
Resumen Resultados Corporativos 4T18

03 de abril de 2019

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

La recuperación toma forma para 2019

Resumen de Resultados Corporativos 4T18

Destacamos que el 40% de los emisores bajo análisis presentaron resultados Positivos para el 4T18, mientras que un 35% se ubicaron en terreno Neutral y el restante 25% mostró un desempeño negativo, lo cual muestra una mejora significativa respecto al 3T18. En el Sector Petrolero, Ecopetrol registró una utilidad neta de COP 2,6 BN (-4,6% A/A) y un EBITDA de COP 7,0 BN (21,9% A/A) en el último trimestre. No obstante, se evidenció una dinámica débil en el 4T18 a nivel trimestral y anual, presionada por el incremento de costos tanto fijos como variables. El desempeño de 2018 fue positivo, reflejado en el mayor EBITDA de la historia de la compañía (COP 30,8 BN), sin ajustar por inflación, cuyo margen fue 45%, 3 p.p. superior al de 2017.

Respecto a las Holdings, Grupo Sura la utilidad neta decreció 26,2% A/A principalmente por el negativo aporte de SUAM, impactado por la desinversión en rentas vitalicias en Chile, una dinámica negativa del ingreso por encaje, y la contracción anual del ingreso por método de participación, presionado mayormente por Protección. En Grupo Argos se evidenció un crecimiento importante de ingresos (4,5% A/A) jalonados mayormente por Energía (+COP 81 mil MM), mientras resaltamos el importante aporte del Negocio Inmobiliario al EBITDA, que incrementó 14,3% A/A.

En el Sector de Utilities, Celsia pese a evidenciar un crecimiento en ingresos (10% A/A), impulsados por la operación en Colombia, registró una contracción del margen EBITDA, impactado por el incremento del costo de ventas en Colombia (20% A/A) relacionado con el mayor requerimiento de generación de seguridad y a un aumento en la participación de la generación térmica de 9%. Respecto a ISA, reflejó una buena dinámica operacional, principalmente en el negocio Transmisión de Energía, con expansión del margen EBITDA (+330 pbs A/A).

Frente al Sector Financiero, para Bancolombia resaltamos la utilidad neta del 4T18 (COP 1,0 BN) y la de 2018 (COP 2,66 BN) mayores a nuestras expectativas de COP 550 mil MM y COP 2,21 BN respectivamente. Igualmente, destacamos la estabilización anual de provisiones por deterioro de la cartera, mientras se mantuvo el ritmo de crecimiento de la cartera de consumo (15,19% A/A), y el crecimiento de la cartera comercial. En Davivienda, se presentó un positivo desempeño del Margen Financiero Bruto, acompañado por un retroceso en los gastos de provisiones, los cuales impulsaron el crecimiento tanto anual como trimestral de la utilidad neta, jalonando la recuperación del ROAE anualizado (+270 pbs T/T).

Finalmente en el Sector Cementero, para Cemargos la buena dinámica operacional en Colombia compensó parcialmente la reducción anual de volúmenes en EE.UU, mientras que se contrajeron los volúmenes de cemento en CCA, debido a un entorno retador en Panamá. Finalmente, respecto a CLH la reducción en ingresos en todos los países donde tiene presencia provocó que el consolidado se contrajera (-6% A/A) mientras que mayores costos variables de fletes y energía presionaron el menor margen EBITDA (-470pbs A/A y -60 pbs T/T).

A

POSITIVOS



B

NEUTRALES



C

NEGATIVOS



La recuperación toma forma para 2019

Resumen de Resultados Corporativos 4T18

En conclusión, consideramos que los resultados del 4T18 evidenciaron una mejora respecto a los presentados en el 3T18 y en el 4T17. Operacionalmente, el 55% de las compañías bajo análisis registraron crecimientos en su EBITDA, mientras que el 45% en su utilidad neta. Por consiguiente, en nuestra opinión, la mejora a nivel fundamental de los emisores soporta el significativo desempeño alcista del mercado accionario a nivel local, que se evidencia en la valorización en 2019 con corte a marzo del Índice Colcap de 19,7%, al igual que daría lugar a la continuación de dicha dinámica, acompañada de una recuperación gradual de la economía colombiana y en la medida que el nivel de aversión al riesgo a nivel global permanezca controlado.

Resumen de resultados 4T18 (CdB)

COP miles de millones

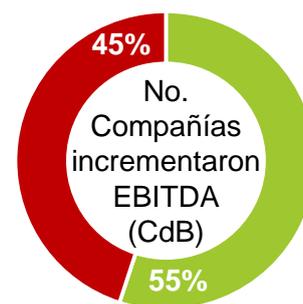
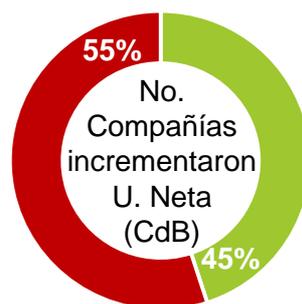
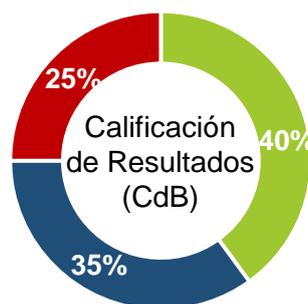
	Ingresos			EBITDA			Utilidad Neta Controladora		
	4T18	4T17	Var %	4T18	4T17	Var %	4T18	4T17	Var %
Ecopetrol	18.314	15.363	19,2%	7.042	5.778	21,9%	2.647	2.775	-4,6%
Bancolombia*	4.528	4.162	8,8%	1.143	1.314	-13,0%	1.002	969	3,4%
Davivienda*	2.435	2.325	4,7%	467	412	13,3%	374	360	3,9%
Grupo Argos	3.748	3.585	4,5%	1.111	972	14,3%	177	44	302,3%
GEB ***	1.384	1.192	16,1%	299	230	30,0%	559	276	102,6%
ISA	1.854	1.667	11,2%	1.125	957	17,6%	513	269	90,7%
ETB	370	378	-2,1%	154	133	15,8%	-2	20	
PEI****	385	344	11,9%	248	226	9,7%	163	147	10,9%
Cementos Argos	2.108	2.107	0,0%	356	377	-5,6%	52	-79	
Celsia	906	824	9,9%	316	309	2,3%	64	39	62,3%
Avianca**	1.292	1.121	15,3%	295	203	45,3%	19	15	26,7%
BVC	63	56	12,5%	13	18	-27,8%	9	10	-10,0%
Canacol**	51	40	27,5%	33	30	12,0%	-16	30	
Concreto	377	392	-4,0%	48	82	-42,2%	23	44	-47,7%
Mineros	231	201,9	14,4%	73	75	-2,7%	97,3	32,5	199,4%
Grupo Sura	4.734	4.243	11,6%	218	280	-22,0%	231	313	-26,2%
Grupo Éxito	15.665	15.729	-0,4%	1.085	1.214	-10,6%	160	187	-14,6%
Grupo Nutresa	2.404	2.304	4,3%	286	244	17,1%	121	142	-15,0%
CLH**	260	278	-6,6%	55	72	-24,0%	10	-33	
Terpel	5.329	4.240	25,7%	152	153	-0,7%	20	23	-13,0%

* El EBITDA fue reemplazado por la UAI.

** Cifras en USD MM.

*** Utilidad Operacional en vez de EBITDA.

**** Cifras anuales



■ Positivos ■ Neutrales ■ Negativo

■ Si ■ No

■ Si ■ No

Índice

(Hipervínculos)

[5. Bancolombia](#)

[8. Davivienda](#)

[11. Bogotá](#)

[13. Grupo Aval](#)

[15. BVC](#)

[17. Ecopetrol](#)

[26. Canacol](#)

[28. Éxito](#)

[32. GPA](#)

[34. Nutresa](#)

[38. Cementos Argos](#)

[41. Cemex Latam Holding](#)

[44. Concreto](#)

[46. GEB](#)

[50. Celsia](#)

[53. Isa](#)

[56. Avianca](#)

[59. Grupo Argos](#)

[62. Grupo Sura](#)

[65. Corficolombiana](#)

[67. Terpel](#)

[69. Mineros](#)

[72. ETB](#)

[74. PEI](#)



El muy esperado rebote

 Regresar

Consideramos que los resultados publicados por Bancolombia para el 4T18 fueron **POSITIVOS**. La utilidad 4T18 del banco se ubicó en COP 1,0 billón y la utilidad del año completo en 2,66 billones, superando ampliamente nuestras expectativas (550 mil millones para 4T18 y 2,21 billones para el año completo). La utilidad trimestral creció 11,12% A/A y 84,49% T/T. Destacamos la estabilización a nivel anual y la disminución a nivel trimestral de las provisiones por el deterioro de la cartera, mientras se mantuvo el ritmo de crecimiento de la cartera de consumo (8,60% T/T y 15,19% A/A), así como el crecimiento de 6,01% A/A y 4,64% T/T de la cartera comercial, toda vez que los indicadores de cartera vencida a 30 y 90 días mejoraron durante el trimestre. Es importante notar la contribución de la baja tasa de impuestos efectiva de 4T18 que se ubicó en 9,61% (34,13% para el año completo), así como la devaluación del peso de 9,34% T/T y 8,91% A/A que afecta positivamente el crecimiento de aproximadamente 30% de la cartera de créditos (Centroamérica). Incrementamos nuestro precio objetivo a COP 37.500.



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

Hechos relevantes

- **Aparente cambio de fase:** La información de 4T18 muestra la continuación de la recuperación en el crecimiento de la cartera de créditos, junto con el inicio de la recuperación en los indicadores de calidad de la cartera. Los indicadores de calidad de la cartera normalmente presentan un rezago en su recuperación frente a lo que muestra el crecimiento de la cartera de créditos, por lo que la mejora en la calidad evidenciada en los resultados del trimestre parecen confirmar el cambio de tendencia en el ciclo crediticio colombiano.
- **Bien, pero sin exagerar:** Reconociendo las señales de recuperación del negocio en Colombia, es importante recalcar que los resultados de 4T18 fueron afectados positivamente por varios eventos puntuales no recurrentes. El margen neto de intereses (MNI) ubicado en 6,0% se explica en buena medida el reconocimiento de intereses por COP 120 mil millones, a partir de la reclasificación bajo IFRS de clientes que anteriormente hacían parte del “escenario 3” (con mayor probabilidad de incumplimiento a los que no se les causa intereses), a mejores escenarios de riesgo crediticio. Adicionalmente, con la recuperación de impuestos de periodos anteriores, la tasa efectiva del impuesto de renta en 4T18 fue 9,61% y de 24,13% para todo el año, lo que permitió una utilidad neta superior. Adicionalmente, se presentó una recuperación de COP 168,7 mil millones por concepto de la valoración de Tuya. Es innegable la recuperación en la calidad de la cartera junto con el crecimiento de esta, pero el muy buen resultado de 4T18 se explica en mayor medida por factores diferentes no recurrentes, parte de los cuales no tienen que ver con el negocio bancario.

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	37.500
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	33,9
Ultimo Precio	35.900
YTD (%)	14,3%
D. Yield	2,84%
Participación Colcap	19,84%

Andrés Duarte
Director Renta Variable
(Corficolombiana)

● **Continúa la apuesta al consumo:** En el análisis a los resultados de 3T18, hicimos énfasis en nuestra preocupación en relación al aumento al hecho de que mientras Bancolombia continuaba creciendo de manera agresiva su cartera de consumo, mejorando el margen neto de intereses, mientras que el margen ajustado por provisiones no dejaba de deteriorarse. Para 4T18, el banco continuó creciendo su cartera de consumo, que ahora participa del 18.5% del total de la cartera. Sin embargo, para el cuarto trimestre del año, los indicadores ajustados por las provisiones como el margen neto ajustado, también mejoraron, algo que no había ocurrido durante los trimestres previos. El crecimiento del ingreso neto por intereses ajustado por provisiones fue de 17,5% T/T y 6,1% A/A.

● **Expectativas:** Durante 2019, el banco espera consolidar la recuperación que comienza a mostrar el negocio en Colombia. Dado que el crecimiento esperado de la cartera es aún moderado, junto con el efecto positivo que tendrá la aplicación de Basilea III al cálculo de la solvencia del banco (incremento cercano a los 150 puntos básicos), no esperamos que el banco recurra al mercado de capitales para capitalizarse este año. En línea con nuestra expectativa de recuperación lenta en el crecimiento del PIB en 2019 (3,2% A/A frente a 2,8% A/A en 2018), consideramos razonables las expectativas del banco para este año: crecimiento nominal superior al 10% A/A en la utilidad, crecimiento de entre 7% y 9% anual para la cartera de créditos, y un ROE cercano al 12,5%. En los tipos de cartera, su crecimiento sería de entre 11% y 13% en Consumo, 10% en Vivienda y entre 8% y 9% en Comercial. Sin embargo, se le debe hacer un especial seguimiento a Centroamérica, pues su aporte al crecimiento de la cartera se explica básicamente por la devaluación del peso colombiano, mientras que los indicadores de desempeño del negocio en la región se han venido deteriorando.

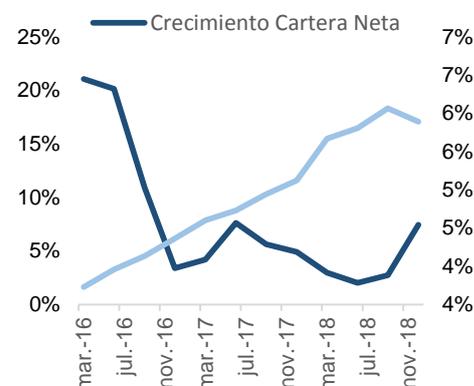
Resumen resultados financieros

Cifras en Miles de Millones COP

BANCOLOMBIA					
	4T18	4T17	3T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso por intereses	4.258	4.162	3.966	2,31%	7,37%
Egreso por intereses	1.439	1.506	1.397	-4,41%	3,02%
Ingreso Neto por intereses	2.819	2.657	2.569	6,12%	9,74%
Provisiones Netas	987	930	1.009	6,14%	-2,15%
Utilidad antes de impuestos	1.143	1.314	799	-13,01%	43,08%
Impuesto de Renta	110	346	213	-68,21%	-48,43%
Utilidad Neta	1.002	969	543	3,46%	84,56%
				Cambio en pbs:	
NIM	6,04%	6,01%	5,71%	3	33
ROE	16,72%	15,96%	9,43%	76	729
Eficiencia	47,71%	42,09%	50,54%	562	-283
Solvencia	14,18%	13,66%	13,66%	52	52
Calidad de Cartera *	4,33%	4,49%	5,09%	-16	-76
Cobertura de Cartera*	128,21%	107,52%	112,23%	2,069	1,598

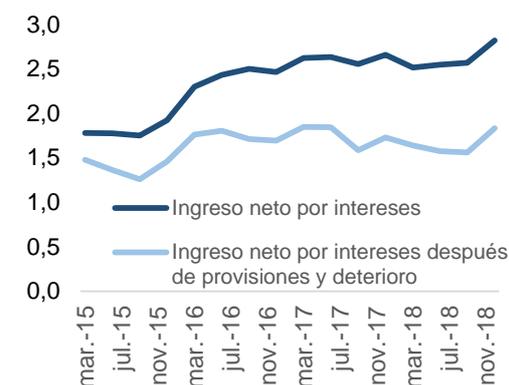
Crecimiento y calidad de la cartera

Variación porcentual



Evolución del ingreso neto

COP Miles de Millones





¿Señales de un 2019 prometedor?

 Regresar

Davivienda | Entrega de Notas 4T18

¿Señales de un 2019 prometedor?

Davivienda presentó resultados financieros **POSITIVOS** para el 4T18. Por el lado positivo, destacamos una mejora relevante en el crecimiento de la cartera, la cual se ubicó por encima de nuestras expectativas, mostrando que el punto de inflexión en este indicador se habría alcanzado en el 2018, mientras esperamos que continúe una recuperación gradual en el año 2019. Asimismo, resaltamos la mejora en el NIM, favorecido por menores costos de fondeo gracias a una menor participación de los depósitos a término. En cuanto al costo de riesgo, este alcanzó su menor nivel en 5 trimestres, impulsado por menores gastos de provisiones y un mayor crecimiento de la cartera bruta, lo cual respalda nuestra perspectiva de mejora gradual de los indicadores de riesgo para el sector bancario hacia el año 2019. De esta manera, la utilidad neta se vio favorecida en el 4T18 tanto en comparación anual como trimestral. Por otro lado, destacamos que aunque la calidad de la cartera registró una leve mejora, esta continúa en niveles altos, donde se presentaron deterioros adicionales en la cartera de consumo y de vivienda. Incrementamos nuestro precio objetivo a 40.000 con recomendación de Neutral.



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

Hechos relevantes

• **Crecimiento de la cartera gana ímpetu:** El crecimiento de la cartera registró un repunte importante durante el 4T18, presentando una variación anual de 12,3%, ubicándose por encima de nuestras expectativas y mostrando un rebote por segundo trimestre consecutivo. Destacamos que todas las carteras presentaron una recuperación significativa, especialmente la de Vivienda (16,4% A/A) y Comercial (12,7% A/A). Esta última estuvo impulsada por oportunidades puntuales con fondos inmobiliarios y empresas del sector público, además de una mayor dinámica por parte del sector corporativo y constructor en Colombia. Es importante resaltar que el crecimiento de la cartera se vio favorecido por la devaluación del peso colombiano y el buen desempeño de la operación en Colombia. Esperamos que el crecimiento de la cartera continúe mostrando una recuperación gradual en 2019 con respecto al año 2018.

• **Calidad de la cartera continúa en niveles altos:** Aunque durante el 4T18 se presentó una leve mejora de la calidad de la cartera frente al trimestre anterior (-3pbs), esta continúa en niveles elevados, reflejo del efecto rezagado de una débil dinámica de la economía colombiana y el deterioro por impago de clientes particulares. La moderada mejora estuvo explicada por la cartera comercial, la cual se redujo de manera relevante en 11pbs, explicado en gran parte por ajustes implementados en los procesos de recuperación y en las políticas del segmento pyme. Mientras tanto, se presentó un deterioro en la Cartera de Consumo (4 pbs A/A) y en la de Vivienda (3pbs A/A), donde esta última se ha visto impactada por nichos específicos de clientes en algunas regiones del país. Por otro lado, resaltamos el deterioro de la cartera en Centroamérica relacionado con efectos macroeconómicos. Estaremos monitoreando un posible punto de inflexión en próximos trimestres de dicho indicador.

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	40.000
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	17,33
Ultimo Precio	38.200
YTD (%)	23,5%
Participación Colcap	3,2%

Juan Felipe Dluyz
Analista Acciones

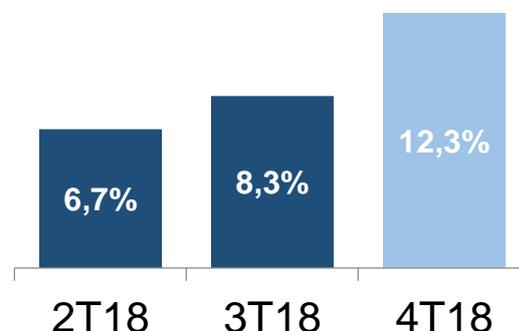
Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable

• **NIM mejora por buena dinámica de cartera y menores costos de fondeo:** El NIM anualizado del 4T18 presentó una mejora en comparación anual (6pbs) y trimestral (15 pbs), favorecido por el buen desempeño de los ingresos de cartera y estabilidad en los egresos financieros. Estos últimos estuvieron controlados gracias a la estrategia de captación de recursos a bajo costo, donde se destaca la disminución en la participación de los depósitos a término, además de menores tasas de fondeo relacionadas con una política monetaria más expansiva por parte del Banco de la República.

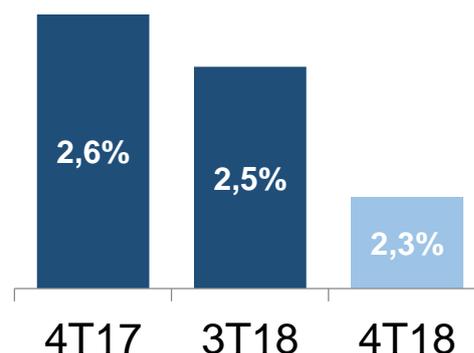
• **Gasto de provisiones retrocede por mejora en recuperación de cartera en mora:** El gasto de provisiones continuó descendiendo en el 4T18 a COP 513 mil millones, 9,4% inferior al máximo observado en el 2T18 (COP 566 mil millones) y menor en 3,5% al reportado en el trimestre anterior. De esta manera, el gasto de provisiones completa 2 trimestres seguidos mostrando retrocesos, lo cual indicaría un punto de inflexión para dicho rubro. Es importante destacar que la mejora estuvo explicada por la buena gestión de recuperación de la cartera en mora. De esta manera, consideramos como positivo que el costo de riesgo se encuentra en sus menores niveles en 5 trimestres (Desde el 3T17).

• **Utilidad muestra buen desempeño:** El buen desempeño del Margen Financiero Bruto, acompañado por un retroceso en los gastos de provisiones, impulsaron la utilidad neta en comparación anual (4%) como trimestral (29,6%), generando una recuperación del ROAE anualizado de 270 pbs vs 3T18.

Crecimiento de la Cartera



Costo de Riesgo



Resumen resultados financieros

Cifras en Miles de Millones COP

Cifras en COP miles de millones	Davivienda			Var % A/A	Var % T/T
	4T17	3T18	4T18		
Ingresos financieros	2.325	2.320	2.435	4,7%	5,0%
Egresos Financieros	919	885	911	-0,9%	2,9%
Margen financiero bruto	1.406	1.435	1.524	8,4%	6,2%
Provisiones	512	532	513	0,2%	-3,6%
Margen financiero neto	894	903	1.011	13,1%	12,0%
Impuesto de Renta	52	145	92	76,9%	-36,6%
Utilidad Neta	360	289	374	3,9%	29,4%
NIM	6,3%	6,2%	6,4%	6 pbs	15 pbs
ROAE	13,5%	10,7%	13,4%	-10 pbs	270 pbs
Eficiencia	48,5%	46,2%	48,4%	-10 pbs	220 pbs
Solvencia	12,3%	12,3%	11,9%	-41 pbs	-34 pbs
Calidad de Cartera *	2,8%	4,0%	3,9%	117 pbs	-3 pbs
Cobertura de Cartera *	107,1%	106,0%	107,6%	50 pbs	160 pbs

* A 90 días



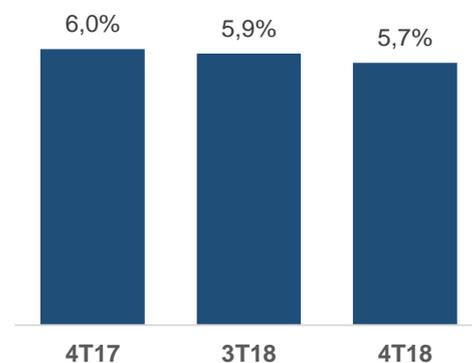
Banco de Bogotá

 Regresar

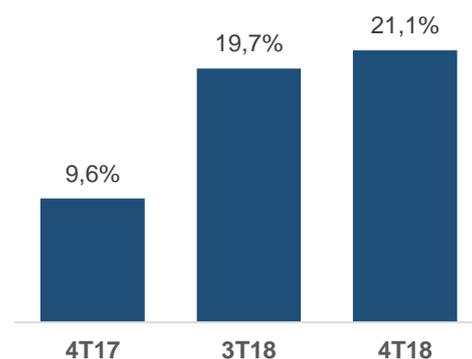
Hechos relevantes

- **La utilidad neta atribuible** para el 4T18 fue de COP 950 mil millones, 132% mayor a la registrada en el 4T17.
- **La Cartera Bruta total creció 7.0%** en los últimos 12 meses a COP 109.5 billones. En ausencia de los movimientos de la tasa Peso/Dólar del período, la cartera bruta habría crecido 2.8%.
- **Los Depósitos fueron del 79.1%** del total del fondeo a diciembre de 2018. Los depósitos a término contribuyeron con el 41.7% del total de los depósitos, las cuentas de ahorro contribuyeron con el 28.7% del total, y las cuentas corrientes alcanzaron el 29.2%.
- **El Margen Neto de Interés de cartera fue de 5.7% en el 4T18**, lo cual significó un decrecimiento frente al 6.0% registrado en el mismo trimestre de 2017. Por su parte, el Margen Neto de Interés de inversiones fue de 0.7%, disminuyendo 0.3 pp respecto al nivel registrado en el 4T17.
- **El ROAE en el último trimestre de 2018 fue de 21,1%**, 1150 pbs superior al presentado en el 4T17.
- **El Costo de Riesgo consolidado para el año se ubicó en 2,4%**, luego de que las recuperaciones de castigos fuera de 2,4% en 2018.

NIM



ROAE



Resumen resultados financieros

Cifras en Miles de Millones COP

Banco de Bogotá					
Cifras en COP Miles de Millones	4T17	3T18	4T18	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos por intereses	2.818	2.815	2.933	4,2%	4,1%
Gasto por Intereses	1.106	1.080	1.141	6%	3%
Ingresos netos por intereses	1.712	1.735	1.792	3,3%	4,7%
Provisiones Netas	615	632	837	32,4%	36,1%
Utilidad Neta	410	836	951	13,8%	132,0%
NIM	6,0%	5,9%	5,7%	-20 pbs	-30 pbs
ROAE	9,6%	19,7%	21,1%	140 pbs	1150 pbs
Eficiencia	50,0%	45,3%	47,9%	260 pbs	-210 pbs
Calidad de Cartera 90 días	2,4%	2,9%	2,8%	-10 pbs	40 pbs
Relación de Solvencia	13,5%	13,2%	13,5%	30 pbs	0 pbs



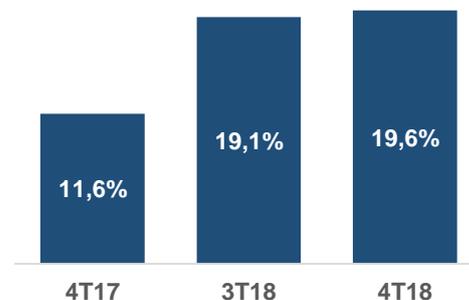
Grupo Aval



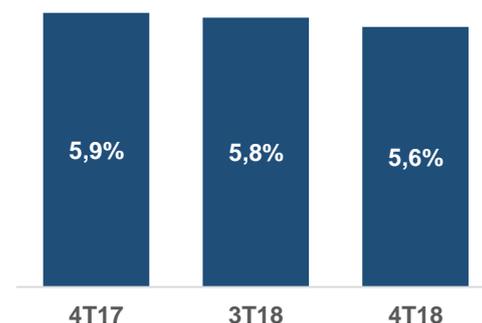
Hechos relevantes

- **Utilidad Neta del 4T18 fue de COP 851 mil MM**, mientras que la de 2018 se ubicó en COP 2,913 mil millones. La utilidad neta del trimestre incrementó 14.9% frente al 2T18 y 78.7% frente al 3T17. La utilidad neta en 2018 incrementó 48.4% frente a la utilidad neta de 2017.
- **El ROAA y ROAE** para el último trimestre del año se ubicaron en de 2.6% y 19.6%, respectivamente.
- **El NIM se ubicó en el 5.6% para 4T18**, 0.3 pp menor que el registrado en el mismo trimestre de 2017. Trimestralmente también disminuyó (- 0.2 pp).
- **Razón de eficiencia**, medido como gastos operativos antes de depreciación y amortización sobre el total de ingresos fue de 41.8% en el 4T18 mientras que en el 4T17 se ubicó en 46.3%. Dicho ratio antes de depreciaciones y amortizaciones como porcentaje de la totalidad de activos promedio fue de 3.5% para 2018 y 2017.
- **Por su parte, el costo de riesgo neto de recuperaciones de cartera castigada anual fue de 2.4% en 2018**, levemente menor al registrado en 2017 (2.5%).

ROAE



NIM



Resumen resultados financieros

Cifras en Miles de Millones COP

COP Miles de Millones	Grupo Aval				
	4T17	3T18	4T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos por intereses	4.623	4.599	4.692	1,5%	2,0%
Gasto por Intereses	1.961	1.847	1.935	-1,3%	4,7%
Ingresos netos por intereses	2.662	2.752	2.757	3,6%	0,2%
Deterioro cartera de créditos	1.126	1.014	1.360	20,8%	34,1%
Utilidad Neta Controladora	467	783	851	82,3%	8,7%
NIM	5,9%	5,8%	5,6%	-30 pbs	-30 pbs
ROAE	11,6%	19,1%	19,6%	800 pbs	800 pbs
Eficiencia	46,3%	39,1%	41,8%	-450 pbs	-450 pbs
Calidad de Cartera 90 días	2,8%	3,2%	3,1%	30 pbs	30 pbs



Deceval dice presente

 Regresar

Consideramos los resultados financieros de BVC como NEUTRALES.

Con base en un análisis de los resultados financieros proforma, tras la consolidación de Deceval, destacamos el crecimiento de los ingresos para 2018, que presentaron un crecimiento de 9% A/A, y donde sobresale la participación de los Servicios de Tecnología (31%) jalonada por el aumento de COP 11.216 millones frente a 2017 de los ingresos de Sophos, favorecidos por el impulso de proyectos a nivel local. No obstante, los costos y gastos totales registraron un incremento mayor al de los ingresos de 12% frente al año anterior, ejerciendo presión sobre márgenes operacionales de la compañía, que se evidencia en la contracción de 11 p.p A/A del margen EBITDA del 4T18. Por su parte, el resultado neto del año (COP 39 mil MM) se vio favorecido por la disminución del gasto por impuestos a las ganancias (-COP 9.936 MM) lo cual, junto con el crecimiento de los ingresos previamente descrito, explica la estabilidad del margen Neto frente a 2017 (18%).



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

Hechos relevantes

• **Sophos, principal impulso de ingresos:** Se registró una dinámica positiva (9% A/A) en 2018 a nivel de ingresos (proforma), donde destacan las participaciones de soluciones de tecnologías y servicios de emisores, por 32% y 25% respectivamente. Frente a la primer línea de negocio mencionada, Sophos evidenció un aumento de 17% A/A en sus ingresos, jalonados por mayores proyectos locales. Por parte de servicios de emisores, la dinámica de ingresos descrita fue principalmente por el buen desempeño de Ofertas Públicas. Por su parte, los ingresos de Precia, Deceval y BVC incrementaron COP 995 MM, COP 3.598 MM y 3.909 MM de forma respectiva. No obstante, el EBITDA proforma del año se contrajo 3 p.p frente a 2017, dado un incremento de 12% A/A de los costos y gastos, mayor al evidenciado por los ingresos.

• **Utilidad neta favorecida por menores impuestos:** En 2018, la utilidad neta evidenció un comportamiento positivo, incrementando anualmente 7%, favorecida por una menor carga tributaria (-40% A/A) por COP 9.936 MM y a pesar de la dinámica negativa del EBITDA anteriormente mencionada. Sin embargo, el margen neto registró un desempeño estable al ubicarse en 19%, igual al presentado en 2017.

Resumen resultados financieros

Cifras en COP MM	BVC				
	4T17	3T18	4T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	56	60	63	13%	5%
Costos y Gastos	44	44	51	17%	17%
Utilidad Operacional	20	16	13	-33%	-18%
Utilidad Neta	10	11	9	-15%	-19%
EBITDA consolidado	18	19	13	-27%	-31%
Margen EBITDA	32%	32%	21%	-1127 pbs	-1096 pbs
Margen Operativo	36%	27%	21%	-1434 pbs	-611 pbs
Margen Neto	18%	18%	14%	-435 pbs	-412 pbs

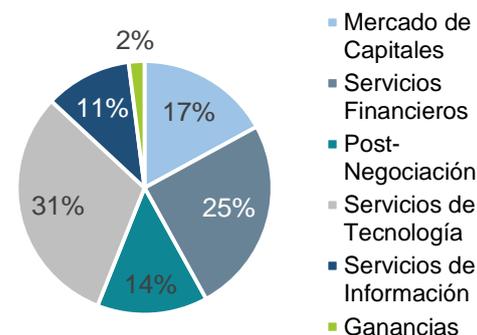
BVC + Subsidiarias

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	12.000
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	0,73
Ultimo Precio	12.060
YTD (%)	0,67%
Participación Colcap	0,27%

Distribución de ingresos por línea de negocio



Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable



**Repotenciada le sigue apostando al
recobro**

 Regresar

La publicación de resultados 4T18 por parte de Ecopetrol evidencia que la compañía continúa recuperándose, por lo que los consideramos **POSITIVOS**. La utilidad de Ecopetrol para 4T18 fue de COP 2,65 billones, con lo que la utilidad anual se ubicó en 11,56 billones. Este resultado fue considerablemente menor a nuestra estimación de 13 billones para la utilidad anual debido a la sobreestimación de la devolución de impairment (prueba de deterioro), quitando este efecto, la utilidad de Ecopetrol habría sido cercana a los 11,78 billones, en línea con nuestra estimación sin impairment de 11,71 billones. Por otra parte, el EBITDA 4T18 de 7,04 billones fue 15,5% inferior a nuestra estimación, en línea con el incremento de 12,42% T/T en el costo de ventas. Destacamos el margen EBITDA de 45% para el año, 3 p.p. superior al del año anterior, y el EBITDA de 30,80 billones, el más alto de la historia de la compañía sin ajustar por inflación. En este informe realizaremos un análisis de los resultados financieros de Grupo Ecopetrol y de cada uno de los segmentos en el 4T18 y en el año 2018, donde adicionalmente incluiremos un análisis sobre el Plan 2019-2021, nuestras perspectivas en términos de inversión, política de dividendos, apalancamiento, pruebas de deterioro, reservas y producción.



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

Hechos relevantes

• **Upstream (Exploración y Producción):** El precio promedio del petróleo Brent de 4T18 se ubicó en 68,1 dólares por barril (dpb), creciendo 6,02% A/A. A nivel trimestral se presentó un decrecimiento (-15,49% T/T), lo cual no ocurría desde 2T17. Teniendo que la tasa de cambio promedio del trimestre se devaluó 6,01% A/A y 7,01% T/T, las variaciones trimestral y anual del precio promedio en 4T18 fueron -4,09% T/T y 17,13% A/A. Mientras tanto, el precio del gas en dólares se mantuvo estable, con el precio promedio de 2018 decreciendo 1,32% A/A, y el de 4T18 creciendo 1,83% A/A. Aunque la cifra trimestral de precio promedio de la canasta de venta de gas creció 2,16% T/T, no esperamos que este crecimiento continúe, ni que el efecto del Fenómeno del Niño iniciado al cierre de 2018 vaya a ser mayor.

Mientras tanto la producción nacional de crudo y gas, de la que Ecopetrol participa en 68% y 76% aproximadamente, se ubicó en 877,47 kbped (miles de barriles de petróleo equivalente diario) y 1.016,33 mmpcd (millones de pies cúbicos diarios), creciendo 0,26% T/T y 1,86% A/A; y 4,03% T/T y 8,61% A/A respectivamente. De esta manera, **la empresa cumplió con la meta de producción de 720 kbped, mientras que incrementó el índice de reposición de reservas a 129% (126% en 2017), aumentando la vida media en años de 7,1 a 7,2 años. Mientras tanto, en Exploración, la compañía logró una tasa de éxito geológico de 46%.**

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	3.000
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	131,9
Ultimo Precio	3.210
YTD	21%
Dividend Yield	2,8%
Participación Colcap	15,8%

Andrés Duarte

**Director de Renta Variable
Corficolombiana**

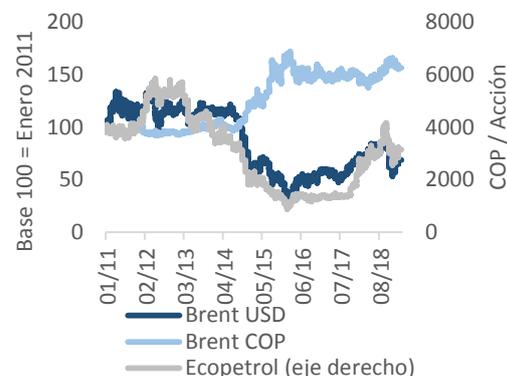
Roberto Paniagua
**Analista Renta Variable
Corficolombiana**

Omar Suarez
**Gerente de Estrategia
Renta Variable
Casa de Bolsa**

• **Midstream (Transporte):** En transporte, además de lograr un margen EBITDA de 76,60% en 2018 (incrementando 226 pbs respecto a 2017), durante el año entró en operación el sistema San Fernando – Apiay, finalizando con éxito la ampliación de la infraestructura de transporte del P135 para hacer más robusto el sistema. En lo corrido del año, la estrategia de reversión por el Oleoducto Bicentenario completó 53 ciclos de reversión permitiendo reducir el impacto generado por los ataques y las válvulas ilícitas al Oleoducto Caño Limón-Coveñas.

• **Downstream (Refinación):** En la Refinería de Cartagena la carga promedio del año fue de 151,3 mil barriles por día, 11,5% más que el año anterior. La composición de la carga fue 77% crudo nacional y 23% importado, frente a un 50% de crudo nacional y 50% importado en 2017. Por otro lado, aun reconociendo la presencia de factores cuyo entendimiento requiere de un elevado nivel técnico, **el desempeño del segmento de refinación, con pérdidas netas de COP 1,32 billones anual y COP 1,09 billones trimestral, y márgenes EBITDA para los periodos correspondientes de 5,30% y 2,23% continúan pareciéndonos decepcionantes**, aún –y de hecho más- teniendo en cuenta el imparmente de COP 0,85 billones para 2018, pues implica una expectativa futura menos favorable. **Si omitimos el efecto del impairment, la utilidad operacional del año apenas llega a 90 mil millones (margen operacional de 0,24%), mientras que el margen bruto de 3,66% es considerablemente menor al 10,70% de 2015 y 7,98% de 2016, años durante los cuales no funcionó Reficar.**

Precio Acción y Commodity



Fuente: Ecopetrol. Cálculos: Corficolombiana

Resumen resultados financieros

COP Miles de MM

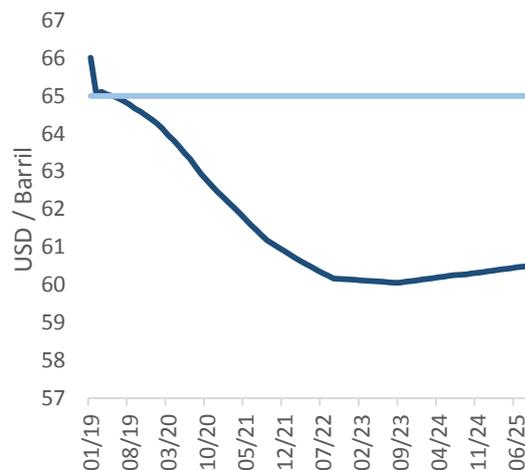
Cifras en COP miles de millones	Ecopetrol				
	4T18	4T17	3T18	Var % A/A	Var% T/T
Ingresos por ventas	18.314	15.363	17.876	19,2%	2,5%
Costos de ventas variables	7.413	5.500	6.342	34,8%	16,9%
Costos de ventas fijos	2.648	2.435	2.228	8,7%	18,9%
Costo de ventas	11.942	9.745	10.623	22,5%	12,4%
Utilidad bruta	6.372	5.618	7.253	13,4%	-12,1%
Gastos operacionales	1.382	1.402	1.600	-1,4%	-13,6%
Utilidad operacional	4.494	5.615	5.653	-20,0%	-20,5%
Utilidad neta controladora	2.647	3.427	2.775	-22,8%	-4,6%
EBITDA	7.042	5.778	7.997	21,9%	-11,9%
				Cambio anual	Cambio trimestral
Margen Bruto	34,8%	36,6%	40,6%	-178 pbs	-578 pbs
Margen Operacional	24,5%	36,5%	31,6%	-1201 pbs	-708 pbs
Margen Neto	14,5%	22,3%	15,5%	-785 pbs	-107 pbs
Margen EBITDA	38,5%	37,6%	44,7%	84 pbs	-628 pbs

Superado 2018, ¿ahora qué?:

• Con la publicación de los resultados de Ecopetrol para 2018, un año que consideramos POSITIVO para la empresa, se completa la información requerida para hacer inferencias sobre el desempeño futuro de Ecopetrol bajo diferentes escenarios futuros (escenarios de precio básicamente), teniendo en cuenta que durante los últimos cinco años se presentó la parte descendente en el ciclo de los commodities, seguido de una recuperación parcial en los precios. Mientras tanto, Ecopetrol se repotenció a nivel de la eficiencia operativa, disciplina en la inversión, e integración de los diferentes segmentos, con Reficar completando su segundo año de operación. Teniendo en cuenta lo anterior, analizamos la razonabilidad del plan estratégico presentado por Ecopetrol junto con los resultados 4T18, utilizando como referencia algunos de los temas más importantes en nuestra opinión, como lo son: la política de dividendos, las pruebas de deterioro y las reservas.

• **El Plan:** Entre las metas operativas y financieras más relevante del Plan hacia el 2021 están: (i) alcanzar niveles de producción orgánica entre 750-770 kbped, (ii) crecimiento de reservas totales del Grupo Ecopetrol manteniendo el índice de reemplazo de reservas orgánico por encima del 100%, sin considerar efecto precio, (iii) viabilizar la carga óptima del sistema integrado de refinación a un nivel entre 370-400 kbpd, (iv) aumentar volúmenes transportados en línea con nuestra producción país, (v) invertir entre USD 12-15 mil millones que se reflejen en un nivel de retorno sobre el capital empleado por encima del 11% a precios del Plan, y (vi) sostener una robusta posición de caja y un apalancamiento óptimo que preserve el grado de inversión de la Compañía. El plan asume un precio de referencia de 65 USD/bl. Aunque esto puede cambiar, al cierre de febrero, los contratos futuros sobre la referencia Brent, no coinciden con el requerimiento de precio mínimo requerido por el plan.

Futuros Brent



Fuente: Bolsa de futuros de Chicago

En 2018 Ecopetrol superó lo planeado para 2020:

Evolución Plan al 2020		
	Meta al 2020	Avance al 2018
Adición de Reservas (MMBOE)	600	647
Expansión Internacional	Americas	Brasil: Bloques Saturno y Pau. México: Offshore. USA: Bloques USGoM
Flujo de Caja disponible (USD B)	4,8	7,1
Adición de Recursos Contingentes (MMBOE)	1000	972
Plan de Ahorro (USD B)	4,3	3,3
EBITDA Upstream / Barril (USD / Bl)	25	26
Deuda Bruta / EBITDA (x)	2,5 - 3x	1,2x

B: Billones. Fuente: Ecopetrol.

- **Upstream:** Nos concentramos en los elementos operativos que consideramos de mayor relevancia, teniendo en cuenta que la empresa aclara que los objetivos no incluyen el efecto precio en el caso de las reservas, ni la expansión inorgánica en general. El plan se enfoca en el crecimiento de reservas y producción apoyado en un estricto criterio de disciplina de capital, y la generación de eficiencias y protección de caja, apalancado en:

- **El aumento del programa de incremento de factor de recobro en los campos actuales de 19% en 2018 a 21% en 2021, lo que habilitaría una producción de GEE al 2021 de entre 750 – 770 kbped. Adicionalmente, el índice de reposición de reservas sin incluir el efecto de precio será de 100%.**

- **No convencionales:** Ecopetrol ha destinado USD 500 millones en el periodo 2019 a 2021 para el desarrollo de pilotos cuya realización está sujeta a las decisiones del Gobierno en esa materia.

- **Adicionalmente:** Se cuenta con la diversificación del portafolio exploratorio en Colombia, la internacionalización de las operaciones, incluyendo negocios orgánicos e inorgánicos.

- **El éxito del plan depende del recobro mejorado.** No esperamos que antes de 2022 se tenga producción no convencional, especialmente porque lo que se tiene hasta ahora es una propuesta de la comisión de expertos en la materia para la realización de pilotos, que no es vinculante para el gobierno.

- **Midstream:** La actividad continuará siendo un importante generador de caja, con niveles de margen EBITDA estimados entre el 75% - 80%. Se anticipa que la demanda a mediano plazo de gas natural en Colombia seguirá creciendo, eventualmente excediendo la oferta existente a nivel local. En este contexto, Ecopetrol continuará con la maduración técnica y comercial necesaria para el desarrollo y puesta en producción de los recursos de gas del Caribe colombiano a mediano plazo, así como la búsqueda de potenciales socios estratégicos. También se abren oportunidades para desarrollar nuevas opciones de comercialización y trading de gas.

- **Vemos perfectamente viable que Midstream mantenga su elevado aporte al EBITDA y que se vea beneficiado de un incremento en la producción local de petróleo, así como una mayor demanda de gas en Colombia. Ahora bien, no esperamos que Ecopetrol incremente sus reservas de gas durante los siguientes tres años a partir del off-shore, que en la práctica requiere de niveles de precio muy elevados para ser considerados viables (para que se desarrolle la infraestructura requerida para conectar el yacimiento con el consumidor).**

Aporte al EBITDA por Segmentos



Fuente: Ecopetrol. Cálculos: Corficolombiana

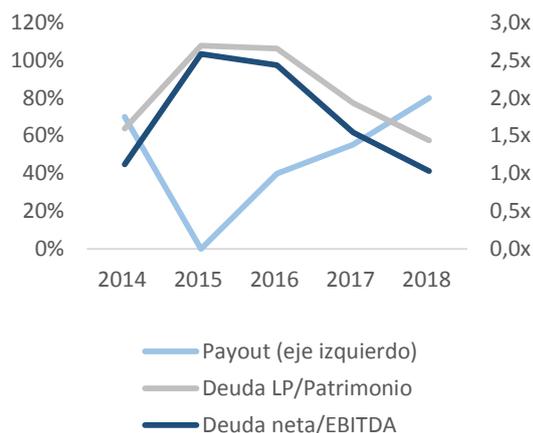
- Downstream:** El segmento del Downstream se concentrará de 2019 a 2021 en el aprovechamiento y optimización de la infraestructura actual, con una carga de refinación esperada entre 370 y 400 kbpe, así como el incremento del margen bruto, que se proyecta oscile entre 12 y 15 USD/BI. Lo anterior, gracias principalmente a la materialización de sinergias entre las refinerías de Cartagena y Barrancabermeja, y la captura de oportunidades de mercado asociadas a la regulación IMO (International Maritime Organization por sus siglas en inglés), la cual propende por el uso de combustibles con menor contenido de azufre en el transporte marítimo. **Ecopetrol busca viabilizar la carga óptima del sistema integrado de refinación a un nivel entre 370 y 400 kbpd.** Como veremos más adelante, **las recientes pruebas de deterioro y su resultante impairment, no parece coincidir con el cumplimiento de estos objetivos.**

- Inversión:** La empresa espera invertir entre USD 12 y 15 mil millones (82% upstream, 8% midstream, 7% downstream y 3% otros), en 2019 espera invertir entre USD 3.500 y 4.000, 90% Exploración y Producción. El plan puede ser autofinanciado, y en todo caso, la posición de caja se deberá mantener robusta, con un endeudamiento (Deuda/EBITDA) de 1,5x (de 2017 a 2018 pasó de 1,9x a 1,2x). No vemos problemática esta inversión, pero sí debemos revisar algunos elementos puntuales clave para la compañía, de cara al cumplimiento de este plan estratégico.

- La política de dividendos:** Durante los últimos años, la relación esperada de mayor endeudamiento en línea con una mayor distribución de dividendos, y viceversa, no se observa en Ecopetrol. Tanto la estructura de capital como la política de dividendos se mueven a partir de la generación de caja interna, que habiéndose recuperado y mientras presenta una fase de crecimiento, resulta en el prepago de la deuda (disminución de la deuda/EBITDA) y una mayor distribución de dividendos.

- El limitante un mayor endeudamiento de la empresa es el indicador de Deuda/ EBITDA, pero mientras no tenga proyectos de inversión e incremente la generación de caja, el indicador de endeudamiento continuará disminuyendo, más si se tiene en cuenta que el plan estratégico es autofinanciable. La holgura de caja puede disminuir en caso de que el escenario de precios base no se cumpla, lo cual parece ser el caso de acuerdo con la curva forward actual, así como el supuesto de un payout de 60%, toda vez que fue de 80% para las utilidades de 2018, lo que en la práctica se constituye en un incumplimiento de la política.

Payout y razones de endeudamiento



Fuente: Ecopetrol. Cálculos: Corficolombiana

- La política planteada para la distribución de las utilidades de 2016 fue el 40% de la utilidad neta antes de impairments, para 2017 se propuso como política distribuir entre el 40% y el 60% de la utilidad neta, y para 2018 se repartió el 80% de la utilidad neta ajustada (20% correspondiente a un dividendo extraordinario).
- Para los minoritarios, el constante cambio de la política de dividendos y su cumplimiento generan incertidumbre. Ahora bien, la compañía está en condiciones de repartir más dividendos aún luego de los prepagos realizados durante 2018. **Así las cosas, surge la inquietud respecto a la disponibilidad y calidad de suficientes proyectos de crecimiento inorgánico (y orgánico también).**
- **Las pruebas de deterioro:** Mientras que el incremento de 31,43% A/A en el precio de la referencia Brent utilizado para la certificación de reservas resultó en un aporte de 39,41% a la adición de reservas de 2018, y representó 7,01% de las reservas totales al cierre del año, sin esta revisión, las reservas totales habrían disminuido 3,19%, en vez de aumentar 4,10% A/A. Mientras tanto, la devolución de impairment de Upstream por 736,8 mil millones, que afectó a las inversiones en asociadas y a los recursos naturales en el balance, representó 2,96% del total de estas cuentas en 2018, y aportó 3,25 p.p. en el crecimiento de 10,08% A/A que presentó el total de estas.
- Hay que destacar que el escenario de precios afectó mucho menos al activo que a las reservas, pues las reservas se certificaron con un precio promedio Brent de USD 72,2 y una tasa de descuento de 10% fija en USD, mientras que el impairment devuelto tiene en cuenta las expectativas y diferentes escenarios futuros, por lo que el futuro no parece tan promisorio como lo indicaría la evolución de las reservas.
- En esta misma línea, del impairment por 1,06 billones a Downstream, preocupa: **i)** expectativas del mercado del impacto que tendrá la implementación de la regulación MARPOL (Convenio Internacional para la prevención por la contaminación por los Buques) sobre la proyección de márgenes de productos refinados; y **ii)** el diferencial de crudos livianos y pesados que sirven como materia prima, pues evidencian un escaso margen de intermediación en una actividad que consiste precisamente en obtener un margen por realizar la refinación; **iii)** el hecho de que dentro de la explicación de la devolución del impairment de 2017 para el segmento de refinación está “una mayor certidumbre en los márgenes de refinación producto de la ratificación del convenio internacional para prevenir la contaminación ocasionada por los buques (Marpol) a partir de 2020”, y finalmente; **iv)** mientras el impairment reconoce un deterioro esperado en márgenes, el plan estratégico cuenta con el incremento en el margen bruto de Downstream.

- **Las reservas y el recobro:** Como mencionamos atrás, mientras que el precio promedio de referencia para la certificación de reservas para 2018 creció 31,4% A/A, el tamaño de las revisiones por concepto del precio disminuyó 30,45% A/A ubicándose en 121 mmbpe, por lo que pareciera que con los campos actuales como referencia, los incrementos vía revisiones serán marginales y decrecientes, ante incrementos marginales en el precio de referencia. Pero este precio no parece incrementar en 2019, sino por el contrario disminuir, por lo cual la revisión podría implicar una disminución en las reservas.

- Sin embargo, la empresa es clara respecto al hecho de que la adición de reservas va a depender más del recobro mejorado, y no va a tener en cuenta el efecto del precio. En este sentido, tanto la producción como las reservas dependerán de la evolución del recobro mejorado.

- Los 129 mmbpe adicionados a las reservas por cuenta del recobro mejorado, aportaron 42,02% a la adición total de reservas, y crecieron 76,71% A/A respecto a la adición de reservas por cuenta del recobro el año anterior. Teniendo en cuenta el CAPEX esperado de producción de 2.074,5 millones de dólares para 2019 disminuye 3,5% respecto al año anterior, el incremento en el factor de recobro y en los campos con programas de recobro mejorado en funcionamiento debe estar siendo justificado más por programas en curso en este momento. Según esto, asumiendo que el efecto precio no genera revisión de reservas, la producción neta del año será de 240.5 mmbpe (partiendo de una producción bruta de 725 kbped que se infiere en el plan de inversiones para 2019), y una adición de 57 mmbpe por concepto de extensiones y descubrimientos, el aporte del recobro mejorado deberá incrementar 42,77% a/a (184,17 mmbpe), para lo cual se requeriría de un CAPEX de USD 3.067 millones (de acuerdo con la relación entre CAPEX de producción y recobro de 2018).

- De 2017 a 2018, la producción correspondiente a la aplicación de técnicas de recobro mejorado pasó del 13% del total al 23% del total. Para cumplir con los objetivos planteados, la empresa deberá continuar con esta senda, e incrementar el factor de recobro igualmente. Seguramente el compromiso relacionado con el recobro a nivel de reservas (y producción) corresponde al escenario base de Ecopetrol, pues el cumplimiento del plan estratégico depende de esto.

Capex y adición de reservas



Fuente: Ecopetrol. Cálculos: Corficolombiana

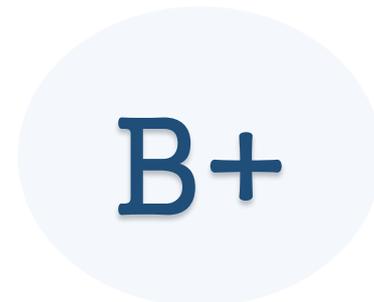
- **Conclusiones:** 2018 fue un año positivo para Ecopetrol, empresa que superó un contexto muy complicado. La empresa les cumplió a todos sus accionistas, ayudándole al gobierno cuando más lo necesita, y respondiéndole a los minoritarios que han mantenido su confianza en la compañía. Reconocer esto es indispensable.
- El que la compañía establezca un precio de referencia para su plan, aclare que sus metas corresponden a lo que tiene hoy sin crecer inorgánicamente, y anuncie sus expectativas de producción y reservas (estas últimas sin el efecto precio), evidencian seriedad y el reconocimiento de la naturaleza incierta del sector.
- Ahora bien, contando con el positivo aporte de Midstream, que evidentemente se beneficiará de los requerimientos de gas del país y crecerá en línea con la producción de petróleo y gas en Colombia, y sin esperar demasiado de Downstream, el seguimiento al recobro mejorado (producción, factor de recobro, eficiencia del CAPEX destinado) se convierte en el catalizador de valor más importante de la empresa.



Producción de gas finaliza 2018 pisando fuerte

 **Regresar**

Consideramos los resultados financieros de Canacol como Neutrales, con sesgo positivo. Destacamos el crecimiento anual de los ingresos para el 4T18 (+USD 10 MM A/A), explicado por el importante crecimiento de producción de gas, que se ubicó en 116,6 MMscfpd para el trimestre, y por el buen comportamiento del precio de dicha materia prima, 6% mayor al evidenciado en el 4T17. Lo anterior compensó el mal comportamiento de producción de petróleo, debido a la venta de participación por parte de Canacol en gran parte de los activos petroleros en 2018. Por consiguiente, operacionalmente la compañía evidenció una dinámica positiva, reflejada en el aumento del Netback registrado (17% A/A), también favorecido por la contracción de los gastos operacionales gracias a la dilución de costos fijos por el incremento de la producción previamente mencionada. No obstante, Canacol registró una pérdida neta de USD 16 MM, impactada mayormente por el mayor gasto de impuesto de renta diferido. Resaltamos el positivo contrato de crédito acordado por USD 30 MM, del cual el 81% se destinó para la compra de la instalación de procesamiento de gas natural Jobo 2.



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

Hechos relevantes

- **Gas no trota, corre:** Destacamos el importante incremento (40% A/A) para el 4T18 en la producción de gas, explicado por la finalización de nuevas infraestructuras como el gasoducto de Sabanas, que impulsó, junto con mayores precios de venta de la materia prima en mención, el crecimiento de los ingresos totales, los cuales fueron de USD 51 MM, (+28% A/A) compensando la negativa dinámica de producción de petróleo. Lo mencionado anteriormente junto con un decrecimiento de los gastos operacionales, gracias a la dilución que significó el importante incremento en la producción, principalmente, jalonaron la ganancia operacional neta, la cual aumentó 17% frente al mismo trimestre de 2017. En efecto, el EBITDAX presentó un incremento de 12% A/A.

- **Mayor impuesto diferido presiona resultado neto:** Canacol reportó una pérdida neta para el periodo analizado de USD 16 MM, debido al impacto negativo principalmente del incremento del gasto de impuesto de renta diferido de 11% A/A, acompañado de cargos por agotamiento y depreciación, y el gasto de remuneración basada en acciones por USD 599 millones, el cual se reconoce respecto al valor razonable de las unidades otorgadas.

Importante monitorear para 2019 la finalización de la facilidad de procesamiento de gas Jobo, el cual aumentaría la capacidad de producción de gas a 300 MMscfpd, previo a la terminación del gasoducto de Promigas, prevista para en junio del presente año.

Resumen resultados financieros

Canacol					
Cifras en USD miles	4T17	3T18	4T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos totales	39.781	59.133	50.727	28%	-22%
Utilidad (perdida) Neta	(150.343)	12.138	(16.272)	-	-
EBITDAX	29.857	36.006	33.440	12%	-11%
Margen Neto	-377,9%	20,5%	-32,1%	-	-
Margen EBITDAX	75,1%	60,9%	65,9%	-913 pbs	503 pbs
Producción de gas (Mcfpd)	83.043	114.923	116.616	40%	1%
Producción de petróleo (boepd)	3.008	1.816	488	-84%	-73%
Netback (\$ / boepd)	19,2	22,0	22,5	17%	2%

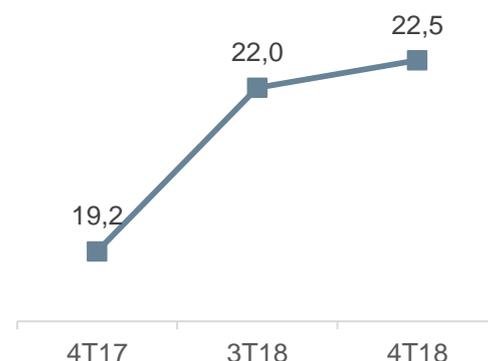
Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	10.840
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	1,88
Ultimo Precio	10.580
YTD (%)	9,75%
Participación Colcap	0,23%

Netback

Cifras en \$ / boepd



Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

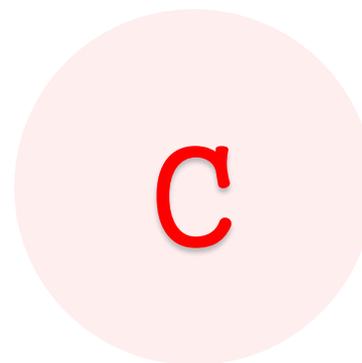
Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable



Colombia, a paso de tortuga

 Regresar

Grupo Éxito reportó sus resultados para el cierre de año fiscal 2018. A primera instancia, **consideramos los resultados del emisor como negativos, y quedamos a la espera de la reunión con los analistas para aclarar dudas con respecto a la generación de efectivo, factores negativos de las operaciones y nuevas cuentas contables usadas.** Destacamos que los resultados a nivel holding, como hemos venido aclarando a lo largo de la cobertura del emisor, no son representativos para análisis financiero y mucho menos para valoración. De esta manera, es pertinente comentar cada línea de negocio por separado, incluyendo las operaciones a nivel holding. Brasil, tal y como ha ocurrido durante el año, ha sido el generador de valor del Grupo, mientras que Colombia continúa perjudicando la adición de valor al accionista de la empresa, pues los niveles de apalancamiento y dificultades operativas han llevado el flujo de caja generado en el periodo a terreno negativo. Argentina y Uruguay continúan siendo líneas de negocio en ambientes económicos retadores, aunque han logrado aumentar Ventas Mismos Metros (VMM) en moneda local.



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

Hechos relevantes

- **Las buenas noticias:** Destacamos que GPA –filial de Grupo Éxito que opera la línea de negocio en Brasil- tuvo un año de recuperación y estuvo en línea con nuestros estimados. Las operaciones de Brasil se comentaron en [Siguen llegando buenas noticias de Brasil](#), y básicamente nuestras expectativas de crecimiento para el año 2018 fueron bastante asertivas, pues al comparar las estimaciones de ingresos con las ventas reportadas, se tiene que el crecimiento reportado estuvo 33 p.p. por encima de nuestra proyección (10,32% A/A). Desde el punto de vista de flujos de caja operativos, la filial estuvo por encima de nuestras expectativas al reportar BRL 2.586 millones vs nuestro estimado de BRL 2.241 millones. También, los dividendos pagados por la empresa aumentaron 247% A/A, reflejando la recuperación de las operaciones y el buen desempeño de sus líneas de negocio.

- **Uruguay y Argentina con ventajas locales:** Argentina y Uruguay continúan siendo segmentos de operación afectados de manera importante por efectos de tasas de cambio. Las operaciones en los dos países se contrajeron, Argentina por su parte redujo sus ventas 25% A/A, mientras que Uruguay tuvo un decrecimiento más ligero de 1,6% A/A. No obstante, en moneda local ambas líneas de negocio tuvieron crecimientos Mismos Metros, Uruguay 4% A/A y Argentina 27% A/A. Uruguay se vio beneficiado por un tema de implementación de Fresh Market, mientras que Libertad en Argentina por tercer año consecutivo aumentó cuota de mercado dentro de un ambiente económico retador.

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	14.974
Recomendación	Venta
Market cap (COP)	6.47 B
Ultimo Precio	14,460
YTD (%)	17%
Beta ajustado	N/A
Participación Colcap	N/A

Omar Suarez

Gerente Estrategia Renta Variable
Casa de Bolsa

Luis Miguel Alcega
Analista Acciones
Corficolombiana

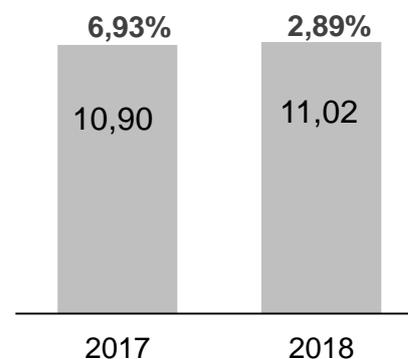
• **Malas noticias desde Colombia continúan:** Las operaciones en Colombia tuvieron un comportamiento negativo, pues las ventas del emisor apenas pudieron aumentar 1,02% A/A vs nuestro estimado de 4% A/A, y el margen EBITDA disminuyó 0.38 p.p. A/A. Es importante destacar que se tenían expectativas importantes de recuperación este año 2018 dado mejores perspectivas económicas que en 2017, y al parecer lo ocurrido fue la continuidad de pérdida de mercado por temas de las tiendas de alto descuento. Nos encontramos a la espera de que las tiendas de descuento reporten resultados del año 2018 para poder concluir y afirmar la pérdida de mercado de Almacenes Éxito.

• **Lo que realmente preocupa de Almacenes Éxito:** Por otro lado, lo más preocupante de las operaciones de Colombia fue la generación de efectivo durante el periodo 2018. Destacamos que el flujo de caja tiene nueva clasificación de cuentas, por lo que es difícil hacer una comparación con los años anteriores como hemos venido realizando. Esperamos poder aclarar las dudas al respecto en la reunión de analistas con el Grupo, y así poder emitir una opinión concreta. No obstante, queremos destacar unos factores importantes:

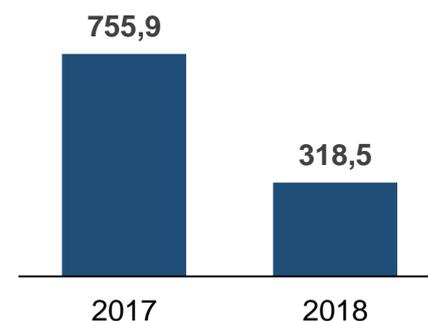
• La empresa reportó en 2017 unas cifras bajo unas cuentas de Estado de flujo de caja, y para el año 2018 reporta distinto (incluso para el mismo año). Es decir, si se toman los estados financieros reportados en 2017 y se comparan con los estados financieros reportados en 2018, las cifras para el año 2017 no concuerdan, y algunas tienen diferencias sustanciales. Por ejemplo, en el flujo de caja se aprecia una reconciliación en los estados financieros 2018 por costos financieros para el año 2017 de COP 203.562 millones más alta, representando un aumento de la cuenta de 60% frente a los estados financieros del 2017. También, bajo los estados financieros en 2018, no se puede evidenciar con la misma calidad el apalancamiento en proveedores, que consideramos cifra fundamental.

• Adicionalmente, si se tiene en cuenta que la empresa en el año realizó una estrategia para disminuir su apalancamiento (que resultó en un *downstream* de deuda hacia Segisor, y realmente no significó un desapalancamiento a nivel consolidado), la empresa a nivel holding no logró generar fondos de efectivo. La operación con Segisor se reportó como un incremento de cuenta en el flujo de caja de inversión por aproximadamente COP 700 mil millones, con lo que si normalizamos por este hecho, el flujo de efectivo generado durante el año 2018 no es COP 266.173 millones si no por el contrario una disminución de efectivo por COP 430mil millones. Hay que tener en cuenta que la deuda que se disminuyó con Segisor sigue siendo parte de la deuda consolidada, no ha sido pagada, ha sido solo una estrategia contable, que no implica ninguna disminución del apalancamiento del Grupo consolidado. Como resultado, la disminución del 5% en el balance de deuda no responde a un pago de capital, si no por el contrario a la estrategia con Segisor. Es decir, el apalancamiento no se disminuye en 2018.

Ventas y FCO/Ventas
COP Billones



FCO
COP miles de millones



Grupo Éxito| Entrega de Notas 4T18

Colombia, a paso de tortuga

Resumen resultados financieros

Cifras en millones de COP

	Grupo Éxito				
	4T18	4T17	3T18	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	15,665,762	15,729,626	12,746,030.00	0%	23%
Costo de ventas	11,879,411	11,605,383	9,781,357.00	2%	21%
Utilidad Bruta	3,786,351	4,124,243	2,964,673	-8%	28%
Gastos de operación	2,954,884	3,178,139	2,556,851	-7%	16%
Utilidad operacional	831,467	946,104	407,822	-12%	104%
Utilidad Neta	160,091	187,374	-9,676	-15%	-1755%
EBITDA	1,085,498	1,214,818	661,131	-11%	64%
Margen Bruto	24%	26%	23%	-205 pbs	91 pbs
Margen Operacional	5%	6%	3%	-71 pbs	211 pbs
Margen Neto	1%	1%	0%	-17 pbs	110 pbs
Margen EBITDA	7%	8%	5%	-79 pbs	174 pbs



Crecimiento que no percibirá Grupo Éxito



Regresar

GPA, principal filial de Grupo Éxito, reportó su informe de ventas para el 4T18. **Consideramos positivos los resultados de la empresa**, la cual mostró un crecimiento Ventas Mismos Metros (VMM) de 6,9% A/A en el 4T18 y 5,5% A/A en el año 2018, significativamente por encima de la inflación. Así, las ventas del trimestre fueron de BRL 7.303 MM y totalizaron el año 2018 con BRL 49.388 MM, reflejando las estrategias de conversión de tiendas, programas de fidelización y esfuerzos continuos de la gerencia. **Nuestras expectativas de crecimiento para el año 2018 fueron bastante asertivas**, pues al comparar las estimaciones de ingresos con las ventas reportadas, se tiene que el crecimiento reportado estuvo 33 p.p. por encima de nuestra proyección (10,32% A/A). Estamos a la espera del reporte de gestión de la empresa, el cual será publicado el 20 de febrero del 2019.

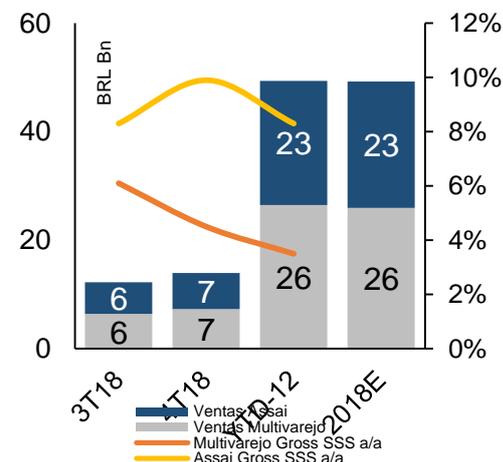


A: Positivo; B: Neutral; C: Negativo
+/-: Sesgo

Hechos relevantes

- Multivarejo Supera Expectativas:** El segmento de ventas al por menor de la empresa tuvo un comportamiento anual que supera nuestra expectativa en 2,05%. Aunque estimábamos que la economía brasilera iba a tener una buena dinámica comercial que beneficiaría al segmento, proyectábamos que aun así, se tendría una contracción anual en ventas de 0,91%. Este no fue el caso, y el segmento logró entrar en terreno positivo, donde su crecimiento anual de ingresos fue de 1,13% A/A, reflejando mayor dinámica en formatos de Proximidad y en Extra Hiper, junto con la implementación de estrategias de fidelización y conversión de formatos menos rentables.
- Cash and Carry no defrauda:** Tal y como esperábamos, Cash and Carry mostró durante el año una desaceleración leve de sus ventas, pero en mayor medida a lo esperado. Nuestras expectativas eran de 2,09 p.p. más optimista en crecimiento. El aumento que se reportó fue de 24,18% A/A, motivado por alta productividad en estrategia de expansión de tiendas, mayor aceptación, fidelización y tráfico de los consumidores que han impulsado cifras significativas en crecimiento mismos metros, y el retorno de la inflación en alimentos a territorio positivo.

Variación Ventas de GPA



Omar Suarez
Gerente Estrategia
Renta Variable Casa de Bolsa

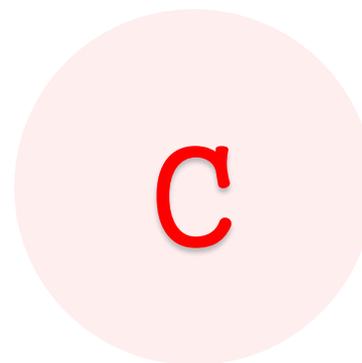
Luis Miguel Alcega
Analista Renta Variable
Corficolombiana



Menores Flujos de Caja, Menor Valor Patrimonial

 Regresar

Consideramos los resultados de Grupo Nutresa al cierre de 2018 como Negativos. La empresa logró aumentar sus ventas consolidadas 3,7% A/A en 2018, y llevó el crecimiento en los volúmenes de ventas totales a terreno positivo al reportar un aumento de 1,21% A/A. Si bien el Grupo reportó un aumento en sus operaciones locales en línea con nuestra estimación e internacionalmente ligeramente por encima de lo que esperábamos, consideramos que la empresa operativamente no está generando el valor que debería. El EBITDA de la empresa continúa creciendo por encima de las ventas, lo cual adentra más el margen EBITDA en el rango objetivo, sin embargo, los flujos de caja reales de la empresa se contraen por primera vez desde el 2015 (12% A/A) y se evidencia la falta de músculo financiero para hacer frente a los 4 requerimientos principales: i) Inversión en el negocio; ii) Pago del servicio de la deuda; iii) Pago de dividendos; y iv) Generación de valor patrimonial por mayores flujos de caja libre.



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

Hechos relevantes

• **Ventas Colombia, en línea con nuestras expectativas:** Las ventas del Grupo cerraron el año con un crecimiento en Colombia de 4,40% A/A, en línea con nuestras estimaciones. Los volúmenes de venta totales estuvieron ligeramente por debajo de nuestra expectativa, 2,05% A/A vs 2,38% A/A estimado. Consideramos que el segmento de Helados tuvo un mejor desempeño del esperado y logró crecimientos en ventas (4,62% A/A) y volúmenes (3,89% A/A) después de dos años consecutivos decreciendo. También Cárnicos fue un segmento que se recuperó, aunque en menor medida que lo que esperábamos. Este segmento logró aumentar ventas en 2,13% A/A, y lo más importante, la línea de negocio recuperó volúmenes de venta al reportar una variación de 2,09% A/A. **Así, consideramos la operación local positiva durante el año y esperamos que la recuperación en volúmenes continúe en el 2019.**

• **Efectos cambiarios impactan nuevamente:** El mercado internacional del Grupo logró aumentar durante el año 2018 en dólares 2,35% A/A y 2,45% A/A en moneda de presentación. El aumento en dólares tiene que ver mayormente con tasas de cambio, pues los volúmenes internacionales, aunque en menor medida, continúan decreciendo (-0,29% A/A). TMLUC, que es la línea de negocio de mayor proporción dentro de las ventas internacionales, logró aumentar en su moneda local 2,4% A/A, más en dólares tuvo un crecimiento menor al reflejar una variación de 1,82% A/A. En pesos colombianos el segmento muestra un aumento de 1,67% A/A, lo cual indica que hubo una pérdida de valor en tasa cruzada de aproximadamente 0,73 p.p.. Sumado a lo anterior, los volúmenes de venta de TMLUC continúan decreciendo y cerraron el 2018 con una contracción de 4,97% A/A.

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	N/A
Recomendación	Neutral
Market cap (COP)	12,23 B
Ultimo Precio	26.580
YTD (%)	13,11%
Beta ajustado	N/A
Participación Colcap	N/A

Luis Miguel Alcega
Analista Renta Variable
Corficolombiana

Omar Suarez
Gerente Estrategia Renta Variable
Casa de Bolsa

Grupo Nutresa| Entrega de Notas 4T18

Menores Flujos de Caja, Menor Valor Patrimonial

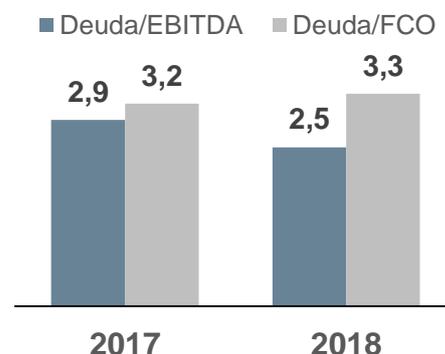
• **Cambio de mix en portafolio de productos continúa:** La estrategia del grupo continúa enfocándose en el cambio de mix en los distintos portafolios de marcas y productos de las líneas de negocio. Galletas es uno de los segmentos que han sido impactados positivamente por esta estrategia. Esta línea de negocio refleja contracciones en volúmenes al cierre de año en Colombia por 1,18% A/A, y crecimiento en ventas totales por 3,78% A/A. Aunque el segmento ha disminuido sus volúmenes, esta situación no responde a menores ventas de producto, si no a la estrategia de cambio de mix. Así, el margen EBITDA del negocio se ubica en 13,4% con un aumento en EBITDA de 10,6% A/A, mostrando la rentabilización de la línea de negocio.

• **EBITDA aumentando, Contabilidad vs Realidad:** El EBITDA de la empresa presentó un aumento de 7,9% A/A al cierre 2018, continuando con su crecimiento más acelerado que las ventas, situación que refleja la estrategia del grupo por rentabilizar marcas y productos. Así, el margen EBITDA consolidado logró adentrarse en rango objetivo al ubicarse en 12,5% vs 12% el año anterior. No obstante, a pesar de que la empresa ha logrado aumentar su rentabilidad en valores absolutos y como margen, el flujo de caja operativo de la empresa, viniendo de crecimientos de más del 20% A/A los últimos periodos fiscales, refleja un decrecimiento del 12,3% A/A al cierre 2018. Es importante tener en mente este hecho dado que la gerencia pudiese estar usando estrategias contables que a primera instancia hacen ver los resultados positivos, mientras que una vez en análisis detallado los flujos de caja de la empresa difieren sustancialmente con el EBITDA.

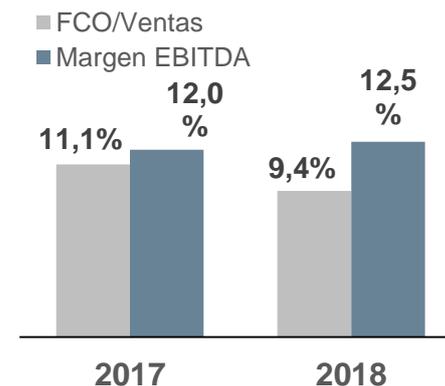
• **Flujos de caja impactados, menor valor patrimonial:** El flujo de caja libre aproximado como: flujo de caja operacional - Inversión en PP&E - dividendos pagados + dividendos recibidos – intereses financieros + cambio en deuda neta; fue de COP 157,753 millones al cierre del año 2017, mientras que para el cierre de año 2018 la empresa reporta una necesidad de COP 11.446 millones. El apalancamiento de la empresa está impactando negativamente el flujo de caja de la misma; los intereses financieros pagados son aproximadamente el 20% del flujo de caja operacional, las amortizaciones de capital están siendo muy bajas con respecto al perfil de vencimientos que la empresa reporta a inicios de año, y la inversión en activos fijos continúan reportando una relación Capex a depreciación menor a 1x. Así, destacamos que la empresa no está teniendo suficiente músculo financiero para: i) Hacer las inversiones necesarias para expandir y mantener su base de activos fijos; ii) Pagar dividendos a sus accionistas; y iii) Hacer frente al servicio de deuda y realmente bajar el balance, pues disminuir el apalancamiento medido por deuda a EBITDA no es una medida que consideremos asertiva mayormente por el uso de medidas contables como se mencionó anteriormente. De hecho, el indicador deuda a flujo de caja operativo muestra un aumento de 0,15x A/A, mientras que el indicador deuda a EBITDA refleja una mejora de 0,43x A/A.

EBITDA Vs FCO

Cifras expresadas en veces

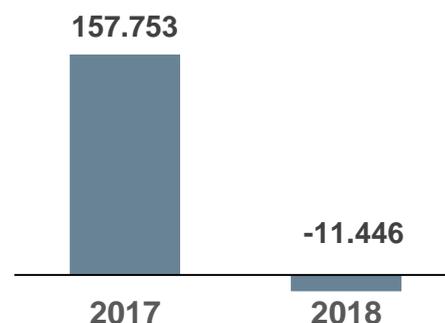


Margen EBITDA Vs FCO/Ventas



Flujo de caja final

COP millones



Grupo Nutresa| Entrega de Notas 4T18

Menores Flujos de Caja, Menor Valor Patrimonial

Resumen resultados financieros

Cifras en miles de millones de COP

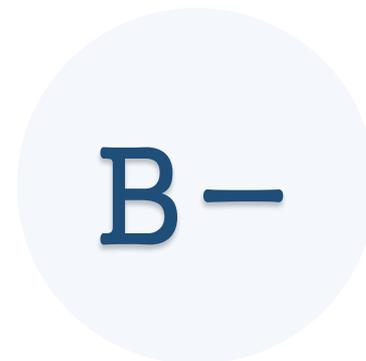
	Grupo Nutresa				
	4T18	4T17	3T18	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	2,403,768	2,304,195	2,282,784.00	4%	5%
Costo de ventas	1,489,358	1,281,784	1,279,547.00	16%	16%
Utilidad Bruta	914,410	1,022,411	1,003,237	-11%	-9%
Gastos de operación	698,940	853,388	769,703	-18%	-9%
Utilidad operacional	215,470	169,023	233,534	27%	-8%
Utilidad Neta	120,625	89,625	141,860	35%	-15%
EBITDA	285,580	243,961	300,826	17%	-5%
Margen Bruto	38%	44%	44%	-633 pbs	-591 pbs
Margen Operacional	9%	7%	10%	163 pbs	-127 pbs
Margen Neto	5%	4%	6%	113 pbs	-120 pbs
Margen EBITDA	12%	11%	13%	129 pbs	-130 pbs



Colombia con signos de mejora

 Regresar

Consideramos los resultados financieros de Cementos Argos como **NEUTRALES**. Para el último trimestre del 2018 los ingresos se mostraron estables en medio un aumento del 7,7% A/A en los volúmenes de cemento en Colombia, jalonados por el segmento empaçado y de infraestructura, compensando parcialmente una reducción anual en volúmenes en EE.UU (-9% cemento y -10,7% concreto) dadas las fuertes lluvias y el cierre por 43 días de la planta en Martinsburg. Adicionalmente, se presentaron contracciones del 6,5% A/A en los volúmenes de cemento en CCA, principalmente por condiciones retadoras en Panamá. En medio de lo anterior, la mayor utilidad del trimestre (+165% A/A), tras pérdidas netas en el 4T17, estuvo relacionada con la continuidad del programa BEST en EE.UU, junto a la venta de activos no estratégicos en el 4T18. Respecto al Guidance, en el 2019 esperan un EBITDA entre COP 1,7 – 1,8 billones, sin la venta de activos no estratégicos, lo cual implicaría un crecimiento mayor al 13% A/A, influenciado por la posibilidad de seguir con la recuperación de precios en Colombia y EE.UU y mejoras graduales en el sector constructor. Respecto a la distribución de utilidades, se propone un dividendo por acción ordinaria y preferencial de COP 242 (+6,1% A/A).



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

Hechos relevantes

- Colombia mejorando poco a poco:** Para el 4T18, tanto una mejor dinámica anual en los volúmenes de cemento y concreto (+ 7,7% y 2,2% respectivamente) como la recuperación en precios se reflejaron en los ingresos (+6,6% A/A), jalonados por el segmento de infraestructura y obras civiles, siendo el segundo trimestre consecutivo de expansión anual en los volúmenes, dando señales de una recuperación gradual. Sin embargo, mayores costos energéticos, principalmente por el precio del carbón, afectaron el margen EBITDA ajustado hasta 17,1% (-443 pbs). El “market share” finalizó cerca del 41% en el 2018 (-130 pbs A/A). Para el 2019 la compañía estima seguir ajustando gradualmente sus precios al alza y mejorar el control de costos operacionales a través de contratos de carbón a 3 años, junto al uso de gas en algunas plantas.
- EE.UU lluvias mil:** En medio de un alto nivel de lluvias en el 4T18 y el cierre de 43 días de la planta de Martinsburg, la producción de cemento y concreto presentó contracciones significativas a nivel anual (-9% y -10,7%), generando una marcada reducción en ingresos (-9,8% A/A). Es así como, pese a menores costos tras la implementación del programa BEST, el margen EBITDA se contrajo hasta el 17% (-111 pbs). Hacia adelante, es importante monitorear el comportamiento del mercado de vivienda en EE.UU, cuya dinámica se ha visto afectada por mayores tasas hipotecarias. Para el 2019, la compañía espera que el crecimiento esté impulsado por el segmento público y residencial, junto al incremento paulatino en precios, además de implementar el programa BEST USA 2.0 con ahorros esperados por USD 71 MM en 2019, junto a la optimización de la red de activos de concreto, aumento de la capacidad de utilización de las plantas de cemento, entre otros.

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	10.080
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	10,8
Ultimo Precio	8.150
YTD (%)	+17%
Participación Colcap	3,4%

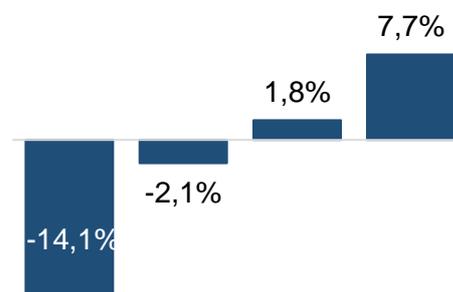
Roberto Carlos Paniagua C.
Analista Renta Variable
Corficolombiana

Omar Suarez
Gerente Estrategia Renta Variable
Casa de Bolsa

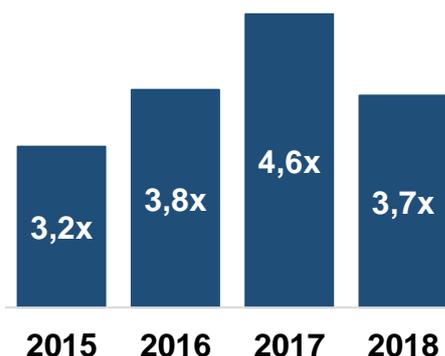
• **CCA con Panamá a sus espaldas:** Tanto el menor dinamismo en los mercados locales como de trading y exportaciones afectaron los volúmenes de cemento en el 4T18 (-6,5% A/A) al igual que los de concreto (-6,9% A/A), dado un débil comportamiento del sector constructor en Panamá, el cual mantiene condiciones retadoras tras el paro del sector en el 2T18. Consideramos importante estar atentos al desempeño futuro tanto de la economía panameña, como hondureña, donde el desarrollo de los proyectos de infraestructura serán claves para los resultados de esta regional.

• **Mejora en el apalancamiento:** En medio de la desinversión de activos no estratégicos, la compañía finalizó el 2018 con un nivel de apalancamiento (Deuda Neta / (EBITDA + Dividendos)) de 3,74x, frente al 4,6x del 2017. De esta manera, se mantiene la estrategia de desapalancamiento establecida por la empresa, con la cual estiman llegar a un nivel cercano al 3,5x en el 2019 y del 3,2x hacia junio del 2020. Respecto al costo de la deuda, sobresale la reducción gradual de la deuda en COP hasta una tasa del 7,4% al cierre del 2018 vs 8,4% del 2017, mientras que la tasa en USD se ha incrementado desde el 2,9% hasta el 4,3% para el mismo periodo de análisis.

Colombia - Volumen de Cemento (A/A%)



Deuda Neta / (EBITDA + Dividendos)



Resumen resultados financieros

Cifras en miles de millones COP

CEMARGOS					
Cifras en COP miles millones	4T18	4T17	3T18	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	2.108	2.107	2.218	0%	-5%
Costo de ventas	1.773	1.718	1.760	3%	1%
Gastos de administración	157	177	117	-11%	34%
Utilidad operacional	230	186	243	24%	-5%
Utilidad Neta (Controladora)	52	-79	74	-	-30%
EBITDA Ajustado*	356	377	426	-6%	-16%
Margen Operacional	11%	9%	11%	208 pbs	-5 pbs
Margen Neto	2%	-4%	3%	622 pbs	-87 pbs
Margen EBITDA	17%	18%	19%	-100 pbs	-232 pbs
Volumen de Cemento (M Tm)	3.904	4.026	4.242	-3%	-8%
Volumen de Concreto (M m3)	2.387	2.567	2.699	-7%	-12%

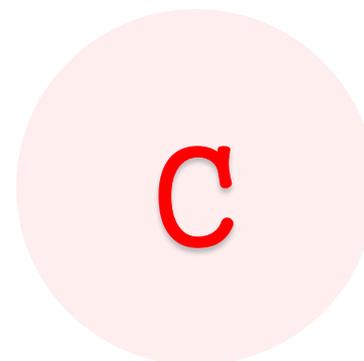
* EBITDA ajustado: Excluye pagos no recurrentes por indemnizaciones relacionados con BEST, multa impuesta por la Superintendencia de Industria y Comercio, venta de autogeneradoras en Colombia y venta de 2 clústeres de plantas de concreto en USA.



Con nubarrones en el cielo

 Regresar

Consideramos los resultados financieros de Cemex Latam Holdings como **NEGATIVOS**. En el 4T18, pese a mayores volúmenes de cemento en Colombia, Guatemala y El Salvador, una menor dinámica en países claves como Panamá y Costa Rica generaron que los volúmenes mostraran estabilidad a nivel anual, mientras que la reducción en ingresos en todos los países provocó que el consolidado se contrajera 6% A/A. Por su parte, el menor margen EBITDA (-470pbs A/A y -60 pbs T/T) estuvo relacionado con mayores costos variables de fletes y energía. Cabe mencionar que para el 4T18, dentro del aumento anual de la utilidad neta de la controladora se incluye una menor tasa impositiva, además de mayores gastos por una multa en Colombia y deterioro de activos en Brasil en el 4T17. Por su parte, la compañía estima para el 2019 una contracción entre 1% - 2% en sus volúmenes consolidados de cemento, donde la estabilidad esperada en los volúmenes en Colombia (0% al 1%), no sería suficiente para compensar las contracciones en Panamá (entre -0,5% y -2%) y Costa Rica (entre -3% y -6%), en medio de la entrada de nuevos competidores y una lenta dinámica del sector inmobiliario, entre otros factores.



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

Hechos relevantes

- **Colombia con dígito bajo pero mejorando:** En medio de un comportamiento favorable en volúmenes (+4% A/A), los ingresos se redujeron un 6% A/A y el margen EBITDA lo hizo en 400 pbs hasta el 18%, dados mayores costos de fletes y energía, donde en este último el mayor precio local del carbón tuvo una marcada influencia. Para 2019 CLH estima que se presenten leves incrementos en los volúmenes del sector de infraestructura (donde esperan haber tenido una participación del 36% en los volúmenes destinados a 4G al cierre del 2018) y residencial. En este último, el comportamiento futuro estaría apoyado en la vivienda social dada la continuidad en los subsidios gubernamentales, mientras que la vivienda nueva de estrato medio – alto mantiene unos inventarios relativamente altos (16 meses). Es importante hacer seguimiento al efecto en participación de mercado y dinámica de precios que pueda tener en el 2S19 con la entrada en operación de la planta de cemento de Corona – Molins, pese a una menor exposición para CLH dada la ubicación de la planta en el departamento de Antioquia.

- **Panamá con retos en la mira:** El país centroamericano mantiene un entorno retador, dado el deterioro constante del margen EBITDA (25% 4T18 vs 39% 4T17), principalmente por la menor demanda de los sectores residencial, industrial y comercial, los cuales ensombrecieron la mejora en la actividad de infraestructura. Sumado a mayores costos de la energía y menores precios del cemento en el 4T18 (-2% A/A) por importaciones provenientes de China. Para el 2019, CLH estima que el sector de infraestructura sea el principal motor de demanda, aunque un alto nivel de inventarios de apartamentos y oficinas podría repercutir en el consumo de cemento. Adicionalmente, la mayor competencia por la posible entrada de Ultracem podría reducir su “market share”.

Información especie

Cifras en COP

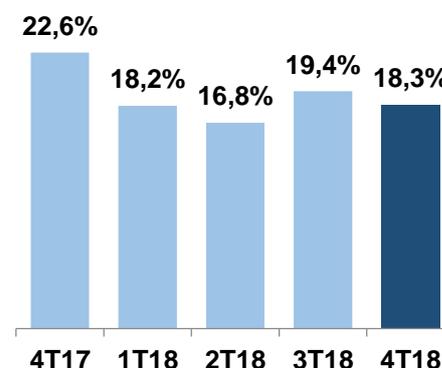
Precio objetivo	6.400
Recomendación	Subpond.
Market Cap (BN)	2,7
Ultimo Precio	4.800
YTD (%)	+29,7%
Beta ajustado	0,93
Participación Colcap	0,86%

Roberto Carlos Paniagua C.
Analista Renta Variable
Corficolombiana

Omar Suarez
Gerente Estrategia Renta Variable
Casa de Bolsa

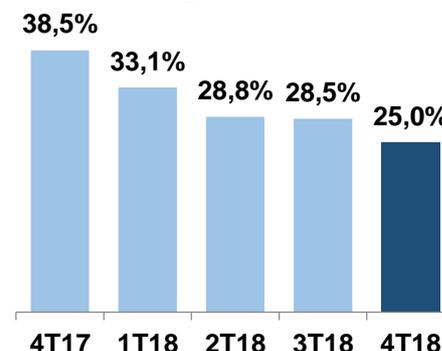
• **Los “ticos” con más competidores:** En Costa Rica llama la atención la contracción anual del margen EBITDA (-600 pbs hasta 31%), donde la mayor actividad industrial y comercial fue contrarrestada por una débil demanda del sector residencial y de infraestructura. Adicionalmente, mayores costos de fletes y la entrada de los mexicanos Elementia, la cual afectó la participación de mercado de la compañía y la dinámica de los volúmenes, generó una contracción de 16% A/A en el cemento para el 4T18 y de 4% A/A para el concreto. En el 2019 se estima que el mayor gasto del Gobierno sea el principal factor de crecimiento de la demanda a través del sector de infraestructura, con inversiones por USD 4,600 MM, pese a que se espera un comportamiento menos favorable en otros sectores. Sin embargo, la mayor competencia junto a los retos fiscales del Gobierno serán aspectos a monitorear.

Colombia – Margen EBITDA



• **Resto de CLH en espera:** En Nicaragua, los volúmenes de cemento se redujeron 10% A/A en el 4T18, donde la incertidumbre política y el descontento social ha repercutido en el sector constructor. Acorde a la compañía, la inversión privada se encuentra paralizada y los bancos comerciales restringen el crédito al consumo y a las empresas para preservar la liquidez. Sumado a lo anterior, EE.UU aprobó la “Nica Act”, ley que restringe el fondeo a Nicaragua de los bancos multilaterales en los que participa el país norteamericano. La compañía estima contracciones del rango del 10% al 20% en volúmenes para el 2019. Por su parte, en Guatemala los volúmenes de cemento y concreto estuvieron beneficiados por un mayor alcance al canal minorista, dados mayores proyectos de vivienda y centros comerciales en ciudad de Guatemala.

Panamá – Margen EBITDA



Resumen resultados financieros

Cifras en miles USD

	CEMEX LATAM			Var % A/A	Var % T/T
	4T18	4T17	3T18		
Ventas netas	259.809	278.266	276.617	-7%	-6%
Costo de ventas	147.481	151.567	162.791	-3%	-9%
Utilidad Bruta	112.328	126.699	113.826	-11%	-1%
Gastos de operación	73.733	71.909	72.765	3%	1%
Utilidad operacional	43.056	26.451	46.382	63%	-7%
Utilidad Neta Controladora	9.506	-33.113	19.647	-	-52%
EBITDA	54.768	72.019	60.016	-24%	-9%
Margen Bruto	43%	46%	41%	-230 pbs	209 pbs
Margen Operacional	17%	10%	17%	707 pbs	-20 pbs
Margen Neto	4%	-12%	7%	1556 pbs	-344 pbs
Margen EBITDA	21%	26%	22%	-480 pbs	-62 pbs
Volumen de Cemento*	1.679	1.679	1.638	0%	3%
Volumen de concreto*	659	712	658	-7%	0%

* Volúmenes consolidado



Deuda cambia de perfil

 Regresar

Consideramos los resultados financieros de Concreto como **NEUTRALES**. A nivel operacional, la compañía se vio impactada negativamente por el segmento de Construcción, cuya contribución anual a los ingresos consolidados disminuyó COP 129 mil MM en 2018 por el menor nivel de ejecución en diferentes proyectos durante el año debido a su finalización, mientras el segmento de Inversiones evidenció una dinámica estable (-1% A/A). Resaltamos que, pese al importante decrecimiento tanto de los costos y gastos de ventas y administración en términos anuales de 13,8% y 12,6% respectivamente, el menor ingreso que significó la diferencia de las valorizaciones de los títulos de Pactia ejerció presión sobre los márgenes operacionales de Concreto para 2018. No obstante lo anterior, destacamos el reperfilamiento de la deuda financiera de COP 639 mil MM, la cual evidenciaba una significativa concentración en el corto plazo, que permite la continuación de las inversiones en proyectos como Vía 40 Express, el cual continúa su ejecución a pesar de la apertura de la investigación llevada a cabo por la SIC en agosto del 2018.



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

Hechos relevantes

• **Menor ejecución de proyectos de Edificación desfavorece márgenes:** En 2018, pese a la estabilidad a nivel de ingresos del segmento de Inversiones, los cuales en 2018 fueron de COP 115 mil MM (-1% A/A), los ingresos consolidados de Concreto se contrajeron 12% A/A, presionados por el segmento de construcción, cuyo aporte registró un fuerte decrecimiento (15% A/A) explicado principalmente por la menor ejecución que presentaron diferentes proyectos respecto al año anterior dado que se encontraban en etapa de finalización, y dada la menor contribución de otros activos inmobiliarios (-COP 88 mil MM A/A), rubro no recurrente para la compañía. En línea con lo mencionado anteriormente, y debido a la valorización de los títulos de Pactia, el margen EBITDA de la compañía evidenció una disminución para el 4T18 de 835 pbs A/A.

• **Niveles de deuda y liquidez lucen mejor:** Destacamos el reperfilamiento de la deuda por COP 639 mil MM llevado a cabo a finales del 4T18, mediante un Crédito Sindicado con 9 bancos colombianos, por medio del cual pasa de estar concentrada en un 79% para 4T18 y 2019 a solo de 16%. Lo anterior, permite a Concreto continuar con los requerimientos de capital en proyectos como Vía 40, Ruta del Sol y de vivienda. Igualmente, resaltamos la continuación del plan de desinversiones de la compañía durante el trimestre, buscando mejorar el nivel de liquidez de la empresa, el cumplimiento a proyectos estratégicos y a obligaciones financieras.

Finalmente, resaltamos la continuación de la disminución del Backlog para 2018, el cual se ubicó en COP 1,8 BN y representa aproximadamente 2 años de ingresos con base en el volumen actual ejecutado por la compañía.

Resumen resultados financieros

Cifras en Millones COP

Cifras en COP MM	Concreto				
	4T17	3T18	4T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos ordinarios	392.486	242.466	376.676	-4%	55%
Utilidad Neta	43.866	16.718	22.927	-48%	37%
EBITDA	82.305	42.358	47.551	-42%	12%
Margen Neto	11,2%	6,9%	6,1%	-509 pbs	-81 pbs
Margen EBITDA	21,0%	17,5%	12,6%	-835 pbs	-485 pbs

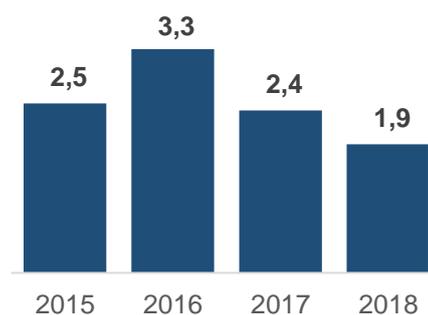
Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	En Revisión
Recomendación	Subponderar
Market Cap (BN)	0,5
Ultimo Precio	440
YTD (%)	22,3%
Part. Colcap	0,11%

Backlog

Cifras en COP BN



Juan Felipe Dluuz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



GrupoEnergíaBogotá

Por la razón o por la fuerza



Regresar

GEB publicó resultados para 4T18, los cuales consideramos POSITIVOS. La utilidad trimestral consolidada se ubicó en COP 558.6 mil MM y la anual (sin interés minoritario) en COP 1,7 BN, 6,5% mayor a nuestra estimación. La utilidad neta anual creció 13,6% A/A, con la del 4T18 participando en 31,6% de la ganancia de 2018, mientras que el EBITDA anual registró un incremento de 7,7% A/A. En 4T18, los ingresos consolidados crecieron 16,2%, mientras que costos y gastos operacionales lo hicieron en 12,9%. La distribución de utilidades propuesta de 130 pesos por acción implica un avance de 13% A/A, un nivel de repartición de dividendos de 70% (igual que Emgesa y Codensa), y un destacado *dividend yield* (6,30%), teniendo en cuenta que la curva cero cupón en pesos (TES B) presenta tasas más bajas el plazo de 6,8 años. Insistimos que el precio actual de la acción (COP 2.080) es bajo frente a los resultados de la compañía, y a nuestro precio objetivo (COP 2.385). En 2019, GEB espera que le sea adjudicada la construcción de la planta de regasificación del pacífico, la actualización de las tarifas de transporte de gas, y la participación en un proyecto de generación de energía no convencional.



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

Hechos relevantes

- Defensivo y estable:** El debate que GEB viene sosteniendo con su socio Enel (controlante de Emgesa y Codensa), que viene repartiendo el 70% de sus utilidades, en vez del 100% acordado inicialmente, reiteran la certeza y fortaleza de los resultados de GEB, que han visto compensados por una mayor participación del segmento de transmisión eléctrica (9,7% del ingreso consolidado en 4T18). Hace falta determinar si GEB está dispuesta a realizar actividades de generación y distribución eléctrica independientemente de Emgesa y Codensa. El carácter defensivo de las actividades realizadas por GEB también se evidencia en la relación directa entre el desempeño de estas y el crecimiento económico de los países en los que opera, lo cual implica cierto upside tratándose de Latinoamérica, donde el ritmo de crecimiento del consumo energético permanecerá elevado en la medida en que la región supera el subdesarrollo.
- Perú continúa incrementando su aporte:** Superado el reconocimiento del deterioro de cartera de Egasa, Egesur y Aceros Arequipa, por USD 169 millones, Cálidda continúa creciendo su base de clientes, estabilizando sus márgenes, manteniendo una estructura de capital objetivo mientras ejecuta un plan de inversiones predecible, y mantiene una repartición de dividendos acorde con los resultados. En 2019, la empresa va a repartir USD 55 millones en dividendos, mantendrá su estructura de capital de 60% deuda (40% patrimonio), mientras su CAPEX oscila entre los USD 100 y USD 120 millones.

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	2.220
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	17,2
Ultimo Precio	2.120
YTD (%)	19,8%
Part. Colcap	5,77%

Andrés Duarte
Director Renta Variable
(Corficolombiana)

• **TGI y la planta regasificadora:** GEB espera que TGI logre ganarse la construcción de la planta regasificadora del pacífico, junto con la infraestructura requerida para conectar su red de gasoductos a la ubicación de la planta. El CAPEX de USD 198, 143 y 143 (de nuevo) millones para 2020, 2021 y 2022 incluyen esta inversión. La empresa espera una pareja de capacidad y volumen de 50% y 50% en dicho gasoducto.

• **La Valoración:** A continuación, utilizamos los resultados publicados para revisar los supuestos que incluimos en nuestra valoración.

1) **Actualización regulatoria:** Aunque nos mantenemos en la apreciación favorable de los resultados logrados por GEB en 2018 y especialmente en el cuarto trimestre, es importante recordar que las actividades de transporte de gas y transmisión eléctrica, que aportan más del 70% del EBITDA consolidado, van a tener revisiones tarifarias en el corto y mediano plazo, con efectos adversos en el ingreso, especialmente en transporte de gas. Sin embargo, nuestra valoración publicada en junio de 2018, está incluyendo los efectos esperados de tal revisión tarifaria.

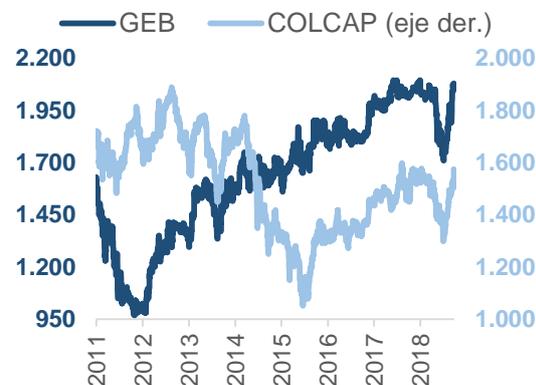
2) **Balance de gas natural:** Ni el leve Fenómeno del Niño, ni el incremento en la producción de petróleo mediante recobro mejorado, han resultado en incrementos importantes en el volumen de gas transportado. Esperamos crecimientos estables pero reducidos durante los siguientes años. gigavatios hora (GWh) que registraron las ventas de Emgesa, pasando de COP 18.156 en 4T17 a COP 18.544 en 4T18.

3) **Efecto Hidroituango sobre los precios:** En nuestro modelo de valoración actual, Emgesa incrementó su participación a partir de un incremento esperado en los precios de los contratos y el spot, explicados por el efecto de Hidroituango, y en menor medida por el efecto de un Fenómeno del Niño leve (iniciado al final de 2018). Sin embargo, más que el incremento en el precio, debemos destacar el incremento en gigavatios hora (GWh) que registraron las ventas de Emgesa, pasando de COP 18.156 en 4T17 a COP 18.544 en 4T18.

Comportamiento acción GEB vs Colcap

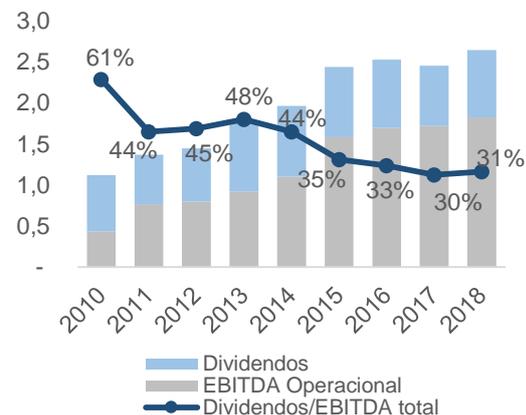
Cifras en COP (Eje izquierdo)

Cifras en puntos



EBITDA Consolidado ajustado 12 meses

Cifras en COP billones

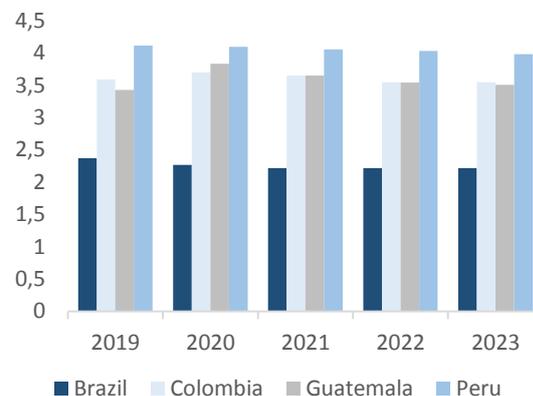


4) Estrategia de inversión/desinversión: Además de mantener nuestra visión positiva respecto a Promigas, con lo que no consideramos positivo que GEB venda su participación (a pesar de la corrección a la baja que presentó su precio en bolsa), especialmente sin inversiones que la compensen, nos preocupa la evolución de las ventas, EBITDA y resultado neto de Vanti (distribución de gas), que lleva dos años de deterioro. El margen EBITDA de la empresa bajó 5 p.p. durante el último año, al punto de que la compra realizada por Brookfield ya no luce tan “barata”. Sin embargo, el proceso de inversión en Electro Dunas en Perú disminuye nuestra preocupación respecto a las nuevas inversiones de GEB. Ahora bien, seguimos esperando una inversión importante en generación renovable no convencional fuera de Colombia, la cual estamos previendo desde el lanzamiento de la estrategia en 2016.

Reiteramos nuestra confianza en esta especie, cuyo precio es bajo frente a nuestros cálculos, y frente a una valoración por descuento de dividendos, dado el desempeño reciente de la cotización junto con la propuesta de repartición de las utilidades de 2018. De hecho, una valoración por descuento de dividendos (modelo de Gordon) utilizando el dividendo propuesto, un costo del capital de 11,5% y un crecimiento perpetuo nominal de 6,92% (crecimiento potencial de Colombia), ubica al valor de la acción en COP 3.032.

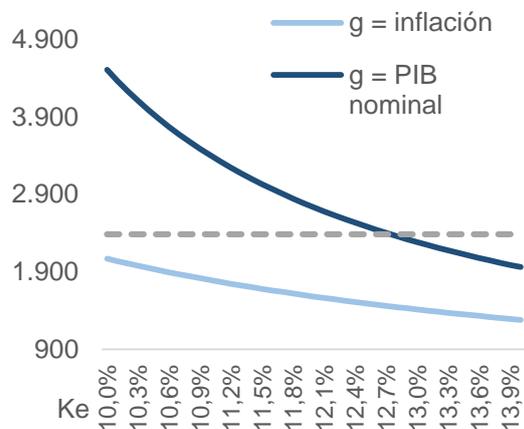
Crecimiento proyectado por el FMI para países donde GEB tiene presencia

Crecimiento anual real (%)



Descuento Dividendos

COP por acción



Resumen resultados financieros

Cifras en millones COP

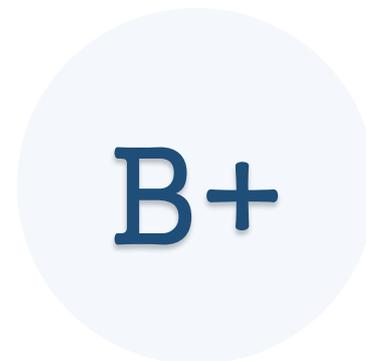
Cifras en COP Millones	GEB			Var % A/A	Var % T/T
	4T17	3T18	4T18		
Ingreso operacionales	1.192.027	921.069	1.384.819	16%	50%
Costos y Gastos Operacionales	919.228	520.173	1.024.136	11%	97%
Gastos Administrativos	42.814	38.471	61.782	44%	61%
Utilidad Operacional	229.985	362.425	298.901	30%	-18%
Utilidad Neta	275.708	412.152	558.560	103%	36%
Margen Operacional	19%	39%	22%	229 pbs	-1776 pbs
Margen Neto	23%	45%	40%	1721 pbs	-441 pbs



Plan 5 Caribe llega con buen humor

 Regresar

Consideramos los resultados financieros de Celsia como **NEUTRALES, con sesgo positivo**. Los ingresos incrementaron 10% A/A, impulsados por la operación en Colombia, donde la generación de energía creció 4% A/A junto con el repunte de precios promedio de energía al cierre del 4T18, los cuales fueron de COP 138/ kWh en spot y COP 192/ kWh en regulado, sumado al crecimiento en la demanda de energía acumulada del SIN frente al 4T17. No obstante, el margen EBITDA se contrajo 2,6%, impactado por el importante incremento del costo de ventas en Colombia (20% A/A) en respuesta a la atención del mayor requerimiento de generación de seguridad y a un incremento anual en la participación de la generación térmica de 9%. Finalmente, la utilidad neta atribuible a la controladora se ubicó en COP 63.829 MM, lo cual significó un incremento de 62% A/A, favorecida por el repunte en los ingresos mencionados, en línea con la mayor participación de Celsia en EPSA, el beneficio tributario de la Ley 1715, que junto con los proyectos alternativos calificados por Colciencias, significaron un ingreso de aproximadamente COP 44 mil MM, y la disminución de los gastos financieros de 22% A/A.



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

Hechos relevantes

• **Operación de Colombia, beneficiada por el repunte en precios, soporta el EBITDA:** Pese a la disminución anual de 5% de la generación de energía en Colombia durante el último trimestre, principalmente por el efecto base del fenómeno de “La Niña” evidenciado en el 4T17, el incremento de los precios tanto en el mercado spot como en el regulado de 37% y 7% respectivamente, soportó el crecimiento de 2,3 % anual del EBITDA registrado por Celsia para el periodo analizado, donde Colombia participó con COP 261 mil MM, principalmente por el reconocimiento del ingreso del negocio T&D, proveniente de proyectos del Plan5Caribe. Por su parte, Centroamérica contribuyó con el 17%, en línea con el menor nivel de energía generada frente al mismo trimestre de 2017 (-19%) explicado en gran medida por la disminución de 13% A/A en la generación de las centrales hidroeléctricas.

• **Mayor nivel de lluvias se refleja en la disminución de la generación térmica:** Se evidenció una disminución en la participación de la generación de energía térmica en Colombia de 2 pp frente al trimestre anterior (3T18), por un lado, debido a la importante disponibilidad del recurso hídrico durante la mayor parte del último trimestre del año, y por otro, dado el requerimiento superior de Zona Franca Celsia registrado en el 3T18 por las restricciones presentadas en la Región Caribe. No obstante, por mayores requerimientos de generación de seguridad en Zona Franca Celsia durante el 4T18 el nivel de generación de las térmicas presenta, frente al mismo trimestre del año anterior, un crecimiento de 8,8%.

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	5.100
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	4,65
Ultimo Precio	4.360
YTD (%)	9,0%
D. Yield	3,90%
Participación Colcap	2,29%

Juan Felipe D'luyz
Analista de Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

• **Precios de combustibles impactan márgenes de la compañía:** El costo marginal promedio se ubicó en 65 USD/MWh, lo cual significó un crecimiento de 19% A/A. Lo anterior, debido a incrementos en precios anuales del Diesel (7%), Bunker (27%) y Carbón (16%). Adicionalmente, el repunte en precios de combustible para atender el requerimiento de generación de seguridad previamente mencionado, impactaron de forma significativa el costo de ventas para el 4T18, el cual incrementó 12% A/A, pese al decrecimiento anual de 21% que presentó este en Centroamérica gracias al menor despacho de Cativá y BLM. En ese sentido, se observa una contracción de forma anual tanto en el margen bruto (-148 pbs) como en el margen operacional (-157 pbs) de la compañía.

• **Manejo tributario favorece a la utilidad neta:** Beneficios tributarios de la Ley 1715 y las inversiones en proyectos de innovación representaron una deducción al impuesto a las ganancias por COP 44 mil MM. Lo anterior, junto con la mayor participación de Celsia en EPSA (actualmente de 61,3%) y la disminución de los gastos financieros (-22% A/A) gracias a un menor costo financiero y optimización en la estructura de capital, contribuyó al importante crecimiento de la utilidad neta registrada por la compañía de 62% A/A, reflejado en un margen neto de 11,6%, 227 pbs mayor al registrado en el mismo trimestre del año inmediatamente anterior.

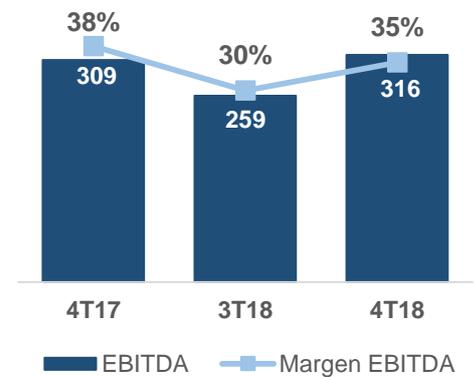
• **Plan 5 Caribe y Proyectos de energía no convencionales siguen en marcha:** Respecto al cronograma de los proyectos del Plan 5 Caribe, en enero del presente año entró en operación el proyecto Caracolí, mientras que en marzo se espera que inicie la operación del proyecto Norte. Por su parte, la estrategia de Celsia continúa enfocada en proyectos alternativos por medio de Celsia Solar Bolívar, Chicamocha y Valledupar.

Resumen resultados financieros

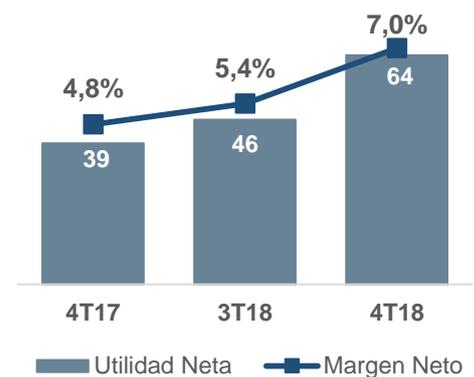
Cifras en Millones COP

Cifras en COP Millones	4T17	3T18	4T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso de actividades ordinarias	823.902	851.527	905.597	10%	6%
Costos de ventas	548.254	623.485	615.987	12%	-1%
Utilidad Bruta	275.648	228.042	289.610	5%	27%
Utilidad Operacional	217.384	170.948	224.715	3%	31%
Utilidad Neta	39.328	45.864	63.829	62%	39%
EBITDA	309.114	259.495	316.357	2%	22%
Margen Bruto	33%	27%	32%	-148 pbs	520 pbs
Margen Operacional	26%	20%	25%	-157 pbs	474 pbs
Margen Neto	5%	5%	7%	227 pbs	166 pbs
Margen EBITDA	38%	30%	35%	-258 pbs	446 pbs
Energía Vendida Total (GWh)	1.752	1.890	2.022	15%	7%
Precio Spot (\$ / kWh)	101	92	138	37%	50%
Precio Contratos (\$ / kWh)	179	189	192	7%	2%

EBITDA y Margen EBITDA
COP Miles de Millones



Utilidad Neta y Margen Neto
COP Miles de Millones



isa

Dinámica operacional aumenta sus voltios



Regresar

Consideramos los resultados financieros de ISA como POSITIVOS. La compañía continúa evidenciando una positiva dinámica operacional, principalmente en el negocio Transmisión de Energía, reflejado en la expansión del margen EBITDA anual de 330 pbs para el 4T18, jalonados por la entrada de nuevas operaciones en Chile, Colombia y Perú, el cambio de periodicidad a mensual de actualización por inflación en Brasil y la consolidación de resultados del 50% adicional de IESAU. Además, resaltamos que el incremento de costos y gastos operacionales anual y trimestralmente, 6% y 26% respectivamente, respalda la entrada de nuevos proyectos de la compañía y también se explica en el reconocimiento del deterioro del crédito mercantil en INTERNEXA BRASIL. Respecto a la utilidad neta, aumentó significativamente frente al 4T17, favorecida por un positivo impacto de impuestos gracias a la disminución a 30% de la tarifa de renta futura en Colombia, pérdidas fiscales de 2010 en Brasil y en Chile relacionado con las concesionarias viales. Finalmente, los márgenes de ISA podrían verse presionados en próximos años por la entrada de nuevos competidores en el mercado de Brasil. Sin embargo, consideramos positiva la alianza con el Construcciones El Cóndor, en línea con el desarrollo de la estrategia ISA 2030.



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

Hechos relevantes

• **Entrada de nuevas operaciones respalda mejora operacional:**

Para el 4T18, los ingresos operacionales evidenciaron un importante incremento de 13% A/A, favorecidos principalmente por el negocio de Transporte de Energía, cuya participación dentro de estos se ubicó en 75%. Dicha dinámica favorable de los ingresos, se explica mayormente en la entrada de nuevas operaciones en Chile, Colombia y Perú, y por la modificación en la periodicidad de actualización por inflación en Brasil, que pasó de anual a mensual. Por su parte, resaltamos que el crecimiento de costos y gastos operacionales, aunque menor al de los ingresos, se produjo principalmente por el reconocimiento del deterioro del crédito mercantil (COP 69 mil MM), sopesado por la devolución de provisión de inventario de activos (COP 11,8 mil MM) en INTERNEXA BRASIL. En línea con lo anterior, el EBITDA se ubicó para el 4T18 en COP 1,1 BN, 17,7% mayor al del 4T17, favorecido por la consolidación de resultados del 100% de IESUL, y su margen se expandió 330 pbs anualmente.

• **Apalancamiento luce mejor:** La deuda financiera consolidada de la compañía se ubicó a diciembre de 2018 en COP 17 BN, 10% mayor que la registrada en 2017, impactada negativamente por el efecto por conversión en COP 258 mil millones, en línea con la variación de las monedas. No obstante, resaltamos que dicho incremento se encuentra en función de los nuevos proyectos de la compañía. En ese sentido, gracias a la mayor fortaleza operacional por parte de ISA ya mencionada, el indicador Deuda Neta/EBITDA finalizó 2018 en 3 veces, lo cual supuso una mejora frente al nivel registrado en 2017 (3,86 veces) y una dinámica estable trimestralmente.

Información especie

Cifras en COP

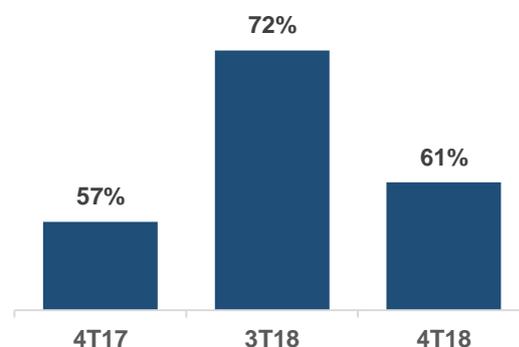
Precio objetivo	15.200
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	15,8
Ultimo Precio	14.200
YTD (%)	1,9%
Participación Colcap	6,9%

Juan Felipe D'luyz
Analista de Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

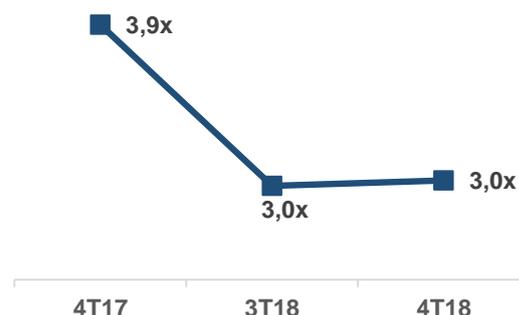
• **Dinámica favorable de impuestos también echa una mano:** En el último trimestre de 2018, la carga tributaria de la compañía decreció 193% respecto al mismo periodo de 2017, gracias a la realización de ajustes a los impuestos diferidos, que significaron un efecto positivo de COP 138 mil MM en los resultados de la compañía. Lo anterior, se explica por la disminución a 30% de la tarifa de renta futura en Colombia, también favorecida por el contrato de estabilidad tributaria de la compañía, pérdidas fiscales de 2010 en Brasil, reconocidas tras un fallo favorable en ISA Capital do Brasil y en Chile por mayores pérdidas fiscales en las concesionarias viales. En línea con lo anterior y lo mencionado en los puntos previos, el resultado neto para el periodo se ubicó en COP 513 mil MM, lo cual generó un significativo crecimiento para el 4T18 anual de 91%, trimestralmente de 24%, y una expansión del margen neto de 12 p.p. A/A.

Margen EBITDA



• **Mediano y largo plazo pinta más retador:** Esperamos que la rentabilidad de nuevos proyectos adjudicados se vean presionados en el mediano y largo plazo, dado un incremento esperado en la competencia del sector, mediante la entrada de nuevos competidores principalmente en el mercado de Brasil, mayor fuente de crecimiento para la compañía, junto con el vencimiento de contratos en el negocio de Transmisión de Energía (entre 2020 y 2030). No obstante, resaltamos el acuerdo suscrito por ISA con Construcciones El Cóndor, donde la compañía tendría el control de la alianza con una participación cercana a 51%, con el objetivo de ingresar en el negocio de concesiones viales en Colombia y Perú, en línea con la Estrategia ISA 2030. Finalmente, la compañía estima un CAPEX entre 2019 y 2023 de COP 10.5 BN, donde Chile tendría una participación del 30%, seguido por Brasil, Perú y Colombia.

Deuda Neta / EBITDA



Resumen resultados financieros

Cifras en Miles de Millones COP

Cifras en COP Miles de Millones	ISA			Var % A/A	Var % T/T
	4T17	3T18*	4T18**		
Ingreso operacionales	1.667	1.945	1.854	11%	-5%
Costos de ventas y operación	892	748	945	6%	26%
Utilidad Operacional	779	1.319	931	20%	-29%
Utilidad Neta	269	413	513	91%	24%
EBITDA	957	1.394	1.125	18%	-19%
Margen Operacional	47%	68%	50%	350 pbs	-1760 pbs
Margen Neto	16%	21%	28%	1152 pbs	643 pbs
Margen EBITDA	57%	72%	61%	330 pbs	-1097 pbs

* No incluye PERT.

** No incluye RBSE, PERT y el ajuste del activo contractual en Brasil.



Apalancamiento no baja de altitud

 Regresar

Consideramos los resultados financieros de Avianca Holdings como **NEUTRALES**. Resaltamos el repunte de los ingresos operativos (15,3% A/A), explicado por la buena dinámica del transporte de pasajeros (18,8% A/A) y el crecimiento del yield, el cual cerró en 95 centavos, favorecido por el incremento en la tarifa promedio (1,4% A/A). Asimismo, destacamos el buen desempeño operacional, reflejado en un aumento del margen EBITDAR (393 pbs). Sin embargo, la recuperación de la operación tras la huelga de pilotos fue opacada por la dificultad de la aerolínea de mejorar su liquidez y reducir el nivel de apalancamiento (Deuda Neta/EBITDAR). Este último se deterioró anualmente, al pasar de 5,8 veces a 6,2 veces, debido al incremento de la deuda total de largo plazo (6,6% A/A). Igualmente, el nivel de liquidez se contrajo y cerró el 4T18 por debajo de 10%. Por consiguiente, consideramos fundamental que Avianca Holdings, por medio de una mayor optimización de su red, reducción de la incorporación de nuevos aviones y venta de activos no estratégicos, logre fortalecer su posición financiera, dado que continúa siendo nuestra mayor preocupación.



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

Hechos relevantes

- Nivel de eficiencia dentro de la guía y nuevo crecimiento del yield jalonan ingresos:** Para el 4T18, los ingresos operativos de la compañía evidenciaron un importante incremento anual de 15,3%. Lo anterior, explicado por el crecimiento de 21% A/A de los ingresos por pasajeros y el incremento del yield, anual (2,2%) y trimestralmente (1,1%), beneficiado por el aumento promedio de la tarifa (1,4% A/A), la cual siguió viéndose presionada por la fortaleza del dólar. En ese sentido, la compañía evidenció una mayor rentabilidad para el trimestre, observada en un crecimiento del margen neto de 1,6 pp frente al trimestre anterior (3,5 pp A/A). Por su parte, el factor de ocupación (81,2%), pese a decrecer 230 pbs frente al 4T17, se ubicó en el rango meta previsto para 2018 (81% - 83%).
- Gastos de combustibles limitan la mejora de los márgenes operacionales:** El incremento de los precios del combustible para avión se reflejó en un aumento anual en dicho gasto para la compañía de 41,5%. Lo anterior, junto a mayores gastos de rentas de aeronaves, tras la incorporación de 4 A320 Neo, y de rentas de motores por la contingencia generada por motores LEAP, impactaron negativamente el gasto operacional registrado para el trimestre, el cual aumentó 15% A/A, pese a ser compensado por una contracción de los gastos por salarios y beneficios (-9,6% A/A), gracias a la devaluación del peso colombiano y la restructuración corporativa realizada en noviembre. En ese sentido, el margen EBIT de Avianca Holdings registró una leve mejora (+ 20pbs A/A) y cerró el trimestre en 5,2%. Por su parte, el EBITDAR presentó un crecimiento de 40% A/A.

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	1.900
Recomendación	Subponderar
Market Cap (BN)	1,8
Ultimo Precio	1.790
YTD (%)	7,8%
Participación Colcap	0,73%

Juan Felipe D'luyz
Analista de Renta Variable

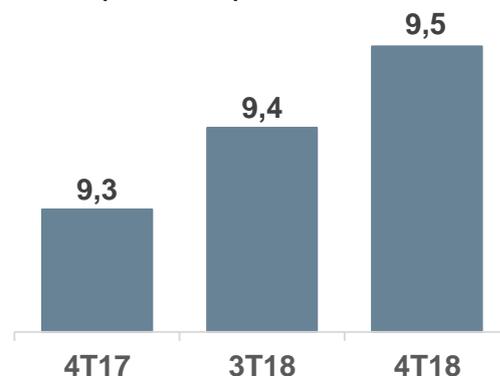
Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable

Avianca| Entrega de Notas 4T18

Continuará venta de activos no estratégicos

• **Persisten los elevados niveles de apalancamiento:** Pese al repunte del EBITDAR previamente mencionado, Avianca Holdings continúa evidenciando un alto nivel de apalancamiento, reflejado en un indicador Deuda Neta / EBITDAR ajustado de 6,2 veces, superior al presentado en el 4T17 (5,8 veces). Lo anterior, principalmente por el incremento de la deuda total a largo plazo, la cual finalizó el 4T18 en US 3,38 mil MM, 6,3% mayor anualmente. Igualmente, resaltamos el comportamiento negativo del indicador de liquidez, que sigue por debajo de 10%, producto de la contracción en los niveles de efectivo (-46% A/A). Por consiguiente, la compañía aún no evidencia una mejora en sus niveles de flujo de caja y reducción del nivel de deuda.

Yield (Centavos)



• **Búsqueda de mayor rentabilidad y liquidez, en cambio de crecimiento:** En línea con lo mencionado anteriormente, resaltamos que Avianca Holdings afirmó que retirará su flota de Embraer, acorde al plan de largo plazo de la aerolínea, y se espera que se reduzca en 10 aviones Embraer-190 la flota de la compañía durante 2019, con el objetivo de disminuir el ritmo de incorporación de nuevos aviones y optimización de la flota más eficiente (con menor consumo de combustible). Igualmente, se afirmó que Avianca Holdings contraería los servicios ofrecidos por la subsidiaria local Avianca Perú SA en el mercado nacional, para así buscar optimizar la red total. Con base en lo anterior, la aerolínea ratifica, junto con sus planes de continuar la liquidación de participaciones en activos no estratégicos, enfocarse en generar una mayor rentabilidad y grado de liquidez, en cambio de un mayor crecimiento.

Yield (Centavos)



Resumen resultados financieros

Cifras en Millones USD

Cifras en USD MM	Avianca			Var % A/A	Var % T/T
	4T17	3T18	4T18		
Ingresos	1.121	1.231	1.292	15%	5%
Utilidad Operacional	56	68	67	20%	-2%
Utilidad Neta	15	14	19	29%	37%
EBITDAR	203	213	285	40%	34%
Margen Operacional	5%	6%	5%	20 pbs	-37 pbs
Margen Neto	1%	1%	1%	16 pbs	35 pbs
Margen EBITDAR	18%	17%	22%	393 pbs	477 pbs
Total Pasajeros (en millones)	6.615	7.869	7.861	19%	0%
Factor de ocupación	84,2%	84,7%	81,9%	-230 pbs	-280 pbs
Yield (Centavos)	9,3	9,4	9,5	2%	1%



GRUPO ARGOS

Negocio inmobiliario se pone la 10

 **Regresar**

Consideramos los resultados financieros de Grupo Argos como POSITIVOS. Los ingresos para el 4T18 crecieron anualmente 4,5% jalonados mayormente por Energía (+COP 81 mil MM), gracias al repunte de los precios en los mercados spot y regulados en Colombia, mientras el crecimiento del EBITDA fue de 14,3% frente al 4T17. Respecto a este último, destacamos la contribución de Cemento (+COP 49 mil MM) y el importante aporte de COP 99 mil MM del Negocio Inmobiliario, explicado por la desinversión en 26 Ha de negocios correspondientes a predios en Barú y Barranquilla. Dichos aportes, principalmente, jalaron el margen EBITDA de Grupo Argos, el cual se expandió 300 pbs respecto al 4T17. Por su parte, la utilidad neta de la controladora aumentó significativamente y se ubicó en COP 177 mil MM, favorecida por menores gastos financieros por parte de Celsia y por un efecto base por el reconocimiento en 2017 de USD 34 MM de impuestos en cemento tras la reforma tributaria en EE.UU.



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

Hechos relevantes

• **Negocio Inmobiliario cierra el año con grata sorpresa:** Los ingresos de Grupo Argos para el 4T18 se ubicaron en COP 3,7 Billones. Resaltamos el positivo desempeño del negocio inmobiliario, cuyos ingresos incrementaron significativamente debido a la materialización de la estrategia de desinversión de predios que se reflejó en un ingreso de COP 290 mil MM, correspondiente a la venta de 12 Ha para un proyecto hotelero en Barú y 14 Ha de vivienda en la ciudad de Barranquilla. Ambos negocios escriturados en el último mes de 2018. Por su parte, en materia de Concesiones, destacaron las aeroportuarias, las cuales en términos de ingresos crecieron significativamente (97% A/A) apoyados en el aumento del tráfico de pasajeros (12% A/A) en “El Dorado”, principalmente por operaciones domésticas. Respecto a las Concesiones Viales, la disminución de la actividad de construcción en Green Corridor y Malla Vial del Meta presionaron los ingresos del negocio, los cuales se contrajeron 24% A/A. En ese sentido, los ingresos de Odinsa para el periodo analizado registraron un ligero crecimiento de 1% A/A.

• **Operación en Colombia, sombrija para las lluvias en EE.UU:** Los ingresos de Cementos Argos registraron una estabilidad anual. Por su parte, las negativas condiciones climáticas en EE.UU fueron compensadas por la buena dinámica operacional en Colombia, evidenciada en el incremento en volúmenes de cemento (7,7% A/A), principalmente por los segmentos de empaçado e infraestructura. No obstante, mayores costos de energía y combustibles presionaron el margen EBITDA ajustado (-5,5 % A/A). Por su parte, vale la pena resaltar que el crecimiento de la utilidad neta de Cemargos (165% A/A) se explica principalmente por la continuidad del programa BEST y la desinversión de activos no estratégicos en el 4T18.

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	21.800
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	14,7
Ultimo Precio	14.900
YTD (%)	2,75%
Part. Colcap	5,91%

Juan Felipe D'luyz
Analista de Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

• **Celsia aporta energía a la utilidad neta:** El importante repunte en los precios de energía en Colombia, pese a una contracción de 5% en la demanda anual explicada en el efecto base del fenómeno de “La Niña” en 2017, soportaron la expansión de 230 pbs del EBITDA de Celsia, en el cual Colombia representó el 83% gracias al reconocimiento del ingreso del negocio T&D. Por su parte, la importante disminución de 22% A/A de los gastos financieros de Celsia favorecieron la utilidad neta de la controladora, la cual se ubicó en un nivel de COP 177 mil MM. No obstante, el mayor requerimiento de generación por seguridad de la compañía tuvo un impacto negativo en el costo de ventas de Grupo Argos para el último trimestre de 2018, el cual aumentó anualmente 3,3%.

• **Pactia continúa destacándose:** En línea con las ventas en Barú y Barranquilla mencionadas con anterioridad, los ingresos de Pactia para el 4T18 se ubicaron en COP 190 mil MM, de los cuales COP 124 mil MM corresponden a escrituraciones. No obstante, el NOI de la compañía decreció 10% frente al 4T17, debido a la venta de Viva Villavicencio, Viva Sincelejo y San Pedro Plazo. De esta manera, los AUM finalizaron 2018 en COP 3,5 billones, donde los porcentajes de participación corresponden a un 40,41% para Concreto, el 32,14% para Grupo Argos y el 27,45% para Protección.

Finalmente, respecto a los negocios no estratégicos, esperamos que la mayor estructuración de proyectos del plan de expansión de infraestructura aeroportuaria de “El Dorado”, el aeropuerto nuevo de Cartagena y la vía Perimetral de la Sabana en Bogotá, estos dos últimos en etapa de factibilidad, apoyen los resultados de la Holding en 2019, junto con la capacidad de continuar rentabilizando el negocio de renta Inmobiliario.

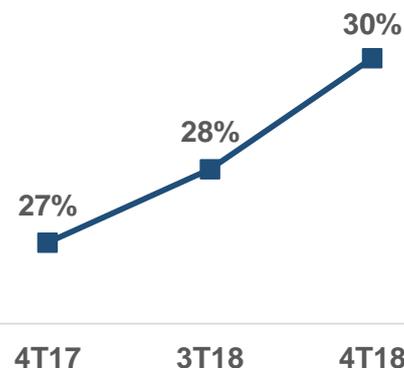
Resumen resultados financieros

Cifras en Miles de Millones COP

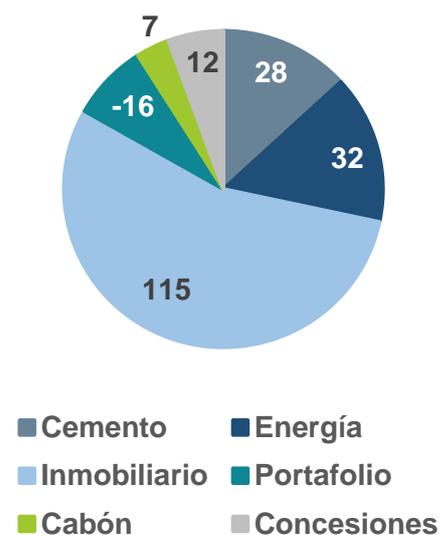
Grupo Argos					
Cifras en COP miles de MM	4T17	3T18	4T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso Operacionales	3.585	3.638	3.748	4,5%	3%
Costos de actividades ordinarias	2.579	2.579	2.651	2,8%	3%
Utilidad Neta	44	266	177	302%	-33%
EBITDA	972	1.023	1.111	14,3%	9%
Margen Neto	1,2%	7,3%	4,7%	350 pbs	-259 pbs
Margen EBITDA	27,1%	28,1%	29,6%	253 pbs	152 pbs

*Corresponden a datos ajustados.

Margen EBITDA



Aporte Neto por Segmento (Utilidad Neta)

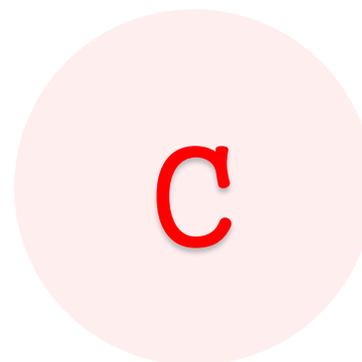




SUAM ejerce presión sobre la holding

 Regresar

Consideramos los resultados financieros de Grupo Sura como **NEGATIVOS**. Para el 4T18, la disminución anual de la Utilidad Neta de la controladora (-COP 81 mil MM) se explica principalmente por el negativo aporte de SUAM, cuyo resultado neto registró una importante contracción de COP 244 mil MM. Lo anterior, principalmente por el impacto de operaciones discontinuadas como la desinversión en rentas vitalicias en Chile, una dinámica negativa del ingreso por encaje, el cual disminuyó 93,1% en 2018 frente al año anterior explicado en el retroceso registrado por los activos de los mercados de capitales durante el año, y la contracción anual de 71,9% del ingreso por método de participación, presionado mayormente por Protección. No obstante, destacamos el buen desempeño operacional de Suramericana donde sobresale Salud, cuyo resultado técnico incrementó 9,3% frente al 4T17. Finalmente, resaltamos que la compañía buscará, por medio de desinversiones llevadas a cabo, una buena dinámica de dividendos de sus filiales, y la posible venta de activos no estratégicos, reducir su nivel de apalancamiento para 2019.



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

Hechos relevantes

• Dinámica negativa de mercados de capitales en 2018 pasa factura:

Grupo Sura evidenció una dinámica de ingresos estable en 2018 y positiva en el 4T18, observada en la leve disminución de estos en 2018 vs 2017 (0,8% A/A), y en un aumento anual de los mismos de 11,6% para el 4T18. Respecto a esta última variación, el crecimiento de primas emitidas (26% A/A) se reflejó en el incremento de las primas netas retenidas de 21,6% A/A. No obstante, resaltamos que los ingresos se vieron limitados por un significativo decrecimiento de los ingresos por inversiones frente al 4T17 (-COP 150 mil MM) debido a un entorno inflacionario importante en países como Argentina y a una dinámica negativa de los mercados bursátiles a nivel global. Lo anterior, junto con un incremento en gastos (14,6% A/A), principalmente por el significativo aumento anual de costos por prestación de servicios (19,9%), y pese a un comportamiento positivo de impuestos, (+COP 52 mil MM) gracias a un menor impuesto corriente y un mayor impuesto diferido asociado a operaciones de cobertura y diferencia en cambio, explican la contracción de la utilidad neta de la controladora de 26,2% A/A.

• Desinversión de rentas vitalicias en Chile, factor de alto impacto:

Para 2018, la utilidad neta de SUAM decreció un 39,7% A/A, principalmente por la desinversión en operaciones de rentas vitalicias en Chile (operación cuyo ROE consolidado era inferior al costo de capital, sin aportar dividendos a SURA AM) que produjo una pérdida contable de COP 61 mil MM, junto con un decrecimiento en el ingreso por encaje de la compañía, tanto anual (-COP 190 mil MM) como trimestralmente (-COP 48 mil MM). Lo anterior, debido a un desempeño negativo en los mercados bursátiles durante 2018, factor que también impactó el ingreso por método de participación (-71,9% A/A) al consolidar la operación de Protección, el cual se contrajo 38,6% en el acumulado del año frente a 2017.

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	41.700
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	19,8
Ultimo Precio	34.820
YTD (%)	8,4%
Part. Colcap	8,42%

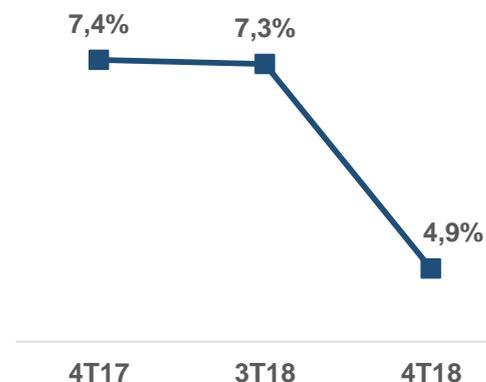
Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

• **Buena dinámica operacional de Suramericana:** El resultado neto de la compañía creció 14% A/A en el 4T18 frente al mismo trimestre de 2017 (14% A/A), en línea principalmente con el incremento de las primas emitidas para el trimestre (11% A/A), el cual se reflejó en un crecimiento de primas retenidas de 2,6% A/A. No obstante, la dinámica negativa del rubro de reservas netas de producción (-COP 293 mil MM) y de los siniestros, debido al desempeño devaluacionista de las monedas a nivel regional frente al peso colombiano, junto con el impacto negativo de los ingresos por inversiones (-21,7% A/A), limitaron la dinámica positiva del resultado neto de Suramericana. Resaltamos el buen desempeño operacional que registraron los segmentos de Vida, Generales, y Salud, evidenciado en los incrementos anuales para el 4T18 en los resultados técnicos de 76% 11,4% y 9,3% respectivamente. El positivo comportamiento operacional del primer segmento mencionado, estuvo favorecido principalmente por una disminución en la siniestralidad retenida de 17,2% anualmente.

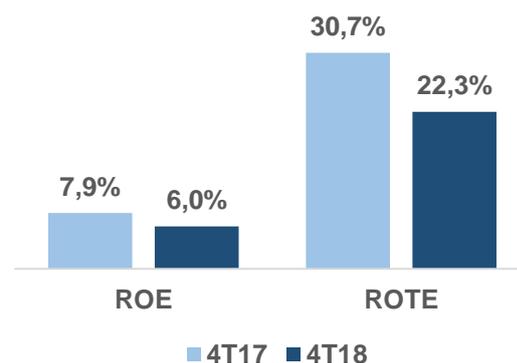
• **2019 pinta mejor:** Frente a la Ley de Financiamiento, la compañía prevé un impacto positivo gracias a un menor impuesto de renta, y una protección del sector asegurador a la sobretasa al sector financiero, por medio de la Ley de Estabilización. Por su parte, respecto a la Ley de Conglomerados, la administración destacó que no tendría un impacto en las operaciones de la holding y no cambiaría los efectos en materia contable para la compañía. Finalmente, resaltamos que Grupo Sura continuaría su estrategia de desapalancamiento, tanto individual como conjunta, por medio de las desinversiones realizadas, la posible venta de activos no estratégicos y un mayor ingreso por dividendos de sus filiales.

Margen Neto Grupo Sura



Rentabilidad SURA AM

Ajustado por amortización de intangibles



Resumen resultados financieros

Cifras en Miles de Millones COP

Cifras en COP miles de millones	Grupo Sura			Var % A/A	Var % T/T
	4T17	3T18	4T18		
Primas retenidas (netas)	2.349	2.590	2.856	21,6%	10,3%
Primas emitidas	3.046	3.109	3.839	26,0%	23,5%
Primas cedidas	697	519	982	40,9%	89,3%
Ingresos por comisiones	621	614	669	7,8%	8,9%
Prestación de Servicios	754	862	928	23,1%	7,6%
Ingresos por inversiones	244	557	94	-61,6%	-83,2%
Ingresos totales	4.243	4.878	4.734	11,6%	-3,0%
Siniestros retenidos	1.766	1.508	1.263	-28,5%	-16,3%
Ajuste de reservas	374	162	161	-57,1%	-0,9%
Costos por prestación de servicios	707	849	882	24,7%	3,9%
Gastos totales	3.914	4.394	4.486	14,6%	2,1%
Ganancia Neta	357	414	238	-33,4%	-42,6%
Ganancia Neta de la Controladora	313	357	231	-26,2%	-35,3%
Margen Neto (Controladora)	7,4%	7,3%	4,9%	-249 pbs	-244 pbs



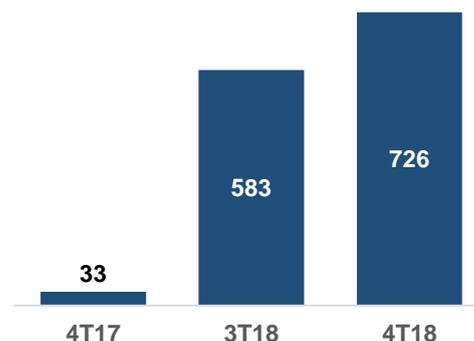
Corficolombiana



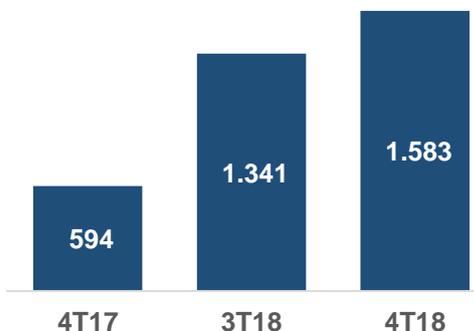
Hechos relevantes

- **El ingreso operacional crece en el 4T-18 (12% A/A) comparado con igual periodo del año anterior principalmente por el ingreso por Método de Participación como resultado de la firma del acta de inicio de construcción de Covioriente en noviembre y el avance en Coviandina y Covipacífico.** Lo anterior también tienen efecto para el total del año 2018, comparado con el año 2017, particularmente con la aplicación de la metodología NIIF 15, especialmente en los resultados de estas tres concesiones que firmaron acta de inicio de construcción. Por otra parte, la Ley de Financiamiento (Ley No. 1943 de 2018) aprobada el 28 de diciembre, tuvo un efecto positivo de \$95.092 millones sobre el impuesto diferido de las concesiones.
- **El EBITDA acumulado del 4T18 se ubicó en COP 1.58 BN, lo cual significó un crecimiento de 166,6% A/A,** explicado principalmente por la firma del acta de inicio de construcción de Covioriente. En 2018, el EBITDA de la compañía fue de COP 4.1 BN, jalonado principalmente por el sector de infraestructura y Promigas.
- El gasto de provisiones registró una reducción con respecto a 2017 relacionada principalmente con Electricaribe ya que en mayo 2018 se alcanzó la provisión del 100% de la exposición a dicha compañía
- La utilidad neta consolidada controlante fue de COP 725.766 MM en el último trimestre del año (24,5% A/A) y la de 2018 se ubicó en COP 1.6 BN. Respecto a la primera, destacó el aporte del sector de infraestructura.

Utilidad Neta



EBITDA



Resumen resultados financieros

Cifras en Millones COP

Cifras en COP millones	Corficolombiana			Var % T/T	Var % A/A
	4T17	3T18	4T18		
Ingreso Operacional Sector Real	1.517.088	2.488.654	2.787.608	12,0%	83,7%
Costo de Ventas y Prestacion de Servicios	783.744	1.106.476	1.078.580	-3%	38%
Margen Bruto del Sector Real	733.344	1.382.178	1.709.028	23,6%	133,0%
EBITDA	593.814	1.341.257	1.582.871	18,0%	166,6%
Utilidad Neta Controlante	33.474	583.019	725.766	24,5%	2068,1%



EBITDA no siente efecto positivo de adquisición

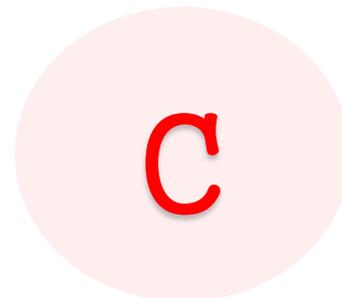
 Regresar

Terpel | Entrega de Notas 4T18

EBITDA no siente efecto positivo de adquisición

Consideramos los resultados financieros de Terpel como Negativos.

Resaltamos el importante aumento de ingresos para el 4T18 de COP 1.089 MM A/A, impulsados por la consolidación de las nuevas operaciones adquiridas en el 1T18. En ese sentido, tras la adquisición resaltamos el fortalecimiento de la participación de mercado de Terpel principalmente en el negocio de lubricantes en Colombia, que pasó del 18 al 48%, y en Perú, el cual era de 0% y se ubica en 30%. Sin embargo, en el 4T18 gastos asociados a las nuevas adquisiciones, junto con un incremento salarial importante en Perú y una pérdida por decaje, limitaron el EBITDA, cuyo margen se contrajo levemente frente al 4T17 (-74 pbs) y de forma más pronunciada respecto al 3T18 (-123 pbs). Por lo anterior y dada la amortización de los activos intangibles correspondientes, la utilidad neta disminuyó 13,9% A/A, pese al impacto positivo de impuestos diferidos gracias a la Ley de Financiamiento. Finalmente, no obstante la dinámica negativa del EBITDA, gracias al prepago de deuda realizado en noviembre de 2018 (USD 232 MM) el nivel de apalancamiento pasó de 4,5 x a 3,7 x.



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

Hechos relevantes

• **Nuevas adquisiciones favorecen ingresos y presionan EBITDA:** En el 4T18 el repunte anual del volumen comercializado de 15,2% (2,9% T/T), se explica en la mayor consolidación de las adquisiciones operacionales de distribución en Colombia, Perú y Ecuador. Respecto a Colombia, su participación del volumen aumentó 6,6% A/A. Destacamos que en dicho país, el *market share* en lubricantes continuó fortaleciéndose, y se ubicó en 48%. En línea con lo anterior, los ingresos registraron un crecimiento de 25,7% A/A. Sin embargo, resaltamos la contracción del EBITDA (25,4% T/T), principalmente por: i) gastos asociados a las nuevas adquisiciones ii) incremento salarial en Perú iii) pérdida por decaje.

• **Apalancamiento comienza a bajar:** Como estimamos en nuestro informe [El Oráculo de Terpel | Menor nivel de apalancamiento a la vista](#), la compañía realizó un prepago de la deuda bancaria de USD 232 MM, tras vender la línea de combustibles de Exxon Mobil en Colombia y la fábrica y contratos de lubricantes, a la Corporación Primax S.A. Lo anterior, pese a la dinámica negativa del EBITDA previamente mencionada, se reflejó en la disminución del indicador Deuda / EBITDA en cerca de 0,7x T/T, el cual se ubicó en 3,7x respecto al último trimestre de 2018.

Consideramos fundamental que la compañía logre un mayor control de los gastos asociados a las nuevas adquisiciones, puesto que la incorporación de un mayor EBITDA continúa viéndose limitada por estos. De lograrlo, tras el prepago de la deuda llevado a cabo, en 2019 lograría un apalancamiento por debajo de 3,5x, según nuestras estimaciones y de Fitch Ratings.

Resumen resultados financieros

COP miles de MM	Terpel			Var %A/A	Var %T/T
	4T17	3T18	4T18		
Volumen (MM Glns)	630	705	726	15,2%	2,9%
Ingresos	4.240	4.993	5.329	25,7%	6,7%
Utilidad Bruta	387	429	437	12,8%	1,8%
EBITDA	153	204	152	-0,2%	-25,4%
Utilidad Neta	23	58	20	-13,9%	-65,6%
Margen EBITDA	3,6%	4,1%	2,9%	-74 pbs	-123 pbs
Margen Neto	0,5%	1,2%	0,4%	-17 pbs	-79 pbs

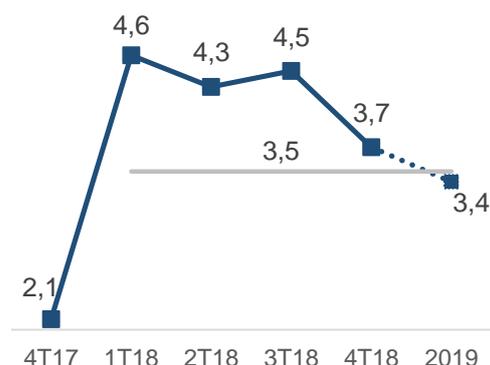
Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	NA
Recomendación	NA
Market Cap (BN)	1,83
Ultimo Precio	10.500
YTD (%)	9,4%
Participación Colcap	-

Deuda / EBITDA

Cifras en veces



Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable



Producción aluvial muestra mejores síntomas

 Regresar

Consideramos los resultados financieros de Mineros como **NEUTRALES**. Durante el 4T18, los ingresos crecieron cerca de COP 29 mil MM, jalonados por la positiva dinámica de producción en Nicaragua y una mayor normalización de la operación aluvial en Colombia, y soportados en la estabilidad del precio del oro durante el trimestre. No obstante, los márgenes operacionales se contrajeron anualmente, presionados por la dinámica negativa de costos y gastos, los cuales presentaron un significativo incremento, cercano a COP 32 mil MM, mayor al de los ingresos, impactados mayormente por costos relacionados a la nueva operación en Argentina, al aumento de la producción artesanal en Nicaragua (11% A/A), y por gastos relacionados al proyecto de reorganización societaria. Por su parte, la utilidad neta creció significativamente en COP 64,7 mil millones A/A, favorecida por ajustes contables relacionados con NIIF al cierre de 2018. Resaltamos que en 2019 se daría la integración de la nueva operación en Argentina, la cual compensaría la afectación prevista durante el 1S19 de la operación en Colombia.



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

Hechos relevantes

• **Producción consolidada, mejor trimestralmente y estable en el año:** Los ingresos incrementaron significativamente (14,3% A/A) gracias al importante crecimiento de 15% de la producción para el 4T18, acompañado de un desempeño trimestral estable del precio de venta de oro (1,3% A/A). En ese sentido, destacamos en términos de producción la positiva contribución de Nicaragua (12,2% A/A) y Colombia (6,4% A/A), este último gracias a una mayor normalización de la operación aluvial. No obstante lo mencionado anteriormente, resaltamos la disminución trimestral de 554 pbs del margen EBITDA, impactado por el crecimiento de los costos y gastos (22,1% A/A), principalmente por costos asociados a la nueva operación en Argentina, al incremento de estos de Hemco, dado el aumento del nivel de producción artesanal de 12% A/A, y por gastos relacionados al proyecto de reorganización societaria. Vale la pena mencionar que en 2018 la producción tuvo un desempeño estable (+0,9% A/A) en la cual Nicaragua presentó una participación de 52%, Colombia de 47%, y Argentina del 1%. Respecto a la penúltima, disminuyó anualmente 5,3 p.p, debido a la dinámica negativa de la producción aluvial (-11,4% A/A) principalmente por las dificultades presentadas de su operación.

• **Cash cost cierra arriba:** En línea con lo mencionado en el punto anterior, a nivel consolidado el cash cost de la compañía incrementó 7,4% A/A para el 4T18, y 6,8% para 2018 respecto al año anterior. Dicho indicador, presionado por la dinámica negativa de la operación aluvial en Colombia, impactado por la dificultad que significó para la compañía el sistema de fosa cerrada, país cuyo cash cost se ubicó a corte de diciembre de 2018 en USD 633, 22% mayor al presentado en el mismo mes de 2017. Asimismo, el costo efectivo operativo fue impactado por el incremento de la producción artesanal de Hemco.

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	N/A
Recomendación	N/A
Market Cap (BN)	0,5
Ultimo Precio	2.075
YTD (%)	1,5%
Participación Colcap	N/A

Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

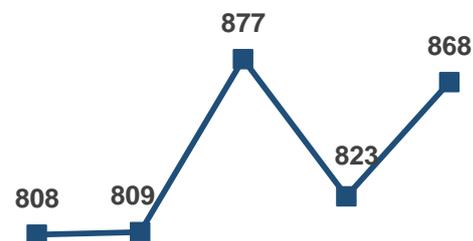
Omar Suarez
Gerente Estrategia Renta Variable

• **Utilidad neta favorecida por efectos contables:** La utilidad neta de la compañía incrementó 199% frente al 4T17, y su margen se ubicó para el trimestre final de 2018 en 42,1%, lo cual supuso una significativa expansión a nivel anual. Lo anterior, debido a ajustes contables relacionados con NIIF al cierre del año, principalmente respecto a revisiones de inversiones de la compañía a valor razonable, donde las compras de las operaciones a Yamana Gold tanto en Argentina, de la mina de Gualcamayo, como en Chile, de la opción en el proyecto de exploración de oro La Pepa, reflejaron ser ventajosas contablemente. Importante resaltar que dichos ajustes contables no significaron movimientos de caja para la compañía.

• **Un 2019 igual de retador:** Respecto a la perspectiva de la compañía para 2019, resaltamos el incremento de la producción de oro esperada al rango entre 280 y 300 mil Oz Eq, en línea con una normalización paulatina esperada de la producción aluvial en fosa cerrada y la integración de la nueva operación en Argentina de la mina de Gualcamayo, donde se espera una producción de 100 mil Oz Eq. No obstante, la administración prevé durante el primer semestre del año una afectación en la producción de la Operación Colombia por restricciones operacionales relacionadas a la prolongación, mayor a la esperada, de la renovación de permisos ambientales. Dicha afectación significaría una disminución de 15% A/A de la producción de onzas de la operación local. Resaltamos que la compañía continúa con el proceso de listamiento en la bolsa de Toronto (TSX) el cual esperan finalizar para el 2S19.

Finalmente, destacamos el crecimiento (9%) de la propuesta de dividendo total por acción de Mineros, el cual significaría un atractivo dividend yield de 10% para 2019 de aprobarse en la asamblea de accionistas que se llevará a cabo el 27 de marzo de 2019.

Cash Cost Consolidado* (USD)



4T17 1T18 2T18 3T18 4T18

Onzas de oro producidas (AuEq Oz) Cifras en miles



Resumen resultados financieros

Cifras en Millones COP

Cifras en COP miles MM	Mineros			Var % A/A	Var % T/T
	4T17	3T18	4T18		
Ingresos Operacionales	201,9	186,2	231,0	14,4%	24,1%
Costos y Gastos	144,4	144,0	176,4	22,1%	22,5%
Utilidad operacional	57,5	42,2	54,5	-5,3%	29,2%
Utilidad Neta	32,5	19,8	97,3	199,0%	392,2%
EBITDA	75,0	59,1	73,0	-2,7%	23,6%
Margen EBITDA	37,1%	31,7%	31,6%	-554 pbs	-13 pbs
Margen Operacional	28,5%	22,6%	23,6%	-489 pbs	93 pbs
Margen Neto	16,1%	10,6%	42,1%	2600 pbs	3150 pbs
Onzas de Oro Producidas	51,0	50,6	58,6	14,9%	15,8%



Utilidad neta por fin ve la luz

 Regresar

Consideramos los resultados financieros de ETB como POSITIVOS.

Resaltamos la dinámica favorable del EBITDA registrado para el 4T18 y en 2018, dado el crecimiento anual de COP 21 mil MM y COP 18 mil MM respectivamente. Dicho desempeño, impulsado por un mayor control de costos y gastos, que disminuyen 11,7% A/A en el último trimestre de 2018, en línea con la estrategia de austeridad llevada a cabo, reflejada en el decrecimiento (3 p.p) del indicador (Opex + Capex) / Ingresos de 2018 frente a 2017. No obstante, es importante mencionar el estancamiento que evidencian los ingresos a nivel anual, mayores 0,5% a los registrados en 2017, y 0,4% al nivel presentado en 2015. Consideramos que lo anterior evidencia la dificultad en rentabilizar la inversión realizada entre 2015 y 2016 en servicios nuevos por parte de la compañía, pese a que estos participan en una mayor medida en los ingresos totales. Finalmente, el resultado neto, que se ubicó por primera vez en 4 años en terreno positivo, se ve favorecido por otros ingresos financieros y una reversión de la provisión (COP 173 MM) asociada a la contingencia de Telefónica.



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

Hechos relevantes

• **Control de costos y gastos jalonan EBITDA, mientras los ingresos siguen estancados:** La compañía evidenció una dinámica negativa de ingresos en el 4T18 (-2,0% A/A) y estable en el año (0,5% A/A). Frente a 2015, año en el cual comenzó la inversión realizada en fibra óptica (COP 2,1 BN), los ingresos han crecido tan solo 0,4%, reflejo de la dificultad de rentabilizar dicha inversión, en medio de un mercado altamente competitivo. En ese sentido, destacamos que el positivo desempeño registrado del EBITDA tanto en el 4T18 (15,8% A/A) como en el año (3,5% A/A), se da gracias a un mayor control de costos y gastos por parte de la compañía, que anualmente disminuyen 11,7% y 1,2% en el trimestre y en el año respectivamente, en línea con la estrategia de mayor austeridad.

• **Utilidad neta, jalónada por otros ingresos y reversión de provisiones:** Para el 4T18 la utilidad neta fue de COP -1.942 MM, pese al positivo desempeño operacional anteriormente descrito, impactada principalmente por la depreciación y amortización registrada (COP 162.943 MM). Por su parte, junto con lo mencionado en el punto anterior, el resultado neto del año (COP 41.960 MM) se explica por los siguientes factores: i) Efecto positivo del rubro "otros ingresos y gastos financieros" favorecido por la contribución en COP 66.157 MM de rendimientos financieros ii) Ganancia por impuesto diferido de COP 6.111 MM, generado por la reversión de provisiones previamente mencionada, reflejada en el ORI.

Consideramos que a pesar que ETB ha logrado diversificar sus ingresos anualmente, lo cual se evidencia en una mayor participación de fibra óptica y móviles, la estabilidad anual de estos sigue reflejando la dificultad de rentabilizar la inversión realizada en los servicios nuevos.

Resumen resultados financieros

Cifras en COP miles de millones	ETB				
	4T17	3T18	4T18	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	378	385	370	-2%	-4%
Costos y gastos totales	245	234	216	-12%	-8%
EBITDA	133	152	154	16%	2%
Utilidad o Pérdida Neta	20	24	(2)	-	-
Margen EBITDA	35%	39%	42%	641 pbs	225 pbs
Margen Neto	5%	6%	-1%	-591 pbs	-675 pbs

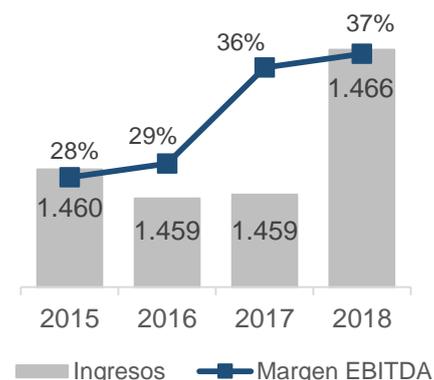
Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	380
Recomendación	Subponderar
Market Cap (BN)	1,01
Ultimo Precio	287
YTD (%)	14,3%
Participación Colcap	0,09%

Ingresos totales vs Margen EBITDA

Cifras en COP MM



Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable



Finaliza el año con buen puntaje

 Regresar

Consideramos los resultados financieros del PEI como **POSITIVOS**. Resaltamos la buena dinámica operacional del PEI a pesar del entorno retador del sector (donde los altos niveles de inventario siguen afectando la vacancia y los precios), lo cual se vio reflejado en el buen desempeño de los ingresos (11,9% A/A) y el NOI (12,1% A/A). Asimismo, el Flujo de Caja Distribuible (10,9% A/A) se vio favorecido por menores gastos financieros relacionados con la menor tasa de intervención del Banco de la República y costos financieros favorables relacionados con la reciente emisión de bonos. Por otro lado, resaltamos la mayor diversificación alcanzada tanto por geografía como por arrendatario, donde se reduce la participación de Bogotá en el valor del portafolio (de 62% en 2017 a 52% en 2018), así como de Grupo Bolívar dentro de los ingresos del vehículo. Por último, destacamos el buen desempeño del nivel de vacancia del PEI, el cual continúa significativamente por debajo del observado en la industria, gracias a la exitosa implementación de sus contratos de largo plazo, compra estratégica de inmuebles, análisis de los arrendatarios, etc.



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

Hechos relevantes

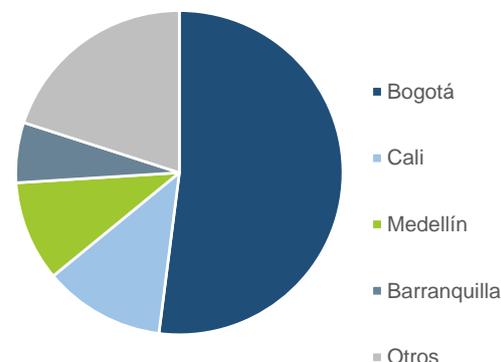
- **Portafolio del PEI continúa mostrando un sólido crecimiento:** El portafolio del PEI alcanzó un valor de COP 4,7 billones en el año 2018, un incremento relevante frente al observado en 2017 (+ 9%), impulsado por un continuo plan de expansión y compra de activos inmobiliarios estratégicos y la valorización de su portafolio. De esta manera, se alcanzaron 967 mil m2 de área bruta arrendable (GLA), un incremento de 12,8% A/A.
- **Centros Comerciales Único entra a hacer parte del portafolio:** Destacamos la adquisición del PEI de los Centros Comerciales Único por un valor de COP 684 mil millones y un área de 75.407 m2. Consideramos esta transacción como positiva debido a la diversificación geográfica de sus inmuebles (con presencia en ciudades como Cali, Barranquilla, Villavicencio y Neiva), los cuales entraron al portafolio totalmente estabilizados. De esta manera, su ocupación es del 98%, lo cual refleja una buena dinámica a pesar del entorno retador para el segmento comercial en el país. La participación del PEI en dichos activos es del 80%.
- **Continúa entorno retador para el sector:** Destacamos que el sector continúa mostrando un entorno retador caracterizado por altos niveles de inventarios, lo cual ha generado que la vacancia permanezca elevada (por encima de 10%) y los precios muestren un débil desempeño o incluso retroceso en algunos segmentos. Sin embargo, destacamos que la contracción en las licencias de construcción No Habitacionales, sumado a una mayor absorción de inventarios empiecen a mostrar un punto de inflexión para el sector en el año 2019. No obstante, no esperamos una recuperación relevante sino a partir del 2020.

Juan Felipe D'luyz
Analista Acciones

Omar Suarez
**Gerente de Estrategia
Renta Variable**

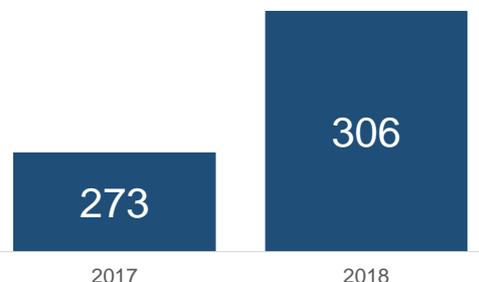
- Estrategia continúa enfocada en alcanzar mayor diversificación:** Con el objetivo de reducir y mitigar los riesgos por emisor y geografía, la estrategia del PEI siguió mostrando resultados positivos en el año 2018. De esta manera, los 2 principales arrendatarios del vehículo inmobiliario disminuyeron su importancia en los ingresos totales: 1) Grupo Bolívar redujo su participación de 11,5% en 2017 a 9,8% en 2018; 2) Éxito disminuyó su relevancia del 4,9% en 2017 a 4% en 2018. Es así como ningún arrendatario sobrepasa el 10% de participación en los ingresos del PEI. Adicionalmente, resaltamos que la dependencia de los ingresos de Bogotá también disminuye su participación de manera relevante, pasando del 62% en 2017 a 52% en 2018, mientras aumenta la participación de Barranquilla (+400 pbs) y de Otras Regiones (+600 pbs, reflejo de una mayor incursión en nuevas ciudades.

AUM inmobiliario por ciudad (%)



- Vacancia muestra un leve deterioro, aunque continúa por debajo del sector:** Tanto la vacancia económica (4%) como la vacancia física (4,9%) presentaron un deterioro de 10pbs, explicado por la finalización de algunos contratos, teniendo en cuenta los malos resultados de cartera con clientes específicos, principalmente en el segmento comercial. Sin embargo, destacamos que la vacancia se ubica en niveles significativamente por debajo de los observados en el mercado, gracias a las diferentes estrategias adoptadas que le han permitido mitigar el entorno retador del sector.

NOI (miles de millones COP)



- Resaltamos la buena dinámica operacional del PEI, el cual presentó crecimientos saludables en Ingresos (+11,9% A/A), NOI (+12,1% A/A) y EBITDA (9,7% A/A).** Asimismo, es importante destacar que **el Flujo de Caja Distribuible (+10,9% A/A) se vio favorecido por menores gastos financieros relacionados con una reducción en el costo promedio de financiamiento** gracias a la menor tasa de intervención del Banco de la República y la emisión de bonos corporativos con un costo financiero favorable.

Resumen resultados financieros

Cifras en Miles de Millones COP

PEI			
Cifras en COP Miles de millones	2017	2018	Var % A/A
Ingresos	344	385	11,9%
NOI	273	306	12,1%
EBITDA	226	248	9,7%
FCD	147	163	10,9%
Margen EBITDA	66%	64%	-128 pbs
GLA (Miles de m2)	857	967	12,8%
AUM (Billones)	4,3	4,7	9,3%

GLA: Área Bruta Arrendable

AUM: Activos bajo administración

Gerencia de Inversiones

Alejandro Pieschacon
Director de Inversiones
alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co
o
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

Santiago Clavijo
Practicante de Renta Fija
santiago.clavijo@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22814

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

Juan Felipe D'luyz
Analista de Renta Variable
juan.dluyz@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22703

Mesa Distribución

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

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

Olga Dossman
Gerente Comercial
Olga.dossman@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.