
Resumen Resultados Corporativos 1T19

29 de mayo de 2019

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

2019 inicia con mejoras operacionales

Resumen de Resultados Corporativos 1T19

El 35% de los emisores bajo análisis evidenciaron resultados financieros en el 1T19 positivos, mientras que un 45% se ubicaron en terreno neutral, con algunas señales de mejora, y el 20% restante presentó un desempeño negativo. Consideramos que los resultados del 1T19 evidenciaron una mejora sustancial respecto a los presentados en el 1T18 y muestran una continua evolución frente al trimestre anterior (4T18). A nivel operacional, el 70% de las compañías analizadas evidenciaron un crecimiento a nivel de EBITDA, mientras que el 55% en su utilidad neta. Lo anterior, impulsado principalmente por los sectores financiero, utilities y consumo. En ese sentido, el desempeño a nivel de resultados de los emisores estuvo soportado por una mejora gradual de la economía colombiana, donde se destaca un mayor dinamismo del consumo privado, la continua recuperación del crecimiento de la cartera bruta, menores gastos de provisiones que han generado una expansión en la utilidad neta de los bancos, una mejora en los volúmenes y precios del cemento y concreto jalonados por el segmento de infraestructura. Así mismo, el sector petrolero se vio favorecido por la fortaleza del dólar y un incremento en la producción total, compensando los menores precios del crudo en comparación anual.

Vale la pena mencionar la afectación contable en los resultados financieros por la adopción de NIIF 16, observado principalmente en un aumento en el EBITDA y en los gastos financieros. En el estado de situación financiera en un incremento del activo y del pasivo, proporcional a la dinámica del negocio. Finalmente, pese a que la mejora a nivel fundamental de las compañías comienza a evidenciarse, esperamos que el incremento del nivel de aversión al riesgo a nivel global continúe presionando su comportamiento en bolsa.

Calificación de Resultados 1T19

[Haga click en el logo de cada compañía para remitirse al informe realizado](#)

A

POSITIVOS



Grupo Energía Bogotá



B

NEUTRALES



C

NEGATIVOS



2019 inicia con mejoras operacionales

Resumen de Resultados Corporativos 1T19

Resumen de resultados 1T19 (CdB)

COP miles de millones

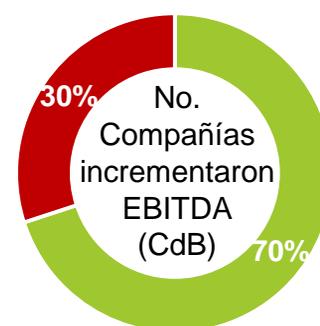
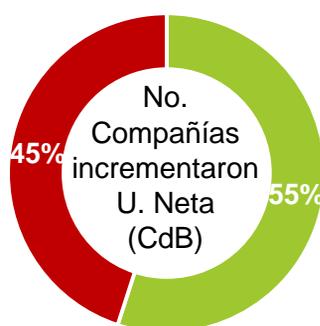
	Ingresos			EBITDA			Utilidad Neta Controladora		
	1T18	1T19	Var % A/A	1T18	1T19	Var % A/A	1T18	1T19	Var % A/A
Bancolombia*	3.947	4.185	6,0%	544	874	60,7%	522	833	59,7%
Grupo Sura	2.559	2.481	-3,0%	NA		-	269	500	85,9%
ISA	1.631	1.816	11,3%	1.070	1.227	14,7%	298	353	18,7%
Grupo Éxito	13.744	14.275	3,9%	707	742	4,9%	10	-80	-
GEB ***	882	1.052	19,3%	283	440	55,5%	329	495	50,6%
Canacol**	52	51	-1,6%	34	40	18,5%	8	6	-24,2%
Terpel	4.113	5.098	24,0%	158	213	34,7%	7	58	720,8%
Ecopetrol	14.643	15.943	8,9%	7.149	7.357	2,9%	2.615	2.745	5,0%
Davivienda*	2.405	2.647	10,1%	579	545	-5,9%	454	393	-13,4%
Grupo Argos	3.311	3.721	12,4%	941	998	6,1%	109	144	31,8%
Cementos Argos	2.108	2.175	3,2%	413	362	-12,3%	52	15	-71,2%
Nutresa	2.104	2.246	6,7%	274	320	17,0%	121	174	44,3%
BVC	52	61	18,0%	16	21	25,4%	10	9	-14,0%
ETB	341	354	3,7%	121	138	14,4%	-64	1	-
Concreto	196	193	-1,6%	33	53	58,8%	2	30	1397,4%
PEI****	94	122	29,8%	58	71	22,4%	30	38	26,7%
Avianca**	1.168	1.151	-1,5%	227	170	-25,3%	3	-68	-
CLH**	292	258	-11,5%	68	55	-19,1%	30	16	-47,8%
Celsia	847	861	1,7%	290	276	-4,9%	51	34	-33,3%
Mineros	180	296	63,8%	65,882	92,27	40,1%	19,884	21,531	8,3%

* El EBITDA fue reemplazado por la UAI.

** Cifras en USD MM.

*** Utilidad Operacional en vez de EBITDA.

**** Utilidad neta fue reemplazada por Flujo de Caja Distribuible



■ Positivos ■ Neutrales ■ Negativos

■ Si ■ No

■ Si ■ No

Índice

(Hipervínculos)

[5. Bancolombia](#)

[7. Davivienda](#)

[9. Bogotá](#)

[11. Grupo Aval](#)

[13. BVC](#)

[15. Ecopetrol](#)

[17. Canacol](#)

[19. Éxito](#)

[23. Nutresa](#)

[25. Cementos Argos](#)

[27. Cemex Latam Holding](#)

[29. Concreto](#)

[31. GEB](#)

[33. Celsia](#)

[35. Isa](#)

[37. Avianca](#)

[39. Grupo Argos](#)

[41. Grupo Sura](#)

[43. Corficolombiana](#)

[45. Terpel](#)

[47. Mineros](#)

[49. ETB](#)

[51. PEI](#)



Menores provisiones alimentan la utilidad

 Regresar

Bancolombia | Entrega de Notas 1T19

Menores provisiones alimentan la utilidad

La utilidad neta (COP 0.83 BN) reportada por Bancolombia para el 1T19 (59,7% A/A y -16,8% T/T), fue superior a nuestra expectativa en COP 0.1 BN. **Consideramos POSITIVOS estos resultados**, en la medida en que el Banco se mantiene en la senda de recuperación, y el resultado del 4T18 tuvo un componente impositivo importante. Dentro de las mayores diferencias respecto a nuestras expectativas, destacamos el crecimiento de la cartera de consumo, mucho mayor a la que esperábamos para un trimestre que se caracteriza por crecimientos moderados en la cartera de créditos, evidenciando que el banco continuó su apuesta de crecimiento a través de esta cartera. El crecimiento de la cartera bruta total fue 0,40% T/T y 9,75% A/A, ubicándose en 149,7 billones. Finalmente, la calidad de la cartera a 90 días se ubicó en 3,1%, estable respecto a 4T18, y la calidad a 30 días se deterioró 65 PBS, ubicándose en 4,98%.



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

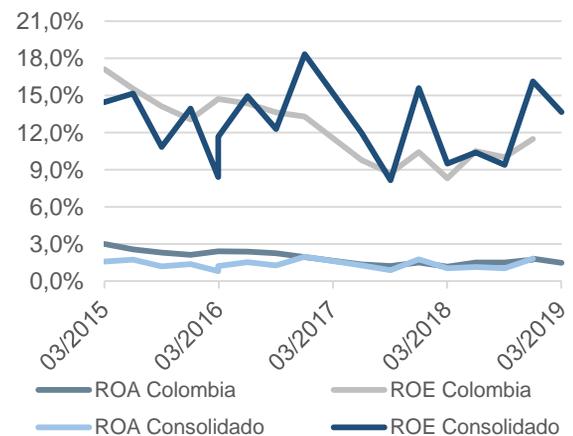
- A partir del modesto desempeño que viene mostrando Centroamérica, revisamos el aporte de la región en términos de la rentabilidad, dado que el tamaño de la cartera como tal depende mucho de la tasa de cambio. El aporte a la rentabilidad patrimonial de Centroamérica es innegable; menor al que se evidencia gráficamente, debido al respaldo patrimonial que da Colombia a la operación total, pero positiva, y se hará más evidente en la medida en que la dinámica de cartera en Centroamérica mejore.
- Además de la contextualización macroeconómica, donde no esperamos demasiado de Centroamérica este año, y la dinámica de la economía local se mantiene levemente positiva, la información de 1T19 del banco contiene algunos elementos que nos permiten esperar que se mantenga la lenta recuperación iniciada a mediados del año pasado:
 - ✓ El crecimiento de la cartera de consumo se presentó sin el costo de un deterioro en calidad o un incremento en las provisiones. La calidad de la cartera de consumo mejoró en 1T19 respecto a 4T18, ubicándose en 4,72% para 30 días y 2,46% para 90 días.
 - ✓ La menor carga de provisiones, basada en modelos de pérdida esperada, implican la expectativa de un mejor desempeño en la cartera. Coincidente con la en cuenta de BanRep en su Reporte de la situación del crédito publicado en marzo.
 - ✓ El fondeo del banco, junto con su capitalización regulatoria evidencian su fortaleza actual, así como el espacio de crecimiento futuro, en caso de que incremente la dinámica crediticia.

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	37.500
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	38.36
Ultimo Precio	40.660
YTD (%)	+29,49%

Rentabilidad de la operación en Colombia y consolidado (Tasa E.A)



Resumen resultados financieros

BANCOLOMBIA					
Cifras en COP Millones	1T18	4T18	1T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso por intereses	3.946.949	4.258.465	4.185.128	6%	-2%
Egreso por intereses	1.434.194	1.439.205	1.497.804	4%	4%
Ingreso Neto por intereses	1.637.257	1.831.965	1.944.398	19%	6%
Provisiones Netas	875.498	987.295	742.926	-15%	-25%
Utilidad antes de impuestos	855.187	1.143.244	1.265.514	48%	11%
Utilidad Neta	521.760	1.002.169	833.328	60%	-17%

Andrés Duarte
Director Renta Variable
(Corficolombiana)



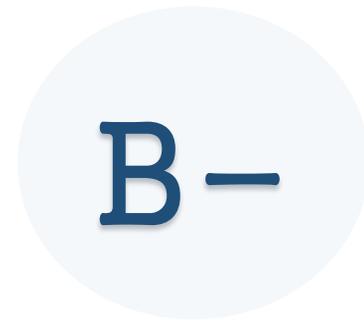
Provisiones ejercen presión sobre utilidad

 Regresar

Davivienda | Entrega de Notas 1T19

Provisiones ejercen presión sobre utilidad

Davivienda publicó resultados financieros mixtos. Resaltamos la dinámica positiva para el 1T19 de los ingresos financieros por interés, que incrementaron tanto a nivel trimestral (+8,7%) como anual (12,4%), e impulsaron el margen bruto financiero que se ubicó en COP 1.698 mil MM y el NIM (+41 pbs A/A). Sin embargo, el significativo incremento del gasto de provisiones, el cual se ubicó en COP 582 mil MM, superior al esperado, junto con una expansión del OPEX y de la carga tributaria para el trimestre, ejercieron presión sobre el comportamiento de la utilidad neta, la cual se contrajo 13,4% A/A. Dado el aumento del nivel de provisiones, el costo de riesgo (trimestral anualizado) creció 41 pbs. Por su parte, no obstante la cartera bruta registró un buen comportamiento anual, impulsado principalmente por los segmentos de vivienda (+17%) y comercial (+12,9%), la calidad de esta se deterioró mayormente por la cartera comercial, oprimida por deterioros en los sectores de energía y transporte.



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

Hechos relevantes

• **Provisiones y OPEX presionan utilidad neta:** No obstante, la buena dinámica de ingresos financieros por interés (+COP 242 mil MM A/A), que impulsó el margen financiero bruto (+12,1%) y dio lugar a un NIM 12 meses de 6,56%, resaltamos el considerable aumento de 25,4%, mayor al esperado, del nivel de provisiones (+13,4% T/T). Dicho incremento, explicado por dos factores, principalmente: i) Como esperábamos, un efecto base negativo dada la implementación de NIIF 9 en el 1T18, y ii) producto de situaciones de riesgo presentadas en 2018. Lo anterior en gran medida, acompañado de un crecimiento del OPEX (+10% A/A), en medio del aumento de gastos de personal de 9%, y de una mayor carga tributaria (21,7% A/A), dado un crecimiento de la tasa efectiva (+6,3 p.p.), presionó la utilidad neta del 1T19 (-13,4% A/A). Por su parte, el costo de riesgo evidenció un crecimiento de 28 pbs frente al 4T18 (25 pbs vs 1T18).

• **Segmento de vivienda encabeza aumento de cartera bruta:** Destacamos el positivo desempeño anual de las carteras comercial (+12,9%), consumo (+10,5%) y vivienda (17%), esta última en Colombia soportada por los segmentos de leasing y vivienda mayor a VIS. Respecto al comportamiento de la cartera de consumo, se favorece por los impulsos en materia digital del banco. Lo anterior, se tradujo en un importante incremento de la cartera bruta (+13,2% A/A). Por su parte, la calidad de la cartera consolidada (mayor a 90 días) mejoró frente al 4T18 (-6 pbs) gracias a la disminución en los segmentos de consumo y vivienda, mientras que evidenció un deterioro de 62 pbs anual, mayormente por la cartera comercial (+142 pbs), que siguió presionada por deterioros en sectores de energía y transporte.

• **Transformación digital sigue tomando fuerza:** Resaltamos la mayor tracción que evidencia el cambio en materia digital que implementa la compañía, reflejado en la venta de productos a través de canales digitales, cuya participación pasó de 1% en el 1T18 a 27% en el 1T19, al igual que en el acuerdo comercial con la *start up* Rappi, por medio del cual los usuarios serían capaces de hacer transacciones a través de *Rappipay*.

Resumen resultados financieros

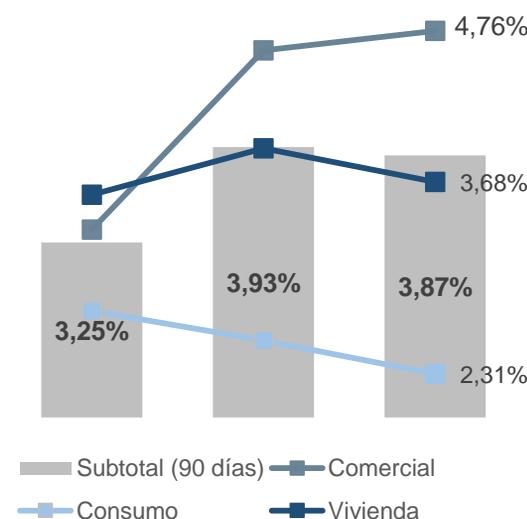
Cifras en COP miles de MM	Davivienda				
	1T18	4T18	1T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos financieros por interés	2.405	2.435	2.647	10,1%	8,7%
Margen financiero bruto	1.515	1.524	1.698	12,1%	11,4%
Provisiones	464	513	582	25,4%	13,5%
Utilidad Neta	454	374	393	-13,4%	5,1%
NIM	6,5%	6,5%	6,9%	41 pbs	43 pbs
ROAE	17,2%	13,4%	13,8%	-340 pbs	40 pbs

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	40.000
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	16,7
Ultimo Precio	37.000
YTD (%)	19,7%

Comportamiento de la cartera bruta por segmento



Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



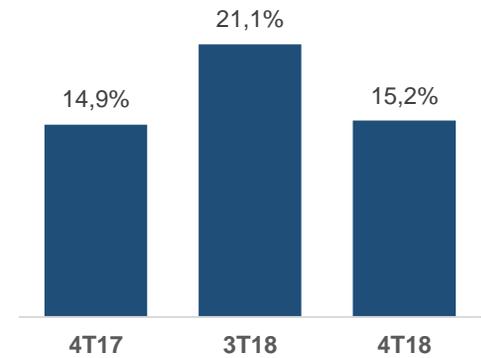
Banco de Bogotá

 **Regresar**

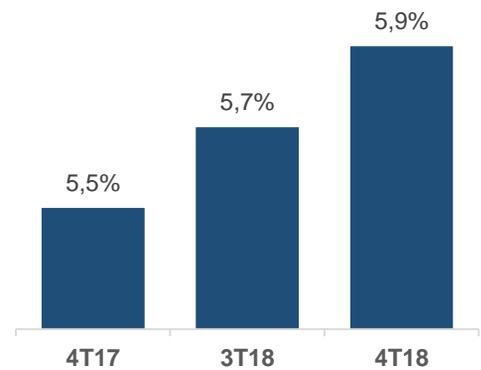
Hechos relevantes

- **El banco reportó una utilidad neta de la controladora para el primer trimestre de 2019 de COP 697.1 mil MM, lo cual significó un crecimiento de 14,3% A/A (-26,7% T/T).** Dicho crecimiento anual, estuvo jalonado por el incremento en el ingreso por intereses, ingreso por comisiones y otros ingresos, particularmente por el crecimiento en método de participación de utilidades asociadas y la ganancia neta de inversiones.
- **El ROAA y ROAE** en el primer trimestre del año se ubicaron en 1,9% y 15,2% de manera respectiva, evidenciando aumentos de 70 y 30 pbs frente al mismo trimestre de 2018 respectivamente.
- **El NIM se ubicó en el 5.9% para el 1T19**, 40 pbs mayor al nivel registrado en el mismo trimestre de 2018 y 20 pbs frente al 4T18.
- **Razón de eficiencia**, medido como gastos operativos antes de depreciación y amortización sobre el total de ingresos fue de 49,9%, lo cual significó una disminución anual de 100 pbs.
- **Por su parte, el costo de riesgo se ubicó en 2,2%, presentando un aumento de 2 p.p. respecto al mismo trimestre de 2018.** Lo anterior, ante un aumento en términos anuales del nivel de provisiones (+20,4%).

ROAE



NIM



Resumen resultados financieros

Banco de Bogotá					
Cifras en COP Miles de MM	1T18	4T18	1T19	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos por intereses	2.714	2.933	2.950	0,6%	8,7%
Gasto por Intereses	1.056	1.141	1.159	2%	10%
Ingresos netos por intereses	1.658	1.792	1.791	0,0%	8,0%
Provisiones Netas	496	837	597	-28,7%	20,4%
Utilidad Neta	610	951	697	-26,7%	14,3%
NIM	5,5%	5,7%	5,9%	20 pbs	40 pbs
ROAE	14,9%	21,1%	15,2%	-590 pbs	30 pbs
Eficiencia	50,9%	47,9%	49,9%	200 pbs	-100 pbs
Calidad de Cartera 90 días	2,5%	2,8%	2,8%	0 pbs	30 pbs
Relación de Solvencia	12,8%	13,5%	13,0%	-50 pbs	20 pbs



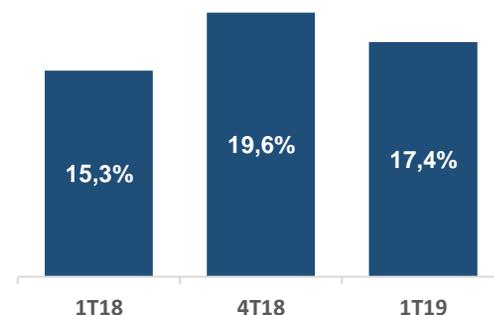
Grupo Aval

 Regresar

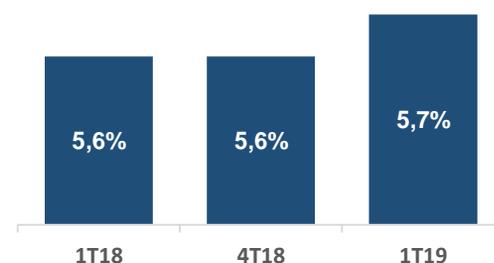
Hechos relevantes

- **Utilidad Neta de la controladora para el primer trimestre de 2019 alcanzó un nivel de COP 763 mil MM**, cifra que representó un crecimiento anual de 27,6% y una debilidad a nivel trimestral al disminuir 10,3%.
- **El ROAA y ROAE** en el primer trimestre del año se ubicaron en 2,1% y 17,4% de manera respectiva, evidenciando incrementos de 47 y 210 pbs frente al mismo trimestre de 2018.
- **El NIM se ubicó en el 5.7% para el 1T19**, 0.1 p.p. superior al nivel registrado en el mismo trimestre de 2018 y en el 4T18.
- **Razón de eficiencia**, medido como gastos operativos antes de depreciación y amortización sobre el total de ingresos fue de 44,7%, lo cual significó una contracción de 480 pbs anual. El ratio anualizado como porcentaje del total de activos promedio fue 3,5% en el 1T19, 0,2 p.p. inferior al nivel registrado en el 1T18.
- **Por su parte, el costo de riesgo se ubicó en 2,0%, evidenciando una mejora frente al 4T18 y 1T19, periodos en los cuales se ubicó en 3,1% y 2,2%**. Dicha mejora, impulsada por una mejoría en las cosechas de consumo.

ROAE



NIM



Resumen resultados financieros

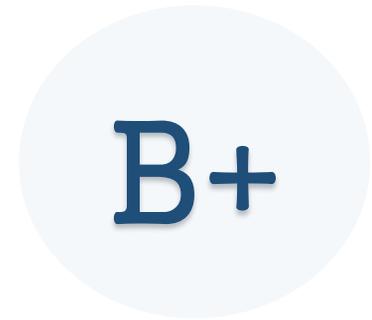
COP Miles de MM	Grupo Aval			Var % A/A	Var % T/T
	1T18	4T18	1T19		
Ingresos por intereses	4.524	4.692	4.669	3,2%	-0,5%
Gasto por Intereses	1.861	1.935	1.940	4,2%	0,3%
Ingresos netos por intereses	2.663	2.757	2.730	2,5%	-1,0%
Deterioro cartera de créditos	919	1.360	933	1,5%	-31,4%
Utilidad Neta Controladora	598	851	763	27,6%	-10,3%
NIM	5,6%	5,6%	5,7%	10 pbs	10 pbs
ROAE	15,3%	19,6%	17,4%	210 pbs	-220 pbs
Eficiencia	49,5%	44,1%	44,7%	-480 pbs	60 pbs
Calidad de Cartera 90 días	2,9%	3,1%	3,1%	20 pbs	0 pbs



Integración empieza a dar frutos

 **Regresar**

Consideramos los resultados financieros de BVC NEUTRALES, con sesgo positivo. Destacamos la positiva dinámica a nivel de ingresos consolidados (+18% A/A), jalonados principalmente por el buen comportamiento de Sophos, cuyo número de proyectos incrementó 62% A/A, y Deceval, en medio de un aumento anual de 6% de los activos bajo custodia y de emisiones desmaterializadas. De esa manera, y no obstante el significativo crecimiento de los costos y gastos operacionales para el 1T19 (+20% A/A), el EBITDA se ubicó en COP 20,6 mil MM, (+COP 4.183 MM A/A) y su margen incrementó 2 p.p. Sin embargo, la utilidad neta registrada para el periodo analizado presentó una contracción de COP 1.426 MM A/A, presionada por un fuerte incremento anual de impuestos (+COP 3.722 MM), producto del aumento de la tasa impositiva, que se ubicó en 39%. Finalmente, destacamos los esfuerzos a nivel comercial y de servicio, y la implementación de proyectos estratégicos que se esperan realizar en el transcurso de 2019.



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

Hechos relevantes

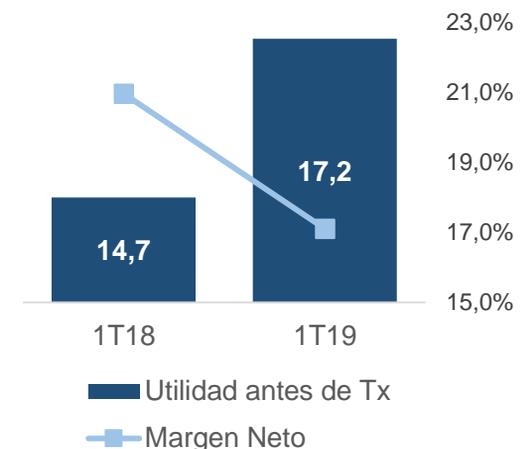
- Deceval se dejar ver y Sophos sigue fuerte:** A nivel consolidado, resaltamos la positiva dinámica del EBITDA (+25% A/A), soportada en un importante incremento de COP 9,4 mil MM de ingresos, jalonados por el buen desempeño de Sophos (+76% A/A) y Deceval (5% A/A). Respecto a esta última, destacamos su participación en el EBITDA consolidado (70%), en medio de un aumento de los activos bajo custodia y de las emisiones desmaterializadas de 6% A/A, y una reducción importante de gastos operacionales (-9% A/A), única filial en hacerlo. No obstante, resaltamos los negativos resultados operacionales de BVC individual, cuyo margen EBITDA disminuyó 11 p.p, presionado por el bajo dinamismo anual de los ingresos por volumen y transacciones en los mercados de renta fija (-15%), renta variable (-7%) y derivados (-26%).
- Impuestos presionan utilidad neta:** No obstante la positiva dinámica operacional descrita anteriormente a nivel consolidado, la utilidad neta de la compañía registró una contracción de 14% A/A, presionada principalmente por una mayor carga tributaria (+78%) debido a menores beneficios a nivel de impuestos, y la sobretasa del 4% al sector financiero decretada en la Ley de Financiamiento. Lo anterior, se reflejó en un incremento de la tasa impositiva de 13 p.p. frente a la registrada en el 1T18. En ese sentido, el margen neto pasó de 20% en el 1T18 a 14% en el periodo analizado.
- 2019, año de cambios:** Para el presente año, resaltamos que la compañía espera la implementación de proyectos estratégicos como Inet MT, Amaru, CCP y T+2 para acciones (previsto para el mes de septiembre). De igual forma, esperan insertar un nuevo modelo comercial y de servicio, con base en el cual el *management* tienen una perspectiva positiva frente a una mejor dinámica a nivel de emisiones en lo que resta de 2019.

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	12.000
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	0,75
Ultimo Precio	12.400
YTD (%)	+3,51%

Utilidad antes de Tx vs Margen Neto



Resumen resultados financieros

Cifras en miles COP MM	BVC				
	1T18	4T18*	1T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	52,1	63,0	61,5	18%	-2%
Costos y Gastos	38,3	51,3	46,0	20%	-10%
EBITDA consolidado	16,5	13,2	20,6	25%	57%
Utilidad Neta (Controladora)	10,2	8,5	8,8	-14%	3%
Margen EBITDA	31,6%	20,9%	33,6%	198 pbs	1272 pbs
Margen Neto	19,5%	13,5%	14,2%	-530 pbs	72 pbs
BVC + Subsidiarias					

* Proforma

Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



Midstream saca pecho

 Regresar

En 1T19, la utilidad neta de Ecopetrol se ubicó en 2,75 billones de pesos (5,0% A/A y 3,7% T/T), levemente superior a nuestra estimación de 2,5 billones. Consideramos que estos resultados fueron Neutrales. El desempeño de las tres líneas de negocio ha sido acorde con el resultado consolidado, salvo por la disminución trimestral de 26,3% en la utilidad del segmento de Exploración y Producción (Upstream), y la reducción anual de 221,1% en la utilidad de Refinación y Petroquímica (Downstream).



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

Hechos relevantes

- Más allá de la continuación de la tendencia positiva en los resultados, con el mantenimiento de la eficiencia en costos, junto con el efecto estabilizador de la integración; con el desempeño de Midstream aislado de lo que ocurre con la cotización del petróleo, tal como ocurre con Downstream durante los periodos de estabilidad en los precios, **destacamos el cumplimiento pleno que presenta la compañía en relación a los objetivos de su estrategia corporativa.** La producción de petróleo y gas, los barriles refinados, los márgenes EBITDA y el CAPEX realizado, cumplieron con los objetivos planteados al inicio del año.
- Exploración y Producción:** En 1T19, la producción creció 0,7% T/T y 3,8% A/A, ubicándose en 727,9 kbped (miles de barriles de petróleo equivalente diario), el precio por barril de la referencia Brent fue de 63,8 dólares (-7,0% T/T y -5,1% A/A), y la tasa de cambio se devaluó 9,7% respecto a 1T18 y se revaluó 0,9% respecto a 4T18. A pesar de la mejora trimestral de 2,5 dólares por barril (dpb) en el diferencial de la canasta de venta de crudos, el ingreso en Upstream disminuyó 10,3% respecto a 4T18. Lo anterior, junto con el incremento de los gastos operacionales – que incluyen la exploración-, ubicaron a la utilidad del segmento en 2,1 billones (-26,3% T/T y 33,1% A/A).
- Transporte y Logística:** Mientras tanto, el segmento de Transporte y Logística (Midstream), que continuó soportando el efecto de los ataques terroristas al oleoducto Caño Limón – Coveñas, se vio beneficiado por el incremento en el volumen total transportado (crudo + productos) de 1% T/T y 6,7% T/T y el comportamiento de la tasa de cambio, aportando notablemente a la utilidad consolidada, toda vez que el 27,3% del crudo y el 64,6% de los refinados transportados durante 1T19 corresponden a clientes diferentes al Grupo Ecopetrol.
- Refinación:** Finalmente, Downstream presentó una pérdida de 0,4 billones, en un trimestre en el que se realizaron los mantenimientos programados de las unidades de la Refinería de Barrancabermeja.

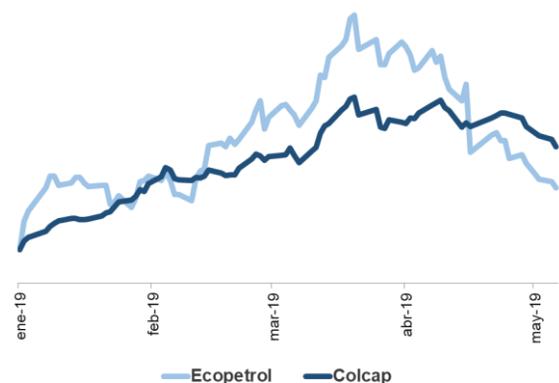
Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	3.000
Recomendación	Neutral
Cap. Mercado (BN)	12,24
Ultimo Precio	2.890
YTD (%)	+9,26%

Comportamiento acción

Año corrido



Resumen resultados financieros

Cifras en COP miles de millones	Ecopetrol				
	1T18	4T18	1T19	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Operacionales	14.642	18.314	15.943	-13%	-13%
Utilidad bruta	5.796	6.372	5.708	-10%	-10%
Utilidad Neta Controladora	2.615	2.647	2.745	4%	4%
EBITDA	7.149	7.042	7.357	4%	4%
Margen Bruto	39,6%	34,8%	35,8%	101 pbs	-378 pbs
Margen Neto	17,9%	14,5%	17,2%	276 pbs	-64 pbs
Margen EBITDA	48,8%	38,5%	46,1%	769 pbs	-268 pbs

Andrés Duarte
Director Renta Variable
(Corficolombiana)



Menores gastos operativos robustecen EBITDAX

 Regresar

Consideramos los resultados financieros de Canacol POSITIVOS. Resaltamos el fortalecimiento del EBITDAX, cuyo margen fue 78% para el 1T19, soportado por el incremento de ingresos de gas, dado un importante crecimiento en producción y un mayor precio promedio de referencia de la materia prima (+5% A/A), y por la significativa contracción de gastos operacionales (-39% A/A). En ese sentido, la utilidad neta de la compañía se ubicó en USD 6.274 mil, tras estar en terreno negativo en el 4T18, pese a que significó un decrecimiento del 24% frente al primer trimestre de 2018 debido al impacto en dicho periodo de la recuperación en el impuesto de renta diferido. Por su parte, resaltamos que la ejecución de CAPEX en el 1T19 estuvo relacionada en gran medida con la expansión de la planta de gas natural Jobo 3, la cual significará 330 mmcfpd de producción. Finalmente, destacamos que en 2022 el nuevo gasoducto, que transportará 100 mmscfpd de nuevas ventas de gas, tendría como mercado la ciudad de Medellín.



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

Hechos relevantes

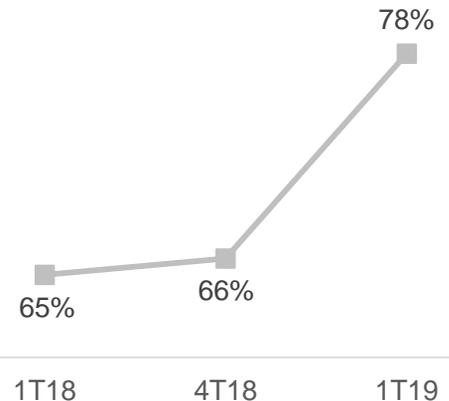
- Menores gastos operacionales robustecen EBITDAX:** Destacamos la expansión anual (+12%) y trimestral (+19%) del EBITDAX, explicado principalmente por un buen desempeño de los ingresos de gas (15% A/A), cuya producción incrementó 17% frente al 1T18 soportada por la terminación del gasoducto Sabanas, y por la reducción en USD 2.699 mil de gastos operacionales. La dinámica de estos últimos debido en gran medida por la compra y operación de Jobo 2 y mayores eficiencias a nivel operacional, y que continuaría al iniciar las operaciones del gasoducto nuevo de Promigas. En ese sentido, destacamos que el margen EBITDAX se ubicó en un significativo nivel de 78% (+1.325 pbs A/A) mientras que el netback operativo fue de USD 23 / boepd (+3% A/A).
- Resultado neto vuelve al terreno positivo:** Tras presentar una pérdida neta en el 4T18, principalmente por el negativo impacto del incremento del gasto de impuesto de renta, en el 1T19 en línea con la mayor fortaleza operacional, la utilidad neta se ubicó en USD 6.274 mil. No obstante, en términos anuales esta evidencia una caída del 24%, principalmente por el positivo efecto que tuvo la recuperación en el impuesto de renta diferido en el primer trimestre de 2018. Finalmente, resaltamos el CAPEX de USD 34.725 mil durante el 1T9, asociado principalmente con la expansión de la planta Jobo 3 y el completamiento y conexión del pozo Nelson-13.
- Aspectos a tener en cuenta:** Dentro de lo esperado por la compañía, está: i) la expansión de Promigas entre Jobo y Cartagena a mitad de año, que significaría una capacidad adicional de transporte de 80 mmscfpd ii) expansión de la planta de gas natural Jobo 3 representará c.330 mmcfpd de producción, iii) Medellín sería el destino de un nuevo gasoducto desde Jobo que se estima transportaría 100 mmscfpd en 2022.

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	10.840
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	1,78
Ultimo Precio	10.080
YTD (%)	+4,56%

Margen EBITDAX



Resumen resultados financieros

Cifras en USD miles	Canacol				
	1T18	4T18	1T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos totales	51.756	50.727	50.926	-2%	0,4%
Utilidad (perdida) Neta	8.278	(16.272)	6.274	-24%	-
EBITDAX	33.611	33.440	39.822	18%	19%
Margen Neto	16,0%	-32,1%	12,3%	-367 pbs	4440 pbs
Margen EBITDAX	64,9%	65,9%	78,2%	1325 pbs	1227 pbs
Producción de gas (Mcfpd)	105.262	116.616	123.291	17%	6%
Producción de petróleo (boepd)	1.924	488	433	-77%	-11%
Netback (\$ / boepd)	22,2	22,5	23,0	3%	2%

Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



Colombia continúa recuperación gradual

 Regresar

Grupo Éxito | Entrega de Notas 1T19

Colombia continúa recuperación gradual

Grupo Éxito presentó resultados financieros Neutrales. Resaltamos el buen comportamiento de los resultados en Brasil y Colombia, los cuales fueron contrarrestados por el entorno retador en Argentina y Uruguay, e impactados por la devaluación de las monedas respecto al peso colombiano. Destacamos que las estrategias de Grupo Éxito basadas en el desarrollo de un modelo omnicanal, la innovación y la transformación digital han mostrado buenos resultados, especialmente en Colombia y Brasil. Consideramos positivo que la compañía se encuentre implementando estrategias que buscan adaptarse al cambio en los patrones de consumo y que pretenden generar valor agregado al cliente por medio de una mejor experiencia.

Hechos relevantes

• **Continúa recuperación gradual en Colombia:** Las ventas en Colombia continuaron registrando una mejora gradual (+2,5% A/A), en línea con la recuperación del consumo en el país. Los ingresos estuvieron liderados por un mayor dinamismo de Éxito (+4% A/A), el buen desempeño de Surtimayorista (+23,1% A/A) y el fuerte crecimiento de los Negocios Complementarios (+54,6% A/A), donde estos últimos estuvieron impulsados principalmente por el Negocio Financiero (+114,1% A/A) y el de Real Estate (62,1% A/A). Sin embargo, se presentó una clara desaceleración de las ventas de Carulla, mientras que Surtimax y Surtimayorista se siguen viendo presionados por la fuerte competencia de los formatos de descuento. Desde el punto de vista de la rentabilidad, destacamos que el margen bruto se contrajo 31 pbs debido a una mayor participación de la categoría de no-alimentos. Sin embargo, los esfuerzos para controlar los gastos permitieron que el margen EBITDA registrara una leve expansión. Esperamos que los resultados en Colombia continúen mostrando una recuperación gradual en los próximos trimestres, en línea con el mayor dinamismo del consumo.

• **Assaí marca el ritmo en Brasil:** Destacamos la buena dinámica operacional en Brasil, donde las ventas fueron jalonadas por Assaí (+25,1% A/A). Adicionalmente, tanto Assaí como todos los segmentos de Multivarejo mostraron avances en la participación de mercado, donde este último se ha visto favorecido por la optimización del portafolio, con la renovación de tiendas Pao de Azucar y las conversiones de Extra. Por otro lado, aunque el margen bruto de Multivarejo presentó una mejora de 30 pbs y el de Assaí permaneció estable, la dilución de este margen en GPA estuvo explicado por una mayor participación de Assaí en las ventas totales, ya que este cuenta con un indicador más bajo. Por último, resaltamos que el margen EBITDA se expandió 11 pbs debido a la buena gestión en los gastos.

• **Entorno retador en Uruguay y Argentina:** Las ventas y los márgenes presentaron una contracción tanto en Argentina como en Uruguay, impactados por el difícil entorno económico, altos niveles de inflación y una fuerte devaluación de la tasa de cambio, especialmente en Argentina.

Resumen resultados financieros (sin tener en cuenta NIIF 16)

Grupo Éxito					
COP miles de MM	1T18	4T18	1T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	13.744	15.666	14.275	3,9%	-8,9%
Utilidad Bruta	3.261	3.786	3.299	1,1%	-12,9%
EBITDA	707	1.067	742	4,9%	-30,5%
Utilidad Neta	10	160	-80	-	-
Margen Bruto	23,7%	24,2%	23,1%	-62 pbs	-106 pbs
Margen EBITDA	5,1%	6,8%	5,2%	5 pbs	-162 pbs
Margen Neto	0,1%	1,0%	-0,6%	-63 pbs	-158 pbs



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

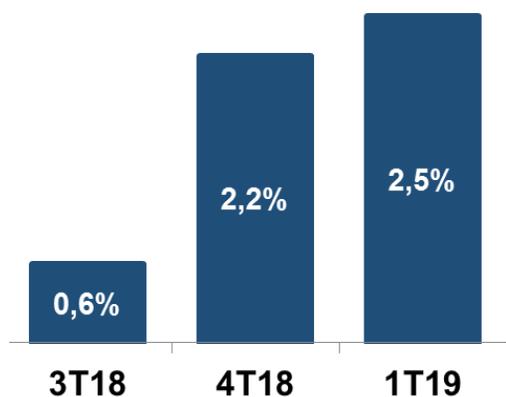
Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	14.973
Recomendación	Subpond
Market Cap (BN)	6,4
Ultimo Precio	14.380
YTD (%)	15,2%

Crecimiento de Ventas Netas (%)

Ajustado por calendario



Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



Grupo
nutresa

NIIF 16 fortalecen el margen EBITDA

 Regresar

Nutresa | Entrega de Notas 1T19

NIIF 16 fortalecen el margen EBITDA

Consideramos los resultados financieros de Nutresa NEUTRALES. Resaltamos la recuperación de los volúmenes en Colombia (3,3% A/A), en línea con una mejora en el consumo del país, lo cual consideramos como positivo teniendo en cuenta el efecto de dilución que genera sobre los costos y gastos fijos, favoreciendo el desempeño de los márgenes. Por otro lado, destacamos que aunque el margen EBITDA presentó un fuerte repunte en el trimestre, este está explicado por la implementación de NIIF 16, en la cual ahora se contabilizan los arrendamientos como gastos financieros. Cuando se excluye el efecto contable de dicha norma, se observa una contracción del margen EBITDA (de 13% en 1T18 a 12,6% en 1T19), afectado por el impacto de la fortaleza del dólar sobre la estructura de costos de la compañía. No obstante, el efecto de las NIIF 16 sobre la utilidad neta es marginal, la cual se vio favorecida por un incremento de 90,2% A/A en los Dividendos del Portafolio, un crecimiento moderado de los gastos y mayores volúmenes. Por último, vale la pena mencionar que el Flujo de Caja Operativo presentó un deterioro respecto al 1T18, debido a una mayor inversión en Capital de Trabajo, aumento en el CAPEX e incremento en el pago de impuestos.



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

Hechos relevantes

- **Volúmenes inician el año con pie derecho:** Resaltamos que los volúmenes de venta de Nutresa presentaron una recuperación importante en el 1T19, registrando un crecimiento de 3,3% A/A, luego de un comportamiento estable en el segundo semestre del 2018. Hay que destacar que los volúmenes estuvieron favorecidos por una moderación en el incremento de los precios (1,3% A/A vs 2% A/A en 4T18). Esto produjo un aumento del 4,6% A/A de las ventas totales en Colombia. Esperamos que se continúe evidenciando una buena dinámica de los volúmenes en el resto del año de la mano de la recuperación gradual del consumo en el país, lo cual podría generar un efecto positivo sobre los márgenes por medio de una mayor dilución de costos y gastos fijos. En el plano internacional, las ventas en pesos colombianos estuvieron favorecidas por la fortaleza del dólar.

- **NIIF 16 favorece Margen EBITDA:** Aunque el margen EBITDA de Nutresa presentó un fuerte salto, pasando de 13% en el 1T18 a 14,3% en el 1T19, es importante aclarar que este estuvo explicado en gran medida por la implementación de NIIF 16, en la cual los arrendamientos pasan de ser un costo y gasto operativo, a contabilizarse como un gasto financiero, favoreciendo el EBITDA. De esta manera, si se excluye el efecto de NIIF 16, el margen EBITDA hubiera mostrado una contracción de 400 pbs, cerrando el trimestre en 12,6%, afectado también por el impacto negativo de la fortaleza del dólar sobre la estructura de costos. Por otro lado, destacamos la buena dinámica de la utilidad neta, impulsada en gran medida por mayores Dividendos del Portafolio (especialmente provenientes de Grupo Argos, el cual este año decretó dividendos en el 1T19 vs 2T en el 2018), una moderación en el crecimiento de los gastos y mayores volúmenes. Por último, hay que resaltar el deterioro del Flujo de Caja Operativo vs 1T18.

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	29.500
Recomendación	Sobrepon.
Market Cap (BN)	12,24
Ultimo Precio	26.540
YTD (%)	+12,94%
Participación Colcap	5,96%

Crecimiento Anual de Volúmenes %



Resumen resultados financieros

GRUPO NUTRESA					
COP miles de MM	1T18	4T18	1T19	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	2.104	2.407	2.246	7%	-7%
Utilidad Neta	121	119	174	44%	46%
EBITDA	274	286	320	17%	12%
Margen Neto	5,7%	5,0%	7,8%	202 pbs	-202 pbs
Margen EBITDA	13,0%	11,9%	14,3%	125 pbs	-125 pbs

Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

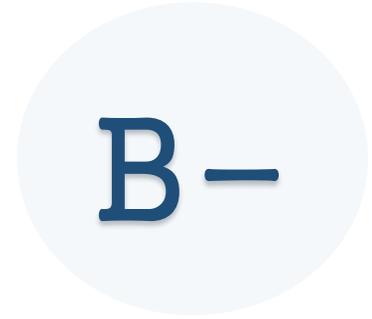
Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



Colombia mantiene senda de recuperación

 Regresar

Cementos Argos presentó débiles resultados financieros en el 1T19. Rescatamos la mayor dinámica de los volúmenes de cemento en EE.UU (+13% A/A) y Colombia (+4% A/A). En el primer caso se dieron crecimientos de dos dígitos en algunos Estados, acompañados de mejores condiciones climáticas y una mayor dinámica del segmento no residencial. En el segundo caso, los mayores despachos a obras civiles fueron los protagonistas. Nos preocupa el comportamiento en CCA, con contracciones anuales importantes (-2,7% Cemento y -20% RMC), principalmente por Panamá y Honduras. En medio de lo anterior, los ingresos se expandieron de forma significativa (+14% A/A), sin embargo, mayores costos energéticos en Colombia incrementaron los costos totales en 15,5%, llevando el margen EBITDA hasta el 16,6% (-280 pbs). La compañía venderá el 2,14% de participación de Cartón de Colombia, cuyos ingresos se destinarán al repago de deuda.



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

Hechos relevantes

- **EE.UU con paso firme:** La principal regional de Cemargos presentó una expansión anual significativa en Margen EBITDA (+150 pbs) hasta el 11,4%, impulsada por un incremento en ingresos (+10.6% A/A) y la continuidad en la implementación de BEST 2.0, lo cual permitió menores tarifas de energía eléctrica. Es así como, la estabilidad en costos y la posible ampliación de capacidad utilizada, favorecería los márgenes en próximos trimestres.
- **Colombia jalonada por obras de infraestructura:** Vemos de manera positiva la recuperación continúa en volúmenes anuales por tercer trimestre consecutivo, favorecidos por la mayor demanda del segmento de infraestructura y la posición de la cementera en las Unidades Funcionales 4G (cerca del 70%). Lo anterior se tradujo en una expansión del 7,2% en ingresos, cuyo efecto en el margen EBITDA estuvo opacado por mayores costos energéticos (+19.5% A/A), debido al aumento en los precios de los combustibles (carbón). Es importante mencionar la entrada en operación del proyecto de Arcillas Calcinadas en la Planta de Rioclaro y sus implicaciones en la posible reducción de costos hacia el 2020.
- **Honduras y Panamá siguen a la baja:** En la regional de CCA, la fuerte reducción anual en volúmenes (-2,7% cemento y -20% RMC) generaron una contracción del 3,3% A/A en ingresos y de 180 pbs en Margen EBITDA, hasta 31,8%. Lo anterior en medio de un entorno bastante retador en Panamá (-17,2% A/A en volumen de cemento). La compañía espera poder mantener sus márgenes en esta regional a través de estabilidad en precios y eficiencias operacionales. Por el contrario, se registró un buen comportamiento anual en volúmenes de República Dominicana (+22%) y Puerto Rico (+12%).

Resumen resultados financieros

CEMARGOS					
Cifras en COP miles millones	1T19	1T18	4T18	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	2,175	1,907	2,108	14%	3%
Costo de ventas	1,815	1,572	1,773	15%	2%
Gastos de administración	143	131	157	9%	-9%
Utilidad operacional	155	206	230	-25%	-33%
Utilidad Neta (Controladora)	15	55	52	-73%	-71%
EBITDA	362	371	413	-2%	-12%
Margen Operacional	7%	11%	11%	-368 pbs	-378 pbs
Margen Neto	1%	3%	2%	-219 pbs	-178 pbs
Margen EBITDA	17%	19%	20%	-281 pbs	-295 pbs
Volumen de Cemento (M Tm)	3,859	3,685	3,904	5%	-1%
Volumen de Concreto (M m3)	2,497	2,440	2,387	2%	5%

Incluye normas IFRS 16 en 1T19

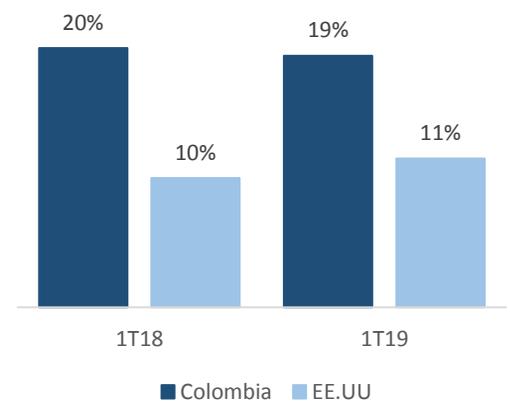
Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	10.080
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	10,1
Ultimo Precio	7.650
YTD (%)	+12.8%

Margen EBITDA

Moneda Local



Roberto Carlos Paniagua
Analista II Renta Variable
Corficolombiana

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



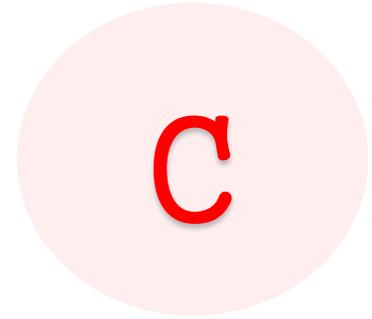
Panamá y Costa Rica bajan la guardia

 Regresar

Cemex Latam | Entrega de Notas 1T19

Panamá y Costa Rica bajan la guardia

Consideramos los resultados financieros de Cemex Latam Holdings como NEGATIVOS. En el 1T19, pese a los mayores volúmenes de cemento principalmente en Colombia (+8% A/A) y Guatemala (+4% A/A), contracciones importantes en Panamá (-14% A/A) y Costa Rica (-20% A/A) pesaron más en el consolidado (-1% A/A). De esta manera, la menor dinámica en estos últimos dos países llevó a los ingresos totales a presentar reducciones del 11,5% A/A hasta los USD 258 millones. Lo anterior, junto con mayores costos de energía, distribución y la apreciación del dólar, llevaron al margen EBITDA hasta el 21% (-202pbs A/A), manteniendo la tendencia decreciente de los últimos años. A nivel general, consideramos positivo tanto la mejora de volúmenes en Colombia, jalonado por el segmento VIS, informal y de infraestructura, como la gestión en capital de trabajo, que viene presentando ciclos negativos. Sobre las estimaciones para el 2019, la compañía espera una contracción entre 2% - 4% en sus volúmenes consolidados de cemento. La estabilidad esperada en los volúmenes en Colombia (0% al 1%), no sería suficiente para compensar las contracciones en Panamá (entre - 4% y -7%) y Costa Rica (entre - 8% y - 12%).



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

Hechos relevantes

• **Colombia mejora gradualmente:** En medio de un comportamiento favorable en volúmenes (+8% A/A), los ingresos se redujeron un 6% A/A, dado el menor precio en USD (-8% A/A), afectado por la devaluación del COP. Por su parte, la contracción del margen EBITDA (-140 pbs) hasta el 17% se debió a mayores costos variables, por aumento en precios del carbón. Resaltamos la mejora en la demanda del segmento informal, así como del segmento de vivienda social (VIS), dada la continuación del programa de subsidios "Mi Casa Ya". Adicionalmente, el sector de infraestructura presentó un desempeño favorable, tanto por proyectos en Bogotá y Medellín, como por 4G. Para este último, CLH estima volúmenes de concreto mayores a 600 mil m3 en el 2019 (+38% A/A), equivalentes a 216 mil m3 para CLH, considerando un 36% de participación. Sobre la Planta de Cemento en Maceo – Antioquia, es importante mencionar el acuerdo reciente con la SAE para que CLH haga uso de los activos, lo cual les permitiría la producción de Clinker e incrementar sus despacho de cemento, aunque esta sujeto a permisos faltantes, los cuales esperan tener al cierre del 2019.

• **Panamá con retos a la vista:** Este país mantiene un entorno retador, con contracciones en volúmenes de cemento del 14% A/A, principalmente por altos inventarios en apartamentos y oficinas, sumado a retrasos en proyectos de infraestructura y mayores importaciones de cemento. Es así como, el margen EBITDA se ubicó en 27,7% (-590 pbs A/A), dadas las menores ventas (-18% A/A) y mayores costos de fletes. Para 2019, CLH estima que el sector de infraestructura sea el principal motor de demanda, aunque los altos inventarios mencionados afectarían el consolidado.

Resumen resultados financieros

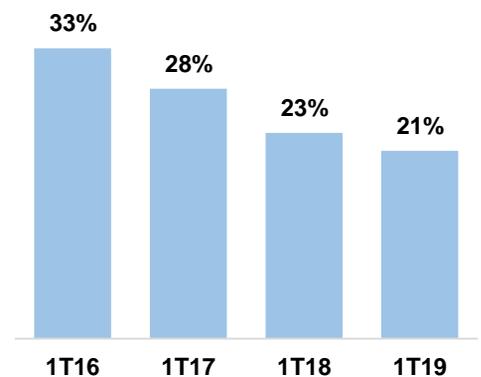
CEMEX LATAM					
Cifras en USD miles	1T18	4T18	1T19	Var % T/T	Var % A/A
Ventas netas	291.885	259.809	258.224	-1%	-12%
Utilidad Neta	29.943	9.506	15.640	65%	-48%
EBITDA	67.671	54.768	54.601	0%	-19%
Margen Neto	10%	4%	6%	660 pbs	-420 pbs
Margen EBITDA	23%	21%	21%	210 pbs	-204 pbs
Volumen de Cemento*	1.694	1.679	1.626	-3%	-4%
Volumen de concreto*	670	659	642	-3%	-4%

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	6.400
Recomendación	Subpond.
Market Cap (BN)	2,7
Ultimo Precio	4.800
YTD (%)	+27,4%
Beta ajustado	0,93
Participación Colcap	0,86%

Margen EBITDA Consolidado



Roberto Carlos Paniagua
Analista II Renta Variable
Corficolombiana

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



Venta no recurrente jalona resultados



Consideramos los resultados financieros de Concreto NEUTRALES.

Resaltamos el impulso de la venta no recurrente de Concesiones CCFC en los márgenes de rentabilidad en el 1T19, donde el margen EBITDA aumentó 1.046 pbs y el neto 1.476 pbs A/A. Lo anterior, en medio de la contracción de los ingresos operacionales (-2% A/A), presionados por la disminución anual en 10% de ingresos por construcción debido a lo que continúa siendo un entorno retador del sector, y una mayor eficiencia en el costo de ventas. Por su parte, el Backlog (COP 1.5 BN) siguió evidenciando una dinámica negativa, pese a que la compañía estima que presente una recuperación en lo que resta de 2019. Finalmente, con base en lo mencionado en la llamada de conferencia, importante monitorear i) posible recompra de acciones, tema respecto al cual no se ha tomado una posición y se haría siempre y cuando haya liquidez suficiente. ii) la continuación del agresivo plan de desinversión, el cual seguirá enfocado a soportar proyectos estratégicos y disminuir deuda.



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

Hechos relevantes

• **Plan de desinversión jalona márgenes operacionales:** Resaltamos el incremento del EBITDA consolidado (59% A/A), no obstante la contracción de ingresos para el 1T19 (-2% A/A y -49% T/T) producto de una negativa dinámica del negocio de construcción. En ese sentido, el comportamiento del EBITDA se vio favorecido por un menor costo de ventas (-7% A/A) pero estuvo explicado principalmente por la contribución del segmento de inversión (+COP 26.037 MM), tras la venta de la participación de la compañía (24%) en Concesiones CCFC por COP 39 mil MM. Por consiguiente, y tras un importante incremento de COP 5 mil MM de los ingresos financieros, la utilidad neta se ubicó en COP 30.457 MM para el periodo analizado y su margen pasó del 1% en el 1T18 a 15,8%.

• **Backlog, disminuyendo:** En línea con el mal desempeño del negocio de construcción, en medio de un entorno que continúa siendo retador para el sector pese a la leve mejora que evidencia en 2019, el Backlog se ubicó en COP 1.5 BN (~ 2 años de operación) la menor cifra de los últimos 7 años. En efecto, vale la pena mencionar que el 82% del Backlog, correspondiente a infraestructura, está concentrado mayormente en los proyectos Vía 40 y Ruta del Sol, que representan COP 889 mil MM y COP 129 mil MM respectivamente. Respecto a este primero, resaltamos que durante el trimestre se cumplió el tiempo de entrega de la primera unidad funcional del proyecto, de acuerdo al cronograma.

• **Plan de desinversiones continuará:** De acuerdo con lo mencionado por el *management*, aún faltan cerca de COP 400 mil MM a desinvertir, estrategia que seguirá enfocada en disminuir el nivel de deuda y soportar inversión en proyectos estratégicos. En ese sentido, las desinversiones, que ya representan recursos por COP 249 mil MM a la fecha, continuarían favoreciendo los márgenes de la compañía. Por su parte, resaltamos que el Backlog se recuperaría, en la medida que el sector profundice la mejora presentada en lo corrido de 2019.

Resumen resultados financieros

Cifras en COP MM	Concreto				
	1T18	4T18	1T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos ordinarios	195.888	376.676	192.772	-2%	-49%
Utilidad Neta	2.034	22.927	30.457	1397%	33%
EBITDA	33.372	47.551	53.007	59%	11%
Margen Neto	1,0%	6,1%	15,8%	1476 pbs	971 pbs
Margen EBITDA	17,0%	12,6%	27,5%	1046 pbs	1487 pbs

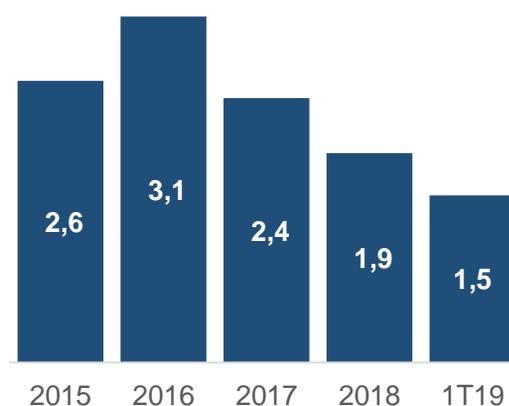
Información especie

Cifras en COP

Indicador	Valor
Precio objetivo	En revisión
Recomendación	Subponderar
Market Cap (BN)	0,59
Ultimo Precio	521
YTD (%)	+41,58%

Backlog

Cifras en COP billones



Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



Grupo Energía Bogotá

Evidenciando jerarquía

 Regresar

Grupo Energía Bogotá obtuvo una utilidad neta de COP 0,52 BN, (+52,2% A/A). La utilidad de la controladora fue de COP 0,50 BN, **consideramos los resultados POSITIVOS**, superando levemente nuestra estimación (COP 0,47 BN). El desempeño de Codensa y Emgesa fue positivo, a partir de un considerable aumento anual en dividendos pagados, 65,5% y 18,5% respectivamente. En ambas compañías, el crecimiento a nivel operacional fue conservador. En cuanto a la operación que consolida de GEB, la actividad de transmisión eléctrica mejoró su desempeño por encima del crecimiento orgánico esperado con la entrada de algunos proyectos, logrando crecer la utilidad operacional 35,5% A/A. Respecto a TGI, incrementó su utilidad en USD significativamente (+40,7% A/A), pese al crecimiento operacional modesto. Finalmente, resaltamos la participación en el EBITDA consolidado de la actividad de distribución de gas (15%) durante el último año, dada la excelente evolución de ingresos ajustados (+18% A/A) (sin pass through), EBITDA (+32% A/A) y utilidad neta (+70% A/A) de Cálidda.



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

Hechos relevantes

- **Mayor capitalización futura partir de la inversión:** En lo que resta de 2019, hay varios factores que pueden afectar la estabilidad esperada del desempeño de GEB, como la actualización regulatoria para la actividad de transporte de gas durante 2T19, y en 4T19 para transmisión eléctrica, que a pesar de no aplicarse en 2019, si resulta en mayores inversiones este año. Lo anterior, junto con la inversión en la distribuidora eléctrica Electrodonas este año (USD 195 MM) y la posibilidad de obtener la construcción de la Regasificadora de Occidente, incrementarían el endeudamiento durante 2019. Las inversiones requeridas junto con un mayor apalancamiento, sin incumplir con las métricas de endeudamiento objetivo (Deuda neta/EBITDA consolidado menor a 4,5x y EBITDA consolidado/Intereses netos por encima de 2,3x), deberían contribuir a una mayor capitalización bursátil (Gráfico).
- **A la incertidumbre sobre la solución del conflicto vigente con Enel este año:** Respecto a este, GEB espera recuperar dividendos que dejó de recibir en años recientes, pero mientras no haya solución, GEB continuará con sus actividades de generación y distribución de energía eléctrica en Colombia limitadas a lo que decida hacer Enel a través de Emgesa y Codensa. Adicionalmente, no estamos incorporando en nuestras estimaciones la entrada de GEB en proyectos de generación eléctrica no convencional fuera de Colombia.
- **En conclusión esperamos un desempeño financiero levemente positivo en lo que queda de 2019, sin mayores cambios respecto al del 2018, con la posibilidad de que se presenten sorpresas favorables que no estamos incorporando en nuestras estimaciones, y que podrán incidir positivamente en el precio de la acción.** El emisor viene evidenciando jerarquía en el sentido de mantener un buen desempeño financiero que no depende de un elemento puntual en particular y esperamos que ese siga siendo el caso.

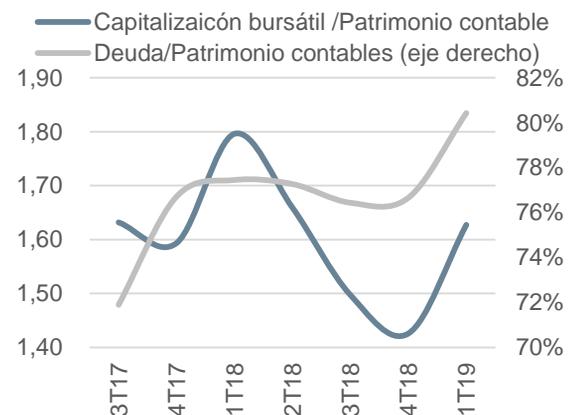
Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	2.385
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	19.867
Ultimo Precio	2.180
YTD (%)	+23,2%

Capitalización y estructura de capital

Eje izquierdo en veces



Fuente: GEB. Cálculos: Corficolombiana

Resumen resultados financieros

Cifras en COP MM	GEB				
	1T18	4T18	1T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	830.938	1.384.819	1.051.880	27%	-24%
Utilidad Operacional	283.864	202.744	440.139	55%	117%
Utilidad neta controladora	328.794	539.006	495.324	51%	-8%
Margen Operacional	34%	15%	42%	768 pbs	2720 pbs
Margen Neto	40%	39%	47%	752 pbs	817 pbs

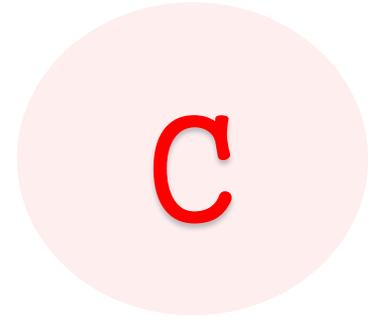
Andrés Duarte
Director Renta Variable
(Corficolombiana)



Centroamérica opaca buen resultado de EPSA

 Regresar

Celsia presentó débiles resultados financieros en el 1T19. Destacamos el buen desempeño de la operación en Colombia, la cual registró una expansión de 13% A/A en el EBITDA a pesar de la menor generación de energía (-22,1% A/A) como efecto del Fenómeno del Niño, impulsada principalmente por la dinámica favorable de EPSA, beneficiada por mayores precios en bolsa, la entrada en operación de los proyectos del Plan 5 Caribe, el buen comportamiento de la demanda tanto en el segmento regulado como no regulado, una exitosa estrategia comercial y mayor IPP. Sin embargo, dicho comportamiento fue opacado en mayor medida por el débil desempeño en Centroamérica, operación que fue impactada por el vencimiento de los contratos en Bahía Las Minas y Cativá, además del efecto negativo de un intenso Fenómeno del Niño sobre la generación hídrica.



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

Hechos relevantes

- Generación, impactada por Fenómeno del Niño y vencimiento de contratos en BLM y Cativá:** La generación de energía se contrajo tanto en Colombia (-22,1% A/A) como en Centroamérica (-20% A/A). Por el lado de Colombia, la generación hidráulica (-19,2% A/A) se vio afectada por el Fenómeno del Niño, mientras que la térmica (-30,5% A/A) continuó normalizándose luego del nivel elevado de generación de seguridad de Zonas Franca Celsia por las fallas presentadas en el sistema en la región caribe. En Centroamérica, la operación se vio afectada por un fuerte Fenómeno del Niño en Panamá y el vencimiento de contratos en Bahía Las Minas y Cativá, mitigado en parte por mayores ventas en el spot.
- Ingresos mejoran pese a menor generación:** A pesar de la menor energía generada, resaltamos que los ingresos consolidados presentaron un aumento de 1,7% A/A, favorecidos por mayores precios en bolsa y el buen desempeño del negocio de Transmisión, Distribución y Comercialización, el cual se vio beneficiado por el ingreso de los proyectos del Plan 5 Caribe, la mayor demanda tanto en el segmento regulado como no regulado y el aumento en el IPP. Destacamos los esfuerzos comerciales de la compañía para adicionar nuevos clientes en el mercado no regulado y alcanzar una mayor diversificación geográfica.
- Buena dinámica operacional en Colombia, opacada por Centroamérica:** Destacamos el buen desempeño del EBITDA en Colombia (13% A/A), impulsado principalmente por EPSA. Sin embargo, el fuerte retroceso del EBITDA de Centroamérica (-53% A/A) provocó una contracción del margen EBITDA consolidado (-220 pbs A/A). De esta manera, la utilidad neta disminuyó 33,3% A/A, reflejo de una mayor tasa de impuestos y el entorno retador en Centroamérica. Por último, resaltamos que el Flujo de Caja Operacional y el Flujo de Caja Libre presentaron un retroceso del 38% y 72,4% A/A respectivamente, principalmente por mayor consumo de Capital de Trabajo

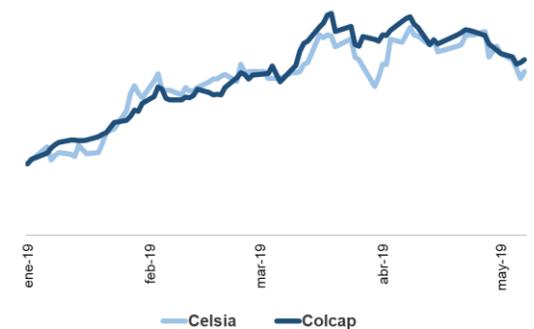
Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	5.100
Recomendación	Sobrepon.
Market Cap (BN)	4,7
Ultimo Precio	4.400
YTD (%)	+10%

Comportamiento de la acción

Año corrido



Resumen resultados financieros

COP Millones	CELSIA				
	1T18	4T18	1T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	846.799	905.597	861.239	2%	-5%
Utilidad Bruta	254.756	289.610	238.389	-6%	-18%
Utilidad Neta	51.227	63.829	34.150	-33%	-46%
EBITDA	289.812	316.357	275.711	-5%	-13%
Margen Bruto	33%	32%	28%	-578 pbs	-430 pbs
Margen Neto	6%	7%	4%	-208 pbs	-308 pbs
Margen EBITDA	34%	35%	32%	-221 pbs	-292 pbs

Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable

isa

Cambios en Brasil fortalecen márgenes

 Regresar

Consideramos los resultados financieros de ISA POSITIVOS. Resaltamos el buen desempeño de ingresos operacionales (+COP 184.9 mil MM) soportado principalmente por el negocio de transporte de energía (+12% A/A) y construcción (+COP 67.5 mil MM). Vale la pena mencionar que la dinámica del primer negocio se favoreció por el ajuste del ciclo tarifario y la implementación del modelo de activo contractual en Brasil, factores que juntos representaron el 8% de los ingresos, y sin los cuales estos crecían cerca del 3% A/A. En ese sentido, y debido a un crecimiento del costo de ventas menor frente al de los ingresos, el EBITDA se expandió 15% A/A. Por su parte, el resultado neto para el periodo aumentó 18,7% A/A, mayormente explicado por el importante impacto del cambio tarifario y el activo contractual. Finalmente, no obstante la sensibilidad de las cuentas mencionadas frente a los dos factores descritos, resaltamos el fuerte flujo de caja operativo generado durante el 1T19 (+37,1% A/A).



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

Hechos relevantes

- **Margen EBITDA, recibe energía adicional:** Los ingresos operacionales aumentaron 11,3% A/A, jalonados por el negocio de transporte de energía, el cual estuvo impulsado por el aporte de nuevos proyectos en Chile, Colombia y Perú (+COP 87.3 mil MM), la actualización mensual por inflación (+COP 76.8 mil MM) y el efecto del activo contractual en Brasil (+COP 63.1 mil MM). Igualmente, resaltamos la positiva dinámica anual del negocio de construcción, cuyos ingresos incrementaron 44,4% y su participación fue superior 3 p.p. Lo mencionado anteriormente, junto con un incremento de costos y gastos operacionales (4,7% A/A) menor al de ingresos, explica la expansión del EBITDA (15% A/A y 9% T/T), cuyo margen se ubicó en 68%.
- **Utilidad Neta con buena cara, también beneficiada desde Brasil:** En línea con lo descrito anteriormente, la utilidad neta de ISA para el 1T19 se ubicó en COP 353 mil MM, 18,7% superior al 1T18, favorecido también por el ajuste tarifario y activo contractual en Brasil, factores que contribuyeron en COP 29.7 mil MM y COP 21.2 mil MM respectivamente al rubro. Igualmente, la disminución en gastos financieros (5,4% A/A) tras la recompra de la totalidad de acciones preferenciales en dic.18 y menores gastos por diferencia en cambio de deuda contratada en moneda extranjera, jalonó el comportamiento del resultado neto, cuyo margen fue de 19%, 120 pbs superior al registrado en 1T18.

- **Positiva generación de flujo de efectivo:** Resaltamos, con base en la buena dinámica operacional, el sólido comportamiento del FCO (+COP 299 mil MM A/A), incluido el recaudo de cuotas de la RBSE por COP 227.811 MM. Dicha dinámica, junto con una reducción de COP 145 mil MM A/A en CAPEX, teniendo en cuenta que en el 1T18 se llevaron acabo más proyectos de construcción, y una amortización neta de COP 258 mil MM, derivó en un efectivo total de COP 1.8 BN, 12,4% superior frente al 1T18.

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	15.200
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	17,66
Ultimo Precio	15.940
YTD (%)	+14,02%

EBITDA

Cifras en COP miles de MM



Resumen resultados financieros

Cifras COP Miles de MM	ISA				
	1T18	4T18**	1T19	Var %A/A	Var %T/T
Ingresos operacionales	1.631	1.854	1.816	11%	-2%
Costo de ventas	742	945	777	5%	-18%
Utilidad Neta	298	513	353	19%	-31%
EBITDA	1.070	1.125	1.227	15%	9%
Margen Neto	18%	28%	19%	120 pbs	-822 pbs
Margen EBITDA	66%	61%	68%	196 pbs	690 pbs

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

Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



Dinámica operacional tampoco ayuda

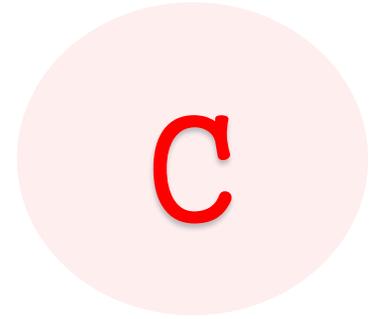


Avianca | Entrega de Notas 1T19

Dinámica operacional tampoco ayuda

Consideramos los resultados financieros de Avianca como NEGATIVOS.

La fuerte caída del EBITDAR, cuyo margen se redujo 470 pbs A/A, se explicó mayormente por la disminución en ingresos operacionales (-USD 18 MM), afectados por menores ingresos de carga y otros y el débil desempeño de la tarifa promedio, que disminuyó 6,2% frente al 1T18, el cual se reflejó en la disminución del yield, en medio de un retador contexto a nivel regional. Asimismo, el EBITDAR estuvo impactado por el aumento anual en gastos operacionales (+3,6%). En ese sentido y ante un fuerte crecimiento de los gastos financieros, Avianca registró una pérdida neta de USD 68 MM. Por su parte, resaltamos la disminución del rango objetivo EBIT para 2019 de 7% - 9% a 5,5% - 7,5%, y el CAPEX esperado para el año, mencionado por el *management* entre USD 350 y 400 MM. Reafirmamos nuestra posición de cautela respecto al emisor, dado su limitado nivel de liquidez y elevado nivel de apalancamiento.



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

Hechos relevantes

• **Negativa dinámica operacional en el 1T19:** Resaltamos la disminución anual de ingresos operacionales (-1,5%) impactados por menores ingresos de carga y otros (-18,4%), la rescisión del acuerdo comercial con Etihad y la contracción de la tarifa promedio (-4,2%). La última variación, presionada por la negativa dinámica de tarifas en América Central, del Norte y del Sur, se reflejó en un decrecimiento del yield (-6,2 A/A). Lo anterior, junto al incremento de 3,6% A/A en gastos operacionales debido al mayor combustible usado (+7,6%) y al aumento en su precio, explican la dura caída del EBITDAR (-25% A/A). De esta manera, y dado el incremento de 25% A/A en gastos financieros, Avianca presentó una pérdida neta de USD 68 MM. Por su parte, el factor de ocupación, 82,1%, se ubicó en el rango objetivo para 2019 entre (81% y 83%).

• **Nivel de liquidez continúa presionado:** No obstante destacamos una positiva dinámica del FCO de la aerolínea para el 1T19 (+12,4% A/A), el nivel de liquidez medido en el efectivo y equivalentes de efectivo y valores disponibles para la venta se contrajo anualmente de manera significativa (-35,2%), presionado principalmente por el pago de deuda por USD 207.5 MM. Por consiguiente, la relación del nivel de liquidez sobre ingresos se ubicó en un bajo nivel de aproximadamente 7,3% (-520 pbs A/A). En ese sentido, resaltamos que la compañía continúa evidenciando una importante vulnerabilidad respecto a su liquidez.

• **Conclusiones finales:** Como resaltamos en nuestro informe [Avianca Holdings I Enfrenta turbulencia](#), reafirmamos nuestra posición de cautela frente al emisor, y consideramos fundamental el refinanciamiento de las notas de 2020 para aliviar su presión sobre la liquidez, y dado su alto nivel de apalancamiento. Por lo anterior, seguimos monitoreando la transacción de *Liability management* de dichos bonos previamente aprobada por la Junta Directiva.

Resumen resultados financieros

Cifras en USD MM	Avianca				
	1T18	4T18	1T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	1.168	1.292	1.151	-2%	-11%
Utilidad Neta	3	19	-68	-	-
EBITDAR	227	285	170	-25%	-40%
Margen Neto	0,3%	1,5%	-5,9%	-619 pbs	-739 pbs
Margen EBITDAR	19,4%	22,1%	14,7%	-470 pbs	-731 pbs

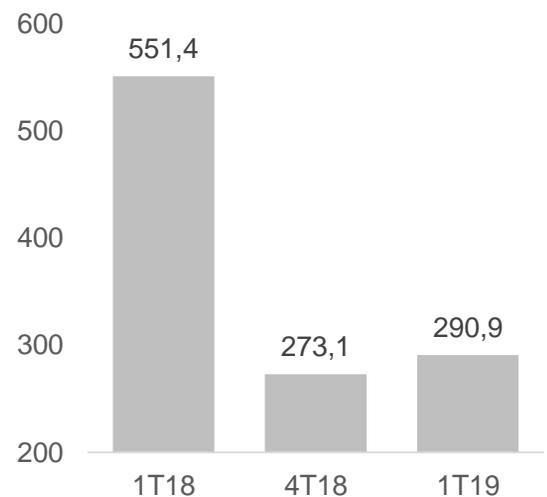
Información especie

Cifras en COP

	En revisión
Precio objetivo	
Recomendación	Subponderar
Market Cap (BN)	1,2
Ultimo Precio	1.250
YTD (%)	-24,7%

Efectivo y equivalentes de efectivo y valores disponibles para la venta

Cifras en USD MM



Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable

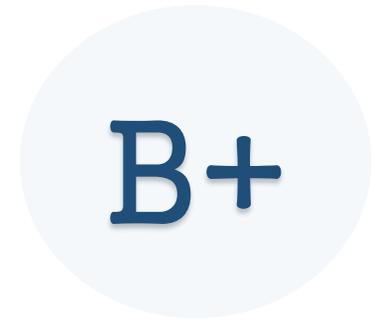


GRUPO ARGOS

Portafolio y Concesiones favorecen resultados

 Regresar

Grupo Argos presentó resultados financieros del 1T19 NEUTRALES, con sesgo positivo. Destacamos la buena dinámica operacional de los resultados, donde se resalta el aumento en ingresos (+12% A/A) y un buen desempeño del EBITDA (+10% A/A cuando se excluyen los efectos no recurrentes). Asimismo, destacamos que la utilidad neta se ubicó por encima de nuestras expectativas. Al ver los diferentes segmentos de negocio, aunque Cementos Argos registró el mayor aporte al incremento en los ingresos, su EBITDA se contrajo por el aumento de costos de energía en Colombia y el entorno retador en Panamá. Mientras tanto, el segmento de Concesiones presentó resultados financieros positivos, favorecido por la buena dinámica de concesiones viales y aeroportuarias, donde se destaca el avance Pacifico 2. El flujo de caja operacional registró un incremento relevante.



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

Hechos relevantes

• **Ingresos son impulsados por segmento de Cemento y Concesiones:**

Los ingresos de Grupo Argos presentaron un buen desempeño en el 1T19, registrando una variación de 12% A/A, explicado principalmente por el aporte de COP 274 mil millones del segmento Cemento (14,4+%), seguido por el Portafolio de Inversiones con COP 61 mil millones (+58,3%) y por el segmento de Concesiones con COP 55 mil millones (+13,5%). De esta manera, destacamos que los ingresos de Cementos Argos estuvieron impulsados por la buena dinámica de los volúmenes y precios de cemento y concreto en Colombia y Estados Unidos. Mientras tanto, los ingresos de Odinsa se vieron favorecidos por el buen desempeño del negocio de concesiones viales y aeroportuarias.

• **Buena dinámica operacional se ve reflejada en el EBITDA:** El EBITDA registró un buen comportamiento en el 1T19, con una variación positiva del 10% A/A cuando se excluye la venta de auto generadoras de Cementos Argos en el 2018 y el impacto positivo de las NIIF16. El Portafolio de Inversiones (+88% A/A) y el segmento de Concesiones (+12,3% A/A) fueron los principales impulsores del EBITDA. Mientras tanto, a pesar de la buena dinámica de los ingresos, Cementos Argos registró un aporte negativo al EBITDA debido al fuerte repunte en los costos de energía en Colombia y el entorno retador en Panamá. Asimismo, Celsia presentó una contracción de este indicador por el vencimiento de los contratos de BLM y Cativá en Centroamérica. Para el segmento inmobiliario, este registró un EBITDA negativo (-COP 11 mil millones), impactado por menores escrituraciones y la venta de 3 centros comerciales estabilizados. Por último, destacamos el buen desempeño de la utilidad neta (+98% A/A).

• **Clara mejora en Flujo de Caja Operacional:** El Flujo de Caja Operacional presentó una mejora relevante en el 1T19, con una variación positiva de COP 25 mil millones, donde se puede destacar el incremento en los dividendos recibidos (+59% A/A), de COP 97 mil millones. Mientras tanto, los dividendos repartidos fueron de COP 70 mil millones, lo que equivale a un Payout Ratio de 71,6% en 1T19, menor al 107% reportado en el 1T18.

Resumen resultados financieros

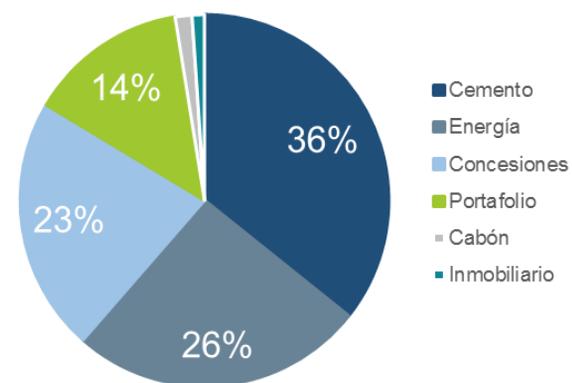
Grupo Argos					
COP millones	1T18	4T18	1T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	3.310.546	3.748.115	3.721.316	12,4%	-1%
Utilidad Neta	109.465	177.034	144.233	32%	-19%
EBITDA	941.213	1.111.072	998.294	6,1%	-10%
Margen Neto	3,3%	4,7%	3,9%	57 pbs	-85 pbs
Margen EBITDA	28,4%	29,6%	26,8%	-160 pbs	-282 pbs

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	19.800
Recomendación	Sobrep.
Market Cap (BN)	13,3
Ultimo Precio	16.160
YTD (%)	-2,4%

Aporte por segmento al EBITDA (%)



Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



Utilidad es favorecida por Mercado de capitales

 Regresar

Consideramos los resultados financieros de Grupo Sura como **POSITIVOS**. El buen comportamiento operacional anual en el 1T19 de sus líneas de negocio se reflejó en el crecimiento en ingresos operacionales a nivel consolidado, pese al aumento en primas cedidas (+48,4%), los cuales fueron de COP 5.1 BN. Dicha cifra, favorecida por un importante crecimiento de ingresos por inversiones (+COP 278.5 mil MM), en medio de un positivo desempeño de los mercados de capitales, por prestación de servicios (+24,3%), y del método por participación (+64%), este último jalonado principalmente por Bancolombia (COP 203.690 MM). En ese sentido, la utilidad neta consolidada aumentó significativamente, ubicándose en COP 560 mil MM, donde SUAM, Suramericana y Grupo Sura (Holding) y otros contribuyeron con el 40,7%, 21,1% y 38,2% respectivamente. Finalmente, consideramos importante monitorear el desarrollo de reformas pensionales en Chile, actualmente en discusiones, y a finales de 2019 en Colombia.



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

Hechos relevantes

• **Dinámica operacional repunta en el 1T19:** Considerable crecimiento del resultado neto de la controladora (+COP 231 mil MM) principalmente por la positiva dinámica operacional, reflejada en el incremento anual de 12,4% en ingresos operacionales jalonados por el aumento anual de los ingresos prestación de servicios (+24,3%), por inversiones (+91%) y el método de participación de asociadas (+64%); y favorecido por un menor resultado financiero (-21,6% A/A). Resaltamos el desempeño de SUAM, cuya utilidad operativa fue COP 385 mil MM, impulsada por el significativo aumento en ingresos por encaje y por método de participación dado el buen desempeño de fondos de pensiones. Respecto a Suramericana, registró un resultado técnico mayor 7,1% A/A, gracias al positivo comportamiento de las primas emitidas (11,1% A/A), de los ingresos por inversiones (+21,2% A/A), y del segmento de Salud, cuyos ingresos incrementaron 24,5% A/A.

• **Ingreso por método de participación jalona resultado a nivel Holding:** Respecto a Grupo Sura (Holding) destacamos la recuperación presentada en el método de participación, el cual incrementó 46,6% A/A, relacionada con los positivos resultados en términos de utilidades netas tanto de Bancolombia como del Grupo Nutresa. De esta manera y junto con menores gastos por intereses y un impacto positivo del efecto cambiario, relacionado a operaciones de cobertura y diferencia en cambio de la deuda, Grupo Sura (Holding) aportó a la utilidad neta con COP 214.043 MM (+176,1% A/A).

• **Aspectos a monitorear:** Importante seguir de cerca los siguientes aspectos: i) desarrollo de discusiones respecto al proyecto de reforma pensional en Chile, rechazado recientemente por la comisión de trabajo en la Cámara, ii) reforma pensional que se presentaría en Colombia por parte del gobierno a finales de 2019 y iii) posible uso de entre el 20%-30% de los recursos provenientes de la salida por venta de la operación de Rentas Vitalicias en Chile, concretada en marzo, para reducir el nivel de deuda actual de la compañía, que a nivel consolidado se ubica en COP 9.7 BN.

Resumen resultados financieros

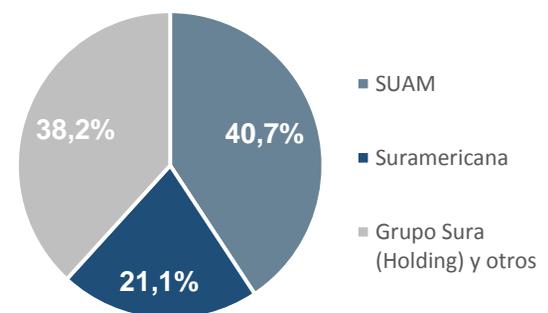
Grupo Sura					
Cifras en COP miles MM	1T18	4T18	1T19	Var % A/A	Var % T/T
Primas retenidas (netas)	2.558	2.856	2.481	-3,0%	-13,1%
Ingresos totales	4.492	4.734	5.051	12,4%	6,7%
Siniestros retenidos	-1.492	-1.263	-1.512	1,4%	19,8%
Gastos totales	-3.948	4.486	-4.224	7,0%	-194,2%
Ganancia Neta de la Controladora	269	231	500	85,9%	116,7%
Margen Neto (Controladora)	6,0%	4,9%	9,9%	391 pbs	503 pbs

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	41.700
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	18,9
Ultimo Precio	33.620
YTD (%)	4,7%

Participación en Utilidad Neta consolidada por negocio para el 1T19



Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



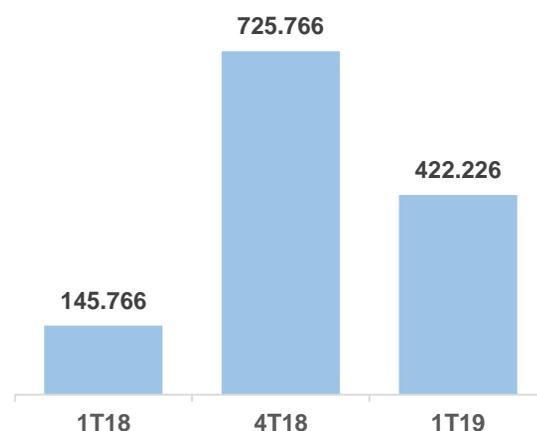
Corficolombiana

 Regresar

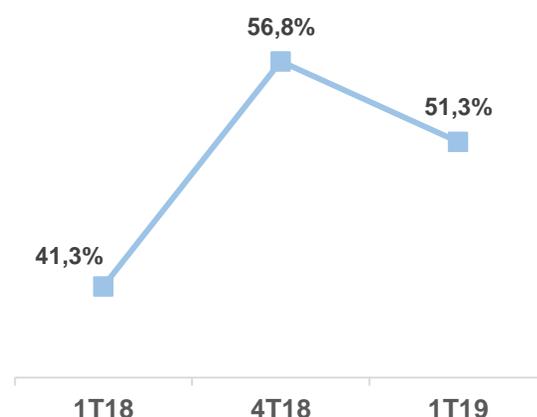
Hechos relevantes

- **El ingreso operacional sector real a nivel consolidado registró un crecimiento anual de 39,8% para el 1T19.** Del ingreso neto del sector real, infraestructura evidenció la mayor participación (25,3%). Dicha dinámica de ingresos, junto con un crecimiento en una menor proporción del costo de ventas y prestación de servicios, da lugar a un margen bruto de COP 1.048 MM (+73,8% A/A). A nivel individual, destaca el importante incremento de los dividendos, los cuales aumentan tanto anual (+63,5%) como trimestralmente (+733,4%).
- **El EBITDA a nivel consolidado fue de COP 998.7 mil MM, cifra que representó un incremento de 73,6% anual, explicado en gran medida por el avance en construcción de las concesiones 4G que ya firmaron acta de inicio de obra (Coviandina, Covoriente y Covipacífico).** En ese sentido, el margen EBITDA de la compañía se ubicó en 51,3% (+997 pbs A/A).
- A nivel separado, el gasto de provisiones se contrae principalmente por Electricaribe y Pizano ya que se logró la provisión del 100% de la exposición a dichas compañías en mayo y diciembre del año 2018 respectivamente.
- **La utilidad neta consolidada de la controlante se ubicó en COP 422.226 millones, lo cual significó un crecimiento anual de 189,7% (-41,8% T/T)** donde destacó el aporte del sector de infraestructura (COP 310.2 mil MM), Energía (COP 87.9 mil MM) y dividendos y otros (COP 74.702 MM). De esa forma, el margen neto se ubicó en 21,7%(+1121 pbs A/A).

Utilidad Neta



Margen EBITDA



Resumen resultados financieros

Cifras en COP MM	Corficolombiana			Var % T/T	Var % A/A
	1T18	4T18	1T19		
Ingreso Operacional Sector Real	1.393.726	2.787.608	1.948.666	-30,1%	39,8%
Costo de Ventas y Prestación de Servicios	790.426	1.078.580	899.832	-17%	14%
Margen Bruto del Sector Real	603.300	1.709.028	1.048.834	-38,6%	73,8%
EBITDA	575.358	1.582.871	998.746	-36,9%	73,6%
Utilidad Neta Controlante	145.766	725.766	422.226	-41,8%	189,7%
Margen EBITDA	41,3%	56,8%	51,3%	-553 pbs	997 pbs
Margen neto	10,5%	26,0%	21,7%	-437 pbs	1121 pbs



Comienza 2019 con buena dinámica operacional

 Regresar

Consideramos los resultados financieros de Terpel POSITIVOS. Como esperábamos nuevamente el impacto positivo de la incorporación en el EBITDA de las operaciones adquiridas a Exxon Mobil, cuya participación dentro este fue 15%, junto con un mayor margen mayorista anual de líquidos y el efecto del decalaje en Colombia, explican su incremento anual de 34,7% (39,7% T/T). Lo anterior, soportado en el aumento del volumen de ventas (+76 MM Gls), jalonado geográficamente principalmente por Ecuador (+107,1% A/A) y Colombia (+3,6% A/A). Al excluir el efecto de la adquisición, el EBITDA hubiera crecido 14% A/A. Por su parte, el significativo crecimiento de la utilidad neta fue principalmente por el efecto base positivo frente al 1T18, periodo en el cual se vio impactada por gastos no recurrentes asociados a la adquisición. Importante monitorear: i) afectación del incremento de TRM en la operación para el 2S19 y ii) impacto de la implementación NIIF 16 en Panamá en los próximos resultados financieros.



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

Hechos relevantes

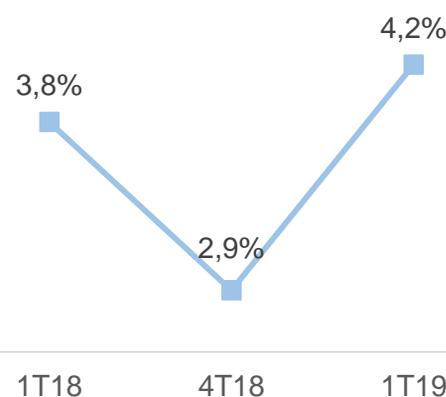
- EBITDA siente efecto de la adquisición:** La positiva dinámica del volumen de ventas (+12,3% A/A), con crecimientos en todos los países a excepción de República Dominicana (debido al cierre de operaciones por parte de dos aerolíneas y menores frecuencias de otras en el país), se reflejó en el positivo desempeño operacional de Terpel, evidenciado en un incremento del EBITDA de 34,7% A/A. Dicho crecimiento, jalonado por una mayor incorporación en el EBITDA de las operaciones adquiridas a Exxon Mobil, cuyo aporte a este fue de COP 32.825 MM, un mayor margen mayorista anual de líquidos y por el efecto del decalaje en Colombia (+COP 6.373 MM). Vale la pena mencionar que, excluyendo el efecto de la adquisición, el EBITDA hubiera registrado un saludable incremento de 14% frente al 1T18.
- Efecto base de 2018 impulsa resultado neto:** El importante crecimiento anual de la utilidad neta se explica principalmente por el efecto base positivo, dado que en el 1T18 la utilidad neta se vio fuertemente impactada por gastos no recurrentes relacionados a la adquisición de Exxon Mobil, por cerca de COP 55 mil MM. Sin dicha afectación, la utilidad neta hubiese sido de COP 47 mil MM, cifra frente a la cual se hubiera presentando un favorable aumento de 23%. No obstante, resaltamos el impacto negativo de la adopción de las normas NIIF 16 en la utilidad neta (-COP 1.409 MM), dado el reconocimiento de mayores depreciaciones y gastos financieros.
- Nivel de apalancamiento en niveles más saludables:** Como habíamos anticipado en nuestro informe [El Oráculo de Terpel I Menor nivel de apalancamiento a la vista](#), la compañía presentó un nivel de apalancamiento Deuda / EBITDA (excluyendo el efecto del NIIF 16) de 3,4x, principalmente por la incorporación de un mayor EBITDA, en línea con el nivel requerido por la calificadoradora Fitch Ratings.

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	NA
Recomendación	NA
Market Cap (BN)	1,94
Ultimo Precio	10.700
YTD (%)	+11,46%

Margen EBITDA



Resumen resultados financieros

COP miles de MM	Terpel				
	1T18	4T18	1T19	Var % A/A	Var % T/T
Volumen (MM Gls)	620	726	697	12,3%	-4,0%
Ingresos	4.113	5.329	5.098	24,0%	-4,3%
EBITDA	158	152	213	34,7%	39,7%
Utilidad Neta	7	20	58	720,8%	191,1%
Margen EBITDA	3,8%	2,9%	4,2%	33 pbs	132 pbs
Margen Neto	0,2%	0,4%	1,1%	97 pbs	76 pbs

Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

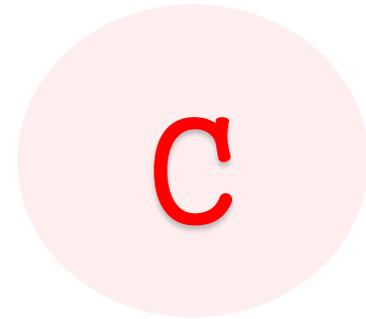
Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



Entorno retador en Colombia afecta operación

 Regresar

Mineros presentó débiles resultados financieros en el 1T19. En medio de su estrategia de internacionalización, a partir del 1T19 se consolida la operación de Argentina, la cual alcanza una participación importante del 33% en la producción total, superando a Colombia (28%). Dado que las cifras no son comparables por dicha adquisición, realizamos el análisis basado en las operaciones de Nicaragua y Colombia. Para Nicaragua, destacamos que aunque la producción presentó un buen desempeño, los márgenes se vieron impactados por el incremento en los costos de energía y mayores compras a mineros artesanales. Por el lado de Colombia, se evidenció un fuerte descenso en la producción, afectada por retrasos en los permisos ambientales, mientras que los márgenes estuvieron impactados por el menor tenor en la operación subterránea y la disminución en la producción aluvial.



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

Hechos relevantes

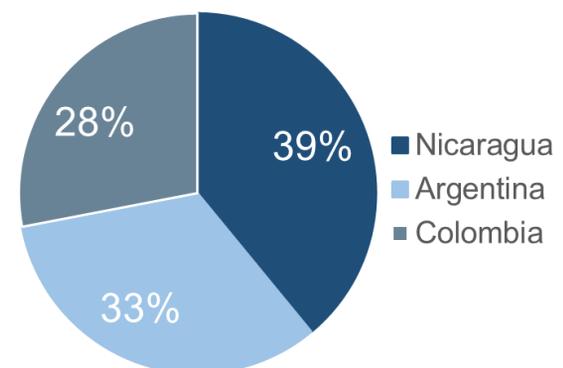
- Entorno retador de producción en Colombia es compensada por buen desempeño en Nicaragua:** La producción en Colombia continúa presentando un entorno retador, registrando una contracción importante en comparación anual (-13,1%) y trimestral (-23,7%), explicado principalmente por el retraso en los permisos ambientales. Sin embargo, destacamos que la producción en Nicaragua sigue presentando un buen desempeño, con un incremento anual de 18%, compensando en mayor medida el descenso en la producción de Colombia. De esta manera, la producción consolidada (sin Argentina) registró un incremento de 2,7% A/A, aunque esta presenta una disminución de 14% frente al trimestre anterior (4T18), explicado por una menor producción de ambas operaciones. Si se tiene en cuenta la operación de Argentina, la producción total alcanza 71.980 Oz Eq, donde este país alcanza un 33% de la producción consolidada, superando a la operación en Colombia (28%).
- Contracción de márgenes en todas las geografías:** A pesar de que la estabilidad en el precio del oro (-0,7% A/A) y la devaluación del peso colombiano (6,7% A/A) beneficiaron el precio de venta de oro (+6% A/A), los márgenes de la compañía presentaron una contracción relevante. En Colombia, el mayor Cash Cost estuvo explicado por la disminución en la producción aluvial (operación con mejores márgenes) y un menor tenor en la operación subterránea. Por el lado de Nicaragua, las mayores compras a la minería artesanal con precios superiores y el incremento en los costos de energía afectaron los márgenes en dicho país. Asimismo, los costos operativos relacionados con la consolidación de la adquisición en Argentina afectaron el EBITDA y la utilidad neta.
- Rumbo a Canadá:** Mineros continúa realizando las reformas necesarias para poder listar sus acciones en el mercado canadiense, con lo cual se buscaría un listamiento dual. De esta manera, la compañía pretender incursionar en Canadá con el objetivo de que su acción mejore su liquidez, obtener mayores oportunidades y más alternativas de financiamiento.

Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	NA
Recomendación	NA
Market Cap (BN)	0,61
Ultimo Precio	2.345
YTD (%)	+15,2%

Composición de la producción por país



Resumen resultados financieros

Mineros					
COP millones	1T18	4T18	1T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	180.393	230.843	295.558	63,8%	28%
Utilidad Neta	19.884	97.288	21.531	8,3%	-78%
EBITDA	65.882	73.259	92.270	40,1%	26%
Margen EBITDA	36,5%	31,7%	31,2%	-530 pbs	-52 pbs
Margen Neto	11,0%	42,1%	7,3%	-374 pbs	-3486 pbs

Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable

eTb

A móviles les cuesta despegar

 Regresar

ETB publicó resultados financieros mixtos. Los ingresos operacionales fueron de COP 332.555 MM, levemente inferiores al nivel presentado en el 1T18 (-0,4%) y 3,3% menores frente al 4T18. Dicha dinámica a nivel anual, explicada por la contracción de ingresos de móviles (-12,8%) y cobre (-4,5%) y pese al desempeño positivo de Fibra Óptica (+10,1%). Igualmente, frente al segmento masivo, resaltamos la disminución de la planta de clientes (-114 A/A y -43 T/T), comportamiento evidenciado desde el 2T18 de forma sostenida. No obstante lo anterior, ante la contracción en costos y gastos operacionales (-2,1% A/A y -0,1% T/T) y un menor impacto de las depreciaciones, amortizaciones y provisiones (-COP 29.294 A/A) la utilidad operativa recurrente fue positiva (COP 3.017 MM) al igual que la utilidad neta, esta última favorecida por la importante disminución en el neto financiero y otros (-91% A/A). Finalmente, esperamos una dinámica negativa del resultado neto en 2019, ante un incremento esperado del nivel de CAPEX y OPEX.



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

Hechos relevantes

• **Planta de clientes sigue presentando dinámica negativa:** Pese al efecto base positivo frente al 1T18, periodo en el cual los ingresos operacionales se vieron impactados por la entrada en vigencia de la Resolución 5111 y la ley de garantías, estos presentaron un comportamiento estable (-0,4%) en el 1T19. Lo anterior, en medio de una disminución anual de los ingresos de móviles (-COP 3.420 MM) y cobre (-COP 7.223 MM), y pese al importante incremento de los de Fibra (+10,1%). Por su parte, resaltamos la considerable contracción de la planta de clientes, segmento masivo, (-11,1% A/A y -4,5% T/T), dinámica que favorece la participación de Fibra dentro del mix (+7,3% A/A). Seguiremos monitoreando este desempeño, dado que ETB evidencia dificultad en aumentar clientes, en medio de un mercado altamente competitivo y con un nivel de penetración limitado.

• **Utilidad neta en terreno positivo:** La disminución de costos y gastos totales de 2,1% A/A, que sigue reflejando la estrategia de austeridad, acompañada de un menor impacto del nivel de depreciaciones, amortizaciones y provisiones (-COP 29.294 MM), jalonó la utilidad operativa recurrente, la cual se ubicó en COP 3.017 MM, e impulsó junto con una significativa contracción del rubro “neto financiero y otros” (-COP 18.986 MM) el resultado neto del 1T19, que fue de COP 1.190 MM. Por su parte, respecto a la dinámica de los indicadores de servicio, el NPS presenta un crecimiento de 3 p.p. T/T y una considerable disminución anual de 46 p.p.

• **Notaciones finales:** Resaltamos los siguientes aspectos: i) ETB continúa evidenciando un estancamiento a nivel de ingresos, pese a la mayor participación de Fibra Óptica, ii) El número de clientes del segmento masivo sigue presentando una disminución mantenida en los últimos trimestres, esta vez presionados principalmente por servicios móviles (-8,4%) iii) Frente a lo mencionado por ETB, esperan un mayor nivel de CAPEX (para 2019 cercano a 22% de ingresos) y OPEX, en línea con las necesidades a nivel de gasto e inversión que requiere el sector, por lo cual no esperan una dinámica positiva a nivel de utilidad neta en 2019.

Resumen resultados financieros

	ETB				
Cifras en COP miles de MM	1T18	4T18	1T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Totales	341	370	354	3,7%	-4,4%
Costos y gastos totales	220	216	216	-2,1%	-0,1%
EBITDA	121	154	138	14,4%	-10,4%
Utilidad o Pérdida Neta	(64)	(2)	1	-	-
Margen EBITDA	35,4%	41,6%	39,0%	364 pbs	-263 pbs
Margen Neto	-18,9%	-0,5%	0,3%	-	-

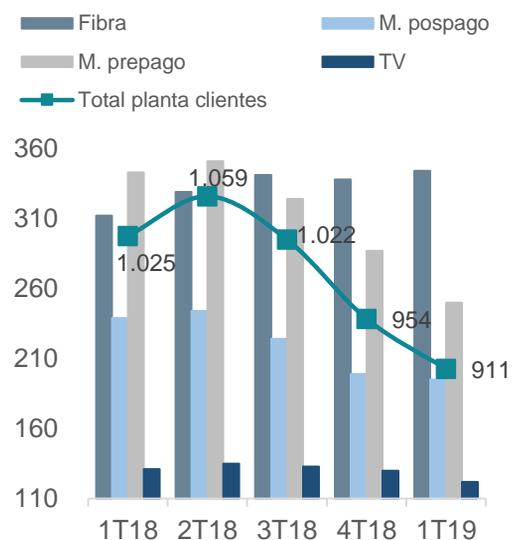
Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	380
Recomendación	Subponderar
Market Cap (BN)	0,8
Ultimo Precio	233
YTD (%)	-7,2%

Planta de clientes segmento masivo

Cifras en clientes



Juan Felipe D'luiz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



Indicadores siguen ganándole al mercado

 Regresar

El PEI presentó saludables indicadores en el 1T19, donde se continúa evidenciando una vacancia muy por debajo de la observada en el mercado, favorecida por las distintas estrategias y políticas del vehículo inmobiliario que le han permitido obtener unos indicadores favorables, mejores a los de la industria en general. Asimismo, destacamos el notorio crecimiento en el Flujo de Caja Distribuible (FCD), beneficiado por la incorporación de nuevos activos al portafolio, una alta tasa de retención durante el trimestre (99%) y la reducción en el costo de la deuda (-67 pbs) luego de la emisión de bonos en el 2018. Esperamos que la operación se vea favorecida con la estabilización de los nuevos activos, el arrendamiento de las bodegas de Redetrans y la absorción gradual de los inventarios en el mercado.

Hechos relevantes

• **Vacancia económica aumenta, aunque continúa en niveles saludables:**

Destacamos que la vacancia del PEI permanece por debajo de 5%, muy inferior a la vacancia promedio observada en el mercado de alrededor de 13%, lo cual es el reflejo de las diferentes estrategias exitosas que ha adoptado el vehículo inmobiliario para que sus indicadores se vean mejores que los del mercado en general. Sin embargo, observamos un deterioro en la vacancia económica, la cual pasó de 3,1% en el 1T18 a 4,9% en el 1T19, explicado por la restitución de bodegas de Redetrans derivado del proceso de insolvencia de la compañía, la decisión de terminar algunos contratos por cartera morosa y la finalización de renta garantizada en determinados activos. Por último, resaltamos la baja vacancia económica en el segmento corporativo (2%), mientras que nos sigue preocupando este indicador en los activos especializados (38%), aunque este último tiene una baja participación en el total de activos del portafolio (3%).

• **Menor costo de deuda favorece FCD:**

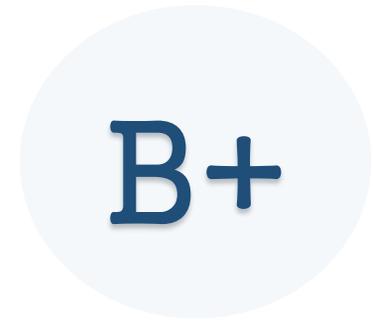
Los ingresos del PEI presentaron un positivo desempeño en el 1T19 (+28,8% A/A) en medio de mayores activos adquiridos y la continua renovación de contratos que permitió una retención de arrendatarios del 99%. Sin embargo, se observó una contracción del margen EBITDA, pasando de 61,7% en el 1T18 a 58,2% en el 1T19, afectado por la entrada en operación de activos no estabilizados, los cuales aún no perciben ingresos (o por lo menos no de manera plena), impidiendo la dilución de gastos, además del incremento en la vacancia económica por las razones antes mencionadas. Sin embargo, el Flujo de Caja Distribuible (FCD), presentó un comportamiento saludable (+26,5% A/A), beneficiado por la reducción de 67 pbs del costo de deuda luego de la emisión de bonos en 2018. Esperamos que en la medida en que se estabilicen los activos nuevos y se ocupen las bodegas que estaban arrendadas a Redetrans, podremos ver una recuperación de los márgenes.

• **Nueva emisión de títulos participativos reduciría endeudamiento:**

Luego de la adquisición de nuevos activos, estamos a la espera de la confirmación de la fecha de la emisión de títulos participativos del tramo XI, el cual reduciría los niveles de endeudamiento del vehículo.

Resumen resultados financieros

	PEI		
COP Miles de MM	1T18	1T19	Var % A/A
Ingresos	94	122	29,8%
NOI	70	88	25,7%
EBITDA	58	71	22,4%
FCD	30	38	26,7%
Margen NOI	74%	72%	-234 pbs
Margen EBITDA	62%	58%	-351 pbs



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

Información especie

Cifras en COP

Flujo de Caja Distribuible (FCD)

COP miles de millones



Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable