



CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Renta Variable

Expectativas de Resultados Financieros 4T19

Omar Suárez
Gerente Estrategia Renta Variable
6062100 Ext 22619
omar.suarez@casadebolsa.com.co

Andrés Duarte
Director de Renta Variable
3538787 Ext 6163
andres.duarte@corficolombiana.com

Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable
6062100 Ext 22703
juan.dluyz@casadebolsa.com.co

Daniel Duarte
Analista Renta Variable II
3538787 Ext 6194
daniel.duarte@corficolombiana.com

Sergio Segura
Analista Renta Variable
6062100 Ext 22703
juan.dluyz@casadebolsa.com.co

Roberto Carlos Paniagua
Analista Renta Variable II
3538787 Ext 6193
roberto.paniagua@corficolombiana.com

Expectativas Resultados Financieros 4T2019

Cierre de año positivo, pero acotado

Estimamos unos resultados financieros para el 4T19 mayormente positivos, liderados por los sectores de Servicios Públicos y de Petróleo y Gas. La buena dinámica de la economía colombiana, unas tasas de interés bajas y un buen acceso a los mercados de crédito y de bonos esperamos que tengan un impacto positivo sobre los resultados financieros del 4T19, donde el buen desempeño de los ingresos y los esfuerzos por alcanzar mayores eficiencias en la estructura de costos se verían reflejados en los márgenes operacionales. Asimismo, gastos financieros bajos y estables, beneficiarían el desempeño de la utilidad neta.

En Sector de Petróleo y Gas, dada la estabilidad en el precio del crudo Brent en pesos colombianos (-0,7% A/A) los resultados de Ecopetrol se favorecerían por eficiencias en costos, así como por tasa de cambio, que beneficiaría al segmento de *Midstream*. Asimismo, esperamos que los resultados de Canacol repunten, impulsados por un aumento en la producción de gas ante la mayor entrada en operación del gasoducto de Promigas.

Para el Sector de Servicios Públicos, el aumento en los precios de la energía favorecería el nivel de ingresos operacionales de las generadoras en el trimestre. No obstante, la mayor participación de las térmicas en la generación de energía total, presionaría los márgenes operacionales.

Frente al Sector Financiero, la positiva dinámica que continuó presentando la cartera de créditos en Colombia, jalonada por la cartera de consumo, se reflejaría en el 4T19 en los resultados de los bancos. No obstante, las provisiones adicionales por RDSII, impactarían la utilidad y ROE de los bancos.

Finalmente, consideramos que los resultados corporativos para el 4T19 evidenciarían una mejora anual, pese a que sería acotada mayormente por el menor aporte de los bancos, producto de eventos corporativos puntuales que ya en 2020 no ejercerían presión sobre el nivel de utilidades.

1. Expectativas resultados financieros 4T19

[Click en el logo para remitirse a la respectiva diapositiva](#)

POSITIVOS



NEUTRALES



NEGATIVOS



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Calendario resultados financieros 4T2019

Febrero

Calendario entrega de resultados financieros 4T2019 (CdB)

Domingo	Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes	Sábado
26	27	28	29	30	31	1
2	3	4	5	6	7	8
9	10	11	12 	13	14 	15
16	17 	18	19	20  	21 	22
23	24 	25  	26 	27   	28	29

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Calendario resultados financieros 4T2019

Marzo

Calendario entrega de resultados financieros 4T2019 (CdB)

Domingo	Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes	Sábado
1	2 	3	4 	5 	6	7
8	9	10	11	12	13	14
15	16 	17  	18 	19 	20 	21
22	23	24 	25	26	27	28
29	30	31	1	2	3	4

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Expectativas de Resultados 4T19

Utilities se quedarían con el primer lugar del podio de resultados para el 4T19

Para el **Sector de Utilities**, resaltamos una desaceleración en la dinámica de crecimiento de la demanda de energía total del sistema durante en los dos primeros meses del trimestre, a corte de noviembre ubicándose en 5.979 GWh (+2,9% A/A y -2% M/M), presionada principalmente por un bajo dinamismo por parte del consumo del mercado no regulado, el menor en lo corrido de 2019. Asimismo, se evidenció una mayor participación de la generación de energía térmica respecto a la total del sistema, en medio de un bajo nivel de embalses en octubre y noviembre, lo cual presionaría el comportamiento de los márgenes operacionales de las generadoras en el 4T19. De esta manera, y a la espera de un diciembre con un bajo nivel de precipitaciones, se presentó un sustancial crecimiento en el precio de la energía en bolsa en términos anuales, y en una menor proporción en el precio promedio de los contratos (+10% A/A a corte de noviembre).



Esperamos unos resultados **POSITIVOS** para **Celsia**. La mayor integración de los activos de Enertolima, al igual que el significativo aumento del precio de energía en bolsa y, en una menor proporción del precio de los contratos en Colombia, beneficiarían los ingresos operacionales de la compañía. Sin embargo, al igual que en el 3T19, la desinversión de los activos de Zona Franca Celsia (ZFC) limitaría el nivel de generación de energía de Celsia.

Por su parte, la utilidad neta de la compañía se vería beneficiada ante un menor impacto de los gastos financieros, producto de la reducción del nivel de apalancamiento tras la venta de ZFC.

Finalmente, no esperamos una mejora en el aporte de Centro América, operación que continuaría presionando los márgenes operacionales de Celsia.



Respecto a **ISA**, estimamos unos resultados **NEUTRALES** para el 4T19. La entrada en operación de nuevos proyectos en el negocio de energía impulsarían los ingresos y márgenes operacionales para el 4T19. En ese sentido, esperamos que el margen EBITDA de la compañía se ubique por encima del promedio de los últimos 9 meses (66,2%).

No obstante, vale la pena mencionar que la devaluación del real brasileiro y el peso chileno respecto al peso colombiano durante el último trimestre del año, tendría un efecto negativo en la consolidación del aporte de las operaciones en dichos países.



Esperamos un 4T19 **POSITIVO** para GEB. Los ingresos, el EBITDA y el resultado neto del año estimamos se ubiquen en COP 5,0 BN (24,0% A/A), COP 2,1 BN (30,9% A/A) y COP 2,1 BN (23,8% A/A) respectivamente, a partir de un aumento frente al 3T19 esperado de 12,0%, en ventas, 12,8% en EBITDA y 25% en utilidad neta. Cálidda continuaría su buen desempeño y esperamos una leve mejora en los resultados trimestrales por la entrada de Chivor dentro de la actividad de transmisión eléctrica. Por su parte, no prevemos cambios relacionados a la situación con ENEL, la regulación, ni el desempeño general de las demás actividades.

Finalmente, no estimamos mayor cambio o recuperación en el EBITDA anual de Gas Natural, que al 3T19 se ubicó en COP 425 mil MM (TACC de -0,2% medido desde 2014).

Expectativas de Resultados 4T19

Devaluación de tasa de cambio y mayor producción beneficiarían a Ecopetrol

En el **Sector Petrolero y de Gas**, la devaluación del peso colombiano frente al dólar (al tomar el promedio diario de la cotización) de 2,1% frente al 3T19 y de 7,7% en términos anuales, compensaría parte del impacto por la variación negativa de la referencia de crudo Brent (-8,1% A/A), la cual limitaría la dinámica de los ingresos operacionales de las petroleras. De igual manera, resaltamos el estable desempeño del nivel de producción de petróleo en el país, que en promedio se ubicó en 882 kbpd (-0,2% A/A y 0,5% A/A). Finalmente, vale la pena mencionar el fuerte repunte en la producción de gas del trimestre a nivel local, que en promedio se situó en 1098,9 mpcd, 8,1% superior al mismo trimestre del año anterior.



Para 4T19 estimamos unos resultados **POSITIVOS**. Esperamos que los ingresos, utilidad neta y EBITDA presenten una dinámica positiva, ubicándose COP 18,5 BN, COP 3,3 BN y COP 8,4 BN.

La estimación incorpora una cotización promedio del petróleo Brent para 4T19 de 62,6 dpb (-8,1% A/A) y la devaluación del peso colombiano (7,7% A/A), aspectos que se reflejan en una leve variación en la cotización del petróleo en pesos colombianos de -0,7% A/A, así como una producción trimestral promedio esperada de la petrolera por 724 kbpd.

De esta manera, para el 4T19 esperamos que el comportamiento de la cotización del petróleo en pesos y la estabilización de las eficiencias en costos beneficien al segmento de exploración y producción, y la tasa de cambio favorezca al segmento de transporte. Por su parte, estimamos un deterioro anual en la variación de los márgenes de refinación, debido al efecto rezagado en su incorporación del precio del *commodity*.



Esperamos resultados **POSITIVOS** para Canacol. Teniendo en cuenta la producción promedio de 180 millones de pies cúbicos diarios de gas natural (MMsfcpd) durante el cuarto trimestre, estimamos un aumento del 21% en ventas (netas de transporte y regalías) relacionado directamente con la capacidad adicional del gasoducto de Promigas.

Adicionalmente, esperamos una ganancia operacional neta de aproximadamente USD 3.92/Mcf, apalancada principalmente por un mayor nivel de producción junto con una recuperación en el precio de venta de gas respecto al 3T19. Por su parte, el EBITDAX estimamos cierre en USD 178 MM para el año, lo cual significaría un aumento del 29% A/A.

Por último, proyectamos una producción total de 52.5 Bcf en 2019, la cual, junto con la tasa de reemplazo de reservas de Canacol, representaría un nivel de reservas (2P) al cierre del año de 634 Bcf (110.9 MMboe).

Expectativas de Resultados 4T19

Cartera de consumo presiona aún mas el acelerador

Para el **Sector Bancario**, la continuación de su dinámica de recuperación en 2019, reflejada en el crecimiento de la cartera bruta de 8,5% A/A a corte de noviembre, impulsada por el dinamismo del segmento de consumo y la mejor tasa de crecimiento de la cartera comercial, seguirá beneficiando los ingresos operacionales de los bancos en el 4T19. No obstante, para el último trimestre del año, provisiones adicionales relacionadas en gran medida con la cartera de Ruta del Sol II, generarían presión en la utilidad neta y el ROE de los de los bancos.



Para el 4T19 esperamos unos resultados **NEGATIVOS** que la utilidad neta de Bancolombia se ubique en COP 0,75 BN (-14,6% T/T y -25,2% A/A) y la anual en COP 3,4 BN (27,8% A/A). Nuestra estimación tiene en cuenta los modestos resultados separados del banco en noviembre y la continuación del impacto del alistamiento para cumplir con el indicador de fondeo estable (CFEN) en el margen de intermediación. No obstante, lo anterior se compensaría por el mayor crecimiento de las carteras en octubre y noviembre frente al promedio de los últimos doce meses, salvo en la de vivienda.

No esperamos un mayor aporte de Centroamérica, si bien el tamaño de la cartera podría verse beneficiado debido al comportamiento de la tasa de cambio sobre la consolidación de las operaciones del banco. Finalmente, creemos que mientras se mantenga controlada la calidad de la cartera de vivienda, el banco puede continuar mejorando sus resultados aún en medio de un crecimiento económico moderado en Colombia.



Respecto a **Davivienda**, esperamos que presente unos resultados **NEGATIVOS**. En términos anuales y trimestrales, esperamos que la cartera de créditos del banco para el 4T19 registre un positivo desempeño, jalonada en gran medida por el dinamismo del segmento de consumo.

No obstante, creemos que el margen de interés neto y la utilidad neta de Davivienda durante el trimestre se verán presionados de manera importante por mayores provisiones, relacionadas principalmente por la cartera de Ruta del Sol II, la cual debía ser provisionada en su totalidad al cierre de 2019. En ese sentido, esperamos que el costo de riesgo del banco (últimos 12 meses), que se situó en el 3T19 en 2,45%, registre un incremento.

Finalmente, la utilidad neta, también se podría ver presionada de continuar el crecimiento de los gastos operacionales del banco, los cuales han incrementado anualmente en promedio durante los tres primeros trimestres del año un 8,1%.

Expectativas de Resultados 4T19

Dinámica de consumo sigue sacando pecho

Respecto al **Sector de Consumo**, a corte de noviembre de 2019 observamos que la recuperación del sector se ha mantenido en ritmos favorables, registrando crecimientos sobre las ventas minoristas del 6,5% 12 meses, los cuales se encuentran en niveles no vistos desde mediados del 2015, donde, el crecimiento económico del país era sobresaliente y estaba soportado en los altos precios del petróleo. De esta manera, resaltamos que las compañías comercializadoras de alimentos y víveres, como lo son Grupo Éxito y Nutresa, obtendrían resultados acordes a esta sostenida dinámica de recuperación dentro del sector.



Para Grupo Éxito, esperamos unos resultados **NEUTRALES**, consolidando el buen desempeño de los formatos wow, fresh market y sutimayorista. No obstante, estimamos que el nivel de crecimiento en ventas se desaceleraría respecto al comportamiento del 3T19, como resultado de una menor fuerza del consumo durante el 4T19. Así mismo, destacamos el crecimiento de las operaciones onmicanales y la inversión en estrategias digitales.

Finalmente, teniendo en cuenta la venta de la participación en GPA aun precio menor en libros, esperamos una perdida contable de aproximadamente COP 620 mil MM, que opacarían las utilidades netas del periodo. Sin embargo, destacamos el pago de la deuda estructural con los ingresos provenientes de la venta de GPA.



Esperamos resultados **NEUTRALES** para Nutresa como resultado de una desaceleración gradual en el consumo en el 4T19, que afectaría levemente los volúmenes de venta. En este sentido, estimamos un crecimiento en ventas del 5% y una utilidad neta de COP 134 mil MM. Adicionalmente, teniendo en cuenta el efecto devaluación y la volatilidad en las materias primas, proyectamos un margen EBITDA de 12,5%, el cual se ubicaría en la banda inferior del rango meta de Nutresa,

En términos generales, consideramos 2019 como un año positivo para la compañía, donde los volúmenes de ventas fueron jalonados por la buena dinámica de ventas minoristas durante los tres primeros trimestres. Las ventas en 2019 crecerían aproximadamente 7,9%, no obstante el margen EBITDA no presentaría una mejora significativa.



Para Avianca, esperamos unos resultados **NEGATIVOS**, ante una débil dinámica operacional durante el trimestre, afectada por una reducción en el transporte de pasajeros. Esperamos que la fortaleza del dólar (+7,52% A/A promedio trimestral frente al peso colombiano siga presionando el Yield de la compañía, el cual ya se encuentra en mínimos desde hace 6 años. Del mismo modo, observamos que el incremento en los precios del crudo durante el último trimestre del año contrarrestaría en cierta medida las eficiencias operativas alcanzadas.

En contraste a lo dicho anteriormente, observamos positivo la culminación de la refinanciación de la deuda y la inyección de liquidez por parte de sus accionistas mas importantes y de fondos latinoamericanos, esto, aliviaría en el corto plazo sus necesidades de liquidez.

Expectativas de Resultados 4T19

Centroamérica volvería a presionar resultados de las cementeras

En el **Sector cementero colombiano**, cifras del 4T19 muestran un comportamiento positivo en la producción de cemento (+4,5% A/A) y concreto (+ 2,1% A/A, acumulado a noviembre), donde Obras Civiles (+14,2% A/A) sigue mostrando una dinámica favorable. Por su parte, acorde a datos del índice de costos de la construcción pesada (ICCP), al corte de diciembre, los precios del cemento mostraron una variación anual del +16,9%, manteniendo la tendencia de periodos anteriores. **En Panamá**, cifras al 4T19 muestran que la contracción anuales en los volúmenes de cemento y concreto siguieron presentándose, con variaciones del -24% y -19% respectivamente en medio de la constante debilidad en el mercado inmobiliario. Por su parte, las importaciones de cemento se moderaron durante el último trimestre del 2019 (-46% A/A). A nivel comercial, el "Baltic Dry Index" (índice de fletes marítimos de carga) finalizó el 2019 con disminuciones significativas frente al cierre del 2018 (-14,2%), con lo cual se debe estar atento a su efecto en las importaciones de cemento.



Esperamos resultados **levemente POSITIVOS** para Cementos Argos, con Colombia registrando repuntes en precios y volúmenes. En EE.UU, cifras a diciembre, muestran un comportamiento positivo. El índice ABI se ubicó en terreno expansivo en tres de sus cuatro zonas; la zona sur (52.2 puntos), la medio oeste (51.9 puntos) y la sur (52.2), impulsado a nivel general por el segmento comercial e industrial.

Por su parte, el índice Dodge ha registrado un repunte en la parte final del año, lo cual se traduciría en una mayor actividad de nuevas construcciones de edificaciones. Finalmente, en Centro América y el Caribe, estimamos que continúe el débil comportamiento, explicado principalmente por el desempeño del sector de construcción en Panamá.



Para CLH esperamos unos resultados **NEGATIVOS**, donde la fortaleza del mercado en Colombia, con mayores precios y volúmenes, estaría contrarrestada por el entorno retador en Panamá, Costa Rica y Resto de CLH, reflejándose en los resultados de la compañía, con efectos tanto en volúmenes como en márgenes.

Esperamos que la mayor devaluación del peso colombiano frente al dólar en el trimestre afecte los resultados consolidados. Estaremos atentos a posibles avances o anuncios adicionales sobre la entrada en operación de la Planta de Maceo, entre otros.

Expectativas de Resultados 4T19

Holdings en terreno neutral en la recta final de 2019



Para **Grupo Sura**, esperamos unos resultados **NEUTRALES**. Estimamos una buena dinámica en los resultados operacionales de SUAM, los cuales se verían soportados por un mejor comportamiento de los mercados bursátiles en el cierre de 2019. Asimismo, destacamos el efecto base favorable frente al 4T18, generando efecto positivo sobre la utilidad neta. No obstante, los ingresos por comisiones seguirían viéndose limitados por los recortes evidenciados en las comisiones de los negocios mandatorios en México, Perú y Uruguay.

Respecto al brazo asegurador de la Holding, Suramericana, sus resultados se verían presionados nuevamente por los mayores costos en salud y el gasto por IVA a las comisiones de seguros de vida, a nivel local.

Finalmente, esperamos un menor aporte del método de participación a la utilidad neta de Grupo Sura, principalmente dado un decrecimiento esperado en la utilidad neta de Bancolombia para el trimestre, compañía asociada que tiene la mayor participación en dicho rubro.



Frente a Grupo Argos, esperamos unos resultados **NEUTRALES**. Lo anterior, en medio de una dinámica mixta en los resultados del negocio de la construcción y energía. Las inversiones de la Holdings en Centroamérica son consideradas como los mayores retos dentro del último trimestre del año, ya que, en cada uno de los países en donde operan sus compañías no reflejan una mejora en el entorno económico.

Por otro lado, esperamos que el negocio de la energía siga siendo el mayor contribuyente en utilidades para el grupo, dado que, como hemos observado durante todo el 2019, la compañía cementera solo presenta cifras positivas en los Estados Unidos, sin embargo, esperamos que Cemargos mejore levemente sus cifras de despachos para el 4T19 en el mercado colombiano. Asimismo, la venta de sus activos no estratégicos en Estados Unidos favorecerían los resultados.

Expectativas de Resultados 4T19

Niveles de vacancia encuentran punto de inflexión

Observamos que durante el año 2019 la vacancia nacional en los segmentos de oficinas y bodegas han encontrado un punto de inflexión, al pasar desde 12% y 14,7% en 1S18 al 10% y 13,8% respectivamente para 1S19. De esta manera observamos que esta dinámica positiva en términos de vacancia favorezca al vehículo inmobiliario PEI. Por el contrario, resaltamos la dinámica negativa que ha tenido en términos de vacancia el segmento de locales comerciales en el plano nacional durante el año 2019 al pasar desde 12,7% 1S18 a 13,8% 1S19, como consecuencia de la pobre dinámica del segmento en las ciudades de Barranquilla y Cali, lugar donde ha habido una salida regular de arrendatarios en centros comerciales super regionales generando, asimismo, presiones generales a la baja en los cánones de arrendamiento del área.



Dentro de los vehículos inmobiliarios observamos en primera instancia al PEI, el cual esperamos que obtenga unos resultados **POSITIVOS** con respecto al periodo inmediatamente anterior, producto de la mejora en su nivel de vacancia económica, ya que, durante este periodo culminaron algunos periodos de gracia sobre activos comerciales y bodegas.

Del mismo modo, observamos que la vacancia física se reduciría para el último trimestre del año gracias al incremento en la ocupación en sus locales comerciales ubicados en Bogotá. Así, como consecuencia de lo mencionado anteriormente esperamos que el *Dividend Yield* del vehículo muestre una mejora.



Por su parte frente al TIN, esperamos unos resultados **POSITIVOS**. El sólido nivel de ocupación de sus activos, producto de la compra de solo inmuebles estabilizados, un nivel de endeudamiento saludable y la concentración de sus vencimientos de contratos de arrendamiento en el largo plazo mantendrían el *Dividend Yield* en niveles atractivos.

Adicionalmente a lo mencionado, resaltamos que a pesar del leve aumento en los niveles de vacancia económica en el vehículo inmobiliario (2,2%), ocasionado por algunas entregas de activos del sector financiero, esta, aun se encuentra muy por debajo de los niveles encontrados en el sector y otros vehículos haciendo que mantengamos a este vehículo en perspectiva positiva.

Con la emisión de nuevos tramos en el mercado evaluaremos la manera en que se desenvuelve dicha vacancia y la concentración de sus activos.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Cargo	Nombre	e-mail	Teléfono
Director Estrategia de Producto	Alejandro Pieschacon	alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22685
Director Análisis y Estrategia	Juan David Ballén	juan.ballen@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22622
Analista de Renta Fija	Mariafernanda Pulido	maria.pulido@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22710
Analista Junior Renta Fija	Santiago Clavijo	santiago.clavijo@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22602
Gerente de Renta Variable	Omar Suarez	omar.suarez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22619
Analista Junior Acciones	Juan Felipe D´luyz	juan.dluyz@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22703
Analista Junior Acciones	Sergio Segura	sergio.segura@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22636
Practicante Análisis y Estrategia	Daniel Jiménez	daniel.jimenez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 23632

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen. Tampoco representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A.