Resumen Resultados Corporativos 3T18

29 de noviembre de 2018

Recuperación a media marcha

Resumen de Resultados Corporativos 3T18

En medio de señales de una recuperación más lenta de lo inicialmente estimado para la economía, el 20% de los emisores bajo análisis registraron resultados Positivos en el 3T18, mientras que un 55% se ubicaron en terreno Neutral y el restante 25% mostraron un débil comportamiento. En el Sector Petrolero, Ecopetrol registró una utilidad neta de COP 2,78 Bn (176,7% A/A) y un EBITDA de COP 8,0 Bn (36,7% A/A), los cuales, pese a ser buenos resultados, fueron inferiores a nuestras expectativas y las del mercado. Por su parte, dentro de las **Holdings**, Grupo Sura mostró una contracción en la Utilidad Neta (-12,3% A/A) relacionada con pérdidas por diferencia en cambio y valoración de derivados de cobertura de la Holding, mientras que Grupo Argos registró estabilidad tanto en sus ingresos (-1% A/A) como en el EBITDA (-2% A/A). En el **Sector de Consumo**, los resultados de Grupo Nutresa tuvieron una disminución en sus volúmenes de venta internacional de 3,91% A/A y a nivel local una contracción de 0,60% A/A. Por su parte, en Grupo Éxito destacamos que la operación en Brasil tuvo un comportamiento favorable. En el **sector de utilities**, para Celsia, pese a una variación anual del 8,5% en ingresos, un aumento más que proporcional en los costos dado el aumento del precio internacional del gas Natural Licuado (GNL) presionó a la baja el Margen EBITDA y el Neto. En ISA, la buena dinámica operacional, en especial del negocio de energía, acompañó los mayores ingresos del 3T18 (+8% A/A y 27% T/T). Para el **Sector Financiero**, en Bancolombia el impacto de las provisiones continuó siendo elevado, explicado en buena parte por las operaciones puntuales de la cartera comercial. En Davivienda, destacamos una mejora en el crecimiento de la cartera bruta, impulsado principalmente por una mayor dinámica del segmento comercial. **En el Sector Cementero,** para Cemargos las mayores eficiencias del programa BEST sopesaron la estabilidad en ingresos (+1,1% A/A) y en CLH el entorno retador en diferentes países sigue afectando los volúmenes de la compañía. Finalmente, en **Avianca** se dio una contracción importante en todos los márgenes, impactados principalmente por el repunte en los precios de los combustibles. **Por su parte, consideramos que se debe monitorear el desenlace de la Ley de Financiamiento, tras la cual se disiparán dudas sobre los efectos finales de cambios tributarios en la dinámica de distintos sectores económicos**.

A
POSITIVOS

isa

ETB

Mineros

pei

B
NEUTRALES

Bancolombia

ecopetrol

Grupo Argos

Argos

GrupoEnergíaBogotá

Conconcreto

Canacol Energy

Davivienda

bvc

Terpel

Grupo nutresa

C
NEGATIVOS

Avianca

Cemex

Grupo Sura

Celsia

éxito

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Recuperación a media marcha

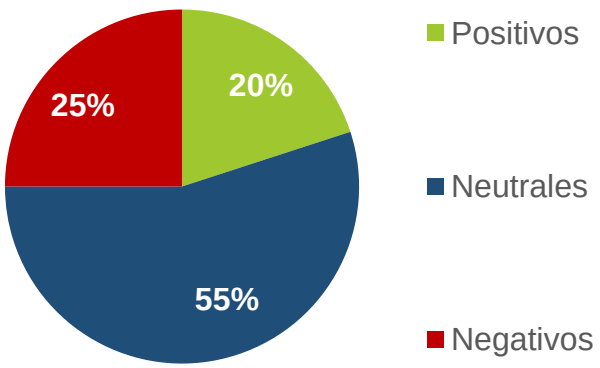
Resumen de Resultados Corporativos 3T18

Resumen de resultados 3T18 (CdB)
COP miles de millones

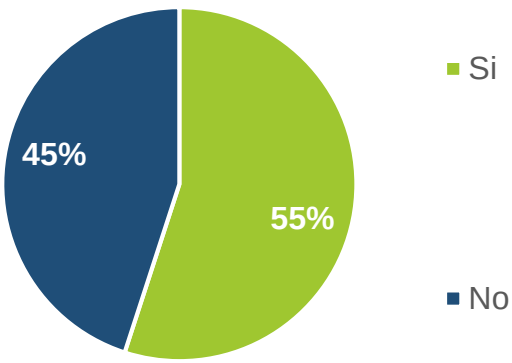
		Ingresos			EBITDA			Utilidad Neta Controladora		
		3T18	**3T17**	Var %	**3T18**	**3T17**	Var %	**3T18**	**3T17**	Var %
POSITIVOS	ISA	1.945	1.796	8%	1.394	1.212	15%	413	317	30%
	ETB	385	359	7%	152	134	13%	24	(37)	-
	Mineros	186	186	0%	59	55	7%	20	18	11%
	PEI (9M)	279	250	12%	174	156	12%	218	196	11%
NEUTRALES	Bancolombia	3.966	4.104	-3%	799	713	12%	543	451	20%
	Ecopetrol	17.876	13.325	34%	7.997	5.852	37%	2.775	1.003	177%
	Grupo Argos	3.638	3.663	-1%	1.023	1.041	-2%	266	187	42%
	Cementos Argos	2.218	2.194	1%	426	428	0%	74	65	14%
	GEB**	921	812	13%	362	310	17%	412	465	-11%
	Conconcreto	242	361	-33%	42	43	-2%	17	11	49%
	Canacol*	59	43	37%	36	33	9%	12	(2)	-
	Davivienda	2.320	2.296	1%	434	375	16%	289	273	6%
	BVC	60	52	15%	19	17	12%	11	8	40%
	Terpel	4.993	3.871	29%	204	215	-5%	58	76	-24%
	Grupo Nutresa	2.282	2.232	2%	300	273	10%	142	90	58%
NEGATIVOS	Avianca*	1.231	1.161	6%	213	255	-16%	14	36	-61%
	CLH*	277	302	-8%	60	72	-17%	20	28	-29%
	Grupó Éxito	12.746	13.919	-8%	661	670	-1%	(10)	(31)	-
	Grupo Sura	4.878	5.207	-6%	-	-	-	357	408	-13%
	Celsia	851	785	8%	259	294	-12%	46	66	-30%

Para el Sector Financiero el EBITDA fue reemplazado por la UAI.
** Cifras en USD MM.*
*** Utilidad Operacional en vez de EBITDA.*

Calificación según número de compañías (CdB)



N° de compañías que aumentaron su utilidad (CdB)



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Índice

(Hipervínculos)

5. Bancolombia
8. Davivienda
11. Bogotá
13. Grupo Aval
15. BVC
17. Ecopetrol
20. Canacol
23. Éxito
28. GPA
31. Nutresa
34. Cementos Argos
37. Cemex Latam Holding
40. Conconcreto
43. GEB
46. Celsia
49. Isa
52. Avianca
55. Grupo Argos
58. Grupo Sura
61. Corficolombiana
63. Terpel
66. Mineros
69. ETB
72. PEI

Apostándole al consumo

Regresar

Bancolombia | Entrega de Notas 3T18
Apostándole al consumo

El resultado neto de 543 mil millones de pesos para 3T18 publicado ayer por Bancolombia, disminuyó 8,2% T/T y aumentó 20,4% A/A, y fue levemente inferior a nuestra estimación de 570 mil millones (-4,7%). **A pesar de lo anterior, consideramos que estos resultados fueron NEUTRALES**, toda vez que el comportamiento de las diferentes variables que explican el resultado coincidió con nuestras expectativas: El impacto de las provisiones continuó siendo elevado, explicado en buena parte por las operaciones puntuales de la cartera comercial (Electricaribe, etc.), mientras que el margen de intermediación de 5,81% fue igual al que se presentó hace un año (0,1 p.p. superior al que estimamos). Para que se presente una recuperación significativa en el desempeño del banco, la calidad de la cartera deberá dejar de deteriorarse, el crecimiento de esta tendrá que acelerarse y el margen de intermediación también deberá aumentar. Sin embargo, el margen de intermediación no se va a incrementar sino hasta que el BanRep comience a subir sus tasas de interés, y no deja de preocupar el impacto que la Ley de Financiamiento tenga sobre el consumo y el crecimiento de la cartera en general en 2019.

B

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

Hechos relevantes

- **Lento crecimiento de la cartera :** La cartera bruta que se ubicó en COP 164,7 billones (COP 154,7 billones sin provisiones), creció 4,0% A/A y 0.9% T/T, destacándose el crecimiento de la cartera de consumo de 11,5% A/A (4.0% T/T). Mientras que la cartera creció 5,8% A/A en Colombia, en Centroamérica se contrajo (-0,6% A/A). Para 2019 el banco está esperando un crecimiento nominal de la cartera entre el 8% A/A y al 10% A/A, alineado con el crecimiento del PIB. A pesar de que esperamos una mejora a nivel de la situación macroeconómica de Colombia en 2019, creemos que los casos corporativos puntuales van a seguir afectando al desempeño de la cartera. Por otro lado, el nivel de las tasas de interés deberá seguir contribuyendo al crecimiento de la cartera de vivienda, mientras que el crecimiento de la cartera de consumo, una de las apuestas de Bancolombia, será afectado por el efecto de la Ley de Financiamiento que actualmente está tramitando el gobierno.

- **Apuesta al consumo**: Bancolombia continuó el cambio en la composición de su cartera de créditos. La participación sobre la cartera bruta total de las carteras comercial, de consumo y de vivienda, pasaron de 69,8%, 16,7% y 12,8% en 3T17 respectivamente, a 68,9%, 17,4% y 13,0% en 2T18, y en 3T18 las participaciones se ubicaron en 68,3%, 17,9% y 13,1% respectivamente. Esta estrategia se enmarca en el contexto de un muy bajo crecimiento de la cartera comercial (1,76% A/A nominal en 3T18), que deberá recuperar su ritmo de crecimiento de manera gradual y tardía. Para 2019, el banco piensa continuar con esta apuesta por lo que esperamos que este logre defender su margen de intermediación, junto con la recuperación del crecimiento de la cartera, siempre y cuando la evolución de su calidad sea positiva.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**32.900**
Recomendación	**Neutral**
Market Cap (BN)	31
Ultimo Precio	32.200
YTD (%)	7,67%
D. Yield	3,17%
Participación Colcap	14,07%

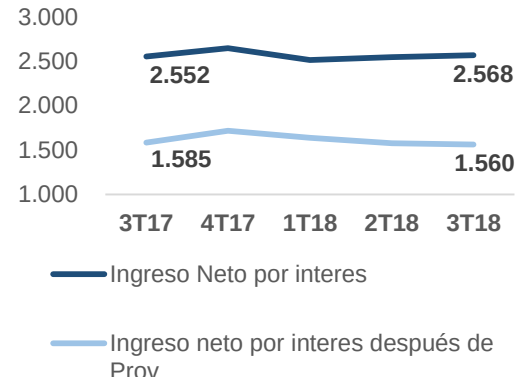
Andrés Duarte
Director Renta Variable
(Corficolombiana)

Roberto Paniagua
Analista Acciones
(Casa de Bolsa)

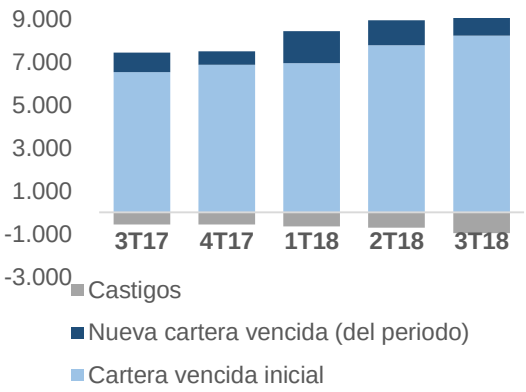
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

- **Margen Neto de intereses y calidad de la cartera:** Si bien resaltamos la capacidad del Banco para defender su margen neto de intereses en un año de bajo crecimiento de la cartera de créditos y disminución en las tasas de referencia de BanRep, es importante anotar que el 5.8% logrado en 3T18 (-30pbs A/A y -4pbs T/T) se presentó junto con el incremento de 100pbs A/A y 60pbs T/T en el margen de inversiones. Adicionalmente, el margen se ha mantenido gracias al aporte de la cartera de créditos de consumo, cuyos intereses son mayores a los de las demás carteras (salvo microcrédito), y cuya calidad (a 30 días) de 5,61% es inferior al 5,09% del total. Creemos que es muy importante hacerle seguimiento a la situación de la cartera comercial en términos de su crecimiento y calidad de cara a 2019, pues un deterioro a nivel de la calidad, podría acentuar la situación que se viene presentando: Estabilidad en el ingreso neto por intereses, junto con deterioro en el ingreso neto por intereses después de provisiones, razón por la cual se mantiene el margen neto mientras que se deteriora el ROE. Esta preocupación se acentúa en la medida en que los ajustes a los modelos de estimación de pérdidas crediticias esperadas han resultado en el incremento de las provisiones (67% más que en 1T18).
- **Expectativas:** La evolución reciente de la calidad de la cartera y su crecimiento, permiten pensar que estamos en un punto de inflexión. Lo anterior, junto con nuestras expectativas de recuperación económica para 2019, hacen viables las expectativas de Bancolombia en relación a 2019. Sin embargo, es indispensable la recuperación de la calidad de la cartera y su crecimiento; tanto en la cartera comercial, como –cada vez más- en la cartera de consumo, una de las principales apuestas de Bancolombia. Creemos que el buen desempeño de la cartera de consumo dependerá del impacto que sobre el consumo tenga la Ley de Financiamiento.

Evolución Márgenes Netos
COP Miles de Millones



Evolución Calidad de los Activos
COP Miles de Millones



Resumen resultados financieros
Cifras en Miles de Millones COP

BANCOLOMBIA					
	3T18	3T17	2T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso por intereses	3.966	4.104	3.946	-3%	1%
Egreso por intereses	1.397	1.552	1.400	-10%	0%
Ingreso Neto por intereses	2.569	2.552	2.546	1%	1%
Provisiones Netas	1.009	967	972	4%	4%
Utilidad antes de impuestos	799	713	818	12%	-2%
Impuesto de Renta	213	245	195	-13%	9%
Utilidad Neta	543	451	592	20%	-8%
NIM	5,8%	5,8%	5,9%	-3 pbs	-4 pbs
ROE	9,4%	8,2%	10,6%	121 pbs	-114 pbs
Eficiencia	50,5%	52,6%	50,9%	-214 pbs	-44 pbs
Solvencia	13,7%	13,4%	13,5%	24 pbs	14 pbs
Calidad de Cartera *	3,6%	2,9%	3,5%	67 pbs	7 pbs
Cobertura de Cartera*	161%	161%	157%	0 pbs	400 pbs

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

¿Punto de inflexión en crecimiento de cartera?

Regresar

Davivienda | Entrega de Notas 3T18
¿Punto de inflexión en crecimiento de cartera?

Davivienda presentó resultados financieros mixtos para el 3T18. Por el lado positivo, destacamos una mejora en el crecimiento de la cartera bruta, impulsado principalmente por una mayor dinámica del segmento comercial y un incremento de doble dígito en la cartera de vivienda, mostrando señales de un posible punto de inflexión que deberá verificarse en los próximos trimestres. Sin embargo, esto contrasta con una continua desaceleración del segmento de consumo. Por el lado negativo, la calidad de la cartera siguió deteriorándose en el 3T18 a pesar de que los castigos alcanzaron su mayor nivel en 7 trimestres, donde el segmento comercial se vio impactado por clientes específicos en los sectores de transporte e infraestructura. Mientras tanto, la cartera de consumo presentó su mejor calidad desde el 1T16, señal positiva para este indicador. Por otro lado, la utilidad neta se vio beneficiada por una mejora en el indicador de eficiencia y menores gastos de provisiones, aunque golpeada por un incremento en la tasa de impuestos y mayores presiones sobre el NIM**. Mejoramos nuestra recomendación y precio objetivo a COP 38.000** dado que esperamos una recuperación de los resultados para el año 2019.

B−

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

Hechos relevantes

- **¿Punto de inflexión en la dinámica de la cartera?:** Aunque la cartera bruta se había venido desacelerando en trimestres anteriores, mostrando estabilidad en el 2T18, resaltamos que para el 3T18 esta presentó un rebote, registrando su mayor crecimiento en 4 trimestres, generando señales de un posible punto de inflexión. Este comportamiento fue liderado por el buen desempeño de la cartera comercial (6,8% A/A), la cual alcanzó su mejor dinámica desde el 2T17, acompañada de un crecimiento de doble dígito en el segmento de vivienda (14,9% A/A). Destacamos que tanto la cartera en Colombia como la Internacional registraron un mejor comportamiento. Sin embargo, vale la pena mencionar que la cartera de consumo continúa mostrando una desaceleración. Es importante monitorear si en el 4T18 se reafirma el mejor desempeño observado en el 3T18.

- **Continúa el deterioro en la calidad de la cartera**: La calidad de la cartera siguió deteriorándose en el 3T18 (3,96%), explicado por un continuo deterioro tanto en la cartera comercial (4,73%) como de vivienda (3,89%). El segmento comercial se vio impactada por clientes específicos en los sectores de transporte e infraestructura, mientras que la cartera de vivienda estuvo afectada por la cartera de Centroamérica, especialmente Costa Rica y Panamá. Sin embargo, hay que destacar que el segmento de consumo continuó con su recuperación iniciada desde el trimestre anterior, alcanzando su mejor calidad de cartera desde el 1T16, gracias en gran parte al ajuste en las políticas de originación. Es importante resaltar que el mayor deterioro en la calidad de la cartera se dio a pesar que los castigos alcanzaron su mayor nivel en 7 trimestres, ubicándose en COP 523 mil millones durante el 3T18.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**38.000**
Recomendación	**Sobreponderar**
Market Cap (BN)	15,27
Ultimo Precio	33.800
YTD (%)	12,89%
Participación Colcap	3,1%

Roberto Paniagua
Analista Acciones

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

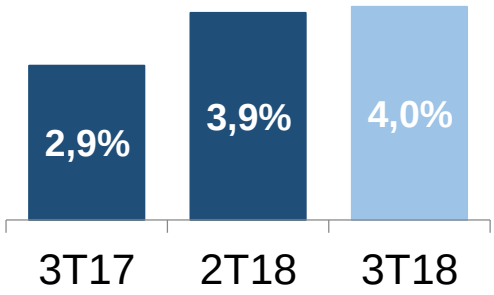
Davivienda | Entrega de Notas 3T18
¿Punto de inflexión en crecimiento de cartera?

- **NIM sigue presionado por tasas activas:** El efecto rezagado de la reducción en la tasa de intervención del Banco de la República sigue viéndose reflejado en menores tasas de colocación, presionando el NIM anualizado del 3T18 a pesar de los esfuerzos de la entidad por mitigar dicho impacto con la disminución en los costos de fondeo. Destacamos que la cartera de vivienda fue la que sufrió el mayor impacto como consecuencia del ajuste a la UVR (variable atada a la inflación), que sumado a un menor ingreso por inversiones afectaron el desempeño del NIM. Esperamos que este indicador se siga viendo presionado en el 4T18 por el reprecio de las tasas del activo.

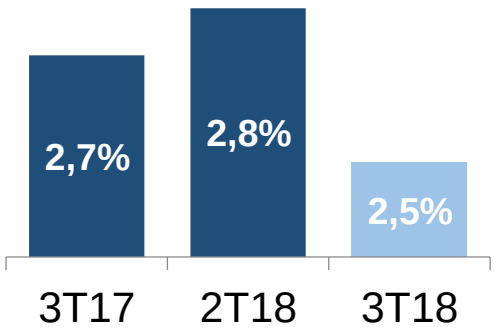
- **Costo de Riesgo retrocede:** A pesar del mayor deterioro en la calidad de la cartera, el gasto de provisiones presentó una reducción de 6,1% T/T, generando un impacto positivo sobre la utilidad neta de la entidad. Esto se vio reflejado en la disminución del Costo de Riesgo (-53 pbs T/T), que aunque continúa en niveles altos, se vio favorecido por una mejor gestión de recuperación de cartera.

- **Utilidad neta es afectada por mayor tasa de impuestos**: La mejora en el indicador de eficiencia, favorecido por menores gastos de personal, sumado a la reducción en los gastos de provisiones generaron un impacto positivo sobre la utilidad neta de Davivienda, la cual presentó un desempeño positivo en comparación anual (5,8%) y trimestral (2,9%). Sin embargo, vale la pena mencionar que una mayor tasa efectiva de impuestos (33,4% en 3T18 vs 27,2% en 3T17) mitigó en gran parte el efecto positivo.

Calidad de la Cartera



Costo de Riesgo



Resumen resultados financieros
Cifras en Miles de Millones COP

Davivienda					
	3T18	3T17	2T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos financieros	2.320	2.296	2.350	1,0%	-1,3%
Egresos Financieros	885	929	872	-4,7%	1,5%
Margen financiero bruto	1.435	1.366	1.477	5,1%	-2,8%
Provisiones	532	521	566	2,1%	-6,0%
Margen financiero neto	904	845	911	7,0%	-0,8%
Impuesto de Renta	145	102	116	42,2%	25,0%
Utilidad Neta	289	273	281	5,9%	2,8%
NIM	6,53%	6,38%	6,56%	15 pbs	-3 pbs
ROAE	12,90%	14,38%	12,9%	-148 pbs	0 pbs
Eficiencia	46,50%	47,28%	46,6%	-78 pbs	-10 pbs
Solvencia	12,27%	12,52%	12,68%	-25 pbs	-41 pbs
Calidad de Cartera *	3,96%	2,87%	3,85%	109 pbs	11 pbs
Cobertura de Cartera *	124,00%	151,90%	127,60%	-2790 pbs	-360 pbs

* A 90 días

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Banco de Bogotá

Regresar

Banco de Bogotá
Entrega de Notas 3T18

Hechos relevantes

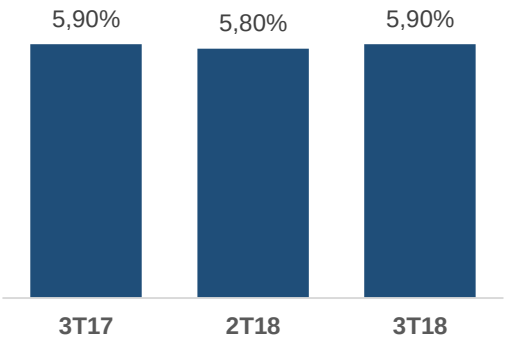
- **La utilidad neta atribuible** para el 3T2018 fue de COP 835.6 mil millones.

- **La Cartera Bruta total creció 4.3%** en los últimos 12 meses a COP 103.6 billones y mostró un crecimiento de 1.0% durante el tercer trimestre de 2018. En ausencia de los movimientos de la tasa Peso/Dólar del período, la cartera bruta habría crecido 3.7% y 0.4% respectivamente.

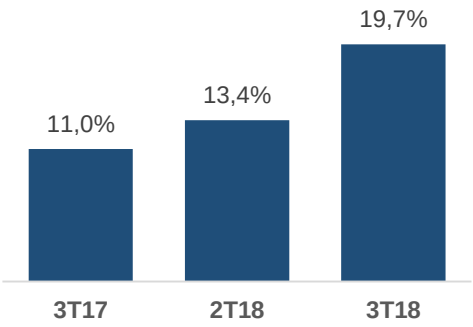
- **Los Depósitos representan el 79.2%** del total del fondeo a Septiembre 30 de 2018. Los depósitos a término contribuyeron con el 44.8% del total de los depósitos, las cuentas de ahorro contribuyeron con el 28.4% del total, y las cuentas corrientes alcanzaron el 26.3%.

- El Margen Neto de Interés de cartera fue de 6.5% en 3T2018, decreciendo frente al 6.8% en 3T2017. El Margen Neto de Interés de inversiones fue de 1.8% en 3T2018, creciendo frente a 0.7% de 3T2017. **El Margen Neto de Interés fue 5.9% en 3T2018 permaneciendo estable frente a 3T2017.**

NIM



ROAE



Resumen resultados financieros
Cifras en Miles de Millones COP

Banco de Bogotá					
	3T18	3T17	2T18	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos por intereses	2.815	2.826	2.680	5,0%	-0,4%
Gasto por Intereses	1.080	1.126	1.052	3%	-4%
Ingresos netos por intereses	1.735	1.700	1.628	6,6%	2,1%
Provisiones Netas	632	594	476	32,8%	6,4%
Utilidad Neta	836	458	541	54,5%	82,4%
NIM	5,9%	5,9%	5,8%	0 pbs	10 pbs
ROAE	19,7%	11,0%	13,4%	870 pbs	630 pbs
Eficiencia	45,3%	49,6%	50,7%	-430 pbs	-540 pbs
Calidad de Cartera 90 días	2,9%	2,4%	2,7%	50 pbs	20 pbs
Relación de Solvencia	13,2%	14,0%	13,3%	-80 pbs	-10 pbs

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Grupo Aval

Hechos relevantes

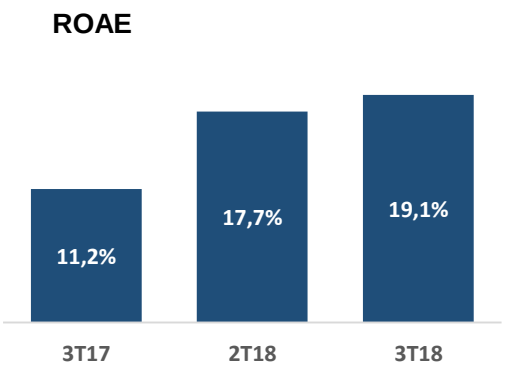
- **Utilidad Neta del 3T18 en COP 783 mil MM,** llevando la utilidad neta del año a COP 2,062 mil millones. La utilidad neta del trimestre aumentó 14.9% frente al 2T18 y 78.7% frente al 3T17. La utilidad neta acumulada incrementó 37.9% frente a la utilidad acumulada para los primeros nueve meses del 2017.

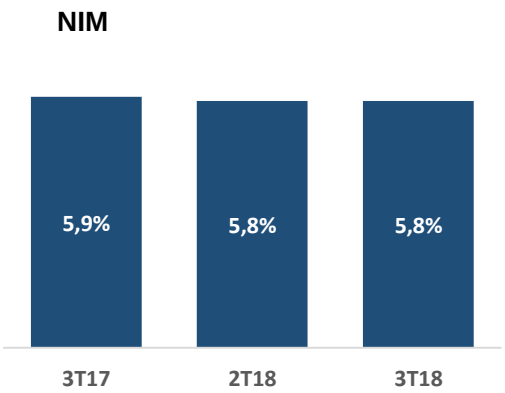
- **La utilidad de 3T18 se vio impactada por la adopción plena de la NIIF 15** con respecto a la contabilización de los proyectos de concesión; excluyendo el ingreso retroactivo relacionado con esta adopción, la utilidad neta del trimestre hubiera sido COP 658 mil millones.

- **El ROAA y ROAE** para el trimestre fue de 2.4% y 19.1%.

- **El NIM se ubicó en el 5.8% para 3T18**, similar a los últimos dos trimestres.

- **Razón de eficiencia** (39.1% medida como gastos operacionales sobre ingreso total y 3.5% medida sobre activos promedio). La eficiencia se dió en medio de una disminución de 0.9% en los gastos operativos totales.





Resumen resultados financieros

Cifras en Miles de Millones COP

Grupo Aval					
	3T18	3T17	2T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos por intereses	4.599	4.662	4.541	1,3%	1,3%
Gasto por Intereses	1.847	1.986	1.842	0,3%	0,3%
Ingresos netos por intereses	2.752	2.676	2.699	1,9%	1,9%
Deterioro cartera de créditos	1.014	1.091	857	18,3%	18,3%
Utilidad Neta Controladora	783	438	682	14,8%	14,8%
NIM	5,8%	5,9%	5,8%	0 pbs	0 pbs
ROAE	19,1%	11,2%	17,7%	140 pbs	140 pbs
Eficiencia	39,1%	46,8%	46,1%	-700 pbs	-700 pbs
Calidad de Cartera 90 días	3,2%	2,7%	3,1%	10 pbs	10 pbs

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Deceval dice presente

Regresar

BVC | Entrega de Notas 3T18
Deceval dice presente

Consideramos los resultados financieros de BVC como NEUTRALES con sesgo positivo. La consolidación de Deceval continúa su senda positiva dentro de los resultados consolidados de la compañía al corte del 3T18, reflejándose en una mejora significativa en los ingresos operacionales (+14,2% A/A). Sumado a lo anterior, mayores ingresos por método de participación y una menor tasa efectiva de impuestos permitieron que el margen neto se ubicara en el 18% (+ 321 pbs A/A y -3% T/T). Cabe mencionar que el proceso de integración lleva un avance del 97% al corte de septiembre del 2018 y que la captura de las sinergias esperadas se ubica en el 80%. De igual manera, la compañía sigue desarrollando los proyectos de consultoría relacionados con un nuevo modelo comercial y el rediseño de diversos procesos.

B+

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

Hechos relevantes

- **Servicios de Emisión a la carta:** Una buena dinámica operacional acompañó los resultados de la BVC en el 3T18 donde el aumento significativo en ingresos (+14,2% A/A), estuvo liderado por el rubro de servicios de emisión (+30% A/A y participación del 26% en ingresos), donde la nueva línea de negocio proveniente de Deceval, "Depósito de Emisiones", tuvo un buen comportamiento en medio de la 2da Etapa del Programa de Democratización de las acciones de GEB a finales de julio del 2018, entre otros. Por su parte, Sophos (+11,7% A/A y participación del 30% en ingresos) fue jalonado por Colombia. De igual manera, los servicios de información (+21,5% A/A y participación del 11% en ingresos) estuvieron influenciados por un mejor comportamiento de Precia y "Market Data", donde este último ya no incluye la consolidación de Set – Icap FX. Por su parte, pese al aumento de los costos y gastos operacionales (+14,7% A/A) dados mayores beneficios a empleados y otros gastos ordinarios, los mayores ingresos por el Método de participación en Asociadas (+58,8%), junto a una menor tasa efectiva de impuestos (30,7% 3T18 vs 39,8% 3T17), permitieron una expansión en la Utilidad Neta (+39,6%) y del margen neto (+321 pbs hasta el 18%).

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**12.000**
Recomendación	**Neutral**
Market Cap (BN)	0,79
Ultimo Precio	13,000
YTD (%)	0,78%
Participación Colcap	0,28%

Resumen resultados financieros
Cifras en Millones COP. Proforma

BVC*					
	3T18	3T17	2T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	59.885	52.453	58.322	14,2%	2,7%
Costos y Gastos	43.830	38.212	42.359	14,7%	3,5%
Utilidad Operacional	16.458	13.749	16.638	19,7%	-1,1%
Utilidad Neta	10.561	7.565	11.763	39,6%	-10,2%
EBITDA consolidado	19.062	17.212	19.751	10,7%	-3%
Margen EBITDA	32%	33%	34%	-98 pbs	-203 pbs
Margen Operativo	27%	26%	29%	127 pbs	-105 pbs
Margen Neto	18%	14%	20%	321 pbs	-253 pbs

*BVC + Subsidiarias

Roberto Paniagua
Analista Acciones

Omar Suarez
Gerente Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Gastos exploratorios ganan protagonismo

Ecopetrol | Entrega de Notas 3T18
Gastos exploratorios ganan protagonismo

Consideramos los resultados financieros de Ecopetrol como NEUTRALES. La petrolera registró una utilidad neta de COP 2,78 Bn (176,7% A/A, -21,1% T/T) y un EBITDA de COP 8,0 Bn (36,7% A/A y -7,1% T/T), inferiores a nuestras expectativas en 27,0% y 7,0% respectivamente, así como frente a las expectativas del mercado. Sin embargo, la opinión neutral sobre los resultados se realiza teniendo en cuenta que durante el trimestre se presentaron notables incrementos en los gastos exploratorios (209,5% A/A y 759,8% T/T), el costo de ventas (21,0% A/A y 8,9% T/T) y la provisión de impuestos (68,4% A/A y 4,2% T/T), ubicados en COP 1,0 Bn, COP 10,6 Bn, y COP 2,2 Bn respectivamente, aunque las tasas impositivas para 3T18, 2T18 y 3T17 fueron 42,1%, 35,1% y 51,4% respectivamente. La producción total de 724 kped para el grupo está en línea con las metas de 2018. Para contextualizar el desempeño de la empresa frente a las expectativas del Gobierno, es indispensable notar que si bien la cotización del petróleo en dólares está lejos de superar los USD 100, algo normal antes de 2014, la cotización en pesos sí supera lo registrado a comienzos de 2012.

B

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

Hechos relevantes

- **Segmento General**: El incremento en los gastos exploratorios no solamente es una necesidad (tal como el capex en exploración y producción), sino que también responden a un comportamiento cíclico, en donde hay una mayor actividad exploratoria y de proyectos en la segunda mitad del año. Durante el trimestre se perforaron cinco pozos exploratorios para un total de nueve en lo corrido del año y una tasa de éxito exploratorio de 44% (la meta son 12 perforadas durante 2018) y responde a la estrategia de construir una base sólida de activos para la sostenibilidad futura de la compañía.

- **Segmentos - Exploración y Producción** : Los ingresos de COP 14,2 Bn para 3T18, crecieron 65,0% A/A y 15,1% T/T, mucho más de lo que creció el precio del petróleo Brent en pesos en esos periodos (44,7% A/A y 5,4% T/T), ayudados por una leve mejora en volúmenes, mientras que el descuento del precio de la canasta de crudos con respecto al Brent se mantuvo alrededor del 11%. Mientras tanto, el crecimiento en el costo de ventas (39,6% A/A y 22,2% T/T) y los gastos operativos (75,0% A/A y 223,7% T/T), ubicados en COP 9,2 Bn y COP 1,3 Bn, junto con la provisión de impuestos de 1,6 Bn (187,2 % A/A) explican buena parte de la menor utilidad. Sin embargo, la tasa impositiva de 43% fue mucho menor a la de 3T17 de 64.1%. El margan EBITDA de 31,3% disminuyó 10,7 p.p. trimestral y aumentó 1,7 p.p. anual. El segmento aporta aproximadamente el 60% del EBITDA total. Los gastos asociados al incremento de la actividad exploratoria explican buena parte de la disminución en la utilidad, lo cual vemos como positivo, toda vez que venimos recalcando la necesidad de que la compañía incremente su nivel de reserva.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**3.000**
Recomendación	**Neutral**
Market Cap (BN)	140,2
Ultimo Precio	3.410
YTD	54%
Dividend Yield	2,6%
Participación Colcap	17,9%

Andrés Duarte
Director de Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

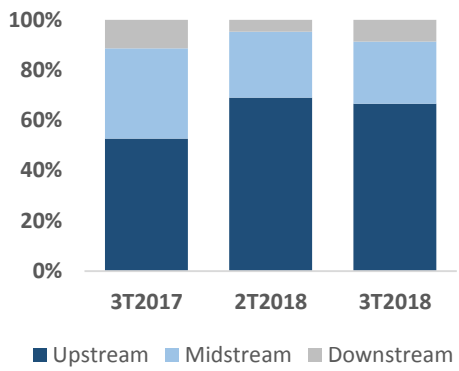
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Ecopetrol | Entrega de Notas 3T18
Gastos exploratorios ganan protagonismo

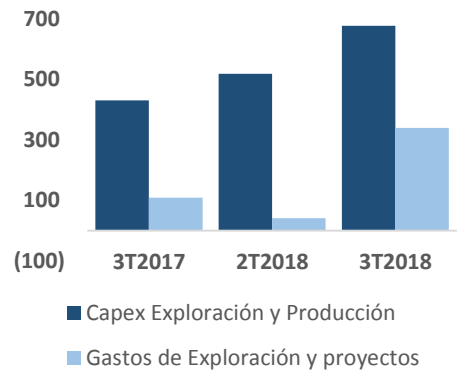
- **Segmentos – Transporte:** El segmento se vio beneficiado por el leve incremento en los volúmenes transportados (3,4% A/A y 1,0% T/T), destacándose el crecimiento de productos refinados (5,2% A/A y 1,6% T/T). Desde el comienzo del año entró en operación el sistema San Fernando – Monterrey y desde 2S17 el sistema P135, aunque la reconciliación de cargos por el proyecto P135 en Ocensa ya terminaron. Más que el incremento en la producción nacional, fue gracias a la reversión del Bicentenario que se logró mantener los niveles de crudo transportados. El margan EBITDA de 77.2% aumentó 0,2 p.p. trimestral y disminuyó 1,1 p.p. anual. La compañía logró bajar el factor de dilución de 20% en 2014 a 14% en la actualidad, facilitando y abaratando el transporte de su producción.

- **Segmentos – Refinación:** Aunque aún no genera utilidades, el segmento de refinación no para de mejorar, con crecimientos del EBITDA de 3,3% AA y 70,2% T/T, ubicándose en COP 0,7 Bn. Adicionalmente, los márgenes de refinación de USD 13,9/Bl para Barrancabermeja y USD 12,1/Bl para Cartagena, mejoraron 32,4% T/T y 9,0% T/T, mientras que el precio promedio de la referencia Brent continuó incrementando respecto al trimestre anterior. Destacamos esto, pues la incorporación de los nuevos costos de los insumos a los precios de venta tiene un rezago, razón por la cual el margen de refinación de 2T18 disminuyó respeto al primer trimestre a pesar de que el precio del commodity aumentó. La carga promedio diaria del segmento fue de 380 mil barriles, un hito para la compañía.

Aporte al EBITDA por Segmento



Capex (USD MM)



Resumen resultados financieros
COP Miles de MM

Ecopetrol					
	3T18	3T17	2T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	17.876	13.325	16.987	34%	5%
Costo variables	6.342	4.668	5.819	36%	9%
Costo fijos	2.228	1.925	2.039	16%	9%
Costo de ventas	10.623	8.777	9.757	21%	9%
Utilidad bruta	7.253	4.548	7.230	59%	0%
Gastos operativos	1.600	1.225	846	31%	89%
Utilidad operacional	5.623	3.323	6.384	69%	-12%
Utilidad Neta Controladora	2.775	1.003	3.519	177%	-21%
EBITDA	7.997	5.852	8.609	37%	-7%
Margen Bruto	40,6%	34,1%	42,6%	644 pbs	-199 pbs
Margen Operacional	31,5%	24,9%	37,6%	652 pbs	-613 pbs
Margen Neto	15,5%	7,5%	20,7%	800 pbs	-519 pbs
Margen EBITDA	44,7%	43,9%	50,7%	82 pbs	-594 pbs

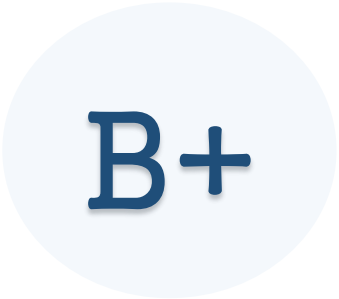
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Producción de gas sigue pisando firme

Regresar

Canacol | Entrega de Notas 3T18
Producción de gas sigue pisando firme

Consideramos los resultados financieros de Canacol como Neutrales, con Sesgo Positivo. Los ingresos de Canacol se vieron favorecidos por una mayor producción de gas y el incremento en los precios promedio de ambos commodities, donde las ventas adicionales están relacionadas con la operación del gasoducto de Sabanas. Por otro lado, los gastos de producción y transporte siguen presentando crecimientos importantes tanto en comparación anual como trimestral, donde ambos aumentaron su participación con respecto a los ingresos. Con respecto al gasoducto de Promigas, se espera que toda la capacidad de 100 MMscfpd esté disponible en marzo de 2019, con los primeros 20 MMscfpd disponibles el 1 de diciembre de 2018. Es importante estar monitoreando cualquier retraso en la entrega de dicha capacidad disponible teniendo en cuenta el impacto positivo que esto generaría sobre la producción, EBITDAX y niveles de apalancamiento de la compañía. Resaltamos que la utilidad neta presentó su mayor nivel desde el 4T16, ubicándose en USD 12.138 millones en el tercer trimestre del 2018.



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

Hechos relevantes

- **Producción de gas sigue con paso firme:** La producción de gas de Canacol sigue mostrando una buena dinámica, con una variación positiva tanto en comparación anual (+51%) como trimestral (+3,1%), jalonada principalmente por Esperanza (+11% A/A) y VIM-5 (+232%). Destacamos que aunque Esperanza muestra estabilidad frente al 2T18, VIM-5 también registró un repunte importante frente al trimestre anterior (+12,1%). Estas ventas adicionales están relacionadas con la operación del gasoducto de Sabanas. Es importante recordar que Canacol realizó la venta de su participación en la inversión del CPI de Ecuador en febrero 15 de 2018. Con respecto al gasoducto de Promigas, se espera que toda la capacidad de 100 MMscfpd esté disponible en marzo de 2019, con los primeros 20 MMscfpd disponibles el 1 de diciembre de 2018.

- **Ingresos reciben refuerzos adicionales por parte del precio**: Adicional a la mayor producción reportada durante el 3T18, los precios también tuvieron un efecto positivo sobre los ingresos de la compañía, los cuales registraron un incremento de 6% A/A (USD 32,74 boe), explicado por una mejora de los precios promedio tanto del Gas Natural (+7% A/A) como de Petróleo (+33% A/A). Sin embargo, cuando se compara respecto al trimestre anterior, los precios presentaron un leve retroceso (-1,3% A/A).

- **Los gastos de producción presentaron un repunte** tanto en comparación anual (+541%) como trimestral (+10,8%), explicado principalmente por Esperanza y Petróleo de Colombia. Destacamos los mayores gastos de producción por barril (USD 4,26 boe) vs los presentados en el 3T17 (USD 3,67 boe).

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**10.840**
Recomendación	**Sobreponderar**
Market Cap (BN)	1,67
Ultimo Precio	9.400
YTD (%)	-10,13%
Participación Colcap	0,39%

Roberto Paniagua
Analista Acciones

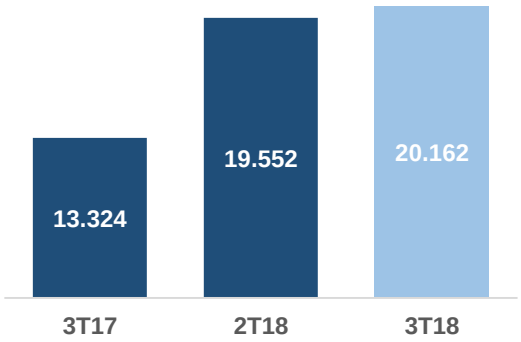
Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Canacol | Entrega de Notas 3T18
Producción de gas sigue pisando firme

- **Gastos de Transporte siguen en ascenso:** Los gastos de transporte continuaron presentando un comportamiento ascendente, evidenciado tanto en el negocio de gas natural como de petróleo. De esta manera, los gastos de transporte pasaron de representar el 4,6% y 8,4% de los ingresos en el 3T17 y 2T18 respectivamente, a 9,7% en el tercer trimestre del año. Asimismo, registraron un incremento en términos de dólares por barril (USD 2,84 boe). Es importante destacar que este comportamiento está explicado por: **1)** Algunos contratos de venta de gas tienen un precio de venta integrado por el cual Canacol es responsable de entregar el gas natural a los compradores en Cartagena; y **2)** El aumento de la producción de gas natural entregada a través de la Línea de Flujo de Sabanas, la cual está sujeta a una tarifa neta de la participación en la explotación de 25,6% de la compañía.

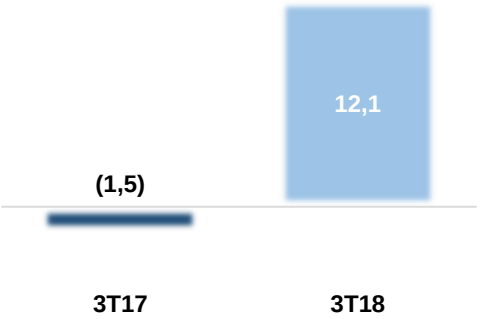
Producción Gas Natural
boepd



- **Venta de Ecuador genera retroceso en el Netback:** A pesar de que la venta de la participación en los activos petroleros en Ecuador generó un retroceso en el Netback (-4% A/A), resaltamos que la Ganancia Operacional Neta permaneció estable en el negocio de Gas Natural. Por otro lado, destacamos que los Gastos Generales y Administrativos registraron un retroceso del 10,4% con respecto al trimestre anterior, en línea una reducción de los gastos por barril.

- Resaltamos que **la utilidad neta presentó su mayor nivel desde el 4T16**, ubicándose en USD 12 millones en el tercer trimestre del 2018.

Utilidad Neta
USD Millones



Resumen resultados financieros
Cifras en miles USD

Canacol					
Cifras en USD miles	3T18	3T17	2T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos totales	59.133	43.258	57.201	37%	3%
Gastos Producción & Transporte	14.320	12.439	24.420	15%	-41%
Gastos financieros netos	8.834	7.407	7.950	19%	11%
Utilidad (perdida) Neta	12.138	(1.514)	(25.979)	-	-
EBITDAX	36.006	32.912	32.912	9%	9%
Margen Neto	20,5%	-3,5%	-45,4%	-	-
Margen EBITDAX	60,9%	76,1%	57,5%	-1519 pbs	335 pbs
Producción de gas (boepd)	20.162	13.324	19.552	51%	3%
Producción de petróleo (boepd)	1.816	3.263	1.967	-44%	-8%
Netback ($ / boepd)	22,04	23	23	-4%	-4%
Gas Natural ($ / boe)	21,62	28	30	-23%	-29%
Pétroleo crudo ($ / boe)	26,27	43	63	-39%	-58%

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Brasil jalona crecimiento, pero no es suficiente

Grupo Éxito | Entrega de Notas 3T18

Brasil jalona crecimiento, pero no es suficiente.

Consideramos los resultados financieros de Grupo Éxito como negativos, pues aunque estos muestran un desempeño positivo a nivel consolidado, la participación económica en las filiales no permite analizar al emisor como si fuese una sola entidad, siendo este el principal objetivo de la consolidación. Así, destacamos que la operación en Brasil tuvo un comportamiento favorable, con Multivarejo acelerando recuperación y Assaí sin defraudar con crecimientos sólidos, tal y como lo comentamos en el reporte de resultados de GPA al 3T18 (GPA|Entrega de Notas 3T18) y adicionalmente es el único país que reportó Ventas Mismos Metros (VMM) por encima de la inflación. Colombia por su parte vuelve a llevar las VMM a terreno positivo al reflejar una variación de 0,05% a/a, lo cual consideramos una mejora con respecto a los últimos trimestres. No obstante, es importante mencionar que, así como en el 2016 y en el 2017 no se logró evidenciar crecimiento reales A/A, el 2018 no ha sido la excepción al momento. Argentina y Uruguay por su parte son empresas que se encuentran en una situación retadora, pues Argentina continúa con un deterioro en su economía, mientras que Uruguay, según Grupo Éxito, se ha visto contagiado por el comportamiento de las economías vecinas, y por esta razón el crecimiento de las operaciones ha sido bastante difícil. A pesar de esta situación, los dos países lograron aumentar sus VMM en moneda local 24,0% A/A y 4,0% A/A respectivamente, pero hay que tener en cuenta que la inflación en estos dos países fue de aproximadamente 40% y 9% respectivamente, por lo que el crecimiento marginal es una contracción real. Adicionalmente, destacamos que el riesgo de gobierno corporativo sigue latente, el excesivo apalancamiento en Almacenes Éxito continúa, y siendo este una preocupación especial mientras que el Grupo no rectifique la información de vencimientos de deuda futuros publicada al 3T18.

Hechos relevantes

- **Colombia continúa decepcionando en sus resultados:** Almacenes Éxito reportó una variación en Ventas Mismos Metros (VMM) de 0,05% A/A y 0,6% A/A en ventas totales (ajustado por efecto calendario). Si bien las VMM retornan a terreno positivo, el aumento marginal real continúa estando ausente, lo que implica que si esta situación continúa en el tiempo, que históricamente ha sido así, las operaciones en Colombia lo que harán es contraerse y la única posibilidad de crecimiento será a través de expansión orgánica, cosa que no creemos positiva ni posible. Adicionalmente, normalizando el EBITDA con gastos operativos recurrentes (distribución, administrativos y de venta), el margen EBITDA tuvo una disminución leve de 0,26 p.p. frente al mismo periodo del año 2017 y continúa muy por debajo del margen reportado en el 3T16. También, el flujo de caja operativo muestra una salida neta de efectivo por COP 179.563 mm, reflejando un deterioro mayor, tomando como referencia al mismo periodo del año 2017 (-6,76% como porcentaje de ventas vs -4,82% respectivamente); ciclo que se caracterizó por haberse desarrollo en un ambiente macroeconómico retador, diferente a lo que ha sido el año 2018.

C

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

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**14,974**
Recomendación	**Subponderar**
Market cap (COP)	6,2 B
Último Precio	13.880
YTD (%)	-16,2%
Part. Colcap	2,99%

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

Luis Miguel Alcega
Analista Acciones (Corficolombiana)

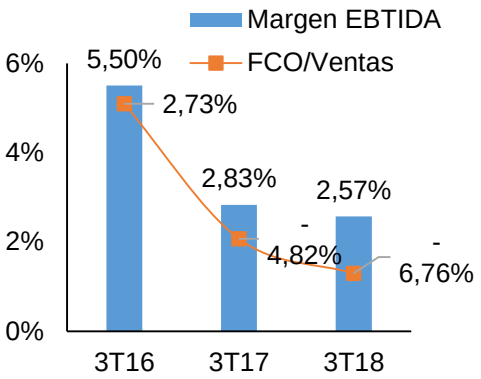
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

- **¿Minoritarios protegidos ante Casino?:** La firma asegura que los minoritarios no tienen *co-sale rights*, lo cual supone un riesgo ante una oferta de un potencial comprador de operación de Casino. Por otra parte, Éxito asegura que Grupo Casino no tiene *Drag-Alone rights,* por lo que no puede forzar a los minoritarios a vender participación. Así, concluimos que dentro de lo transaccional, los minoritarios del emisor no se encuentran protegidos ante Casino por derechos explícitos. Adicionalmente, si llegara a ocurrir una transacción a un precio por debajo de mercado, este se transmitiría inmediatamente al mercado de capitales afectando el valor de las acciones de los minoritarios.

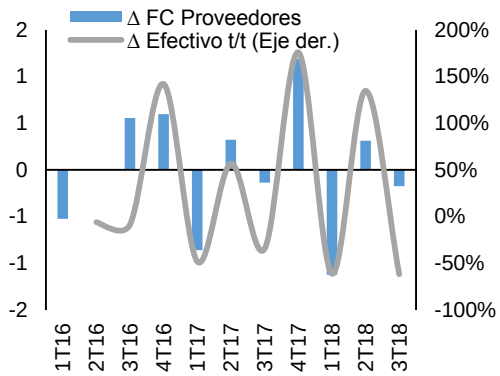
- **Estrategias prometedoras:** Almacenes Éxito ha incurrido en estrategias que buscan crear mayor fidelidad en los consumidores, aumentar tráfico en las tiendas y en general, ofrecer una mejor experiencia al cliente, lo cual consideramos positivo y eficaz. Entre las estrategias que el Grupo ha implementado en Colombia está la expansión en formatos con mayor experiencia para el consumidor (Carulla Fresh Markets y Éxito WOW), alianzas con firmas estratégicas como Rappi para satisfacer necesidades de e-commerce, como también programas de fidelización. Las acciones tomadas por la empresa las consideramos positivas y creemos que si se mantienen en el tiempo podrán ayudar a combatir la competencia y contribuir de manera importante a la rentabilidad. No obstante, creemos que para escalar estas estrategias en el tiempo la firma necesita aumentar su nivel de inversión, lo cual vemos bastante difícil sin aligerar la carga financiera.

- **Nivel de Apalancamiento en la holding**: Como mencionamos anteriormente, estábamos esperando poder dimensionar el impacto de la transacción de Segisor a finales del 2T18, pues en este periodo no pudo ser incluido, por temas de *timing* los saldos finales de la deuda en la cartilla de los estados financieros. Así, no ha sido posible la evaluación de apalancamiento por errores en la comunicación de los resultados al 3T18, esperamos correcciones del emisor para dimensionar el nivel de apalancamiento más reciente. No obstante, destacamos que el emisor se encuentra en la espera de un buen momento para salir al mercado de capitales para restructurar la pared de vencimientos. El Grupo asegura no haber realizado tal maniobra corporativa en vista de que gozan de tasas de interés bajas y salir a mercados financieros en estos momentos para re-perfilar la deuda, no es una opción eficiente por las tasas que se están exigiendo actualmente. No estamos de acuerdo con el Grupo y consideramos que Almacenes Éxito no ha re-perfilado sus vencimientos por: i) nivel de deuda no sostenible que implicaría no solo las tasas mayores que el mercado exige en promedio, si no aún más altas por temas de riesgo de incumplimiento; ii) poca profundidad del mercado local para absorber una emisión de tal magnitud, lo cual forzaría al emisor a salir a mercados financieros extranjeros donde se le cobraría aún mayor tasa.

Almacenes Éxito: EBITDA Ajustado



Almacenes Éxito: Efectivo neto a proveedores, COP Bn.



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

- **Negocio de Real Estate en Colombia:** Grupo Éxito se está beneficiando del negocio de bienes raíces en Colombia, pues aseguró que el crecimiento en los ingresos de negocios complementarios se debe mayormente a un incremento de participación de Real Estate. Durante la reunión de analistas conocimos el nuevo centro comercial Viva Envigado, el cual sigue una estrategia de aumento de tráfico por medio de la oferta de actividades recreativas mayormente. Consideramos que el centro comercial es bastante atractivo con efectivamente una oferta de recreación mayor a la que se puede ver en la competencia, y debería generar un tráfico importante a medida que vaya madurando. Sería interesante conocer más de las finanzas de este segmento de la empresa, por lo que alentamos al emisor a hacer mayor divulgación de información y nuevos proyectos.

- **Discounters continúan presionando**: La empresa asegura que los formatos de descuento si se están llevando una tajada importante de la torta de ingresos de la industria, pero esta no tiene intención de entrar directamente a competir con ellos. Así, la firma destaca que no están en un negocio para entrar en un segmento de la industria que lo que hace es perder rentabilidad a costas de crecimiento de cuota de mercado; Es decir, la empresa prefiere no entrar a perder plata a cambio de ganar ventas, donde igual las presiones en su flujo de caja le dificultarían entrar en la pelea de precios, dejando a los discounters crecer aún más y diluyendo la participación de la empresa dentro de la industria, lo cual se traduce en menores ventas. Este factor es muy importante, pues la empresa asegura que compiten o cruzan productos con tiendas de descuento con solo 15% del portafolio, lo que indica que el ancla de tráfico en tiendas de Almacenes Éxito viene por solo 15% de sus productos, dicho de otra manera, la dilución importante que ha tenido Éxito en la industria se debe a una pérdida de competencia en solo el 15% de sus productos. Es importante que se considere la expansión de formatos que compitan directamente con los discounters, pues las tiendas de proximidad y las marcas Surtimax no son tiendas que siguen el modelo de negocio de D1, Justo y bueno o Aras y no tienen como competir con estas firmas.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Grupo Éxito | Entrega de Notas 3T18

Brasil jalona crecimiento, pero no es suficiente.

- **Erros materiales en Estados Financieros:** El pasado 14 de noviembre del 2018 la empresa reportó su situación financiera al 3T18, tanto a nivel holding como a nivel consolidado. En este periodo destacamos que los estados financieros de Almacenes Éxito, nivel holding, deben ser rectificados, específicamente en la nota 18 "Pasivos Financieros". En esta se registró un futuro vencimiento de deuda al 2019 por COP 2 billones de pesos, amortización que se espera sea para el periodo 2020, en vista de la refinanciación que ocurrió en el 2017. El día 15 de noviembre en la reunión de analistas que se llevó a cabo en la ciudad de Medellín, dimos a conocer a la empresa una preocupación por el adelanto de la amortización de capital al periodo 2019, y en consecuencia, el Grupo aseguró que no existe ningún adelanto de pagos programado y que debía ser un error en la cartilla de los estados financieros separados. Adicionalmente, se esperaba dimensionar la reducción de capital que se había realizado a finales del 2T18, que por razón de *timing* no pudo ser revelada en las notas a los estados financieros, y lo cual resulta fundamental para realizar el análisis de la viabilidad del negocio.

Almacenes Éxito: Perfil de vencimientos al 3T18

Año	Capital
2019	**1.990.004,00**
2020	272.046,00
2021	187.758,00
>2022	419.859,00

Fuente: Almacenes Éxito. COP MM

Resumen resultados financieros

Grupo Éxito					
Cifras en COP miles de millones	**3T18**	**3T17**	**2T18**	**Var % A/A**	**Var % T/T**
Ingresos Operacionales	12,746	13,919	12,880	-8%	-1%
Costo de Ventas	9,781	10,659	9,448	-8%	4%
Utilidad Bruta	2,964	3,259	3,432	-9%	-14%
Gastos Operativos	2,529	2,845	2,601	-11%	-3%
Utilidad Operacional	435	414	831	5%	-48%
Utilidad Neta	-10	-31	119	-	-
EBITDA	661	670	1,066	-1%	-38%
Margen Bruto	23.3%	23.4%	26.6%	-16 pbs	-339 pbs
Margen Operacional	3.4%	3.0%	6.5%	44 pbs	-304 pbs
Margen Neto	-0.1%	-0.2%	0.9%	15 pbs	-100 pbs
Margen EBITDA	5.2%	4.8%	8.3%	37 pbs	-309 pbs

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Crecimiento que no percibirá Grupo Éxito

GPA | Entrega de Notas 3T18

Crecimiento que no percibirá Grupo Éxito

Consideramos los resultados corporativos de GPA, filial de Grupo Éxito, como POSITIVOS al 3T18. La empresa continúa mostrando y afirmando recuperación en Multivarejo, junto con un desempeño positivo de tiendas Assaí. Las ventas del segmento de alimentos mostraron una aceleración en su crecimiento de 12,8% A/A al totalizar BRL 13,3 billones, situación motivada por la ganancia continua de cuota de mercado en Multivarejo y la recuperación y expansión en Assaí. También, el aumento de cuota de mercado ha permitido a la firma beneficiarse de mayores economías de escala, disminuyendo la carga operacional y registrando mejoras en el margen EBITDA, el cual se incrementó en 50pbs A/A. Los resultados del emisor se encuentran en línea con nuestras expectativas en lo corrido del año, y consideramos que los resultados al cierre de año serán positivos y continuaran lo visto de recuperación y aumento de cuota de mercado en Multivarejo y Cash & Carry.

A

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

Hechos relevantes

- **Multivarejo, viento en popa:** Las ventas del segmento mostraron buen desempeño en el 1S18, y este trimestre resulta en una confirmación de esta tendencia de recuperación. Destacamos como fundamental el crecimiento Mismos Metros de 6,1% A/A (160 pbs mayor que la inflación A/A), reflejando aumento de cuota de mercado. También, los gastos administrativos y de venta se han incrementado muy por debajo de la inflación 12-meses, 2% vs 4,5%, con lo que el segmento ha logrado aumentar su EBITDA ajustado 4.8% A/A y a un paso mas acelerado que las ventas; y así, reflejando mayor eficiencia operativa y un mejor margen EBITDA ajustado de 5,7%. Es importante destacar que el crecimiento de las ventas minoristas de la firma ha estado impulsado en gran medida por Pao de Azúcar y tiendas Extra en lo corrido de año, con un crecimiento de 15.2% y 36.6% A/A respectivamente. No obstante, en 3T18 el crecimiento del segmento se ve motivado por tiendas de proximidad y otros negocios (15,8% A/A y 14,5% A/A respectivamente).

- **Cash and Carry, ñao decepcione**: El modelo de negocio de Assaí continúa mostrando ser un *driver* de valor para la empresa. El crecimiento en ventas mostró nuevamente aumentos elevados, 25,5% A/A, con Ventas Mismos Metros de 7,4% A/A. El segmento se ha visto beneficiado por la apertura de 19 tiendas en los últimos dos años y el aumento acelerado en la preferencia del consumidor. De esta manera, el formato Cash and Carry logró aumentar en 90 pbs A/A su margen EBITDA ajustado. Consideramos que las tiendas Assaí cerrarán el año con un comportamiento en línea con lo visto hasta la fecha y la expansión de tiendas continuar de forma activa.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**N/A**
Recomendación	**N/A**
Market cap (BRL)	21.6 B
Ultimo Precio	78.76
YTD (%)	-0.48%
Beta ajustado	N/A
Participación Colcap	N/A

Omar Suarez
Gerente Estrategia
Renta Variable Casa de Bolsa

Luis Miguel Alcega
Analista Renta Variable
Corficolombiana

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

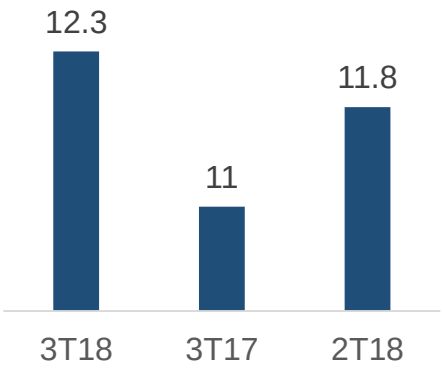
GPA | Entrega de Notas 2T18

Crecimiento que no percibirá Grupo Éxito

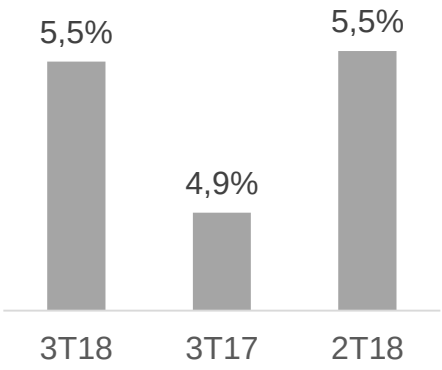
- **Dividendos:** Los resultados de la empresa apuntan a un incremento en sus dividendos, lo cual es positivo para sus accionistas comunes. No obstante, Seguisor es su único accionista común, y el cual tiene una deuda por EUR 400 millones con una estrategia de repago a través de los dividendos recibidos de GPA, por lo que Grupo Éxito no percibirá este beneficio.

- **Apalancamiento en niveles bajos:** El apalancamiento de la empresa continúa en niveles bastante bajos con un indicador de deuda a EBITDA de -1,15x, lo cual es un factor negativo dado el conflicto de intereses que se presenta a nivel de gobierno corporativo. Grupo Casino, accionista controlante de GPA y de Grupo Éxito, tiene un plan de disposición de activos para incrementar la posición de efectivo y poder hacer frente a sus deudas contractuales. Así las cosas, Casino podría utilizar a GPA para hacer transacciones de adquisición dentro del grupo, tal y como paso con Almacenes Éxito en el año 2015, generando una destrucción de valor para Grupo Éxito como accionista. También, la venta de los activos de GPA, como Vía Varejo, empiezan a ser un factor negativo puesto que los ingresos recibidos podrían ser usados en mayor medida para pagos de deuda de Grupo Casino, tanto a nivel de Segisor como a nivel Holding, y no para una expansión en el negocio de la firma.

Ventas netas, BRL billones.



Margen EBTIDA Ajustado



Resumen resultados financieros

Cifras en miles USD

GPA					
Cifras en BRL millones	3T18	3T17	2T18	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	12,258	10,909	11,775	12%	4%
Costo de ventas	9,544	8,468	8,677	13%	10%
Utilidad Bruta	2,714	2,441	3,098	11%	-12%
Gastos de operación	2,048	1,904	2,037	8%	1%
Utilidad operacional	392	201	750	95%	-48%
Utilidad Neta	188	10	431	1780%	-56%
EBITDA	611	409	972	49%	-37%
Margen Bruto	22.14%	22.38%	26%	-24 pbs	-417 pbs
Margen Operacional	3%	2%	6%	136 pbs	-317 pbs
Margen Neto	1.53%	0.09%	4%	144 pbs	-213 pbs
Margen EBITDA	4.98%	3.75%	8%	124 pbs	-327 pbs
Ventas de Multivarejo*	**6,393**	**6,225**	**6,452**	3%	-1%
Ventas de Assaí*	**5,865**	**4,684**	**5,278**	25%	11%

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Eficiencia a costa de volúmenes

Regresar

Grupo Nutresa| Entrega de Notas 3T18
Eficiencia a costa de volúmenes

Consideramos los resultados corporativos al 3T18 de Grupo Nutresa como NEUTRALES. La empresa tuvo una disminución en sus volúmenes de venta internacional de 3,91% A/A y a nivel local una contracción de 0,60% A/A. No obstante, el emisor logró aumentar sus ventas totales en 2,26% A/A totalizando COP 2,28 billones, aunque muy por debajo de la inflación. Este comportamiento se atribuye a un aumento de precios a nivel local de 4,26% A/A y un aumento en dólares en el segmento internacional de 4,61% A/A. Así las cosas, la empresa también logró una mejor eficiencia operativa al aumentar sus costos y gastos en menor proporción que las ventas, logrando un margen EBITDA 95 pbs mayor A/A (13,18%). Creemos importante la estrategia de precios para defender márgenes, más esta no es sostenible en el tiempo. A pesar que la empresa aseguró en el *conference call* tener un *pricing power*, no compartimos la misma opinión, pues históricamente los volúmenes de venta se comportan de manera muy clara en contra de los incrementos de precio.

B

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

Hechos relevantes

- **Retroceso del desempeño visto en 1S18:** Los volúmenes de venta para el 3T18 disminuyeron en variación anual en las principales líneas de negocio que mostraron un desempeño positivo el trimestre pasado. Cárnicos decreció 0,78% A/A, mientras que Galletas y Pastas se contrajeron de manera más agresiva en 4,48% A/A y 6,25% A/A respectivamente. En 2T18 estos negocios tuvieron un incremento A/A de 6.53%, 3.93% y 6.25% respectivamente. La empresa asegura que el decrecimiento en ventas en el segmento de Pastas es producto de una oportunidad de negocio única que se dio en el año 2017 y no es comparable con los volúmenes vistos este trimestre.

- **Margen EBITDA se sitúa más en línea con el rango objetivo**: El Grupo logró aumentar su margen EBITDA a 13,18%, impulsado por Chocolates, Galletas y Helados, los cuales aumentaron sus márgenes en 40 pbs A/A, 7 pbs A/A y 57 pbs A/A respectivamente. Cárnicos por su parte, siendo un segmento que pesa alrededor de 20% del portafolio, disminuyó su margen EBITDA en 90 pbs al ubicarse en 11,1%, muy por debajo del rango objetivo (12% - 14%).

- **Utilidad Neta refleja menores cargas financieras:** Los egresos financieros de la empresa tuvieron una contracción de 20% A/A al ubicarse en COP 191.440,00 millones y aumentando de esta manera el margen neto en 7 pbs (5.8%).

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**En Revisión**
Recomendación	**En Revisión**
Market cap	11.66 B
Ultimo Precio	22,700
YTD (%)	-15.13%
Beta ajustado	N/A
Participación Colcap	N/A

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

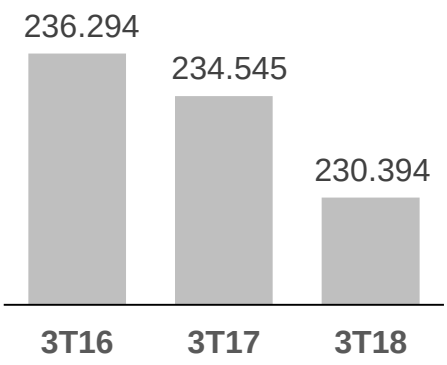
Luis Miguel Alcega
Analista Renta Variable
Corficolombiana

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

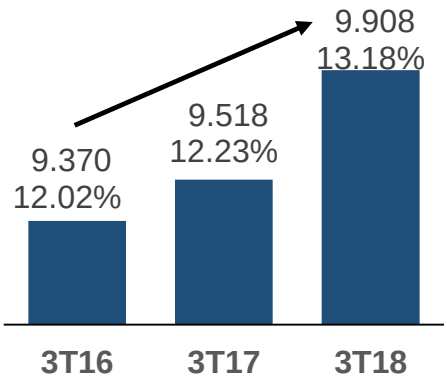
Grupo Nutresa| Entrega de Notas 3T18
Eficiencia a costa de volúmenes

- **<u>En camino a una expansión inorgánica:</u>** La deuda total de la empresa sigue contrayéndose, al 3T18 se reportó una deuda neta de COP 2,5 billones con un indicador deuda neta a EBITDA de 2,34x y un aumento en la cobertura de intereses de 0,32x (5,25x). Consideramos que el Grupo puede estar en busca actualmente de negocios fuera de Colombia para realizar transacciones a partir del 2S19, con miras más al año 2020. Es posible ver una expansión de las líneas de negocio en alimentos orientados a la nutrición, alimentos veganos y/o orgánicos.

Volúmenes de venta en toneladas



Margen EBITDA Vs COP/Tn



Resumen resultados financieros

Cifras en COP miles de millones

Grupo Nutresa					
Cifras en COP miles de millones	**3T18**	**3T17**	**2T18**	**Var % A/A**	**Var % T/T**
Ventas netas	2,282.80	2,232.30	2,222.20	2.26%	2.73%
Costo de ventas	1,242.69	1,236.12	1,229.63	0.53%	1.06%
Utilidad Bruta	1,040.10	996.22	992.54	4.40%	4.79%
Gastos de operación	806.56	788.10	794.23	2.34%	1.55%
Utilidad operacional	233.53	208.12	198.31	12.21%	17.76%
Utilidad Neta	141.86	89.63	124.18	58.28%	14.24%
EBITDA	300.83	273.01	266.74	10.19%	12.78%
Margen Bruto	45.56%	44.63%	44.66%	93 pbs	90 pbs
Margen Operacional	10.23%	9.32%	8.92%	91 pbs	131 pbs
Margen Neto	6.21%	4.01%	5.59%	220 pbs	63 pbs
Margen EBITDA	13.18%	12.23%	12.00%	95 pbs	117 pbs
Toneladas de venta Colombia	**150,727.00**	**151,639.00**	**149,673.00**	-0.60%	0.70%
Toneladas de venta Internacional	**79,667.00**	**82,906.00**	**80,278.00**	-3.91%	-0.76%
Toneladas de venta Total	**230,394.00**	**234,545.00**	**229,951.00**	-1.77%	0.19%

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

ARGOS

BEST hace de las suyas

Regresar

Cemargos | Entrega de Notas 3T18
BEST hace de las suyas

Consideramos los resultados financieros de Cementos Argos como NEUTRALES. En el 3T18, las mayores eficiencias del programa BEST sopesaron la estabilidad en ingresos (+1,1% A/A), contribuyendo a que el margen EBITDA ajustado mostrara continuidad anual (19,2%) y el neto hiciera lo propio (3%). Es de anotar la reducción en el EBITDA proyectado para el 2018 (COP 1,5 – 1,6 Billones) en medio de un menor EBITDA esperado en EE.UU (entre USD 240 y 250 MM). Por regiones, la compañía estima una recuperación del mercado de EE.UU jalonado por el sector residencial y de infraestructura, aunque ven posibles señales de reducción en el ritmo de expansión, con un 2019 creciendo levemente por encima de la inflación. En Colombia estiman un ligero repunte en el sector residencial en el 2S19, tras reducciones paulatinas en inventarios. Por su parte, en CCA observan una demanda lenta en Panamá, aunque estaría estimulada por planes estatales, mientras que en Honduras puede permanecer el entorno retador derivado de la situación política actual. Sobre el apalancamiento, este se redujo hasta el 4x (Deuda Neta / EBITDA + Dividendos), donde buscan finalizar el 2018 con un indicador de 3,7x (parte superior del rango de junio de 3,5x – 3,7x).

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

Hechos relevantes

- **Programa BEST sigue en curso:** En medio de la estabilidad anual en volúmenes en el 3T18 (+2,2% Cemento y +1,3% Concreto) e ingresos operacionales (+1,1% A/A), pese a condiciones climáticas adversas en EE.UU, la implementación del programa BEST sigue dando frutos, con una reducción del 11,4% A/A en los gastos operacionales, lo cual fue un factor relevante que permitió que el margen EBITDA ajustado mostrara estabilidad anual (19,2%). Adicionalmente, menores pérdidas por diferencia en cambio contribuyeron a que el margen neto se mostrara estable a nivel anual (3%) y se ubicara en terreno positivo luego de registrar una leve contracción en el 2T18 (-0,1%), pese a una mayor tasa efectiva de impuestos (24,4% en el 3T18 vs 18,2% en el 3T17). Cabe mencionar que como consecuencia del Programa BEST, en términos de Flujo de Caja consolidado, una disminución de 6 días en el capital de trabajo en septiembre generó cerca de COP 22.000 MM en la variación del capital de trabajo.

- **EE.UU con volumen estable en medio de Huracanes:** Pese a que condiciones climáticas como mayores lluvias y el huracán Florence, afectaron los volúmenes en Estados como Texas, Carolina del Norte y del Sur, la dinámica de los volúmenes de concreto se mostraron estables (+0,2%A/A), mientras que los volúmenes de cemento (+3,2% A/A) respondieron a un mejor desempeño en la Florida. Sin embargo, llama la atención la disminución anual en ingresos para esta regional (-2,7% en USD y -3,2% en COP). Respecto a las mayores eficiencias generadas por BEST, sobresale la reducción de 12 días en la rotación de cartera en septiembre del 2018, sumado a la optimización de fuentes de combustibles y contratos de energía.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**10.080**
Recomendación	**Neutral**
Market Cap (BN)	9,27
Ultimo Precio	7.000
YTD (%)	-39,24%
Participación Colcap	2,96%

Roberto Paniagua
Analista Acciones

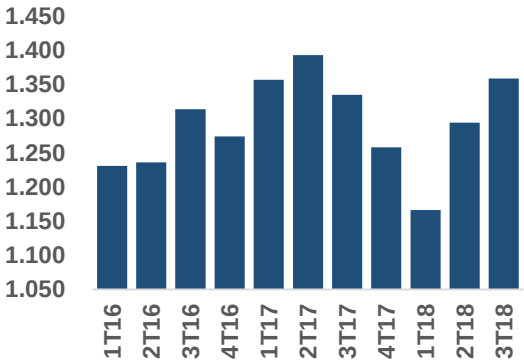
Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Cemargos | Entrega de Notas 3T18
BEST hace de las suyas

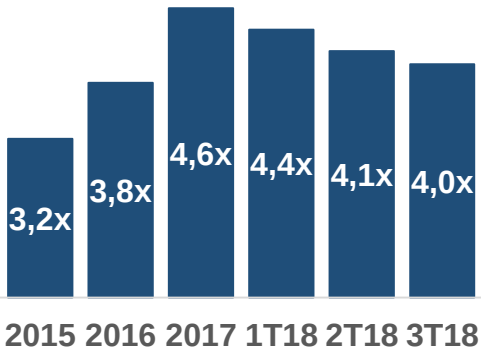
- **Colombia a paso lento:** El comportamiento anual de los volúmenes de cemento y concreto mostraron un comportamiento favorable (+1,7% y 3,2% respectivamente), con los ingresos aumentando (+5,1% A/A), contribuyendo con el 26,7% de los ingresos del 3T18. Llama la atención el incremento de los despachos al canal concretero (+20% A/A), con participación del 26,8% del total de despachos, dados los avances en planes de infraestructura, mientras que los despachos al canal constructor y contratista se redujo un 8,7% A/A (38,3% de participación) por una menor dinámica del sector residencial. Respecto al tema de proyectos de infraestructura, Cemargos expresó que los de despachos para proyectos de infraestructura se ubican en cerca de 280 mil al corte de septiembre, aunque su "market share" de las 4G, medido a través de la participación en Unidades Funcionales, se redujo del 70% al 60%.

Volumen de Cemento en Colombia (Miles TM)



- **Honduras y Panamá con panorama conservador:** Para la Regional Caribe y Centro América (CCA), los mayores volúmenes de cemento (+1,4%) y concreto (+5,4%) estuvieron liderados por Puerto Rico, el Caribe Oriental y República Dominicana, compensando una menor demanda de Honduras y Panamá, quienes aportan cerca del 70% del EBITDA de la regional y sobre los cuales se observa una entorno político retador en el primero y un lento comportamiento de la demanda en el segundo. Sin embargo, la cementera considera que la posible recuperación del mercado panameño en el 2019 estaría ligado a los proyectos de infraestructura que se encuentran en el pipeline, con un presupuesto para obras civiles de USD 4,000 MM en el 2019, mientras que en Honduras una situación política adversa podría reflejarse en menores volúmenes.

Deuda Neta / (EBITDA + Dividendos)



Resumen resultados financieros
Cifras en Miles de Millones COP

CEMARGOS					
	3T18	3T17	2T18	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	2.218	2.194	2.184	1%	2%
Costo de ventas	1.760	1.744	1.747	1%	1%
Gastos de administración	117	132	127	-11%	-8%
Utilidad operacional	243	222	146	9%	66%
Utilidad Neta (Controladora)	74	65	(2)	14%	-
EBITDA Ajustado	426	428	404	0%	5%
Margen Operacional	11%	10%	7%	84 pbs	427 pbs
Margen Neto	3%	3%	0%	37 pbs	342 pbs
Margen EBITDA	19%	20%	18%	-30 pbs	71 pbs
Volumen de Cemento (M Tm)	4.242	4.151	4.205	2%	1%
Volumen de Concreto (M m3)	2.699	2.666	2.747	1%	-2%

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

No cesan vientos en contra

Cemex Latam | Entrega de Notas 3T18

Consideramos los resultados financieros de Cemex Latam Holdings como NEGATIVOS. El entorno retador en Colombia, Panamá, Costa Rica y Nicaragua siguen afectando los volúmenes de cemento y concreto de la compañía, los cuales presentaron una contracción anual. Sin embargo, destacamos que en Colombia se presentó una expansión importante del margen EBITDA, el cual se ubicó en su mayor nivel en 5 trimestres gracias a una recuperación de precios y menores costos de mantenimiento. Mientras tanto, la débil demanda en Panamá y Costa Rica, sumado a un nuevo competidor en este último constituyen desafíos importantes para CLH en los próximos trimestres, donde no esperamos una recuperación significativa en ninguno de los dos países. Hay que resaltar que el flujo de efectivo libre y los ingresos relacionados con la desinversión en Brasil fueron utilizados para reducir la deuda, con el objetivo de alcanzar menores niveles de apalancamiento. Por otro lado, llama la atención la fuerte reducción en el guidance para los volúmenes de los 3 productos, lo cual refleja la difícil coyuntura tanto en Colombia como en Centroamérica. Reducimos nuestro precio objetivo a COP 6.400

C

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

Hechos relevantes

- **¿Señales de humo desde Colombia?:** A pesar de que sigue el entorno retador en Colombia, reflejado en una contracción continua de los volúmenes anuales de cemento (-8%), concreto (-11%) y agregados (-12%) durante el 3T18, existen algunas señales de mejora. Por un lado, los volúmenes de los 3 productos presentaron una recuperación frente al trimestre anterior (vs 2T18) y, por otro lado, el margen EBITDA registró su mayor nivel en 5 trimestres, mostrando una expansión anual de 350 pbs. El desempeño operacional se vio favorecido por mayores precios del cemento (+6% A/A) y menores costos de mantenimiento. Esperamos que continúe una débil dinámica en el sector de construcción en Colombia, principalmente en el segmento de Edificaciones y el Residencial no VIS, además de un desarrollo moderado de los proyectos de infraestructura 4G y APP. Es importante monitorear la absorción de los altos niveles de inventarios en el sector de construcción para poder empezar a observar señales de aceleración en los despachos de cemento y concreto. Adicionalmente, consideramos fundamental que se despeje la demanda y posibles modificaciones a la Ley de Infraestructura para generar mayor confianza en dichos proyectos.

- **Panamá sigue resfriada**: La débil demanda de cemento en Panamá, sumado a una pérdida en la participación de mercado generaron una contracción importante en los volúmenes de cemento (-16%), concreto (-9%) y agregados (-13%). Así mismo, llama la atención la fuerte contracción del margen EBITDA, el cual se ubicó en mínimos históricos, incluso por debajo del trimestre anterior (2T18), impactado por la huelga de trabajadores de construcción. El EBITDA estuvo afectado por mayores costos de energía, incremento en el factor de clinker y efectos no recurrentes en inventarios. No esperamos una recuperación material en Panamá en el corto plazo.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**6.400**
Recomendación	**Neutral**
Market Cap (BN)	2,92
Ultimo Precio	5.240
YTD (%)	-52%
Beta ajustado	0,93
Participación Colcap	0,86%

Omar Suarez
Gerente Renta Variable

Roberto Paniagua
Analista Acciones

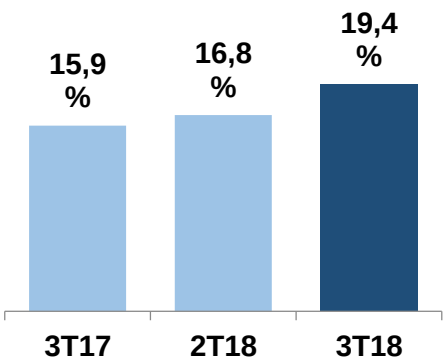
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Cemex Latam | Entrega de Notas 3T18
No cesan vientos en contra

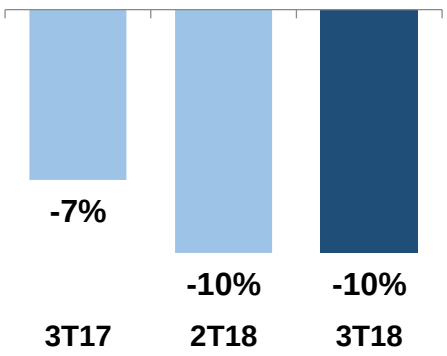
- **Huelga de trabajadores estatales y mayor competencia, los desafíos en Costa Rica:** Una fuerte caída en la demanda nacional de cemento (-9% A/A), sumado a la huelga de trabajadores estatales que redujo la actividad durante 21 días en Septiembre y la entrada de un nuevo competidor produjeron una contracción en los volúmenes de cemento y concreto tanto en comparación anual como trimestral. A pesar de que menores cantidades vendidas y un mayor costo de la energía (17% A/A) presionaron el margen EBITDA de la compañía, este registró un leve retroceso (-30pbs), ya que el impacto fue mitigado por mayores precios del cemento (+3% A/A) y concreto (+8% A/A). Con respecto a la entrada en operación de un molino en julio por parte de un nuevo competidor, la compañía señaló que su estrategia estaría enfocada en el valor, más que en el volumen aprovechando su alta participación de mercado.

- **Nicaragua sigue causando estragos en Resto de CLH:** A pesar de menores volúmenes en Nicaragua por el difícil entorno económico, social y político en este país, las operaciones en Guatemala y El Salvador lograron compensar en mayor medida dicho comportamiento, generando una variación anual positiva en los volúmenes de cemento y concreto. Sin embargo, se observó una contracción relevante en el margen EBITDA, afectado por menores precios del concreto (-7% A/A) y agregados (-21% A/A), además de mayores costos de energía en Nicaragua y aumento en el costo de clinker en Guatemala. Esperamos que no exista una recuperación del mercado en Nicaragua en los próximos trimestres, relacionado con la inestabilidad que se vive en dicho país.

Margen flujo de operación



Volumen Consolidado – Cemento (A/A %)



Resumen resultados financieros

Cifras en miles USD

	3T18	3T17	2T18	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	276.617	301.717	280.018	-8%	-1%
Costo de ventas	162.791	172.784	171.741	-6%	-5%
Utilidad Bruta	113.826	128.933	108.277	-12%	5%
Gastos de operación	72.765	73.811	66.599	-1%	9%
Utilidad operacional	46.382	50.538	37.010	-8%	25%
Utilidad Neta	19.647	28.075	3.612	-30%	444%
EBITDA	60.016	72.191	61.577	-17%	-3%
Margen Bruto	41%	43%	39%	-158 pbs	248 pbs
Margen Operacional	17%	17%	13%	2 pbs	355 pbs
Margen Neto	7%	9%	1%	-220 pbs	581 pbs
Margen EBITDA	22%	24%	22%	-223 pbs	-29 pbs
Volumen de Cemento*	**1.638**	**1.812**	**1.638**	-10%	0%
Volumen de concreto*	**658**	**721**	**616**	-9%	7%

* Volúmenes consolidado

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Backlog y endeudamiento en la mira

Conconcreto | Entrega de Notas 3T18
Backlog y endeudamiento en la mira

Consideramos los resultados financieros de Conconcreto como NEUTRALES. Pese a un menor nivel de ingresos (-33% A/A), una mayor reducción en los costos de ventas (-37% A/A) permitió que la utilidad operacional registra una leve reducción (-3% A/A), lo cual junto a aspectos como mayores ingresos financieros llevaron a la utilidad neta a expandirse un 49% A/A (margen neto del 6,9% +379 pbs). Nos llama la atención dos aspectos: **1)** El nivel de Backlog, el cual es cercano a los 2 años, es relativamente bajo en medio del entorno retador para el sector constructor. Al respecto, la compañía informa que están realizando una gestión comercial para buscar inversionistas que quieran participar en los contratos. **2)** Nivel de Deuda Neta / Ebitda cercano a 2,7x, con una concentración de la deuda de corto plazo del 72%. Al respecto la compañía está realizando un proceso de novación de deuda, para alargar su vida media. Además, tienen planes para desinvertir hasta COP 500 mil MM en activos no estratégicos, buscando reducir la deuda en COP 300 mil MM y tener recursos para el proyecto de Vía 40, entre otros. Por su parte, no esperan reducir su participación en Pactia (actualmente en 40.1%). Cabe mencionar que la compañía no ha contemplado una recompra de acciones o repartición de dividendos.

B

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

Hechos relevantes

- **Pactia estable pese a entorno retador:** El Fondo Inmobiliario realizó la venta de su participación en 3 centros comerciales en el 3T18 (Viva Sincelejo, Viva Villavicencio, San Pedro Plaza) donde no tenía una participación mayoritaria, generando una restitución de aportes por COP 267 mil MM (COP 105 mil MM para Conconcreto), que se reflejarán en el 4T18. Por su parte, el GLA total pasó de 722 mil m2 a 677 mil m2, mientras que el NOI se incrementó en el 3T18 un 69% A/A. Conconcreto tiene actualmente una participación del 40.41% en el Fondo. Por su parte, la ocupación al corte de septiembre se ubicó en el 86%, la cual incluye activos estabilizados y en proceso de estabilización, donde sobresale el 90% en el segmento de Comercio y el 87% en Industria, aunque este último se redujo desde el 95% del 2017, compensado por aumentos en la ocupación de auto almacenamiento (69% vs 65% 2017).

- **Concesiones en espera**: En materia de concesiones viales, sobresale Vía 40 Express (Bogotá Girardot), donde la compañía tiene una participación del 50% y en octubre se suscribió el Acta de Inicio de Construcción, comenzando con la UF8, Soacha-El Muña, la cual esperan que este culminada en abril de 2019. Además, están atentos a las posibles implicaciones al proyecto surtidas de la apertura de investigación por parte de la SIC. Por su parte, sobre la Doble Calzada de Oriente, con participación del 60% y una inversión aproximada a los COP 911 mil MM, en octubre la Gobernación de Antioquia radicó ante el Ministerio de Hacienda por segunda vez el proyecto para su aprobación.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**En Revisión**
Recomendación	**Subponderar**
Market Cap (BN)	0,3
Ultimo Precio	300
YTD (%)	-69,7%
Part. Colcap	0,09%

Roberto Paniagua
Analista Acciones

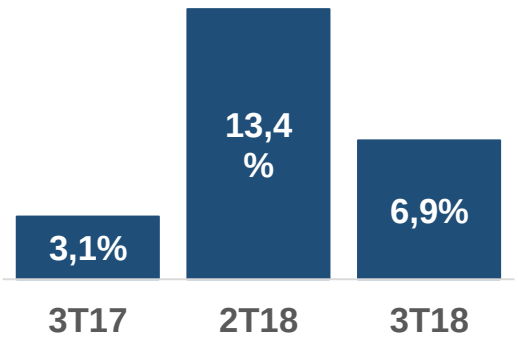
Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Conconcreto | Entrega de Notas 3T18
Backlog y endeudamiento en la mira

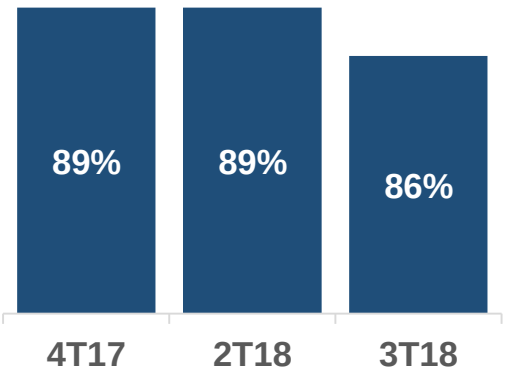
- **Bajo Backlog en la mira:** En medio de un ciclo lento en la industria de la construcción en Colombia, dado el entorno retador en el sector, la compañía tiene un estimado de volumen de ejecución de contratos de COP 800 mil MM – 900 mil MM para cierre de año, que equivale a un Backlog cercano a los 2 años (no incluye Hidroituango), la cual consideramos baja. Al respecto, llama la atención la reducción en el Backlog de infraestructura, el cual pasó de COP 1,8 Billones en el 2017 a COP 1,3 Billones en el 3T18, principalmente por un nivel nulo de contratación (no incluye el proyecto Buga-Buenaventura). Por su parte, en edificaciones, incluyendo vivienda, el Backlog se ubicó en COP 651 mil MM vs COP 566 mil MM del 2017. Respecto a las unidades de vivienda, la clase media concentra el mayor número, equivalente a cerca de 28 meses, ubicándose en la parte alta del rango habitual de 18 – 30 meses. En general, la compañía menciona que observa una mejora gradual de ciertos clientes potenciales, como el sector educativo y salud, junto a un leve repunte en vivienda tipo VIS y aquellas con un valor menor a COP 400 MM.

Margen Neto



- **Atentos a los niveles de endeudamiento:** Consideramos importante mencionar que, la compañía mantiene un nivel de Deuda Neta / Ebitda de 2,7x VS 2,5x del 2017, en medio de menores niveles de efectivo en el periodo de análisis, donde la compañía informa sobre vencimientos importantes en el 2019, para lo cual están realizando un proceso de novación con las entidades financieras respectivas, para alargar la vida media de la deuda.

Pactia. Ocupación Total.
No incorpora la línea de hoteles.



- **Desinversiones mejorarían la Caja:** En medio de los mayores niveles de endeudamiento, la compañía tiene un plan agresivo de desinversiones hasta por COP 500 mil MM, buscando a su vez garantizar cumplir con compromisos de Vía 40 Express (Bogotá Girardot). Respecto a Hidroituango, esperan dejar el avance de la obra en un 99% en el 2018 y no hablaron sobre la forma en que la recuperación del proyecto pueda impactar el Backlog de la compañía.

Resumen resultados financieros
Cifras en Millones COP

Conconcreto					
	3T18	3T17	2T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos de actividades ordinarias	242.466	360.856	234.959	-33%	3%
Costos de ventas	204.465	323.356	195.040	-37%	5%
Utilidad Bruta	38.001	37.500	39.919	1%	-5%
Utilidad Operativa	32.773	33.708	56.614	-3%	-42%
Utilidad Neta	16.718	11.215	31.516	49%	-47%
EBITDA	42.358	43.162	71.049	-2%	-40%
Margen Bruto	15,7%	10,4%	17,0%	528 pbs	-132 pbs
Margen Operacional	13,5%	9,3%	24,1%	418 pbs	-1058 pbs
Margen Neto	6,9%	3,1%	13,4%	379 pbs	-652 pbs
Margen EBITDA	17,5%	12,0%	30,2%	551 pbs	-1277 pbs

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Enel pone a prueba a GEB

GEB | Entrega de Notas 3T18
Enel pone a prueba a GEB

Grupo Energía Bogotá (GEB) publicó sus resultados 3T18. Los ingresos, el EBITDA y la utilidad neta del trimestre se ubicaron en COP 921,1 mil millones (6,5% T/T y 13,4% A/A), COP 542,4 mil millones (23,6% T/T y 34,1% A/A) y COP 412,2 mil millones (-7,2% T/T y -7,0% A/A) respectivamente; 2,3% por encima de nuestras expectativas en el caso de los ingresos, y 5,9% y 17,6% por debajo de nuestras expectativas en EBITDA y utilidad neta. Aunque la utilidad fue considerablemente menor a nuestra expectativa, consideramos que los resultados fueron **NEUTRALES**, toda vez que nuestras expectativas respecto a las principales variables explicativas se cumplieron: Crecimiento notable en los ingresos del segmento de transmisión a partir de un mayor reconocimiento de proyectos UPME (26.2% A/A acumulado a 3T18), mejores resultados esperados en Emgesa debido al efecto de Hidroituango (15,81% A/A acumulado a 3T18), y el impacto positivo de una mayor demanda de gas, en las actividades de transporte y distribución de gas. En 3T18 destacamos la recuperación en el EBITDA a pesar de un menor aporte de Emgesa y Codensa respecto al esperado (menor distribución de utilidades).

B

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

Hechos relevantes

- **Hacia adelante:** Durante la teleconferencia realizada por la alta gerencia de GEB, se dio a conocer información que puede incidir en los resultados futuros de la compañía. Promigas sigue estando a la venta, aunque ahora con un valor 30,1% menor al de hace un año; GEB espera recibir dividendos retroactivos de parte de Emgesa y Codensa una vez se solucione la disputa con Enel (más allá del incremento en la caja, este factor no va a generar cambios en nuestra valoración, toda vez que realizamos una valoración por partes, y tampoco va a cambiar el valor por método de participación para GEB); la empresa no espera mayores cambios en el transporte de gas en 2019 por concepto del fenómeno del niño; mientras no se solucione la disputa con Enel, GEB no va a participar en pujas como la de Electricaribe sino a través de Codensa, a pesar de que Enel de hecho está participando en dicho proceso, así como va a realizar proyectos de generación eléctrica no convencional sin la participación de Emgesa; el Capex ejecutado y proyectado por la compañía evidencia la apuesta a la actividad de transmisión, la cual va a continuar incrementando su aporte notablemente, toda vez que más de la mitad del ingreso anual equivalente esperado para el segmento en Colombia, aún no está generando ingresos.

- **La acción**: Por otro lado, destacamos el incremento de 35,3% en el flotante de GEB al comparar la información de la canasta actual del índice COLCAP con la anterior, producto del proceso de democratización de la participación del Distrito, que podría continuar en enero de 2019, con la venta de parte de la participación del Distrito (el remanente del proceso realizado en julio). Así las cosas, esperamos un 4T18 superior frente a los resultados de 3T18, con incrementos en ingresos del orden del 5% T/T.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**2.385**
Recomendación	**Sobreponderar**
Market Cap (BN)	17,2
Ultimo Precio	1.870
YTD (%)	-7,2%
Part. Colcap	5,61%

Andrés Duarte
Director Renta Variable
(Corficolombiana)

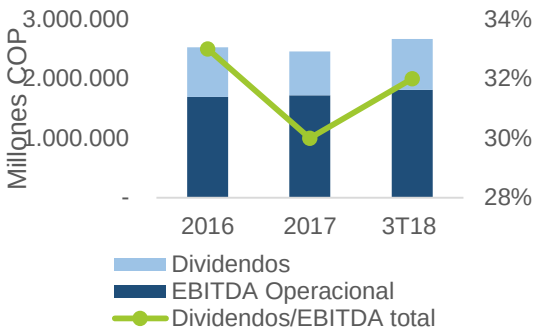
Roberto Paniagua
Analista Acciones

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

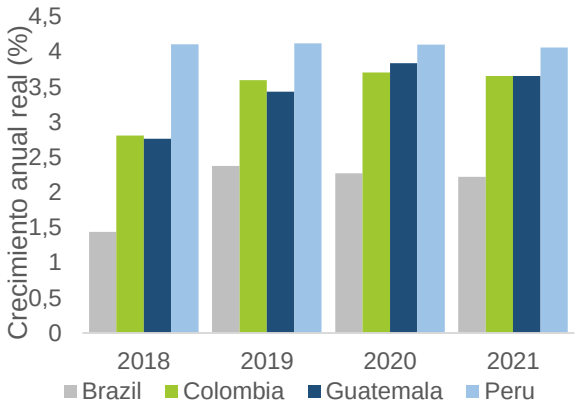
GEB | Entrega de Notas 3T18
Enel pone a prueba a GEB

- **Guidance:** A futuro, el problema con Enel debería permitir medir la capacidad de GEB para participar en las actividades de generación y transmisión eléctrica independientemente de quien ha sido su operador desde hace más de dos décadas. En un futuro más cercano, deberíamos ver algo de actividad en el campo de la generación no convencional toda vez que este desarrollo no se va a realizar a través de Emgesa, y se trata de una de las apuestas de GEB planteadas hace dos años. Adicionalmente, durante los siguientes años deberá continuar incrementando la importancia de Perú, donde actualmente GEB es el principal transportador y distribuidor de gas, y el principal transmisor de electricidad, y es de lejos el país que presenta mayor potencial de crecimiento económico dentro de los países en los que GEB tiene presencia.

EBITDA Consolidado Ajustado
LTM



Crecimiento Proyectado
Países con Presencia de GEB. (FMI)



Resumen resultados financieros
Cifras en millones COP

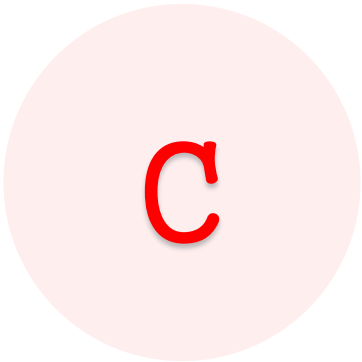
GEB					
	3T18	3T17	2T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso operacionales	921.069	812.044	864.928	13%	6%
Costos y Gastos Operacionales	558.644	502.210	506.833	11%	10%
Utilidad Operacional	362.425	309.834	358.095	17%	1%
Utilidad Neta	412.152	464.597	443.945	-11%	-7%
Margen Operacional	39%	38%	41%	119 pbs	-205 pbs
Margen Neto	45%	57%	51%	-1247 pbs	-658 pbs

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Precio del GNL presiona resultados

Celsia | Entrega de Notas 3T18
Precio del GNL presiona resultados

Consideramos los resultados financieros de Celsia como NEGATIVOS. Pese a una variación anual del 8,5% en ingresos, jalonados por una mayor demanda de energía en Colombia, un aumento más que proporcional en los costos (+18% A/A y +7% T/T) principalmente por el aumento del precio internacional del gas Natural Licuado (GNL), presionó a la baja el Margen EBITDA y el Neto hasta el 30% y 5% respectivamente. Respecto al Fenómeno de "El Niño", en medio de una mayor probabilidad de ocurrencia en el 1T19, la compañía menciona que en general el impacto podría ser leve, dados los mayores niveles de los embalses, la posibilidad de generación térmica, la nueva metodología del precio de escasez, entre otros. Al respecto, cabe mencionar que aunque el margen térmico es menor al de la generación hídrica dada la exposición al GNL al utilizar generación térmica, el mayor volumen de unidades productivas podría mejorar el EBITDA, aunque el margen dependería del diferencial entre el precio de la energía en bolsa bajo condiciones hídricas extremas y el precio del GNL, junto a otros factores que puedan afectar la estructura de costos.



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

Hechos relevantes

- **Mayores precios del GNL afectan los márgenes:** Celsia registró débiles resultados financieros en el 3T18, donde pese a una variación anual del 8,5% en ingresos, jalonados por una mayor demanda de energía en Colombia tanto en el mercado regulado como no regulado, en medio de un comportamiento anual dispar en los precio promedio de energía al cierre del trimestre, con COP 92/kWh en spot (-4%) y COP 189/kWh en regulado (+7%), los mayores costos (+18% A/A y +7% T/T) presionaron los márgenes de la compañía, llevando al EBITDA a su menor nivel en varios periodos (COP 259 mil MM), con el margen EBITDA descendiendo al 30%. Adicionalmente, mayores gastos operacionales y pérdidas por diferencia en cambio llevaron el Margen Neto hasta el 5%. El fuerte repunte en los costos en Colombia estuvo asociado a la mayor generación térmica (+83% A/A) y los mayores costos variables principalmente por el precio del GNL, cuyo precio en el mercado internacional se ubica cerca de máximos de 4 años.

- **Estrategia activa en Colombia frente a "El Niño"**: El fuerte incremento en la generación térmica en Colombia dado el mayor requerimiento de Zona Franca Celsia por las restricciones que se presentan en la Región Caribe, junto a la estrategia de la oferta en EPSA de mantener la reserva hídrica con miras a una mayor probabilidad de un Fenómeno de "El Niño" en el 1T19, generó una menor dinámica en el EBITDA consolidado (-4% A/A), donde Colombia contribuye con el 77% del rubro. Vale la pena mencionar que durante los últimos 18 meses los precios en bolsa se han ubicado consistentemente en niveles relativamente bajos. Por su parte, la comercialización presentó una buena dinámica (+5% A/A) dada la estrategia comercial ejecutada en el Valle del Cauca.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**5.100**
Recomendación	**Sobreponderar**
Market Cap (BN)	4,42
Ultimo Precio	4.135
YTD (%)	-12,17%
D. Yield	4,11%
Participación Colcap	2,39%

Roberto Paniagua
Analista Acciones

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

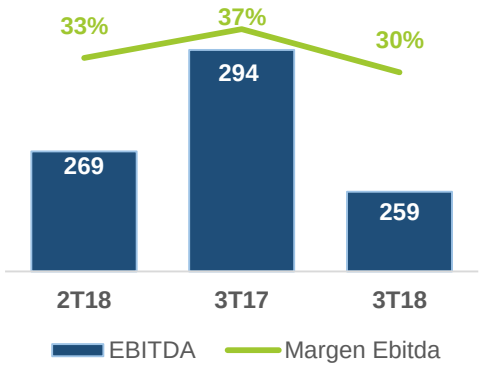
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Celsia | Entrega de Notas 3T18
Precio del GNL presiona resultados

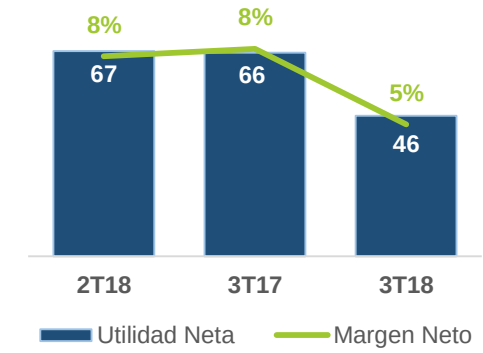
- **Costos marginales y combustibles afectan a Panamá:** En Centro América, la generación térmica se redujo un 74% anual, relacionado con un menor requerimiento de despacho de Cativá y la culminación de algunos contratos de potencia y energía de dicha planta en Panamá, traduciéndose en menores ingresos (-24% A/A en USD). Por su parte, el mayor costo marginal promedio (+98% A/A), el cual llego hasta los USD 73/MWh, se dio en medio de incrementos en los precios anuales de los combustibles (+8% Diesel, 34% Bunker y 18% Carbón). Respecto a la negociación con el Gobierno panameño respecto a Bahía Las Minas (BLM), la compañía esta en negociación del contrato, donde esperan que en menos de 15 días finalicen las negociaciones y logren la estructuración del contrato por 6 años.

- **Plan 5 Caribe y Proyectos Solares en curso:** La compañía continúa con su cronograma de los proyectos del Plan 5 Caribe, donde en el 3T18 entraron en operación el proyecto Montería y Manzanillo, que acorde a la UPME, se espera que en noviembre inicie operación el proyecto Norte y en febrero y marzo del 2019 los proyectos Caracolí y Valledupar respectivamente. Respecto a los proyectos alternativos, Celsia sigue fortaleciendo sus granjas solares, donde esta construyendo Celsia Solar Bolívar (capacidad de 8,1 MW) y se encuentran en etapa de factibilidad Celsia Solar Chicamocha y Valledupar, con capacidad de 80 MW y 60 MW respectivamente, los cuales estarían conectados a la matriz de generación. Dichos proyectos generarían a la compañía beneficios graduales a nivel tributario relacionados con la Ley 1715, la cual busca promover el desarrollo y la utilización de las fuentes no convencionales de energía.

EBITDA y Margen EBITDA
COP Miles de Millones



Utilidad Neta y Margen Neto
COP Miles de Millones



Resumen resultados financieros
Cifras en Millones COP

	3T18	3T17	2T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso de actividades ordinarias	851.527	784.872	820.507	8%	4%
Costos de ventas	623.485	527.460	582.076	18%	7%
Utilidad Bruta	228.042	257.412	238.431	-11%	-4%
Utilidad Operacional	170.948	205.680	183.510	-17%	-7%
Utilidad Neta (Controladora)	45.864	66.421	66.915	-31%	-31%
EBITDA	259.495	294.158	269.388	-12%	-4%
Margen Bruto	27%	33%	29%	-602 pbs	-228 pbs
Margen Operacional	20%	26%	22%	-613 pbs	-229 pbs
Margen Neto (Controladora)	5%	8%	8%	-308 pbs	-277 pbs
Margen Ebitda	30%	37%	33%	-700 pbs	-236 pbs
Energía Vendida Total (GWh)	**1.890**	**1.929**	**1.950**	-2%	-3%
Precio Spot ($ / kWh)	**92**	**96**	**88**	-4%	5%
Precio Contratos ($ / kWh)	**189**	**176**	**189**	7%	0%

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Colombia y Brasil con buen voltaje

Regresar

ISA | Entrega de Notas 3T18
Colombia y Brasil con buen voltaje

Consideramos los resultados financieros de ISA como POSITIVOS. La buena dinámica operacional, en especial del negocio de energía, acompañó los mayores ingresos del 3T18 (+8% A/A y 27% T/T), en medio de la entrada en operación de nuevos proyectos y la consolidación de nuevas filiales. Sumado a lo anterior, la estabilidad en los costos y gastos operacionales permitieron una expansión significativa en márgenes, con el margen operacional llegando hasta el 68% (+579 pbs A/A) y el margen EBITDA hasta un 72% (+419 pbs A/A). Sobre este último, cabe mencionar que estuvo impulsado por la adquisición del control de IESUL en el 3T18, sumado a mayores ingresos por la actualización de la mensualización del ciclo tarifario en Brasil a partir de junio de 2018, entre otros. Respecto a la utilidad neta (+30% A/A), su comportamiento estuvo relacionado con una menor tasa efectiva de impuestos (24% 3T18 vs 31% 3T17), en medio del cambio de metodología de impuestos de IENNE en Brasil, sumado a lo mencionado en párrafos anteriores, con el margen neto llegando hasta el 21% (+358 pbs A/A). Estamos atentos a las licitaciones en Colombia en noviembre, los resultados de la adjudicación de bloques en Brasil en diciembre y la posible entrada de ISA a Argentina.

A

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

Hechos relevantes

- **Negocio de Energía tiene buena cara:** La compañía presentó un buena dinámica en el 3T18, con los ingresos expandiéndose un 8% A/A y 27% T/T jalonados principalmente por el negocio de Transporte de Energía (+12% A/A) tras la entrada en operación de nuevos proyectos y la consolidación de nuevas filiales. Lo anterior se relaciona en Colombia principalmente con una mayor remuneración de la UPME, mientras que en Chile se dio la entrada en operación de nuevas líneas. Dicha dinámica sopesó menores ingresos por concesiones viales en Chile (-20.1% A/A), dada la contracción natural de la cuenta por cobrar del activo financiero, pues el incremento del tráfico y el tiempo concesionado han aumentado. Es así como, la buena dinámica en ingresos y la estabilidad en costos y gastos operacionales, junto a la adquisición del control de IESUL en el 3T18 y la mensualización del ciclo tarifario en Brasil a partir de junio de 2018, llevaron al EBITDA ha mostrar un crecimiento significativo (+15% A/A y 25% A/A al descontar efectos cambiarios), con lo cual el margen EBITDA llegó hasta el 72% (+419 pbs A/A y +983 pbs T/T).

- **La expansión tiene su costo**: La mayor inversión en el 2018 y los proyectos en curso han implicado mayores niveles de endeudamiento, donde mayores gastos en Ruta del Maipo (Chile), sumado a un incremento en los gastos por diferencia en cambio originados en préstamos en dólares entre compañías vinculadas, llevaron a los gastos financieros netos a expandirse 13,9% A/A. Pese a lo anterior, la buena dinámica mencionada anteriormente, junto a una menor tasa efectiva de impuestos (24% 3T18 vs 31% 3T17), entre otros, llevaron el margen neto al 21% (+358 pbs A/A).

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**15.000**
Recomendación	**Neutral**
Market Cap (BN)	14,89
Ultimo Precio	13.440
YTD (%)	-4,4%
Participación Colcap	6,34%

Roberto Paniagua
Analista de Acciones

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

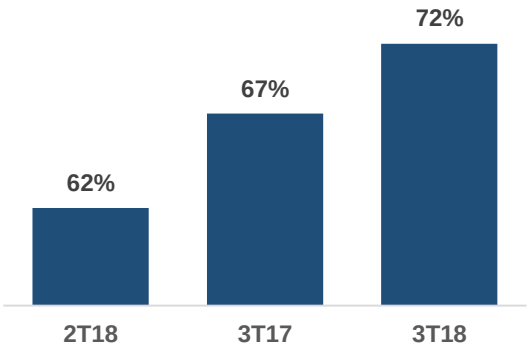
ISA | Entrega de Notas 3T18
Colombia y Brasil con buen voltaje

- **Deuda y expansión de la mano:** Aunque la compañía presenta una reducción anual en su nivel de endeudamiento, con la relación Deuda Neta / EBITDA llegando a 3,0x frente al 3,8x del 3T17, en medio de la estabilidad en los flujos de efectivo operativo, el mayor plan de inversiones podría presionar al alza dichos en el mediano plazo, contando además con las opciones de nuevas licitaciones en Brasil y la posibilidad de ingresar a Argentina.

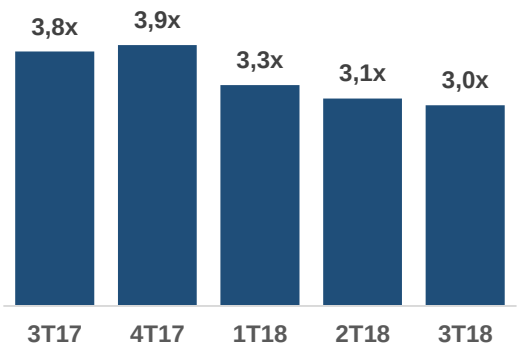
- **Proyectos en movimiento:** La compañía menciona que buscan que entre un 70 – 75% de los proyectos estén relacionados con el negocio de Energía, y que entre un 20% - 25% se pueda dar por el negocio de Concesiones Viales. Sobre nuevos proyectos, sobresalen los convenios complementarios de cinco de las sociedades concesionarias de ISA INTERVIAL en Chile, donde el valor de la inversión estimada para estas obras es cercana a los USD 530 MM, los cuales serán remunerados mayoritariamente a través de un aumento en las tarifas y extensiones en el plazo de las concesiones. Por su parte, en Colombia se preparan para nuevas licitaciones en noviembre por un valor cercano a USD 200 MM.

- En Brasil, están atentos a la licitación de 18 bloques en diciembre del 2018, de los cuales ISA desea participar en 10, los cuales están ubicados en zonas donde la compañía ya tiene presencia. La compañía menciona que las primeras señales del Gobierno brasileño entrante han sido de promover la participación del capital privado en inversiones de infraestructura e incluso se podría dar la posibilidad de privatizaciones en Brasil. En Panamá, están mirando la 4ta línea de Panamá con una inversión superior a USD 500 MM. Finalmente, en Argentina están analizando la posible entrada en algunos proyectos con adjudicación a un plazo de 10 – 15 años.

Margen EBITDA



EBITDA / Intereses Operación



Resumen resultados financieros
Cifras en Miles de Millones COP

ISA					
	3T18*	3T17*	2T18**	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso operacionales	1.945	1.796	1.528	8%	27%
Costos y Gastos operación	748	732	767	2%	-2%
Utilidad Operacional	1.319	1.114	821	18%	61%
Utilidad Neta	413	317	232	30%	78%
EBITDA	1.394	1.212	945	15%	48%
Margen Operacional	68%	62%	54%	579 pbs	1.408 pbs
Margen Neto	21%	18%	15%	358 pbs	605 pbs
Margen EBITDA	72%	67%	62%	419 pbs	983 pbs

*No incluye PERT. **No incluye RBSE.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Reduce combustible de los márgenes

Avianca | Entrega de Notas 3T18
Reduce combustible de los márgenes

Consideramos los resultados financieros de Avianca Holdings como NEGATIVOS. Destacamos el buen desempeño de los ingresos, los cuales se vieron favorecidos por la recuperación en el transporte de pasajeros, el incremento en la tarifa promedio (mayores yields) y altos niveles de factor de ocupación, en medio de un impacto negativo por parte de la fuerte devaluación de algunas monedas latinoamericanas y la implementación de NIIF 15. Sin embargo, esta buena dinámica fue opacada por una contracción importante en todos los márgenes, impactados principalmente por el repunte en los precios de los combustibles a pesar de alcanzar mayores eficiencias operacionales. Dado lo anterior, destacamos el deterioro en el endeudamiento de la aerolínea, que junto con niveles de liquidez apretados hicieron que la compañía adoptara unas estrategias de desapalancamiento. En este sentido, consideramos relevante que Avianca Holdings fortalezca su posición financiera, objetivo que busca alcanzar por medio de la renegociación en la entrega de aviones, venta de activos, reducción de los gastos laborales, optimización de la red y por medio de mayor disciplina de capital.

C

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

Hechos relevantes

- **Recuperación de pasajeros, mayores yields y factor de ocupación impulsan los ingresos:** Los Ingresos Operacionales de Avianca Holdings presentaron un buen comportamiento en el 3T18 (6,1% A/A), impulsados por el desempeño favorable de los Ingresos de Pasajeros, los cuales registraron un crecimiento de 13,1% A/A. Estos estuvieron beneficiados por una recuperación del transporte de pasajeros, un aumento del 5,5% en la tarifa promedio (lo cual implica mayores yields) y un alto factor de ocupación (84,7%). Sin embargo, los Ingresos por Carga y Otros se contrajeron 22,7% A/A, impactados por la adopción de NIIF 15, relacionada con la modificación del tiempo en el reconocimiento de los ingresos de LifeMiles, sumado a la reclasificación de las compensaciones recibidas por parte de Rolls Royce. Esperamos que la fortaleza del dólar siga presionando las tarifas, aunque mitigado en parte por el reciente descenso en el precio del crudo.

- **Precios de combustible presionan los márgenes**: Los márgenes de la compañía presentaron una contracción relevante durante el tercer trimestre, explicado principalmente por un fuerte repunte en los gastos de combustible (33,4% A/A), que fue parcialmente transmitido a los pasajeros por medio de un incremento en la tarifa promedio (5,5% A/A). Los gastos de Tráfico Aéreo también presentaron un incremento relevante (32,2% A/A) por el aumento en las reclamaciones de pasajeros así como también las comisiones en los aeropuertos, principalmente en El Dorado. Esto fue compensado por menores gastos de Mantenimiento y Reparaciones (-11,2% A/A) y una contracción en la Renta de Aeronaves (-10,6% A/A). Esperamos que los altos costos de combustibles sigan presionando los márgenes de la aerolínea, aunque mitigado en parte por el reciente desplome en el precio del petróleo.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**2.700**
Recomendación	**Neutral**
Market Cap (BN)	2,1
Ultimo Precio	2.090
YTD (%)	-29,2%
Participación Colcap	0,73%

Roberto Paniagua
Analista Acciones

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

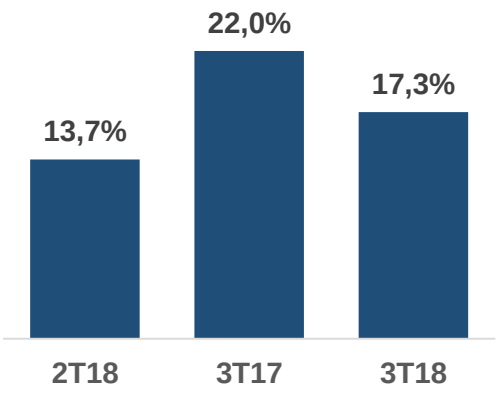
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Avianca| Entrega de Notas 3T18
Reduce combustible de los márgenes

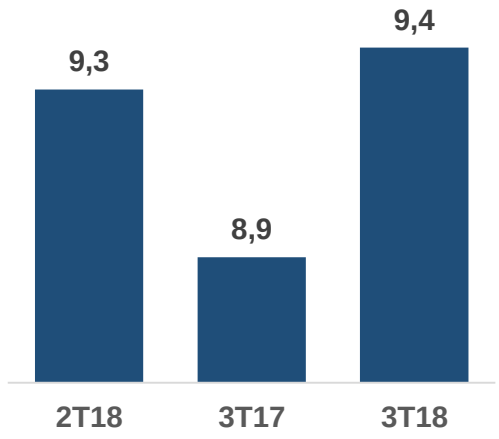
- **Reducir altos niveles de apalancamiento, el foco de Avianca:** El importante debilitamiento del EBITDAR, acompañado de mayor deuda, generó que la aerolínea alcanzara su mayor nivel de apalancamiento desde el 1T16, ubicándose en 6,6x al cierre del 1T18. Asimismo, cabe resaltar que el indicador de liquidez sigue por debajo de 10%, explicado por menores niveles de efectivo. Teniendo en cuenta el deterioro del endeudamiento y de la liquidez, la aerolínea anunció que implementaría una estrategia basada en la disciplina de capital y control de costos y gastos, con el objetivo de mejorar los márgenes de rentabilidad, aumentar el flujo de caja y reducir el apalancamiento.

Teniendo en cuenta lo anterior, **la aerolínea mencionó que está renegociando las órdenes de flota para reducir significativamente el ritmo de incorporación de nuevos aviones**, donde se está buscando diferir hasta 50 aeronaves, mientras se reevalúan 50 órdenes de aviones adicionales. Además, la compañía mencionó que todos los proyectos y contratos con socios estratégicos y arrendadores están bajo revisión, que sumado a la optimización de la red, la cancelación de rutas menos rentables y redistribuyendo la capacidad desplegada favorecerían los márgenes y apalancamiento de la aerolínea. Adicionalmente, **la holding está en el proceso de evaluar la venta de su participación en unidades de negocios no centrales** buscando un fortalecimiento de su balance y eficiencias operacionales. En línea con estas iniciativas Avianca se encuentra en el proceso de adecuar su estructura organizacional con el objetivo de reducir el costo laboral en un 15%.

Margen EBITDAR



Yield (Centavos)



Resumen resultados financieros

Cifras en Millones USD

Avianca					
	3T18	3T17	2T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	1.231	1.161	1.199	6%	3%
Utilidad Operacional	68	107	21	-36%	226%
Utilidad Neta	14	36	-36	-61%	N/A
EBITDAR	213	255	164	-17%	30%
Margen Operacional	5,6%	9,2%	1,8%	-362 pbs	381 pbs
Margen Neto	1,1%	3,1%	-3,0%	-197 pbs	414 pbs
Margen EBITDAR	17,3%	22,0%	13,7%	-467 pbs	361 pbs
Total Pasajeros (en millones)	7.869	7.617	7.351	3%	7%
Factor de ocupación	84,7%	84,6%	82,3%	10 pbs	240 pbs
Yield (Centavos)	9,4	8,9	9,3	5,6%	1,1%

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Concesiones Aeroportuarias con buena cara

Grupo Argos | Entrega de Notas 3T18
Concesiones Aeroportuarias con buena cara

Consideramos los resultados financieros de Grupo Argos como NEUTRALES. Excluyendo el impacto de la venta de Compas en el 2017, la Holding registró estabilidad en el 3T18 tanto en sus ingresos (-1% A/A) como en el EBITDA (-2% A/A). Para este último llama la atención el mayor aporte de Concesiones (+86 mil MM) y Cemento (+19 mil MM), mientras que el menor aporte del negocio inmobiliario (COP -112 mil MM) se dio por mayores valorizaciones en el 3T17, periodo en el cual se realizaron todos los ajustes por cambio en política a valor razonable. Respecto a la utilidad neta de la controladora (+42% A/A), su desempeño se relacionó con menores gastos de impuesto corriente y diferido, recuperaciones en provisiones de Sator (Sector carbonífero), junto a mayores aportes de Concesiones (COP 91 mil MM), entre otros. Cabe mencionar que respecto al reciente comportamiento bajista en el mercado accionario local, la Holding menciona que ven el valor fundamental de algunas inversiones como Cementos Argos por debajo del valor de mercado y que no descartan la toma de oportunidades dada su gestión activa en los diferentes negocios.

B

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

Hechos relevantes

- **OPAIN mantiene la compostura:** En materia de Concesiones de aeropuertos sobresale la estabilidad en el tráfico de pasajeros (+1% A/A) de "El Dorado", liderado por los pasajeros internacionales, permitiendo que los ingresos tuvieran un desempeño destacado en el 3T18 (+11% A/A). Respecto a QuiPort, el movimiento de pasajeros se incrementó un 4% A/A, jalonado tanto por domésticos como extranjeros, llevando a los ingresos a registrar variaciones significativas (+9% A/A en USD). Por su parte, en **Concesiones Viales,** una contracción de 11% A/A en ingresos al 3T18 estuvo explicado de nuevo por la disminución de la actividad de construcción en Green Corridor y Malla Vial del Meta. En el primero se relaciona con la falta del "Completion Certificate" del proyecto, esperado para noviembre del 2018, donde los ingresos provenientes del gobierno vía pagos por disponibilidad están sujetos a este hito. Para el segundo, este sigue en el tribunal de arbitramento, con fecha estimada de resolución el 5 de diciembre, con posible prórroga hacia el mes de febrero del 2019.

- **Mayores eficiencias en negocio cementero**: Para Cementos Argos, el programa BEST sigue en curso, donde en medio de la estabilidad anual en volúmenes en el 3T18 (+2,2% Cemento y +1,3% Concreto) e ingresos operacionales (+1,1% A/A), pese a condiciones climáticas adversas en EE.UU, la implementación del programa BEST continúa dando frutos, con una reducción del 11,4% A/A en los gastos operacionales, lo cual fue un factor relevante que permitió que el margen EBITDA ajustado mostrara estabilidad anual (19,2%). Adicionalmente, menores pérdidas por diferencia en cambio contribuyeron a que el margen neto se mostrara estable a nivel anual (3%).

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**21.800**
Recomendación	**Sobreponderar**
Market Cap (BN)	13,01
Ultimo Precio	15.820
YTD (%)	-24,23%
Part. Colcap	4,74%

Roberto Paniagua
Analista Acciones

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Grupo Argos | Entrega de Notas 3T18

Concesiones Aeroportuarias con buena cara

- **GNL hace de las suyas en Celsia:** Pese a una variación anual del 8,5% en ingresos, jalonados por una mayor demanda de energía en Colombia, un aumento más que proporcional en los costos (+18% A/A y +7% T/T) principalmente por el aumento del precio internacional del gas Natural Licuado (GNL), presionó a la baja el Margen EBITDA y el Neto hasta el 30% y 5% respectivamente.

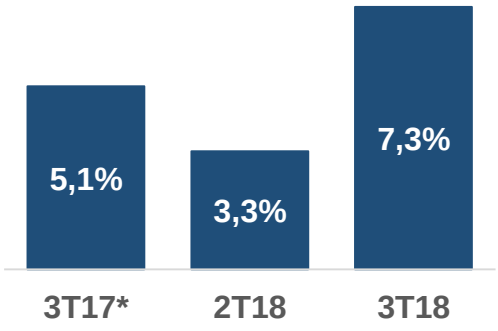
- **Pactia reajusta sus inversiones:** En el negocio de renta inmobiliario, el Fondo Inmobiliario Pactia realizó la venta de su participación en 3 centros comerciales en el 3T18 (Viva Sincelejo, Viva Villavicencio, San Pedro Plaza) donde no tenía una participación mayoritaria, reduciendo el GLA total desde 722 mil m2 hasta 677 ml m2 (concentrados en comercio e industria con 511 mil m2 de GLA), lo cual junto con la comercialización de los activos que recientemente empezaron sus operaciones, llevaron al NOI a incrementarse un 69% A/A. De esta manera, los AUM llegaron hasta los COP 3,65 billones al corte de septiembre del 2018, donde los porcentajes de participación corresponden a un 40.41% para Conconcreto, el 32.14% para Grupo Argos y el 27.45% para Protección, luego de una capitalización realizada por COP 85 mil millones.

- **Desarrollo Urbano:** En el 3T18, el Flujo de Caja presentó reducciones significativas (-82% A/A), principalmente por la menor dinámica en la venta de lotes frente al 3T17, donde las escrituraciones del trimestre no reflejan la gestión del Negocio en el periodo, pues normalmente son negociaciones que fueron realizadas en meses anteriores. Vale la pena mencionar que dentro de los activos de propiedades de inversión, los predios de Barú y Barranquilla representan cerca del 70% del valor en libros.

- Vale anotar que aunque dentro de los aportes netos por segmentos llama la atención **el repunte del Carbón a través de la compañía Sator (COP 66 mil MM)**, esto se debe tanto a la devolución de provisión como de impuestos diferidos por periodos de pérdida.

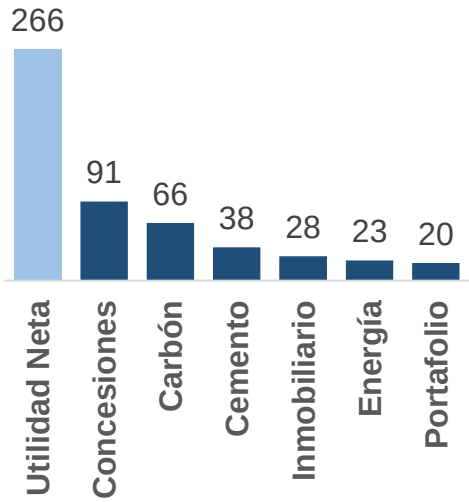
Margen Neto

* Datos ajustados sin Compas



Aporte Neto por Segmento

Miles de Millones COP.



Resumen resultados financieros

Cifras en Miles de Millones COP

Grupo Argos					
	3T18	3T17*	2T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso Operacionales	3.638	3.663	3.617	-0,7%	1%
Costos de actividades ordinarias	2.961	3.237	3.072	-8,5%	-4%
Utilidad Neta	266	187	119	42%	124%
EBITDA	1.023	1.041	891	-1,7%	15%
Margen Neto	7,3%	5,1%	3,3%	221 pbs	402 pbs
Margen EBITDA	28,1%	28,4%	24,6%	-30 pbs	349 pbs

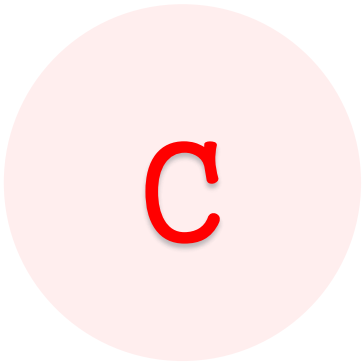
*Corresponden a datos ajustados sin Compas

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

La tasa de cambio hace de las suyas

Grupo Sura | Entrega de Notas 3T18
La tasa de cambio hace de las suyas

Consideramos los resultados financieros de Grupo Sura como NEGATIVOS. En el 3T18 la contracción en la Utilidad Neta (-12,3% A/A) estuvo relacionada principalmente con pérdidas por diferencia en cambio y valoración de derivados de cobertura de la Holding, considerando el impacto registrado durante el 3T2018 por devaluación del peso colombiano y por efectos contables de fusión de Grupo SURA con Grupo SURA Finance y Grupo SURA Panamá. Esto no pudo ser compensado por un aumento en el Método de Participación (+10,1% A/A), impulsado principalmente por mayores ingresos provenientes de Bancolombia y Grupo Nutresa, junto a mejores resultados de Suramericana (+33,2% A/A) debido tanto a un mayor resultado técnico como un incremento en los ingresos por inversiones, además de menores impuestos asociados a un mayor impuesto diferido en 2017. Respecto a la reforma pensional en Chile, la Holding expresó que tiene una buena percepción del posible aumento en la cotización del 10% al 14%.



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

Hechos relevantes

- **Grupo Sura no pasa raspando:** Una menor dinámica en las primas netas retenidas para el 3T18 (-15,7% A/A) fue el principal factor que generó una contracción del 6,3% A/A en los ingresos totales. Sin embargo, cabe mencionar que sobresalió un mejor desempeño en el rubro de prestación de servicios (+19,4% A/A) y de ingresos por inversiones (+78,4%). De esta manera, la reducción del 5,7% A/A en los gastos totales, principalmente por ajustes a la baja significativos en reservas, no fue suficiente para compensar el comportamiento de los ingresos, lo que junto con un efecto a la baja por diferencia en cambio, llevó a la utilidad neta de la controladora hasta los COP 357 mil MM (-12,3% A/A). Respecto a los aportes a la utilidad de la Holding, Suramericana tuvo un buen desempeño (+33,2% A/A) ligado al resultado técnico (+7,8% A/A) y los ingresos por inversiones (+20,5%). Por su parte, sobre SURA AM, la reducción en la utilidad (-4,0% A/A) estuvo explicada principalmente por el impacto contable de diferencia en cambio y valoración de derivados asociados. Por su parte, el Método de Participación (+10,1% A/A) estuvo jalonado por mayores ingresos de Bancolombia (+20,6% A/A hasta COP 133 mil MM) y Grupo Nutresa (+58,9% A/A hasta COP 49 mil MM).

- **Diferencia en cambio deja su huella**: En SURA AM, los menores niveles de utilidad (-4% A/A) se presentaron principalmente por pérdidas en la cuenta no operacional de derivados financieros y diferencia en cambio, explicado por un resultado negativo en la valoración de derivados de coberturas para las reservas de rentas vitalicias en Chile, entre otros. Respecto a la desinversión de Rentas Vitalicias en el país austral, la venta a Bicecorp por USD 232 MM podría registrarse en el 4T18 o en 2019, según la aprobación del regulador chileno, recursos que serían enfocados en deuda y Capex. El ROE consolidado de dicha operación era inferior al costo de capital, sin aportar dividendos a SURA AM.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**41.700**
Recomendación	**Sobreponderar**
Market Cap (BN)	18,22
Ultimo Precio	32.040
YTD (%)	-20,50%
Part. Colcap	7,34%

Roberto Paniagua
Analista Acciones

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

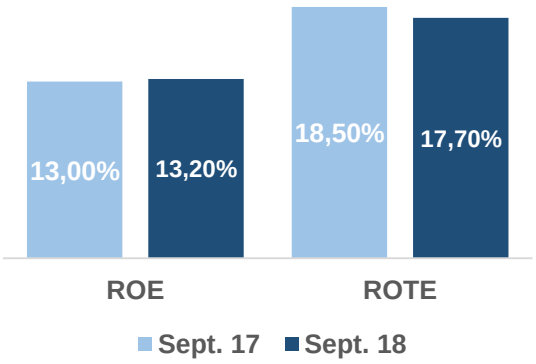
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Grupo Sura | Entrega de Notas 3T18
La tasa de cambio hace de las suyas

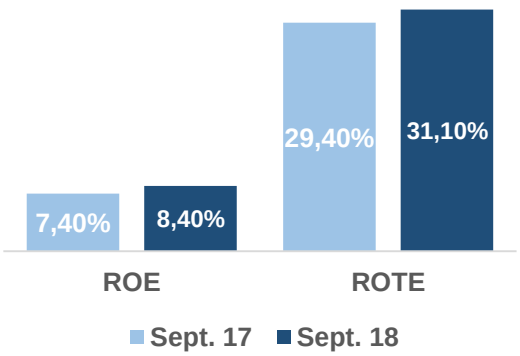
- **Suramericana se apoya en su "Salud":** Pese al comportamiento devaluacionista de las monedas de la región, la estabilidad en la utilidad neta al 3T18 (0,5% A/A) estuvo liderada por el buen comportamiento del Segmento de Salud, debido al aumento en el número de afiliados en la EPS. Cabe mencionar que la menor utilidad del Segmento Vida estuvo ligado a un decrecimiento en primas tras la no participación en seguro previsional y el cambio en el registro de primas en salud. Respecto al servicio de la deuda, su reducción es consecuencia de su indexación a la inflación en Colombia, la cual ha disminuido con respecto a 3T17. Sumado a lo anterior, se registró un menor nivel de impuestos a las ganancias, pues en el 3T17 existía un mayor impuesto diferido por pagar. Cabe mencionar que es posible que en próximos trimestres la hiperinflación en Argentina genere ciertas presiones a la baja en los resultados.

- **Reformas en el radar:** Respecto a la reforma pensional en Chile, la Holding expresó que tiene una buena percepción del posible aumento en la cotización del 10% al 14%, aunque seguiría por debajo del 20% de otros países de la OCDE. Por su parte, la Holding ha venido observando presiones a la baja en las comisiones en la región en medio de un entorno más competitivo, para lo cual han realizado una reducción gradual en tarifas, afectando lo menor posible los márgenes. Respecto al criterio de inversiones futuras, la compañía espera fortalecer su presencia en los países de la Alianza del Pacífico, buscando generación de valor 100 – 200 pbs por encima del Costo de Capital, el cual puede estar cerca del 11%.

Rentabilidad Suramericana
Ajustado por amortización de intangibles



Rentabilidad SURA AM
Ajustado por amortización de intangibles



Resumen resultados financieros
Cifras en Miles de Millones COP

Grupo Sura					
	3T18	3T17	2T18	Var % A/A	Var % T/T
Primas retenidas (netas)	2.590	3.072	2.577	-15,7%	0,5%
Ingresos por comisiones	614	607	608	1,1%	1,0%
Prestación de Servicios	862	722	845	19,4%	2,0%
Ingresos por inversiones	557	312	558	78,4%	-0,2%
Ingresos totales	**4.878**	**5.207**	**4.862**	**-6,3%**	**0,3%**
Siniestros retenidos	1.508	1.680	1.546	-10,2%	-2,5%
Ajuste de reservas	162	415	96	-61,0%	68,8%
Costos por prestación de servicios	849	693	788	22,5%	7,7%
Gastos totales	**4.394**	**4.659**	**4.334**	**-5,7%**	**1,4%**
Ganancia Neta	414	460	382	-10,1%	8,4%
Ganancia Neta de la Controladora	**357**	**408**	**326**	**-12,4%**	**9,5%**
Margen Neto (Controladora)	7,3%	7,8%	6,7%	-51 pbs	61 pbs

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Corficolombiana

Regresar

Corficolombiana
Entrega de Notas 3T18

Hechos relevantes

- **El EBITDA acumulado a septiembre crece 60,3% A/A,** explicado principalmente por el efecto de la aplicación de la NIIF 15 en las concesiones 4G, con impacto particularmente en Coviandina y Covipacífico que firmaron acta de inicio de obra y reportan un avance a septiembre de 27,8% y 9,6%, respectivamente.

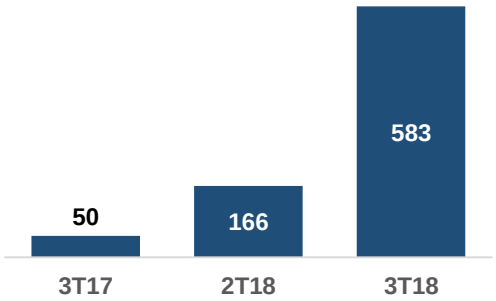
- **El gasto financiero neto cae** por la diferencia en cambio en relación con el crédito en dólares obtenido por Covioriente y por menor colocación de cartera en Leasing Corficolombiana.

- El impacto en la utilidad neta controlante de la aplicación de la metodología para cumplir con la norma NIIF 15 fue de COP 512 mil millones en 3T18, de los cuales COP 330 mil millones corresponden a la diferencia entre las utilidades a reconocer con la NIIF 15 entre enero y junio de 2018.

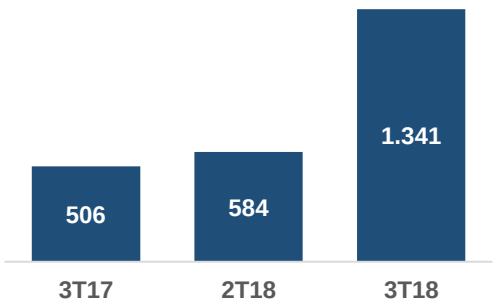
- El Activo crece principalmente por el rubro relacionado con los activos de acuerdos de concesión, resultado de la aplicación de la NIIF 15, que acumula en el activo el ingreso causado en las concesiones 4G.

- La NIIF15 establece el modelo de reconocimiento contable de los ingresos en contratos con clientes.

Utilidad Neta



EBITDA



Resumen resultados financieros
Cifras en Millones COP

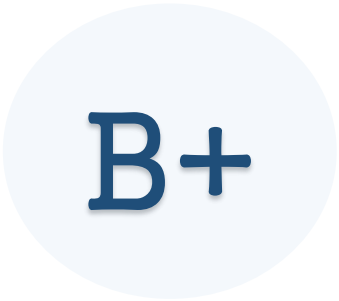
Corficolombiana					
	3T18	3T17	2T18	Var % T/T	Var % A/A
Ingreso Operacional Sector Real	2.488.654	1.533.161	1.451.098	71,5%	62,3%
Costo de Ventas y Prestacion de Servicios	1.106.476	910.471	804.590	38%	22%
Margen Bruto del Sector Real	1.382.178	622.690	646.508	113,8%	122,0%
EBITDA	1.341.257	506.333	583.642	129,8%	164,9%
Utilidad Neta Controlante	583.019	50.048	165.609	252,0%	1064,9%

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Consolidación de Exxon Mobil sigue en curso

Terpel | Entrega de Notas 3T18
Consolidación de Exxon Mobil sigue en curso

Consideramos los resultados financieros de Terpel como mixtos, en medio de las distorsiones originadas en la transacción realizada por la compra de activos en la región de Exxon Mobil en el 1T18 y donde Terpel tomó control de la operación de lubricantes en julio del 2018**.** El volumen de ventas en el 3T18 estuvo liderado por Ecuador (+126,7% A/A) y Perú (+73% A/A) principalmente por los avances en la integración de las operaciones de Exxon Mobil, mientras que en Colombia (+5,2% A/A) los leves incrementos fueron liderados por estaciones de combustibles líquidos. Cabe mencionar que la compañía espera que **la transacción de la compra de Exxon Mobil en Colombia, Perú y Ecuador muestre una contribución anual consolidada al Ebitda entre los USD 60 – 70 MM** y que la venta de los activos de Terpel por parte del Patrimonio Autónomo debería darse antes del 15 de diciembre del 2018, acorde a lo estipulado por la SIC.



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

Hechos relevantes

- **Colombia se muestra estable:** El aumento en los volúmenes al 3T18 (+5,2% A/A) se relaciona con un buen desempeño en la distribución mediante Estaciones de Servicios (EDS) (72,5% del total de ventas de galones), permitiendo una expansión en ingresos significativa (+20% A/A), razón por la cual la compañía continúa con las inversiones en la imagen de las EDS. Sin embargo, la utilidad bruta se contrajo ligeramente (-0,9% A/A) y el Ebitda lo hizo en 7,5% A/A en medio de una menor contribución de algunas líneas como el Gas Natural Vehícular (GNV), entre otros, pese a una mayor ganancia por decalaje (aumento en el valor del combustible en sus inventarios), dado un aumento en el precio del JetA1. Por su parte, los gastos en los que se incurrieron para la adquisición de las operaciones de ExxonMobil afectaron el Ebitda (-7,5%). El Ebitda por galón al corte de septiembre llegó hasta los COP 315 (+2,6% A/A). La compañía espera la apertura de cerca de 12 EDS en el 4T18.

- **Entorno retador se mantiene en Panamá**: La menor dinámica económica panameña se reflejó en el comportamiento de los galones comercializados en el 3T18 (+0,1% A/A) pese a la apertura gradual de tiendas, sumado al cierre parcial de algunas estaciones por la construcción del metro y una menor demanda de combustibles por parte de las generadoras eléctricas, dado el mayor nivel de lluvias y la generación de energía a partir de otras fuentes diferentes al combustible. Por su parte, una menor contribución de los combustibles y lubricantes, junto a mayores gastos operacionales, generaron una reducción en el Ebitda del 3T18 (-24,2% A/A). Para finalizar, el Ebitda por galón al corte de septiembre llegó hasta los COP 263 (- 6,7% A/A).

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**NA**
Recomendación	**NA**
Dividend Yield	5,70%
Ultimo Precio	9.450
YTD (%)	-33,5%

Roberto Paniagua
Analista Acciones

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

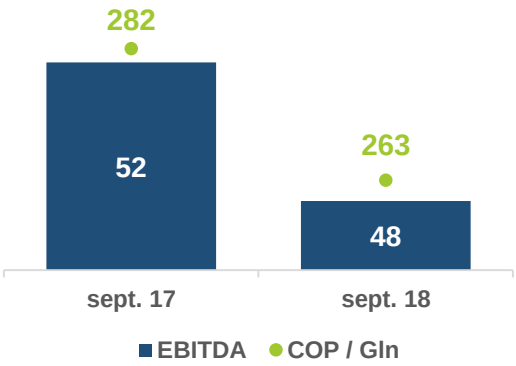
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Terpel | Entrega de Notas 3T18
Consolidación de Exxon Mobil sigue en curso

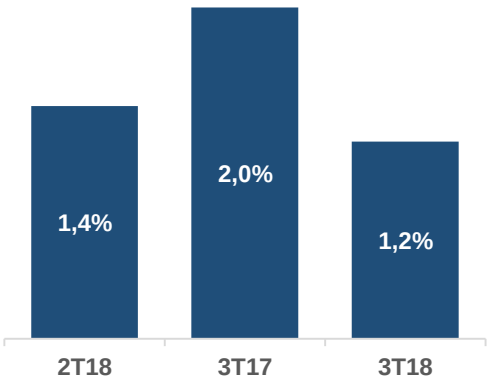
- **Deuda elevada en el corto plazo:** Actualmente la vida media de la deuda se ubica en 8 años, con un indicador de Deuda / Ebitda de 4,45x, el cual esperan que se reduzca gradualmente con los recursos generados con la venta de la línea de combustibles de Exxon Mobil en el 2S18. Cabe recordar que tal 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. El 93% de la deuda tiene vencimientos de largo plazo, aunque Ecuador y Perú tienen abonos a Capital y vencen finalmente en 2021.

- **Se mantiene plan de inversiones:** En línea con el plan de crecimiento y conversión de la compañía, en el 3T18 se destinaron COP 184 mil MM incluyendo nuevas EDS a la red, la remodelación de algunas existentes y de EDS afiliadas, sumado a la construcción de las tiendas de conveniencia, los servicios de auto lavado (Ziclos) y las inversiones operativas necesarias en las plantas de combustibles, entre otras. Cabe mencionar que las mayores inversiones en las plantas de almacenamiento y abastecimiento de combustibles se realizan con el fin de mantener e incrementar la capacidad instalada, factor de alta relevancia para la compañía, pues le permite mantener su red logística de entrega de producto y cumplimiento a los clientes. Es importante resaltar que la compañía considera que en Panamá las inversiones en EDS y servicios complementarios se dan motivadas por un segmento maduro que aporta significativamente a la utilidad bruta y al margen respectivo, con lo cual buscan ampliar la red de EDS Propias, la renovación de imagen de las EDS existentes y la construcción de nuevos formatos.

Panamá.
Ebitda y Ebitda por Galón



Margen Neto



Resumen resultados financieros
Cifras en Miles de Millones COP

Terpel					
	3T18	3T17	2T18	Var % A/A	Var % T/T
Volumen (millones Glns)	705	628	682	12,3%	3,3%
Ingresos	4.993	3.871	4.631	29,0%	7,8%
Utilidad Bruta	429	426	472	0,7%	-9,2%
EBITDA	204	215	226	-4,8%	-9,8%
Utilidad Neta	58	76	64	-23,3%	-8,7%
Margen EBITDA	4,1%	5,5%	4,9%	-145 pbs	-80 pbs
Margen Neto	1,2%	2,0%	1,4%	-79 pbs	-21 pbs

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Mirando al sur del Continente

Mineros | Entrega de Notas 3T18
Mirando al sur del Continente

Consideramos los resultados financieros de Mineros como POSITIVOS. Una mejor dinámica de la producción procedente de Nicaragua (+7,7% A/A) permitió que los ingresos operacionales registraran estabilidad en el 3T18 (-0,1% A/A), sopesando tanto la menor producción en Colombia (-1,9% A/A) como presiones bajistas en los precios del oro (-4,9% A/A). Cabe mencionar que con el objetivo de poder listarse en la Bolsa de Toronto (TSX), la compañía continúa con su reorganización societaria y ha logrado la certificación de reservas y recursos requerida por el estándar canadiense. Al respecto, estiman poder llevar la propuesta del listado en el TSX en el 1S19. Por otro lado, para el cierre del 2018 proyectan una reducción anual en utilidades, alcanzando una producción anual de oro en el rango de 180 mil – 200 ml onzas, cerrar la transacción con Yamana Gold en Argentina y Chile, entre otros. Por su parte, el proceso de integración de los nuevos activos de los países del Cono Sur se daría gradualmente a partir del 1T19.

A

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

Hechos relevantes

- **Nicaragua salva la papeleta:** En medio de presiones a la baja en los precios del oro en el 3T18 (-4,9% A/A), la estabilidad en los ingresos consolidados (-0,1% A/A) estuvo relacionada con mayores niveles de producción (+3,0% A/A) liderados por una buena dinámica en Nicaragua (+7,7% A/A), la cual compensó una leve disminución en Colombia (-1,9% A/A). Adicionalmente, una reducción en los costos y gastos (-2,9% A/A) permitió que la utilidad operacional se expandiera un 5,5%. Sumado a lo anterior, coberturas cambiarias sobre la tasa de cambio y los precios del oro permitieron que la utilidad neta mostrara un comportamiento favorable (+10,2% A/A) y el margen neto se situara en el 7,6%. Cabe mencionar que la producción consolidada estuvo concentrada en un 54% en Nicaragua y un 46% en Colombia. Es importante mencionar que en el acumulado a septiembre la utilidad neta presenta una reducción del 30,3% A/A, relacionado principalmente con la menor dinámica de la operación aluvial en Colombia y su efecto a la baja en los ingresos.

- **Operación aluvial sigue repercutiendo en Colombia**: La reducción en la producción de oro en Colombia sigue estando relacionada con un menor nivel de producción aluvial en la zona del Bagre-Antioquia, la cual cedió terreno en el 3T18 (-6,4% A/A), afectada por mayor cantidad de sedimentos y un bajo nivel del agua, mientras que la producción subterránea mostró una dinámica favorable (+26,5% A/A). Cabe recordar que la reducción en el margen Ebitda en el 3T18 en Colombia (-260 pbs hasta 38,1%) está relacionada principalmente con la menor rentabilidad originada de la mayor producción de oro de forma subterránea frente a la aluvial, la cual genera un nivel de costos y gastos más elevados.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**N/A**
Recomendación	**N/A**
Market Cap (BN)	0,5
Ultimo Precio	2.020
YTD (%)	-20,2%
Participación Colcap	N/A

Roberto Paniagua
Analista Acciones

Omar Suarez
Gerente Estrategia Renta Variable

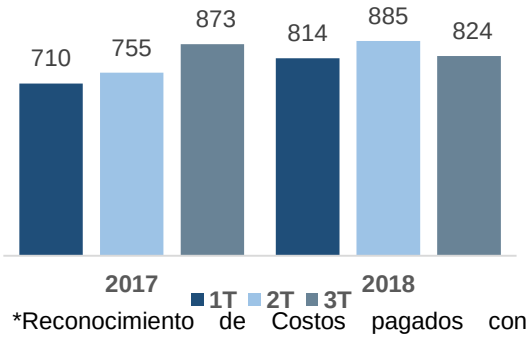
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Mineros | Entrega de Notas 3T18
Mirando al sur del Continente

- **Nicaragua sigue con su bonanza:** La implementación del modelo bonanzas de minería artesanal sigue dando sus frutos en el país centroamericano, donde los ingresos operacionales tuvieron un buen comportamiento (+4,4% A/A) jalonado por una mayor producción de minería artesanal (+12,2% A/A), la cual representó el 77% de la producción total del periodo, mientras que la participación restante (23%) está relacionada con la producción propia y se redujo un 5,1% A/A. Acompañando la mejora en ingresos, una reducción del 3,4% A/A en costos y gastos permitió mayores niveles de utilidad. A nivel de márgenes, el margen Ebitda se ubicó en 24,3% (+601 pbs A/A) y el margen neto llegó hasta el 6,3% (+190 pbs).

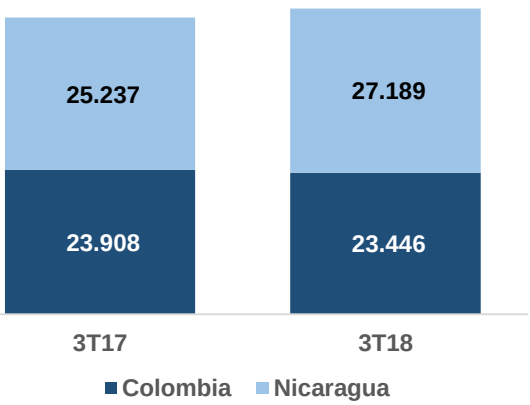
- **Con la mirada en el sur:** Respecto al reciente acuerdo con Yamana Gold, sobresale que: **1)** Se realizaría la compra de la mina Gualcamayo, ubicada en la provincia de San Juan en Argentina, con pago de USD 30 MM más pagos contingentes dependiendo de ciertos ámbitos de la producción. La financiación se dio con recursos bancarios y propios, donde esperan que la generación de la propia de la mina pague el préstamo. Se adquiere operación a cielo abierto y mina subterránea, las cuales tienen potencial de crecimiento en operación, donde se espera una producción de 100 mil onzas en 2018, reservas por 491 mil onzas y 2,2 MM de onzas de oro en recursos medidos e indicados. **2)** La Pepa corresponde a un proyecto de exploración en el Cinturón de Oro Maricunga en Chile, relacionado con un activo en fase temprana de exploración. Se tiene la opción de compra del 100%, con USD 5 MM en los 24 meses siguientes a la firma (adquisición del 20%), USD 15 MM 24 meses después de realizar estudios preliminares para llegar al 51% acumulado y posteriormente un derecho de compra del 49% restante. Dicho proyecto lo realizarán en conjunto con Yamana Gold.

Cash Cost Consolidado* (USD)



*Reconocimiento de Costos pagados con Efectivo

Onzas de oro producidas



Resumen resultados financieros

Cifras en Millones COP

Mineros					
	3T18	3T17	2T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	186.172	186.328	203.486	-0,1%	-8,5%
Costos y Gastos	144.015	148.350	158.146	-2,9%	-8,9%
Utilidad operacional	42.157	39.978	45.340	5,5%	-7,0%
Utilidad Neta	19.766	17.935	19.707	10,2%	0,3%
EBITDA	59.071	54.919	62.203	7,6%	-5,0%
Margen EBITDA	31,7%	29,5%	30,6%	225 pbs	116 pbs
Margen Operacional	22,6%	21,5%	22,3%	119 pbs	36 pbs
Margen Neto	10,6%	9,6%	9,7%	99 pbs	93 pbs
Onzas de Oro Producidas	50.635	49.146	53.396	3,0%	-5,2%

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

A paso lento

Regresar

ETB | Entrega de Notas 3T18
A paso lento

Consideramos los resultados financieros de ETB como levemente POSITIVOS. Dentro de los aspectos a destacar se encuentra que la utilidad neta se ubicó por segundo trimestre consecutivo en positivo (COP 24 mil MM) y su margen en el 6%, con el margen Ebitda llegando hasta el 39%, siendo el mayor en varios años, debido a efectos no recurrentes relacionados con recuperaciones adicionales del impuesto al patrimonio generado entre 2008 – 2010, sin lo cual este se hubiera ubicado levemente por debajo del registrado en el 3T17 (37%). En cuanto a la dinámica de clientes, llama la atención que el número de usuarios en el 3T18 llega hasta los 635 mil usuarios, sin registrar cambios frente al 1T18, lo cual puede ser una señal de alerta pues serían 6 meses sin incremento en clientes, teniendo en cuenta que la compañía ha hecho esfuerzos importantes en diversificar sus ingresos a través de los "servicios nuevos" como Fibra óptica y Móviles.

A

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

Hechos relevantes

- **No cesan esfuerzos por diversificación:** La compañía sigue en la búsqueda de la diversificación de sus ingresos, tratando de incrementar su exposición a los llamados servicios nuevos, como lo son Fibra Óptica y Móviles, con el objetivo de compensar la menor dinámica de los servicios tradicionales, principalmente el Cobre. Dichos servicios representaron el 29% de los ingresos al corte de septiembre, donde el 20% de sus ingresos provinieron de Fibra Óptica, presentando un incremento significativo frente al mismo periodo del año anterior (+300 pbs vs Sept. 2017). Sin embargo, la dinámica de Móviles luce ralentizada, al representar una mínima variación frente a septiembre del 2017, llegando al 9% de ingresos (+100 pbs), en medio de un segmento con altos niveles de competencia. Por su parte, cobre redujo su participación en los ingresos desde 50% en septiembre del 2017 al 46% en el 2018.

- **Provisiones distorsionan resultados**: En medio de la mayor participación de la Fibra Óptica, los ingresos presentaron un incremento del 7% A/A al 3T18, lo cual a su vez jalonó levemente los costos y gastos (+4% A/A). El Ebitda del 3T18 presentó un incremento anual significativo (+13% A/A), con un margen del 39%, siendo este el mayor en los últimos años, el cual está relacionado con recuperaciones adicionales del impuesto al patrimonio generado entre 2008 – 2010, representando 3% del Ebitda del 3T18, sin el cual el margen hubiese sido levemente menor al del 3T17. Respecto al efecto a la baja de las Depreciaciones, Amortizaciones y Provisiones del 3T18, cabe recordar que el 2T18 este rubro incluyó la devolución de una provisión de contingencias judiciales. Por su parte, sobre la utilidad neta, cabe recordar que el 3T18 es el segundo trimestre consecutivo de utilidades positivas. La compañía resalta los menores deterioros de cartera, con reducciones de COP 30 mil MM en el periodo, favoreciendo la liquidez de la compañía.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**450**
Recomendación	**Neutral**
Market Cap (BN)	1,0
Ultimo Precio	270
YTD (%)	-40,9%
Participación Colcap	0,09%

Roberto Paniagua
Analista Acciones

Omar Suarez
Gerente Estrategia Renta Variable

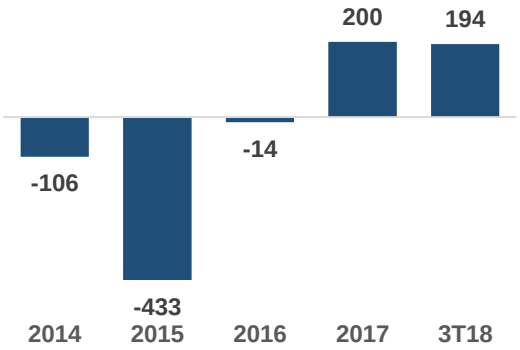
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

ETB | Entrega de Notas 3T18
A paso lento

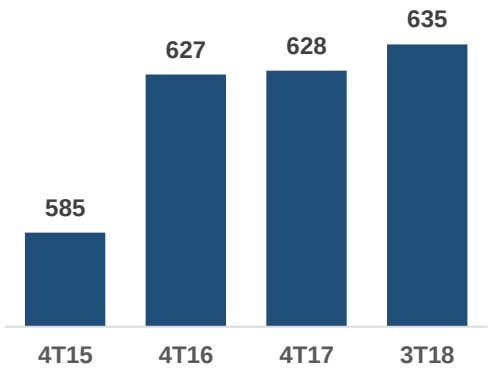
- **Banda Ancha con menor ritmo de crecimiento de usuarios:** En línea con la mayor participación de la Fibra Óptica dentro de los ingresos, el número de usuarios en el 3T18 llega hasta los 635 mil usuarios (+7 mil clientes vs el 4T17), sin embargo no registra cambios frente al 1T18, lo cual puede ser una señal de alerta pues serían 6 meses sin incremento en clientes. Por su parte, en telefonía móvil, los clientes de internet móvil se ubican en 372 mil, presentando una reducción del 9,9% frente a los 413 mil clientes del 1T18, con la telefonía móvil pospago llegando hasta los 224 mil clientes (-6,2% vs 1T18) y la telefonía móvil prepago en 324 mil clientes (- 7,1%% vs 1T18).

- **Capex evoluciona gradualmente:** Al corte del 3T18, el Capex representó el 26% de los ingresos operacionales, donde cerca de un 78% del Capex estuvo destinado a actividades comerciales y el restante a infraestructura. Es así como el acumulado a septiembre llega a los COP 201 mil MM y la compañía espera llegar a los COP 268 mil MM en este rubro para el cierre del 2018. Cabe mencionar que la migración de un cliente de cobre a fibra óptica implica incurrir en un Capex significativo por la instalación de equipos y cuya inversión no se recupera en el corto plazo. La ganancia se centra en la conservación del cliente a través de un mejor servicio que genere estabilidad en los ingresos. Por su parte, la compañía espera que la relación futura de Capex / Ingresos se ubique por encima del 20%. Por otro lado, la compañía mencionó que para el 2019 esperan que sus ingresos tengan un crecimiento cercano a la inflación, lo cual implicaría una recomposición en los ingresos provenientes de los productos de fibra y los de cobre.

Ebitda – Capex
Miles de MM COP



Banda Ancha
Miles de Clientes



Resumen resultados financieros
Cifras en Miles de Millones COP

ETB					
	3T18	3T17	2T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	385	359	370	7%	4%
Costos y gastos totales	234	225	247	4%	-5%
Utilidad Operacional	10	(44)	138	-	-93%
Utilidad o Pérdida Neta	24	(37)	84	-	-71%
EBITDA	152	134	123	13%	24%
Margen EBITDA	39%	37%	33%	215 pbs	624 pbs
Margen Operacional	3%	-12%	37%	-	-3470 pbs
Margen Neto	6%	-10%	23%	-	-1647 pbs

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Diversifica y reinarás

Regresar

PEI | Entrega de Notas 3T18
Diversifica y reinarás

Consideramos los resultados financieros del PEI como POSITIVOS. La diversificación por tipo de inmueble y arrendatario ha permitido que el vehículo inmobiliario muestre una buena dinámica operacional, con el NOI creciendo 11,2% A/A al corte de septiembre del 2018, mientras que el nivel de vacancia física se situó en el 4,3%, por debajo de la vacancia del mercado para todas las categorías. Respecto a futuras emisiones de bonos, la compañía mencionó que acorde a las condiciones del mercado esta podría darse a finales del 2019 o comienzos del 2020, mientras que una nueva emisión de TEIs podría realizarse a mediados del 1T19. Sobre el cambio de rueda de negociación, la compañía no tiene mayor información respecto al momento en el cual se pueda realizar su modificación a la Rueda de Acciones. Cabe mencionar que a septiembre del 2018 el valor promedio del precio de negociación de los Títulos estuvo alrededor del 101% y que en el 3T18 se negociaron cerca de COP 281 mil MM, con una frecuencia de negociación del 96% de los días hábiles transados.

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

Hechos relevantes

- **Diversificación en curso:** Al corte de septiembre el PEI continúa con su estrategia de diversificación por tipo de activo, ciudad y arrendatario, permitiéndole negociar de manera más eficiente las primas de seguro y reducir ciertos tipos de riesgos, como catástrofes naturales, cambios en el perfil de crédito de los arrendatarios, entre otros. Así las cosas, el Área Bruta Arrendable (GLA) llegó hasta los 869 mil m2 (+4% A/A), debido principalmente al crecimiento en los segmentos de Bodegas y Corporativo, llevando a los Activos bajo manejo (AUM) hasta los COP 4,5 Billones (+7% A/A), donde el 70% lo concentran los activos Corporativos y los Comerciales (39% cada uno). Cabe recordar que Bogotá concentra el 63% del AUM, seguido de Medellín con el 12%. Por parte de los ingresos, Davivienda corresponde al arrendatario que concentra la mayoría de sus ingresos por arrendamientos (11,5%), seguido por Éxito (5%) y Nutresa (4,5%), donde este último registró un crecimiento significativo frente al 3,6% de septiembre del 2017.

- **Vacancia muestra ligero repunte:** La vacancia económica (vacancia medida por el nivel de ingresos facturados del total de m2 disponibles) muestra un repunte de 20 pbs A/A hasta el 4,8%, jalonada principalmente por el segmento de Bodegas, debido a un incremento en el periodo de gracia a Suppla. Por su parte, la vacancia física se reduce hasta el 4,3% (-100 pbs A/A), donde llama la atención mencionar que el PEI muestra niveles de vacancia inferiores a la de los mercados donde tiene participación: **1)** En Corporativo su vacancia física es del 2% vs 12% del mercado. **2)** A nivel Comercial la vacancia del 9% se ubica por debajo del 13% del mercado. **3)** Finalmente, en Bodegas el 2% de vacancia del vehículo inmobiliario se aleja de forma marcada del 13,6% del mercado. Por su parte, los activos especializados muestran una vacancia física del 24%, sin tener un benchmark para comparar.

Roberto Paniagua
Analista Acciones

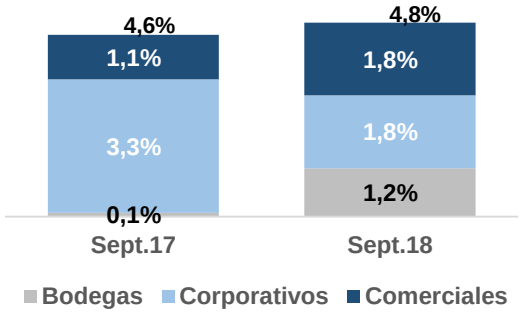
Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

PEI | Entrega de Notas 3T18
Diversifica y reinarás

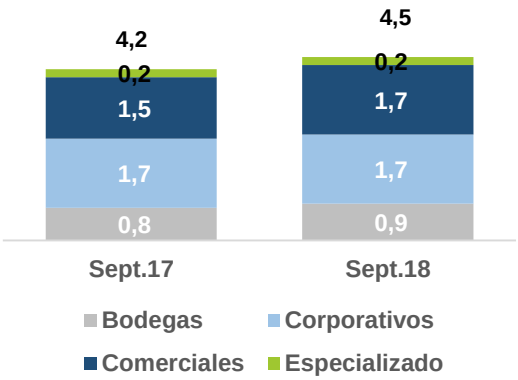
- **Bonos mejoran perfilamiento de la Deuda:** La reciente emisión de bonos a plazos entre 3 y 25 años por un total de COP 500 mil MM, permitió que la compañía redujera el costo de la deuda en 39 pbs hasta el 7%. De igual manera, el vencimiento promedio de la deuda tuvo un aumento significativo, pasando de 1,79 a 6,45 años. Lo anterior teniendo en cuenta que el vencimiento promedio de la vigencia de contratos es de 8 años. Adicionalmente, la colocación de deuda atada al IPC calza de forma adecuada con los contratos de arrendamiento, fuente natural de ingresos del PEI, los cuales están atados a este mismo índice. Como resultado de lo anterior, el gasto financiero se redujo un 29,3% A/A al corte de septiembre del 2018. Respecto a futuras emisiones de bonos, la compañía mencionó que acorde a las condiciones del mercado esta podría darse a finales del 2019 o comienzos del 2020.

Vacancia Económica



- **Perspectivas para fin de año:** La compañía espera realizar el cierre de transacciones de activos en proceso de negociación, además de poder tener una Asamblea Extraordinaria buscando poner en consideración de los inversionistas una actualización del prospecto de emisión y colocación de títulos participativos. Por su parte, respecto al mercado inmobiliario esperan que los inventarios sigan reduciéndose progresivamente, permitiendo que la dinámica de precios de los inmuebles y los arriendos se estabilice en el 2019 y puedan tener ajustes graduales al alza en el 2020 y 2021. Respecto a la Ley de Financiamiento, la compañía informa que se encuentran atentos a los efectos finales que pueda tener en el negocio inmobiliario.

AUM (Billones COP)



Resumen resultados financieros
Cifras en Miles de Millones COP

PEI			
	9M18	9M17	Var % A/A
Ingresos	279	250	11,6%
NOI	218	196	11,2%
EBITDA	174	156	11,5%
Gasto Financiero	53	75	-29,3%
Margen EBITDA	62%	62%	-3,4 pbs
GLA (Miles de m2)	869	832	4,4%
AUM (Billones)	4,5	4,2	7,1%

GLA: Área Bruta Arrendable
AUM: Activos bajo adminisración

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

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 Análisis y Estrategia
juan.ballen@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22622

Diego Velásquez
Analista de Renta Fija
diego.velasquez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

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

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

Mesa Distribución

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

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

John Alexander Jiménez
Gerente Comercial Bogotá
jjimenez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22721

Mesa Institucional Acciones

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

Mesa Institucional Renta Fija

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

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

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.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA