

TOP PICKS 2020

Colcap, con un mejor horizonte

20 de diciembre de 2019

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

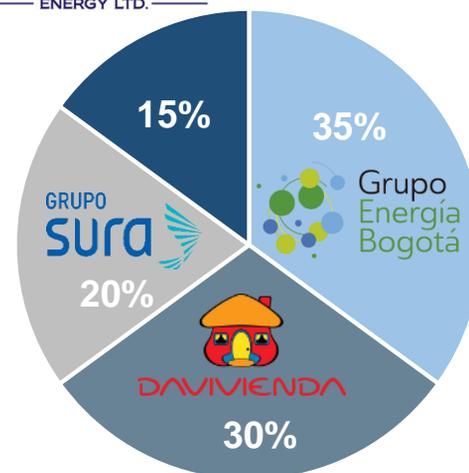
Omar Suárez
Gerente de Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co
6062100 Ext 22619

Aunque esperamos que el 2020 sea un año con una alta volatilidad de los mercados globales, en medio de importantes retos de la economía local y mundial, nuestra perspectiva para el mercado de renta variable colombiano es positiva, con un pronóstico puntual para el Colcap de 1.800 puntos, una valorización de un poco más del 10%. Nuestro argumento se basa en una mejora continua de los resultados financieros de las empresas, donde las utilidades se verían favorecidas por: **1)** Un crecimiento económico para Colombia alrededor del 3%; **2)** Gastos financieros bajos, beneficiados por la estabilidad en la tasa de intervención del Banco de la República y un retroceso de la inflación (principalmente en el 2S20); **3)** Menor carga tributaria tras la aprobación de la reforma tributaria del gobierno en el Senado y la Cámara de Representantes; **4)** Continua automatización de procesos y mayor implementación de la tecnología, que se reflejaría en una estructura de costos más liviana. La expansión en las utilidades en 2020 permitiría que los múltiplos se vieran aún más atractivos que los observados actualmente.

- **Dinámica económica seguiría impulsando los ingresos en 2020:** Teniendo en cuenta que las expectativas de crecimiento económico para el año 2020 se ubican alrededor del 3%, esperamos que dicho desempeño siga impulsando los ingresos de las compañías colombianas. A pesar de que prevemos una moderada desaceleración en la dinámica del consumo, esperamos que las compañías de este sector y el crecimiento de la cartera de los bancos sigan creciendo a un buen ritmo. Lo anterior, acompañado de una estructura de costos más eficiente, los cuales se verían favorecidos cada vez más por la optimización de procesos y por la mayor implementación de proyectos tecnológicos que se traduzcan en ahorros importantes.
- **Estabilidad en tasas de interés y retroceso de inflación favorecerían gastos financieros:** Dado que para 2020 esperamos estabilidad en la tasa de intervención del Banco de la República y un descenso gradual de la inflación (principalmente en el 2S20), prevemos que esto genere un impacto positivo para los gastos de intereses que deben pagar las empresas, lo cual se traducirá en un efecto favorable para la utilidad neta. Asimismo, las bajas tasas de interés de los créditos continuarían generando apetito por nuevos préstamos, donde la buena dinámica de la cartera de consumo seguiría alimentando los ingresos de las compañías. Igualmente, la continua recuperación de la cartera comercial permitiría la financiación de los planes de inversión de las firmas a un costo financiero históricamente bajo.

● Portafolio Top Picks 2020

CANACOL
ENERGY LTD.

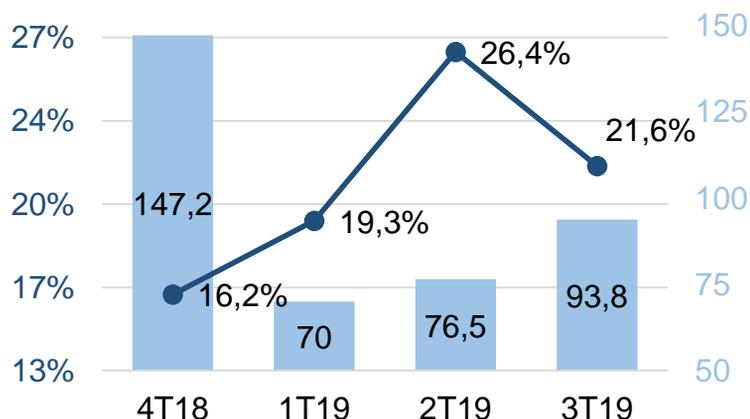


TOP PICKS 2020 •

Mantenemos a GEB dentro de nuestros Top Picks para el año 2020, dado el sólido fundamental que continúa probando la compañía, explicado en un diversificado portafolio de empresas tanto a nivel geográfico como por línea de negocio. Este, consideramos seguirá soportando la fortaleza financiera actual de la compañía, teniendo en cuenta la naturaleza de bajo riesgo de negocio de las compañías que componen el Grupo, en su gran mayoría operando como monopolios naturales regulados.

Esperamos que el ambicioso plan de inversiones de capital hasta 2023 que actualmente maneja la compañía de USD 2.164 MM, teniendo en cuenta todas sus filiales, soporte sus altos márgenes operacionales, observado en un nivel margen EBITDA de 45% a corte del 3T19. Vale la pena mencionar que de dicho plan, GEB espera haber ejecutado el 30% al cierre del presente año, y un 20,7% adicional en 2020.

• Evolución anual ingresos operacionales (eje izquierdo) vs Capex ejecutado (eje derecho en COP BN)



Adicionalmente, esperamos que en 2020 continúe una mayor masificación en el negocio de gas natural en Perú, que dinamice la demanda y en ese sentido favorezca el desempeño operacional de Cálidda, empresa líder en el segmento de distribución de gas en el país vecino.

La misma, también se verá beneficiada luego de la aprobación de la actualización del plan quinquenal para los años comprendidos entre 2018 y 2022, por parte del Osinergmin, que dio paso a un incremento de 7,31% en la tarifa de distribución y proyecta la incorporación de cerca de 160,000 conexiones de gas natural adicionales.

La activa dinámica en M&A del grupo se evidenció en 2019, con la adquisición de Electro Dunas en Perú y la recientemente hecha en Brasil con la compra del 50% de Argo Energia. Respecto a la primera, es un vehículo por medio del cual GEB entra al negocio de distribución y comercialización de energía eléctrica en Perú, y que representaría el ingreso de aproximadamente 240 mil clientes. En dicho país, destacamos que la compañía previo a la adquisición tenía el 66,6% de participación de mercado de transmisión de energía eléctrica. Frente a la adquisición hecha en Brasil, por un valor de USD 845 MM, la compañía también expande su huella en el segmento de transmisión de energía.

Por su parte, resaltamos la entrada de nuevos proyectos a nivel local, como el de transmisión de energía para el 4T19 de Ecopetrol San Fernando 230 kv, junto con la publicación de la licitación para la construcción de la Regasificadora del Pacífico, proyecto en el que igualmente Promigas participaría.

Un factor de gran atractivo en el emisor es, dado su generación de flujo de caja estable y predecible, una sólida política de dividendos, que da lugar a un *dividend yield* por encima del 6,0%, uno de los más altos del Colcap. Dicha rentabilidad, gana aún más atractivo teniendo en cuenta el contexto de bajas tasas de interés en el mercado de renta fija.

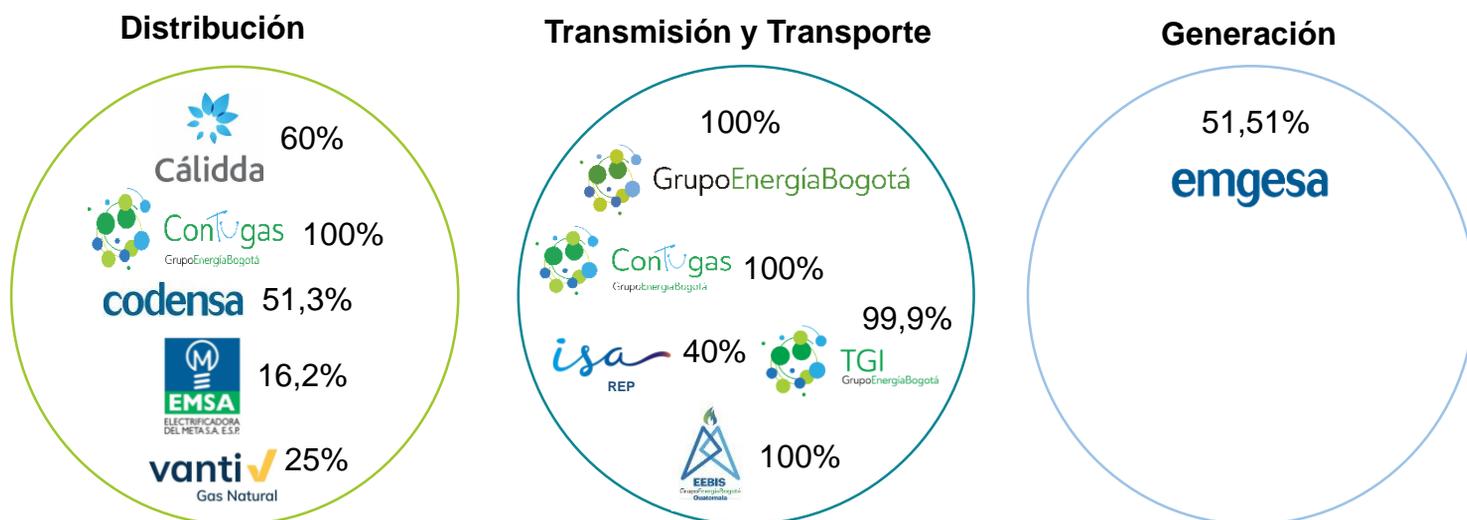
TOP PICKS 2020 •

Finalmente como principales riesgos, consideramos importante monitorear la evolución que tenga la enajenación del remanente de las acciones en poder del Distrito, 9,4% aprobado de las acciones en circulación de la compañía, equivalente a COP 1,89 BN. Dicha venta, se traduciría en una mayor liquidez para el nombre y en una mejor evolución del precio frente a su buen fundamental.

Adicionalmente, en el largo plazo nos preocupa la no participación en proyectos de energías renovables no convencionales, segmento respecto al cual la competencia de la compañía se ha venido fortaleciendo. Dicho riesgo, se profundizó luego de que el Grupo Enel decidiese incrementar su participación en el segmento de no convencionales por medio de la compañía Enel Green Power. Adicionalmente, vale la pena recordar que GEB actualmente continúa en proceso frente al tribunal de arbitramento respecto a la recuperación de los dividendos que dejó de percibir en los últimos años provenientes de Emgesa y Codensa.

Finalmente, respecto a TGI, negocio que actúa como un monopolio natural para el Grupo, actualmente con una participación del 55% del mercado de transporte de gas natural en Colombia, destacamos que los márgenes operacionales de la compañía se podrían ver impactados en el largo plazo dado el vencimiento de los contratos de capacidad con Ecopetrol e Isagen, y el cambio en la remuneración dada la revisión a la baja de 500 pbs en el WACC regulatorio del transporte de gas.

• Estructura Corporativa Grupo Energía Bogotá

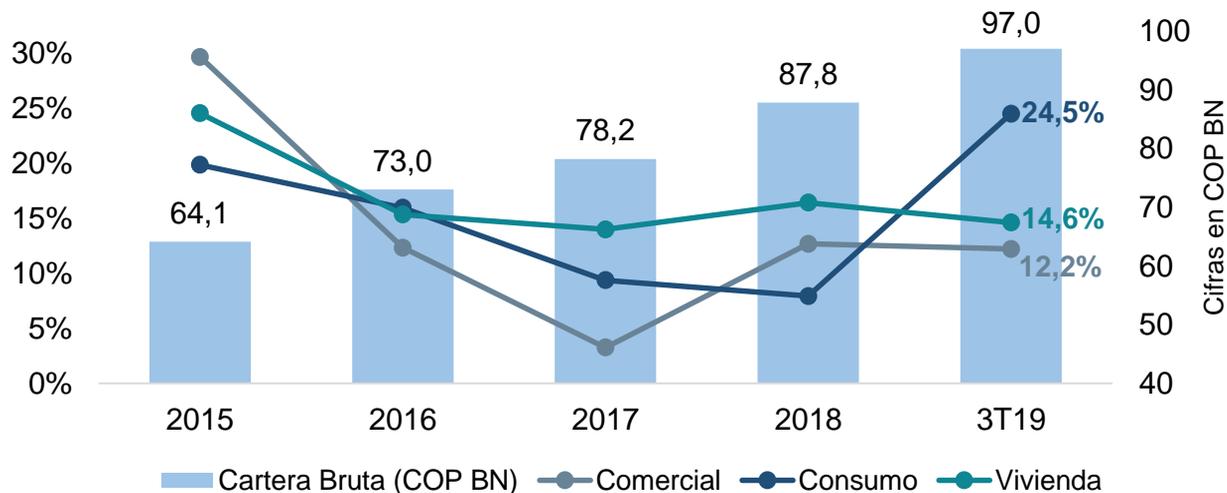


TOP PICKS 2020 •

Mantenemos a Davivienda dentro de nuestros Top Picks 2020. No obstante la acción ha repuntado de manera considerable durante 2019 (+45,5%), dinámica soportada en una mejoría anual en los resultados financieros en lo corrido del año, impulsados, como anticipamos a comienzos del año, en una importante recuperación del sector bancario en Colombia, pensamos que en el mediano y largo plazo la acción aún tiene potencial de una mayor valorización.

Esperamos que la cartera de créditos del banco continúe evidenciando un desempeño saludable, mejor a la del sector bancario colombiano en 2020, la cual estimamos presentaría una ligera desaceleración principalmente por un menor espacio de crecimiento de la cartera de consumo, segmento cuyo incremento a corte septiembre fue de 14,3% anual, el mayor desde abril de 2013.

• Cartera Bruta (eje derecho) y evolución por modalidad de cartera



Lo anterior, dado que del endeudamiento total de los hogares a corte de agosto, aproximadamente el 67% (COP 163,6 BN) corresponde a préstamos de consumo, 8,7% (real) superior anualmente, la tasa más alta desde junio de 2015. En ese sentido, el incremento del endeudamiento actual de los hogares, debilita la sostenibilidad de las tasas de crecimiento de la cartera de consumo para 2020.

Por su parte, en 2019 el gasto de provisiones continuó limitando el desempeño de la utilidad neta y el ROAE del banco, dado el no pago de clientes en los sectores de energía, transporte e infraestructura. Lo anterior, reflejado en casos puntuales como las provisiones de cartera de eventos corporativos como Electricaribe, Ruta del Sol II y el Sistema de Transporte masivo.

No obstante, resaltamos que estos dos primeros eventos corporativos para 2020 estarían provisionados en su totalidad, dando lugar a: i) efecto base positivo anual a nivel de provisiones; ii) mejor desempeño de la utilidad neta y el retorno patrimonial del banco, el cual espera se ubique para el cierre de 2019 en cerca de 13% doce meses; y iii) una reducción en el costo de riesgo de Davivienda en 2020, el cual a corte del 3T19 se ubicó en 2,72% indicador que la administración espera se ubique en 2020 entre 2,2% y 2,3%.

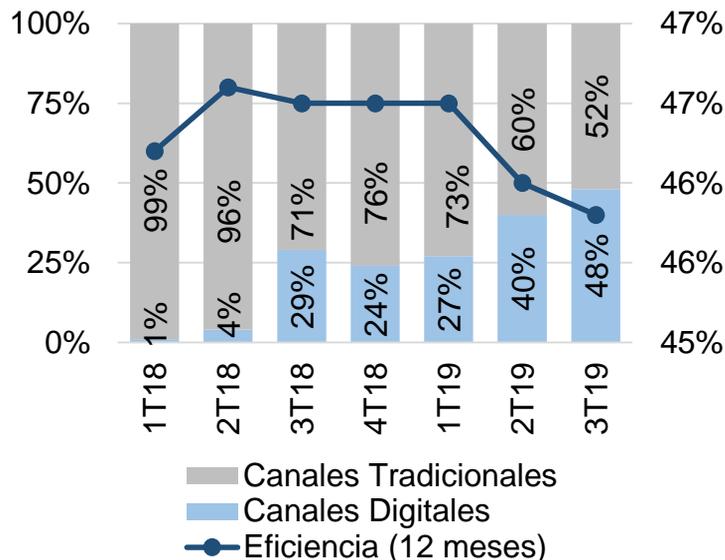
Adicionalmente, consideramos que la estrategia de transformación digital de Davivienda en 2020 continuará fortaleciéndose, ganando una mayor participación en su *mix* de productos, que a corte del 3T19 representaba el 48% (29% en el 3T18).

TOP PICKS 2020 •

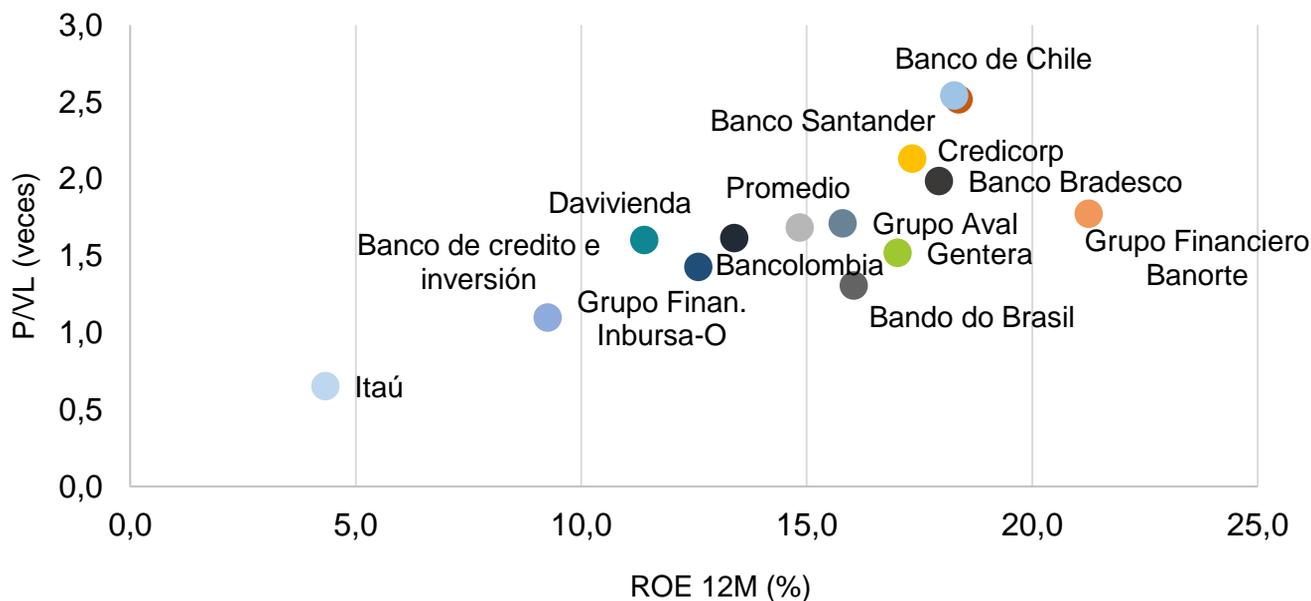
La mayor transformación digital de Davivienda, que ha estado acompañada de un decrecimiento en el número de oficinas del banco (-9% frente al número de 2016), esperamos se vea reflejada en una mayor optimización en su estructura de gastos, y por ende en una dinámica positiva del nivel de eficiencia del banco, el cual a corte de septiembre se ubica en 45,8%, 70 pbs menor en términos anuales.

Finalmente, resaltamos que la acción de Davivienda tranza a un P/VL de 1,6 x, levemente inferior frente al nivel promedio de sus principales comparables (1,7 x), múltiplo que esperamos en 2020 gane un mayor atractivo en razón de una mejor dinámica de la utilidad neta.

• Evolución venta de productos por tipo de canal (eje izquierdo) vs Nivel Eficiencia (eje derecho)



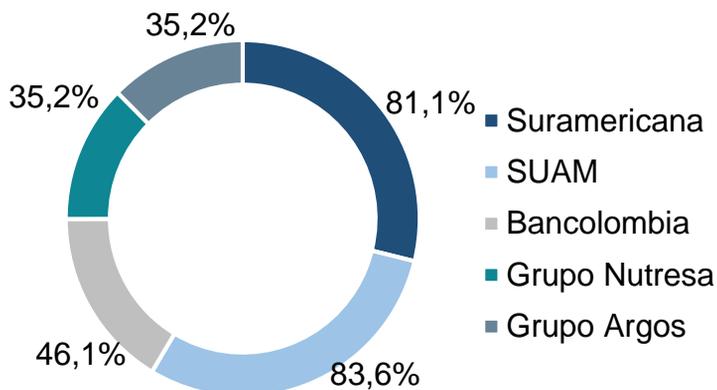
• P/VL vs ROE de Davivienda y comparables



TOP PICKS 2020 •

Conservamos a Grupo Sura en el portafolio de Top Picks para el 2020 dado que no obstante anticipábamos un 2019 al alza para la acción, tras la fuerte desvalorización que experimentó a finales de 2018 a raíz del significativo flujo vendedor por parte del fondo internacional Harbor, ha evidenciado un notorio rezago. En ese sentido, dicho comportamiento sigue dando lugar a un importante margen de maniobra al alza, teniendo en cuenta que según nuestros cálculos el portafolio de inversión de la *holding* evidencia un descuento frente a su precio de mercado actual por encima del 20%.

• Portafolio de Inversiones Grupo Sura



Resaltamos el enfoque de Grupo Sura por buscar constantemente valor en América Latina a través de su segmento de inversiones estratégicas representado por Suramericana y SUAM, que es complementado por un Portafolio de Inversiones constituido por Grupo Argos, Grupo Nutresa, Bancolombia principalmente.

En 2019, en búsqueda de un ROE mayor la *holding* ha orientado sus esfuerzos en una estrategia de desinversión en aquellos negocios con baja rentabilidad ($K_e > ROE$). En ese sentido, la venta del negocio de rentas vitalicias en Chile por USD 214 MM y la enajenación, actualmente en proceso, del mismo negocio en México, sumados a la decisión tomada de no participar en la licitación del seguro previsional en Colombia,

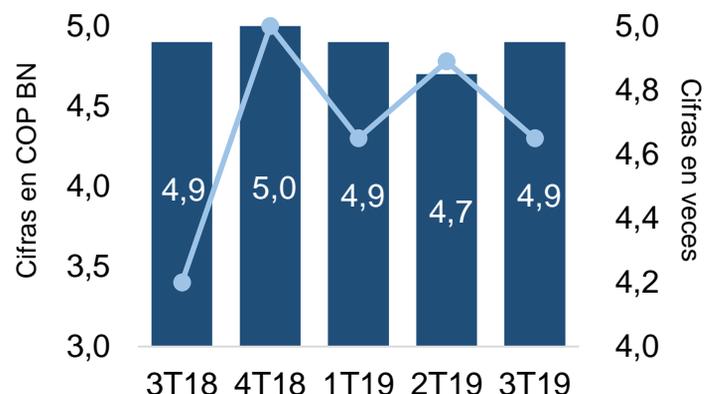
han estado en línea con un proceso por parte de Grupo Sura de rentabilizar y optimizar su capital invertido.

Adicionalmente, el proceso de desinversión en negocios con baja generación de valor ha favorecido el mayor desapalancamiento de Grupo Sura durante 2019, lo cual se refleja en un menor indicador deuda neta sobre dividendos actual frente al presentado al cierre de 2018 (5,3 x).

En ese sentido, esperamos que la compañía siga disminuyendo su nivel de apalancamiento vía una expansión orgánica de los dividendos recibidos, y una posible continuación del proceso de desinversión no obstante gran parte del mismo ya se habría llevado a cabo en 2019. En ese sentido, la *holding* buscaría disminuir su nivel de apalancamiento principalmente por medio de un portafolio de activos más eficiente y una mayor consolidación de las últimas adquisiciones, teniendo en cuenta que el nivel esperado por el *management en 2020* es 4,1x.

De esta manera, esperamos que el precio de la acción refleje en 2020 nuestra positiva perspectiva a nivel fundamental y así de lugar a una disminución en el descuento que evidencia su portafolio de inversiones frente a su precio actual de mercado, que según nuestros cálculos es actualmente de 24,7%.

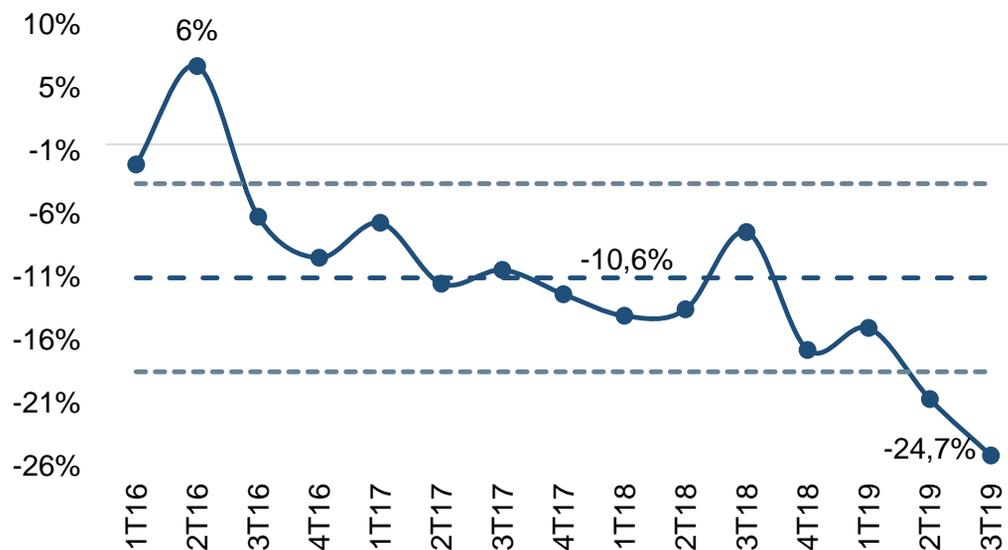
• Evolución apalancamiento individual Grupo Sura



TOP PICKS 2020 •

No obstante, vale la pena mencionar que la compañía en 2020 afronta importantes riesgos relacionados principalmente con: i) las reformas pensionales que se llevarían a cabo en Chile y México, y posiblemente en Colombia; ii) una mayor presión sobre las comisiones en la región en medio de un entorno más competitivo a nivel regional, donde desean realizar una reducción gradual en tarifas; y iii) posible afectación en la rentabilidad, de no darse una mayor maduración de las recientes adquisiciones y teniendo en cuenta que el grueso de del proceso de desinversiones de la compañía fue hecho en 2019.

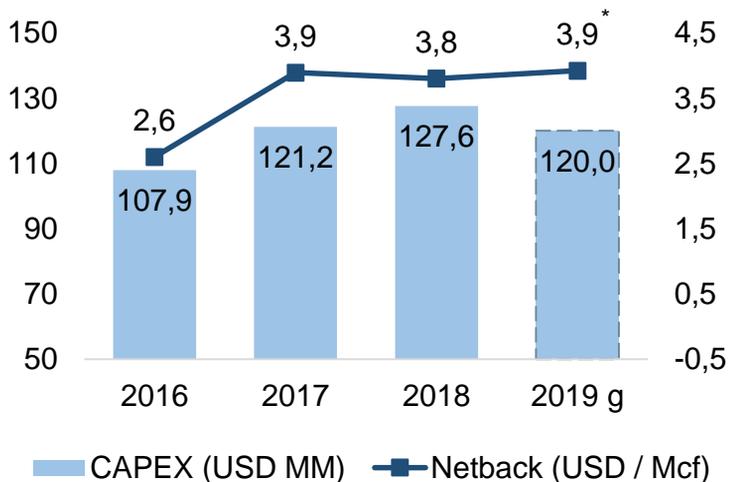
● Evolución Descuento / Prima portafolio de inversiones Grupo Sura vs precio de mercado



TOP PICKS 2020 •

Consideramos que la estrategia llevada a cabo por Canacol en 2019 enfocada en el desarrollo del nicho de mercado del negocio de gas natural en Colombia, tras la venta de casi la totalidad de sus activos de crudo convencional en 2018, ha dado frutos. Los márgenes operacionales han evidenciado una dinámica ascendente durante 2019, ante un positivo comportamiento de la producción de gas natural, que en lo acumulado del año es 18,4% mayor anualmente, y una mayor eficiencia a nivel de Opex. Lo anterior, ha dado lugar a una ganancia operacional neta de gas natural de USD 3,92 por Mcf a corte del 3T19 (+4% A/A), no obstante un menor Capex, que en lo acumulado del año se ubica en USD 79 (-11,0% A/A).

• Netback (eje derecho) vs Capex (eje izquierdo)



Esperamos que en 2020, tras la expansión del gasoducto de Promigas (Jobo a Cartagena) y el inicio de la operación de Jobo 3 durante el 3T19, el nivel de producción de gas natural continúe evidenciando una dinámica creciente, teniendo en cuenta la capacidad restante del gasoducto frente al nivel de operación pleno de 100 MMscf/d. Vale la pena mencionar que al alcanzar dicho nivel, la compañía elevaría su capacidad de tratamiento de gas natural actualmente de 220 a 330 MMscf/d.

Lo anterior, continuaría por un lado soportando un

mayor incremento de las ventas, favorecidas durante gran parte de 2020 en términos anuales por un efecto base positivo, y por otro, presionando el nivel de Opex de la compañía por efecto dilución, en tanto que cerca del 90% de estos son fijos.

En ese sentido, estimamos una dinámica positiva del flujo caja de la compañía, soportado en su naturaleza predecible dado el tipo de contratos de venta de gas natural *take or pay*, los cuales son a largo plazo (cuyo promedio es cercano a los 7 años) y en su mayoría a precio fijo (c. 90%).

Adicionalmente, destacamos el bajo nivel de apalancamiento que presenta la compañía (Deuda/EBITDA igual a 1,70 x a corte del 3T19), que le permite gozar de una mayor flexibilidad financiera de cara a los nuevos proyectos en la mira. Respecto a estos, Canacol se encuentra cerca de firmar un contrato *take or pay* a 12 años para el suministro de 50 MMscf/d de gas de Jobo a Medellín con EPM, el cual requiere la construcción de un gasoducto con capacidad de 100 MMscf/d, proyecto en el cual tendría una participación del 25% y que representaría un costo cercano a USD 300 MM. Consideramos que dicho proyecto, que entraría en operación en 2023, fortalecerá la baja diversificación geográfica de la compañía al ingresar en el interior del país, el mercado de mayor consumo de gas.

De igual forma, resaltamos que la compañía buscará aprovechar sinergias a través de la construcción de una central térmica de energía *in situ*, cerca de sus campos de producción de gas en la costa Caribe. Dicha planta, que se sumaría al proyecto "El Tesorito" donde Canacol tiene una participación del 10%, representaría una ventaja competitiva que le permitiría generar ahorros en cerca de 40% por menores costos de transporte.

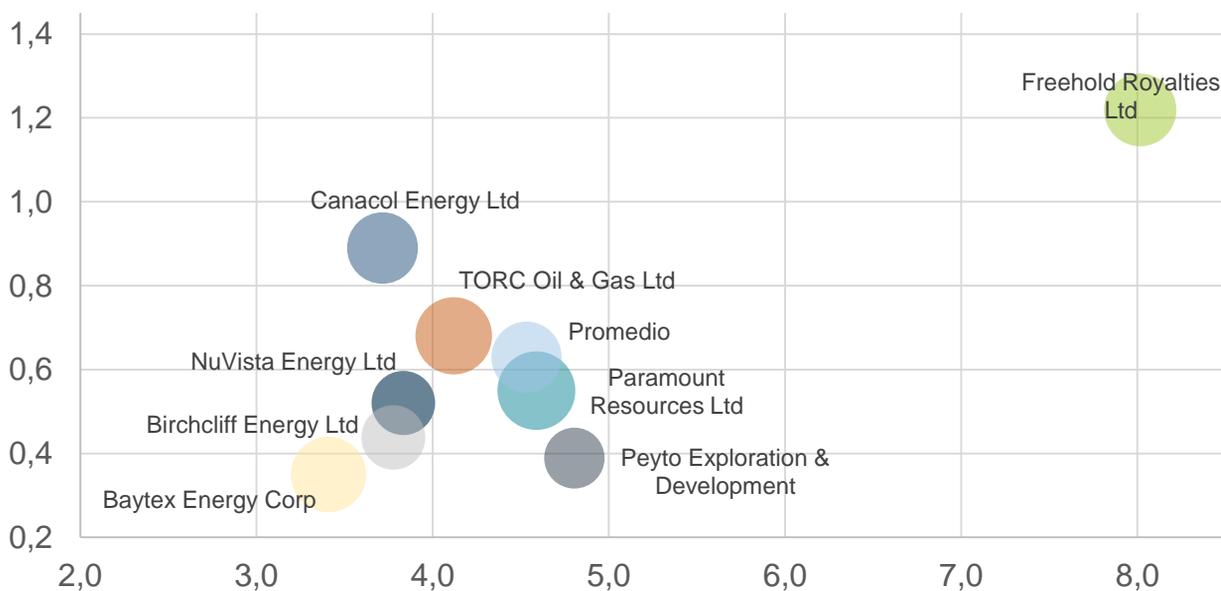
No obstante, vale la pena mencionar que los proyectos previamente mencionados continúan

TOP PICKS 2020 •

sujetos a posibles modificaciones, y respecto a los mismo, la compañía asumiría el riesgo inherente al proyecto con base en su respectiva participación. De igual manera, consideramos importante mencionar la baja liquidez de la acción (volumen de negociación promedio de los últimos 180 días igual a COP 981 MM), la cual se vería más limitada por la recompra de acciones por parte la compañía, recientemente autorizada, por hasta cerca del 10% de las acciones en circulación de la compañía durante un año.

Un factor que consideramos importante resaltar es que, soportado en el buen fundamental de la compañía, esta lanzó un programa por USD 7 MM de pago de dividendo de forma recurrente trimestralmente. Este, iniciará el 4T19, y equivaldría aproximadamente al pago de CAD 0,0052 por acción y un *dividend yield* cercano al 4%.

• P/VL estimado vs EV/EBITDA de Canacol vs comparables



*Tamaño de la circunferencia, en razón de la capitalización de mercado en CAD MM

Finalmente, a nivel de múltiplos bursátiles, al observar el P/VL de la acción de Canacol (2,8 x) frente a sus principales comparables en EE.UU y Canadá, actualmente la acción transa por encima del nivel promedio (0,8 x), mientras que el EV/EBITDA, ubicado en 3,7x es inferior a la media de la muestra (4,5x). No obstante, consideramos que en función de la entrada en operación del nuevo gasoducto de Promigas, cuya plena utilización se evidenciaría en el 4T19, el EBITDA de la compañía se verá impulsado de manera importante y, en ese sentido, impactaría positivamente el nivel de utilidad de la compañía en los próximos trimestres.

TOP PICKS 2020 •

• Tabla Recomendaciones y precios objetivos 12M

Especie	Precio Objetivo	Precio Actual	Potencial de Valorización	Recomendación
GEB	2,385	2,220	7.4%	Sobreponderar
Davienda	48,000	44,700	7.4%	Sobreponderar
Canacol	15,000	11,760	27.6%	Sobreponderar
Nutresa	29,500	25,000	18.0%	Sobreponderar
Grupo Sura	41,700	33,380	24.9%	Sobreponderar
Celsia	5,300	4,480	18.3%	Sobreponderar
BVC	12,000	11,680	2.7%	Neutral
Grupo Argos	20,000	18,180	10.0%	Neutral
Mineros	3,500	3,100	12.9%	Neutral
Cemargos	8,909	6,950	28.2%	Neutral
ISA	20,000	18,480	8.2%	Neutral
Ecopetrol	3,150	3,290	-4.3%	Neutral
PFBancolombia	45,500	46,240	-1.6%	Neutral
Éxito	19,469	14,000	39.1%	Subponderar
CLH	4,200	4,250	-1.2%	Subponderar
Avianca	1,900	1,860	2.2%	Subponderar
ETB	220	235	-6.4%	Subponderar
Concreto	450	451	-0.2%	Subponderar

Alejandro Pieschacon

Director Estrategia de Producto
alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22724

Juan Pablo Vélez

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

Alejandro Forero

Head de acciones Institucional
alejandro.forero@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22843

Análisis y Estrategia**Juan David Ballén**

Director Análisis y Estrategia
juan.ballen@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22622

Mariafernanda Pulido

Analista Renta Fija
maria.pulido@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

Santiago Clavijo

Analista Junior Renta Fija
santiago.clavijo@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22602

Omar Suarez

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

Juan Felipe D'luyz

Analista Junior Renta Variable
juan.dluyz@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22703

Sergio Segura

Analista Junior Renta Variable
sergio.segura@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext:

Daniel Jiménez

Practicante Renta Fija
daniel.jimenez@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23632

Juan Pablo Serrano

Trader de acciones Institucional
juan.serrano@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22630

Mesa Institucional Renta Fija**Enrique Fernando Cobos**

Gerente Mesa Institucional
enrique.cobos@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22717

Olga Dossman

Gerente Comercial
Olga.dossman@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23624

Adda Padilla

Gerente Comercial
adda.padilla@casadebolsa.com.co
Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22607

ADVERTENCIA

Este material no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Este material no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. La información contenida en este documento se presume confiable, pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza su total precisión, los datos utilizados son de conocimiento público. En ningún momento se garantizan las rentabilidades estimadas asociadas a los diferentes perfiles de riesgo. Variables asociadas al manejo de las posiciones, los gastos y las comisiones asociadas a su gestión pueden alterar el comportamiento de la rentabilidad. Es posible que esta estrategia de inversión no alcance su objetivo y/o que usted pierda dinero al invertir en ella. La rentabilidad pasada no es garantía de rentabilidad futura. Ninguna parte de la información contenida en el presente documento puede ser considerada como una asesoría legal, tributaria, fiscal, contable, financiera, técnica o de otra naturaleza, o recomendación u opinión acerca de inversiones, la compra o venta de instrumentos financieros o la confirmación para cualquier transacción, de modo que, este documento se distribuye únicamente con propósitos informativos, y las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Por lo anterior, la decisión de invertir en los activos o estrategias aquí señalados constituirá una decisión independiente de los potenciales inversionistas, basada en sus propios análisis, investigaciones, exámenes, inspecciones, estudios y evaluaciones. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Certificación del analista: El (los) analista(s) que participó (arón) en la elaboración de este informe certifica(n) respecto a cada título o emisor a los que se haga referencia en este informe, que las opiniones expresadas se hacen con base en un análisis técnico y fundamental de la información recopilada, que se encuentra(n) libre de influencias externas. El (los) analista (s) también certifica(n) que ninguna parte de su compensación es, ha sido o será directa o indirectamente relacionada con una recomendación u opinión específica presentada en este informe.