir los *tax credits*, el *margen EBITDA* aumentó 70 pbs. Los resultados netos del grupo fueron COP 119,004 MM, reflejando un aumento de 71.8% A/A, producto de menores tasas de interés en Brasil y Colombia, mayor desempeño operativo en todos los países y una disminución de gastos no recurrentes. Adicionalmente, el grupo continúa percibiendo sinergias de la adquisición del año 2015 y estima explotar los beneficios financieros para el año (Annual run rate) por USD 120mm. Con respecto al negocio de Real Estate, se estima que la apertura de los dos proyectos (Viva Tunja y Viva Envigado) se realice para finales de año. **Es importante recordar que los resultados de Grupo Éxito están sesgados contablemente a los resultados de GPA, por lo que concluir con la empresa consolidada no consideramos sea significativo.**

B

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

27 de agosto de 2018

HECHOS RELEVANTES

• **Brasil continúa su senda positiva:** La filial brasilera continúa mostrando buen desempeño en sus dos segmentos de alimentos, a pesar de la deflación. Las ventas incrementaron 10.4% A/A y 3.9% A/A Mismos Metros (VMM), producto de un aumento del 23% A/A en ventas por Assaí y una penetración de mercado y recuperación en todos los formatos de tiendas de Multivarejo. Creemos que Brasil continuara impulsando los resultados de Grupo Éxito y esperamos mayor recuperación en Multivarejo para final de año, junto con una expansión mayor en Cash and Carry.

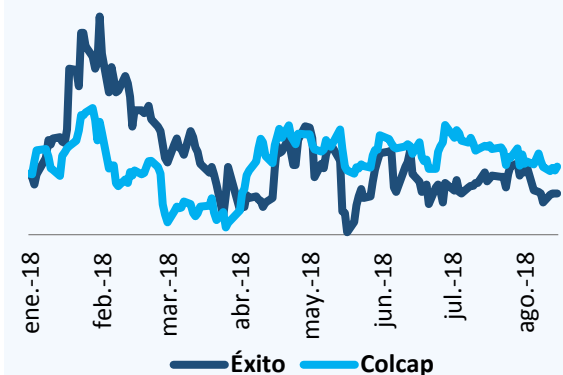
• **Colombia muestra mejora en su tendencia de ventas:** Consideramos que Almacenes Éxito ha mejorado con respecto a los últimos trimestres. Las Ventas Mismos Metros aún se encuentran en terreno negativo, sin embargo, considerando los últimos 5 trimestres, estas han pasado de un mínimo de -6.2% en 4T17 a -1.3% en 2T18. El comportamiento positivo de los ingresos se vio motivado mayormente por una recuperación en el consumo de la economía, mayor desempeño de los negocios complementarios y un efecto mundial de fútbol importante en productos electrodomésticos, textiles y de hogar. Operativamente, la empresa se benefició de optimización de procesos y menores gastos de renta, traducidos en una expansión de 110 pbs del margen EBITDA.

• **Uruguay y Argentina:** Las ventas en los dos países lograron aumentar, y destacamos un crecimiento del 34% A/A y Mismos Metros en Argentina, a pesar de la situación macro. Uruguay, por su parte, aumentó 6..2% A/A y Mismos Metros. Adicionalmente, continúa mostrando márgenes EBITDA sólidos, con un aumento de 30 pbs.

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	14.973
Recomendación	Subponderar
Cap. Mcdo (COP bn)	7,16
Último Precio (COP)	16.000
% Precio YTD	-3,38%
Dividend Yield	1,52%
Participación Colcap	3,09

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Luis Miguel Alcega

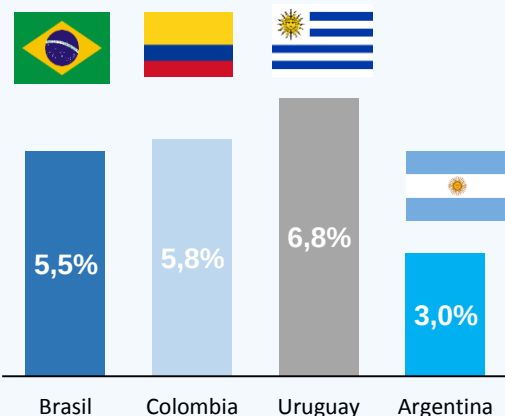
Analista de Acciones

• **Carulla Fresh Market:** La empresa tuvo la apertura de su primera tienda de este formato a finales del año 2017. El desempeño que ha tenido el nuevo formato ha sido tal, que para finales del año 2018 se estima cerrar con un total de 5 tiendas (3 en Bogotá, 1 en Envigado y 1 en Medellín). Actualmente, las ventas de este formato representan aproximadamente el 7% de los ingresos de Carulla y se estima que con las nuevas tiendas, la proporción aumente a 12%. La aceptación del formato en los consumidores y la recuperación en la economía colombiana ha permitido al grupo expandir el formato en su segmento de supermercados Éxito. Próximamente veremos tiendas “gourmet” bajo la marca Éxito.

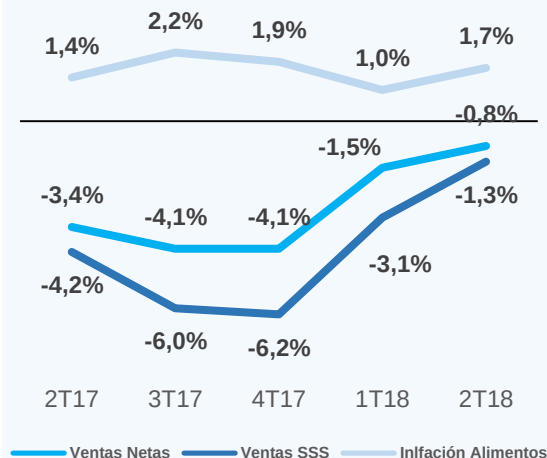
• **Estrategia con negocios complementarios y omni-canal continúan impactando positivamente:** Destacamos que los ingresos por estrategia omni-canal aumentaron 30% en lo que va de año y la empresa continúa desarrollando negocios complementarios tales como Puntos Colombia. Bajo estas dos estrategias, el Grupo logra la retención de clientes y evita perder ventajas competitivas, alineándose con la industria y la revolución tecnológica.

• **Endeudamiento Almacenes Éxito:** El grupo logró disminuir la deuda a nivel holding a través de una facilidad emitida a Segisor (vehículo por el cual se tiene la participación en GPA). No obstante, la empresa continúa con una concentración importante de amortización de capital para el cierre 2018 de COP 1.5Bn y para el año 2020 de COP 1.8Bn. El nivel de flujo de caja operativo no es suficiente para el pago del año 2018 dado que la empresa también posee deudas comerciales (proveedores) por un monto sustancial. De esta manera, creemos que el efectivo en balance no puede usarse en su totalidad para el pago de deuda y continuamos con nuestra preocupación por el nivel de apalancamiento.

1. Margen EBITDA Recurrente



2. Ventas Almacenes Éxito



Grupo Éxito

Cifras en COP miles de millones	2T18	2T17	1T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	12,881	13,268	13,744	-3%	-6%
Costo de Ventas	9,448	9,645	10,483	-2%	-10%
Utilidad Bruta	3,433	3,623	3,261	-5%	5%
Gastos administrativos y de ventas	2,601	2,810	2,824	-7%	-8%
Utilidad Operacional	831	814	438	2%	90%
Utilidad Neta	119	69	10	-	1090%
EBITDA	1,066	1,059	694	1%	54%
Margen Bruto	26.7%	27.3%	23.7%	-65 pbs	292 pbs
Margen Operacional	6.5%	6.1%	3.2%	32 pbs	326 pbs
Margen Neto	0.9%	0.5%	0.1%	40 pbs	85 pbs
Margen EBITDA	8.3%	8.0%	5.0%	29 pbs	323 pbs



Brasil: Aumentando cuota de mercado



Consideramos los resultados financieros de GPA POSITIVOS y en línea con nuestras expectativas. A pesar de la deflación en alimentos en la economía brasileira, la empresa logró crecer sus ventas 9.9% A/A. Los ingresos estuvieron impulsados por una aceleración en la recuperación de Multivarejo y un desempeño positivo de tiendas Assaí. Operativamente, el margen EBITDA ajustado del segmento de alimentos aumentó 70pbs al ubicarse en 5.8%, reflejando mayores eficiencias en el manejo de los gastos operativos. Adicionalmente, el gasto financiero de la empresa muestra una reducción que se encuentra en línea con el decrecimiento de la tasa de interés CDI y se mantienen niveles de endeudamiento bajos. De esta manera, la utilidad neta se vio impactada positivamente, evidenciando un margen neto de 3.9% en el negocio de alimentos y reflejando una variación de 210pbs A/A. **Mantenemos nuestras expectativas de recuperación en Multivarejo y mayor penetración de mercado por parte de los dos segmentos de operación.**

A

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

HECHOS RELEVANTES

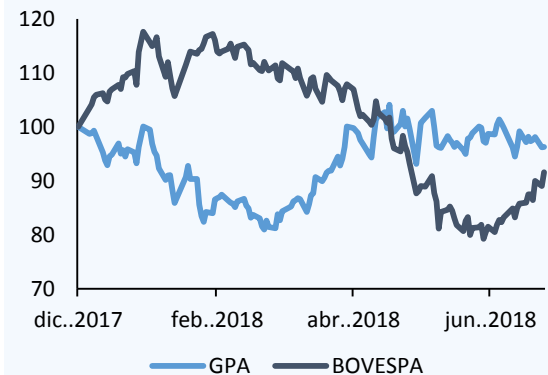
27 de agosto de 2018

• **Multivarejo continúa recuperación pese a la deflación en alimentos:** Los formatos de tienda dentro del segmento tuvieron un desempeño positivo, evidenciando 100 pbs de incremento en penetración de mercado. El aumento en productividad de las tiendas se observó en una disminución de los gastos operativos como porcentaje de ventas. Estos gastos disminuyeron 80 pbs A/A, impulsando el margen EBITDA 90 pbs A/A, al ubicarse en 5.6%. **Así, mantenemos nuestras expectativas de mayor recuperación en el segmento por penetración de mercado y mayores economías de escala percibidas.**

• **Assaí continúa su penetración de mercado:** A pesar de la recuperación del mercado brasileiro, el segmento de Cash & Carry sigue reafirmando su aceptación en la población, al reflejar durante el trimestre un incremento de 200 pbs en su cuota de mercado. El incremento de la penetración de mercado se observó en un aumento de 50 pbs A/A en el margen bruto y en el margen EBITDA ajustado. Para el 2T18 la proporción de ventas de tiendas Assaí aumentó 833 pbs con respecto a Multivarejo, en línea con nuestras estimaciones de aumento de participación de *Cash and Carry* dentro del negocio. **De esta manera, mantenemos nuestras expectativas de aceptación del segmento y mayor participación dentro del negocio de ventas al detal de alimentos.**

• **Gastos financieros impulsan utilidad neta:** El costo financiero de la venta de cuentas por cobrar aumentó debido a un incremento en el volumen de ventas y menor participación del segmento de alimentos. No obstante, la tasa de interés CDI disminuyó 450 pbs A/A, aliviando la carga financiera de la empresa y así, disminuyendo 50 pbs el gasto financiero como proporción de las ventas. De esta manera, la utilidad neta de la empresa se vio impulsada y se reflejó en un aumento de 220 pbs A/A en el margen neto.

Comportamiento bursátil



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Luis Miguel Alcega Spadei.

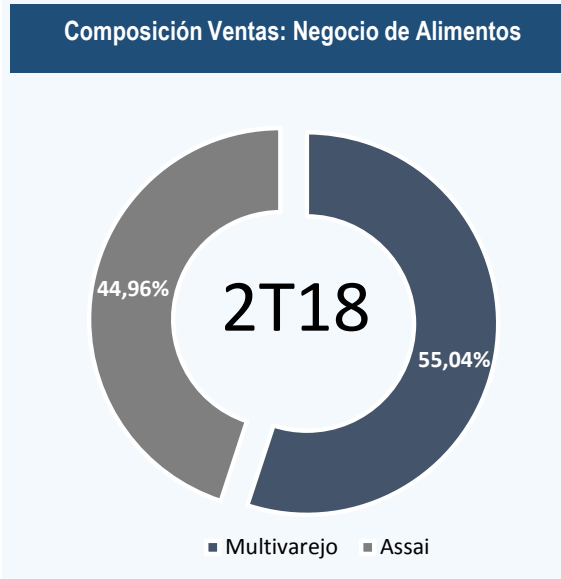
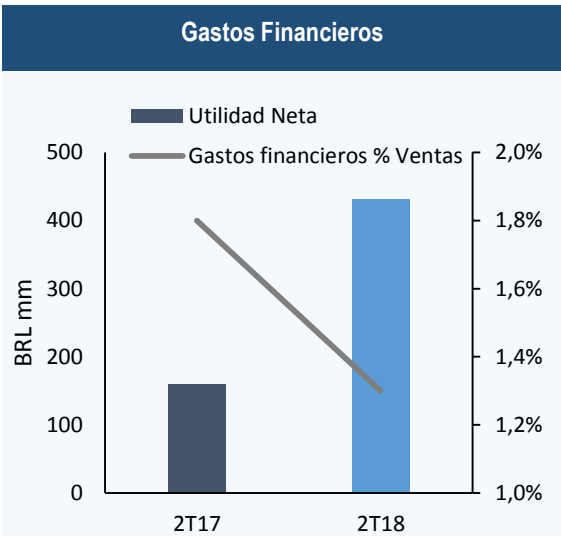
Analista de Acciones

• **Espacio para endeudamiento:** A diferencia de Almacenes Éxito, la empresa brasilera continúa manejando un nivel de apalancamiento bajo, medido por Deuda Neta/EBITDA de -1.03x. Esta situación le da flexibilidad a GPA para aumentar su expansión en tiendas Assaí, beneficiándose de las eficiencias y aceptación del modelo de negocio de Cash & Carry.

• **Capex:** La empresa ha invertido 20.63% del *guidance* para el año 2018. La inversión ha sido enfocada mayormente a la apertura de 2 tiendas Assaí y una conversión de Extra Hiper a Assaí. También, la renovación en tiendas Pao de Açúcar continúa con 6 renovaciones en el periodo. Se tiene previsto la apertura de 20 tiendas durante el año, incluyendo conversiones y nuevas aperturas, como también la renovación de 20 tiendas Pao de Açúcar. Esperamos que la expansión de tiendas se concentre en Assaí, tanto por nuevas aperturas como por conversión de formatos menos rentables.

• **GPA continúa siendo una buena inversión dentro del sector:** Consideramos que GPA continuará su desempeño positivo a lo largo del año, beneficiando los resultados de Grupo Éxito. La expansión en tiendas Assaí es el principal impulsador de valor dentro de la empresa, seguido de la recuperación de Multivarejo. El nivel bajo de endeudamiento y tasas de interés favorece la estrategia de expansión, motivando a la empresa a acelerar su crecimiento de tiendas Assaí y conversión de formatos menos rentables.

Cabe mencionar que, a pesar de las expectativas positivas sobre GPA y su valor económico agregado a la acción de Grupo Éxito, **creemos que las acciones de Grupo Éxito no son el vehículo de inversión adecuado para capturar el potencial de valor de la empresa brasilera.**



GPA					
Cifras en BRL millones	2T18	2T17	1T18	Var % A/A	Var % T/T
Ventas Netas	12,772	11,623	11,343	9.9%	13%
Utilidad Bruta	2,684	2,489	2,547	7.8%	5%
Gastos de Adm. y Ventas	1,969	2,037	1,980	-3.3%	-1%
EBITDA Ajustado	648	505	546	28.3%	-8%
Utilidad Neta Controladora	153	-177	108	-186.4%	-264%
Margen Bruto	21.0%	21.4%	22.5%	-40 pbs	-104 pbs
Margen EBITDA	5.1%	4.3%	4.8%	73 pbs	26 pbs
Margen Neto	1.2%	-1.5%	1.0%	272 pbs	25 pbs



Colombia mantiene volúmenes en positivo

 [Regresar](#)

Consideramos los resultados financieros de Nutresa como NEUTRALES. La recuperación gradual de la dinámica del consumo privado en Colombia, junto a un mejor desempeño en la demanda de mercados internacionales se reflejó en mayores ingresos para Grupo Nutresa en el 2T18 (+5,0% A/A). Los volúmenes en Colombia mantuvieron su comportamiento positivo del 1T18, aunque el margen EBITDA se redujo sutilmente a nivel anual y trimestral hasta el 12% (manteniéndose dentro del Guidance 12% - 14%). Esperamos que se siga evidenciando una recuperación gradual de los resultados, donde a la dinámica del mercado internacional se sumaría una leve mejora a nivel local. Por otro lado, resaltamos que la cobertura de los commodities, la innovación y la dilución de costos fijos seguirán siendo fundamentales en la estrategia de la compañía para mejorar sus márgenes. La utilidad neta creció en el 2T18 un 27% A/A, en medio de menores gastos financieros y mayores ingresos por dividendos provenientes de Grupo Argos. Cabe mencionar que el nivel de Deuda Neta / EBITDA se ubicó en 2,46x, reduciéndose frente al presentado en marzo (2,64x).

B

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

30 de julio de 2018

HECHOS RELEVANTES

• **Colombia sigue con mejoras paulatinas en Volúmenes:** Los volúmenes en Colombia mantuvieron su comportamiento positivo del trimestre anterior, presentando variaciones del 6,4% A/A para el 2T18, lo cual refleja un cambio favorable de manera gradual en la dinámica de consumo a nivel local, en medio de la estrategia de la compañía de estabilidad en precios (-0,2% A/A). Consideramos que es importante monitorear si se continua evidenciando una mejora de los volúmenes en los próximos trimestres. En medio de lo anterior, la compañía sigue cediendo terreno en su participación de mercado en comparación anual y trimestral, haciendo énfasis en la protección de su rentabilidad. Respecto a las ventas totales (+5% A/A), a nivel local (+6,4% A/A) llama la atención la menor dinámica en helados en el 2T18 (-3,1% A/A) en medio de mayores lluvias en el trimestre, mientras que los demás segmentos presentaron variaciones positivas.

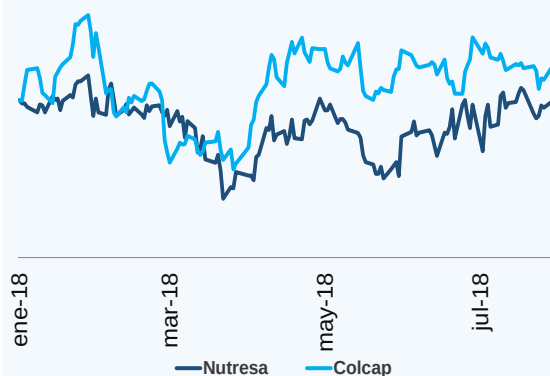
• **Ventas internacionales continúan en positivo:** Las ventas internacionales (5,3% A/A en USD y 2,5% A/A en COP) presentaron un buen comportamiento donde sobresale: **1)** Crecimiento a dos dígitos del segmento de Chocolates en el 2T18 (+12,3% A/A), con un buen desempeño en Chile, México, Perú y Centro América. **2).** Reducción en Café (-8,4% A/A) debido a menores precios internacionales de la variedad excelso. En general, esperamos que se mantenga el buen comportamiento de los mercados externos y de las exportaciones desde Colombia.

• **Margen EBITDA permanece dentro del Guidance:** El margen EBITDA se mantuvo dentro del Guidance de la compañía (12% en 1T18 vs 12%-14%), sobresaliendo la estabilidad en Galletas y Chocolates, en medio de la cobertura en materias primas, pese a afectaciones en Café, Helados y Alimentos fuera del hogar, por un menor precio del commodity, lluvias en Colombia y menores ventas en Rep. Dominicana, respectivamente.

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	29.500
Recomendación	Sobreponderar
Cap. Mcdto (COP bn)	12,42
% Precio YTD	-2,95%
Dividend Yield	2,10%
Beta Ajustado	0,62
Participación Colcap	6,49%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua

Analista de Acciones

• **Menores Gastos Financieros y mayores Dividendos favorecen la Utilidad Neta:**

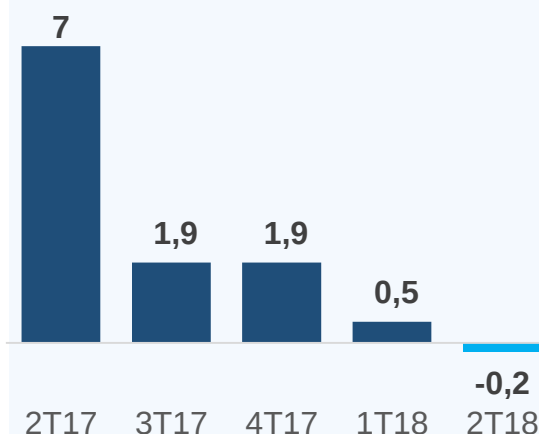
En medio del ciclo de reducción de la tasa de intervención del Banco de la República, los Gastos Financieros mostraron una disminución significativa (tasa promedio de financiación se redujo en 75 pbs hasta 6,49% vs 2017). Sumado a lo anterior, mayores ingresos por dividendos provenientes de Grupo Argos aportaron al consolidado. Es así como, la utilidad neta en el 2T18 registró una expansión del 27% A/A.

• **Apalancamiento a la baja:** Al cierre de junio del 2018, el nivel de Deuda Neta / EBITDA se ubicó en 2,46x. Dicha reducción se realizó a través del uso de caja y podría permitirle a la empresa un perfil financiero con cierta flexibilidad para absorber un crecimiento inorgánico futuro.

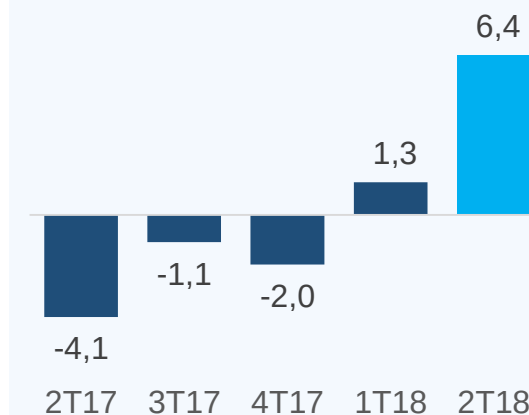
• **CAPEX enfocado en la estrategia de la compañía:** Grupo Nutresa reiteró que espera una ejecución de CAPEX de COP 263 mil MM en el año 2018, enfocado en un 80% en su operación en Colombia y 20% en sus mercados internacionales, cuya mayor ejecución estaría enfocada en el 2S18. Por su parte, la compañía seguirá con su estrategia de inversión para conquistar consumidores y mejorar los volúmenes, reflejado en el repunte de los gastos de ventas en los últimos periodos. 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.

• **Crecimiento inorgánico sigue en la agenda:** Tal como lo mencionó la empresa, la estrategia de crecimiento inorgánico permanece en la mira en la medida en que se den oportunidades adecuadas, enfocado en los países donde ya tienen presencia, buscando fortalecer el rubro de negocios saludables. De igual manera, buscan invertir en compañías que permitan la adición de capacidad, en pro de cumplir su mega al 2020, para lo cual, acorde a la compañía, deberían crecer en ventas aproximadamente a una tasa anual del 10,7% en los próximos años.

Var % A/A Precios (Colombia)



Var % A/A Cantidades (Colombia)



Nutresa

Cifras en COP miles de millones

	2T18	2T17	1T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos operacionales	2.222	2.117	2.104	4,9%	5,6%
Costos de ventas	1.230	1.182	1.169	4,0%	5,2%
Utilidad Bruta	992	935	936	6,1%	6,0%
Gastos de Venta	656	625	608	5,0%	7,9%
Utilidad Operacional	198	194	202	2,3%	-2,0%
Utilidad neta	124	98	121	27,0%	2,5%
EBITDA	267	263	273	1,7%	-2,2%
Margen Bruto	44,6%	44,2%	44,5%	49 pbs	16 pbs
Margen Operacional	8,9%	9,1%	9,6%	-23 pbs	-69 pbs
Margen Neto	5,6%	4,6%	5,8%	97 pbs	-17 pbs
Margen EBITDA	12,0%	12,4%	13,0%	-39 pbs	-96 pbs





Colombia a paso de tortuga



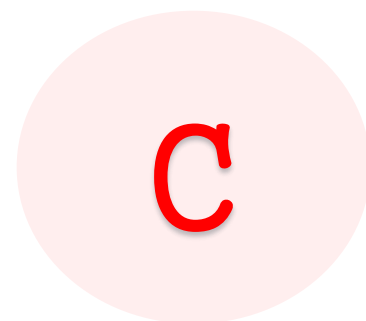
Consideramos los resultados financieros de Cementos Argos como **NEGATIVOS**.

Continuamos con nuestra perspectiva conservadora sobre el sector cementero para el 2018, con un entorno retador en Colombia. Aunque en este país consideramos que el repunte del 11% T/T en volúmenes de cemento en el 2T18 es positivo y podría indicar un punto de inflexión. En EE.UU (54% de los ingresos en COP del 2T18 y 51% del EBITDA ajustado) la dinámica en construcción residencial y no residencial se muestra favorable para los próximos trimestres. Por su parte, en Centroamérica y el Caribe (CCA), pese a la huelga de trabajadores del sector constructor en Panamá, el buen comportamiento de Haití, Puerto Rico y República Dominicana, compensaron dicho comportamiento. De esta manera, los ingresos consolidados se mostraron estables +1% A/A. Por su parte, la sanción impuesta por la Superintendencia de Industria y Comercio en Colombia por USD 24MM repercutió en la utilidad neta, la cual se ubicó en terreno negativo.

HECHOS RELEVANTES

• **EE.UU lidera Cemento y Concreto:** La regional de EE.UU registró el mejor desempeño en el 2T18 frente a Colombia y CCA, en medio de incrementos en los volúmenes de cemento y concreto del 3,2% A/A y 4,2% A/A respectivamente. Lo anterior fue impulsado por un crecimiento a dos dígitos en concreto en la zona sur centro y de cemento en la región sur, acompañado de variaciones positivas en Florida y Texas. De esta manera, los ingresos aumentaron un 5% A/A. Por su parte, la implementación del programa BEST en esta regional se reflejó en los SG&A (-7,4% A/A), dados menores gastos administrativos. Resaltamos el buen desempeño del margen EBITDA, el cual se ubicó en el 18% (+131 pbs A/A). **Esperamos que dicha regional siga su recuperación, con un crecimiento secuencial en áreas como Houston y una mejor dinámica en el sector residencial y no residencial**, así como un aumento en ingresos soportado en mayores volúmenes y estabilidad en precios en el 2S18, sumado a la continuidad del programa BEST. La compañía mantuvo su guidance EBITDA del 2018 en USD 270 – 280 MM.

• **Colombia, el rezagado del grupo:** Prevalece el panorama retador para el sector constructor en Colombia, **el cual esperamos que continúe en el 2S18, aunque el repunte del 11% T/T en volúmenes de cemento es positivo y podría indicar un punto de inflexión**. En el 2T18 se presentó una menor demanda de materiales para construcción de vivienda, parcialmente compensados por obras civiles. Pese a una reducción en los volúmenes de cemento (-2,1% A/A) y concreto (-3,1% A/A), el incremento en precios generó estabilidad en ingresos (+0,9% A/A), dada la continuidad en la estrategia de recuperación de precios. La compañía estima más incrementos en el año, acorde al espacio dado por la Paridad de Importación (entre USD 80 – 90 por tonelada al 2T18). Cabe mencionar que la estructura de costos estuvo impactada por la escasez de gas en el norte del país y el aumento en precios del carbón, lo cual junto a la sanción de la Superintendencia (USD 24 MM), afectaron el EBITDA. En temas de infraestructura, Cemargos espera despachos para 4G cercanos a las 200 mil ton en el 2018, parte baja del rango de 200 mil ton – 300 mil ton dado en el 1T18, donde tiene un “market share” del 70%, y entre 400 mil – 500 mil ton en el 2019.



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

27 de agosto de 2018

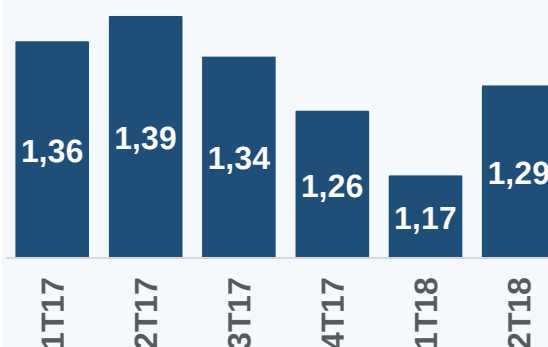


• **Utilidad de nuevo en terreno negativo:** En medio del pago de la sanción impuesta por la Superintendencia de Industria y Comercio en Colombia por USD 24 MM, la cual se reflejó en un aumento en otros gastos operacionales, donde la utilidad neta se vio afectada. Adicionalmente, una mayor tasa de impuestos (43% al 2T18) repercutió en la utilidad neta, la cual se ubicó en terreno negativo.

• **Mayor apoyo del Caribe fortalece a CCA:** Una mayor dinámica en los mercados locales de la regional del Caribe y Centro América (CCA), tuvieron un efecto positivo en los volúmenes (+1,1% A/A), favoreciendo los ingresos del 2T18 (+2,7% A/A). Este comportamiento fue liderado por Haití, Puerto Rico y República Dominicana, compensando el paro de 30 días por parte del principal sindicato de la construcción en Panamá, lo cual detuvo varios proyectos en el país. Dicho paro afectó significativamente los volúmenes de Concreto (-23,2% A/A). Por su parte, la implementación del programa BEST se reflejó en la reducción de gastos operativos, favoreciendo el Margen EBITDA (+ 50 pbs hasta 32,4%). Consideramos que los planes de infraestructura en diferentes países de la regional CCA muestran perspectivas favorables, aunque posibles atrasos en proyectos en Panamá pueden repercutir en próximos periodos. **Resaltamos los efectos positivos que la implementación del programa BEST puedan seguir teniendo en la eficiencia operativa.**

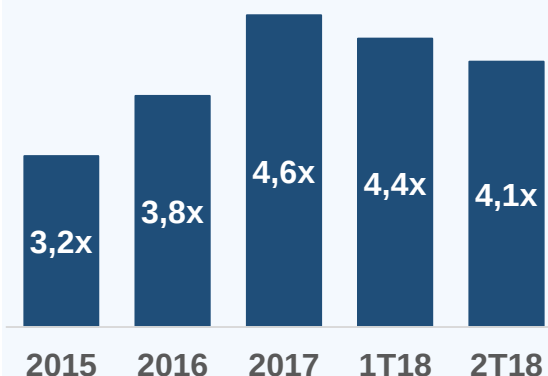
• **Apalancamiento continúa elevado:** El indicador Deuda Neta / (Ebitda + Dividendos) se ubicó en 4,1x en el 2T18, siguiendo con las reducciones graduales de periodos anteriores, aunque se mantiene en niveles elevados, limitando la capacidad de la compañía para realizar cualquier crecimiento orgánico o inorgánico. Respecto a mayores desinversiones, Cemargos expresó su interés en reducir sus activos no estratégicos, como lo son la venta de bienes inmuebles en Colombia y Panamá, a lo cual estaremos atentos. De igual manera, mantuvo su meta de un nivel de apalancamiento entre el 3,5x – 3,6x al cierre del 2018. Por su parte, el costo de la deuda consolidado en COP muestra una reducción, ubicándose en 7,2% a junio del 2018 (vs 9,1% de junio 2017), en medio de la reducción en la tasa de interés del Banco de la República.

Volúmenes Cemento (Colombia)*



*Millones de Toneladas

Deuda Neta / (EBITDA + Dividendos)



CEMARGOS

Cifras en COP miles millones	2T18	2T17	1T18	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	2.184	2.154	1.907	1%	15%
Costo de ventas	1.747	1.735	1.572	1%	11%
Gastos de administración	127	133	131	-5%	-3%
Utilidad operacional	146	197	206	-26%	-29%
Utilidad Neta (Controladora)	(2)	48	55	-	-
EBITDA	328	370	371	-11%	-12%
Margen Operacional	7%	9%	11%	-246 pbs	-412 pbs
Margen Neto	-0,1%	2%	3%	-231 pbs	-297 pbs
Margen EBITDA	15%	17%	19%	-216 pbs	-444 pbs

 Volumen de cemento (M TM)	4.205	4.169	3.686	↑ 1%	↑ 14%
 Volumen de concreto (M m3)	2.747	2.719	2.440	↑ 1%	↑ 13%

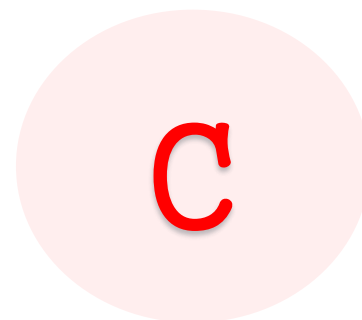


El trimestre de las huelgas



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Cemex Latam Holdings como NEGATIVOS. Continúan los vientos en contra para los resultados de CLH, afectados principalmente por un débil comportamiento del sector de construcción y un ambiente altamente competitivo en Colombia y Panamá, que sumado a un desorden social y político en Nicaragua y la huelga más larga en la historia de Panamá generaron una importante contracción en los volúmenes de cemento, concreto y agregados. De igual manera, este entorno retador se vio reflejado en una contracción de 300 pbs en el margen EBITDA y un desplome de 77% A/A en la utilidad neta. Teniendo en cuenta lo anterior, llama la atención una fuerte revisión a la baja en las estimaciones de la compañía para los volúmenes de cemento, concreto y agregados, reflejo de un año que continuará siendo retador en el segundo semestre. Por otro lado, es importante destacar que la cementera dio a conocer que dedicará gran parte de su flujo de efectivo a pagar deuda, abriendo la puerta a una posible distribución de dividendos una vez alcance una estructura de capital con la cual se sienta cómoda.



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

27 de agosto de 2018

HECHOS RELEVANTES

• Estrategia de mayores precios busca proteger rentabilidad en Colombia:

Los volúmenes de cemento, concreto y agregados presentaron una fuerte contracción durante el 2T18 en Colombia (-9%, -11% y -13% A/A respectivamente), afectados por la continua debilidad del sector de la construcción, el lento avance de los proyectos de infraestructura y el incremento gradual en los precios. De esta manera, la compañía cedió terreno en su participación de mercado, sin embargo, vale la pena destacar que la estrategia de mayores precios del cemento (4% A/A) mitigó en parte los menores volúmenes, lo que permitió que el margen EBITDA permaneciera estable frente al 2T17 (aunque se ubicó 140 pbs por debajo del registrado en el 1T18). Esperamos que los resultados sigan mostrando un débil desempeño en el segundo semestre del año, ya que no esperamos un repunte importante del sector en este periodo.

• Huelga de trabajadores impacta operación en Panamá:

El país Centroamericano vivió la huelga más larga en su historia, la cual tuvo un impacto especialmente en el sector de infraestructura, lo que sumado a un débil comportamiento del sector de construcción y un ambiente altamente competitivo generó una fuerte contracción de los volúmenes de cemento y concreto (-26% y -36% A/A). Lo anterior en medio de menores precios del concreto y agregados que generaron una importante declinación del margen EBITDA (-890 pbs A/A), deteriorando la rentabilidad de la operación panameña. Esperamos una recuperación de los resultados en el 2S18 tras la finalización de la huelga, sin embargo, estos continuarían presionados por la fuerte competencia en un mercado con una baja dinámica.

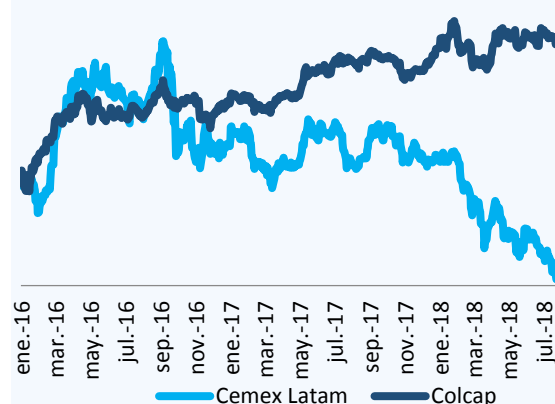
• Costa Rica muestra buena dinámica:

El buen comportamiento de los volúmenes y precios en Costa Rica provocaron una mejora de las ventas netas (10% A/A), aunque el margen EBITDA se contrajo 150 pbs A/A debido a un aumento del 22% en los costos de energía.

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	10.000
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdo (COP bn)	4,16
Último Precio (COP)	7.480
% Precio YTD	-32,00%
Beta Ajustado	1,18
Participación Colcap	1,13%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

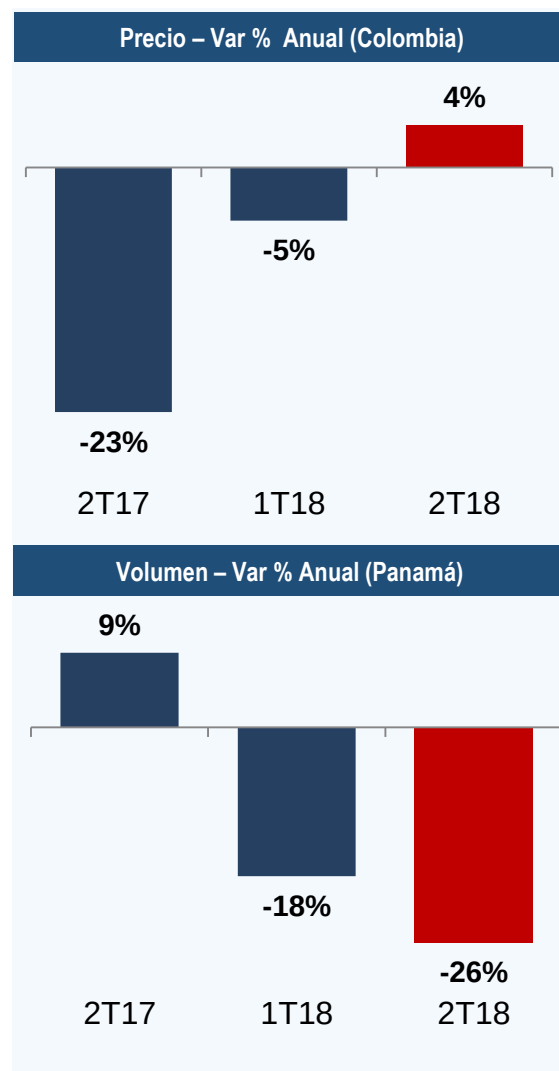
Gerente de Renta Variable

Roberto Paniagua

Analista de Acciones

• **Inestabilidad política y social en Nicaragua le pasan factura a Resto de CLH:** A pesar del buen desempeño de los volúmenes en El Salvador y Guatemala (este país alcanzó máximos históricos en volúmenes), la inestabilidad política y las protestas sociales en Nicaragua impactaron en una mayor proporción los resultados de Resto de CLH. De esta manera, el sector de construcción se ha visto fuertemente golpeado por la crisis debido al repunte en la violencia, lo que ha generado una suspensión de los proyectos financiados por el sector privado. Teniendo en cuenta lo anterior, los volúmenes de cemento y concreto mostraron una contracción de 5% y 11% A/A respectivamente, reflejado en una contracción del margen EBITDA de 400 pbs. Para el segundo semestre, aunque esperamos que las operaciones de Guatemala y Salvador continúen mostrando una buena dinámica, consideramos que en la medida en que se continúe presentando un desorden social y político en Nicaragua, los resultados de esta región permanecerán presionados.

• **A pesar de trimestre retador, flujo de efectivo muestra un repunte:** A pesar de una fuerte contracción en el EBITDA, el Flujo de Efectivo Libre presentó un repunte del 60% A/A en el 2T18, impulsado principalmente por una disminución en los impuestos (-70% A/A) y en el CAPEX Estratégico y de Mantenimiento (-100% y -30,8% A/A respectivamente). La compañía dio a conocer que este Flujo de Efectivo fue utilizado para reducir la deuda (deuda neta disminuyó en USD 47 millones) y que seguirá realizando pagos para disminuir los niveles de apalancamiento, con el objetivo de alcanzar una estructura de capital con la cual la administración se sienta cómoda para poder empezar a realizar distribución de dividendos.



CEMEX LATAM

Cifras en USD miles	2T18	2T17	1T18	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	280.018	305.109	301.081	-8%	-7%
Costo de ventas	171.741	175.100	176.133	-2%	-2%
Utilidad Bruta	108.277	130.009	124.948	-17%	-13%
Gastos de operación	66.599	74.673	79.431	-11%	-16%
Utilidad operacional	37.010	56.172	45.517	-34%	-19%
Utilidad Neta	3.612	15.710	29.991	-77%	-88%
EBITDA	61.577	76.353	65.904	-19%	-7%
Margen Bruto	38,7%	42,6%	41,5%	-394 pbs	-283 pbs
Margen Operacional	13,2%	18,4%	15,1%	-519 pbs	-
Margen Neto	1,3%	5,1%	10,0%	-386 pbs	-
Margen EBITDA	22,0%	25,0%	21,9%	-303 pbs	10 pbs



Volumen de Cemento*

1.638

1.810

1.760



-10%



-7%



Volumen de concreto*

616

719

670



-14%



-8%

* Volúmenes consolidado



Pactia pone su granito de arena



Consideramos los resultados del 2T18 de Concreto como POSITIVOS. En medio de una mejora en la utilidad operacional y neta, la cual consideramos como favorable, la débil dinámica del sector constructor se reflejó en los ingresos operacionales, donde se debe tener en cuenta la aplicación de la NIIF 15, relacionada con proyectos por administración delegada. Por su parte, la reducción en los gastos operacionales, sumado a mayores ingresos por valoraciones de FCP PACTIA, favorecieron los resultados operativos. Por otro lado, menores gastos financieros, dada la reducción en la tasa promedio de financiación, en medio del ciclo de reducción de tasas del Banco de la República en el periodo, aportaron positivamente a la utilidad neta. Respecto al proyecto Hidroituango, Concreto expresó que continúan trabajando en las obras de mitigación y que el vertedero se encuentra terminado al 100%. En general, recordamos nuestra cautela por la concentración de más de un 70% del Backlog en proyectos de infraestructura, sumado al bajo Backlog esperado para próximos años frente a lo registrado históricamente, en medio de una menor contratación de obras. Mantenemos nuestra expectativa de una débil dinámica del sector constructor en el 2S18.

A

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

27 de agosto de 2018

HECHOS RELEVANTES

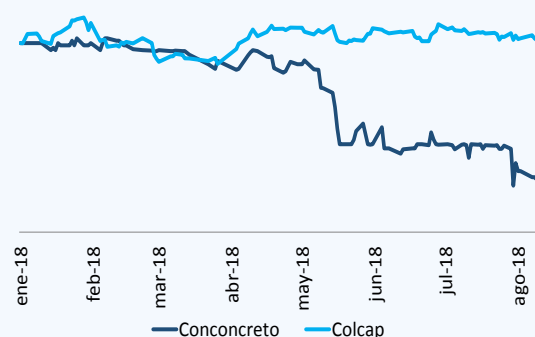
• **NIIF15 y gastos operativos se reflejan en la Utilidad:** La débil dinámica del sector constructor se vio reflejada en los ingresos operacionales del 2T18 (-12% A/A), aunque se debe tener en cuenta la aplicación de las NIIF 15, relacionada con proyectos por administración delegada, la cual sólo permite contabilizar honorarios por administración y no otros ingresos antes incluidos. Es así como, este menor dinamismo ha llevado a la compañía al ajuste a la baja de sus gastos de administración y de beneficios a empleados. Sumado a esto, mayores ingresos relacionados con ganancias por valoración de FCP PACTIA, favorecieron la utilidad operacional. Cabe resaltar la reducción en los gastos financieros, dada la disminución de 110 pbs en la tasa promedio de financiamiento, principalmente en la deuda indexada al IBR y DTF, en medio del ciclo de reducción de tasas del Banco de la República. Consideramos que la menor dinámica del sector seguirá presente en el 2S18, aunque en el 2019 fases más maduras en algunos proyectos 4G y la recuperación paulatina del sector de construcción se reflejarán en una mejora de los resultados.

• **Backlog con ligera mejora:** Al cierre de junio del 2018 el Backlog corresponde a 2,2 años, mayor al 1,7 años del corte de marzo, enfocado un 70% en Infraestructura y 30% en Edificaciones. Consideramos importante monitorear su evolución, pues desde el 2019 en adelante se proyecta una reducción significativa, en medio de una menor contratación de nuevas obras de infraestructura. La compañía espera que el inicio de contratos de construcción de obras como Vía 40 Express impacte positivamente el Backlog en próximos periodos. Respecto a Vivienda, Concreto mantiene su estrategia de desacelerar su enfoque en este rubro, el cual está concentrado en clase media, Viviendas tipo VIS e inferiores a COP 300 MM.

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	1.080
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdo (COP bn)	0,81
Último Precio (COP)	715
% Precio YTD	-27,78%
Precio/Valor Libros	0,59
Participación Colcap	2,00%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

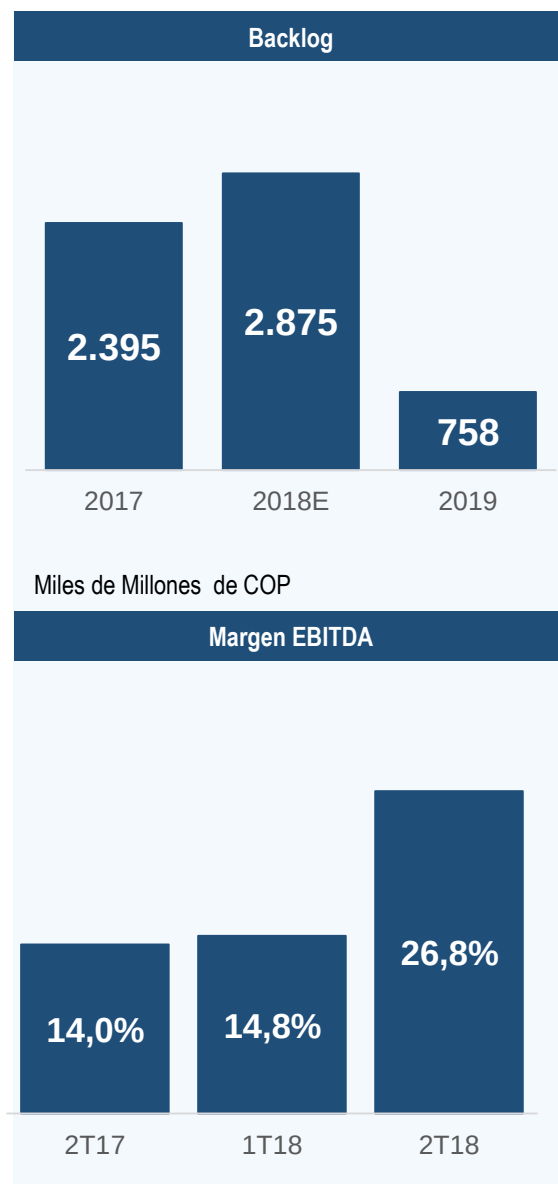
Roberto Carlos Paniagua

Analista de Acciones

• **PACTIA aporte al consolidado:** El FCP PACTIA registró un buen comportamiento en ingresos netos operativos (+21% A/A), manteniendo su ocupación en el 89%. El NOI se ubicó por encima de los COP 86 mil MM, presentando un crecimiento trimestral, mientras que el GLA registró una leve expansión tras la adquisición de un lote para el desarrollo de un proyecto Multi familiar en Miami, Florida.

• **Concesiones avanzan gradualmente:** Respecto al portafolio de concesiones, sobresale el inicio de obras a finales de junio de un segmento de Vía 40 Express (part. del 50%), donde el cierre financiero definitivo y el desembolso están en negociación con los prestamistas. Respecto a la doble calzada de Oriente (part. del 60%), están pendientes de la licitación por parte de la Gobernación de Antioquia. En generación de energía, sobresale la pequeña Central Hidroeléctrica PATICO en Popayán (part. del 50% e inversión de COP 167 mil MM), la cual está en proceso de revisión y firma de contratos que hacen parte de la operación de crédito. Respecto al proyecto Hidroituango, donde la constructora tiene una participación del 35%, Concreto expresó que continúan trabajando en las obras de mitigación y que el vertedero se encuentra terminado al 100%. Es importante mencionar que la compañía considera que, en la medida en que se soliciten obras adicionales por parte de EPM, se aumentaría el Backlog respectivo, pues es una obra por precios unitarios reajustables y que consideran que las obras están en línea con el diseño y la aceptación de EPM.

• **Mantenemos nuestra perspectiva de un 2018 retador:** La débil dinámica del sector constructor continuará presente en el 2S18, en medio de una sobreoferta en varios de los segmentos del sector Inmobiliario y de Edificaciones, cuyo aumento de inventario y lenta capacidad de absorción por parte del mercado puede desestimular construcciones adicionales. Por otro lado, las obras de infraestructura 4G continúan a paso lento, aunque como lo mencionamos anteriormente, se podría observar una leve mejora en su dinámica en el 2019, dada la mayor madurez en algunos proyectos.



Concreto						
Cifras en COP millones	2T18	2T17	1T18	Var % A/A	Var % T/T	
Ingresos de actividades ordinarias	265.178	301.886	226.107	-12%	17%	
Costos de ventas	225.259	280.473	199.402	-20%	13%	
Utilidad Bruta	39.919	21.412	26.705	86%	49%	
Utilidad Operativa	56.614	24.354	22.358	132%	153%	
Utilidad Neta	31.516	8.534	2.034	269%	1449%	
EBITDA	71.049	42.385	33.372	68%	113%	
Margen Bruto	15,1%	7,1%	11,8%	796 pbs	324 pbs	
Margen Operacional	21,3%	8,1%	9,9%	1328 pbs	1146 pbs	
Margen Neto	11,9%	2,8%	0,9%	906 pbs	1099 pbs	
Margen EBITDA	26,8%	14,0%	14,8%	1275 pbs	1203 pbs	





EPSA sigue a tono



Consideramos los resultados financieros de Celsia como NEUTRALES. Pese a que Celsia registró una buena dinámica tanto en ingresos como en utilidad neta, el EBITDA se vio afectado por los costos variables de generación de energía en el 2T18. Un incremento anual en los precios de la energía favoreció al segmento de generación (+6%A/A), mientras que el segmento de comercialización minorista (+11% A/A) se relacionó con un mayor precio de venta en el mercado regulado y una mejor demanda del mercado no regulado. Respecto al Fenómeno del Niño, Celsia estima que existe una probabilidad del 70% de que se de hacia finales del 2018 y comienzos del 2019, lo cual consideramos que podría impactar los resultados, aunque estaría limitado por el buen nivel de los embalses, junto a la recuperación gradual de la economía colombiana en el 2S18, la cual generaría una mayor demanda por energía. En materia regulatoria, estaremos atentos a cambios en la regulación sobre subastas de energía a largo plazo y resoluciones de la CREG.

B

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

27 de agosto de 2018

HECHOS RELEVANTES

• **Generación y Comercialización recargan los ingresos:** La buena dinámica en ingresos operacionales de Celsia sigue presente en el 2T18 (+6% A/A). El segmento de Generación se vio favorecido por mayores precios de la energía, tanto en spot (+11,4% A/A) como en contratos (+6,8% A/A), pese a una reducción en la energía vendida (-2,5% A/A). Cabe mencionar la disminución del Cargo por Confiabilidad (-18% A/A), dados menores ingresos de Zona Franca Celsia (ZFC) por el mantenimiento programado de Flores IV. El segmento de comercialización minorista (+11% A/A) se relacionó con un mayor precio de venta en el mercado regulado y una mejor demanda del mercado no regulado.

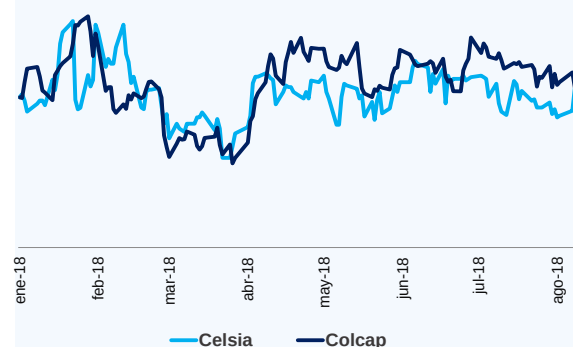
• **GNL le juega una mala pasada a ZFC:** Mayores costos de ventas (+16% A/A) estuvieron relacionados con el incremento del 20% en la generación térmica ante mayores restricciones en el área de la Costa Caribe, que obligaron a un mayor despacho de ZFC. Durante el 2018 ZFC ha operado con Gas Natural Licuado (GNL), cuyo precio promedio ha tenido un incremento anual del 90% en el mercado internacional, frente a la mezcla de gas nacional e internacional que aminoró los costos en el 2T17. Así las cosas, el fuerte aumento en los costos de ventas presionaron a la baja al EBITDA, cuyo margen se situó en 33% (-477 pbs A/A). Acorde a Celsia, si se descontara el efecto de ZFC, el EBITDA hubiese aumentado un 18% A/A.

• **EPSA se ve bien:** Para la filial de generación de Celsia, llama la atención el aumento del Margen EBITDA hasta el 42% en el 2T18, siendo el mayor en los últimos dos años, en medio de menores costos de ventas. La menor generación en el 2T18, junto al mayor nivel de embalses (78%), esta en línea con la estrategia de recuperación de la reserva hídrica para la atención del verano regional del 3T18.

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	5,100
Recomendación	Sobreponderar
Cap. Mcdo (COP bn)	4,89
Último Precio (COP)	4.570
% Precio YTD	-2,93%
Dividend Yield	3,72%
Participación Colcap	2,53%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua

Analista de Acciones

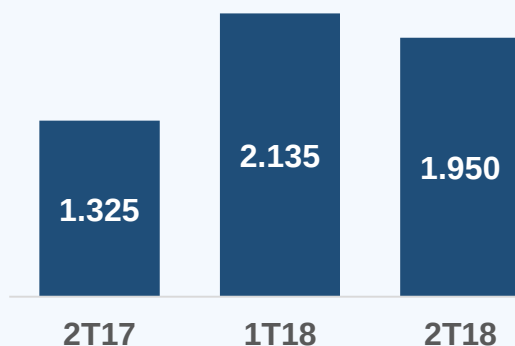
• Gastos Financieros e Impuestos le sonríen a la Utilidad Neta:

Tras los prepagos de deuda financiera con los recursos provenientes de la emisión de acciones, los gastos financieros presentaron una reducción significativa, relacionados a su vez con el menor costo financiero, dada la reducción de IPC. Sumado a lo anterior, la utilidad por diferencia en cambio, junto a una menor tasa efectiva de impuestos por proyectos con Colciencias, favorecieron la utilidad neta. Respecto a la incorporación de beneficios tributarios, aquellos relacionados con energías No Convencionales se irán realizando en la medida en que se incorporen los certificados respectivos. Ejemplo de lo anterior es que para el 2S18, a través de Celsia Solar Yumbo, se tendrían beneficios tributarios por cerca de COP 15 mil MM. Esperamos que este tipo de beneficios comiencen a incorporarse gradualmente en los resultados de la compañía en pr oximos periodos.

• Centro América al ritmo del carbón: Los mayores ingresos por generación (+8% A/A) en el 2T18 se debieron al incremento del precio de venta de energía, donde una menor hidrología vs 2T17 motivó la mayor generación térmica, generada mediante carbón. Por su parte, el parque eólico de Costa Rica tuvo una mayor generación (+41% A/A).

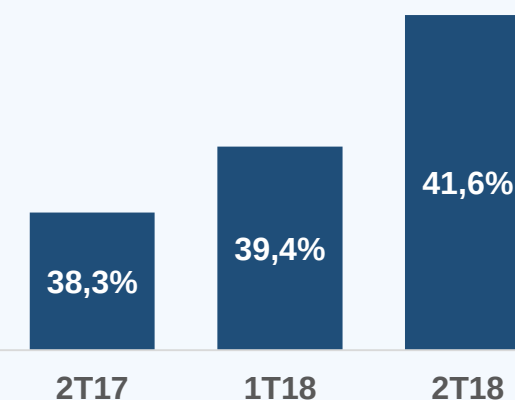
• Proyectos y Regulación a la vista: Dentro de las expectativas de Celsia sobresale: **1)** La completa operatividad del Plan 5 Caribe para finales del 2018 o inicios del 2019; **2)** El aumento en la base de clientes para techos solares; **3)** Mayor generación de energía por parte de EPSA ante la instalación de industrias y centros logísticos en el Valle del Cauca; **4)** Nuevos proyectos de vivienda social y prioritaria en los mercados de EPSA. Respecto al Fenómeno del Niño, existe una probabilidad del 70% de que se de hacia finales del 2018 y comienzos del 2019, aunque esperan se  ales de consolidación. A nivel internacional, se espera el inicio del negocio solar en Costa Rica y se realizan gestiones en Honduras para la primer granja solar, en compañía de Cementos Argos. Por su parte, estaremos atentos a cambios en la regulación sobre la subastas de energía a largo plazo y resoluciones de la CREG sobre energía en firme, entre otros.

Venta de Energía (Colombia)



Cifras en GWh

Margen EBITDA (EPSA)



Celsia

Cifras en COP. Miles de millone:	2T18	2T17	1T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso de actividades ordinarias	821	743	847	10%	-3%
Costos de ventas	582	501	592	16%	-2%
Utilidad Bruta	238	243	255	-2%	-7%
Utilidad Operacional	184	194	193	-5%	-5%
Utilidad Neta (Controladora)	67	43	51	57%	31%
EBITDA	269	279	290	-4%	-7%
Margen Bruto	29%	33%	30%	-367 pbs	-112 pbs
Margen Operacional	22%	26%	23%	-373 pbs	-37 pbs
Margen Neto (Controladora)	8%	6%	6%	240 pbs	214 pbs
Margen Ebitda	33%	38%	34%	-477 pbs	-147 pbs
Energía Vendida Total (GWh)	1.950	2.001	2.135	-3%	-9%
Precio Spot (\$ / kWh)	88	79	146	11%	-40%
Precio Contratos (\$ / kWh)	189	177	188	7%	1%



Volatilidad cambiaria genera eco



ISA publicó resultados financieros NEGATIVOS en el 2T18. En medio de una mayor volatilidad en las monedas de los países donde la compañía tiene presencia, los ingresos mostraron contracciones anuales del 1,9%, lo cual a su vez afectó el margen EBITDA y el neto, ubicándolos en el 62% y 15% respectivamente. Este último estuvo a su vez impactado por mayores gastos financieros, en línea con el plan de inversiones de la compañía, el cual se ubica en cerca de COP 3,5 billones para el 2018 y en COP 14 billones para el periodo 2018 – 2022. El nivel de Deuda Neta / EBITDA fue de 3,1x, lo cual le daría a la compañía espacio adicional para futuras inversiones. Por último, es importante monitorear los resultados de las elecciones presidenciales en Brasil y potenciales cambios regulatorios en el sector energético que se deriven de las mismas. Adicionalmente, estaremos atentos a la evolución de los nuevos proyectos ganados en Colombia, como lo son las subestaciones en Sogamoso y Ocaña, junto a proyectos de transmisión en Brasil, mediante ISA CTEEP.

C

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

27 de agosto de 2018

HECHOS RELEVANTES

• **Efectos cambiarios afectan los ingresos:** En el 2T18 la volatilidad de la tasa de cambio repercutió en los ingresos operacionales (-1,9% A/A). Cabe mencionar que para fines comparativos, dentro del análisis no se tiene en cuenta el ajuste del valor de la RBSE en Brasil. Por segmentos, teniendo en cuenta el efecto cambiario, sobresale una leve disminución en el segmento de transporte de energía (-1,4% A/A) pese a mayores ingresos por proyectos en operación en Chile, Perú y Brasil. Dicho comportamiento estuvo compensado parcialmente por un aumento del 9,7% A/A en las concesiones viales dados los ingresos por servicios de mantenimiento. Por su parte, el incremento en los costos y gastos operacionales (+6,8% A/A), estuvo jalonados por la fuerte variación en las concesiones viales (+82% A/A), relacionadas principalmente con mayores costos de conservación y mantenimiento. En línea con lo anterior, el margen EBITDA se contrajo hasta el 62%, afectado principalmente por la conversión de las monedas. Por su parte, una variación positiva en los gastos financieros relacionados con un aumento en el endeudamiento, cuyos recursos han sido utilizados principalmente en el plan de inversiones de la compañía, afectaron la utilidad neta y llevaron al margen neto a decrecer hasta un 15%.

• **Capex en ascenso:** Dentro de los proyectos de inversión, ISA espera invertir cerca de COP 3,5 billones (BN) en el 2018, enfocados principalmente en Colombia y Chile, países donde se esperan mantener inversiones significativas en transporte de energía, el cual concentra el 92% de las inversiones para este año. Cabe mencionar que, en medio de los altos niveles de inversión para el periodo 2018 – 2022 (más de COP 14 billones), la compañía espera cerrar el 2018 con una utilidad neta de COP 1,1 billones, por debajo de los COP 1,4 billones del 2017. Dicho Capex está relativamente diversificado entre los cuatro países donde tiene presencia la compañía y se enfoca fuertemente en el segmento de Energía (76,3% del total).

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	15.000
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdo (COP bn)	15,22
Último Precio (COP)	13.740
% Precio YTD	-2,31%
Participación Colcap	6,27%

Comportamiento de la acción

**Omar Suarez**

Gerente de Renta Variable

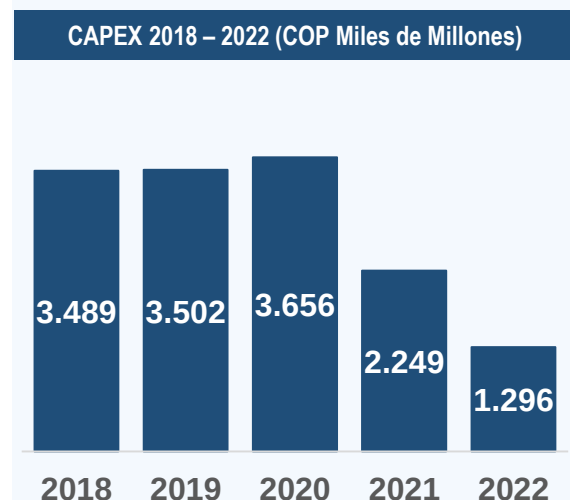
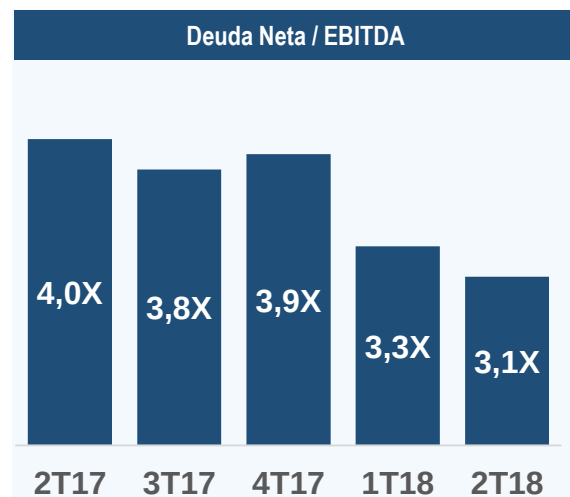
Roberto Carlos Paniagua

Analista de Acciones

• **Efecto cambiario favorece endeudamiento:** Pese a un incremento en el nivel de endeudamiento en Chile, Brasil y Perú, dada la mayor inversión para el 2018, la amortización de deuda en las concesiones viales y en ISA Capital do Brasil, junto a los efectos de conversión cambiaria, permitieron que el saldo de la deuda se redujera y que el nivel de apalancamiento, medido a través del indicador Deuda Neta / EBITDA, mantuviera un comportamiento a la baja.

• **Atentos a mayor apetito por Brasil:** En medio de las llamativas rentabilidades que han ofrecido los proyectos del sector de energía en Brasil en los últimos años, con el objetivo de atraer inversión y retomar la confianza inversionista por parte del Gobierno brasileño, ISA se ha convertido en un jugador activo en dicho país. Sin embargo, otras empresas del sector, atraídos por las llamativas rentabilidades, han empezado a incursionar en los procesos licitatorios, donde el número de participantes en algunas licitaciones ha pasado de 15 en 2016 a cerca de 60 en el último año. De esta manera, los procesos han pasado de tener descuentos sobre el precio base entre 4% - 11% a cerca del 55% para algunos de ellos. Es así como, la entrada de compañías de India y China ha generado una mayor competitividad en la adjudicación de proyectos. Al respecto ISA ha comentado que seguirán con su estrategia de tener crecimiento con rentabilidad.

• **Expectativas siguen firmes:** Consideramos que la compañía seguirá atenta a nuevas subastas en Brasil que pueden abrirse 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. Adicionalmente, 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, aunque la mayor competencia en Brasil podría reflejarse en la dinámica futura del segmento de transmisión de energía. Esteramos atentos a las elecciones presidenciales en Brasil y si estas pueden generar ruido sobre la regulación de energía. De igual manera, seguiremos pendientes a la posibilidad que la compañía realice inversiones adicionales dados los bajos niveles de apalancamiento.



ISA					
Cifras en COP Miles de Millones	2T18	2T17*	1T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso operacionales	1.528	1.558	1.631	● -2%	● -6%
Costos de ventas y operación	767	718	580	● 7%	● 32%
Utilidad Operacional	821	861	937	● -5%	● -12%
Utilidad Neta	232	278	298	● -17%	● -22%
EBITDA	945	982	1.068	● -4%	● -12%
Margen Operacional	54%	55%	57%	● -153 pbs	● -372 pbs
Margen Neto	15%	18%	18%	● -266 pbs	● -309 pbs
Margen EBITDA	62%	63%	65%	● -118 pbs	● -364 pbs

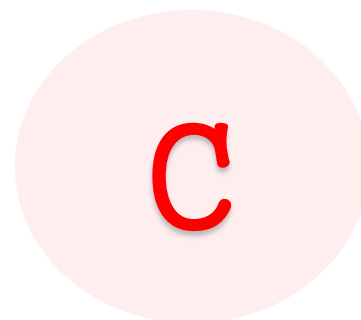
*No incluye RBSE



Un combustible que sale caro



Consideramos los resultados financieros de Avianca Holdings como NEGATIVOS. A pesar de un importante aumento en las tarifas promedio (17% A/A), la aerolínea presentó un débil comportamiento operacional, afectado por el repunte en los precios del combustible y la incapacidad de la compañía para alcanzar una recuperación total de la operación después de la huelga y posterior despedida de pilotos. Adicionalmente, un incremento relevante en los gastos operacionales (14,5% A/A) generaron una fuerte contracción del margen EBIT (1,7%), el cual se ubicó muy por debajo del Guidance de la compañía (6%-8%). De esta manera, la aerolínea registró una pérdida neta después de 8 trimestres en terreno positivo, presionada por el bajo desempeño operacional, el incremento en los gastos financieros relacionados con un mayor número de aeronaves bajo contratos de arrendamiento financiero y una diferencia en cambio negativa. Por otro lado, llama la atención el deterioro en los niveles de apalancamiento y liquidez en medio de un entorno retador, por lo cual la compañía está en negociaciones para cancelar y/o retrasar su entrega de aviones. Dado lo anterior, reducimos nuestro precio objetivo a COP 2.700.



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

27 de agosto de 2018

HECHOS RELEVANTES

• Incremento de tiquetes impulsan ingresos operacionales:

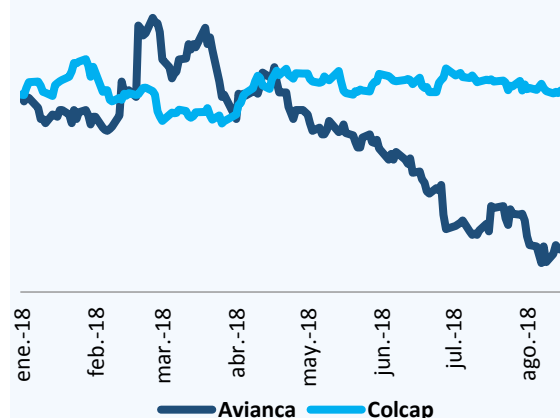
Destacamos que a pesar de que los pasajeros transportados presentaron una reducción del 4,6% A/A, el incremento promedio de los tiquetes (17% A/A) para compensar el repunte en el precio del combustible generó un crecimiento positivo de los ingresos operacionales durante el trimestre 9,8% A/A. El número de pasajeros transportados no ha logrado recuperarse totalmente después de la huelga y posterior despido de pilotos, lo cual sigue afectando los resultados de la aerolínea, donde la operación internacional se vio impactada por el entorno desfavorable en Brasil y Argentina. Esperamos que la compañía aún no logre normalizar la operación sino hasta el último trimestre de este año o principios del 2019.

• Margen EBIT se aleja del Guidance: En medio de un entorno retador caracterizado por un fuerte repunte en el precio de los combustibles (27,1% A/A) y la no recuperación completa del transporte de pasajeros generaron una fuerte contracción del margen EBIT (1,7% en 2T18), muy alejado del guidance propuesto por la compañía (6%-8%). Adicionalmente, el margen EBIT también se vio impactado por mayores gastos de Operaciones de Vuelo (284% A/A), un incremento sustancial del 87% A/A en los Gastos Generales y Administrativos y el aumento de Gastos de Salarios, Sueldos y Beneficios (20% A/A) relacionados con la contratación de personal administrativo y gerencial. Consideramos que el Guidance de la compañía para el margen EBIT sería difícil de cumplir teniendo en cuenta que el precio del crudo permanece en niveles altos, el transporte de pasajeros se podría recuperar totalmente hasta el último trimestre del año y el repunte de los gastos mencionados seguirían presionando la rentabilidad de la aerolínea.

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	2.700
Recomendación	Neutral
Cap. Mcdo (COP bn)	2,25
Último Precio (COP)	2.255
% Precio YTD	-23,56%
Dividend Yield	2,70%
Beta Ajustado	0,66
Precio/Valor Libros	0,64
Participación Colcap	0,77%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

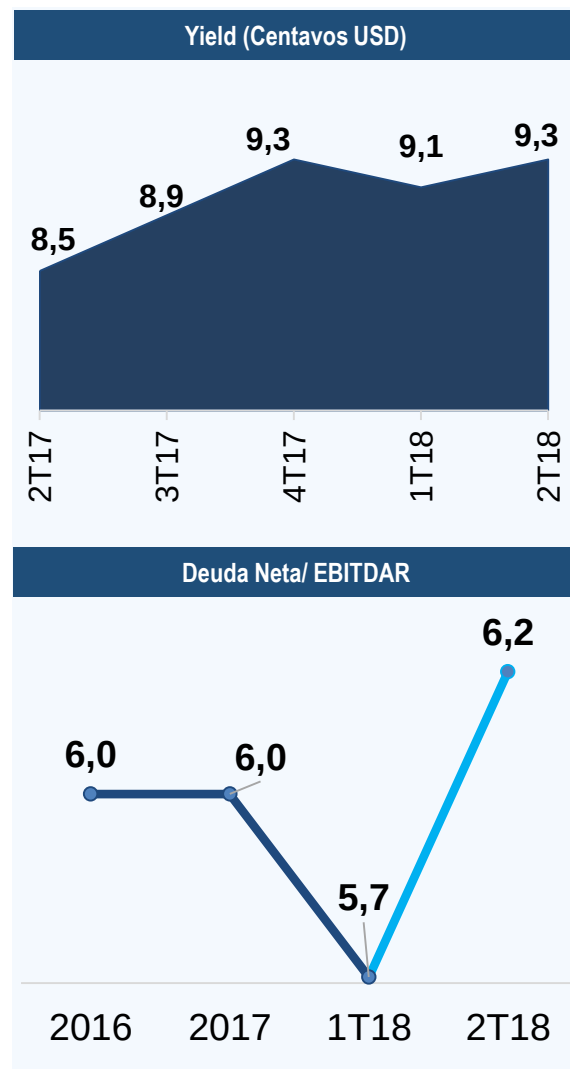
Roberto Carlos Paniagua

Analista de Acciones

• **Utilidad neta vuelve a terreno negativo después de 2 años:** El débil desempeño operacional, el incremento en los gastos financieros relacionados con un mayor número de aeronaves bajo contratos de arrendamiento financiero (19.3% A/A) y una pérdida por diferencia en cambio (USD -5,9 millones) provocaron que la aerolínea reportara resultados financieros negativos en el 2T18 (USD -35,6 millones). De esta manera, se registra una pérdida neta después de ubicarse 2 años en terreno positivo, incluso en medio de la huelga de pilotos.

• **Repunta apalancamiento tras débil desempeño operacional:** Una contracción del EBITDAR (-22,3 % A/A) en medio de un entorno retador para el trimestre y un aumento cercano al 5% A/A de la deuda generaron un deterioro en el apalancamiento, el cual se ubicó de nuevo por encima de 6x, alcanzando su mayor nivel en 8 trimestres. De igual manera, preocupa el deterioro en los niveles de liquidez de la compañía (Efectivo/Ventas), los cuales se situaron en su menor nivel en 1 año (8,9%). Teniendo en cuenta las presiones sobre el endeudamiento y la liquidez, la aerolínea se encuentra en negociaciones con Airbus para cancelar y/o retrasar la entrega de algunos de los aviones que se preveían comprar por parte de Avianca.

• **A la espera de mayor información de la alianza estratégica tripartita:** Avianca anunció que se encuentra adelantado conversaciones con United Airlines y Copa Holdings sobre la posibilidad de suscribir un Acuerdo Comercial tripartito que cubra redes combinadas entre Estados Unidos y Latinoamérica. Sin embargo, la aerolínea no dio mayor información al respecto, por lo cual quedamos atentos a cualquier anuncio en este sentido.



Avianca

Cifras en USD MM	2T18	2T17	1T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	1.199	1.092	1.168	10%	3%
Utilidad Operacional	21	62	76	-66%	-72%
Utilidad Neta	-36	11	3	N/A	N/A
EBITDAR	164	211	227	-22%	-28%
Margen Operacional	1,8%	5,7%	6,5%	-394 pbs	-474 pbs
Margen Neto	-3,0%	1,0%	0,3%	-398 pbs	-329 pbs
Margen EBITDAR	13,7%	19,3%	19,5%	-567 pbs	-577 pbs
 Total Pasajeros (en millones)	7.351	7.706	7.421	-5%	-1%
 Factor de ocupación	82,3%	82,0%	83,6%	30 pbs	-130 pbs
 Yield (Centavos)	9,3	8,5	9,1	9,4%	2,2%



GRUPO ARGOS

Diversificación da estabilidad a la Holding



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Grupo Argos como NEUTRALES. En el 2T18 el aumento en aportes de los negocios estratégicos brindaron estabilidad a los ingresos de la Holding (+1% A/A). De esta manera, los mayores aportes de energía, cemento y concesiones favorecieron el consolidado. Lo anterior en medio del incremento en las ventas y precios de la energía para Celsia, junto a un leve aumento anual en los despachos de Cementos Argos, principalmente de su regional en EE.UU y una variación positiva en el tráfico aeroportuario. En materia de endeudamiento, el menor apalancamiento le brinda la oportunidad a la Holding de tener flexibilidad financiera y buscar asignaciones eficientes de capital en sus distintos segmentos de negocio. Por líneas de negocio, estimamos que la recuperación gradual de la economía colombiana en el 2S18 pueda generar una mayor demanda por energía para Celsia, mientras que respecto a Cemargos continuamos con nuestra perspectiva conservadora sobre el sector cementero para el 2S18. En concesiones y en materia inmobiliaria, esperamos una dinámica como mínimo estable en el segundo semestre.

B

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

27 de agosto de 2018

HECHOS RELEVANTES

• Energía y Cemento aportan a los ingresos pero no al EBITDA:

Durante el 2T18, Grupo Argos registró estabilidad en sus ingresos (+1%A/A) en medio de un leve incremento en los aportes de varios de sus negocios estratégicos. Los aportes estuvieron liderados por la línea de energía (+COP 73 mil MM), cemento (+COP 30 mil MM), y concesiones (+COP 3 mil MM). Por su parte, el EBITDA (+2% A/A) estuvo favorecido por mayores aportes del portafolio (+ COP44 mil MM) y concesiones (+COP 32 mil MM), principalmente aeropuertos, mientras que el menor aporte de Cemargos (-COP 39 mil MM) se relacionó con el pago de la multa a la SIC.

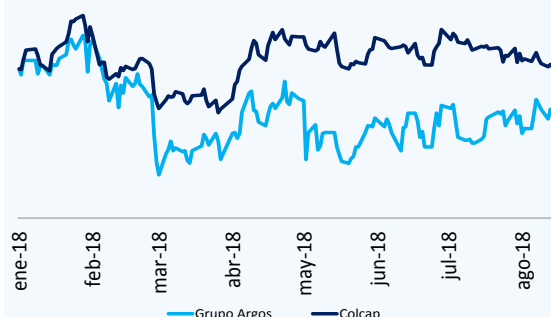
• Generación de energía le sonríe a Celsia: La buena dinámica en ingresos operacionales de la compañía del sector de energía sigue presente en el 2T18 (+6% A/A). El segmento de generación se vio favorecido por mayores precios de la energía, tanto en spot (+11,4% A/A) como en contratos (+6,8% A/A). Para EPSA, filial de generación de Celsia, llama la atención el aumento del Margen EBITDA hasta el 42% en el 2T18, siendo el mayor en los últimos dos años, en medio de menores costos de ventas.

• EE.UU lidera volúmenes de Cemargos: Dentro de los resultados de la cementera sobresale la regional de EE.UU, la cual registró el mejor desempeño en el 2T18 frente a Colombia y CCA, en medio de incrementos en los volúmenes de cemento y concreto del 3,2% A/A y 4,2% A/A respectivamente. Lo anterior fue impulsado por un crecimiento a dos dígitos en concreto en algunas zonas. De esta manera, los ingresos aumentaron un 5% A/A. Por su parte, la implementación del programa BEST en esta regional se reflejó en los SG&A (-7,4% A/A), dados menores gastos administrativos. Resaltamos el buen desempeño del margen EBITDA, el cual se ubicó en el 18% (+131 pbs A/A).

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	21.800
Recomendación	Sobreponderar
Cap. Mcdo (COP bn)	16,35
Último Precio (COP)	19.560
% Precio YTD	-6,32%
Dividend Yield	1,68%
Participación Colcap	5,52%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua

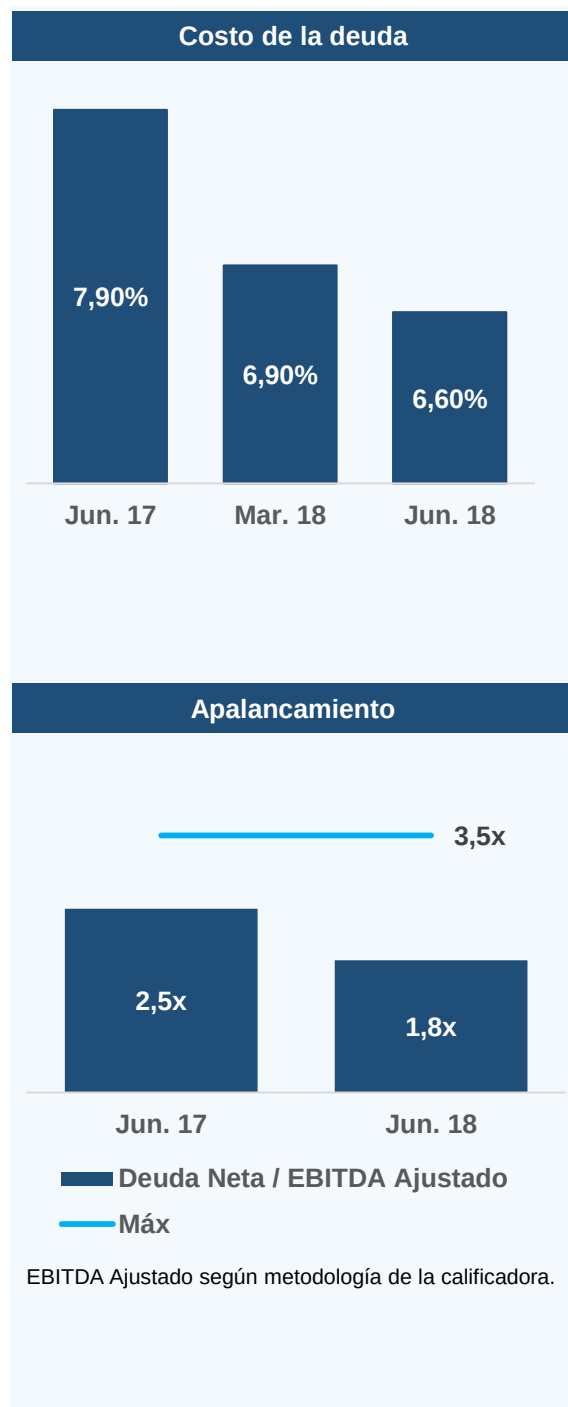
Analista de Acciones

• **Concesiones con estabilidad operacional:** Para el 2T18 el tráfico de los aeropuertos registró un leve incremento (+3% A/A), el cual estuvo relacionado con el mayor tráfico tanto en el Aeropuerto El Dorado, en Colombia, impulsado principalmente por pasajeros internacionales, como en el aeroportuario de Quito, Ecuador. Por su parte, en concesiones viales el tráfico vehicular promedio diario presentó un decrecimiento del 0,7% A/A, principalmente por menor tráfico en Autopistas del Café por el cierre de un puente. Cabe mencionar que la venta de la concesión S. Marta – Paraguachon (SMP) en el 2T17 afectó la base comparable del EBITDA y de la utilidad neta, donde esta última también se vio afectada por la causación del impuesto diferido, la cual durante 2017 se dio hacia finales del año, mientras que en 2018 se ha dado de manera mensual.

• **Nuevos proyectos a la vista:** Consideramos relevante recordar que a través de ODINSA tienen un proyecto en etapa de factibilidad en la Sabana de Bogotá para la construcción de una vía que comunica Soacha con Chía, sobre la cual esperan cerrar dicha etapa en 6 meses. Sumado al nuevo aeropuerto de Cartagena, el cual está en etapa de factibilidad y se espera que entre en operación en el 2025.

• **PACTIA sigue en crecimiento:** Dentro del negocio inmobiliario sobresale el comportamiento de la **renta inmobiliaria**, donde el Fondo Inmobiliario PACTIA registró un AUM de COP 3,5 BN y un GLA de 722 mil m2. De esta manera, sobresale el incremento tanto del EBITDA (+51% A/A) como de su margen (52%), el cual está explicado por el pago anticipado de la totalidad de los impuestos prediales durante el 1T18 y, por la entrada en operación de activos adicionales que generaron mayores ingresos. En el 2S18, la Holding espera seguir creciendo en su GLA dada la apertura de un Centro Comercial en Bosa, junto a la adquisición del Parque Industrial San Carlos a las afueras de Bogotá, entre otros.

• **Bajo apalancamiento brinda flexibilidad:** En temas de endeudamiento, cabe mencionar que la reducción anual en su nivel de apalancamiento hasta 1,8x en el 2T18 le abre la puerta a la Holding para tener mayor flexibilidad financiera y buscar asignaciones eficientes de capital en sus distintos segmentos de negocio.



Grupo Argos

Cifras en COP miles de millones	2T18	2T17	1T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso Operacionales	3.617	3.565	3.311	1,5%	9%
Utilidad Operacional	545	557	607	-2,2%	-10%
Utilidad Neta	119	106	109	12%	9%
EBITDA	891	876	941	1,7%	-5%
Margen Operacional	15,1%	15,6%	18,3%	-56 pbs	-327 pbs
Margen Neto	3,3%	3,0%	3,3%	32 pbs	0 pbs
Margen EBITDA	24,6%	24,6%	28,4%	6 pbs	-379 pbs



Un portafolio en recomposición



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Grupo Sura como POSITIVOS. En el 2T18 la Holding registró un aumento significativo en su utilidad (+65,3% A/A) en medio de una mayor dinámica de SURA Asset Management (SURA AM), dados los aumentos en ingresos por comisiones y efectos positivos de la diferencia en cambio. Por su parte, la menor utilidad neta de Suramericana estuvo relacionada con reducciones en el segmento vida, dada la disminución en la participación dentro del segmento previsional en Colombia, reflejándose en leves presiones a la baja sobre las primas retenidas. Sumado a lo anterior, la reducción en los aportes por método de participación de asociadas estuvo explicado en la menor utilidad neta de Bancolombia y Grupo Argos. Resaltamos que al corte de junio del 2018 los AUM de SURA AM se ubicaron en COP 397 Billones (+8,4% A/A), impulsados principalmente por una mayor base de clientes. Consideramos importante monitorear cualquier noticia que se puedan dar en México sobre cambios en la dinámica de las decisiones de las administradoras de Fondos para el Retiro (AFORE) y los efectos que pueda tener en el consolidado de Grupo Sura.

A

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

HECHOS RELEVANTES

• Grupo Sura mejora su utilidad en medio de menores aportes de asociadas:

Durante el 2T18, pese a menores ingresos de Grupo Sura (-4,3% A/A) debido principalmente a la reducción en las primas retenidas, junto a una menor dinámica en los ingresos por inversiones, una disminución más que proporcional en los gastos totales (-7,6% A/A) favorecieron la utilidad neta (+65% A/A) de la Holding. Dicha utilidad se vio impulsada por el efecto de la diferencia en cambio, junto a la mayor utilidad de SURA AM. Lo anterior permitió compensar tanto la disminución en el método de participación de asociadas, explicado por la menor utilidad neta de Bancolombia y Grupo Argos, como la reducción en ingresos por inversiones de Suramericana.

• Suramericana reduce su utilidad: La compañía logró un aumento en el resultado técnico en el 2T18 (+7,8% A/A) en medio de la dinámica favorable en el segmento de salud, dados los mayores ingresos por prestación de servicios. Por su parte, la utilidad neta registró una disminución (-9,2% A/A) afectada por el segmento vida, el cual presentó una reducción dados los menores ingresos por inversiones. Cabe recordar que, desde el 1T18 la compañía decidió reducir su participación en el segmento previsional, dada la alta siniestralidad relacionada con fallos judiciales, reflejándose en menores primas retenidas.

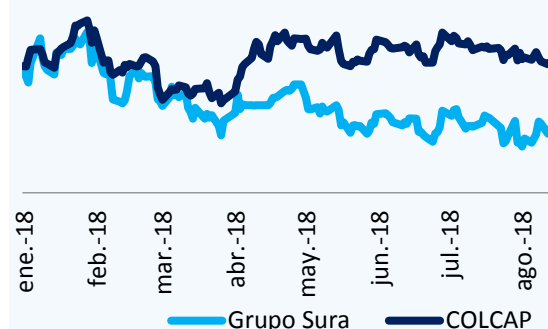
• SURA AM sigue creciendo en AUM: Al corte de junio del 2018 los AUM se ubicaron en COP 397 Billones (+8,4% A/A), impulsados principalmente por un buen desempeño comercial que permitió aumentar la base de clientes. Por su parte, el crecimiento anual del 3% en la utilidad neta estuvo impactado positivamente por mayores ingresos por comisiones, pese a un menor rendimiento del encaje.

27 de agosto de 2018

Información de la especie

Precio Objetivo (COP)	41.700
Recomendación	Sobreponderar
Cap. Mcdo (COP bn)	20,86
Último Precio (COP)	36.500
% Precio YTD	-9,43%
Dividend Yield	1,42%
Participación Colcap	7,63%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

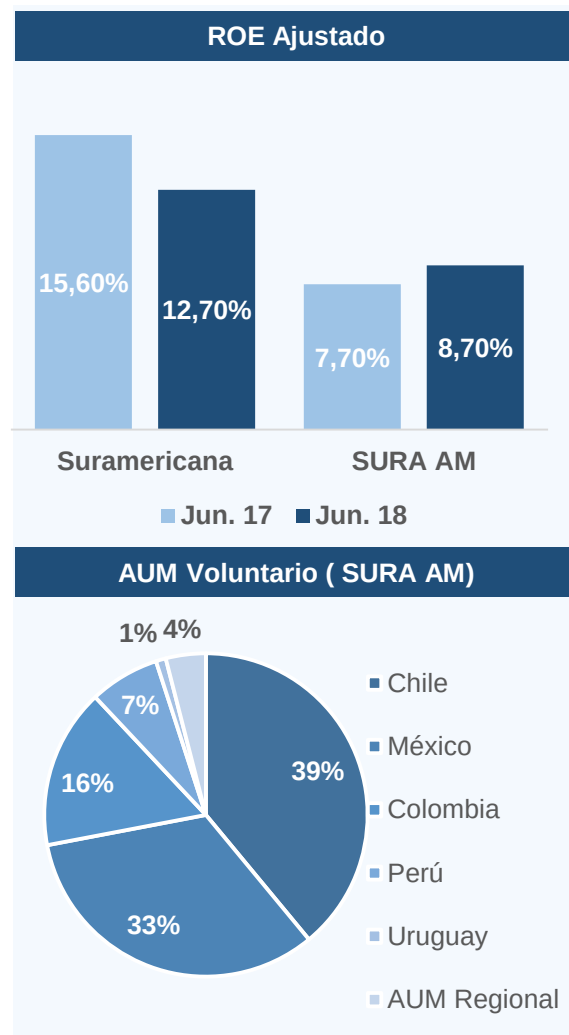
Roberto Carlos Paniagua

Analista de Acciones

• **AUM Mandatorio y Voluntario siguen creciendo:** Al realizar un mayor análisis a los segmentos de SURA AM sobresale que los AUM del segmento voluntario pasaron de representar el 10,9% del total en el 2017 al 12,3% a junio del 2018, lo que muestra un aumento gradual en la contribución dicho segmento, cuyos principales países son Chile con una participación del 39% y México con el 33%. Por su parte, los AUM del segmento mandatorio presentan una variación anual positiva en todos los países donde tiene presencia, creciendo un 2,2% A/A al corte del 1S18. Dentro de este segmento vale la pena mencionar algunos temas que comenta la Holding y llaman la atención: **1)** En este momento, en Chile los clientes están prefiriendo invertir en negocios inmobiliarios ya que los retornos de los mercados están siendo muy bajos. **2)** En México, los clientes presentan una mayor aversión al riesgo por temas electorales locales y factores globales que han provocado una mayor preferencia en fondos de deuda que cobran comisiones más bajas.

• **Mención especial a Sura Ventures:** Consideramos interesante mencionar que, dentro de la estrategia de Grupo Sura de invertir en compañías con modelos disruptivos, la Holding viene realizando el programa de venture corporativo, cuyas inversiones totales ascienden a USD 27 MM desde el 2016, dentro de los cuales se han realizado inversiones minoritarias en compañías del cuidado de la salud y alianzas con empresas enfocadas en “robo – advisor”, analítica e inteligencia artificial, todos estas temáticas cada más relevantes a nivel operacional.

• **Atentos a México y Ley de conglomerados:** Dentro de las temas a tener en el radar, consideramos importante cualquier decisión del nuevo Gobierno mexicano sobre las administradoras de Fondos para el Retiro (AFORE) y los efectos que pueda tener sobre la Holding. Adicionalmente, respecto a la reciente Ley de conglomerados financieros en Colombia, la Holding manifestó que no espera desinversiones significativas.



Grupo Sura

Cifras en COP miles de millones	2T18	2T17	1T18	Var % A/A	Var % T/T
Primas retenidas (netas)	2.577	3.053	2.711	-16%	-5%
Ingresos por comisiones	608	575	611	6%	0%
Prestación de Servicios	845	690	772	23%	9%
Ingresos por inversiones	558	594	286	-6%	95%
Ingresos totales	4.862	5.079	4.764	-4%	2%
Siniestros retenidos	1.546	1.585	1.551	-2%	0%
Ajuste de reservas	96	593	260	-84%	-63%
Costos por prestación de servicios	788	656	721	20%	9%
Gastos totales	4.334	4.689	4.344	-8%	0%
Ganancia Neta	382	232	310	65%	23%
Ganancia Neta de la Controladora	326	197	269	65%	21%
Margen Neto (Controladora)	6,7%	3,9%	5,6%	282 pbs	106 pbs



Corficolombiana





Corficolombiana

Resultados Corporativos 2T18

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

HECHOS RELEVANTES

• A nivel consolidado, en el 2T18 la utilidad neta registró un crecimiento anual del 203%, explicado principalmente por un mayor aporte de los sectores de infraestructura y energía al MPU y en menor medida por mayor ingreso de comisiones y el hecho de que en mayo se completó la provisión relacionada con Electricaribe. El EBITDA consolidado del 2T18 alcanzó COP 583.642 millones (8.4% A/A), crecimiento impulsado principalmente por el desempeño en los sectores de infraestructura y energía. Corficolombiana incrementó su participación en GEB de 3,56% a 5,17% con una inversión de COP 299 mil millones.

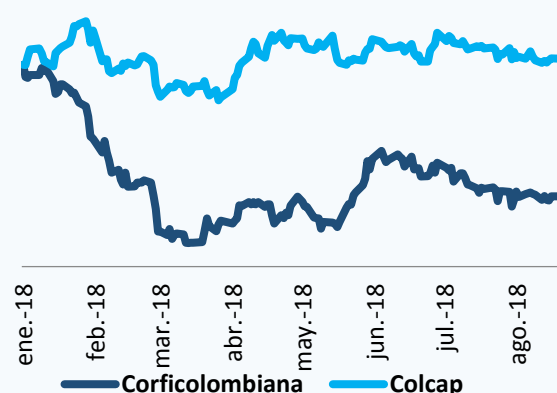
Portafolio de Inversiones de Renta Variable:

• **Energía y Gas:** El margen bruto de operación crece 6,6% en 2T18 T/T. El ingreso de Promigas se vio beneficiado por mayores volúmenes transportados debido a entrada de nueva capacidad de Canacol y mantenimiento en las líneas regionales y nacionales, incremento en ingresos de comercialización de CEO y en derechos por mayores conexiones de Surtigas.

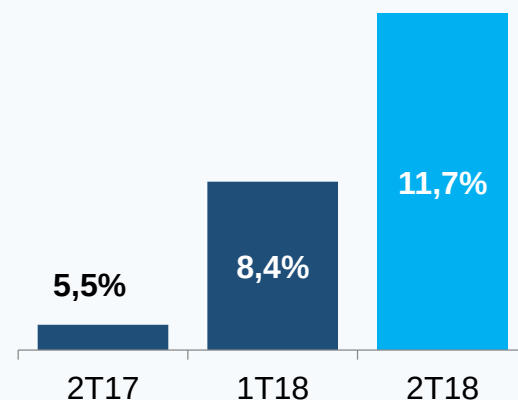
• **Infraestructura:** El EBITDA crece 19,1% A/A como resultado del avance en la construcción de Coviandina y Covipacífico, proyectos que alcanzan un porcentaje de avance de 21,8% y 6,8% respectivamente, y particularmente en el caso de Coviandina por el ajuste en el valor de los contratos EPC realizado a finales de 2017.

• **Hotelería:** El margen bruto de operación decreció levemente (-2,0% T/T). La ocupación se mantuvo relativamente estable pasando de 53% en 2T17 a 54% en 2T18, mientras que el número de habitaciones vendidas cayó 3,9% durante el periodo debido en parte a que a partir de abril no se está operando el Hotel Colina en Manizales.

Comportamiento de la acción



ROAE



Fuente: Corficolombiana, Informe de resultados 2T18

Corficolombiana

Cifras en COP millones	2T18	2T17	1T18	Var % T/T	Var % A/A
Ingreso Operacional Sector Real	1.451.098	1.469.970	1.393.726	-1,3%	4,1%
Costo de Ventas y Prestacion de Servicios	805.590	848.406	790.426	-5%	2%
Margen Bruto del Sector Real	646.508	621.563	603.300	4,0%	7,2%
Margen Financiero	-73.641	-100.477	-47.435	-26,7%	55,2%
EBITDA	583.642	538.553	575.358	8,4%	1,4%
Utilidad Neta	165.609	44.274	145.766	274,1%	13,6%
ROAE	11,7%	5,5%	8,4%	620 pbs	335 pbs



Exxon Mobil se sube al tren



Regresar

Consideramos los resultados financieros de Terpel como POSITIVOS. El inicio de la consolidación de los negocios de lubricantes y combustibles de Exxon Mobil en Perú y Ecuador por parte de Terpel comenzó a dar sus frutos en los volúmenes del 2T18 (+12% A/A), mientras que el EBITDA aumentó en un 40% A/A (15% A/A sin consolidación), llevando al margen EBITDA hasta el 4,9% (+45 pbs), el cual estuvo influenciado por la mayor ganancia por decalaje, junto a un incremento anual del margen mayorista en Colombia hasta COP 387,09 por galón, vigente hasta el 31 de mayo del 2019, según lo decretado por el Ministerio de Minas. Por su parte, se espera que en el 2S18 la consolidación de la línea de lubricantes de Exxon Mobil en Colombia comience a sumar al total. Como resultado de esta operación, pese a que en el 2T18 el indicador de apalancamiento Deuda / EBITDA llegó hasta 4,3x, este presenta una leve reducción frente al 1T18 (4,6x). Recordamos que tal como lo mencionó la compañía en periodos anteriores, se buscará reducir el indicador por debajo de 3x en un periodo de 18 – 24 meses.

A

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

27 de agosto de 2018

HECHOS RELEVANTES

• **Exxon Mobil se empieza a ver en el Consolidado:** Respecto a la operación realizada en marzo del 2018 relacionada con la adquisición del negocio de lubricantes y distribución de combustibles de Exxon Mobil en Colombia, Perú y Ecuador, al corte del 2T18 se inicia la consolidación de los negocios de los países vecinos a Colombia, generando una participación de mercado en lubricantes del 30% en Perú y del 9% en Ecuador. En combustibles tienen la distribución dentro del Aeropuerto de Lima y 6% de part. de mercado en Ecuador con 43 Estaciones de Servicio (EDS). Sumado a esto, a partir de julio del 2018 consolidan una participación del 30% en lubricantes en Colombia.

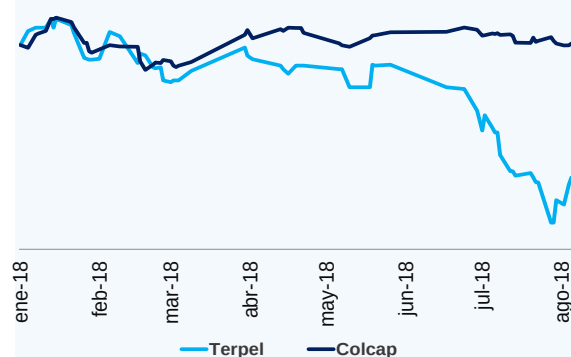
• **Resultados favorecidos desde varios frentes:** Teniendo en cuenta que al 2T18 se incluye la operación adquirida a Exxon Mobil en Perú y Ecuador, los volúmenes presentaron un buen comportamiento (+12% A/A), lo cual junto con una mejor dinámica en los precios del crudo llevaron a los ingresos a crecer un 27% A/A, con aumento en sus dos principales mercados, Colombia y Panamá. Cabe mencionar que el decrecimiento en volúmenes en Rep. Dominicana estuvo relacionado con el fin de operaciones de algunas aerolíneas. El incremento del margen EBITDA (+45 pbs) estuvo influenciado por la mayor ganancia por decalaje (aumento en el valor de sus inventarios), sumado al incremento anual del margen mayorista en Colombia.

• **Margen Mayorista beneficia a Colombia:** Al corte de junio, el EBITDA / Galón llegó hasta COP 313 (+12,6% A/A), jalonado por el incremento anual del margen mayorista de líquidos, hasta COP 387,09 por galón (+3,1% A/A) y el crecimiento del decalaje (relacionado con el mayor precio del JetA1), compensando una menor contribución del GNV y Lubricantes. La utilidad neta se vio afectada por gastos adicionales tras la adquisición de ExxonMobil.

Información de la especie

Último Precio (COP)	10.000
Cap. Mcdto (COP bn)	1,81
% Precio YTD	-29,58%
Dividend Yield	5,38%
Beta Ajustado	0,65
EV/EBITDA	6,15
Precio/Valor Libros	1,17

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

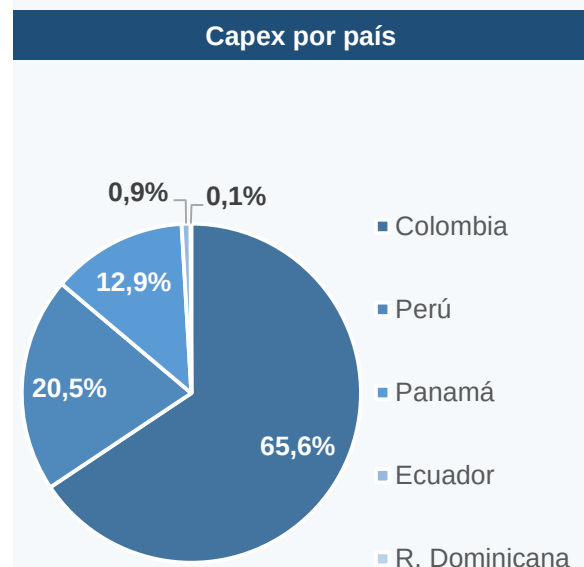
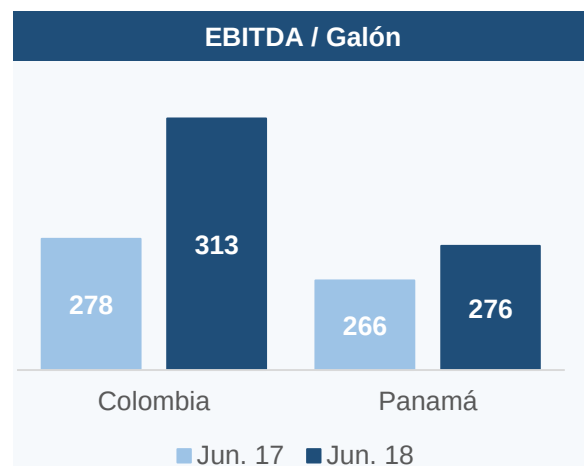
Roberto Carlos Paniagua

Analista de Acciones

• **Panamá sigue cabizbajo:** Los volúmenes del 2T18 registraron estabilidad (+0,34% A/A) en medio del entorno retador de la economía Panameña, junto a la huelga de trabajadores del sector constructor, la menor demanda de combustibles por parte de las generadoras eléctricas, dadas las mayores lluvias, y el impacto negativo de las obras del metro sobre las 14 EDS propias de la compañía. Por su parte, una menor contribución en combustibles y lubricantes, al igual que mayores gastos operacionales por nuevas EDS y Tiendas, generaron leves variaciones en el EBITDA, mientras que el EBITDA / Galón llegó a COP 276 (+3,8% A/A). Por su parte, en el 2T18 la utilidad neta (-17% A/A) estuvo afectada por mayores gastos financieros debido el incremento de la tasa Libor.

• **Deuda parcialmente en terreno elevado:** Tras la operación de Exxon Mobil, la deuda financiera consolidada se ubica en COP 3,2 BN, llevando al indicador Deuda /EBITDA hasta 4,3x. De este monto, COP 690 mil MM son el saldo del crédito sindicado y COP 1,1 BN son los bonos emitidos en el 2018 a un plazo de 5 a 25 años, los cuales reemplazaron cerca del 60% del crédito puente tomado para esta operación. Respecto a la alta concentración de la deuda en el 2019, dado que la mayoría de la deuda es por el crédito sindicado, la venta de la línea de combustibles de Exxon Mobil en el 2S18 saldaría este valor, acorde a la exigencia plantada por la SIC para la viabilidad de la operación. Cabe recordar que tal como lo mencionó la compañía a finales del 2017, se espera una reducción gradual en el indicador Deuda /EBITDA por debajo de 3x en un periodo de 18 a 24 meses.

• **Capex sigue en movimiento:** Acorde a la estrategia de la compañía, en el 2T18 se destinaron recursos por COP 125 mil MM enfocados en 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. Adicionalmente, se incluye la compra de las EDS de Bac Petrol y Bac Thor en Perú por USD 8,2 MM, donde ven posibilidad de diferenciación en el segmento de líquidos.



Terpel

COP miles de millones	2T18	2T17	1T18	Var %A/A	Var %T/T
Volumen (millones Glns)	682	609	620	12,0%	10,0%
Ingresos	4.631	3.647	4.113	27,0%	12,6%
Utilidad Bruta	472	360	358	31,1%	31,9%
EBITDA	226	162	158	39,9%	43,3%
Utilidad Neta	56	51	(8)	10,5%	-



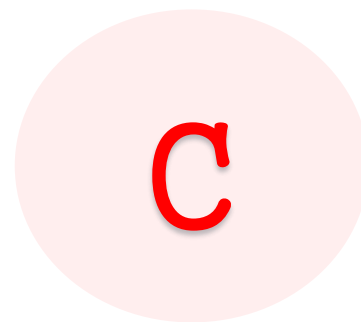
M. Bruto	10,2%	9,9%	8,7%	32 pbs	149 pbs
M. EBITDA	4,9%	4,4%	3,8%	45 pbs	105 pbs
M. Neto	1,2%	1,4%	-0,2%	-	139 pbs



Dólar, Oro y Aluvión se confabulan

 **Regresar**

Consideramos los resultados financieros de Mineros como NEGATIVOS. Los resultados operacionales de Mineros se siguen viendo afectados por la disminución en la producción Aluvial, lo que sumado a una revaluación del peso colombiano y menores precios del oro generaron un impacto negativo sobre los ingresos consolidados. De igual manera, los márgenes de la compañía presentaron una contracción importante, afectados por mayores costos y gastos operacionales (en parte por la operación de Terrazas aluviales y el contrato con Suministros Agromineros, 2 formas de explotación aluviales nuevas y diferentes a las dragas) y la reducción en la producción más rentable (Aluvial). Por otro lado, Mineros continúa su reorganización societaria y llevando a cabo las reformas necesarias para listarse en la bolsa canadiense, hecho que espera que suceda a finales de este año o principios del 2019. En línea con lo anterior, la empresa sigue monitoreando cualquier oportunidad de crecimiento inorgánico, el cual sería financiado por medio de emisión de acciones en Canadá y respaldado por la flexibilidad financiera que le brinda su bajo apalancamiento y buenos niveles de caja.



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

14 de agosto de 2018

HECHOS RELEVANTES

• **Menor producción Aluvial no logra ser compensada por operación Subterránea y de Nicaragua:** La producción consolidada presentó un débil comportamiento durante el 2T18, mostrando una contracción anual del 4,2%. Esto estuvo explicado por una disminución de 10% A/A de la producción en Colombia, donde el fuerte descenso en la operación Aluvial (-15,1% A/A) no logró ser compensado por el repunte de la producción Subterránea (29,2% A/A). Por el lado de Hemco, esta presentó un leve incremento (2% A/A), donde según la compañía los disturbios y problemas en Nicaragua no han tenido un impacto material en sus resultados dada su lejanía geográfica de Managua. Sin embargo, hay que destacar que aunque la producción consolidada muestra una reducción en comparación anual, esta presentó una recuperación importante respecto al trimestre anterior (7,3% T/T) y en comparación a los últimos 9 meses.

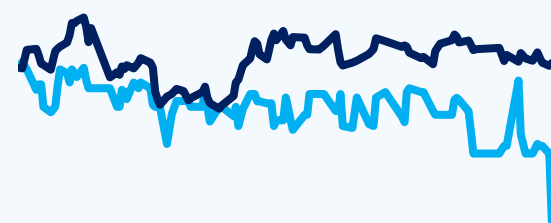
• **Dólar y precio del oro se confabulan contra Mineros:** La disminución en la producción, la revaluación de la tasa de cambio y el descenso en el precio del oro generaron una contracción de 4% A/A en los ingresos de la compañía, los cuales también se vieron afectados por el cambio en la política de inventarios en Nicaragua.

• **Producción Aluvial, una prioridad para recuperar rentabilidad:** Teniendo en cuenta que la operación Aluvial es más rentable que la Subterránea y la de Nicaragua, una de las prioridades de la compañía es la recuperación de la producción Aluvial, lo cual generó un impacto negativo sobre los márgenes en el trimestre. Sin embargo, la empresa manifestó que no se lograría una recuperación total, por lo que esta continuaría ubicándose por debajo de la observada en el año 2017.

Información de la especie

Cap. Mcdo (COP bn)	0,53
Último Precio (COP)	2.025
% Precio YTD	-19,96%
Dividend Yield	7,61%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua

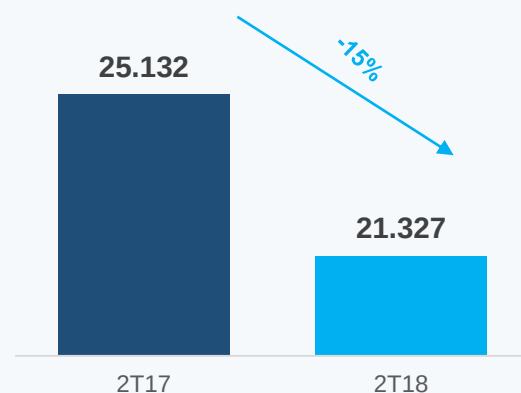
Analista de Acciones

• **Márgenes siguen bajando escalones:** La disminución en la producción más rentable de la compañía (Fluvial), mayores costos y gastos operacionales (en parte por la operación de Terrazas aluviales y el contrato con Suministros Agromineros, 2 formas de explotación aluviales nuevas y diferentes a las dragas) y la amortización del crédito mercantil en agosto del 2017 tuvieron un impacto negativo en las cifras operacionales de Mineros. De esta manera, todos los márgenes presentaron una contracción importante tanto en comparación anual como trimestral, donde el margen EBITDA se contrajo alrededor de 600 pbs A/A y T/T.

• **Cada vez más cerca de Canadá:** Mineros continúa realizando una reorganización societaria y sigue en el proceso de reformas necesarias para listarse en la bolsa canadiense. De esta manera, la compañía dio a conocer que sus acciones podrían iniciar a cotizarse en Canadá a finales de este año o principios del 2019, dependiendo de las condiciones del mercado. Asimismo, la decisión estará en función de las oportunidades de crecimiento inorgánico, ya que esta emisión buscaría la financiación de una adquisición en el exterior, ayudada por el bajo apalancamiento y los buenos niveles de caja, con el objetivo de cumplir la Mega.

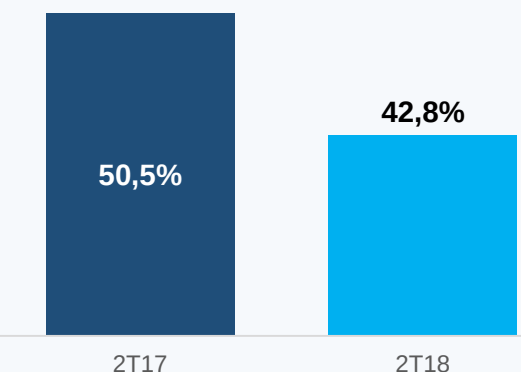
• **Coberturas mitigan impacto sobre los ingresos:** La compañía mencionó que a pesar de la disminución del precio del oro en pesos colombianos, las coberturas mitigaron el efecto negativo de este movimiento. De esta manera, Mineros comentó que cuenta con una política de coberturas para la operación Subterránea en Colombia y una parte de la producción en Nicaragua. Mientras tanto, no cuenta con ninguna cobertura en su operación Aluvial debido a los altos niveles de rentabilidad de esta, ni tampoco sobre la Minería Artesanal, ya que esta cuenta con cobertura natural.

Producción Aluvial (Colombia)



AuEq oz: Oro equivalente en onzas

Margen EBITDA



Mineros

Cifras en COP MM	2T18	2T17	1T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	203.486	211.951	180.393	● -4%	● 13%
Costos y Gastos	158.146	148.362	130.898	● 7%	● 21%
Utilidad operacional	45.340	63.588	49.495	● -29%	● -8%
Utilidad Neta	19.707	42.995	19.884	● -54%	● -1%
EBITDA	62.203	78.678	65.882	● -21%	● -6%
Margen EBITDA	30,6%	37,1%	36,5%	● -655 pbs	● -595 pbs
Margen Operacional	22,3%	30,0%	27,4%	● -772 pbs	● -516 pbs
Margen Neto	9,7%	20,3%	11,0%	● -1060 pbs	● -134 pbs
Onzas de Oro Producidas	53.396	55.710	49.783	● -4%	● 7%





Utilidad recibe ayuda de Telefónica



Consideramos los resultados financieros de ETB del 2T18 como NEUTRALES. En medio de los esfuerzos de la compañía para sustituir el negocio de Línea Fija por Nuevos Negocios, los ingresos presentaron una buena dinámica en el 2T18 (+3% A/A y +9% T/T) pese al periodo de Ley de Garantías y la Resolución 5111 (la cual impide el cobro de cargos a clientes suspendidos). Por su parte, en medio de la reversión del pleito de Telefónica (+ COP 173 mil MM), se registró una reducción en depreciaciones, amortizaciones y provisiones relacionadas (evento no recurrente), lo cual generó que la utilidad neta volviera a ubicarse en terreno positivo, no observado desde el 2015. En general, estimamos que los ingresos se vean favorecidos en el 2S18 por la finalización de la Ley de Garantías, mientras que mayores gastos comerciales relacionados con la estrategia de la compañía enfocada en aumentar su base de clientes puede seguir presionando a la baja el margen EBITDA (33% 2T18 vs 35% 1T18).



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

HECHOS RELEVANTES

• **Enfoque en cliente masivo sigue mejorando:** El objetivo de la compañía de realizar la sustitución del negocio de Línea Fija por Nuevos Negocios continúa avanzando, donde el número de clientes de Fibra Óptica presentó un buen comportamiento (+ 5% T/T en el 2T18). Por el lado de servicios móviles, el enfoque en el segmento Pospago muestra un aumento constante desde el cierre del 2017, incrementando un 2% al 2T18 vs 1T18. Mientras tanto, el segmento de Línea Básica sigue mostrando una reducción en el número de clientes y en la participación de mercado. Es así como los nuevos productos de fibra óptica y móviles aumentaron su participación conjunta en el ingreso de la firma hasta el 28% (+300pbs A/A).

• **Servicio como pieza clave para retener clientes:** La continuidad de la estrategia de la compañía de prestar un buen servicio constituye una pieza clave en su objetivo de tener una base de clientes creciente que se traduzca en mayores ingresos. De esta manera, sobresale un comportamiento favorable en los Canales de atención a Hogares y Móviles, con mejoras en el Índice de Satisfacción del Cliente (ISC) y el Nivel de Satisfacción del Usuario (NSU). Adicionalmente, ETB tuvo el primer lugar en velocidad de internet fijo frente a su pares, acorde a un estudio de OOKLA.

• **Sorpresa positiva de la Utilidad Neta:** Los ingresos presentaron una buena dinámica en el 2T18 (+3% A/A y +9% T/T) pese al periodo de Ley de Garantías (su accionista mayoritario es el Distrito) y el Decreto 5111, el cual impide el cobro de cargos a clientes suspendidos, con un menor efecto en el trimestre. Por su parte, cabe mencionar que la compañía volvió a registrar utilidad neta positiva, la cual no se observaba desde el 2015, influenciada principalmente por el impacto favorable de la reversión del pleito arbitral con Telefónica (+ COP 173 mil MM).

27 de agosto de 2018



Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

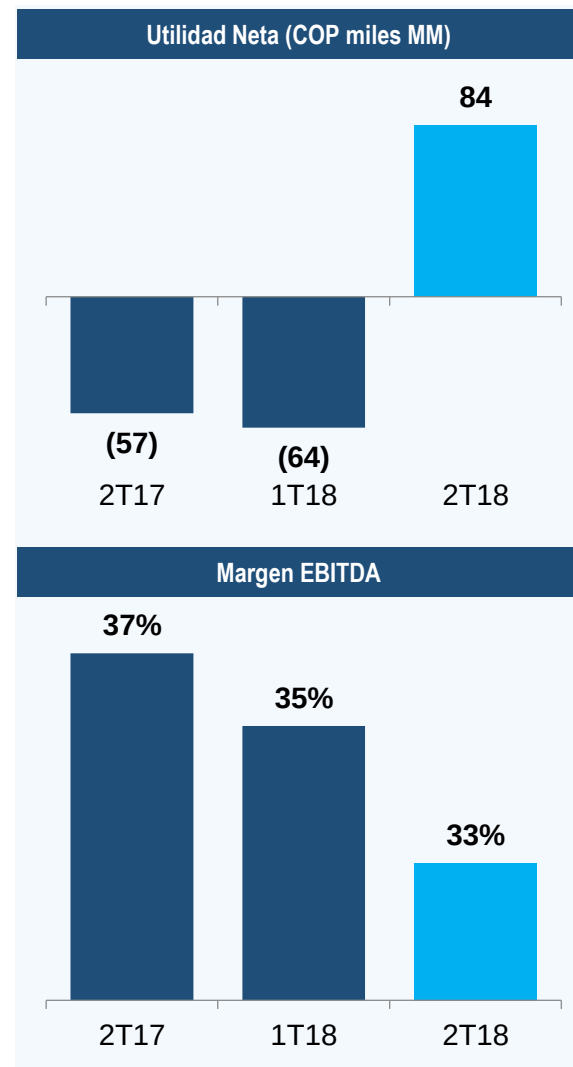
Roberto Carlos Paniagua

Analista de Acciones

• **Márgenes en terreno positivo:** En medio del aumento en los costos y gastos totales en el 2T18 (+8% A/A y +12% T/T) dada la estrategia comercial de la compañía enfocada en expandir su base de clientes, generando un aumento en los gastos comerciales, la reversión del pleito de Telefónica permitió reducir las depreciaciones, amortizaciones y provisiones relacionadas (evento no recurrente), generando que el margen neto (23%) volviera a ubicarse en terreno positivo. Por su parte, el margen EBITDA tuvo una ligera contracción hasta el 33%. En general, esperamos que dicho margen pueda seguir con leves disminuciones, pues se esperan mayores gastos comerciales en el 2S18, acorde a la estrategia definida por la compañía. Sin embargo, dado el evento no recurrente en mención, es posible que los altos gastos de depreciación, amortización y provisiones relacionadas con la inversión en Fibra óptica entre 2013 y 2015 presionen nuevamente los resultados netos del 2S18, con su respectivo efecto adverso en múltiplos como el P/VL.

• **FCO se mantiene en verde:** Respecto al Flujo de Caja Operativo (FCO), la estabilidad del EBITDA en el 1S18, junto a un mayor control en el CAPEX, el cual acorde al guidance de la compañía podría ubicarse en el 20% de los ingresos al cierre del 2018, generó que el FCO (EBITDA-CAPEX) se ubicara en terreno positivo, llegando a COP 132 mil MM en el 1S18 vs los COP 200 mil MM del 2017.

• **Seguimos atentos a noticias de venta:** En medio de los valiosos esfuerzos que ha realizado la compañía para redefinir su estrategia hacia los pilares de VES (Ventas – Eficiencia – Servicio) y sus efectos graduales positivos a nivel operacional y en rentabilidad, consideramos que gran parte del comportamiento de la acción de ETB estará ligado a nuevas noticias relacionadas con la posible venta de la compañía por parte del Distrito, con su respectivo efecto en el comportamiento de la acción.



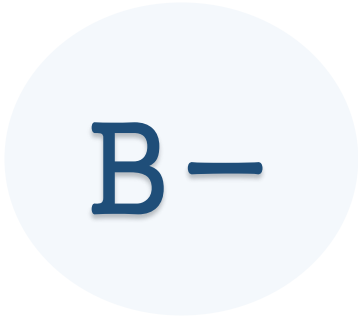
ETB						
Cifras en COP miles de millones	2T18	2T17	1T18	Var % A/A	Var % T/T	
Ingresos Operacionales	370	360	341	3%	9%	
Costos y gastos totales	247	228	220	8%	12%	
Utilidad Operacional	138	(40)	(44)	-	-	
Utilidad o Pérdida Neta	84	(57)	(64)	-	-	
EBITDA	123	132	121	-7%	2%	
Margen EBITDA	33%	37%	35%	-342 pbs	-224 pbs	
Margen Operacional	37%					
Margen Neto	23%					



Norteamérica expande los volúmenes



Consideramos los resultados financieros de ENKA como NEUTRALES CON SESGO NEGATIVO. A pesar de un incremento en los ingresos en términos anuales (+16%) y trimestrales (+114%), favorecidos por una expansión de las exportaciones (+16% A/A), principalmente a Estados Unidos, Canadá y Argentina, junto a un mejor desempeño en el mercado local, gracias a mayores precios internacionales de las materias primas, los resultados se vieron opacados por un incremento en el costo de ventas (18% A/A) debido a una menor tasa de cambio. De esta manera, los márgenes registraron una contracción en términos anuales, afectados por la menor tasa de cambio, mayores coberturas y mayores gastos de exportación, aunque trimestralmente los márgenes operacionales se mantuvieron estables. A su vez, la compañía registró una pérdida neta afectada por un impacto negativo del impuesto diferido posterior a la reforma tributaria, ya que tiene un menor escudo fiscal debido a una inferior tasa impositiva. Por otro lado, destacar que en julio fue la entrada en operación de la nueva planta de poliolefinas, por lo cual no se ven reflejados en los presentes resultados. Cabe monitorear la normatividad futura de responsabilidad extendida del productor.

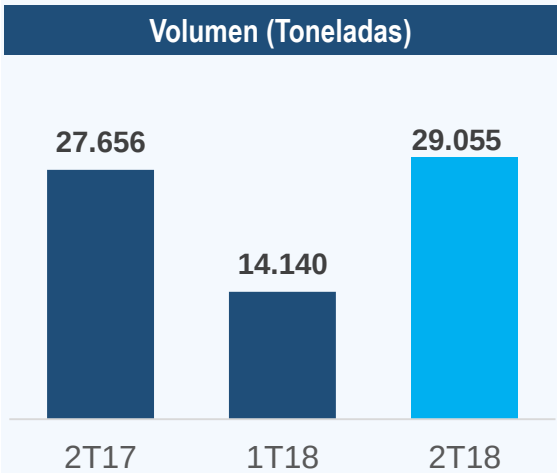
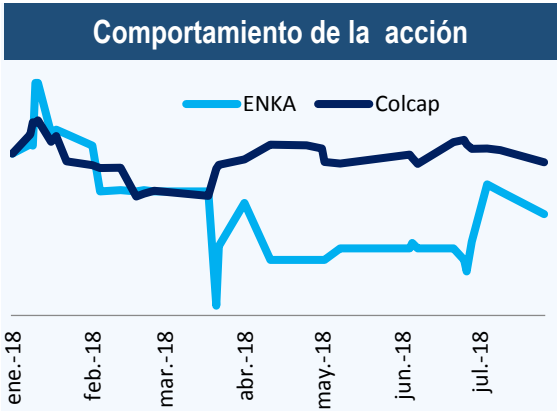


A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

27 de agosto de 2018

HECHOS RELEVANTES

- Norteamérica y gauchos impulsan los volúmenes:** Los extranjeros continúan jalonando los volúmenes anuales (+13%) y trimestralmente (+114%), impulsados por una expansión en el mercado estadounidense y canadiense (+119% A/A) principalmente en el segmento de hilos industriales, junto a un crecimiento del mercado argentino, gracias a mejores condiciones macroeconómicas, donde la compañía busca posicionar su línea de filamentos. Por otra parte, disminuyó su presencia en México y Perú para el aprovechamiento de las oportunidades en Brasil y Argentina.
- Dólar y Reforma Tributaria juegan una mala pasada:** La revaluación de la tasa de cambio de COP 150 impactó el EBITDA de la compañía anualmente debido a un mayor costo de ventas y un mayor gasto de exportación, no obstante, los márgenes operacionales se mantuvieron estables trimestralmente. A su vez, debido a la tasa de cambio, la compañía optó por aumentar los gastos en coberturas, lo que significó una contracción del 48% A/A de la utilidad operacional. Asimismo, esta registró una pérdida neta de COP 999 MM debido a un impacto negativo del impuesto diferido posterior a la Reforma Tributaria.



Omar Suarez
Gerente de Renta Variable

Raúl Moreno
Analista de Acciones



ENKA					
Cifras en COP millones	2T18	2T17	1T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	196.563	169.384	91.910	16%	114%
Costo de ventas	174.232	146.886	81.709	19%	113%
Utilidad Bruta	22.332	22.498	10.201	-1%	119%
Gastos de administración y ventas	20.455	18.315	9.829	12%	108%
Utilidad operacional	2.555	4.960	1.090	-48%	134%
Utilidad Neta	-999	1.951	1.740	-151%	-157%
EBITDA	10.622	12.623	5.059	-16%	110%
Volumen (Toneladas)	29.055	27.656	14.140	5%	105%
Margen Bruto	11,4%	13,3%	11,1%	-192 pbs	26 pbs
Margen Operacional	1,3%	2,9%	1,2%	-163 pbs	11 pbs
Margen Neto	-0,5%	1,2%	1,9%	-166 pbs	-240 pbs
Margen EBITDA	5,4%	7,5%	5,5%	-205 pbs	-10 pbs



Construcciones
EL CONDOR S.A.

Entorno lluvioso para la infraestructura



Regresar



Entorno lluvioso para la infraestructura

El Cóndor | Resultados 2T18

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

El Cóndor presentó débiles resultados financieros en el 2T18. En medio de un entorno retador para el sector de la construcción, los ingresos operacionales consolidados aumentaron levemente (+3% A/A), aunque los márgenes se vieron afectados por mayores lluvias, las cuales generaron una ralentización en el cronograma de ejecución de obras y en la dilución correspondiente de algunos costos fijos. Vale la pena mencionar la entrega de la Unidad Funcional 1 de la Concesión Pacífico Tres, además de la estabilidad frente al 1T18 del Backlog (3 años) y el Pipeline. En general, consideramos que los resultados del 2018 seguirán presionados por la lenta dinámica del sector de infraestructura, en especial los proyectos 4G y APPs.

HECHOS RELEVANTES

• **Lluvias y Unidades Funcionales (UF) afectan rentabilidad:** En medio de un ligero incremento en ingresos operacionales (+3% A/A), los márgenes se vieron presionados en el 2T18 en medio de la temporada invernal, la cual no permitió la ejecución programada de las obras y por ende la dilución de ciertos costos fijos. Adicionalmente, se iniciaron UF que se caracterizan por una baja rentabilidad en la fase de construcción. En cuanto al portafolio de inversiones se muestran avances en la mayoría de obras, donde sobresale la entrega de la UF1 de la Concesión Pacífico Tres. Respecto al endeudamiento, al corte del 2T18, el mayor pasivo financiero se debe, principalmente, a la necesidad de capital de trabajo por la ejecución de los proyectos, sumado a la demora en la liquidación del proyecto Cesar – Guajira, sobre el cual estaremos atentos, pues tiene “atrapados” ciertos recursos.

• **Backlog y Pipeline siguen estables:** La menor dinámica en los proyectos de infraestructura se reflejan en la estabilidad del Backlog y el Pipeline. El primero se ubicó en COP 2,1 billones, equivalente a 3 años de facturación, mientras que para el segundo, igual que en 1T18, la compañía reitera su concentración de pipeline en los proyectos vigentes y que continúa evaluando proyectos de obras públicas que no requieran aportes de Equity, pues sus compromisos actuales no les permiten entrar en APPs. Cabe mencionar la suscripción en agosto del contrato de construcción con la Concesión Santa Marta - Paraguachón, por un valor cercano a COP 140 mil MM.

El Condor

Cifras en COP Millones	2T18	2T17	1T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	226.892	221.292	269.762	3%	-16%
Costos Operacionales	199.157	159.872	235.833	25%	-16%
Utilidad Bruta	27.735	61.420	33.929	-55%	-18%
Gastos de administración	11.194	9.234	8.283	21%	35%
Utilidad operacional	16.004	53.728	20.782	-70%	-23%
Utilidad Neta Controladora	12.963	26.070	17.348	-50%	-25%
Margen Bruto	10,3%	26,2%	18,8%	-1597 pbs	-848 pbs
Margen Operacional	5,9%	23,0%	11,5%	-1703 pbs	-556 pbs
Margen Neto	4,8%	11,1%	9,6%	-634 pbs	-479 pbs

C

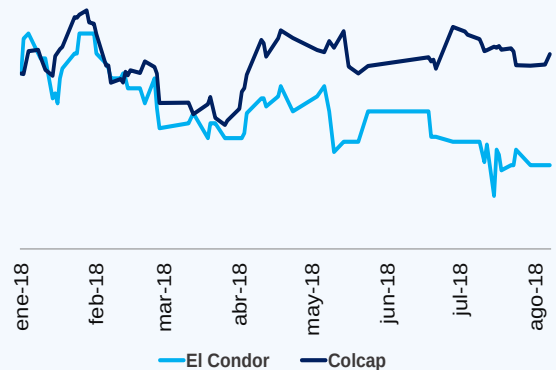
A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

27 de agosto de 2018

Información de la especie

Cap. Mcdo (COP bn)	0,60
Último Precio (COP)	1.050
% Precio YTD	-3,60%
Dividend Yield	4,86%
Participación Colcap	0,00%

Comportamiento de la acción



Omar Suarez
Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua C
Analista de Acciones

Contactos

Gerencia de Inversiones

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

Análisis y Estrategia

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

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

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

Diego Velásquez
Analista de Renta Fija
diego.velasquez@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
gmagdalena@casadebolsa.com.co
Tel: (572) 898 06 00 Ext. 3881

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

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

Inversiones

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

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. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A.

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.