Resumen Resultados Corporativos 2T19

29 de agosto de 2019

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Terreno Neutral se superpone en el trimestre

Resumen de Resultados Corporativos 2T19

El 25% de los emisores bajo análisis evidenciaron resultados financieros en el 2T19 positivos, porcentaje que en términos anuales se mantuvo estable, al igual que un 25% registró resultados débiles. En ese sentido, los resultados de las compañías analizadas se concentraron mayormente en el terreno neutral (50%). En términos operacionales, 12 compañías presentaron un EBITDA mayor frente al registrado el mismo trimestre del año inmediatamente anterior, y nueve incrementaron su nivel de utilidad neta (controlante).

A nivel sectorial, destacamos nuevamente el de consumo, financiero y *utilities* como los de mejor comportamiento. Respecto al financiero, resaltamos la buena dinámica operacional de los bancos, impulsada por un mejor comportamiento de la cartera de créditos. No obstante, la utilidad neta de los mismos se vio en algunos casos limitada por unos gastos de provisiones que permanecen altos. Por su parte, en relación al sector consumo, Grupo Éxito y Nutresa presentaron crecimientos considerables anualmente en sus respectivos niveles de ventas, en línea con la mejor dinámica del sector en el trimestre. Frente al sector de servicios públicos, destacaron GEB e ISA, en medio de un sobresaliente desempeño de sus operaciones y asociadas a nivel local y regional. Adicionalmente, vale la pena mencionar nuevamente las afectaciones a nivel contable en los resultados financieros por la adopción de NIIF 16.

Por último, destacamos que no obstante los fundamentales de las compañías continúan reflejando una mayor fortaleza frente a los presentados en el mismo periodo de tiempo de 2018, su comportamiento en bolsa en el corto y mediano plazo continuará limitado por escenarios internacionales de mayor nerviosismo frente a eventos como la disputa comercial entre EE.UU y China, que se traducirá en una mayor cautela de los inversionistas globales.

Calificación de Resultados 2T19

Haga click en el logo de cada compañía para remitirse al informe realizado

POSITIVOS

Bancolombia

Grupo nutresa

GrupoEnergíaBogotá

isa

CANACOL ENERGY

Tin Títulos Inmobiliarios

NEUTRALES

ecopetrol

éxito

GRUPO sura

DAVIVIENDA

bvc

ARGOS

GRUPO ARGOS

pei

Mineros

Conconcreto

NEGATIVOS

Avianca

CELSIA

CEMEX

eTb

terpel

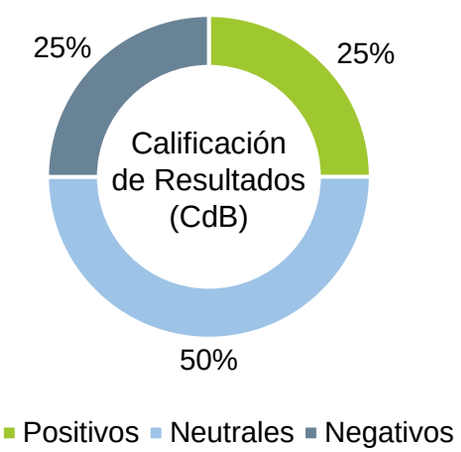
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

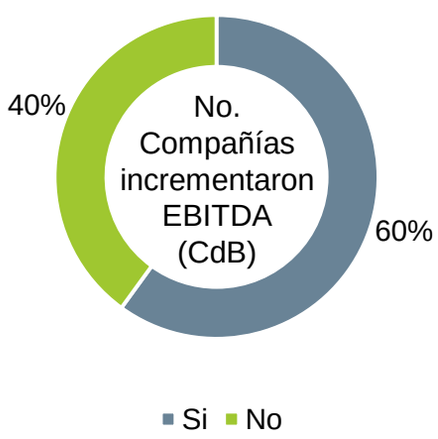
2019 inicia con mejoras operacionales
Resumen de Resultados Corporativos 2T19

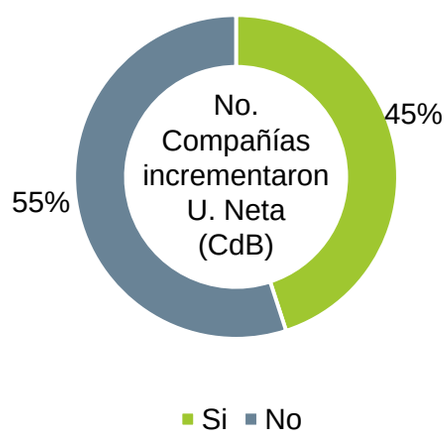
Resumen de resultados 2T19 (CdB)
COP miles de millones

	Ingresos					EBITDA					Utilidad Neta Controladora				
	2T18	1T19	2T19	Var % T/T	Var % A/A	2T18	1T19	2T19	Var % T/T	Var % A/A	2T18	1T19	2T19	Var % T/T	Var % A/A
Bancolombia*	3.946	4.185	4.427	5,8%	12,2%	818	1.266	1.287	1,7%	57,2%	592	833	939	12,7%	58,7%
Nutresa	2.222	2.246	2.401	6,9%	8,0%	267	320	328	2,4%	22,9%	108	175	124	-29,0%	15,2%
GEB ***	932	1.052	1.179	12,1%	26,4%	348	440	419	-4,8%	20,3%	450	495	558	12,7%	23,9%
ISA	1.528	1.816	2.101	15,7%	37,5%	945	1.227	1.424	16,0%	50,6%	232	353	439	24,3%	89,1%
Canacol**	57.201	50.926	49.928	-2,0%	-12,7%	33.617	39.822	37.008	-7,1%	10,1%	-25.979	6.274	1.878	-70,1%	-
Ecopetrol	16.987	15.943	18.309	14,8%	7,8%	8.609	7.357	8.307	12,9%	-3,5%	3.487	2.745	3.519	28,2%	0,9%
Davivienda*	2.350	2.647	2.611	-1,4%	11,1%	397	545	451	-17,2%	13,6%	281	393	362	-7,9%	28,8%
Grupo Argos	3.299	3.721	3.861	3,7%	17,0%	891	998	1.053	5,5%	18,1%	119	144	121	-16,4%	1,2%
Grupo Sura	4.791	5.051	5.467	8,2%	14,1%			NA			326	500	347	-30,7%	6,4%
Grupo Éxito	12.881	14.036	14.465	3,1%	12,3%	1.316	1.010	969	-4,1%	-26,4%	119	-14	114	-	-3,9%
Cementos Argos	2.184	2.175	2.350	8,0%	7,6%	328	322	405	25,7%	23,4%	-2	15	55	267,7%	-
BVC	58	61	67	9,5%	15,4%	20	21	21	3,1%	7,8%	12	9	12	33,6%	-2,1%
Conconcreto	265	193	224	16,4%	-15,4%	71	53	52	-1,7%	-26,7%	33	30	27	-9,9%	-15,8%
Mineros	205	296	298	0,9%	45,3%	64	92	94	1,9%	47,3%	20	22	11	-46,6%	-41,1%
PEI****	185		243	-	31,4%	107		138	-	29,0%	12		53	-	341,7%
Avianca**	1.199	1.151	1.116	-3,0%	-6,9%	164	170	52	-69,6%	-68,6%	-36	-68	-408	-	-
CLH**	280.018	258.224	248.958	-3,6%	-11,1%	63.157	54.638	45.537	-16,7%	-27,9%	3.509	15.601	-4.467	-	-
Celsia	821	861	913	6,0%	11,3%	269	276	287	4,2%	6,6%	67	34	16	-53,7%	-76,4%
Terpel	4.631	5.098	5.386	5,6%	16,3%	227	213	196	-7,8%	-13,6%	63,527	58,028	29,64	-48,9%	-53,3%
ETB	348	333	349	4,8%	0,2%	123	138	109	-20,9%	-11,1%	84	1	21	1608,3%	-75,6%

** 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*







VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

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. Conconcreto
31. GEB
33. Celsia
35. Isa
37. Avianca
39. Grupo Argos
41. Grupo Sura
43. Corficolombiana
45. Terpel
47. Mineros
49. ETB
51. PEI
53. TIN

La cartera de consumo se puso la diez

Bancolombia | Entrega de Notas 2T19

La cartera de consumo se puso la diez

Consideramos los resultados financieros de Bancolombia del 2T19 como POSITIVOS. La utilidad neta de Bancolombia (sin interés minoritario) se ubicó en 936 mil millones de pesos, 13,7% por debajo de nuestra estimación, en la que contábamos con un aumento en el nivel de provisiones por ajustes relacionados con la norma contable IFRS 9, lo cual no ocurrió. La rentabilidad sobre el patrimonio se ubicó en 14.20%, aumentando 4,35 y 3,63 puntos porcentuales respecto a 1T19 y 2T18 respectivamente. Por otro lado, los crecimientos de 1,9% T/T y 9,0% A/A para la cartera de créditos, y de 4,9% T/T y 11,0% A/A para los intereses de la cartera, confirman nuestra expectativa de una leve recuperación, tanto en Colombia como en Centroamérica. Destacamos el excelente desempeño de la cartera de consumo (20.1% de la cartera total, frente a 17.4% hace un año), cuyo crecimiento trimestral y anual fue 3.67x y 2.89x superior al de la cartera total respectivamente (cartera bruta); mientras que la cartera comercial (62.2% de la cartera total, frente a 68.9% hace un año) creció apenas 0.65% T/T y 4.75% A/A.

Hechos relevantes

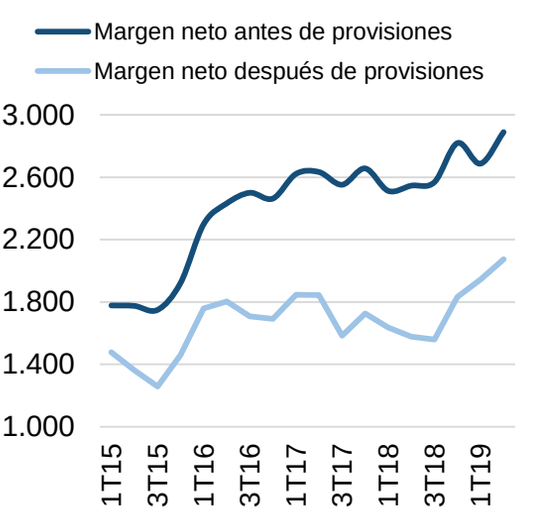
- **Cartera de Consumo:** A pesar del deterioro en la calidad de la cartera de consumo a 90 días, que pasó de 2,46% en 1T19 a 2,55% en 2T19, los demás indicadores de calidad (variación anual, cartera vencida a 30 días), y especialmente el crecimiento de esta (6,82% T/T y 26,02% A/A) son sobresalientes. Los crecimientos en los intereses de la cartera de consumo fueron 8.4% T/T y 27.0% A/A, llegando a pesar el 30.74% de los intereses totales, frente a 44.58% de la cartera comercial cuyo tamaño es tres veces mayor. Adicionalmente, y en línea con el mayor interés generado por esta cartera, incrementó el del margen neto de intermediación ubicado en 5,9% (30 PBS superior al trimestre anterior), explicado tanto por la cartera como por las inversiones. Lo que debemos destacar acá, es que, a diferencia de lo ocurrido durante los tres primeros trimestres de 2018, el margen neto después de provisiones dejó de deteriorarse, y las provisiones IFRS 9 se calculan teniendo en cuenta la probabilidad de incumplimiento, no solo la temporalidad, por lo que se puede esperar que el buen desempeño de estas operaciones continúe. Este ritmo de crecimiento no es sostenible, más frente al crecimiento del consumo en Colombia, al punto que, en la teleconferencia, estiman que esta cartera ha llegado a un *plateau*.

- **Otros factores y expectativas**: La depreciación de 1,0% trimestral y 9,4% anual del peso también incidió en los resultados, con una disminución en la cartera de crédito comercial denominada en dólares, toda vez que, mientras la cartera comercial en pesos creció 1,09% T/T, la total creció apenas 0,65%. El la teleconferencia, el banco reiteró que su expectativa de crecimiento nominal de la cartera de créditos es de 7% A/A, con una rentabilidad del patrimonio alrededor del 13%, una expectativa de desempeño inferior al actual, a pesar de que esperan que durante el segundo semestre del año la economía colombiana continúe recuperándose. Destacamos la expectativa de un mayor costo del crédito (*cost of risk*), o una mayor carga de las provisiones, como uno de los argumentos que justifican la expectativa conservadora del banco. Según esto, las provisiones podrían aumentar a partir de un ajuste negativo en los modelos de pérdida esperada bajo IFRS.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**43.000**
Recomendación	**Mantener**
Market Cap (BN)	38,5
Ultimo Precio	41.380
YTD (%)	31,8%

Gráfica 1. Evolución margen neto
Cifras en COP mil MM



Resumen resultados financieros

BANCOLOMBIA					
Cifras en COP MM	**2T18**	**1T19**	**2T19**	**Var % A/A**	**Var % T/T**
Ingreso por intereses	3.946	4.185	4.427	12%	6%
Egreso por intereses	1.400	1.498	1.538	10%	3%
Ingreso Neto por intereses	2.546	2.687	2.889	13%	8%
Provisiones Netas	969	743	816	-16%	10%
Utilidad antes de impuestos	818	1.266	1.287	57%	2%
Utilidad Neta	592	833	936	58%	12%

Andrés Duarte
Director Renta Variable
Corficolombiana

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Provisiones no ceden

Regresar

Davivienda | Entrega de Notas 2T19
Provisiones no ceden

Davivienda publicó resultados financieros NEUTRALES. En medio de un buen comportamiento de los ingresos financieros por interés, anualmente el banco evidenció crecimientos en su margen financiero neto y utilidad neta, esta última favorecida por un menor impacto de impuestos. No obstante y en contra de nuestras expectativas, el gasto de provisiones repuntó, lo cual junto con un menor NIM (-46 pbs T/T) explican mayormente la contracción trimestral del resultado neto. En ese sentido dado el crecimiento en las provisiones, el costo de riesgo del banco se situó 2,72% (+10 pbs T/T). Por su parte, la cartera bruta evidenció un buen desempeño en medio de una positiva dinámica de los segmentos de consumo y comercial, y a nivel de calidad registró una mejora en 17 pbs A/A. En ese sentido, esperamos que el mejor desempeño de la cartera de créditos compense el aumento durante 2019 de las coberturas, el cual continuaría impactando el costo de riesgo y el crecimiento de la utilidad neta en los próximos trimestres.

Hechos relevantes

- **Ingresos no se sonrojan:** Anualmente destacamos la positiva evolución de los ingresos de cartera 8,3% mayores frente al 2T18, que junto con un importante crecimiento en ingresos por inversiones (+53,9% A/A) impulsaron el margen financiero bruto. En ese sentido, y dada una favorable disminución a nivel de impuestos, cuya tasa efectiva fue 9,4% menor (-8,1% T/T) dado el ajuste en la tasa de impuesto de renta de largo plazo, la utilidad neta presentó un aumento destacable y el ROAE (trimestre anualizado) se situó en 12,4% (+173 pbs A/A).

- **Pero las provisiones no ceden:** Por el lado negativo, pese a que esperábamos una normalización de las provisiones, aumentaron 9,5% A/A (+6,6% T/T), dados mayores niveles de cobertura para los sectores de energía, transporte e infraestructura de la cartera comercial. De esta manera, el costo de riesgo fue 10 pbs mayor a nivel trimestral y el nivel de cobertura de la cartera total se ubicó en 125,1% (+18,4 p.p. A/A) Igualmente, vale la pena mencionar el retroceso del NIM, que trimestre anualizado se ubicó 6,46%, de 46 pbs A/A (-18 pbs T/T), en medio de un dinámica de crecimiento mayor de los activos productivos del banco.

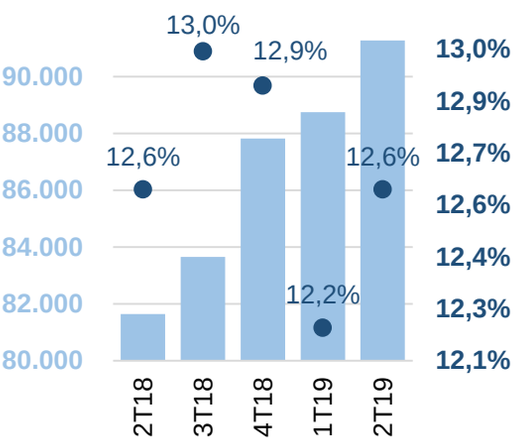
- **Cartera fortalecida:** La cartera bruta mostró un buen crecimiento (+11,8% A/A), impulsado por los portafolios de consumo (+12,9%), favorecido por una buena dinámica de los segmentos de libranza y crédito, y comercial (+10,8%). Igualmente, destacamos la mejora en la calidad de la cartera (-17 pbs A/A), en línea con la buena dinámica del portafolio comercial, cuyo indicador se redujo a nivel local (30 pbs) e internacional (-12 pbs) en medio de acuerdos de reestructuración de deuda de clientes corporativos. Esperamos que el desempeño de la cartera del banco continúe su camino positivo, dada la mayor recuperación del sector bancario colombiano.

- **Aporte digital toma más velocidad**: En línea con los trimestres previos, Davivienda, cuyas ventas de productos por medio de canales digitales pasó a ser del 40% (+36 p.p. A/A), en el 2T19 siguió ganando tracción en materia digital, por medio de una oferta digital para invertir en FICs y en un Fondo Voluntario de Pensiones.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**43.000**
Recomendación	**Sobreponderar**
Market Cap (BN)	18,9
Ultimo Precio	42,000
YTD (%)	35,8%

Gráfica 1. Evolución Cartera Bruta vs ROAE



Resumen resultados financieros

Davivienda					
Cifras en COP miles de MM	**2T18**	**1T19**	**2T19**	**Var % A/A**	**Var % T/T**
Ingresos financieros	2.350	2.647	2.611	11,1%	-1,4%
Margen financiero bruto	1.477	1.698	1.616	9,4%	-4,8%
Provisiones	566	582	650	14,8%	11,7%
Utilidad Neta	281	393	362	28,8%	-7,9%
NIM (12 meses)	6,6%	6,6%	6,5%	-4 pbs	-4 pbs
ROAE	13,0%	12,2%	12,6%	-40 pbs	40 pbs

Juan Felipe D'luyz
Analista de Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Banco de Bogotá

Regresar

Hechos relevantes

- **Para el 2T19 Banco de Bogotá presentó una utilidad neta de la controladora de COP 723,9 mil MM, 33,7% mayor que la registrada el mismo trimestre del 2018 (+3,9% T/T).** El incremento mencionado, estuvo explicado por una buena dinámica a nivel de ingresos, que se reflejó en un aumento del ingreso neto por intereses de 9,6% A/A, y no obstante el gasto de provisiones, el cual presentó un incremento del 14,5% anual presionado mayormente por el segmento corporativo.

- **El ROAE incrementa en el trimestre**: Pese al aumento del nivel de provisiones mencionado en el punto anterior, para el segundo trimestre del año el ROAE del banco se ubicó en 15,6%, reflejando un incremento de 40 pbs a nivel trimestral (+220 pbs A/A).

- **Crecimiento de 20 pbs anual del NIM:** No obstante la buena dinámica operacional del banco para el trimestre analizado, el NIM se situó en 6,0%, dado un crecimiento mayor de los activos productivos del mismo.

- **Razón de eficiencia:** Calculado como gastos operativos antes de depreciación y amortización sobre el total de ingresos, se ubicó en 49,1%, 4 p.p. inferior al presentado el mismo trimestre del año inmediatamente anterior. Dicha mejora, explicada principalmente por el importante aumento de los ingresos totales anualmente (+14,9%).

- **Finalmente, el costo de riesgo cerró en 2,2%:** Dicho nivel, evidenció estabilidad frente al registrado en el 1T19. No obstante, en términos anuales incrementó 10 pbs, en medio del incremento en el costo de riesgo tanto a nivel local (+11 pbs A/A) como en Centro América (+16 pbs A/A).

Gráfico 1. Ingresos por intereses vs ROAE (Eje derecho)

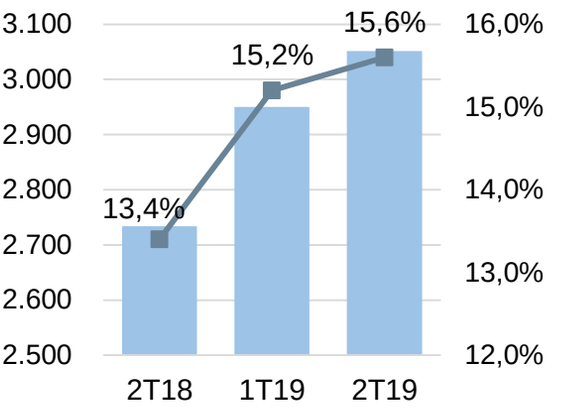
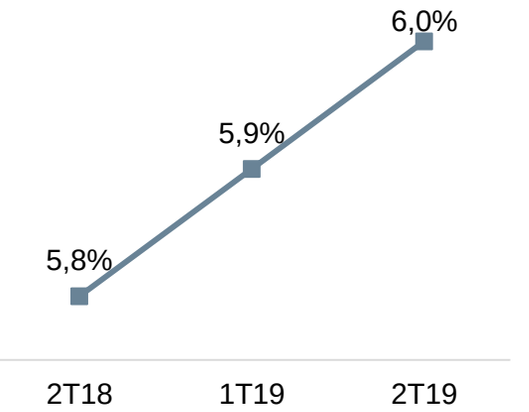


Gráfico 2. Comportamiento NIM



Resumen resultados financieros

Banco de Bogotá					
Cifras en COP Miles de MM	2T18	1T19	2T19	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos por intereses	2.734	2.950	3.051	3,4%	11,6%
Gasto por Intereses	1.052	1.159	1.208	4,3%	14,9%
Ingresos netos por intereses	1.682	1.791	1.843	2,9%	9,6%
Provisiones Netas	529	597	606	1,5%	14,5%
Utilidad Neta (Controlante)	541	697	724	3,8%	33,7%
NIM	5,8%	5,9%	6,0%	10 pbs	20 pbs
ROAE	13,4%	15,2%	15,6%	40 pbs	220 pbs
Eficiencia	53,1%	49,1%	49,1%	0 pbs	-400 pbs
Calidad de Cartera 90 días	2,7%	2,8%	3,0%	20 pbs	30 pbs
Relación de Solvencia	13,3%	13,0%	13,2%	20 pbs	-10 pbs

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Grupo AVAL

Grupo Aval

Regresar

Hechos relevantes

- **Grupo aval registró un crecimiento de la utilidad neta de la controlante del 19,3% anual (+6,6% T/T).** Ingresos netos por interés crecieron 3,7% A/A. No obstante, el fuerte crecimiento de la pérdida por deterioro de activos financieros tanto trimestral (+9,4%) como anual (+19,9%), limitó la dinámica operacional del banco, que registró un decrecimiento del 1,0% anual en sus ingresos netos de interés después de pérdida por deterioro.

- **ROAE se ubica en 18,3%**: En línea con el crecimiento de la utilidad neta del periodo (+3,2% T/T y +22,9% A/A) el ROAE registró una dinámica superior a la presentada en el 2T18 (+60 pbs).

- **NIM registra un crecimiento de 10 pbs:** Ante el buen comportamiento de los ingresos netos por interés, el NIM del trimestre analizado se ubicó en 5,9%.

- **Nivel de eficiencia:** En términos trimestrales, el banco registró una importante mejora en su ratio de eficiencia (-360 pbs) dado el crecimiento más que proporcional de los ingresos totales frente a los otros gastos del periodo. Anualmente, el nivel de eficiencia se deterioró 70 pbs, presionado por la operación en Centroamérica.

- **Costo de riesgo cerró en 2,2%:** En línea con el crecimiento de la pérdida por deterioro de activos financieros, el costo de riesgo aumentó 20 pbs anualmente y 19 pbs en términos trimestrales.

Gráfico 1. Costo de Riesgo

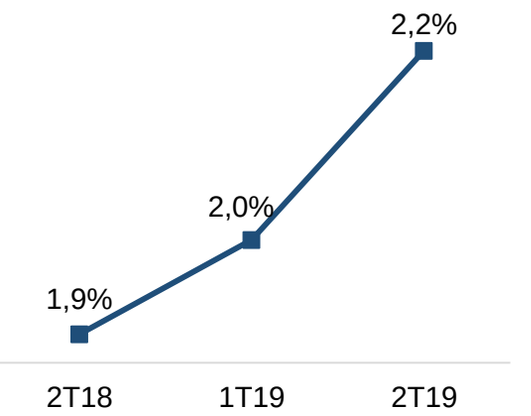
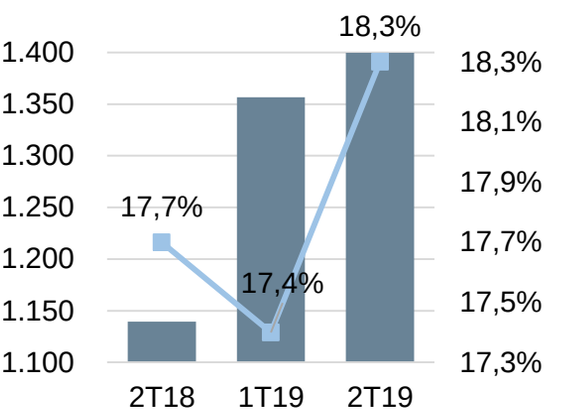


Gráfico 2. Utilidad Neta vs ROAE (Eje derecho)



Resumen resultados financieros

Grupo Aval					
COP Miles de MM	2T18	1T19	2T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos por intereses	4.541	4.669	4.886	7,6%	4,6%
Gasto por Intereses	1.842	1.940	2.054	11,5%	5,9%
Ingresos netos por intereses	2.699	2.730	2.831	4,9%	3,7%
Deterioro cartera de créditos	857	933	1.041	21,5%	11,5%
Utilidad Neta Controladora	682	763	813	19,3%	6,6%
NIM	5,8%	5,7%	5,9%	10 pbs	20 pbs
ROAE	17,7%	17,4%	18,3%	60 pbs	90 pbs
Eficiencia	49,0%	44,7%	45,4%	-360 pbs	70 pbs
Calidad de Cartera 90 días	3,1%	3,1%	3,2%	10 pbs	10 pbs

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Sophos sigue con su buena dinámica

BVC | Entrega de Notas 2T19
Sophos sigue con su buena dinámica

BVC publicó resultados financieros NEUTRALES. Destacamos la buena dinámica de Sophos, cuyo EBITDA registró un aumento del 38,4% anual, dado el buen desempeño de su operación tanto a nivel local como internacional en medio del incremento en el número de proyectos, los cuales se ubicaron en 496 (+54% A/A). En ese sentido, a pesar del negativo aporte de BVC individual por segundo trimestre consecutivo, presionado por los menores volumenes transaccionales registrados en los diferentes mercados, la compañía a nivel consolidado presentó un EBITDA de COP 21,3 mi MM (+7,8% A/A y +3,1% T/T), no obstante, su margen retrocede, limitado por el fuerte aumento del nivel de costos y gastos consolidados. De esta manera, la utilidad neta de la controladora registró a nivel anual un decrecimiento del 2,1% A/A (+34% A/A). Finalmente, es importante mencionar que BVC continúa su proceso de implementar un nuevo modelo comercial y de servicio, en medio de la implementación de proyectos estratégicos.

Hechos relevantes

- **Sophos sigue por buen camino:** Resaltamos el mal desempeño anual de los ingresos de BVC en términos individuales, presionados por una negativa dinámica del negocio de mercado de capitales (-3,5% A/A). Lo anterior, en medio de menores volúmenes trazados en los mercados de renta fija, renta variable y derivados, de -COP 9 BN, -COP 2 BN y –COP 20 BN de forma respectiva. No obstante, el buen desempeño de Sophos (+42,9%) ante un significativo aumento anual de 54% en el número de proyectos, que se reflejó en el buen desempeño de su operación en Colombia (+59% A/A), jalonó principalmente los ingresos consolidados de BVC para el 2T19.

- **Fuerte aumento en costos y gastos limita EBITDA**: No obstante lo mencionado en el punto anterior, el fuerte aumento del nivel de costos y gastos consolidados para el trimestre analizado de BVC, explicado en gran medida por Sophos (+51,5%), cuyo peso dentro del mix de la compañía es del 44%, limitaron la dinámica del EBITDA, cuyo margen se ubicó en 31,6%, 223 pbs menor al registrado en el 2T18. Por su parte, la utilidad neta a nivel consolidado evidenció un comportamiento anual estable (+0,8% A/A y +34% T/T) en medio de un menor impacto tributario.

- **Deceval disminuye su aporte:** Por su parte, para el trimestre analizado, Deceval reportó un aumento en sus ingresos de 9,6% A/A, no obstante, el fuerte incremento de los costos y gastos (+11,9% A/A) limitó la dinámica del EBITDA, cuyo margen se situó en 50,0%, 1 p.p. menor frente al registrado en el 2T18.

- **Consideraciones finales**: BVC continúa su proceso de implementar un nuevo modelo comercial y de servicio, en medio de la implementación de proyectos estratégicos, respecto a los cuales destacamos el próximo lanzamiento de Inet MT el 23 de agosto.

Resumen resultados financieros

BVC					
Cifras en miles COP MM	**2T18***	**1T19**	**2T19**	**Var % A/A**	**Var % T/T**
Ingresos	58,3	61,5	67,3	15%	9%
Costos y Gastos	42,4	46,0	50,1	18%	9%
EBITDA consolidado	19,8	20,6	21,3	8%	3%
Utilidad Neta (Controladora)	11,9	8,8	11,7	-2%	34%
Margen EBITDA	33,9%	33,6%	31,6%	-223 pbs	-194 pbs
Margen Neto	20,5%	14,2%	17,4%	-310 pbs	314 pbs

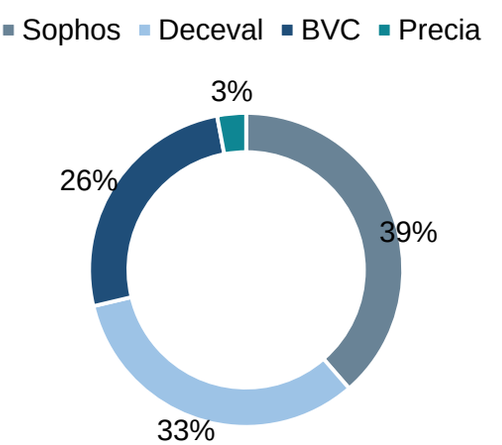
BVC + Subsidirias; *Proforma

Bolsa de Valores de Colombia

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**12.000**
Recomendación	**Neutral**
Market Cap (BN)	0,7
Ultimo Precio	12.600
YTD (%)	4,8%

Gráfica 1. Distribución de ingresos por compañías YTD



Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Es lo que hay y algo más

Regresar

Ecopetrol | Entrega de Notas 2T19
Es lo que hay y algo más

La utilidad trimestral de Ecopetrol alcanzó 3,5 billones de pesos, superando en 20,2% nuestra expectativa de 2,9 billones, y creciendo 27,0% trimestral y disminuyendo 0.9% anual. Por su parte, el EBITDA se ubicó en 8,3 billones (12,9% T/T y -3,5% A/A), superando en 9,3% nuestra expectativa. A pesar de haberse ubicado por encima de nuestras expectativas, en un trimestre en el que los precios de la cotización del petróleo Brent, la nafta y la gasolina disminuyeron, **calificamos a estos resultados como NEUTRALES**, dado que la producción de 723 miles de barriles de petróleo equivalente diario (kbped) no presenta mayor variación trimestral (-0,7% T/T) o anual (0,3% A/A), y el precio del petróleo Brent en pesos incrementó 11% T/T y 4,2% A/A. Destacamos el menor pago de impuestos junto con un servicio de deuda menor como los factores que evitaron un peor resultado trimestral, respecto al año anterior.

Hechos relevantes

- **Segmentos:** En el segmento de exploración y producción (Upstream), disminuyó la utilidad operacional anual dado el incremento mayor de costos y gastos frente a los ingresos, a nivel trimestral, la utilidad operacional incrementó 27,9%. Reconocemos la mejora trimestral, pero contextualizada con el incremento en el precio en pesos trimestral de 17% T/T en la canasta de venta de crudo, el hecho de que buena parte de los costos operacionales están en pesos, y el incremento de 12,5% T/T en el Capex de producción en dólares. El segmento de Transporte (Midstream) disminuyó su EBITDA y su utilidad neta en 2,8% T/T y 4,7% T/T respectivamente, a pesar de la devaluación y el incremento en el volumen total transportado en 1,6% T/T (disminución de 0,2% en crudos). Finalmente, el segmento de refinación (Downstream) continuó su mal comportamiento en utilidad, a partir de un desfavorable entorno de precios de naftas y gasolinas, junto con el incremento en los precios del crudo pesado (insumo), si bien el EBITDA trimestral creció 65%.

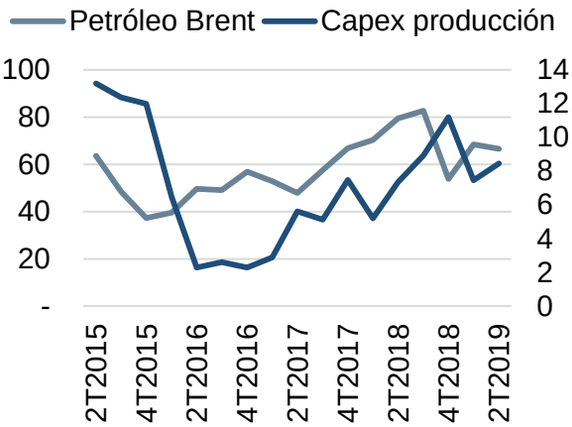
- **Producción, costos y Capex**: Con niveles relativamente estables en la producción de 720,9 kbped en 2T18, 727,9 en 1T19 y 723 en 2T19, llama la atención el incremento en el costo de ventas sin depreciación y amortización del segmento de Upstream, de 10,8% trimestral y 21,5% anual, especialmente de cara a una mayor participación de los programas de recobro mejorado. Para 2T19, el incremento en el Capex de producción por barril bruto producido, incrementó 13,3% T/T y 15% A/A (Gráfico 1).

- **Negocio conjunto con OXY**: De no darse el negocio conjunto con OXY, esta empresa probablemente no habría priorizado esta área de su portafolio, dada la presión que tiene por mantener el pago de dividendos con generación interna de caja, luego de ejecutar un Capex 27% por encima de su *guidance*. Precisamente las oportunidades que hay que buscar y aprovechar. Ecopetrol está haciendo lo que se le ha pedido: buscar la manera de incrementar sus reservas, ya sea en Colombia con el recobro mejorado; en Brasil (pre sal) y ahora en EEUU. La incorporación de 160 MM de barriles a las reservas 1P en 2019 producto del negocio conjunto con OXY, implica un incremento cercano al 85% en la adición sin efecto precio, algo sobresaliente en términos de la eficiencia del Capex.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**3.000**
Recomendación	**Neutral**
Market Cap (BN)	113,9
Ultimo Precio	2.855
YTD (%)	7,9%

Gráfica 1. Precio petróleo Brent (eje izquierdo) vs Capex de producción por barril (eje derecho) – Cifras en USD /lb



Resumen resultados financieros

Ecopetrol					
Cifras en COP miles de MM	**2T18**	**1T19**	**2T19**	**Var % T/T**	**Var % A/A**
Ingresos Operacionales	16.987	15.943	18.309	14,8%	7,8%
Utilidad Neta Controladora	3.519	2.745	3.487	27,0%	-0,9%
EBITDA	8.609	7.357	8.307	12,9%	-3,5%
Margen Neto	20,7%	17,2%	19,0%	183 pbs	-167 pbs
Margen EBITDA	50,7%	46,1%	45,4%	-77 pbs	-531 pbs

Andrés Duarte
Director Renta Variable
Corficolombiana

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

CANACOL ENERGY

Con nuevos horizontes en la mira

Regresar

Canacol | Entrega de Notas 2T19
Con nuevos horizontes en la mira

Canacol publicó resultados financieros saludables. La considerable expansión del EBITDAX (+9,9% T/T), estuvo soportada principalmente por la mayor eficiencia de la compañía en su nivel de gastos, los cuales en su totalidad disminuyeron 6,6% (-52,0% A/A). Pese a lo anterior, la utilidad neta del trimestre, que se ubicó USD 1,9 mil MM contrastando la pérdida neta del 2T18, evidenció una disminución de 70% trimestralmente, en gran medida por una mayor carga tributaria, evidenciada en el aumento de la tasa efectiva (+41,4 p.p.). Por su parte, destacamos la finalización de la expansión del gasoducto Jobo - Cartagena, el cual se estima aumente las ventas de gas para agosto en un 78%, y jalone los niveles de producción de la compañía en los próximos trimestres. Finalmente, resaltamos, con base en lo mencionado por la gerencia de la compañía en la llamada de resultados, que esperan incursionar en el negocio de generación de energía a través de plantas térmicas ubicadas en sus áreas de operación.

Hechos relevantes

- **Eficiencia en gastos vuelve a favorecer la operación:** El aumento de ingresos de gas de la compañía para el trimestre (+2,9% A/A), dado un relevante aumento anual en la producción (+9,0%), junto con una relevante eficiencia a nivel de gastos operacionales, cuya participación sobre los ingresos fue 51 p.p. menor frente al 2T18, impulsaron el EBITDAX, cuyo margen fue de 74,1% (+15,4 p.p. A/A). Dichas eficiencias a nivel de gastos de la compañía, también se reflejaron en el *netback* de gas del 2T19, que se ubicó en USD 3,9 Mcf, (+200 pbs A/A). De esta manera, pese a que la utilidad neta fue de USD 1,9 mil MM, en contraste a la pérdida neta registrada el 2T18 (-COP USD 25.9 mil MM), evidenció una disminución de 70% trimestralmente, en gran medida por una mayor carga tributaria, cuya tasa efectiva pasó del 43,2% al 84,6% en el segundo trimestre del año.

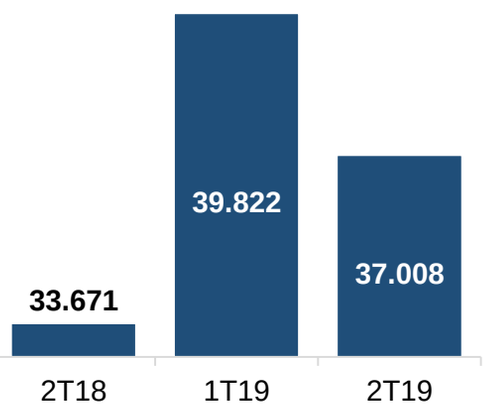
- **Gasoducto de Jobo a Cartagena se hará notar:** Resaltamos, como ya se había anunciado al mercado, la finalización de dicha expansión, la cual se espera incremente las ventas de gas de Canacol durante el presente mes en 215 MMscfp (+78%). En ese sentido, esperamos los márgenes operacionales de la compañía en los próximos trimestres registren crecimientos importantes. Por su parte, la compañía también anunció la culminación de su facilidad de procesamiento de gas Jobo 3, durante el trimestre, la cual incrementaría su capacidad de tratamiento de gas en 100 MMscfpd.

- **Diversificación de Canacol pone rumbo:** Finalmente, destacamos que durante la llamada de conferencia, el *management* de la compañía reiteró su plan de expandir su actividad hacia el negocio de generación de energía, por medio de plantas térmicas ubicadas en sus áreas de producción de gas, lo cual significaría una reducción a nivel de costos. Dicha incursión, además de darse al interior de Colombia con el gasoducto Jobo – Medellín, el cual finalizaría en 2022, busca entrar en el mercado eléctrico colombiano.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**15.000**
Recomendación	**Sobreponderar**
Market Cap (BN)	2,2
Ultimo Precio	12.340
YTD (%)	26,2%

Gráfica 1. Evolución EBITDAX
Cifras en USD miles



Resumen resultados financieros

Canacol					
Cifras en USD miles	**2T18**	**1T19**	**2T19**	**Var % A/A**	**Var % T/T**
Ingresos totales	57.201	50.926	49.928	-13%	-2,0%
Utilidad (perdida) Neta	(25.979)	6.274	1.878	-	-70%
EBITDAX	33.617	39.822	37.008	10%	-7%
Margen Neto	-45,4%	12,3%	3,8%	-	-856 pbs
Margen EBITDAX	58,8%	78,2%	74,1%	1535 pbs	-407 pbs
Prod. de gas (Mcfpd)	111.446	123.291	121.496	9%	-1%
Prod. de petróleo (boepd)	1.967	433	342	-83%	-21%
Netback ($ / boepd)	22,9	23,0	22,3	-3%	-3%

Juan Felipe D'luyz
Analista de Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

En espera de la operación

Regresar

Grupo Exito| Entrega de Notas 2T19
En espera de la operación

Consideramos los resultados financieros de Grupo EXITO del 2T19 como NEUTRALES, con crecimiento en ventas en línea con las expectativas del mercado a nivel consolidado. Sin embargo, a pesar de un crecimiento anual en ingresos operacionales de 12,3% (1,3% T/T) y una disminución significativa en gastos financieros, observamos una contracción anual en el margen neto de 73 pbs A/A como resultado del proceso de restructuración fiscal en Brasil. Consideramos la estrategia de migración a un modelo digital en Colombia acertada a largo plazo dado presiones en competencia de negocios *e-commerce*. En Brasil, el negocio de *hard discount* con la marca Assaí continúa su fuerte ritmo de crecimiento, por otro lado, Multivarejo muestra señales leves de recuperación pero aún con crecimientos por debajo de la inflación. El mercado sigue a la espera del resultado de la evaluación del comité de auditoría con respecto a la oferta de Grupo Casino por la compra de Segisor.

Hechos relevantes

- **Leve crecimiento en Colombia:** En Colombia, el crecimiento en ventas estuvo por debajo de nuestras estimaciones en el 2T19 (-5,6% A/A), en medio de una recuperación gradual en el consumo. Resaltamos una mejor expectativa de ventas en Colombia por mayor crecimiento en los últimos dos trimestres del año por efecto estacional de Black Friday y navidad. Adicionalmente, destacamos un crecimiento sostenible de la marca Assaí y la nueva estrategia del negocio Cash & Carry en Colombia con Surtimayorista. Por otro lado, continúa el endeudamiento excesivo en Almacenes Éxito dificultando la inversión e impidiendo el crecimiento.

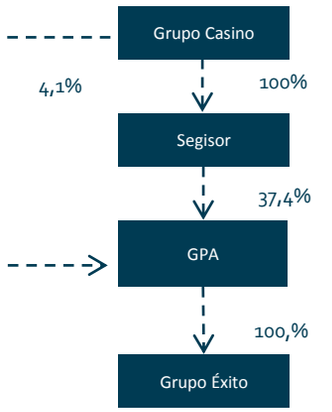
- **Seguimiento a Argentina**: La situación política y económica actual en Argentina ha generado volatilidad en la última semana. De ser electo Fernández, en principio tendría que generar confianza al mercado dada la percepción de los inversionistas de su posible inclinación en adoptar políticas similares a los gobiernos de Kirchner. Los mercados esperan una moderación en el discurso y en primera medida una renegociación de deuda con el FMI. Adicionalmente se esperan reformas estructurales claves en el próximo gobierno como lo son la pensional, laboral y tributaria. Este difícil entorno económico en Argentina, sumado a la fuerte devaluación de la tasa de cambio, ha dado como resultado una presión en los márgenes en Libertad y se proyecta que las ventas se contraigan aún más durante los próximos seis meses.

- **Operación OPA (Pasos a seguir):** Por tratarse de una transacción entre partes relacionadas, le corresponde al comité de auditoría y riesgos, según la política de transacciones entre partes relacionadas del grupo, evaluar y aprobar la propuesta para lo cual deberá contar con un quórum de tres cuartas partes de sus miembros y el voto favorable de los independientes. Dentro del informe de evaluación de la transacción se deberá entregar un estudio de precio y condiciones vigentes para transacciones similares. **La decisión del comité será entregada antes del 31 de agosto y de darse una aprobación por parte del comité, entrarán las entidades regulatorias correspondientes a evaluar la transacción.**

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**14.973**
Recomendación	**Sobponderar**
Market Cap (BN)	**7,7**
Ultimo Precio	**17.220**
YTD (%)	**39%**

Gráfica 1. Estructura G. Casino Post transacción



Resumen resultados financieros

Grupo Éxito					
COP miles de MM	**2T18**	**1T19**	**2T19**	**Var % A/A**	**Var % T/T**
Ingresos	12.881	14.275	14.465	12,3%	1,3%
Utilidad Bruta	3.345	3.307	3.204	-4,2%	-3,1%
EBITDA	1.085	742	729	-32,8%	-1,7%
Utilidad Neta (Éxito)	119	-14	29	-76,0%	
Margen Bruto	26,0%	23,2%	22,1%	-382 pbs	-102 pbs
Margen EBITDA	8,4%	5,2%	5,0%	-338 pbs	-15 pbs
Margen Neto	0,9%	-0,1%	0,2%	-73 pbs	29 pbs

Daniel Felipe Duarte
Analista II Renta Variable
Corficolombiana

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable
Casa de Bolsa

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Grupo nutresa

Colombia le sube al volumen

Regresar

Nutresa | Entrega de Notas 2T19
Colombia le sube al volumen

Nutresa presentó resultados financieros saludables. Nutresa presentó un buen comportamiento en sus ventas durante el 2T19, impulsadas principalmente por el favorable desempeño de los volúmenes en Colombia y la devaluación del peso colombiano para las ventas internacionales. Por el lado del margen EBITDA, aunque este se ubicó en la parte inferior del *guidance* (12,1% vs 12%-14%), si se excluyen los gastos no recurrentes por COP 7 mil millones, este se hubiera situado alrededor del 12,4%, registrando una expansión de 40 pbs. En cuanto a la utilidad neta, resaltamos que si se normaliza por el efecto base de los dividendos de Grupo Argos, la utilidad neta hubiese crecido 13,6% A/A. La compañía continuó reduciendo su apalancamiento, lo cual le brinda mayor flexibilidad financiera para poder aprovechar cualquier oportunidad de crecimiento inorgánico atractiva. Sin embargo, **se puede resaltar que el flujo de caja operativo disminuyó significativamente frente al 2T18**, explicado principalmente por mayor inversión en capital de trabajo y un aumento en los impuestos pagados. Consideramos que los volúmenes de Nutresa seguirán mostrando un buen desempeño, en línea con la dinámica favorable del consumo en Colombia.

Hechos relevantes

- **Crecimiento de volúmenes en Colombia toman fuerza:** Destacamos el buen comportamiento de los volúmenes en Colombia, los cuales presentaron una variación positiva del 5% A/A, continuando con una recuperación gradual, en línea con la mayor dinámica del consumo en el país. Esta mejora ha estado favorecida por una moderación en el crecimiento de los precios, los cuales presentaron un leve incremento (+0,5% A/A) en medio de mayores esfuerzos en innovación y cambio en la mezcla de productos. Dado lo anterior, las ventas en Colombia registraron un desempeño favorable, con un crecimiento del 5,8% A/A en el 2T19. Por el lado de las ventas internacionales, aunque mostraron un aumento del 12% A/A en pesos colombianos, estas evidenciaron una contracción del 1,9% A/A en dólares, impactadas en mayor medida por la devaluación de las monedas latinoamericanas donde Nutresa tiene presencia.

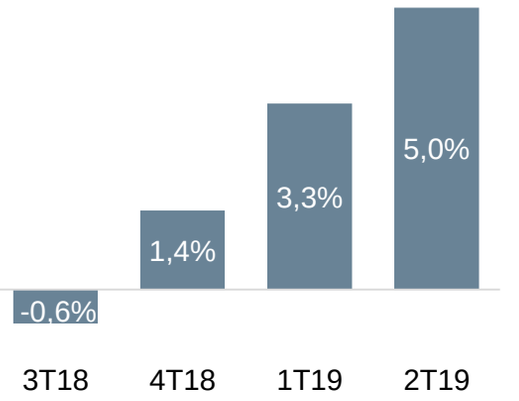
- **Dólar limita margen EBITDA:** A pesar de que el precio internacional de las materias primas que utiliza Nutresa para su producción se ubicaron en niveles bajos, la fortaleza del dólar limitó su efecto positivo sobre la estructura de costos. Lo anterior, sumado a unos gastos de administración no recurrentes de aproximadamente COP 7 mil millones (según dieron a conocer en la llamada de resultados), provocaron que el margen EBITDA permaneciera estable (12,1% en 2T19 vs 12% en 2T18) y se ubicara en la parte inferior del *guidance* de la compañía.

- **Dividendos de Grupo Argos impactan la utilidad**: Destacamos que aunque la utilidad neta presentó un retroceso del 7,5% A/A, esta estuvo impactada principalmente por el efecto no recurrente del pago de dividendos de Grupo Argos en el 2T18, mientras que este año se realizó en el 1T. Al excluir este efecto, la ganancia neta hubiera presentado un avance del 13,6% A/A. Resaltamos que esta también se vio favorecida por menores gastos financieros, en línea con la estrategia de desapalancamiento de la compañía.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**29.500**
Recomendación	**Sobreponderar**
Market Cap (BN)	11,6
Ultimo Precio	4.536
YTD (%)	7,91%

Gráfica 1. Var % Volúmenes en Col.



Resumen resultados financieros

COP miles de MM	2T18	1T19	2T19	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	2.222	2.246	**2.401**	8%	7%
Utilidad Neta (Controladora)	124	181	**114**	-9%	-37%
EBITDA*	267	283	**291**	9%	3%
Margen Neto	5,6%	8,0%	**4,7%**	-86 pbs	-331 pbs
Margen EBITDA	12,0%	12,6%	**12,1%**	11 pbs	-50 pbs

* No incluye IFRS 16

Juan Felipe Dluyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

ARGOS

Recuperación de precios sigue en curso

Regresar

Cementos Argos | Entrega de Notas 2T19

Recuperación de precios sigue en curso

Consideramos los resultados financieros de Cementos Argos como NEUTRALES. Los ingresos acumulados al 2T19 se ubicaron levemente por debajo de nuestras estimaciones (COP 4,5 Bn vs COP 4,7 Bn). Mayores precios en Colombia (+12% junio vs cierre 2018) ayudaron a la dinámica en ingresos (+7,6% A/A). Sin embargo, queremos hacer énfasis en la reducción en los volúmenes de cemento y concreto (-2% A/A y -7% A/A respectivamente), en medio de condiciones climáticas adversas en Texas (EE.UU), un entorno retador en Honduras y Panamá y la estrategia de precios en Colombia, lo cual afectó la participación de mercado en esta regional. Por su parte, un mayor margen EBITDA (17% 2T19 vs 15% 2T18) se vio favorecido por un aumento en otros ingresos operacionales, dadas las desinversiones en Omya Andina y Cartón de Colombia, sopesando los mayores costos derivados de un incremento en los costos de la energía y el mantenimiento planeado de la planta en Cartagena. Respecto al Guidance, se presentó una reducción en el EBITDA, principalmente por condiciones retadoras en Panamá y Honduras y estabilidad en los despachos estimados en Colombia.

Hechos relevantes

- **EE.UU aminora su ritmo:** La menor dinámica en ingresos en el 2T19 (-2,2% A/A en USD) estuvo relacionado con una reducción significativa en los volúmenes de concreto (-9,8% A/A), debido a condiciones climáticas adversas en la zona sur centro. Resaltamos los mayores volúmenes en la Florida y los avances del programa de eficiencias BEST 2.0, relacionado con combustibles alternativos y ahorros operacionales, entre otros. A nivel sectorial, es importante mencionar los avances que se observan en el segmento no residencial (~ 66% de despachos de concreto) y las señales de una leve desaceleración en el segmento residencial (~ 27% de despachos de concreto).

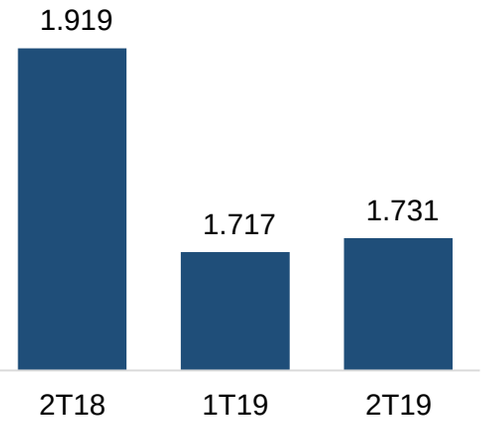
- **Colombia con estrategia agresiva en precios:** La estrategia de recuperación de precios (+12% vs 2018) generó una reducción anual importante en los volúmenes de la compañía en el 2T19 (-8,2% cemento y -2,1% concreto) en medio de la pérdida de participación de mercado, llevando a los ingresos a una leve contracción (-0,3% A/A). Al respecto, la compañía estima continuar con el incremento gradual en precios de cara a la entrada de la planta de cemento de Ecocementos entre el 4T18 y 1T19, lo cual podría generar mayores disminuciones en su participación de mercado. Por su parte, mayores costos de la energía y el mantenimiento programado de la planta de Cartagena repercutieron en el EBITDA.

- **Panamá y Honduras no repuntan:** La desaceleración del sector constructor en Panamá y una situación política retadora en Honduras repercutieron en los volúmenes consolidados de cemento en el 2T19 (-6,8% A/A mercado local y -0,4% A/A total), llevando a los ingresos a registrar una contracción significativa (-5,7% A/A en USD). En Honduras, los despachos de cemento mostraron contracciones anuales del 21% y no estimamos cambios positivos en la dinámica de este mercado para el 2019. Por su parte, en Panamá estaremos monitoreando las medidas que pueda tomar el nuevo Gobierno para reactivar el sector de la construcción. Sobresalen los mayores volúmenes de concreto en el 2T19 (+20% A/A), beneficiados por un comportamiento favorable en R. Dominicana.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**8.909**
Recomendación	**Sobreponderar**
Market Cap (BN)	**9,9**
Ultimo Precio	**7.390**
YTD (%)	**3,9%**

Gráfica 1. Volúmenes Concreto USA.
Miles m3.



Resumen resultados financieros

CEMARGOS					
Cifras en COP miles millones	**2T19**	**2T18**	**1T19**	**Var % A/A**	**Var % T/T**
Ventas netas	2,350	2,184	2,175	7.6%	8.0%
Utilidad Neta (Controladora)	55	-2	15	-	267%
EBITDA	405	328	322	23%	26%
Margen Neto	2%	0%	1%	242 pbs	165 pbs
Margen EBITDA	17%	15%	15%	222 pbs	243 pbs
Volumen de Cemento (M Tm)	4,128	4,205	3,859	-2%	7%
Volumen de Concreto (M m3)	2,561	2,747	2,497	-7%	3%

Roberto Carlos Paniagua
Analista II Renta Variable
Corficolombiana

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable
Casa de Bolsa

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Centro América se desliga de Colombia

CLH | Entrega de Notas 2T19
Centro América se desliga de Colombia

Consideramos los resultados financieros de Cemex Latam Holdings como NEGATIVOS. En el 2T19, el volumen de cemento consolidado se contrajo 1% A/A, donde el incremento del volumen en Colombia (+12% A/A), no compensó las disminuciones significativas en las demás latitudes, principalmente Panamá (-6% A/A) y Costa Rica (-31% A/A). Sumado a lo anterior, el incremento en los precios del cemento en Colombia (+3% en COP), no contrarrestó las reducciones en Panamá (-6% A/A) y Costa Rica (-2% A/A), lo cual junto a las depreciaciones frente al dólar de las monedas de Colombia, Costa Rica, Nicaragua y Guatemala, llevaron a una contracción en ventas del 11% A/A. Nos parece importante mencionar que el margen EBITDA continúa con su tendencia decreciente, ubicándose en su menor nivel histórico para un 2T (Gráfica 1) y que las pérdidas netas del trimestre (USD 4,5 MM) estuvieron impactadas por la débil dinámica operacional y un aumento en otros gastos (incluye provisión de USD 5 MM por potencial terminación anticipada de un contrato en Panamá).

Hechos relevantes

- **Colombia sigue mejorando:** Consideramos como positivo que los volúmenes de cemento y concreto mantengan la senda de crecimiento registrada desde finales de 2018, donde al 2T19 mostraron variaciones del +12% A/A y +4% A/A respectivamente, jalonados por la construcción informal (autoconstrucción) y proyectos de infraestructura (4G, Proyectos en Bogotá, entre otros). Adicionalmente, la estrategia de aumento de precios del cemento sigue en curso (+3% A/A al 2T19). Sin embargo, la devaluación anual del COP frente al USD generó una contracción del 10% en los precios, traduciéndose en menores ventas (-6% A/A).

- **Panamá y Costa Rica continúan presionados:** El entorno retador permanece en Panamá, con los volúmenes de cemento y concreto contrayéndose un 6% A/A y 7% A/A respectivamente, en medio de altos inventarios en los segmentos de apartamentos y oficinas, sumado a retrasos en la evolución de proyectos de infraestructura. A lo anterior se suma una reducción del 6% A/A en los precios del cemento y del 2% A/A en los del concreto, donde a la débil demanda en mención se suman mayores importaciones de cemento. Por su parte, en Costa Rica la incertidumbre relacionada con la reciente reforma fiscal, junto a los atrasos en proyectos de infraestructura se materializaron en fuertes contracciones en los volúmenes (-31% A/A cemento y -25% A/A concreto).

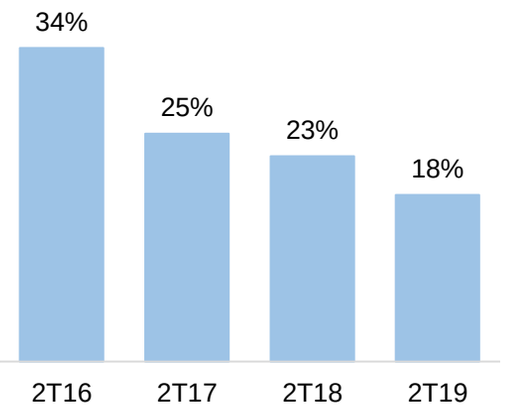
- **Resto de CLH se apaga gradualmente**: En el 2T19, pese a mayores volúmenes en El Salvador, una menor dinámica en los demás países afectaron los volúmenes (-2% A/A cemento y -53% A/A concreto), generando una contracción del 7% A/A en las ventas netas. En Nicaragua, la crisis socio – política persiste, mientras que en Guatemala, fuertes lluvias, inusuales para el 2T19, afectaron los volúmenes.

- **Guidance 2019**: Respecto a las estimaciones para el 2019, llama la atención el aumento esperado en volúmenes de cemento en Colombia (entre 4% y 6%) y las fuertes contracciones en Panamá (entre 6% y 8%) y Costa Rica (entre 19% y 25%).

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**6.400**
Recomendación	**Subponderar**
Market Cap (BN)	2,5
Ultimo Precio	4.525
YTD (%)	22,3%

Gráfica 1. Margen EBITDA Consolidado



Resumen resultados financieros

CLH					
Cifras en USD miles	**2T18**	**1T19**	**2T19**	**Var % A/A**	**Var % T/T**
Ventas netas	280,018	258,224	248,958	-11%	-4%
EBITDA	63,157	54,638	45,537	-28%	-17%
U. Neta Controladora	3,509	15,601	-4,467	-	-
Margen EBITDA	23%	21%	18%	-426 pbs	-287 pbs
Margen Neto	1%	6%	-2%	-	-
Volumen de Cemento*	1,638	1,626	1,620	-1%	0%
Volumen de concreto**	616	642	588	-5%	-8%

* Miles de Ton. Métricas

** Miles de metros cúbicos

Roberto Carlos Paniagua
Analista II Renta Variable
Corficolombiana

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable
Casa de Bolsa

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Backlog sigue dando pasitos para atrás

Conconcreto | Entrega de Notas 2T19

Backlog sigue dando pasitos para atrás

Conconcreto publicó resultados financieros mixtos. Positiva contribución de los ingresos de construcción (+27,7% T/T), sector que evidencia una dinámica de reactivación, jalonaron en gran medida el aumento de COP 31.551 MM de los ingresos consolidados para el 2T19. No obstante, anualmente, estos disminuyen presionados principalmente por la caída en construcción de vivienda y aplazamiento de la escrituración de algunos activos. Por su parte, el *backlog* continuó su dinámica negativa, ubicándose en COP 1,5 BN (1,4 años de operación), donde dicha cifra no considera las obras en Ituango. Sin embargo, el Proyecto Doble Calzada de Oriente, que obtuvo el concepto de viabilidad por parte de la Gobernación de Antioquia y pasa a la fase de licitación, representaría una oportunidad relevante para incrementar dicho indicador. Finalmente, resaltamos el prepago de deuda hecho durante el 2T19 (COP 49.570 MM) del crédito sindicado, reflejado en un menor nivel de apalancamiento.

Hechos relevantes

- **Margen EBITDA da un paso atrás:** El incremento de los ingresos (+16,4% T/T) se explicó principalmente por la buena dinámica del negocio de construcción (+COP 37 mil MM), que vuelve a presentar un comportamiento positivo. Adicionalmente, vale la pena mencionar la relevante contribución de PACTIA, que en lo corrido de 2019 asciende a COP 30 mil MM, (COP 10 mil proveniente de rendimientos), y cuyo principal foco de construcción se vería concentrado en Bodegas. No obstante lo anterior, el significativo incremento de los costos (+19,6% T/T), limitó mayormente el EBITDA, cuyo margen se contrajo (-428 pbs T/T y -357 pbs A/A).

- ***Backlog* continúa su camino descendente:** Por su parte, vale la pena mencionar que el backlog de la compañía siguió evidenciando una dinámica débil, ubicándose en COP 1,5 BN, cifra equivalente a cerca de 1,4 años de operación, (-0,5 años menor frente al 1T19). Lo anterior, explicado por el retiro del proyecto de PCH Pactico, que supuso una disminución en el alcance de aproximadamente COP 90.5 mil MM, y dado que el backlog descrito no tiene en cuenta las obras en Ituango (que significan la terminación de la presa de Hidroituango). Estas últimas, junto con Vía 40 (entregaron la primera unidad funcional a la ANI), Ruta del Sol y Balance La Línea, concentraron la ejecución del periodo analizado.

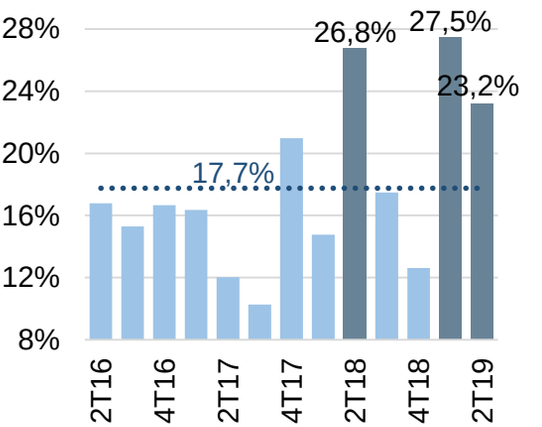
- **Pago anticipado ayuda a aliviar apalancamiento**: Destacamos el prepago de deuda por parte de Conconcreto durante el 2T19 por COP 49.570 MM, que se suma a pagos anticipados ya realizados por COP 43.264 MM en lo corrido de 2019 del crédito sindicado. De esta manera, la deuda de la compañía registró una considerable disminución del 8% T/T, y su nivel de apalancamiento, medido por el indicador Deuda/EBITDA disminuyó 0,4x, ubicándose en 2,4x para el periodo analizado.

- **Aspectos a destacar:** i) Plan de desinversión continuaría, donde aún faltarían cerca COP 400 mil MM a desinvertir. ii) La administración resaltó que no considera realizar una recompra de acciones.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**1.080**
Recomendación	**Subponderar**
Market Cap (BN)	0,6
Ultimo Precio	529
YTD (%)	43,8%

Gráfica 1. Evolución Margen EBITDA



Resumen resultados financieros

Conconcreto					
Cifras en COP MM	**2T18**	**1T19**	**2T19**	**Var % A/A**	**Var % T/T**
Ingresos ordinarios	265.178	192.772	224.333	-15%	16%
Utilidad Neta	32.584	30.457	27.443	-16%	-10%
EBITDA	71.049	53.007	52.095	-27%	-2%
Margen Neto	12,3%	15,8%	12,2%	-5 pbs	-357 pbs
Margen EBITDA	26,8%	27,5%	23,2%	-357 pbs	-428 pbs

Juan Felipe D'luyz
Analista de Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

GrupoEnergíaBogotá

Esfuerzo propio y tasa de cambio

Regresar

GEB | Entrega de Notas 2T19
Esfuerzo propio y tasa de cambio

El resultado neto de Grupo Energía Bogotá para 2T19 se ubicó en 558 mil millones de pesos, 16,3% superior a nuestra estimación y 23,91% A/A superiores a los de hace un año, por lo que los consideramos POSITIVOS. Salvo por la variación trimestral de la utilidad operacional, que disminuyó 4,79% T/T, a partir de un mayor crecimiento de los costos y gastos operacionales de 24,17% T/T, muy superiores al crecimiento trimestral de los ingresos operacionales de 12,05% T/T, se observan crecimientos trimestrales y anuales significativos en ingresos operacionales (26,40% A/A y 12,05% T/T), utilidad operacional (20,29% A/A), método de participación (21,36% A/A y 14,61% T/T, explicado principalmente por Emgesa y Codensa), utilidad antes de impuestos (27,54% A/A y 8,09% T/T) y utilidad de la participación controladora (23,91% A/A y 12,67% T/T). En cuanto al EBITDA trimestral de 536 mil millones de pesos, este fue muy cercano a la cifra de utilidad neta, tal como lo estimamos.

Hechos relevantes

- **Segmentos:** Resaltamos el crecimiento del EBITDA en dólares dada la incidencia de la tasa de cambio en el cálculo de las tarifas de las diferentes actividades, así como para facilitar la comparación. Salvo por Cálidda, cuyo EBITDA disminuyó 0,7% A/A, en línea con un deterioro de 2 p.p. en el margen EBITDA de 1S19, los EBITDAs de TGI y Transmisión de USD 92,3 MM y 25,0 MM fueron sobresalientes. El crecimiento del EBITDA en USD de las principales empresas no controladas fue regular: -1,6% A/A para EMGESA (USD 189,0 MM) y 6,5% A/A para Codensa (USD 147,0 MM). En consecuencia, parte del buen resultado en pesos se explica por tasa de cambio. Por otro lado, los USD 156,5 MM de Capex ejecutado durante el 1S19 ascienden apenas al 22,6% del total de Capex proyectado para 2019.

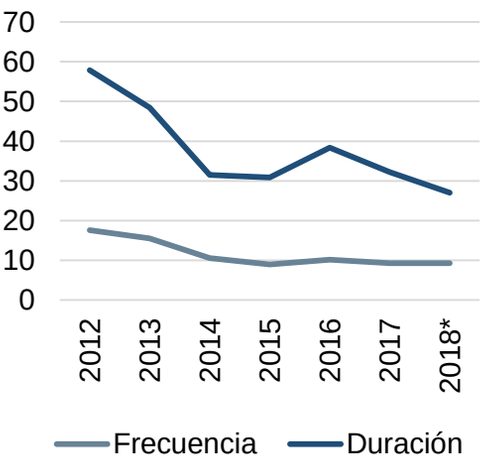
- **Electrodunas:** En relación a la transacción finiquitada en Perú, que incluye a Dunas Energía S.A.A. (99,96% de ElectroDunas), Cantalloc Perú Holdings S.R.L. y PPC Perú Holdings S.R.L., destacamos que la adquisición está en línea con el objetivo de ser el transportador y comercializador de energía y gas número uno del MILA, y tiene un gran sentido estratégico, tanto por la entrada al mercado eléctrico peruano, como por el hecho de ser el controlante de la operación de distribución eléctrica, lo cual no es el caso en Colombia con Codensa. Adicionalmente, la operación se debe ver en conjunto y no solo evaluando a ElectroDunas, por la que se pagó más de 11x EV/EBITDA de 2018 (USD 3,12 por acción, información de ElectroDunas y GEB). Sin embargo, vemos difícil que el EBITDA de esta empresa llegue a la meta (USD 30,5 MM en 2019), si el acumulado en 1S19 es de USD 12,5 MM y la empresa ya tiene indicadores de desempeño buenos y estables (Gráfica 1).

- **Durante 2019:** Entrarán seis nuevas líneas de transmisión que continuarán favoreciendo resultados de esta actividad. Adicionalmente, se debe terminar el proyecto de bidireccionalidad Ballena – Barrancabermeja (transporte de gas) y aunque contamos con la renovación de los contratos por capacidad de TGI creemos que la próxima revisión tarifaria va a afectar negativamente a la compañía. En cuanto a no controladas en Colombia, aún no es claro que pasará a nivel de precios de la electricidad con la futura entrada de no convencionales y la incertidumbre respecto a Hidroituango (Emgesa).

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**En revisión**
Recomendación	**Mantener**
Market Cap (BN)	19,6
Ultimo Precio	2.130
YTD (%)	20,3%

Gráfica 1. ElectroDunas – Índice de interrupción en el sistema



Resumen resultados financieros

GEB					
Cifras en COP MM	**2T18**	**1T19**	**2T19**	**Var % A/A**	**Var % T/T**
Ingresos	932.451	1.051.880	1.178.642	26%	12%
Costos y gastos op.	584.080	611.741	759.591	30%	24%
Utilidad Operacional	348.371	440.139	419.051	20%	-5%
U. neta (Controladora)	450.412	495.324	558.095	24%	13%
Margen Operacional	37%	42%	36%	-181 pbs	-629 pbs
Margen Neto	48%	47%	47%	-95 pbs	26 pbs

Andrés Duarte Pérez
Directos Renta Variable
Corficolombiana

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

CELSIA

Centroamérica sigue baja de ánimo

Regresar

Celsia | Entrega de Notas 2T19

Centroamérica sigue baja de ánimo

Celsia presentó débiles resultados corporativos en el 2T19. El desempeño desfavorable de la operación en Centroamérica, junto con una menor generación térmica en Colombia impactaron los resultados financieros durante el trimestre, provocando una disminución en los ingresos por generación. Excluyendo el efecto de la adquisición de EnerTolima, la compañía registró una contracción anual de 2,8% en el EBITDA y de 39% en la utilidad, donde esta última estuvo impactada por mayores gastos financieros relacionados con el mayor endeudamiento generado por la compra de los activos en Tolima. Resaltamos que la compañía ha decidido enajenar su operación de Zona Franca Celsia (ZFC) con el objetivo de reducir los niveles de apalancamiento, fortalecer su posición de liquidez y darle mayor flexibilidad financiera a la compañía para continuar desarrollando proyectos energías renovables no convencionales como la solar y la eólica. A pesar de que el indicador Deuda Neta / EBITDA presentó un repunte a 4,4x por la adquisición de Enertolima, la compañía espera una reducción alrededor de 3,5x a finales de 2019, con recursos provenientes de la enajenación de Zona Franca Celsia (ZFC).

Hechos relevantes

- **Centroamérica sigue impactando la generación consolidada:** La generación de Centroamérica siguió presentando un retroceso relevante en el 2T19 (-21,1% A/A), donde la terminación de contratos en BLM y Cativá continúan impactando los resultados. Mientras tanto, la generación hidráulica se vio afectada por la época de sequía en Panamá, provocando una contracción anual de 23% en la generación del complejo hídrico Dos Mares. Por el lado de Colombia, se destaca una disminución relevante en la producción térmica (-30,7% A/A) explicado por un menor despacho de generación de seguridad en Zona Franca Celsia ante las restricciones observadas en el Caribe durante el 2T18, compensado en parte con un leve aumento en la generación hídrica (+2,1% A/A). De esta manera, se presentó una contracción de 8,1% A/A en la energía consolidada producida en el 2T19, con contracciones anuales en ambas regiones, aunque resaltamos recuperaciones trimestrales (+12,4% A/A). Esperamos que la generación en Centroamérica continúe con un débil desempeño.

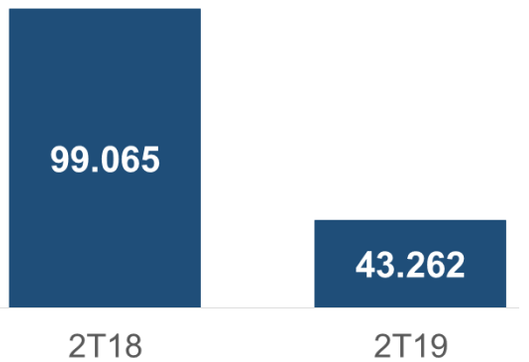
- **Negocio de distribución gana terreno:** El negocio de distribución presentó un buen desempeño operacional, favorecido por una mejora en los indicadores (SAIFI y pérdidas de energía), la operación de todos los proyectos del Plan 5 Caribe y la consolidación de Enertolima en junio. Asimismo, la buena dinámica en la demanda de energía tanto del mercado regulado como del no regulado beneficiaron la comercialización minorista.

- **Enertolima impacta utilidad neta:** Los activos de EnerTolima se empezaron a consolidar a partir del mes de junio (solo 1 mes), mientras que los gastos financieros relacionados con la adquisición se ven reflejados completamente en los resultados del trimestre. De esta manera, la ganancia neta se vio presionada por el débil desempeño de la operación en Centroamérica y los mayores gastos financieros, provocando una contracción de la utilidad de la controladora en 76% A/A. Sin embargo, normalizando la compra de los activos en Tolima, la utilidad también hubiera mostrado una contracción (-39% A/A).

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**5.100**
Recomendación	**Neutral**
Market Cap (BN)	4,76
Ultimo Precio	4.450
YTD (%)	11,3%

Gráfica 1. Utilidad Neta trimestral



Resumen resultados financieros

CELSIA					
COP Millones	2T18	1T19	2T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	820.507	861.239	**913.207**	11,3%	6,0%
Utilidad Bruta	238.431	238.389	**249.802**	4,8%	4,8%
EBITDA	269.388	275.711	**287.163**	6,6%	4,2%
Utilidad Neta	66.915	34.150	**15.822**	-76,4%	-53,7%
Margen Bruto	29,1%	27,7%	**27,4%**	-170 pbs	-33 pbs
Margen Neto	8,2%	4,0%	**1,7%**	-642 pbs	-223 pbs
Margen EBITDA	32,8%	32,0%	**31,4%**	-139 pbs	-57 pbs

Juan Felipe Dluyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Transmisión de alto voltaje

Regresar

ISA | Entrega de Notas 2T19
Transmisión de alto voltaje

ISA presentó resultados financieros POSITIVOS para el 2T19, los cuales se ubicaron por encima de nuestras expectativas y las del mercado. El segmento de Transmisión de Energía sigue jalonando los ingresos de la compañía, favorecidos por la entrada en operación de proyectos en Chile, Perú y Colombia. De igual manera, el margen EBITDA presentó una expansión relevante, reflejo de las mayores eficiencias alcanzadas, las cuales se evidenciaron en un incremento moderado de los costos y gastos con respecto a los ingresos. Incluso si se excluyen los efectos no recurrentes del ajuste del ciclo tarifario y el activo contractual en Brasil, la utilidad neta creció 53% A/A, reflejo de la buena dinámica operacional. Por otro lado, destacamos la paulatina disminución en los indicadores de apalancamiento, favorecidos especialmente por el desempeño positivo del EBITDA, los cuales le brindan a la compañía mayor flexibilidad financiera para incursionar en nuevos proyectos. Estaremos atentos a mayores detalles relacionados con la alianza estratégica con El Cóndor y al desarrollo de la segunda etapa de venta de las acciones de ISA en manos de EPM, cuyo flotante favorecería la liquidez de la especie y su posición en los índices accionarios.

Hechos relevantes

- **Transmisión de energía fortalece a ISA:** Destacamos la buena dinámica operacional de ISA durante los resultados del 2T19, donde los ingresos presentaron un favorable desempeño (+37,5% A/A), jalonados por el buen comportamiento del segmento de transmisión de energía (+33,4% A/A), principal negocio de la compañía, y por los ingresos de construcción (+117,8% A/A). De esta manera, la entrada en operación de nuevos proyectos de transmisión en Colombia, Perú y Chile siguen aportando positivamente a los ingresos.

- **Mayores eficiencias impulsan la Utilidad:** El crecimiento moderado de los costos frente al observado en los ingresos (19,8% vs 37,5% AA), la contracción en los gastos de administración (-3,5% A/A) y mayores ingresos por método de participación (55,2% A/A) permitieron que el margen EBITDA registrara una expansión relevante, pasando de 61,9% en 2T18 a 67,8% en 2T19. De igual manera, la utilidad neta presentó un desempeño positivo (+89,1% A/A), donde además del buen comportamiento operacional de la compañía, estuvo favorecida por una menor tasa de impuesto, la cual pasó de 32,3% en 2T18 a 25,2% en el 2T19. Sin embargo, es importante recordar que el ajuste del ciclo tarifario y el activo contractual en Brasil tienen un efecto positivo sobre los resultados de manera no recurrente, por lo cual el análisis debería realizarse sin tener en cuenta este impacto. No obstante, excluyendo este aspecto, la utilidad neta sigue mostrando un comportamiento relevante (+52,8% A/A).

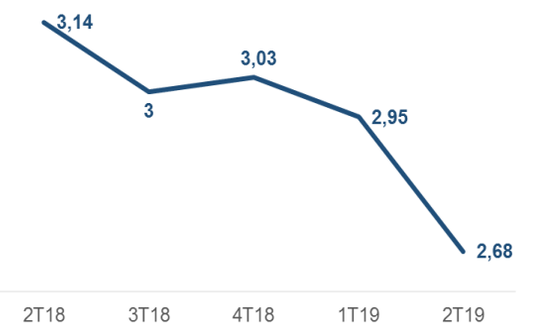
- **Mayor EBITDA reduce indicadores de endeudamiento:** A pesar de que se observó un mayor endeudamiento e incremento en los gastos financieros durante el trimestre, los indicadores de apalancamiento siguieron mostrando una mejora continua, explicado por el repunte en el EBITDA, brindándole mayor flexibilidad financiera a la compañía, que le da mayor espacio para incursionar en nuevos proyectos.

CONEXIONES QUE INSPIRAN

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**18.000**
Recomendación	**Neutral**
Market Cap (BN)	18,6
Ultimo Precio	16.820
YTD (%)	15,9%

Deuda Neta / EBITDA.



Resumen resultados financieros

ISA					
Cifras COP Miles de MM	**2T18**	**1T19**	**2T19**	**Var %A/A**	**Var %T/T**
Ingresos operacionales	1.528	1.816	2.101	37%	16%
Utilidad Bruta	941	1.208	1.398	49%	16%
EBITDA	945	1.227	1.424	51%	16%
Utilidad Neta	232	353	439	89%	24%
Margen EBITDA	61,9%	67,6%	67,8%	589 pbs	18 pbs
Margen Neto	15,2%	19,4%	20,9%	570 pbs	145 pbs

Juan Felipe Dluyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Sigue vuelo con turbulencia

Regresar

Avianca Holdings | Entrega de Notas 2T19

Sigue vuelo con turbulencia

Avianca Holdings publicó resultados financieros NEGATIVOS en el 2T19. La fuerte devaluación de las monedas latinoamericanas frente al dólar y una menor dinámica económica en la región generaron una contracción en los ingresos operacionales de la aerolínea (-6,9% A/A), donde la reducción en las tarifas (-8,4% A/A) compensaron en mayor medida el incremento en el tráfico de pasajeros (+2,7% A/A). Esto se vio reflejado en una contracción de 9,2% A/A en el yield. En línea con lo anterior, el débil comportamiento operacional se evidenció en un fuerte retroceso del EBITDAR y una pérdida neta de USD 408 millones. Por otro lado, resaltamos que en medio de un entorno retador para la aerolínea, consideramos fundamental que los tenedores de bonos aceptan la oferta realizada por la compañía, con el objetivo de reducir las presiones de liquidez en el corto plazo y mejorar paulatinamente su apalancamiento.

Hechos relevantes

- **Fortaleza del dólar impacta los resultados:** A pesar de que los pasajeros transportados aumentaron en 2,7% A/A, los ingresos operacionales registraron una contracción de 6,9% A/A, impactados por una reducción en las tarifas (8,4% A/A). Estas se vieron presionadas por la devaluación de las monedas latinoamericanas respecto al dólar y por un menor dinámica de la economía de la región. Lo anterior se vio reflejado en una importante disminución del yield (-9,2% A/A). Por otro lado, destacamos el débil desempeño operacional de Avianca Holdings durante el trimestre, lo cual se vio reflejado en una fuerte contracción del EBITDAR (-68,6% A/A). Asimismo, la compañía registró una pérdida neta de USD 408 millones, afectada por mayores gastos financieros.

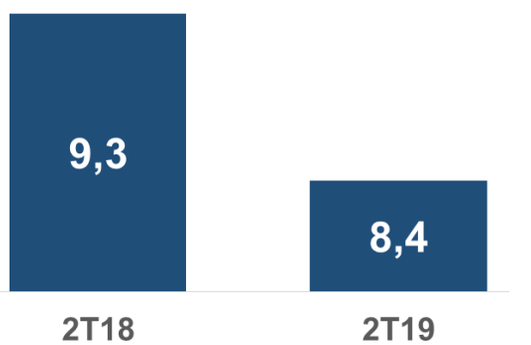
- **Alto endeudamiento provoca suspensión de pagos**: Como reflejo de los altos niveles de apalancamiento y con el objetivo de mejorar su posición de liquidez, Avianca Holdings decidió suspender unilateralmente sus pagos de arrendamiento operativo de aeronaves y los pagos de amortización de deuda. Esta situación refleja las dificultades financieras por las cuales está atravesando la compañía, las cuales se suman a un débil desempeño operacional, generando un panorama aún más complejo. De esta manera, consideramos fundamental que los tenedores de bonos acepten la oferta realizada por Avianca, lo cual reduciría las presiones de liquidez sobre la compañía en el corto plazo, dando mayor tiempo para que el "Plan Estratégico Avianca 2021" empiece a rendir sus frutos, logre mejorar el flujo de caja operacional y reducir el nivel de endeudamiento.

- **La aerolínea pone su fe en el "Plan Avianca 2021"**: Teniendo en cuenta las dificultades financieras por las cuales se encuentra pasando la compañía, Avianca Holdings decidió implementar el "Plan Avianca 2021", el cual busca mejorar la eficiencia operativa, fortalecer la posición financiera y de liquidez, y mejorar los resultados operacionales. Teniendo en cuenta que la estrategia se enfocará más en la rentabilidad que en el crecimiento de la compañía, buscando optimizar la flota de la aerolínea, esta planea vender 24 aeronaves (10 Embraer E190, 10 Airbus A318 y 4 Airbus A320). Asimismo, se seguirá realizando una evaluación continua de las rutas para enfocarse en las más rentables.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**1.900**
Recomendación	**Subponderar**
Market Cap (BN)	1,49
Ultimo Precio	1.500
YTD (%)	-1,5%

Comportamiento del Yield



Resumen resultados financieros

Avianca					
Cifras en USD MM	2T18	1T19	2T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	1.199	1.151	1.116	-7%	-3%
EBITDAR	164	170	52	-69%	-70%
Utilidad Neta	-36	-68	-408	-	-
Margen Neto	-3,0%	-5,9%	-36,6%	-	-
Margen EBITDAR	13,7%	14,7%	4,6%	-906 pbs	-1012 pbs

Juan Felipe Dluyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

GRUPO ARGOS

Sigue moviendo sus fichas

Regresar

Grupo Argos | Entrega de Notas 2T19

Sigue moviendo sus fichas

Grupo Argos presentó resultados financieros mixtos en el 2T19. Destacamos el débil desempeño observado en los resultados financieros separados, con contracciones importantes en los ingresos (-2,3% A/A), el EBITDA (-6,2% A/A) y la utilidad neta (-16,1% A/A), impactados en gran medida por el negocio de energía, el cual se vio afectado por los mayores gastos financieros relacionados con la adquisición de Enertolima. Por el lado de los estados financieros consolidados, resaltamos que a pesar del aporte positivo del negocio de cemento y de energía a los ingresos, la utilidad neta también se vio impactada por el efecto desfavorable de la compra de los activos en Tolima sobre la ganancia de Celsia. No obstante, consideramos que las recientes transacciones de las compañías que componen la Holding van hacia el lugar correcto, buscando inversiones estratégicas para cada negocio y reducir apalancamiento.

Hechos relevantes

- **Mayores gastos financieros por Enertolima impacta resultados separados:** Los ingresos separados presentaron una contracción de 2,3% A/A, explicado principalmente por un retroceso en el método de participación (-4,9% A/A), el cual estuvo impactado por mayores gastos financieros relacionados con la deuda adicional destinada para la adquisición de Enertolima en el negocio de energía. Sin embargo, esperamos que con la consolidación completa de dicha operación en los próximos trimestres (en el 2T19 solo se registró durante 1 mes), el efecto negativo de los gastos financieros sea mucho menor. De esta manera, consideramos positiva dicha adquisición, ya que el mayor peso del segmento de distribución es favorable desde un punto de vista de diversificación estratégica y de la estabilidad del flujo de caja. Por otro lado, **resaltamos el débil comportamiento del EBITDA y la utilidad neta, los cuales mostraron una contracción de 6,2% y 16,1% A/A respectivamente**, a pesar de una reducción importante en los gastos de administración (-12,3% A/A) y de menores gastos financieros gracias a la reducción del stock de la deuda y menores costos de endeudamiento.

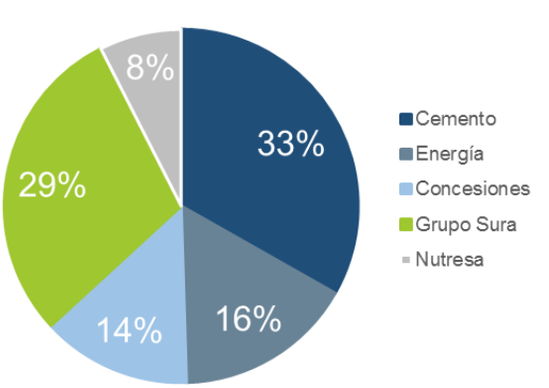
- **Resultados consolidados mixtos**: Los ingresos y el EBITDA consolidado registraron un incremento del 6,7% y 8,8% A/A respectivamente, favorecidos por el aporte positivo del negocio de cemento y energía, y a pesar del débil desempeño del portafolio, el negocio de carbón y el de concesiones. No obstante, resaltamos que tanto el margen neto consolidado como el de la controladora registraron un retroceso, impactados por el negocio de energía, cuya utilidad se vio afectada por los mayores gastos financieros relacionados con la adquisición de Enertolima.

- **Grupo Argos sigue moviendo sus fichas**: Tanto la Holding como las compañías que pertenecen a ella siguen muy activas en cuento a transacciones de compra y venta, cambios en la estructura de capital e inversiones en negocios estratégicos. Esto ha permitido a Celsia alcanzar una mayor diversificación y la estabilidad en su flujo de caja, fortaleciendo el segmento de distribución. Así mismo, Cementos Argos y Celsia se encuentran en un proceso de desapalancamiento con la venta de activos no estratégicos por parte de la primera y de ZFC en el segundo caso.

GRUPO ARGOS

Precio objetivo	**21.800**
Recomendación	**Sobreponderar**
Market Cap (BN)	12,7
Ultimo Precio	15.400
YTD (%)	-4%

Grafica 1. Portafolio de Inversiones



Resumen resultados financieros

Grupo Argos Consolidado					
COP millones	**2T18**	**1T19**	**2T19**	**Var % A/A**	**Var % T/T**
Ingresos	3.617	3.721	3.861	6,7%	4%
EBITDA	891	998	1.053	18,1%	5%
Ut. Neta Controladora	119	144	121	1%	-16%
Margen EBITDA	24,6%	26,8%	27,3%	264 pbs	45 pbs
Margen Neto	3,3%	3,9%	3,1%	-17 pbs	-75 pbs

Juan Felipe Dluyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Suramericana presiona y SUAM jalona

Grupo Sura | Entrega de Notas 2T19
Suramericana presiona y SUAM jalona

Grupo Sura publicó resultados financieros mixtos. Destacamos la fortaleza de los ingresos operacionales (+14,1% A/A y +8,2% T/T) jalonados por mayores primas retenidas y el relevante aumento en ingresos por comisiones y prestación de servicios. Igualmente los ingresos por método de participación de asociadas por COP 332 mil MM, representaron un aporte importante. Sin embargo, a nivel individual Suramericana registró una fuerte contracción en su utilidad neta (-65,1% A/A), presionada principalmente por aspectos puntuales en los segmentos de Vida, Generales, mientras Salud fue impactado por un escenario adverso del sistema de salud colombiano. En contraste, SUAM mostró una mayor fortaleza en sus resultados del trimestre, sobresaliendo el fuerte aumento del ingreso por encaje, ubicado en COP 122.224 MM en medio de la dinámica anual de los mercados de capitales. Finalmente, esperamos que los resultados del negocio asegurador continúen limitados.

Hechos relevantes

- **Grupo Sura saca pecho con sus ingresos:** A nivel consolidado, resaltamos la dinámica saludable de los ingresos operacionales, principalmente explicada en: i) la positiva evolución en primas retenidas; ii) buen comportamiento de ingresos por comisiones (+11,5% A/A) y prestación de servicios (+19,7% A/A); y iii) el desempeño de los ingresos por método de participación de asociadas (+34,6% A/A), jalonados principalmente por el aporte de Bancolombia en línea con la recuperación que evidencia el sector bancario colombiano en lo corrido de 2019.

- **No obstante, Suramericana se debilita:** La utilidad neta del negocio de seguros se contrajo 65,1% A/A, en medio de afectaciones que resaltamos no son comparables anualmente en el segmento de Vida, como mayores gastos generados por el gravamen de IVA a las comisiones, tras la Ley de Financiamiento; y en Generales, dado el gasto generado por el ajuste por inflación en Argentina, realizado desde oct.18. Por su parte, los resultados del negocio de salud se vieron impactados por un aumento en el nivel de costos por prestación de servicios (+28,1% A/A) ante el crecimiento de clientes de la EPS que a junio de 2019 son 3,4 MM de personas.

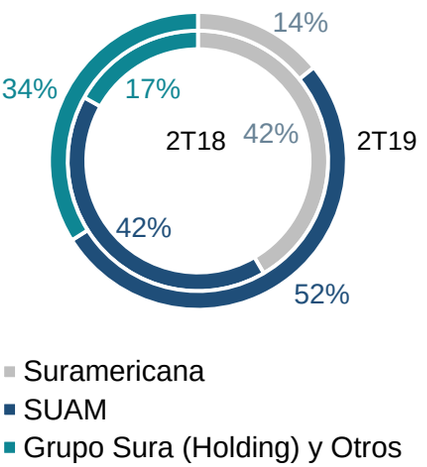
- **Mientras SUAM muestra buena pinta:** Resaltamos el positivo desempeño del negocio de pensiones, con un EBITDA de COP 391.547 MM (+45,0% A/A) y un resultado neto de COP 202,5 mil MM (+16,7% A/A), favorecidos mayormente por: i) avance moderado de los ingresos por comisiones y honorarios (+2,5% A/A), no obstante la reducción de *fees* en la industria de pensiones en Perú, Uruguay y México; ii) el significativo crecimiento anual del ingreso por encaje (+COP 83.743 MM) soportado en la buena dinámica de los mercados de capitales durante el 1S19, y cuya rentabilidad en lo corrido del año se ubicó en 8% (+7 p.p. A/A); y iii) el aumento de los ingresos por método de participación de 18,9% A/A.

- **Consideraciones finales**: El *management* afirmó buscar por medio de mayores eficiencias sopesar las afectaciones que describimos a los resultados de Suramericana, dado que continuarán presionando su dinámica en lo que resta de 2019.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**41.700**
Recomendación	**Sobreponderar**
Market Cap (BN)	18,5
Ultimo Precio	32.220
YTD (%)	0,3%

Gráfica 1. Cambio de participación por línea de negocio en U. Neta



Resumen resultados financieros

Grupo Sura					
Cifras en COP miles de MM	**2T18**	**1T19**	**2T19**	**Var % A/A**	**Var % T/T**
Primas retenidas (netas)	2.581	2.481	2.850	10,5%	14,9%
Ingresos operacionales	4.791	5.051	5.467	14,1%	8,2%
Siniestros retenidos	-1.486	-1.512	-1.648	10,9%	8,9%
Ganancia Neta Controladora	326	500	347	6,4%	-30,7%
Margen Neto (Controladora)	6,8%	9,9%	6,3%	-46 pbs	-356 pbs

Juan Felipe D'luyz
Analista de Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Corficolombiana

Hechos relevantes

- **Margen bruto del sector real se ubicó en COP 1.046 mil MM:** Dicha cifra, significó un aumento del 61,9% A/A, en medio del crecimiento de los ingresos operacionales del sector real (+46,2% A/A) y un crecimiento proporcionalmente menor del costo de ventas y prestación de servicios (+33,5% A/A).

- **EBITDA, 57,4% mayor frente al 2T18**: En línea con el crecimiento de los ingresos operacionales, el EBITDA del periodo analizado se ubicó en COP 918.8 mil MM. No obstante, en términos trimestrales el indicador disminuye en medio de un importante aumento de los gastos administrativos.

- **Negocio de energía y gas:** Margen bruto de operación del sector registró un decrecimiento anual de 1,4% frente al 2T18, ante una reducción del 28,8% del ingreso por activo financiero. No obstante, la utilidad neta aumentó 14,8%, favorecida por una menor carga tributaria (-73,8% A/A).

- **Infraestructura:** Significativo crecimiento del margen bruto del sector, en medio del avance en construcción de proyectos 4G, que ya firmaron acta de inicio de obra (Coviandina, Covipacífico y Covioriente) el EBITDA aumentó anualmente 177,7%, y el resultado neto del trimestre se ubicó en COP 267.814 MM.

Gráfico 1. Ingresos por intereses vs ROAE (Eje derecho)

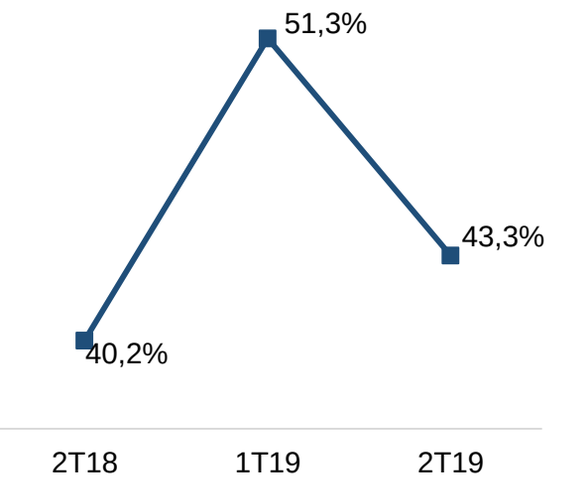
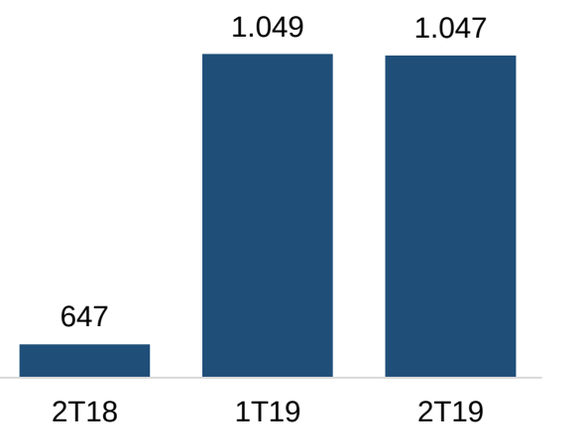


Gráfico 2. Margen Bruto Sector real
Cifras en COP MM



Resumen resultados financieros

Corficolombiana					
Cifras en COP MM	**2T18**	**1T19**	**2T19**	**Var % T/T**	**Var % A/A**
Ingreso Operacional Sector Real	1.451.098	1.948.666	2.120.822	8,8%	46,2%
Costo de Ventas y Prestacion de Servicios	804.590	899.832	1.073.857	19%	33%
Margen Bruto del Sector Real	646.508	1.048.834	1.046.965	-0,2%	61,9%
EBITDA	583.642	998.746	918.838	-8,0%	57,4%
Utilidad Neta Controlante	165.609	422.226	364.721	-13,6%	120,2%
Margen EBITDA	40,2%	51,3%	43,3%	-793 pbs	310 pbs
Margen neto	11,4%	21,7%	17,2%	-447 pbs	578 pbs

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Márgenes operacionales retroceden

Terpel | Entrega de Notas 2T19

Márgenes operacionales retroceden

Terpel publicó resultados financieros NEGATIVOS. Resaltamos el buen comportamiento del volumen de ventas anual, jalonado mayormente a nivel geográfico por Colombia (+5,5%) y Panamá (+13,0%), operación favorecida por un mayor consumo de las industrias petrolera y minera y una mayor maduración de las estaciones de servicio, que benefició los ingresos consolidados para el trimestre. No obstante lo anterior, los márgenes EBITDA y neto presentaron retrocesos, tanto a nivel anual como trimestral. Dichos decrecimientos, explicados principalmente por un negativo aporte del decalaje a nivel local que se ubicó -COP 2.738 mil MM, el impacto de la adopción de NIIF 16 en Panamá y un incremento en el gasto de amortización de activos intangibles, relacionado con la adquisición de activos a Exxon Mobil. En medio de una menor dinámica operacional, el nivel de apalancamiento (Deuda / EBITDA) se ubicó en 3,5 veces, ligeramente por encima del nivel requerido por la calificadora Fitch para el presente año (3,5x).

Hechos relevantes

- **Colombia y Panamá jalonan volúmenes:** Por el lado positivo, resaltamos la buena dinámica para el 2T19 del volumen de ventas anual (+2,7% A/A y +2,5% T/T), jalonado mayormente por el desempeño a nivel local, donde el volumen comercializado aumentó 5,5%, y en Panamá (+13,0%). Este último, impulsado principalmente por el negocio de Industria, dada la reactivación de la demanda de los sectores petrolero y minero, y por una mayor maduración de las estaciones de servicio. En ese sentido, los ingresos de Terpel para el trimestre analizado registraron un aumento de COP 755 mil MM y la utilidad bruta avanzó 1,4%, limitada en gran medida por un fuerte repunte en los costos de distribución (+22,3%).

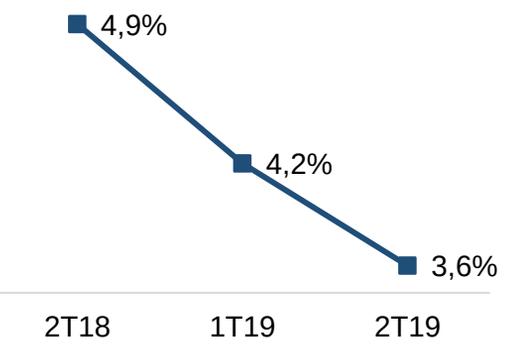
- **Decalaje, NIIF 16 y gastos de transacción con Exxon Mobil impactan márgenes:** El EBITDA consolidado registró un comportamiento negativo, y su margen se ubicó en 3,6% (-126 pbs A/A) presionado en gran medida por el decalaje en Colombia, en medio de un decrecimiento en los precios del combustible JET, el cual pasó de aproximadamente COP 37.900 mil MM en el 2T18 a -COP 2.738 mil MM para el 2T19. Al excluir dicha afectación, el EBITDA registra un aumento del 3,9% A/A. Por su parte, el margen neto de Terpel evidenció una dinámica estable, limitado por el impacto de la adopción de NIIF 16, adoptada desde este trimestre en Panamá, y un mayor gasto de amortización de activos intangibles adquiridos en la operación con Exxon Mobil, de cerca de COP 19.498 MM.

- **Consideraciones finales**: Por último, resaltamos los siguientes aspectos: i) Tras obtener los permisos para suministrar combustible en 5 aeropuertos en Panamá el pasado mes de abril, Terpel dio inició a la comercialización en junio, fortaleciendo su posición como aliado de la industria aeronáutica en Centro América y ii) Ante la menor dinámica operacional en el 2T19, el nivel de apalancamiento (Deuda / EBITDA) aumentó, al pasar de 3,41 x en el 1T19 a 3,55 x (excluyendo efecto de NIIF 16), y se ubicó levemente por encima del nivel requerido por la calificadora Fitch para 2019 (3,5 x).

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**NA**
Recomendación	**NA**
Market Cap (BN)	1,9
Ultimo Precio	11.000
YTD (%)	14,6%

Gráfica 1. Evolución Margen EBITDA Terpel



Resumen resultados financieros

Terpel					
COP miles de MM	**2T18**	**1T19**	**2T19**	**Var % A/A**	**Var % T/T**
Volumen (MM Gln)	682,3	696,7	714,1	4,7%	2,5%
Ingresos	4.631	5.098	5.386	16,3%	5,6%
EBITDA*	226,9	213	196,2	-13,6%	-7,8%
Utilidad Neta	63,5	58,0	29,6	-53,3%	-48,9%
Margen EBITDA	4,9%	4,2%	3,6%	-126 pbs	-53 pbs
Margen Neto	1,4%	1,1%	0,6%	-82 pbs	-59 pbs

**Excluyendo impacto NIIF 16*

Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Fuente: Informe de resultados compañía. Cálculos Casa de Bolsa SCB

Operación local estaría cerca de normalizarse

Mineros | Entrega de Notas 2T19

Operación local estaría cerca de normalizarse

Mineros publicó resultados financieros mixtos. Resaltamos la disminución trimestral de la producción (-2,5%), presionada por la débil operación local y pese al positivo desempeño en Nicaragua (+12,3%). De esta manera, y en medio de una buena dinámica del precio del oro, los ingresos consolidados presentaron un leve aumento trimestral de 0,9% y el EBITDA de 1,9%, con un margen estable ubicado en 31,5%. No obstante, el resultado neto presentó una contracción relevante (-41,1% A/A y -46,6% T/T) afectado por el fuerte aumento del rubro de otros gastos y de gastos financieros (+19.146 MM T/T), estos últimos relacionados con la adquisición de Gualcamayo. Finalmente, de acuerdo a lo mencionado por el *management,* resaltamos que dados los avances con la ANLA en pocos días se obtendrían los permisos ambientales pendientes para normalizar la operación local; y que Mineros continuará en búsqueda de un mayor crecimiento, que significaría un mayor CAPEX y puede que disminuya dividendos y generación de caja.

Hechos relevantes

- **Nicaragua y Argentina sacan pecho:** No obstante la producción se contrajo 2,5% T/T, principalmente por su afectación en Colombia donde los permisos ambientales siguen pendientes, destacamos su positiva dinámica en Nicaragua (+12,3% T/T y +11,0% A/A) y el aporte de Argentina, cuya participación en el mix permaneció estable (Gráfica 1). En ese sentido, resaltamos que en lo corrido del año, la producción, cuyo rango meta para 2019 es de 280.000 - 300.000 Oz AuEq, ha incrementado 41,1% A/A (-5,9% excluyendo Argentina) y se ubica en 142 mil Oz AuEq. Por su parte, el *cash cost* del trimestre registró una variación de 1,6% T/T, explicado mayormente por el rezago en la producción en Colombia.

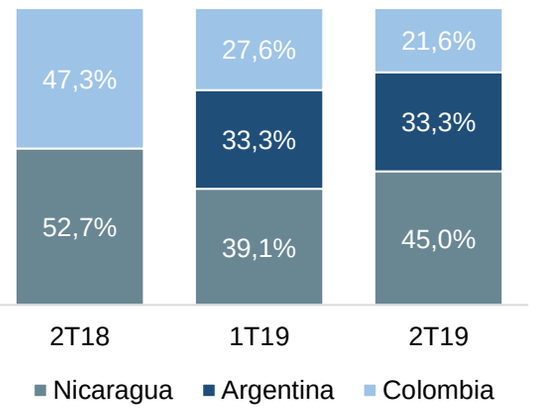
- **EBITDA crece mientras gastos financieros presionan la utilidad:** En medio del buen desempeño del precio del oro en pesos colombianos, los ingresos registraron una dinámica neutral, limitados por el débil comportamiento en Colombia (-33,3% A/A y -20,5% T/T). No obstante, frente al 2T18 crecieron 45,3%, evidenciando la considerable contribución de la nueva operación argentina cuyos ingresos aumentaron COP 18,2 mil MM T/T. De esta manera, el margen EBITDA se mantuvo estable frente al 1T19 (+47,3 A/A) pero la utilidad neta se vio presionada por el incremento de COP 11.844 MM T/T en el rubro de otros gastos y el significativo repunte de gastos financieros, asociados a la adquisición de Gualcamayo.

- **Consideraciones finales:** Destacamos la obtención de la certificación de R&R, actualizada a diciembre de 2018, las cuales llegaron a 7.688 koz. Por su parte, de acuerdo a lo mencionado en la llamada de conferencia, resaltamos los siguiente: i) La operación en Colombia se normalizaría en el corto plazo, dado que sería cuestión de días la obtención de los permisos ambientales pendientes con la ANLA. ii) Esperan continuar avanzando respecto al estudio de factibilidad de Porvenir, proyecto que de hacerse realidad significaría un CAPEX cercano a USD 100 MM. iii) Continua el proceso de preparación para el ingreso una Bolsa Extranjera (NYSX o TSX), el cual esta sujeto a la aprobación de la asamblea de accionistas.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**NA**
Recomendación	**NA**
Market Cap (BN)	0,8
Ultimo Precio	3.090
YTD (%)	51,1%

Gráfica 1. Mix de producción Mineros



Resumen resultados financieros

Mineros					
Cifras en COP MM	**2T18**	**1T19**	**2T19**	**Var % A/A**	**Var % T/T**
Ingresos	205.304	295.558	298.209	45,3%	0,9%
EBITDA	63.811	92.270	94.007	47,3%	1,9%
Utilidad Neta	19.504	21.531	11.494	-41,1%	-46,6%
Margen EBITDA	31,1%	31,2%	31,5%	44 pbs	30 pbs
Margen Neto	9,5%	7,3%	3,9%	-565 pbs	-343 pbs
Producción (Oz AuEq)	54.007	58.632	70.176	29,9%	19,7%

Juan Felipe D'luyz
Analista de Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Estrategia comercial agresiva afecta márgenes

ETB | Entrega de Notas 2T19

Estrategia comercial agresiva afecta márgenes

ETB publicó débiles resultados financieros. No obstante el repunte trimestral de los ingresos operacionales para el 2T19 (+4,9%), jalonados principalmente por el servicio de corporativos, a nivel anual nuevamente evidenciaron un estancamiento (+0,2%), presionados durante el trimestre analizado por la débil dinámica de móviles (-29,6%). Lo anterior, en medio de una relevante contracción de la planta de clientes de 12,6% A/A, impactada por el servicio de móviles, el cual ha evidenciado en lo corrido de 2019 una mayor competencia. De esta manera, y en línea con lo mencionado por el *management* en el 1T19, resaltamos el alto nivel de costos y gastos, el cual redujo el EBITDA (-11,1% T/T y -20,9% A/A) y el resultado neto de la compañía para el 2T19, no obstante, este último se vio favorecido por un considerable aporte a nivel de impuestos (+COP 19.624 MM). Sin embargo, resaltamos que dicho incremento del OPEX se ve fundamentado en una mayor agresividad comercial para logar dinamizar los ingresos.

Hechos relevantes

- **Ambiente competitivo en móviles presiona planta:** Frente al 2T18 la planta de clientes se contrajo 12,6%, en gran medida por móviles (puntualmente prepago), servicios cuya dinámica se ha visto altamente presionada por una mayor agresividad de los competidores del sector en lo corrido de 2019. No obstante, resaltamos que tras presentar un comportamiento negativo durante tres trimestres consecutivos, la planta creció 1,6% T/T jalonada principalmente por el servicio de Fibra Óptica, cuyo peso dentro del mix pasó a ser 38%.

- **Ingresos operacionales permanecen estables:** Por su parte, pese a un repunte trimestral de los ingresos operacionales, soportados principalmente en un buen desempeño del servicio de corporativos (+COP 17,8 mil MM), en términos anuales resaltamos que continúan evidenciando un estancamiento, durante el 2T19 limitados en gran medida por un mal desempeño de móviles (-29,6%).

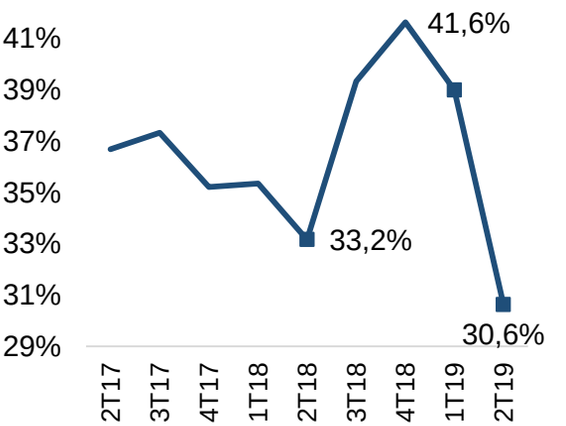
- **Mayor agresividad comercial afecta márgenes:** En línea con el punto anterior, y en medio de una disminución de ingresos no operacionales (-66,6% A/A y -65,1% T/T), el considerable incremento de los gastos comerciales (+26,0% A/A y +60,3% T/T), estrategia optada por ETB para aumentar el nivel de ingresos, limitó el desempeño del margen EBITDA y neto, los cuales se ubicaron en 30,6% y 5,9% respectivamente. Respecto al resultado neto, el cual se ve favorecido de manera importante a nivel de impuestos en el 2T19, resaltamos que su comparación anual se ve afectada por un efecto base negativo, dada la reversión del pleito arbitral con Telefónica llevada a cabo en el mismo trimestre de 2018.

- **Consideraciones finales**: Por último, vale la pena mencionar lo siguiente: i) Dado un ratio CAPEX / Ingresos operacionales del 14% en el 1S19 (cuyo *guidance* es del 22% para 2019) la compañía ya habría ejecutado más de la mitad del CAPEX previsto para el año; ii) Con base en lo mencionado por la administración, el nivel de OPEX continuaría una dinámica creciente en el 2S19, dado un mayor esfuerzo comercial de la compañía, por lo que el EBITDA y utilidad neta continuarían limitados durante el resto del año.

Información especie
Cifras en COP

Precio objetivo	**380**
Recomendación	**Subponderar**
Market Cap (BN)	0,8
Ultimo Precio	250
YTD (%)	-1,3%

Gráfica 1. Evolución Margen EBITDA



Resumen resultados financieros

ETB					
Cifras en COP miles de MM	**2T18**	**1T19**	**2T19**	**Var % A/A**	**Var % T/T**
Ingresos Operacionales	348,1	332,6	348,7	0,2%	4,9%
Costos y gastos totales	247,3	215,8	247,0	-0,1%	14,5%
EBITDA	122,7	137,9	109,1	-11,1%	-20,9%
Utilidad o Pérdida Neta	84,0	1,2	20,5	-75,6%	1623,7%
Margen EBITDA	33,2%	39,0%	30,6%	-253 pbs	-836 pbs
Margen Neto	24,1%	0,4%	5,9%	-1824 pbs	552 pbs

Juan Felipe D'luyz
Analista de Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Dividend Yield saca pecho

PEI | Entrega de Notas 1S19
Dividend Yield saca pecho

El PEI presentó resultados financieros NEUTRALES en el 1S19. En medio de un entorno retador para el sector, el cual continúa con niveles de inventarios altos y vacancia de doble dígito, el PEI sigue mostrando indicadores saludables en comparación a los observados en el mercado. Sin embargo, este trimestre la vacancia del vehículo se vio impactada por la terminación de algunos contratos, la finalización del flujo preferente en ciertos activos y la entrada en Ley 1116 de Redetrans y Sanchez Polo. Los activos corporativos y los especializados fueron los que registraron el mayor incremento en la vacancia. No obstante, resaltamos un relevante incremento en los ingresos y el EBITDA, los cuales se vieron beneficiados por la incorporación de nuevos inmuebles al portafolio y la estabilización de algunos activos. Asimismo, resaltamos una mejora relevante en el Dividend Yield, el cual pasó de 4,79% en el 1S18 a 5,4% en el 1S19, favorecido por el menor apalancamiento y mejores tasas de financiamiento, luego del pago de deuda con los recursos obtenidos en la emisión de títulos del tramo XI.

Hechos relevantes

- **Vacancia se deteriora, aunque continúa en niveles favorables frente al mercado:** La vacancia presentó un deterioro relevante en el 2T19, especialmente la vacancia económica, la cual pasó de 3,5% en 2T18 a 5,4% en 2T19. Esta se vio impactada por la terminación de algunos contratos de arrendamiento como el de Itaú en la calle 26, la finalización del periodo de flujo preferente (CityU) y por los activos afectados por las compañías que entraron en Ley 1116 (Redetrans y Sanchez Polo). Sin embargo, destacamos que la vacancia del PEI continúa muy por debajo de la observada en el mercado, reflejo de los esfuerzos acertados en medio de una coyuntura que sigue con altos niveles de inventario. Estaremos monitoreando en los próximos trimestres la capacidad del PEI para normalizar los activos que actualmente se encuentran vacantes.

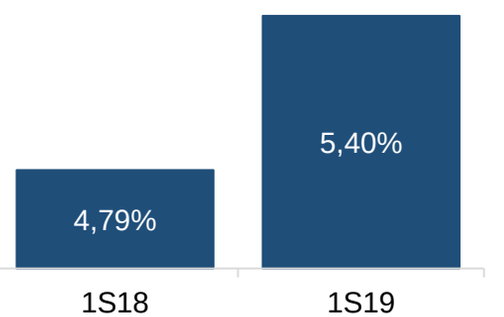
- **Menor endeudamiento favorece rendimiento del título:** Los ingresos del PEI registraron un crecimiento relevante durante el trimestre, con una variación positiva del 31% A/A. Estos estuvieron impulsados por las nuevas adquisiciones y la estabilización de activos. A pesar de que el margen EBITDA presentó un leve deterioro (-100 pbs A/A), el rendimiento por título registró un repunte significativo (+45% A/A), favorecido por un menor apalancamiento luego del pago de deuda con los recursos conseguidos en la emisión XI de títulos participativos y mejores tasas de financiamiento. De esta manera, resaltamos un incremento relevante en el Dividend Yield, el cual pasó de 4,79% en el 1S18 a 5,4% en el 2S19. De esta manera, la rentabilidad total del título alcanzó 9,69% en los corrido del año (51% por flujo y 49% por valorización de la unidad).

- **Salud, la nueva apuesta**: El PEI anunció la incorporación al portafolio del Centro Médico Sanitas Tequendama, lo cual es un reflejo de los esfuerzos del vehículo por incursionar en otros sectores y mejorar su diversificación por tipo de activo. De esta manera, inicia la apuesta por el Sector Salud con la entrada de este activo al portafolio bajo el modelo de BTS.

Información especie
Cifras en COP

AUM (COP BN)	5,8
GLA (m2)	970.000
Vacancia económica	5,4%
Rentabilidad (% YTD)	9,69%

Dividend Yield



Resumen resultados financieros

PEI			
COP Miles de MM	1S18	1S19	Var % A/A
Ingresos	185	243	31,4%
NOI	136	173	27,2%
EBITDA	107	138	29,0%
Dividend Yield	4,79%	5,40%	61 pbs
Margen NOI	74%	71%	-232 pbs
Margen EBITDA	58%	57%	-105 pbs

Juan Felipe Dluyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

TIN se estrena en temporada de resultados

TIN | Entrega de Notas 1S19

TIN se estrena en temporada de resultados

TIN publicó sus primeros resultados financieros semestrales del 1S19, para los cuales aún no hay base comparativa. Luego de la primera emisión de títulos inmobiliarios por parte del TIN en octubre del 2018 por COP 162.750 millones, la compañía dio a conocer que la ocupación actual del portafolio es del 100%, lo cual permitió que la rentabilidad de los flujos de caja distribuibles se ubicara en 6,69% EA, que sumado al rendimiento por valorización (0,89% E.A), permitió que el portafolio alcanzara una rentabilidad total del 7,64% EA. El vehículo anunció que piensa realizar la emisión del segundo tramo en el cuarto trimestre del 2019, con un monto estimado entre COP 150.000-200.000 millones. Consideramos que la adquisición de nuevos activos debe contribuir a una mayor diversificación del portafolio, principalmente *por arrendatario*, y *por sector económico*, los cuales se encuentran muy concentrados.

Hechos relevantes

29 de agosto de 2019

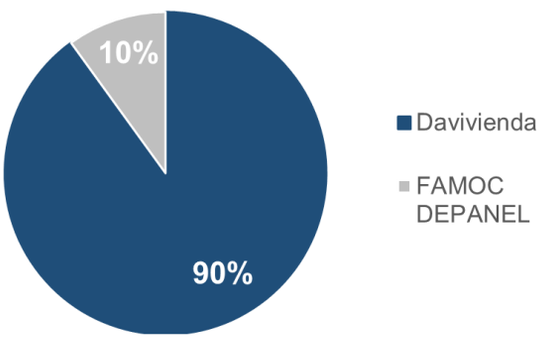
- **Un vehículo sin vacancia:** El TIN alcanzó COP 180.615 millones en activos administrados con corte al 1S19, finalizando su primer semestre completo en operación luego de la emisión de títulos en octubre del 2018 por COP 162.750 millones. Resaltamos que la ocupación actual del portafolio es del 100%, lo cual consideramos positivo, pues tiene un impacto favorable sobre la rentabilidad de los inversionistas y demuestra que las estrategias implementadas por el vehículo han sido acertadas, pues una vacancia nula se encuentra mejor al de sus comparables y más teniendo en cuenta el entorno desfavorable del sector donde aún persisten altos niveles de inventario. No obstante, es importante mencionar que el tamaño del vehículo es menor que el de sus pares, por lo cual esperaríamos que en la medida en que este aumente el número de activos administrados, el porcentaje de ocupación del portafolio tienda a disminuir.

- **Diversificación limitada**: Destacamos que la diversificación del vehículo sigue siendo limitada, especialmente *por arrendatario* y *por sector económico*. Aunque entendemos que es un vehículo nuevo y en crecimiento, consideramos fundamental que la compra de activos favorezca la mitigación de riesgos por medio de una mayor diversificación geográfica, por tipo de inmueble, arrendatario y sector económico. De esta manera, apoyamos los esfuerzos del vehículo encaminados a reducir la concentración actual en su principal arrendatario y sector económico (Davivienda y Sector Financiero, con 90% de los ingresos), con la compra del Portafolio Arroba Inversiones y en de una Entidad Bancaria Internacional. Con estas transacciones, la participación de Davivienda pasaría de tener un peso del 90% a 72% en el total del portafolio, hecho que consideramos vital, más aún teniendo en cuenta la tendencia decreciente en el número de oficinas para entidades bancarias por la mayor participación de canales digitales.

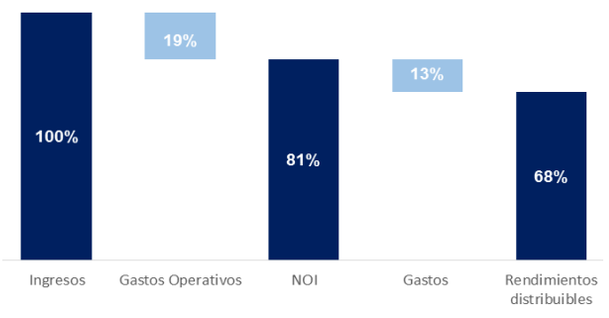
- **Estados financieros sin base comparativa**: Dado que este es el primer semestre completo de operación del TIN, los resultados financieros aún no cuentan con una base comparable para realizar el análisis de resultados adecuado. A partir del segundo semestre, empezaremos a monitorear con más detalle la evolución de los principales indicadores del vehículo.

Activos Adm. (COP MM)	180.615
Rentabilidad	7,64%
Vacancia	0%
GLA (m2)	21.536
Tiempo de contratos	7,94 años

Concentración del Portafolio por arrendatario



Resumen resultados financieros



Juan Felipe Dluyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta Variable

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA