

Resumen Resultados Corporativos 3T19

4 de diciembre de 2019

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Un trimestre con buena salud financiera

Resumen de Resultados Corporativos 3T19

En general, las compañías del Colcap presentaron resultados financieros saludables, donde predominó el terreno Neutral (43% de las empresas) y el Positivo (39% de las firmas), mientras que de los resultados analizados, tan solo el 17% de las compañías fueron Negativos. De esta manera, se pudo evidenciar la recuperación gradual de la economía colombiana en la dinámica operacional de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Como reflejo de lo anterior, resaltamos que el 67% de las compañías registraron un incremento en el EBITDA, mientras el 56% lo hicieron en la utilidad neta.

En el 3T19, destacamos la recuperación del **Sector del Consumo**, el cual viene jalonando el crecimiento económico en Colombia y se ha visto reflejado en mayores volúmenes de ventas tanto para Almacenes Éxito como para Nutresa. De igual manera, se sigue evidenciando el buen desempeño del **Sector Financiero**, con una mejora en el crecimiento y la calidad de la cartera, donde una menor presión por parte de las provisiones han permitido una expansión de la utilidad neta y el ROE en lo corrido del año. Por el lado del **Sector de Servicios Públicos**, este presentó resultados financieros Neutrales, favorecidos por la entrada en operación de nuevos proyectos, la fortaleza del dólar y su robusto plan de inversiones. Mientras tanto, el **Sector Petrolero y Minero** se vio favorecido por la devaluación del peso colombiano, la mayor producción de oro y el reciente crecimiento inorgánico en el continente, el cual busca traducirse en mayores reservas y producción.

Por otro lado, destacamos que los resultados del **Sector Cementero** se siguen viendo opacados por el débil desempeño de la operación en Centroamérica y los altos costos de energía, a pesar de la recuperación de los volúmenes y precios de cemento en Colombia. Por último, resaltamos que el **Sector Aeronáutico** se sigue viendo impactado por precios del petróleo que permanecen estables, mientras el dólar sigue presionando los Yields.

Calificación de Resultados 3T19

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

POSITIVOS



NEUTRALES



NEGATIVOS



Un trimestre con buena salud financiera

Resumen de Resultados Corporativos 3T19

Resumen de resultados 3T19 (CdB)

COP miles de millones

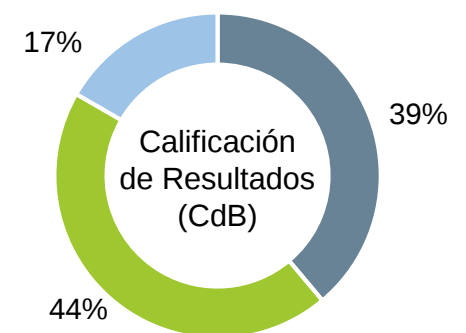
	Ingresos					EBITDA					Utilidad Neta Controladora				
	3T18	2T19	3T19	Var % T/T	Var % A/A	3T18	2T19	3T19	Var % T/T	Var % A/A	3T18	2T19	3T19	Var % T/T	Var % A/A
Bancolombia*	3.966	4.427	4.353	-1,7%	9,8%	799	1.287	1.200	-6,8%	50,2%	543	936	778	-16,9%	43,3%
Celsia	852	913	984	7,8%	15,6%	259	287	321	11,6%	23,5%	46	16	58	266,7%	26,5%
Grupo Sura	4.878	5.467	5.678	3,9%	16,4%	NA					357	347	477	37,5%	33,6%
PEI****	90		114	-	27,8%	67		84	-	26,9%	53		94	-	77,4%
Canacol**	59.133	49.928	63.646	27,5%	7,6%	36.006	37.008	46.037	24,4%	27,9%	12.138	1.878	663	-64,7%	-94,5%
Mineros	184	296	355	20,0%	92,3%	57	92	127	37,6%	122,3%	20	22	65	200,5%	227,3%
Terpel	4.993	5.386	5.923	10,0%	18,6%	204	196	257	31,2%	26,3%	58	29,6	89,1	201,0%	53,6%
Ecopetrol	17.876	18.309	18.014	-1,6%	0,8%	7.997	8.307	8.270	-0,4%	3,4%	2.775	3.487	3.011	-13,7%	8,5%
Nutresa	2.283	2.401	2.554	6,4%	11,9%	301	291	307	5,5%	2,0%	141	106	131	23,6%	-7,1%
Davivienda*	2.320	2.611	2.717	4,1%	17,1%	434	451	464	2,9%	6,9%	289	362	344	-5,0%	19,0%
Grupo Argos	3.634	3.861	5.228	35,4%	43,9%	1.018	1.053	1.413	34,2%	38,8%	266	121	301	149,8%	13,2%
ISA	1.945	2.101	1.971	-6,2%	1,3%	1.394	1.424	1.245	-12,6%	-10,7%	413	439	406	-7,5%	-1,7%
Grupo Éxito	3.525	14.465	3.624	-74,9%	2,8%	248	729	275	-62,3%	10,9%	-31	29	11	-62,1%	-
GEB ***	1.060	1.179	1.289	9,3%	21,6%	362	410	385	-6,2%	6,2%	388	558	460	-17,6%	18,6%
ETB	385	356	400	12,4%	3,9%	152	109	160	46,8%	5,3%	24	21	91	333,3%	279,2%
Avianca**	1.231	1.116	1.203	7,8%	-2,3%	213	52	192	269,2%	-9,9%	14	-408	-40	-	-
Cementos Argos	2.218	2.350	2.503	6,5%	12,8%	425	405	388	-4,2%	-8,7%	74	55	17	-69,1%	-77,0%
CLH**	276.617	248.958	244.644	-1,7%	-11,6%	61.525	45.537	45.827	0,6%	-25,5%	19.486	-4.467	-3.555	-	-

* El EBITDA fue reemplazado por la UAI.

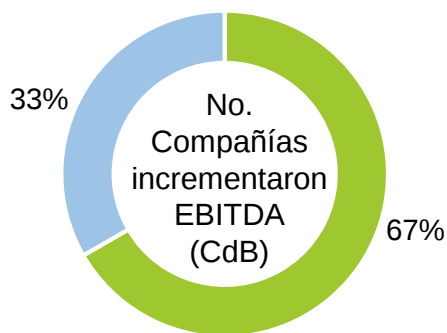
** Cifras en USD MM.

*** Utilidad Operacional en vez de EBITDA.

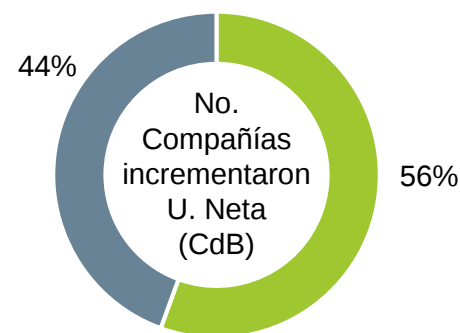
**** Utilidad neta fue reemplazada por Flujo de Caja Distribuible



■ Positivos ■ Neutrales ■ Negativos



■ Si ■ No



■ Si ■ No

Índice

(Hipervínculos)

[5. Bancolombia](#)

[7. Davivienda](#)

[9. Bogotá](#)

[11. Grupo Aval](#)

[13. Ecopetrol](#)

[15. Canacol](#)

[17. Éxito](#)

[19. Nutresa](#)

[21. Cementos Argos](#)

[23. Cemex Latam Holding](#)

[25. GEB](#)

[27. Celsia](#)

[29. Isa](#)

[31. Avianca](#)

[33. Grupo Argos](#)

[35. Grupo Sura](#)

[37. Corficolombiana](#)

[39. Terpel](#)

[41. Mineros](#)

[43. ETB](#)

[45. PEI](#)



Impresionante desempeño en consumo



Regresar

Bancolombia | Entrega de Notas 3T19

Impresionante desempeño en consumo

En el 3T19 la utilidad de Bancolombia se ubicó en 879 mil millones de pesos, 9,9% superior a nuestra expectativa. Los resultados son POSITIVOS, teniendo en cuenta la evolución que muestra la calidad de la cartera y las provisiones, a pesar de que consideramos insostenibles los crecimientos de 8,4% T/T y 31,3% A/A de la cartera de consumo. Respecto al 2T19 y 3T18, la utilidad decreció 6,2% y 61,7% respectivamente. El margen neto de intermediación de 5,5% fue 50 pbs inferior a nuestra expectativa, decreciendo 40 pbs y 30 pbs frente al 2T19 y 3T18 respectivamente. En el 3T19, la cartera de Centroamérica representó 27% del saldo de la cartera bruta y creció 6,9% T/T, explicado por el efecto de la devaluación del peso frente al dólar, efecto que impide apreciar el desempeño lateral de Panamá (15% de la cartera), que mantiene su ROAE de 10,1% en el mismo nivel de 3T18, y el mal desempeño de Guatemala (6% de la cartera), que disminuyó a 0,2% su ROAE, disminuyendo 4,4 puntos porcentuales frente al año pasado. Se observa una menor carga de provisiones (-26,7% A/A), evidenciando la expectativa de un mejor desempeño a nivel de la calidad del activo más allá de la temporalidad de la mora, mientras que se mantiene un elevado nivel de castigos, que hace disminuir en 6,8% A/A a la cartera vencida total.

Hechos destacados

• **Calidad de la cartera:** La calidad de la cartera total a 30 días en el 3T18, 2T19 y 3T19 fue 5,1%, 4,7% y 4,2% respectivamente; en el caso de la cartera de consumo, la calidad se ubicó en 5,6%, 4,9% y 4,7% respectivamente, con la cartera vencida a 90 días mostrando un comportamiento similar. Este comportamiento, especialmente el de la cartera de consumo es sobresaliente.

• **Cartera de consumo:** Habiendo destacado la mejora en la calidad de la cartera tanto a nivel de morosidad como a nivel de la provisión (en línea con nuestras expectativas), sustentamos nuestra opinión respecto a la insostenibilidad del crecimiento de la cartera de consumo, teniendo en cuenta el hecho de que se han soportado en la base de clientes interna, haber llegado a un 19% de participación de mercado en Colombia, y el hecho de que dentro del crecimiento total trimestral y anual de la cartera total del banco (Gráfico 2), la cartera de consumo aportó alrededor de la mitad del crecimiento total; 49,4% a nivel trimestral y 47,8% a nivel anual; mientras que la participación de esta cartera sobre el total pasó de 17,9% a 21,1% entre 3T18 y 3T19. El crecimiento anual de dos dígitos de la cartera de créditos del banco no habría sido posible sin el aporte de esta cartera, por lo que su desaceleración necesariamente va a impactar a la cartera total, más si la cartera comercial no acelera su crecimiento.

• **Fondeo:** Mientras que el pasivo creció 2,1% T/T y 14,4% A/A, los depósitos crecieron 1,5% T/T y 15,2% A/A y la cartera neta lo hizo en 3,4% T/T y 12,1% A/A. Aunque los depósitos crecieron poco durante el trimestre, no existe la preocupación de requerir un fondeo de peor calidad para respaldar el crecimiento de la cartera. Sin la información actualizada de la participación de minoristas y personas naturales en los depósitos, es difícil estimar futuros cambios en el fondeo a partir de la implementación del Coeficiente de Fondeo Estable Neto, aún así, esperamos un aumento en la participación futura de los bonos, que actualmente pesan tan solo 11%.

4 de diciembre de 2019

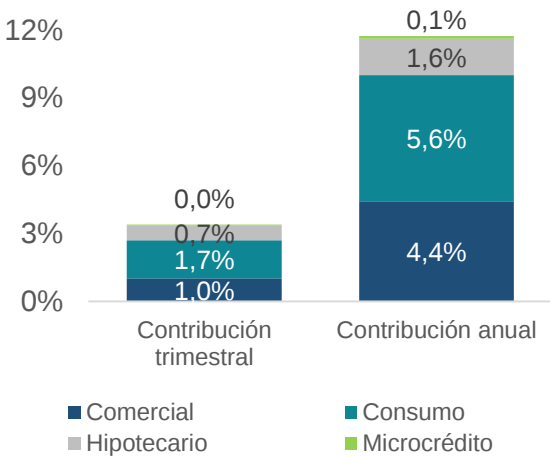


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	43.000
Recomendación	Mantener
Market Cap (BN)	42,9
Ultimo Precio	45.560
YTD (%)	45,1%

Gráfica 1. Crecimiento de la Cartera Bruta por segmento



Resumen resultados financieros

BANCOLOMBIA					
Cifras en COP MM	3T18	2T19	3T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingreso por intereses	3.966	4.427	4.353	10%	-2%
Egreso por intereses	1.397	1.538	1.572	12%	2%
Ingreso Neto por intereses	2.568	2.889	2.059	-20%	-29%
Provisiones Netas	1.009	816	723	-28%	-11%
Utilidad antes de impuestos	799	1.287	1.200	50%	-7%
Utilidad Neta	543	936	778	43%	-17%

Andrés Duarte
Director Renta Variable
Corficolombiana



Ingresos de Cartera y provisiones suben



Regresar

Davivienda | Entrega de Notas 3T19

Ingresos de Cartera y provisiones suben

Davivienda publicó resultados financieros NEUTRALES. Continúa el buen comportamiento en los ingresos de la cartera en el trimestre, jalonada por recuperación en la cartera comercial (+14,6% A/A) y mayor dinamismo en el segmento de consumo (+13,2% A/A), explicado por el mejor entorno económico que impulsó el uso del crédito libre inversión, libranzas y tarjetas de crédito. Por otra parte, observamos el continuo incremento del gasto por provisiones neto (+24,3% A/A y 6,5% T/T), producto del no pago de clientes en sectores de energía, transporte e infraestructura de la cartera comercial en Colombia. Asimismo, evidenciamos mayor gasto en operaciones de publicidad y proyectos de transformación digital, los cuales han arrojado positivos resultados, reflejado en mayor uso de canales digitales y la reducción en sus sucursales (+3% y -5,5% A/A). Por último, resaltamos el débil comportamiento de la calidad de la cartera total (+26 pbs A/A), explicado por Colombia, donde, el deterioro de algunos clientes ha impactado el desempeño.

4 de diciembre de
2019



• **Ingresos de Cartera sigue creciendo:** Destacamos el buen comportamiento que han los ingresos de la cartera en el trimestre, jalonada primariamente por la continua recuperación de la cartera comercial (+14,6% A/A) y mayor dinamismo en el segmento consumo (+13,2% A/A), dicho comportamiento se explicó por el mejor entorno económico que impulsó mejoras en el crédito libre inversión, libranzas y tarjetas de crédito. De esta manera resaltamos el incremento de la utilidad de la entidad (+19,1% A/A), no obstante, sigue presentando leves contracciones frente a resultados pasados (-4% T/T), presionada por mayores provisiones.

• **Clientes del sector energía e infraestructura aumentan provisiones en 3T19:** Seguimos observando incrementos en el gasto por provisiones neto (+24,3% A/A y 6,5% T/T), producto del leve aumento del no pago en sectores de energía, transporte e infraestructura de la cartera comercial en Colombia, así como leves aumentos de provisiones en el segmento consumo por buena dinámica de la cartera. Asimismo, evidenciamos un mayor gasto en operaciones de publicidad y proyectos de transformación digital por parte de la entidad financiera, llevando los gastos operacionales a crecer un 12,4% A/A.

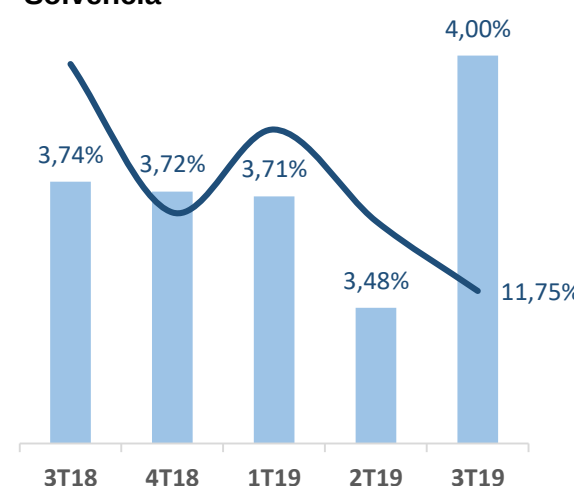
• **Indicadores operacionales no sobresalen:** A pesar del buen comportamiento del NIM en el 3T19 (+3 pbs A/A), ocasionado por el crecimiento del margen financiero bruto (+16,8% A/A) y el positivo incremento de la cobertura de cartera (+17,8% A/A), la calidad de la cartera total ha desmejorado, aumentando desde el tercer trimestre anterior 26 pbs, explicado por Colombia, donde el deterioro de algunos clientes ha impactado el desempeño. Sin embargo, en Centroamérica, el pago de clientes corporativos y refinanciaciones mermaron el detrimento. Asimismo, resaltamos la reducción del ROE (-20pbs A/A) y la leve contracción de la relación de solvencia (-112 pbs A/A), fruto de una mayor dinámica de la cartera.

Resumen resultados financieros

Davivienda					
Cifras en COP miles de MM	3T18	2T19	3T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos financieros	2.320	2.611	2.717	17,1%	4,1%
Margen financiero bruto	904	1.616	1.676	85,4%	3,7%
Provisiones	532	650	661	24,2%	1,7%
Margen financiero neto	904	996	1.016	12,4%	2,0%
Utilidad Neta	289	362	344	19,0%	-5,0%
NIM	6,5%	6,5%	6,6%	2,0 pbs	3,0 pbs
ROAE	12,6%	12,6%	12,7%	11,0 pbs	10,0 pbs

Precio objetivo	48.000
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	19,5
Ultimo Precio	42.220
YTD (%)	30.81%

Gráfica 1. Calidad de Cartera vs Solvencia



Sergio Segura
Analista de Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



Banco de Bogotá



Regresar

Hechos relevantes

- **Para el 3T19, Banco de Bogotá presentó una utilidad neta de la controladora de COP 622,8 MM, 25,5% menor que la registrada el mismo trimestre del 2018 (-14% T/T):** El detrimento mencionado, estuvo explicado por el aumento en el gasto por provisiones (+28,6% A/A) por el hecho no recurrente del segmento corporativo, implementación de NIIF 16 y el aumento en gasto de personal, administración y otros gastos asociados a la operación del banco (+12,2%, +13,5% y +76,7% A/A respectivamente).
- **El ROAE afectado por mayores costos y gastos:** El indicador de la entidad se ubicó en 12,7% reflejando una contracción desde 19,7% observado en 3T19, impactado principalmente por el aumento en gasto por provisiones mencionado anteriormente.
- **NIM en 3T19 presenta leve crecimiento:** El NIM presentó un crecimiento de 5 pbs frente al mismo trimestre del año anterior, producto de las positivas condiciones del mercado, mayor rentabilidad en Fondos de Pensiones e inversiones en renta fija en Centroamérica. No obstante, estuvo opacado por la disminución de tasas de préstamo en carteras principalmente en Colombia.
- **Razón de eficiencia:** Calculado como gastos operativos antes de depreciación y amortización sobre el total de ingresos, se ubicó en 50,8%, 4 p.p. por encima al presentado el mismo trimestre del año inmediatamente anterior. Sin embargo, el indicador para los 9 meses finalizados en septiembre de 2019 fue del 49,7%, que es 145 puntos básicos mejor que el 51,1% para los 9 meses normalizados finalizados en septiembre de 2018.
- **El costo de riesgo cerró en 2,9%:** El efecto de gasto de provisiones del segmento corporativo impactó dicho indicador. Excluyendo el efecto no recurrente el costo de riesgo neto en 3T19 habría sido 2,3% mejorando 18 pbs versus el año anterior.

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

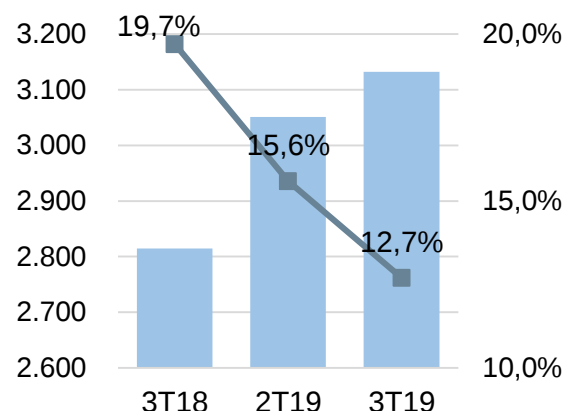
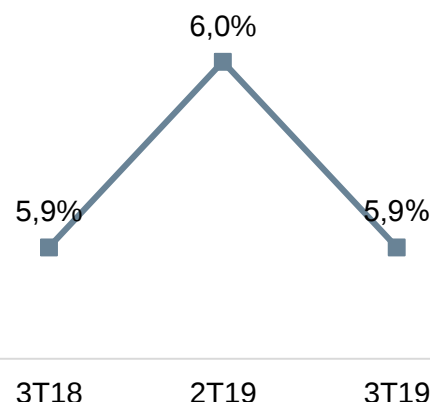


Gráfico 2. Comportamiento NIM



Resumen resultados financieros

Banco de Bogotá					
Cifras en COP Miles de MM	3T18	2T19	3T19	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos por intereses	2.815	3.051	3.132	2,7%	11,3%
Gasto por Intereses	1.080	1.208	1.242	2,8%	15,0%
Ingresos netos por intereses	1.735	1.843	1.891	2,6%	8,9%
Provisiones Netas	632	606	812	34,0%	28,5%
Utilidad Neta (Controlante)	836	724	623	-14,0%	-25,5%
NIM	5,9%	6,0%	5,9%	-10 pbs	0 pbs
ROAE	19,7%	15,6%	12,7%	-290 pbs	-700 pbs
Eficiencia	46,6%	49,1%	50,8%	170 pbs	420 pbs
Calidad de Cartera 90 días	2,9%	3,0%	3,0%	0 pbs	10 pbs
Relación de Solvencia	13,2%	13,2%	13,4%	20 pbs	20 pbs



Grupo Aval



Regresar

Hechos relevantes

- **Utilidad neta muestra menor dinámica:** Los Ingresos netos por interés crecieron 2,8% A/A. No obstante, el incremento de los gastos de intereses asociados a depósitos y obligaciones financieras (+14% A/A), el continuo aumento del deterioro de cartera (+17,3% A/A) y mayores gastos de personal y administración (+12,1% y 16,6% A/A respectivamente), redujeron en 5% frente al mismo periodo la utilidad de la controlante.
- **ROAE se ubica en 15,8%:** En línea con el decrecimiento de la utilidad neta del periodo (-8,6% T/T y -5% A/A) el ROAE registró una dinámica inferior a la presentada en el 3T18 (-3,3 p.p).
- **NIM registra una contracción de 12 pbs:** El margen neto de interés sufrió una leve contracción ubicandose en 5,7%, producto de la contracción del margen neto de cartera (-40 pbs A/A) y el crecimiento en el margen neto de inversiones (+1,5% A/A).
- **Nivel de eficiencia:** En términos trimestrales, el banco registró desmejora en su ratio de eficiencia (+624 pbs) dado el crecimiento menos proporcional de los ingresos totales frente a los otros gastos del periodo. Trimestralmente, el nivel de eficiencia se deterioró 246 pbs, presionado por la operación en Colombia.
- **Costo de riesgo cerró en 2,5%:** En línea con el crecimiento del gasto de las provisiones del segmento corporativo el costo de riesgo aumentó 18 pbs anualmente y 26 pbs en términos trimestrales.

Gráfico 1. Costo de Riesgo

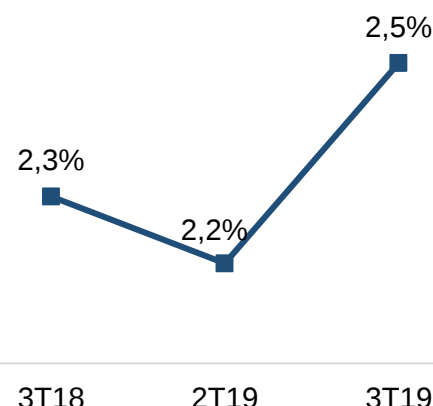
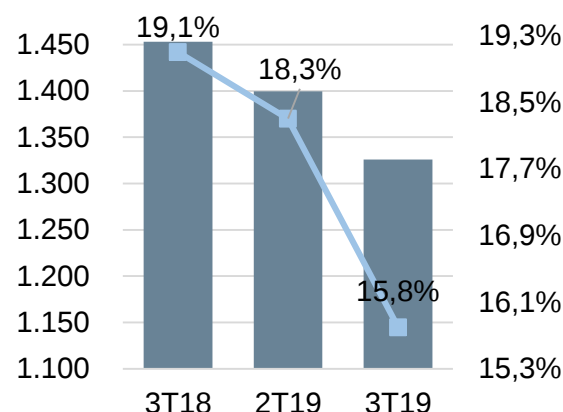


Gráfico 2. Utilidad Neta vs ROAE (Eje derecho)



Resumen resultados financieros

Grupo Aval					
COP Miles de MM	3T18	2T19	3T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos por intereses	4.599	4.886	4.942	7,5%	1,2%
Gasto por Intereses	1.847	2.054	2.113	14,4%	2,8%
Ingresos netos por intereses	2.752	2.831	2.829	2,8%	-0,1%
Deterioro cartera de créditos	1.014	1.041	1.189	17,3%	14,3%
Utilidad Neta Controladora	1.453	1.400	1.326	-8,8%	-5,3%
NIM	5,8%	5,9%	5,7%	-10 pbs	-20 pbs
ROAE	19,1%	18,3%	15,8%	-330 pbs	-250 pbs
Eficiencia	41,6%	45,4%	47,9%	630 pbs	250 pbs
Calidad de Cartera 90 días	3,2%	3,2%	3,3%	10 pbs	10 pbs



Midstream saca buena nota



Regresar

Midstream saca buena nota

La utilidad neta de COP 3,0 BN reportada por Ecopetrol se mantuvo en línea con nuestra estimación de 3,2 BN (-5,9%), y lo clasificamos como Neutral. Acorde con nuestras estimaciones, la producción de 720 kbped se ubicó en la parte baja del rango meta de la compañía, y junto con los precios y la tasa de cambio, afectaron negativamente al segmento de exploración y producción (Upstream). Nos sorprende -y no esperábamos- el bajo nivel de gastos de exploración y proyectos de 58 mil millones (-76,6% T/T y -94,2% A/A) en un periodo en el que normalmente incrementa la ejecución. Asimismo, el segmento de transporte y logística (Midstream) se benefició de la tasa de cambio, aunque su desempeño fue muy superior a nuestra expectativa, en función de mayores volúmenes transportados. Del segmento de refinación, cuyo aporte se mantiene esquivo, destacamos el crecimiento de 48,5% T/T del EBITDA, teniendo en cuenta que los ingresos disminuyeron 2,7% T/T. Finalmente destacamos que la generación de caja del trimestre es más que suficiente para cubrir el pago de 750 millones de dólares por concepto de la adquisición en EEUU (negocio conjunto con Occidental Petroleum).

Hechos relevantes

- **Segmentos:** El segmento de Upstream registró un EBITDA de 5 mil millones, disminuyendo 8,7% TT y 6,1% A/A, a partir del efecto combinado de la reducción en la producción (-0,5% T/T y -1,9% A/A) y el efecto combinado de los precios y la tasa de cambio. Se registró una mejora a nivel de costos de levantamiento y el costo de dilución en dólares por barril de -2,4% A/A y -17,5% A/A respectivamente, explicado en buena medida por la devaluación de 12,8% A/A registrada en 3T19. Al corte, los campos en donde se desarrollan pilotos y proyectos de recobro mejorado aportan el 30% de la producción total.

EL segmento de Midstream por su parte, incrementó drásticamente su EBITDA en 8,8 % T/T y 37,7% A/A, ayudado por la tasa de cambio, el incremento en el volumen total transportado de 0,3% T/T y 3,1% A/A y la disminución de los costos por barril transportado en dólares. Finalmente, del segmento de Downstream destacamos que en disminución del costo de caja de refinación (+12,3% A/A), el efecto volumen y especialmente el efecto tasa de cambio, contrarrestaron por completo al efecto costo.

- **Expectativas:** A pesar de haber registrado una producción de 720 kbped en 3T19, la compañía insiste en su expectativa de producción de entre 740 y 760 kbped. La compañía cuenta con la producción esperada de la región Permian, de la cual esperamos aporte aproximadamente 12 kbped en 2020. Así mismo, la compañía espera certificar las reservas provenientes de este negocio conjunto con Occidental, que equivalen a 160 mmbpe (millones de barriles de petróleo equivalente). Es importante recordar que, a octubre, el precio de referencia para la certificación de reservas ha disminuido 12,4%, por lo que esperamos una disminución por efecto precio, junto con el efecto negativo del correspondiente impairment.

Resumen resultados financieros

Ecopetrol					
Cifras en COP miles MM	3T18	2T19	3T19	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Operacionales	17.876	18.309	18.014	-1,6%	0,8%
Utilidad bruta	7.253	7.095	6.774	-4,5%	-6,6%
Utilidad Neta Controladora	2.775	3.487	3.011	-13,7%	8,5%
EBITDA	7.997	8.307	8.270	-0,4%	3,4%
Margen Bruto	40,6%	38,8%	37,6%	-115 pbs	-297 pbs
Margen Neto	15,5%	19,0%	16,7%	-233 pbs	119 pbs
Margen EBITDA	44,7%	45,4%	45,9%	54 pbs	117 pbs

4 de diciembre de 2019



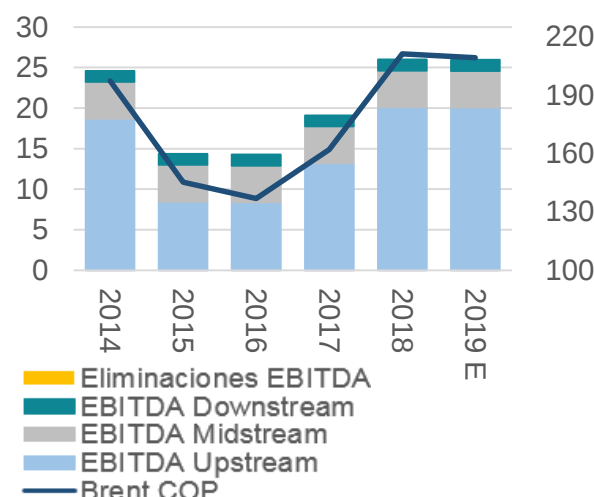
Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	3.000
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	126,2
Ultimo Precio	3.050
YTD (%)	7,9%

Gráfica 1. EBITDA Y Brent (eje derecho)

Cifras eje izquierdo en COP BN



Andrés Duarte
Director Renta Variable
Corficolombiana



Con nuevos horizontes en la mira



Regresar

Canacol | Entrega de Notas 3T19

Con nuevos horizontes en la mira

Canacol publicó resultados financieros POSITIVOS. Señalamos el desempeño positivo del EBITDAX, registrando un incremento de 28 % frente al mismo trimestre del año anterior, como resultado de dos elementos principales: i) Incremento promedio en la producción de gas natural (28% A/A) gracias a la finalización del gasoducto de Promigas a finales de agosto (Jobo-Cartagena) ii) reducción del 40% en gastos operativos en la producción de gas natural reflejado en un incremento del Net back operativo de gas natural (2% A/A). No obstante, el margen neto se contrajo significativamente, explicado por el gasto de renta diferido que no representa una salida de efectivo real para la compañía. Por otro lado, resaltamos el contrato Take-or-Pay a 12 años que se espera sea firmado en noviembre dado el proyecto del nuevo gasoducto Jobo – Medellín, el cual aumentará la capacidad en 100 MMscfp y en el cual Canacol participaría como socio.

4 de diciembre de
2019

• Aumento en producción gracias al gasoducto de Jobo a Cartagena:

La producción de gas natural presentó un incremento de 28% respecto al mismo trimestre del año anterior como consecuencia de la finalización del gasoducto de Jobo-Cartagena. A futuro, se espera una producción superior teniendo en cuenta la capacidad restante del gasoducto y la demanda de gas en Cartagena y Barranquilla. Así mismo, el EBITDAX presentó un desempeño positivo (28% A/A) en línea con el aumento en producción de gas y las eficiencias operativas en gastos administrativos y de producción logrados en el trimestre en mención (90% en la estructura de costos son fijos). La utilidad neta se vio impactada principalmente por el efecto de tasa de cambio en la reevaluación del impuesto diferido, no obstante, esto no representa una salida de caja para la compañía.

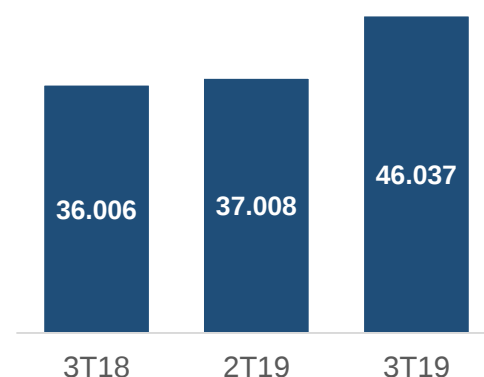
• Contrato Take-or-Pay 12 años: Canacol firmará un contrato Take-or-Pay de 12 años con una compañía de Servicios Públicos en Antioquia, aprovechando la construcción del nuevo gasoducto Jobo - Medellín, por el cual Canacol entrará al mercado de transporte de gas con un socio estratégico, y al mismo tiempo proveerá gas a clientes en el interior del país. El gasoducto le permitirá incrementar a Canacol su producción en aproximadamente 100 MMscfp.

• Incursión en nuevos negocios: Resaltamos la incursión de Canacol en nuevos negocios y la visión de estrategia de la compañía al querer aprovechar sinergias en la producción de gas. En particular sobresalen dos negocios i) Participación en un 25% en la construcción del gasoducto entre Jobo-Medellín entrando al mercado de transporte de gas; ii) Incursión en el negocio de generación eléctrica en una zona de producción de gas de la compañía, lo cual le permitiría generar ahorros a la planta cliente final de gas en aproximadamente 40% por menores costos de transporte.



Precio objetivo	15.000
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	2,2
Ultimo Precio	12.500
YTD (%)	29,67%

Gráfica 1. Evolución EBITDAX
Cifras en USD miles



Resumen resultados financieros

Canacol					
Cifras en USD miles	3T18	2T19	3T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos totales	59.133	49.928	63,646	7,6%	27,5%
Utilidad (perdida) Neta	12.138	1.878	663	-95%	-65%
EBITDAX	36.006	37.008	46,037	28%	24%
Margen Neto	20,5%	3,8%	1,0%	-1948 pbs	-272 pbs
Margen EBITDAX	60,9%	74,1%	72,3%	1144 pbs	-179 pbs
Producción de gas (Mcfpd)	114.923	121.496	147.630	28%	22%
Producción de petróleo (boepd)	1.816	342	322	-82%	-6%
Netback (\$ / boepd)	22,0	22,3	22,1	0%	-1%

Daniel Felipe Duarte Muñoz
Analista de Renta Variable

Omar Suarez
**Gerente de Estrategia
Renta Variable**



En espera de la operación



Grupo Éxito presentó resultados financieros NEUTRALES en el 3T19, con crecimiento en ventas de 2,8% A/A, jalonado principalmente por una tendencia positiva en Colombia (+5,8 A/A) y Uruguay (+4,3 % A/A), no obstante, todavía con dificultades en Argentina. En particular, los resultados de Colombia obedecen a un desempeño sobresaliente en Ventas Mismos Metros (VMM) de la marca Éxito (+6,9 % A/A), Carulla (+2,4%) y el segmento *Cash & Carry* en Colombia con Surtimayorista (+18% A/A). El EBITDA recurrente presentó una variación positiva (+11% A/A) con respecto al mismo periodo del año anterior como resultado de eficiencias operacionales y mayor crecimiento en ventas. Por otro lado, La utilidad neta estuvo favorecida en particular por un ingreso no operacional (ganancia por instrumentos financieros) y menores gastos financieros, registrando un margen neto en el periodo de 0,3%. la operación de Brasil esta contablemente clasificada como un activo y pasivo no recurrente disponible para la venta.

• **Desempeño sobresaliente en Colombia y Uruguay:** La tendencia positiva del consumo en Colombia apalancó el crecimiento de ventas (+2,8 % A/A) dado un comportamiento favorable en la marca Éxito (+6,9% A/A), Carulla (+3,0% A/A) y B2B y otros (12,6%), aportando el 76% del crecimiento en ventas en Colombia. En cuanto a Uruguay, resaltamos la implementación de las buenas prácticas de Colombia con el formato Fresh Market, contribuyendo al crecimiento en ventas (+4,5% A/A) junto con el formato Devoto Express, esto a pesar de un entorno macroeconómico todavía delicado. Por otro lado, el negocio de comida en Argentina no despega, obedeciendo a una pérdida significativa en el poder adquisitivo de los consumidores, no obstante, el negocio inmobiliario continúa ejerciendo como cobertura natural reflejado en un EBITDA positivo pero débil en Libertad.

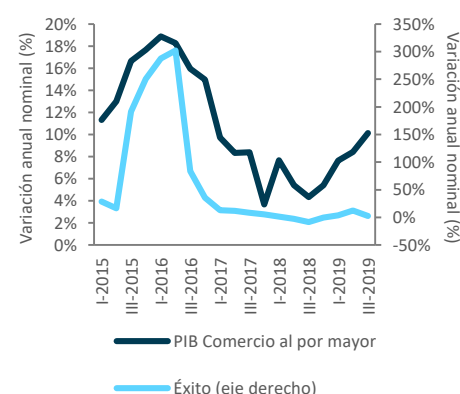
• **Surtimayorista:** Los niveles de crecimiento observados en los últimos Estados Financieros soportan la tesis de inversión en formatos Fresh Market, Wow, y Cash & Carry, como hicimos referencia en la actualización de valoración de Grupo Éxito, una vez recibidos los ingresos por venta de Segisor. En particular, el rápido crecimiento del Cash & Carry (+12,6% A/A) no sorprende, sin embargo, este segmento aún no es representativo dentro del total de ventas de la compañía y su crecimiento no es sostenible a largo plazo, por lo cual para alcanzar el nivel de precios de la acción observado en 2015 (COP 30.000) la mayoría de los ingresos netos recibidos por la venta de Segisor tendrían que ser invertidos en expandir el negocio de ventas al por mayor (Surtimayorista). Así mismo, esperar que su crecimiento por encima del 10% nominal continúe durante los siguientes cinco años, algo que no vemos factible en el horizonte de proyección explícita.

• **Desapalancamiento:** Resaltamos una utilidad neta favorecida por menores gastos financieros, y una ganancia no operacional por instrumentos financieros. A futuro esperamos una mejora en la estructura de capital como efecto del pago de la deuda estructural de la compañía, resultando en menores gastos financieros y un costo de capital menor.



Precio objetivo*	19.469
Recomendación	Participar en la OPA
Market Cap (BN)	8,0
Ultimo Precio	17.940
YTD (%)	44%

Gráfica 1. Ingresos Éxito y PIB nominal de comercio al por mayor



Resumen resultados financieros

COP miles de MM	GRUPO ÉXITO				
	3T18	2T19*	3T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	3.525	14.465	3.624	2,8%	-74,9%
Utilidad Bruta	897	3,204	918	2,3%	-71,4%
EBITDA	248	729	275	11,0%	-62,2%
Utilidad Neta (Éxito)	-31	29	11		-62,0%
Margen Bruto	25,4%	22,2%	25,3%	-12 pbs	317 pbs
Margen EBITDA	7,0%	5,0%	7,6%	56 pbs	256 pbs
Margen Neto	-0,9%	0,2%	0,3%	120 pbs	10 pbs



Dinamica positiva del consumo en Colombia

 **Regresar**

Grupo Nutresa | Entrega de Notas 3T19

Dinámica positiva del consumo en Colombia

Consideramos los resultados financieros de Grupo Nutresa del 3T19 como **Neutrales**, con buen crecimiento en ventas en Colombia (+8,5% A/A), apalancado principalmente por una tendencia positiva en volúmenes (+8,9% A/A), lo cual logró contrarrestar una leve disminución en los precios promedio de venta (-0,4% A/A), donde el precio de Cárnicos fue el que más disminuyó (-2,0% A/A), no obstante, la diversificación de productos ayudó a que el efecto no se viera reflejado en una contracción en ventas. En cuanto a las ventas internacionales, destacamos el desempeño positivo de los volúmenes (+ 3,3% A/A), que sumado al efecto devaluación generó un incremento en ventas en pesos de 17,7% A/A. No obstante, la fortaleza del dólar está empezando a poner presión sobre el margen EBITDA, (sin tener en cuenta IFRS), el cual presentó una contracción de 116 pbs como resultado de mayores costos en insumos, sin embargo, aún se encuentra dentro del rango meta de la compañía (12,0% vs rango de 12%-14%).

• **Evolución de ventas y volúmenes en Colombia:** La dinámica positiva del consumo en Colombia reflejó el incremento en ventas, principalmente ayudado por un desempeño sobresaliente en volúmenes (+8,9% A/A), especialmente Pastas (+17,8% A/A), Galletas (+8,8% A/A) y Cárnicos (+5,7% A/A). En cuanto a precios, entendiendo la coyuntura actual de devaluación e incremento en el precio de *commodities*, esperamos un comportamiento agresivo en precios en el cuarto trimestre como estrategia de compensación y cumplimiento del Margen EBITDA meta.

• **Margen EBITDA y Margen Neto:** El margen EBITDA, a pesar de aún encontrarse dentro del rango meta (12,0% vs rango de 12%-14%), se contrajo 116 pbs como consecuencia de la devaluación del peso colombiano. Por otro lado, resaltamos el incremento del 14% en el endeudamiento respecto al 3T18, que dio lugar a la contracción en 102 pbs respecto al mismo periodo del año anterior del margen neto de la compañía. Lo anterior, a pesar que el costo promedio de la deuda disminuyó de 6,3% a 6,0%.

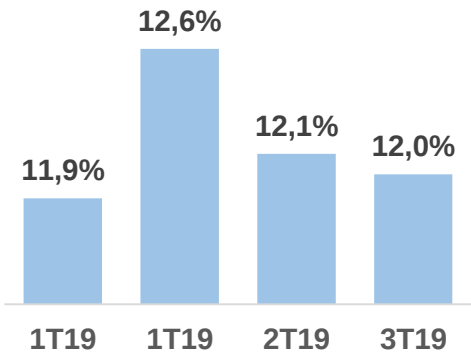
• **Adquisición de Cameron's Coffee:** La más reciente adquisición del Grupo, Cameron's Coffee, le da cada vez más relevancia al negocio en Estados Unidos dentro de la participación de ventas totales, país en el cual ya cuenta con una actividad importante en exportación de Chocolates y Café. Respecto al mix de ventas de Cameron's, el 60% de las ventas proviene de marca propia, lo cual es opuesto a la estrategia actual del Grupo. Así mismo, la administración estima que luego de la adquisición la participación de ventas en Estados Unidos llegue a un 10,3% del total.

• **Posibles Adquisiciones:** Con un indicador de Deuda Neta/ EBITDA de 2,43 veces, se abre la posibilidad a transacciones futuras. No obstante, enfatizamos en el hecho que las inversiones no solo deben tener como objetivo el incremento en ventas, sino como meta una medida de generación de valor al accionista.



Precio objetivo	29.500
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	11,8
Ultimo Precio	25.900
YTD (%)	9,1%

Gráfica 1. Margen EBITDA



Resumen resultados financieros

GRUPO NUTRESA					
COP miles de MM	3T18	2T19	3T19	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	2.283	2.401	2.554	12%	6%
Utilidad Neta (Controladora)	141	106	131	-7%	23%
EBITDA*	301	291	307	2%	6%
Margen Neto	6,2%	4,4%	5,1%	-102 pbs	71 pbs
Margen EBITDA	13,2%	12,1%	12,0%	-116 pbs	-10 pbs

* No incluye IFRS 16



Costos operacionales presionan márgenes



Cementos Argos | Entrega de Notas 3T19

Costos operacionales presionan márgenes

Consideramos los resultados financieros de Cementos Argos como NEGATIVOS. Pese a que los ingresos en el 3T19 se ubicaron levemente por debajo de nuestras estimaciones (COP 2,5 BN vs COP 2,55 BN), estos registraron un incremento anual del 12,8%, en medio de mayores ventas en EE.UU y Colombia, acompañado de la devaluación del peso colombiano frente al dólar. Los volúmenes consolidados de cemento y concreto finalizaron con variaciones anuales del +0,9% y -1,1% respectivamente. No obstante, el menor margen EBITDA (15,5% 3T19 vs 19,2% 3T18) estuvo presionado por mayores costos de la energía en EE.UU, junto a la parada preventiva de la planta de Harleyville y no recurrentes. Sumado a lo anterior, mayores gastos financieros durante el 3T19 (+21% A/A) y una mayor tasa de impuestos (57% 3T19 vs 24% 3T18) se reflejaron en una menor utilidad neta en el 3T19 (-77% A/A). Respeto a la entrada de la planta de Ecocementos, consideramos que generará presiones a la baja en precios y un mercado más competitivo, aunque la compañía considera que la demanda del mercado absorbería la mayor oferta.

• **EE.UU con buen comportamiento:** La mejor dinámica en ingresos en el 3T19 (+10,2% A/A en USD) estuvo relacionado con mayores volúmenes anuales de cemento y concreto (+9,5% y + 4,3% respectivamente), debido a una demanda más fuerte en Texas, Deep South y las Carolinas, dada principalmente por el segmento no residencial. Para el 2020, la compañía estima que permanezcan los mayores precios y volúmenes, junto a su plan de desinversiones, buscando un nivel de deuda neta / Ebitda + dividendos del 3,2x a junio de ese año (vs 4,25x al 3T19) a través de la venta de activos en EE.UU, enfocando sus operaciones en áreas urbanas y estratégicas.

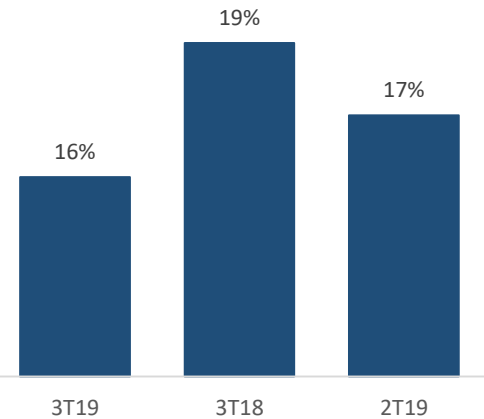
• **Colombia mantiene estrategia agresiva en precios:** En el 3T19, se mantuvo el incremento en precios (11% A/A vs 3T18), acompañada de una mayor paridad del precio de importación, dada la devaluación del peso colombiano frente al dólar, donde la compañía estima que los precios están, en promedio, USD 10 – USD 15 por debajo de su paridad de importación. Lo anterior afectó, tanto su “market share”, el cual se redujo levemente, con contracción de volúmenes anuales de cemento y concreto (-2,2% y - 9,5% respectivamente), aunque la demanda de material proveniente de los proyectos 4G sigue siendo favorable. De cara al 2020, la compañía considera que existe espacio para mayor incremento en precios, con una demanda positiva de los proyectos 4G, sumado a una mejora en la eficiencia operacional, dada la implementación de arcillas calcinadas en la Planta de Río Claro, entre otros. Estaremos atentos a la evolución del proyecto del metro en Bogotá y la competencia entre Cemargos y CLH por ser proveedores.

• **Panamá y Honduras no repuntan:** La desaceleración del sector constructor en Panamá y una situación política retadora en Honduras se mantienen en el 3T19, generando menores volúmenes anuales de cemento y concreto (-6,2% y -30,5% respectivamente), compensado parcialmente por un mejor comportamiento en R. Dominicana. En el 2020, el entorno retador permanecería en Honduras y Panamá, aunque en este último, los proyectos de infraestructura podrían dinamizar los volúmenes.



Precio objetivo	8.909
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	8,9
Ultimo Precio	6.950
YTD (%)	-3,7%

Gráfica 1. Margen EBITDA Consolidado. Sin IFRS 16.



Resumen resultados financieros

CEMARGOS					
Cifras en COP miles millones	3T19	3T18	2T19	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	2,503	2,218	2,350	12.8%	6.5%
Utilidad Neta (Controladora)	17	74	55	-77.0%	-69%
EBITDA	388	425	405	-9%	-4%
Margen Neto	1%	3%	2%	-266 pbs	-166 pbs
Margen EBITDA	16%	19%	17%	-366 pbs	-173 pbs
Volumen de Cemento (M Tm)	4,278	4,242	4,128	1%	4%
Volumen de Concreto (M m3)	2,669	2,699	2,561	-1%	4%



Devaluación impacta resultados en Colombia



Regresar

Devaluación impacta resultados en Colombia

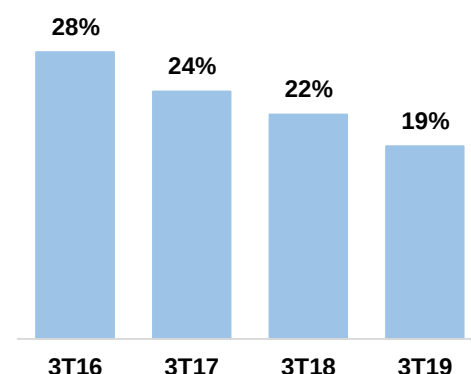
Consideramos los resultados financieros de Cemex Latam Holdings como NEGATIVOS. En el 3T19, el volumen de cemento consolidado se incrementó 1% A/A y los precios mostraron una dinámica importante en Colombia. Sin embargo, el débil comportamiento en Panamá, Costa Rica y Nicaragua, sumado a la devaluación del peso colombiano frente al dólar, afectaron los resultados consolidados, con las ventas consolidadas contrayéndose 12% A/A. Por su parte, mayores costos operacionales relacionados con el mantenimiento de hornos en Colombia y Costa Rica, junto a los mayores costos del Clinker en Guatemala, entre otros, presionaron los márgenes a la baja, llevando al Margen EBITDA hasta 18.7% (- 351 pbs A/A), su menor nivel para un 3T (Gráfica 1). A lo anterior, se suma un aumento en otros gastos financieros netos, debido principalmente al efecto cambiario de la depreciación en mención, con una pérdida neta de USD 4 MM.

- **Devaluación afectó los ingresos en Colombia:** Aunque la devaluación del peso colombiano frente al dólar afectó las ventas en dólares del 3T19 (-6% A/A), en moneda local el crecimiento fue significativo (+8% A/A), en medio de mayores volúmenes del segmento de autoconstrucción, VIS y principalmente, infraestructura. A lo anterior se suma el efecto positivo del incremento continuo en los precios para los tres productos. Respecto a la planta de cemento en Maceo, en septiembre Corantioquia aprobó retirar la tierra del proyecto Maceo del “Distrito de Manejo Integrado”, lo cual está en línea con los puntos que deben darse para la puesta en marcha de la planta de cemento.
- **Panamá y Costa Rica no mejoran:** El entorno retador permanece en Panamá, en medio de altos inventarios de apartamentos y oficinas, con los volúmenes de cemento y concreto contrayéndose un 22% A/A y 38% A/A respectivamente. Adicionalmente, las mayores importaciones de cemento, con participación de mercado del 8% al 3T19, han distorsionado la oferta interna 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 (-14% A/A cemento y -42% A/A concreto).
- **Resto de CLH con Guatemala sacando pecho:** En medio de la crisis sociopolítica en Nicaragua (al 3T19 contracción de volúmenes de cemento del 20% A/A), Guatemala muestra estabilidad en sus volúmenes tras las elecciones presidenciales.
- **Guidance 2019:** Respecto a las estimaciones para el 2019, llama la atención el aumento esperado en volúmenes de cemento en Colombia (entre 8% y 9%) y las fuertes contracciones en Panamá (entre 14% y 15%) y Costa Rica (entre 21% y 22%). Cabe mencionar que, en Panamá y Guatemala, las políticas públicas de los Gobiernos entrantes serán claves para dinamizar los proyectos de infraestructura.



Precio objetivo	6.400
Recomendación	Subponderar
Market Cap (BN)	2,6
Ultimo Precio	4.575
YTD (%)	23,6%

Gráfica 1. Margen EBITDA Consolidado



Resumen resultados financieros

Cifras en USD miles	CLH				
	3T18	2T19	3T19	Var % A/A	Var % T/T
Ventas netas	276,617	248,958	244,644	-12%	-2%
EBITDA	61,525	45,537	45,827	-26%	1%
U. Neta Controladora	19,486	-4,467	-3,555	-	-
Margen EBITDA	22%	18%	18%	-383 pbs	12 pbs
Margen Neto	7%	-	-	-	-



Grupo **Energía Bogotá**

Volúmenes estables, tasa de cambio favorable



Regresar

GEB publicó resultados financieros NEUTRALES en el 3T19. La utilidad neta de Grupo Energía Bogotá se ubicó en COP 0,5 BN, inferior en 0,1 BN a nuestra estimación. A nivel de la participación controladora, se presentó un crecimiento anual de 17,4% y un decrecimiento de 17,6% respecto al trimestre anterior, evolución similar al crecimiento de los ingresos y el EBITDA. El margen EBITDA se ubicó en 45%, cinco puntos porcentuales por debajo de nuestra expectativa. Destacamos el crecimiento anual de 57,6% en los ingresos de transmisión, ingresos dentro de los cuales, el pago del seguro de Mocoa (desastre de 2017) participó en un 29%. Por su parte, el segmento de distribución de gas tuvo un buen desempeño trimestral y anual, con crecimientos en ventas de 11,7% A/A y 8,5% T/T. La devaluación promedio de 12,8% de 3T19 respecto al año anterior, explica buena parte de la evolución que muestran los resultados de la compañía, teniendo en cuenta la estructura tarifaria de los diferentes negocios de GEB.

Hechos relevantes

• **Resultados sobresalientes:** La evolución de los volúmenes se mantuvo bien, inclusive en transmisión, actividad en la que GEB participa del 20,3% en Colombia, incrementando en 3,5 puntos porcentuales su participación de 3T18. Los negocios conjuntos con Enel se desempeñaron bien igualmente, a partir del incremento en el precio spot de la electricidad en el caso de Emgesa, y mayores márgenes operativos en el caso de Codensa. En TGI el efecto volumen superó al efecto capacidad, con un crecimiento de 7,8% A/A en el EBITDA en dólares, mientras que en Cálida destacamos que mientras el crecimiento de la utilidad operacional fue de 18,1% A/A, el del EBITDA apenas fue 1,6% A/A.

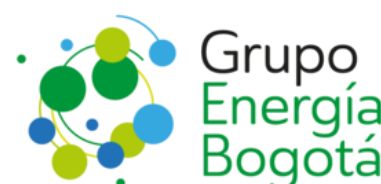
• **Estrategia corporativa:** La compañía dejó de mencionar a los segmentos de “Interconexión para el desarrollo de mercados”, “soluciones energéticas urbanas” y “generación de baja emisión”, y continúa presentando sus resultados a partir de las actividades, lo cual es más claro. En la actividad de generación (generación de baja emisión), la compañía no ha concretado negocios fuera de Colombia, ni participó en las subastas de no convencionales, por lo que sigue limitada a lo que haga Emgesa; mientras que, en distribución, con la compra de las compañías del Grupo Electrodunas, dejó de depender exclusivamente de lo que haga Codensa. Sin embargo, el EBITDA acumulado a septiembre de Electrodunas de USD 15,4 mm está muy lejos de los USD 30,5 mm proyectados para 2019. O bien el desempeño real no coincide con las expectativas, o los efectos extraordinarios asociados al proceso de adquisición han resultado muy altos. Vamos a prestar atención a este aspecto, toda vez la estrategia de crecimiento en LATAM, pasa por ser un jugador activo en M&A.

• **Expectativas:** Para 4T19 se espera la entrada del proyecto de transmisión “Ecopetrol San Fernando 230 kv” y la publicación de la licitación para la construcción de la Regasificadora del Pacífico, proyecto en el que también ha manifestado interés Promigas.

Resumen resultados financieros

GEB					
Cifras en COP miles de millones	3T18	2T19	3T19	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos por actividades operacionales	1.060.089	1.178.642	1.288.733	21,6%	9,3%
Distribución de gas	631.829	650.569	705.840	11,7%	8,5%
Transporte de gas	333.430	385.127	383.468	15,0%	-0,4%
Distribución de electricidad	0	0	50.014	n/a	n/a
Transmisión de electricidad	94.830	142.946	149.411	57,6%	4,5%
Resultado de las actividades operacionales	362.425	410.423	384.923	6,2%	-6,2%
método de participación	292.161	338.503	364.631	24,8%	7,7%
Ganancia antes de impuestos	535.971	672.384	609.944	13,8%	-9,3%
Utilidad neta (participación controladora)	387.852	558.095	460.021	18,6%	-17,6%
EBITDA	542.385	536.251	580.386	7,0%	8,2%

4 de diciembre de
2019

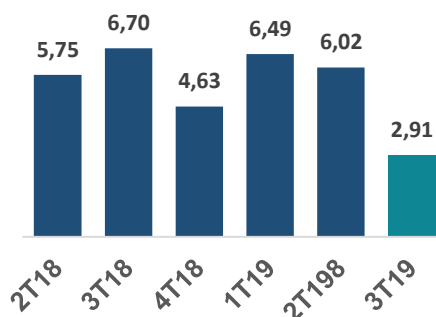


Información especie

Cifras en COP

Precio objetivo	2.385
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	20,0
Ultimo Precio	2.175
YTD (%)	22,,6%

Gráfica 2. EBITDA de Electro
Dunas SAA



Andrés Duarte
Director Renta Variable
Corficolombiana



CELSIA

Hechos no recurrentes protagonizan resultados



Regresar

Hechos no recurrentes protagonizan resultados

Celsia presentó resultados corporativos no recurrentes en el 3T19. La entrada en operación de Enertolima junto con los proyectos del Plan 5 Caribe en el mercado de distribución y comercialización minorista jalónaron los ingresos consolidados de la compañía creciendo un (+15,6% A/A). Excluyendo el efecto de la adquisición, dichos negocios incrementan (17,4% A/A y 8,3% A/A respectivamente). A su vez resaltamos la reducción de generación de energía en Colombia afectada por la enajenación de Zona Franca, llegando hasta 1.263 GWh en el 3T19 desde 1.478,5 GWh en el 3T18, con la cual la compañía recibió USD 420 MM, los cuales, fueron principalmente empleados para disminuir el nivel de apalancamiento consolidado, permitiendo reducir el indicador de Deuda Neta / EBITDA desde 4,4x hasta 3,0x, mejor a nuestras expectativas. A pesar de que la generación hidráulica en Centroamérica presentó un retroceso relevante, como consecuencia de las condiciones climáticas secas en Panamá, esto fue compensado por mayor generación térmica, incremento en los precios spot y la fortaleza del dólar frente al peso colombiano.

• **Distribución y comercialización minorista fueron el motor en 3T19:** El negocio de distribución y comercialización minorista (+51,5% A/A y 64,3% A/A respectivamente) jalónaron el incremento de los ingresos consolidados del periodo (+15,6% A/A), producto de la entrada en operación de los proyectos del Plan 5 Caribe y Enertolima, no obstante, excluyendo el efecto de la adquisición, dichos negocios incrementan (17,4% A/A y 8,3% A/A respectivamente), igualmente positivo.

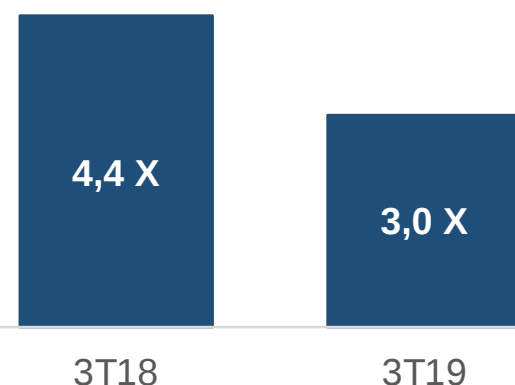
• **Venta de ZFC reduce generación en Colombia:** La generación de energía de la compañía se vio opacada principalmente como consecuencia de la enajenación Zona Franca Celsia (ZFC), la cual, sus resultados operacionales y financieros solo estuvieron presentes durante 2 meses del trimestre, disminuyendo la generación consolidada hasta 1.263GWh en el 3T19, desde 1.478,5 GWh en el 3T18. Asimismo, se evidencian reducciones en la generación hidráulica de la compañía en Colombia en (-18,9% A/A). Se resalta, que al extraer la enajenación de ZFC de sus resultados en todo el trimestre 3T18 como en el 3T19, la generación consolidada permanece estable (-0,14% A/A).

• **Indicadores operacionales positivos a pesar de coyuntura presentada en Centroamérica:** La generación hidráulica en Centroamérica sigue presentando un retroceso relevante como consecuencia de las condiciones climáticas secas en Panamá. Dicho fenómeno ha afectado las centrales hídricas, elevando los costos marginales de energía a 86 USD/MWh. Asimismo, con la finalización del contrato de BLM desde diciembre del año pasado las cantidades vendidas en contrato han decaído (-16,3% A/A), los cuales han sido despachados al mercado spot, creciendo un 332,4% A/A. No obstante las dificultades en Centroamérica y el incremento de costos operacionales generado por la puesta en marcha de las plantas térmicas en Panamá, se destaca el incremento de la utilidad bruta y el EBITDA (+26,8% y +23,5% A/A respectivamente), favorecidos por la devaluación del peso colombiano frente al dólar y mayor precio spot.



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

Deuda Neta/ EBITDA



Resumen resultados financieros

CELSIA					
COP Millones	3T18	2T19	3T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	851,527	913,207	984,009	15.6%	7.8%
Utilidad Bruta	228,042	249,802	289,168	26.8%	15.8%
EBITDA	259,495	287,163	320,540	23.5%	11.6%
Utilidad Neta	45,864	15,822	58,017	26.5%	266.7%
Margen Bruto	26.8%	27.4%	29.4%	261 pbs	203 pbs
Margen Neto	5.4%	1.7%	5.9%	51 pbs	416 pbs
Margen EBITDA	30.5%	31.4%	32.6%	210 pbs	113 pbs



Efectos no recurrentes limitan resultados



Regresar

Efectos no recurrentes limitan resultados

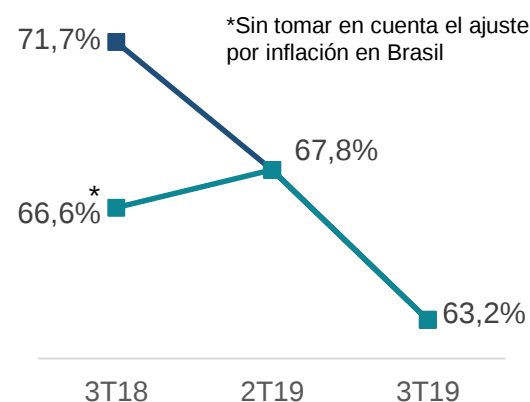
ISA presentó resultados financieros NEUTRALES para el 3T19. Dinámica estable de los ingresos consolidados, asociada al menor reconocimiento mensual del ajuste tarifario por inflación en Brasil frente a la evidenciada en el mismo trimestre de 2018, junto con un fuerte aumento del nivel de costos y gastos (+25,3% A/A), jalonado por efectos no recurrentes durante el trimestre, presionaron considerablemente el margen EBITDA y el resultado neto del periodo analizado, este último, también afectado por un importante aumento anual de los gastos financieros (+COP 20.192 MM). Destacamos la adquisición del 100% de la Concesión Costera Cartagena – Barranquilla, que representaría una contribución al EBITDA de 231 mil MM, dando lugar a una mayor diversificación regional para ISA en el negocio de vías, en línea con el desarrollo de su estrategia de largo plazo 2030. Finalmente, el *management* de la compañía ratificó que esperan participar activamente en los proyectos licitatorios que se llevarán a cabo en el 4T19 en Colombia y Brasil, con el fin de lograr un mayor éxito que el obtenido en 2018, y que continúan atentos al retador contexto social y político actualmente en Chile, para poder cuantificar posibles afectaciones a su operación en el país austral.

- **Efectos no recurrentes impactan resultados:** La considerable contracción anual y trimestral del margen EBITDA se explica, por un lado, por la estabilidad de los ingresos consolidados, debido al menor reconocimiento mensual del ajuste tarifario por inflación por parte de CTEEP en Brasil respecto a la reflejada en el 3T18 (3 meses en 2019 vs 15 meses en 2018). Por otro lado, por el fuerte repunte de 25,3% A/A de los costos y gastos (sin construcción del 13,6%), el cual estuvo asociado principalmente a mayores estudios incurridos por ISA, al pago realizado por comisión de éxito relacionado a un proceso judicial en Brasil y al efecto base negativo dada la recuperación del impuesto predial también en Brasil (COP 7.281 MM) en el 3T18.
- **Margen Neto, estable:** Lo mencionado en el punto anterior, acompañado de un considerable decrecimiento de los ingresos por método de participación (-33,1% A/A), también impactados por el efecto base negativo respecto al ajuste del ciclo tarifario en Brasil, y un importante crecimiento del 7% anual en gastos financieros, dado un mayor nivel de deuda (+1,6% T/T) para soportar el crecimiento de nuevos proyectos, llevó al resultado neto a contraerse 1,7% A/A (-7,6% T/T) y al margen neto a presentar una ligera reducción de 65 pbs anualmente.
- **Mayor crecimiento con miras a la estrategia 2030:** La compañía continúa enfocada en el desarrollo de su estrategia de largo plazo, y da un positivo paso al diversificar su presencia regional en el negocio vial al entrar en Colombia luego de la adquisición del 100% de la Concesión Costera Cartagena – Barranquilla, un proyecto a 2% de terminarse, que representaría un aporte anual de 231 mil MM al EBITDA. En ese sentido, esperamos que los resultados de los próximos trimestres sigan impulsados por la entrada de nuevos proyectos y una mayor maduración de los mismos. Finalmente, el *management* de la compañía mencionó que continúan atentos a la difícil coyuntura en Chile, para poder cuantificar afectaciones a sus operaciones, y a los proyectos licitatorios que de 4T19 en Colombia y Brasil para participar activamente.



Precio objetivo	18.000
Recomendación	Neutral
Market Cap (BN)	22,2
Ultimo Precio	20.160
YTD (%)	44,2%

Gráfico 1. Margen EBITDA ISA



Resumen resultados financieros

ISA					
Cifras COP Miles de MM	3T18	2T19	3T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos operacionales	1.945	2.101	1.971	1%	-6%
Utilidad Bruta	1.360	1.398	1.072	-21%	-23%
EBITDA	1.394	1.424	1.245	-11%	-13%
Utilidad Neta	413	439	406	-2%	-7,6%
Margen EBITDA	71,7%	67,8%	63,2%	-847 pbs	-457 pbs
Margen Neto	21,2%	20,9%	20,6%	-65 pbs	-31 pbs



**Plan Avianca 21 por ahora no es
suficiente**



Regresar

Avianca Holdings | Entrega de Notas 3T19

Plan Avianca 21 por ahora no es suficiente

Avianca Holdings publicó resultados financieros NEGATIVOS en el 3T19. La reducción en los ingresos por pasajeros y carga (-1,3% y -2,4% A/A respectivamente), incremento en sus costos operacionales (+1,04% A/A) y el continuo alto grado de apalancamiento de la compañía (6,8x) ocasionaron una pérdida en el trimestre cercana a los USD 40 millones. No obstante, con la puesta en marcha de el “Plan Avianca 2021” por parte del Management se han logrado eficiencias dentro de la operación como lo refleja el CASK (-3,7% A/A) y los gastos operativos (-2,8% A/A). Además de esto, resaltamos la culminación del intercambio de bonos por USD 550 MM, con el 88,1% de los papeles válidamente intercambiados, con los cuales, la compañía reduciría sus presiones sobre la liquidez. Dichos bonos tendrían un vencimiento extendido hasta el 2023 y un cupón del 9%.

Hechos relevantes

4 de diciembre de
2019

Avianca reduce pérdidas pero no es suficiente: Resaltamos la reducción de la pérdida neta de la compañía, pasando desde -USD 408 millones en el 2T19 hasta -USD 40 millones en el 3T19 a pesar de presentar disminuciones en los ingresos por pasajeros (-1,3% A/A), carga (-2,4% A/A) y aumentar levemente su costos operacionales (+1,04% A/A). Cabe destacar que el management de la compañía ha logrado eficiencias dentro de la operación como lo refleja el CASK (-3,7% A/A) y sus gastos operativos (-2,8% A/A), en donde se resaltan disminuciones en salarios y beneficios (-17%), gastos en servicios a pasajeros (-10,4%) y reducciones en gasto por combustible (-5,7% A/A). Por otro lado, observamos leves incrementos en la capacidad de la empresa medida en ASK y RPK (+0,9% y 1,2% A/A respectivamente) así como el estable nivel de ocupación (82,9%), producto de las positivas tasas de ocupación presentadas en Europa.

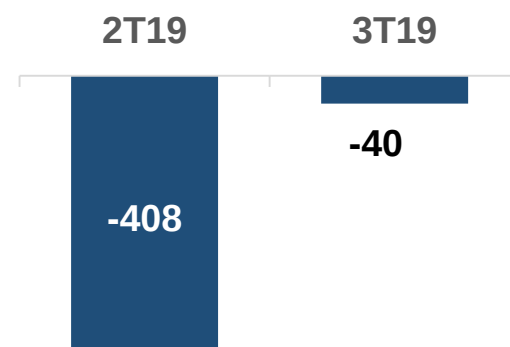


Precio objetivo	1.900
Recomendación	Subponderar
Market Cap (BN)	1,49
Ultimo Precio	1.500
YTD (%)	-1,5%

Altos costos financieros merman mejoría en la operación: A pesar de presentar una reducción en los gastos financieros frente al trimestre anterior (-10,8% T/T), el alto nivel de apalancamiento sigue presionando la utilidad neta, cerrando el 3T19 en 6,8x Deuda/EBITDA. Por otra parte, se resalta la culminación del intercambio de bonos por USD 550 MM, con el 88,1% de los papeles válidamente intercambiados, dicho intercambio se llevaría a cabo en las próximas semanas cuando United Airlines y Kingsland finalicen la documentación necesaria. Esto proporcionaría mejoras en el flujo de caja y disminuiría las presiones de liquidez sobre la aerolínea. Dichos bonos tendrían un vencimiento extendido hasta el 2023 y un cupón del 9%.

Comportamiento del Yield

Se implementa el plan “Avianca 2021” en busca de eficiencias: En medio de las recientes dificultades financieras que atraviesa la compañía, Avianca Holdings ha puesto en marcha el “Plan Avianca 2021”, en donde se resalta la decisión unilateral de la sociedad por suspender los pagos de arrendamientos operativos sobre aeronaves. Asimismo, de lo queda del 2019 Avianca contempla la eliminación de diez flotas Airbus A318 y cuatro aviones A320, con el objetivo de rentabilizar el crecimiento de la compañía. Hasta el momento la compañía ya ha realizado ventas en su flota contemplado en un A318 y dos aviones A320.



Resumen resultados financieros

Avianca					
Cifras en USD MM	3T18	2T19	3T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	1.231	1.116	1.203	-2%	8%
EBITDAR	213	52	192	-10%	270%
Utilidad Neta	14	-408	-40	-	-
Margen Neto	1,1%	-36,6%	-3,3%	-	-
Margen EBITDAR	17,3%	4,7%	16,0%	-132 pbs	1132 pbs

Sergio Segura
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



GRUPO ARGOS

Energía con resultados sobresalientes



Regresar

Grupo Argos | Entrega de Notas 3T19

Energía con resultados sobresalientes

Grupo Argos presentó resultados financieros NEUTRALES en el 3T19. Utilidades del segmento Energía y Portafolio jalonan los resultados de la Holding, explicado por nuevos ingresos registrados por los activos de Tolima, Plan 5 Caribe y la venta de la generadora, Zona Franca Colombia, la cual representó para la compañía ingresos por USD 420 MM. Asimismo, observamos que el segmento de Portafolio aumentó su utilidad neta en 163,57% A/A contribuyendo al resultado de la compañía en un 11,81%, producto del positivo desempeño de sus inversiones en compañías no controlantes. De esta manera, excluyendo los efectos no recurrentes y cambios contables NIIF 16, la utilidad del grupo creció en 21,65% T/T. No obstante, resaltamos el débil desempeño de Cemargos y el negocio de las Concesiones por reducciones en ingresos e incremento de gasto de interés, producto del perfilamiento de la deuda orientado a optimizar la estructura de capital a nivel de portafolio de Odinsa.

Hechos relevantes

• **Utilidad Neta del grupo jalonada por Energía y Portafolio:** Resaltamos el buen comportamiento que tuvo el segmento de energía en 3T19 con Celsia, producto de los nuevos ingresos registrados por los activos de Tolima y del Plan 5 Caribe, que excluyéndolos de los resultados financieros representa un crecimiento del 17% A/A. Asimismo, resaltamos los ingresos generados por la venta de la generadora ZFC, la cual representó para la compañía ingresos por USD 420 MM. De esta manera, el negocio de energía representó en 3T19 el 60% de la utilidad de la compañía frente al 15% presentado en 3T18. Por su parte, el segmento del Portafolio aumentó su utilidad neta en 163,57% A/A, contribuyendo al resultado de la entidad en un 11,81%, ocasionado por el positivo desempeño de sus inversiones en compañías no controlantes. De esta manera, la utilidad de la sociedad logró un incremento excluyendo los efectos no recurrentes y cambios contables NIIF 16 de 21,65% T/T.

• **Odinsa y Cemargos con bajas en eficiencia y resultados:** El negocio de concesiones registra una disminución en sus ingresos, principalmente ocasionado por la caída en el tráfico aéreo del Aeropuerto en Ecuador (-3% A/A), donde se ha visto afectado por la disminución de participación en las operaciones de la aerolínea TAME en el país. Asimismo, el aumento de los intereses, producto de reperfilamiento de deuda, ha causado que la utilidad neta de Odinsa se haya contraído fuertemente en el periodo (-42% A/A). Del mismo modo, mencionamos la coyuntura en el que se encuentra el negocio cementero a nivel local y en Centroamérica, el cual ha hecho que la utilidad neta de Cementos Argos caiga desde COP 38.13 MM en 3T18 hasta COP 18.79 MM para 3T19.

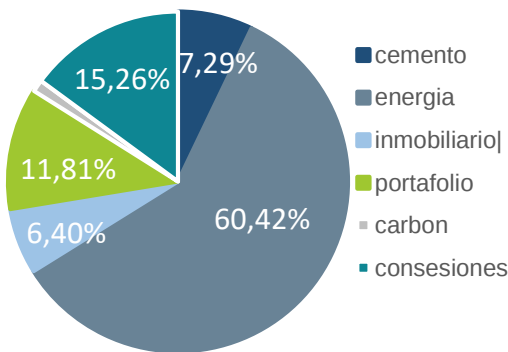
• **Negocio inmobiliario gana terreno en resultados consolidados:** El negocio inmobiliario sigue por buena senda, así lo demuestra el incremento en ventas en 3T19 (2.8x), ocasionado por los negocios pactados en periodos anteriores. Asimismo, el nivel de ingresos del segmento logró un incremento positivo (+59% A/A), los cuales incluyen valorizaciones, dividendos y arrendamientos. Por último, resaltamos el incremento de los resultados del ejercicio donde incrementaron en 16,67% A/A, representando el 6,4% del beneficio de la Holding.

4 de diciembre de
2019



Precio objetivo	21.800
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	14,5
Ultimo Precio	18.100
YTD (%)	13,8%

Aporte Neto por Segmento 3T19



Resumen resultados financieros

Grupo Argos					
COP millones	3T18	2T19	3T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	3.634	3.861	5.228	43,9%	35%
EBITDA	1.018	1.053	1.413	38,8%	34%
Utilidad neta	266	121	301	13%	150%
Margen EBITDA	28,0%	27,3%	27,0%	-99 pbs	-25 pbs
Margen Neto	7,3%	3,1%	5,8%	-156 pbs	263 pbs

Sergio Segura
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



**Excelente SUAM, regular
Suramericana**



Regresar

Grupo Sura | Entrega de Notas 3T19

Excelente SUAM, regular Suramericana

Grupo Sura publicó resultados financieros POSITIVOS. Primas retenidas (+9,8% A/A), crecimiento en comisiones y prestación de servicios (+12% y 24,7% A/A), incremento en ingresos por inversiones (+30 A/A) y aumento en el método de participación de asociadas (+39,9% A/A) provocaron que la Holdings obtuviera resultados sobresalientes, aumentando su utilidad neta para en el tercer trimestre en 31% A/A. Del mismo modo, resaltamos el positivo crecimiento de SUAM y Sura Holdings, las cuales destacaron por mejores rendimientos de los portafolios de inversión en fondos de pensiones y el aumento de las utilidades arrojados por Bancolombia. No obstante, percibimos de manera negativa los frágiles resultados financieros de la filial Suramericana en 3T19, la cual, a pesar de mejorar sus operaciones, sigue siendo afectada por aumentos en gastos operacionales y reducción en ingresos, ocasionado en gran medida por coyunturas políticas presentadas en Argentina.

4 de diciembre de
2019



• Utilidad neta de la compañía retoma senda presentada a comienzos de año:

Calificamos como positivos los resultados financieros de la Holding. El aumento en la utilidad neta (+31% A/A) se evidenció principalmente por: i) crecimiento en primas retenidas (+9,8% A/A); ii) Aumento en comisiones y prestación de servicios (+12% y +24,7% A/A); iii) ingresos por inversiones (+30,9% A/A); y iv) continuo crecimiento en el método de participación de asociadas impulsado por Bancolombia (+39,5% A/A). No obstante, resaltamos incrementos en gastos operacionales (+15,4% A/A) generados por mayor número de siniestros retenidos y mayor elevados gastos administrativos.

• SURA Asset Management y Sura Holding con muy buen trimestre:

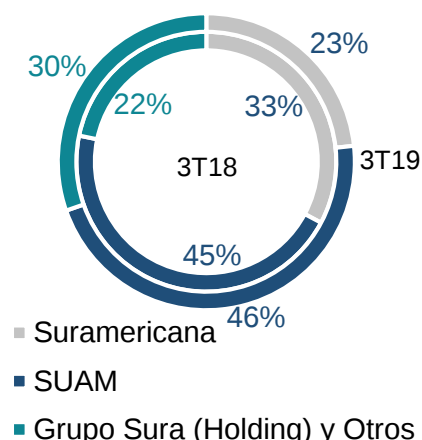
Destacamos el crecimiento de SUAM para el tercer trimestre del año, donde logró un incremento en su utilidad neta del 20% A/A, ocasionado por mejores rendimientos de los portafolios de inversión en fondos de pensiones, ingresos por encaje (+122% A/A) y por método de participación (+73,8% A/A). Asimismo, resaltamos el crecimiento de Grupo Sura (Holding), la cual, con el incremento por método de participación (+36,7% A/A) explicado por Bancolombia, la variación positiva del impuesto de renta y la ganancia por diferencia de cambio, resultado de la exitosa cobertura de su exposición en dólares, lograron agregarle a la Holding \$251.4 MM (+33,7% A/A).

• Suramericana sigue afectada por coyuntura:

A pesar de presentar mayores ingresos por primas retenidas netas (+18,1% A/A), la filial sigue presentando debilidad en sus resultados financieros, los cuales, mostraron decrecimiento en su utilidad neta (-43,3% A/A), como consecuencia de reducciones en sus ingresos por inversiones y aumentos de gastos administrativos (-23,1% y +10,3% A/A respectivamente). La coyuntura presentada en Argentina con la victoria de Alberto Fernández ha generado una acelerada devaluación de la tasa de cambio y la caída de los mercados financieros argentinos en donde la compañía ha resultado afectada.

Precio objetivo	41.700
Recomendación	Sobreponderar
Market Cap (BN)	19,3
Ultimo Precio	32.220
YTD (%)	2,36%

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



Resumen resultados financieros

Grupo Sura					
Cifras en COP miles de millones	3T18	2T19	3T19	Var % A/A	Var % T/T
Primas retenidas (netas)	2.590	2.850	2.844	9,8%	-0,2%
Ingresos operacionales	4.878	5.467	5.678	16,4%	3,9%
Siniestros retenidos	-1.508	-1.648	-1.644	9,0%	-0,2%
Ganancia Neta	414	390	542	30,9%	38,8%
Ganancia Neta Controladora	357	347	477	33,7%	37,7%
Margen Neto (Controladora)	7,3%	9,9%	8,4%	109 pbs	-150 pbs

Sergio Segura
Analista de Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



Corficolombiana



Regresar

Hechos relevantes

- **Margen bruto del sector real se ubicó en COP 1.116 mil MM:** Dicha cifra, significó una contracción del 19,3% A/A, producto de una leve reducción en los ingresos operacionales del sector real (-2,5% A/A) y un crecimiento proporcionalmente mayor del costo de ventas y prestación de servicios (+18,5% A/A).
- **Utilidad neta mejora sin efecto no recurrente en segmento de infraestructura:** En línea con el leve crecimiento de los ingresos operacionales, el EBITDA del periodo analizado se ubicó en COP 1.016 mil MM. No obstante, en términos trimestrales el indicador incrementa (+10,6%). Se resalta que extrayendo el efecto por avance de construcción en las concesiones 4G de 3T18, la utilidad neta controlante acumulada aumenta +28,3% A/A.
- **Utilidad del negocio de energía y gas registra crecimiento:** El margen bruto de operación del sector registró un crecimiento anual de 12,1% frente al 3T18, ante mayores ingresos en el negocio de distribución por mayores volúmenes de negociación presentados en Colombia, aumentos en la tarifa de distribución GDO y mayores conexiones. De esta manera, la utilidad creció un 32,6% A/A.
- **Infraestructura:** Significativa reducción del margen bruto del sector (-32% A/A), como consecuencia del registro en 3T18 de los avances de construcción de las 4G. Además de esto, se resalta el aumento de los gastos de intereses en el trimestre producto del pago de intereses relacionados a 4G y diferencia en cambio por endeudamiento en dólares de Covioriente.

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

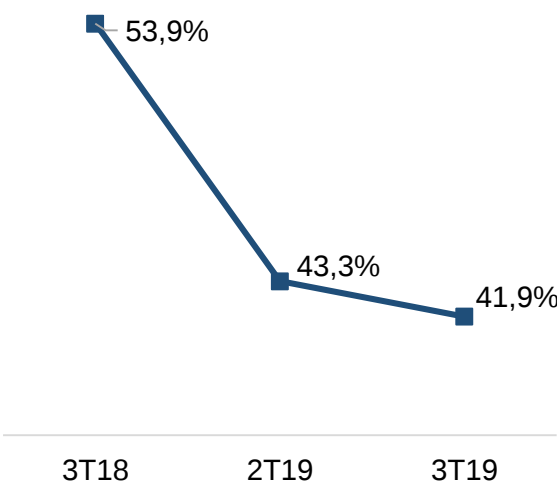
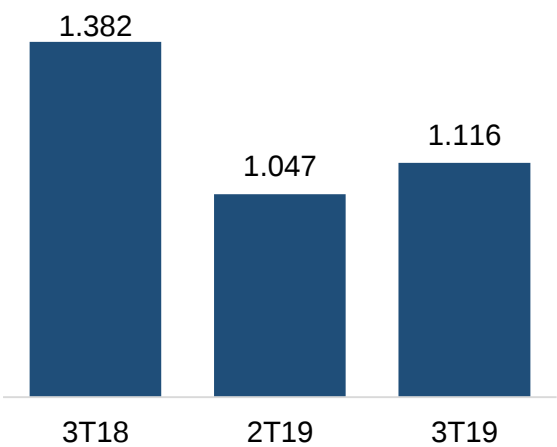


Gráfico 2. Margen Bruto Sector real
Cifras en COP MM



Resumen resultados financieros

Corficolombiana					
Cifras en COP MM	3T18	2T19	3T19	Var % T/T	Var % A/A
Ingreso Operacional Sector Real	2.489	2.121	2.427	14,4%	-2,5%
Costo de Ventas y Prestacion de Servicios	1.106	1.074	1.311	22%	18%
Margen Bruto del Sector Real	1.382	1.047	1.116	6,6%	-19,3%
EBITDA	1.341	919	1.016	10,6%	-24,2%
Utilidad Neta Controlante	583	365	361	-1,1%	-38,1%
Margen EBITDA	53,9%	43,3%	41,9%	-145 pbs	-1202 pbs
Margen neto	23,4%	17,2%	14,9%	-233 pbs	-856 pbs



Buena dinámica operacional expande márgenes



Regresar

Buena dinámica operacional expande márgenes

Terpel publicó resultados financieros POSITIVOS. La utilidad neta de la entidad creció 53,68% A/A, en medio de efectos no recurrentes asociado a la implementación de la norma contable internacional NIIF 16, gastos asociados a la reciente adquisición de la operación de Exxon Mobil en el mercado y aumento en gastos por provisiones. Asimismo, destacamos el positivo desempeño en la comercialización de galones, donde logró un crecimiento de 6,5% A/A, jalonado principalmente por el buen desempeño en Colombia y Panamá. Por otra parte, el EBITDA creció un 13,2% A/A, donde Colombia y su nuevo negocio de lubricantes aportó mayormente al resultado. Por último, observamos como positivo el comienzo de nuevas operaciones en la filial de Aviación Terpel Exportaciones, la cual busca la comercialización de galones de combustible de aviación en el mercado internacional y Voltex, la primera red vial de punto de carga eléctrica en Colombia, un proyecto enfocado en el mediano y largo plazo.

23 de agosto de 2019

• Buena dinámica operacional en medio de efectos no recurrentes:

Resaltamos el incremento en la utilidad neta de la entidad (+53,68% A/A), en medio de gastos no recurrentes asociados a la reciente adquisición a Exxon Mobil, la adopción de la norma NIIF 16 y su cambio en la figura de arrendamientos operativos, amortizaciones de intangibles y los gastos en provisiones con baja probabilidad de recuperación. De esta manera, la buena dinámica operacional se vio reflejada en una variación positiva del 26,3% A/A en el EBITDA, con expansiones relevantes en los márgenes. De esta manera, excluyendo los efectos no recurrentes mencionados, el resultado de la compañía para el tercer trimestre crece en 60,89% A/A. Asimismo, observamos incrementos positivos en la comercialización de galones, donde logró un crecimiento de 6,5% A/A jalonado principalmente por el buen desempeño en Colombia y Panamá.

• Negocios en Colombia y Panamá continúan con buena racha:

Observamos el positivo rendimiento de las operaciones en Colombia (74,2% de las ventas), donde dicho resultado ha sido favorecido por la adquisición de la operación de Exxon Mobil en el negocio de lubricantes. Al sustraer dicho impacto, el decalaje (COP 69.292 MM) y los costos de provisiones, el EBITDA en Colombia hubiera crecido 4,4% A/A a Septiembre 2019. Por su parte, destacamos la estrategia implementada por el management en Panamá, donde el mejor servicio, la mejor infraestructura y precios accesibles han mejorado la comercialización de galones (+15,5% A/A). Sin embargo, corrigiendo el efecto de las NIIF 16, el crecimiento de la utilidad neta habría sido de 81,3% A/A.

• **Nuevos proyectos en Terpel:** En agosto comenzó la nueva operación de la filial de Aviación Terpel Exportaciones, la cual busca la comercialización de galones de combustible de aviación en el mercado internacional, de esta manera la compañía generará eficiencias en temas impositivos y capital de trabajo. Por último, destacamos la entrada en operación de Voltex, la primera red vial de punto de carga eléctrica en Colombia, con el objetivo de adaptarse a los cambios de los hábitos del consumidor y empezar a definir una estrategia de mediano y largo plazo.

Resumen resultados financieros

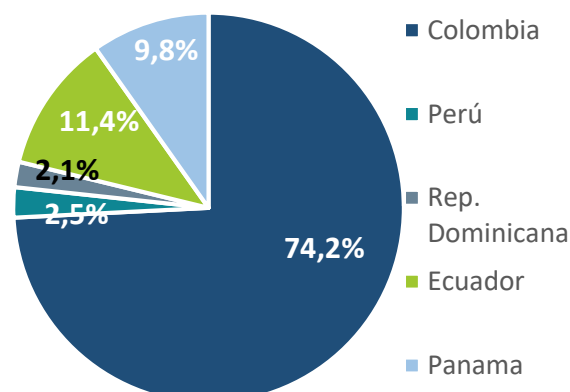
Terpel					
COP miles de MM	3T18	2T19	3T19	Var % A/A	Var % T/T
Volumen (MM Glns)	705,1	714,1	751,2	6,5%	5,2%
Ingresos	4.993	5.386	5.923	18,6%	10,0%
EBITDA	203,6	196	257,1	26,3%	31,1%
Utilidad Neta	58,0	29,6	89,1	53,7%	200,7%
Margen EBITDA	4,4%	3,8%	4,8%	38 pbs	93 pbs
Margen Neto	1,3%	0,6%	1,7%	40 pbs	107 pbs

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



Precio objetivo	NA
Recomendación	NA
Market Cap (BN)	1,9
Ultimo Precio	10.300
YTD (%)	7,29%

Gráfica 1. Volúmenes de Venta por País Terpel



Sergio Segura
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



Nicaragua y Argentina sacan pecho



Regresar

Mineros | Entrega de Notas 3T19

Nicaragua y Argentina sacan pecho

Mineros publicó resultados financieros del 3T19 POSITIVOS. Destacamos el buen desempeño de las filiales de la compañía en Nicaragua y Argentina, las cuales han generado un incremento en el EBITDA y utilidad neta del 68% y 277,3% A/A respectivamente. Sin embargo, extrayendo la producción entrante de Gualcamayo en Argentina, evidenciamos que la producción consolidada refleja una leve contracción (-3,12% A/A). No obstante, la producción en Colombia presentó un estabilidad con respecto al segundo trimestre del año (+0,27%), corrigiendo la tendencia bajista presentada en su producción de aluvial y minas subterráneas, dicho cambio, originado principalmente por la aprobación de los permisos ambientales pendientes. Finalmente, resaltamos los retos que presenta la compañía, producto de las posibles correcciones en el precio del oro y la recuperación de la producción en Colombia.

4 de diciembre de
2019

Producción en Nicaragua y Argentina siguen arrojando resultados positivos:

Resaltamos el incremento del EBITDA y la utilidad de la compañía (+68% y +277,3% A/A respectivamente) producto del buen desempeño de su filial en Nicaragua, la cual, por medio del nuevo frente de trabajo Pioneer y la minería artesanal alcanzó un incremento importante en la producción 24,5% A/A. Asimismo, la producción con su filial en Argentina se ha desarrollado acorde a las estimaciones presupuestadas por el grupo, representando el 33% de la producción total en 3T19, logrando aportar 24.021 onzas, un 2,68% más frente al anterior trimestre. No obstante, extrayendo la producción entrante de Argentina durante 3T19 la producción consolidada refleja una leve contracción de 3,12% A/A, explicada principalmente por el retraso de los permisos ambientales en Colombia.

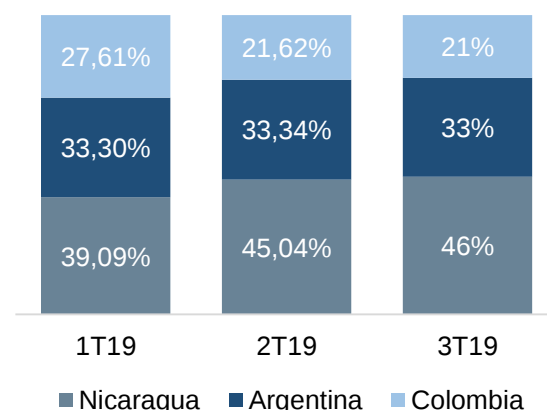
Costos operativos en Colombia y Argentina elevan Cash Cost: En medio del buen desempeño operacional de la compañía, el Cash Cost se vio afectado negativamente, pasando desde 824 USD/Oz hasta 908 USD/Oz en el 3T19, producto del impacto que generó la menor producción sobre el alto componente de altos costos fijos en Colombia y la inclusión de la operación argentina Gualcamayo. Adicionalmente, recalcamos incrementos en la estructura de costos (+6,12% T/T) asociado a mayores adquisiciones en material de minería artesanal en Nicaragua y efectos cambiarios. No obstante, en el Estado de Resultados se observó un incremento de los costos en menor proporción del registrado en los ingresos, favoreciendo una expansión del margen EBITDA.

Retos latentes en la compañía: Destacamos la fuerte contracción de la producción en Colombia en el 3T19 (-35% A/A), producto de problemas con los permisos ambientales, las cuales fueron aprobadas hasta el mes de agosto. En comparación con el 2T19, dicha obtención de permisos ambientales permitió el incremento de la producción en mina subterránea del 37,6% A/A y estabilidad de la producción en Colombia frente al 2T19.



Precio objetivo	NA
Recomendación	NA
Market Cap (BN)	0,8
Ultimo Precio	3.090
YTD (%)	61,1%

Gráfica 1. Mix de producción Mineros



Resumen resultados financieros

Mineros					
Cifras en COP MM	3T18	2T19	3T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos	184.354	295.558	354.547	92,3%	20,0%
EBITDA	57.136	92.270	126.994	122,3%	37,6%
Utilidad Neta	19.766	21.531	64.700	227,3%	200,5%
Margen EBITDA	27,8%	31,2%	35,8%	799 pbs	460 pbs
Margen Neto	9,6%	7,3%	18,2%	862 pbs	1096 pbs

Sergio Segura
Analista de Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



**Ingreso no recurrente aumenta
utilidad**



Regresar

Ingreso no recurrente aumenta utilidad

ETB publicó resultados financieros NEUTRALES en 3T19. Resaltamos el incremento de las ventas operativas (+3,9% A/A), impulsadas principalmente por el segmento de Empresas y Gobierno, los cuales lograron ventas superiores en un 11% A/A. No obstante, se evidencian caídas en la planta de clientes en las demás líneas de negocio (Televisión y Planes Móviles). Por su parte, la utilidad neta de la compañía creció 278% A/A, ocasionado por ingresos no recurrentes, en donde recibió devoluciones de la DIAN por pago de impuestos en el 2011, sin embargo, excluyendo los hechos no recurrentes y la alta depreciación de sus activos, la utilidad decrece en 3% frente al 3T18. No obstante, resaltamos el esfuerzo de la sociedad por mejorar su flujo de caja vía eficiencias operativas y rentabilizar las actuales inversiones realizadas.

4 de diciembre de
2019



• **Empresas y Gobierno, segmento más importante para ETB:** En el 3T19 resaltamos el positivo incremento en los ingresos totales de la compañía (+3,9% A/A), ocasionado principalmente por el buen desempeño que presentó el segmento de Empresas y Gobierno, el cual aumentó sus ingresos en 11% A/A. Asimismo, destacamos como positivo la dinámica que mostró la planta de clientes en el negocio de la Fibra Óptica, creciendo 6,8% desde diciembre del año 2018. No obstante, a pesar del incremento en la planta de clientes en el negocio tecnológico de la compañía, Televisión y planes Móviles siguen arrojando cifras débiles (-6,15% A/A y -14,4% A/A).

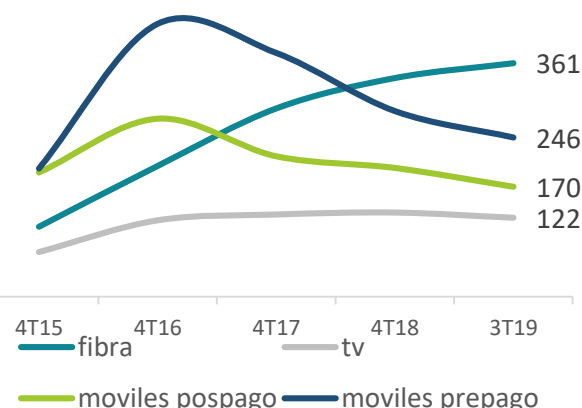
• **Hechos no recurrentes y depreciaciones afectan Utilidad :** Evidenciamos un ingreso no recurrente en el 3T19 por concepto de otros ingresos, los cuales representan la entrada de COP 28 mil millones por concepto de demanda interpuesta ante el Tribunal Administrativo de Cundinamarca en contra de la DIAN, en la cual se demostró que la compañía había pagado un monto superior en impuestos en el año 2011. Asimismo, resaltamos el continuo impacto de las depreciaciones en la utilidad neta, la cual, excluyendo el efecto no recurrente y las altas depreciaciones, la utilidad neta cae levemente 3% A/A.

• **La austeridad y reducción de costos prevalece:** Observamos leves reducciones en los costos operativos en el 3T19 (-3% T/T), además de disminuciones significativas en CAPEX y gastos operativos (-40% y -23% A/A). De esta manera, se resalta el esfuerzo por mejorar la salud financiera vía eficiencias operativas y rentabilizar las actuales inversiones realizadas.

• **Consideraciones Finales:** Por último, vale la pena resaltar: i) La entrada de nuevos negocios como Koba Colombia (D1), con internet dedicado 100% por COP 21,3 mil MM y la Secretaria Distrital de la Mujer por un periodo de 4 meses por COP 675 MM; ii) Mejoras en sus servicios, como lo refleja la tasa de quejas; iii) Aumento del NPS (+11% A/A), el cual refleja el deseo de los clientes por recomendar los servicios de la compañía.

Precio objetivo	380
Recomendación	Subponderar
Market Cap (BN)	0,9
Ultimo Precio	250
YTD (%)	8,45%

Gráfica 1. Planta de Clientes ETB



Resumen resultados financieros

ETB					
Cifras en COP miles de MM	3T18	2T19	3T19	Var % A/A	Var % T/T
Ingresos Operacionales	385	356	400	3,9%	12,4%
Costos y gastos totales	234	247	240	2,7%	-2,8%
EBITDA	152	109	160	5,4%	46,9%
Utilidad o Pérdida Neta	24	21	91	280,5%	345,2%
Margen EBITDA	44,6%	29,5%	43,3%	-1,2%	13,8%
Margen Neto	7,0%	5,5%	24,7%	17,7%	19,1%

Sergio Segura
Analista de Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia
Renta Variable



Mayor vacancia no logra opacar Dividend Yield



Regresar

Mayor vacancia no logra opacar Dividend Yield

El PEI presentó resultados financieros POSITIVOS en el 3T19. El PEI registró una buena dinámica operacional en el 3T19, con una variación en EBITDA del 25% A/A, favorecida por la incorporación de nuevos activos al portafolio y el control de los gastos. Esto se vio reflejado en un incremento del Dividend Yield en el 2019, ubicándose en 5,33%, 66 pbs superior al registrado en el año 2018. Es importante destacar que este se vio beneficiado por la reducción en los costos de deuda, donde la compañía ha buscado aprovechar las bajas tasas de interés en el mercado con emisión de bonos. Consideramos positivas estas emisiones, pues le han permitido reducir las presiones de liquidez al vehículo, reduciendo la concentración de vencimientos en el corto plazo y extendiendo la vida media de la deuda. Por otro lado, es fundamental monitorear los niveles de vacancia del vehículo, pues estos han venido registrando un incremento gradual en los últimos trimestres, que de no corregir podrían empezar a impactar la rentabilidad del dividendo.

• Buena dinámica operacional reflejada en mayor Dividend Yield:

Destacamos que el PEI presentó un crecimiento de los ingresos del 27% A/A en el 3T19, impulsado en gran medida por la incorporación de nuevos activos al portafolio, donde el NOI y el EBITDA registraron variaciones similares, permitiendo estabilidad en los márgenes. Por el lado del Flujo de Caja Distribuible, resaltamos que presentó un crecimiento de 31% A/A en 2019 (9M19), reflejo del crecimiento orgánico del vehículo, costos financieros más bajos (favorecidos por las emisiones de bonos) y el desmonte de algunos descuentos y condiciones blandas en algunos arrendatarios, que permitieron percibir mayores ingresos. Como reflejo de lo anterior, el Dividend Yield registró una mejora relevante, pasando de 4,67% en 2018 a 5,33% en 2019, positivo para la rentabilidad.

• **Itau y Redetrans impactan vacancia:** Resaltamos el fuerte repunte en la vacancia física, pasando de 5,3% en 2T19 a 8,5% en el 3T19, explicado principalmente por el segmento de Bodegas, y en menor medida por el segmento Corporativo. La restitución total de las bodegas ocupadas por Redetrans y la entrega de oficinas por parte de Itau generaron este incremento tan marcado en la vacancia. Esperamos que la vacancia disminuya en los próximos trimestres, en la medida en que se arrienden los activos vacantes, donde algunos de ellos ya cuentan con contratos de arrendamiento.

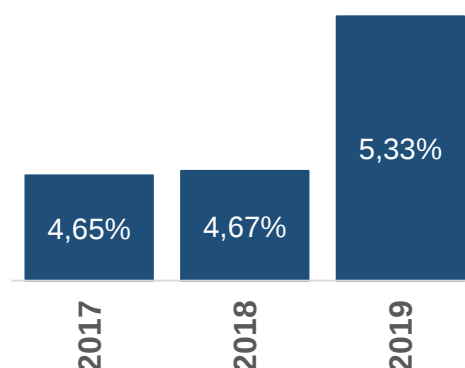
• Renta Garantizada y Flujo Preferente blindan vacancia económica:

Destacamos que aunque la vacancia económica presentó un incremento, su variación fue mucho más moderada que la vacancia física, favorecida por los mecanismos de protección de Renta Garantizada y Flujo Preferente, lo cual permitió que el Dividend Yield se ubicara por encima del 5%. No obstante, hay que monitorear el crecimiento continuo que hemos visto en la vacancia económica en los últimos trimestres, pasando de 4% en el 4T18 a 6,1% en el 3T19, con una proyección del 6,4% para el 4T18.



AUM (COP BN)	5,9
GLA (m2)	971.000
Vacancia económica	6,1%
Dividend Yield (% YTD)	5,33%

Dividend Yield



Resumen resultados financieros

COP Miles de MM	PEI		
	3T18	3T19	Var % A/A
Ingresos	90	114	31,4%
NOI	82	102	27,2%
EBITDA	67	84	29,0%
Margen NOI	91%	90%	-232 pbs
Margen EBITDA	74%	73%	-105 pbs