

CRECIENDO A CUENTAGOTAS

EL LIBRO
INFORME ANUAL
2018

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA



Corredores Davivienda S.A. / Comisionista de Bolsa / Filial Banco Davivienda S.A.



DAVIVIENDA



DAVIVIENDA
Corredores

Esta página fue dejada intencionalmente en blanco

CRECIENDO A CUENTAGOTAS

EL LIBRO
INFORME ANUAL
2018



www.davivienda.com

 @davivienda

 Banco Davivienda



WWW.daviviendacorredores.com

 @davicorredores

 Davivienda corredores

RENTA VARIABLE

DAVIVIENDA CORREDORES

Investigaciones Económicas y Estrategia

Carrera 7 No. 71 – 52 Torre B Piso 16
Bogotá, Colombia
(571) 312 3300
www.daviviendacorretores.com

José Germán Cristancho

Gerente Investigaciones Económicas y Estrategia
jcristancho@corretores.com
Teléfono: + (571) 312 3300 Ext. 92212

INVESTIGACIONES Y ESTRATEGIA

Katherine Ortiz

Analista Senior Acciones
kortiz@corretores.com
Ext.: 92134

Cristina Manotas

Analista Acciones
cmanotas@corretores.com
Ext.: 92473

Melissa Ochoa

Analista Renta Fija
mochoa@corretores.com
Ext.: 92192

Sebastián Pachón

Analista Cuantitativo
spachon@corretores.com
Ext.: 92115

Angie Rodríguez

Analista Acciones
arodriguezv@corretores.com
Ext.: 92110

Juan Pablo Pedraza

Practicante
jpedraza@corretores.com
Ext.: 92229

Ricardo Sandoval

Analista Acciones
rsandoval@corretores.com
Ext.: 92257

COLOMBIA: PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2017- 2018

BANCO DAVIVIENDA

Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

Av El Dorado No. 68C-61 Piso 9
Bogotá, Colombia
(571) 3300000
www.davivienda.com

Andrés Langebaek

Director Ejecutivo Estudios Económicos Grupo Bolívar
alangebaek@davivienda.com
Teléfono: + (571) 330 0000 Ext. 59100

Maria Isabel Garcia

Análisis Fiscal y Externo
migarciag@davivienda.com
Teléfono: + (571) 330 0000
Ext. 59101

Nelson Fabian Villareal

Análisis Sectorial
nfvillar@davivienda.com
Teléfono: + (571) 330 0000
Ext. 59104

Hugo Andrés Carrillo

Analista Inflación
hacarrillo@davivienda.com
Teléfono: + (571) 330 0000
Ext. 59120

Jorge Perilla

Análisis Sectorial
jeperill@davivienda.com
Teléfono: + (571) 330 0000
Ext. 59103

Ángela María Hurtado

Análisis Financiero
amhutad@davivienda.com
Teléfono: + (571) 330 0000
Ext. 59105

EQUIPO DE APOYO

Ana Milena Montaña

Jefe de Mercadeo
Davivienda Corredores
amontana@corretores.com

Ediciones Gamma

Diseño y corrección
Tel.: 5930877 ext.:94880 / 94881
edicionesgamma.com

CRECIENDO A CUENTAGOTAS

EL LIBRO
INFORME ANUAL
2018



Disclaimers

Este documento ha sido diseñado por el **Banco Davivienda S.A.** para sus filiales con base en información disponible en medios públicos de información financiera.

Toda inversión en el mercado financiero conlleva riesgos. En tal sentido, para decidir sobre una inversión, usted debe evaluar los riesgos del producto financiero, su perfil de riesgo, el plazo para disponer de sus recursos y sus expectativas, entre otras variables. Este documento lo puede orientar pero no debe ser el único factor de consulta para tomar decisiones, de modo que estas deben corresponder a un análisis consciente y suficientemente informado.

Las cifras descritas aquí son informativas y no constituyen una oferta para la ejecución de operaciones. Las obligaciones que adquiere la sociedad con la publicación de este documento son de medio y no resultado. En tal sentido, la utilización de esta información es de responsabilidad exclusiva del cliente o usuario y en ningún caso podrá interpretarse como garantía o certeza de rentabilidad.

La información publicada en este documento constituye la opinión de la sociedad, basada en análisis y estudios de datos específicos que han sido valorados en el contexto del mercado, por tanto no pueden leerse de manera aislada; asimismo, puede estar sujeta a cambios. El análisis técnico de la información puede estar basado en el comportamiento histórico de las especies o los valores, lo cual no implica la garantía de iguales o similares resultados en el futuro.

Los valores objeto de estudio no necesariamente hacen parte del portafolio ni de la oferta de productos de servicios financieros del Banco Davivienda S.A. y/o sus filiales. No obstante, cada una de las sociedades del grupo cumple con la reglamentación vigente sobre gestión de conflictos de interés y de manejo de información.

La copia, venta o distribución de esta información solo podrá realizarse con la autorización expresa y escrita del Banco Davivienda S.A. © Banco Davivienda S.A. Bogotá, octubre 2017

Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa no se hace responsable por la toma de decisiones de inversión que se deriven de la información y de los análisis presentados en este documento. Dichas decisiones, sus efectos y consecuencias serán de exclusiva responsabilidad del inversionista. Los datos publicados son informativos y han sido tomados de fuentes confiables, pero Corredores Davivienda S.A. no garantiza que estén libres de errores. No se permite la reproducción total o parcial de este documento sin la autorización previa y expresa de Corredores Davivienda S.A.

En adición a lo anterior, informamos que:

1. Corredores Davivienda S.A. es filial (parte relacionada) del Emisor Banco Davivienda.
2. Corredores Davivienda S.A. es una de las empresas integrantes del Grupo Empresarial Bolívar.
3. Corredores Davivienda S.A., conforme a sus políticas de riesgo y de inversiones, podría adquirir o mantener para su posición propia los activos financieros o valores a los que hace referencia el presente informe al momento de su elaboración o divulgación.

CRECIENDO A CUENTAGOTAS

EL LIBRO
INFORME ANUAL
2018

Contenido

Presentación

1. Colombia: perspectivas macroeconómicas 2017/2018	8
Introducción	9
Principales factores de riesgo para 2018	11
Sector externo	15
Inflación	16
Estimaciones de crecimiento	17
Tasa de cambio	26
Política monetaria	28
Finanzas públicas	29
2. 2018: Balanza se inclina del lado de las oportunidades	32
Precios objetivo y recomendaciones	33
Metodología	34
¿Qué ha pasado durante 2017?	36
¿Cómo se ha desempeñado el COLCAP respecto a nuestra estimación?	37
2018: Balanza se inclina del lado de las oportunidades	37
Nivel Objetivo COLCAP 2018	42
Riesgos y oportunidades a monitorear en 2018	42
Top Picks 2018	44
3. Universo de compañías bajo cobertura	53
Avianca Holdings	55
Bancolombia	60
Banco de Bogotá	66
Celsia	72
Cementos Argos	78
Cemex Latam Holdings	84
Concreto	90
Corficolombiana	96
Ecopetrol	102
Grupo Argos	110
Grupo Aval	116
Grupo Energía de Bogotá	122
Grupo Éxito	128
Grupo Nutresa	134
Grupo Sura	140
ISA	146
Terpel	152

PRESENTACIÓN

AUNQUE EL PROCESO DE AJUSTE DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA NO HA CONCLUIDO, EN 2018 LA BALANZA PARECE INCLINARSE POSITIVAMENTE PARA LAS ACCIONES

Sin lugar a dudas, el año 2017 ha traído importantes retos para las empresas colombianas en términos de la dinámica en sus ventas, métricas de rentabilidad y alta competencia; explicados principalmente por: i) la implementación de los tres puntos adicionales de IVA desde inicio de año que afectaron el ingreso disponible de los hogares y, por lo tanto, su ritmo de gasto, ii) investigaciones por corrupción en la concesión Ruta del Sol II que afectaron la confianza de los inversionistas y frenaron los desembolsos y cierres financieros para las obras de infraestructura 4G, iii) deterioro de la calidad de la cartera de los bancos que ha incrementado los gastos en provisiones, y iv) intensificación de la competencia de los *hard discounters*¹ y los demás formatos de comercio minorista, entre otros.

Así pues, las expectativas que planteamos en nuestra publicación anterior *El Libro 2017, Selectividad: La pieza fundamental*, se han venido materializando y han llevado al mercado accionario colombiano a ser uno de los más rezagados entre los emergentes, a pesar del buen desempeño que estos han tenido en el 2017². De esta manera, el nivel objetivo que

estimábamos hace un año para el índice COLCAP en 2017 de 1,472 puntos, ha sido reconocido satisfactoriamente por el mercado y, a su vez, ha generado un exceso de retorno de nuestra canasta de *Top Picks* de 4.57%, la cual alcanza un retorno total de 14.76% en lo corrido de 2017 comparado con el 10.19% del índice COLCAP.

Aunque consideramos que el ajuste que inició la economía colombiana luego de la caída del precio del petróleo no ha concluido, sí esperamos que a partir de 2018 se dé un repunte en la tasa de crecimiento, impulsada por la recuperación del consumo de los hogares dados los menores niveles de tasas de interés e inflación y mejor desempeño de las exportaciones ante un panorama de mayor crecimiento global. En todo caso, estimamos que las tasas de crecimiento seguirán siendo bajas respecto a lo que hemos observado en ciclos anteriores o frente al potencial que tiene nuestra economía. En línea con esto, anticipamos una mejoría en los resultados operacionales de las compañías a través de un repunte en sus ingresos y un menor gasto financiero, por lo cual proyectamos un crecimiento en las utilidades de 15.3%, del EBITDA de 16% y el valor en libros de 6.25%. Así, esperamos una expansión en el ROE del índice de 90 pbs desde 10.1% a cierre de 2017 hasta 11% a cierre de 2018.

¹ Tiendas de descuento duro como D1, Justo y Bueno, Ara y D'Primera Club.

² Medido por el comportamiento en dólares del índice MSCI, Colombia ha tenido un retorno de 10.15% contrastando con el 29.41% de los emergentes y el 23.51% de Latinoamérica.

Sumado a la recuperación de la economía local, consideramos que son varios los factores que pueden llevar a un desempeño positivo del mercado accionario colombiano, algunos de los cuales podemos destacar:

- > **Mayor crecimiento global:** Según el FMI el mundo retornará a sus tasas de crecimiento de 3.7% - 3.8% a partir de 2018 luego de haber crecido 3.2% en 2016.
- > **Estabilidad en el precio del petróleo:** una mejor perspectiva por el lado de la demanda global y un aumento en la producción de petróleo por parte de Estados Unidos plantean un escenario equilibrado para las materias primas.
- > **Menores niveles de deuda y reducción en los gastos financieros:** las menores tasas de interés locales y externas, y los niveles de inflación más bajos a los de los últimos dos años, tendrán un efecto positivo en los resultados corporativos.
- > **Rezago del mercado colombiano:** las valoraciones reflejan importantes descuentos respecto a los demás mercados latinoamericanos, haciendo de Colombia una alternativa bastante atractiva.

Finalmente, reconocemos que aún hay riesgos importantes que los inversionistas deberán considerar tales como la incer-

tidumbre que causa el proceso de elecciones presidenciales, los retrasos de las obras de infraestructura 4G y la lenta recuperación económica, los cuales pueden limitar el avance del mercado colombiano, especialmente en los primeros meses del próximo año.

En línea con lo anterior, y por las razones que exponemos más en detalle durante esta publicación, hemos rebalanceado nuestra canasta de Top Picks y hemos seleccionado a **Grupo Éxito, Grupo Energía Bogotá y Grupo Argos** como las inversiones más atractivas para el 2018; dados sus amplios descuentos respecto a lo que consideramos es su valor justo y el crecimiento esperado en sus resultados operacionales hacia adelante.

Reiteramos a nuestros clientes nuestro mayor compromiso y disposición para seguirles brindando un completo acompañamiento y asesoría en su acercamiento al mercado de capitales y sus decisiones de inversión, a través de nuestro destacado equipo profesional. Por ello, ponemos a su disposición **El Libro 2018, Creciendo a Cuentagotas.**

José Germán Cristancho Herrera
Gerente de Investigaciones Económicas y Estrategia
Davivienda Corredores

Bogotá, octubre de 2017

COLOMBIA: PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2017/2018

1



23	דהיל	-2.56%	61	קפיטל פוינט	+0.00%	2126	קמחודע	-2.63%	2255	קומפיונ	-1.1
טבע	-0.38%	60770	חברה לישראל	-1.19%	1409	דלק קרוחים	+0.00%	82000	קבוצה	+0.00%	
נ	-0.47%	2771	מג'יק	+0.04%	283	מגדל ביטוח	+0.02%	460	מבני תעשיה	-0.09%	
10ט	+0.18%	16650	עוריאלי	+0.10%	28810	ונסים בנין	+0.30%	6028	טאר החזקות	+0.30%	
23	דהיל	-2.56%	61	קפיטל פוינט	+0.00%	2126	קמחודע	-2.63%	2255	קומפיונ	-1.1
טבע	-0.38%	60770	חברה לישראל	-1.19%	1409	דלק קרוחים	+0.00%	82000	קבוצה	+0.00%	
נ	-0.47%	2771	מג'יק	+0.04%	283	מגדל ביטוח	+0.02%	460	מבני תעשיה	-0.09%	
10ט	+0.18%	16650	עוריאלי	+0.10%	28810	ונסים בנין	+0.30%	6028	טאר החזקות	+0.30%	

I. Introducción

El año 2017 ha sido de continuidad en el proceso de ajuste que viene haciendo la economía después de la caída de los precios del petróleo en el año 2014. Prueba de que el ajuste no ha terminado es el hecho de que el déficit en cuenta corriente en los doce meses terminados en junio continúa siendo alto, 4.1% del PIB.

Por las razones que se exponen en la sección sobre política monetaria, parece inevitable que el crecimiento económico en Colombia sea bajo mientras que no se disminuya en forma significativa el déficit en cuenta corriente. Sin embargo, el crecimiento económico observado en 2017 parece estar claramente por debajo del que se requeriría para ajustar el déficit en cuenta corriente.

En esta introducción presentamos un resumen de los principales eventos por los cuales la economía colombiana no creció en la forma que se esperaba en 2017 e incluimos los argumentos más importantes por los cuales pensamos que en el 2018 tendremos una moderada recuperación.

¿Por qué la economía creció menos en 2017?

El año ha estado marcado por una serie de eventos que han hecho que la economía crezca menos de lo esperado. Entre los factores que explican esta situación están:

1. La respuesta de las exportaciones no tradicionales¹ ha sido muy pobre. Después de casi tres años de mantener una tasa de cambio mucho más competitiva, llama la atención que las exportaciones no tradicionales continúan presentando un bajo dinamismo. Si bien las exportaciones totales en dólares se han incrementado, las exportaciones en pesos constantes caen un 3.24% en el primer semestre de este año. Así las cosas, el incremento de las exportaciones en dólares se debe, fundamentalmente, al incremento en precios de las exportaciones, en particular de las de petróleo y carbón, y secundariamente a una mejora importante en la cosecha cafetera que ha permitido mayores volúmenes de exportación. Son varias las circunstancias que han impedido un dinamismo de este componente del PIB pero sin duda el más importante tiene que ver con el hostil ambiente internacional que hemos tenido que enfrentar, en particular el colapso de la economía venezolana.

Adicionalmente vale la pena señalar que el aparato productivo, en particular el sector productor de bienes transables de la economía, estaba bastante resentido a raíz de la apreciación de la tasa de cambio que se produjo por el auge en los precios del petróleo.

2. El programa de Concesiones Viales de Cuarta Generación (CVCG)² ha tenido menor dinamismo frente al inicialmente anticipado. En principio esperábamos que para este año el aporte al PIB de estos programas fuera de 0.4 puntos porcentuales pero con los nuevos retrasos la estimación se ha reducido a 0.1. Son varias las circunstancias que le han hecho perder ritmo al programa entre las que se destacan: a) Las consultas a comunidades que en algunos casos demoran el trámite

Elaborado por
La Dirección Ejecutiva
de Estudios Económicos

Andrés Langebaek

Director Ejecutivo Estudios
Económicos Grupo Bolívar
alangebaek@davivienda.com
(571) 330 0000 Ext 59100

María Isabel García

Análisis Fiscal y Externo
migarcia@davivienda.com
(571) 330 0000 Ext 59101

Hugo Andrés Carrillo

Análisis Inflación
hacarrillo@davivienda.com
(571) 330 0000 Ext 59120

Nelson Fabian Villarreal

Análisis Sectorial
nfvillar@davivienda.com
(571) 330 0000 Ext 59104

Angela María Hurtado

Análisis Financiero
amhurtad@davivienda.com
(571) 330 0000 Ext 59105

Jorge Enrique Perilla

Análisis Sectorial
jeperill@davivienda.com
(571) 330 0000 Ext 59103

¹ Los productos tradicionales de exportación de Colombia son: petróleo y sus derivados, carbón, café y ferróniquel.

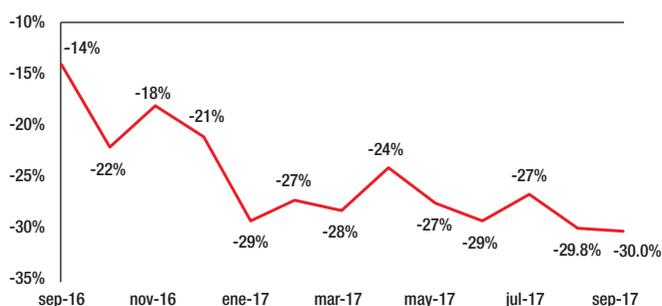
² Incluimos aquí los proyectos de Asociación Público-Privadas de iniciativa privada.

de los proyectos y en otros han llegado a cancelarlos completamente, b) mayores necesidades de capital de algunos concesionarios, c) demoras en los trámites de licencias ambientales y d) la declaratoria de nulidad por parte del Gobierno Nacional de un contrato en el que participaba la firma brasilera Odebrecht a consecuencia del hallazgo de corrupción en la adjudicación del contrato para la construcción de la Ruta del Sol sector 2. Este hecho generó un limbo jurídico pues la ley colombiana no tiene definido en la actualidad el proceso a seguir en estos casos para proteger los recursos comprometidos por parte de los prestamistas de los proyectos. Esta circunstancia llevó a que los financiadores pusieran freno a los desembolsos hasta que no existan reglas claras al respecto.

3. Probablemente el factor que ha producido el mayor impacto en el crecimiento económico en este año tiene que ver con los efectos del IVA sobre los niveles de confianza y de consumo de los hogares. Existe una clara evidencia internacional –que se analiza más adelante en este documento– en relación con el impacto adverso en el corto plazo de incrementos de este impuesto en el crecimiento. Ya habíamos advertido sobre esta situación en nuestro informe de hace un año. Sin embargo, habíamos pensado que el Congreso de la República podría aprobar una implementación gradual en este impuesto, lo que finalmente no ocurrió. En consecuencia el consumidor sufrió de lleno el incremento de los tres puntos del IVA.

Al respecto, el Indicador de Confianza de Davivienda³ muestra claramente el deterioro que se presentó: mientras en septiembre de 2016 el indicador alcanzaba

► Indicador de confianza Davivienda



Fuente: Estimaciones DAVIVIENDA - Dirección de Estudios Económicos

-14%, en enero de este año –coincidiendo con la aplicación de la reforma tributaria– cayó a -29%. Entre enero y septiembre el indicador ha oscilado alrededor de -27.6% sin dar señales de una recuperación. Tenemos alguna evidencia adicional de que el consumidor aumentó su preferencia por el ahorro⁴.

Algunos eventos han evitado que la economía haya tenido un comportamiento incluso más débil. Desde el punto de vista de los sectores vale la pena destacar el desempeño del sector agropecuario que en el primer semestre del año creció a una tasa del 6.1% frente al crecimiento del 0.7% que registraba en el último semestre del año anterior. De otra parte, las cifras de crecimiento del PIB por el lado del gasto durante el primer semestre del año constatan que el gobierno ha venido, gracias a los mayores recaudos por la reforma tributaria, incrementando su gasto a un mayor ritmo. En el período mencionado el consumo del gobierno se incrementó en 3.4%, cifra que contrasta con el crecimiento de apenas 0.32% de este rubro en el segundo semestre del año pasado.

Como se tratará en otra parte de este documento, el papel contra-cíclico del gasto público es sin duda de muy corto plazo (solo alcanzará para el año 2017) puesto que las cifras del proyecto de presupuesto que el Gobierno Nacional presentó a consideración del Congreso para el próximo año prevén una caída muy significativa de la inversión pública (-16.8%).

¿Qué esperar en el 2018?

Existe un consenso entre analistas y autoridades en el sentido de esperar una recuperación económica el próximo año. Nuestros estimativos están en línea con ese consenso aunque tenemos una proyección de crecimiento de 2.2%, más moderada que la que tiene el promedio de los analistas.

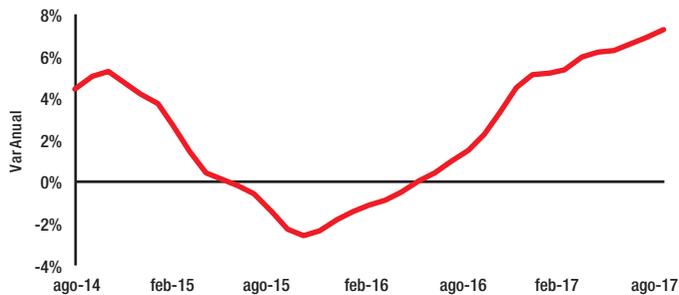
Los factores externos e internos que estarían explicando el repunte de la actividad económica en 2018 son los siguientes:

La actividad económica en el mundo, así como el comercio mundial, muestra una recuperación importante en 2017 y 2018. De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento mundial en 2017 alcanzaría un 3.6% y podría aumentar a 3.7% en 2018. Estas cifras contrastan con el crecimiento de apenas 3.1% que se obtuvo en 2016. La recuperación debería soportar un mejor precio de los *commodities* propiciando así una mayor demanda para los países emergentes, en especial Brasil y Rusia.

³ Este indicador mide si ha habido una mejora en la percepción sobre la confianza en la economía por parte de una muestra de clientes del Banco. El nivel de respuesta es, en promedio, de 6 mil personas naturales por mes. El indicador se construye como la diferencia entre el porcentaje de quienes consideran que la confianza en la economía ha mejorado y el porcentaje que opina que ha disminuido.

⁴ En el sondeo que hace el Banco a sus clientes también se pregunta si es buen momento para ahorrar o para adquirir obligaciones financieras. Podemos destacar que la proporción de clientes que considera que es momento para ahorrar ha aumentado, pasando de 87% en diciembre de 2016 al 88.1% en septiembre pasado.

► Movimiento contenedores principales puertos del mundo



Fuente: * Tendencia ciclo
Fuente: Institute of Shipping Economics and Logistics

Son varios los indicadores que confirman que esta recuperación se ha venido dando tanto en la actividad económica mundial como en el comercio global. Los indicadores líderes de la OCDE, que anticipan los puntos de giro del ciclo económico en países desarrollados con seis a ocho meses de anticipación, presentan una mejoría importante. Los indicadores del PMI global, que miden a través de encuestas los niveles de actividad, empleo, pedidos e inventarios, entre otras variables, en los principales países del mundo, presentan desde hace varios meses una sólida recuperación. Las proyecciones de los analistas internacionales también han tenido un sesgo alcista, principalmente en Europa.

Por último, en lo que a indicadores del comercio mundial se refiere, podemos destacar el movimiento de contenedores en los principales puertos del mundo que al mes de agosto pasado presentaba un crecimiento de 7.3%, alza que contrasta con el aumento de tan solo 1.5% que se registraba hace un año.

En lo que a factores internos se refiere, la reducción en las tasas de interés es el más importante para explicar el repunte de la actividad económica el próximo año. Al respecto, cabe recordar que a consecuencia del fenómeno de El Niño que se presentó a finales de 2015 y principios de 2016, la inflación de alimentos se elevó en forma considerable, lo que propició un desbordamiento inflacionario muy fuerte que llegó a su momento más crítico en julio del año pasado con una inflación total del 8.96%. Como reacción de política, el Banco de la República elevó su tasa de intervención que pasó de 5.75% al comenzar el año a un máximo de 7.75% entre agosto y noviembre. A consecuencia de la tendencia deflacionista iniciada en agosto del año pasado, la autoridad monetaria pudo iniciar una fase bajista de su tasa que pasó a 7.5% en diciembre pasado y a 5.25% en septiembre de este año.

Si bien no se espera que el Banco de la República pueda seguir reduciendo su tasa en forma muy agresiva durante el 2018, es claro que la tasa de interés promedio se estaría re-

duciendo de un 6.25% en 2017 a un 5% en 2018. A este estímulo monetario hay que sumarle la misma estabilización de la inflación que en 2018 terminaría cerca al 4.15%.

II. Principales factores de riesgo para 2018

En esta sección presentamos los principales factores de riesgo que podría enfrentar la economía colombiana durante el 2018. Entendemos por factores de riesgo eventos cuya probabilidad de ocurrencia depende de circunstancias difíciles de pronosticar y que pueden cambiar la senda de crecimiento en uno u otro sentido. A continuación abordaremos estos factores dividiéndolos en factores de origen externo e interno.

Factores externos

► **Sobre la política de la administración del presidente Trump.** Como se menciona en otras partes de este documento, durante 2017 los analistas y el mercado fueron perdiendo su fe en un impacto significativo de la nueva administración Trump sobre la economía de los Estados Unidos. Esto se debió a varios elementos entre los que se destacan los problemas de la nueva administración en consolidar mayorías suficientes en el Congreso para apoyar las reformas al Obamacare y en sacar adelante y con prontitud una reforma tributaria que había prometido reducir los impuestos a las empresas. Al cierre de la edición de este documento se había presentado por parte de la administración una propuesta un poco más realista para reformar los impuestos y en algunos temas, como el del techo de la deuda, se habían observado alianzas entre el presidente Trump y los demócratas para sacar adelante algunos proyectos legislativos. De destrabarse estos proyectos la economía de los Estados Unidos podría crecer más con el consecuente impacto sobre la demanda externa y los precios de los *commodities*. Habría también un impacto sobre las tasas de interés, pero tal y como se discute en la sección sobre tasa de cambio, nuestro escenario base ya contempla tres incrementos de tasas de interés por parte de la autoridad monetaria en los Estados Unidos el próximo año.

En lo que a política de comercio exterior se refiere, la nueva administración adelanta los procesos de renegociación del tratado de libre comercio con México y Canadá, más conocido como Nafta. El éxito o fracaso de esta renegociación es de vital importancia para las políticas liberales en el mundo. Dada la necesidad que tiene nuestro país de diversificar sus exportaciones y consolidar a este sector como motor del desarrollo en los próximos

años, continuar con el acceso de los productos colombianos al mercado de los Estados Unidos es importante. Por lo tanto, una renegociación que condicione o limite excesivamente el comercio con ese país debería verse con malos ojos para Colombia.

Finalmente, ya se ha visto que la nueva administración ha llamado la atención sobre el incremento en la producción de cultivos ilícitos y que ha abierto la posibilidad de que nuestro país no sea certificado en la materia. Una des-certificación podría reducir los flujos de ayuda y cooperación al país, sin embargo, el impacto económico directo de esta eventualidad no sería de gran magnitud.

- > **Precios del petróleo.** Como se verá más adelante en este documento, las preocupaciones fundamentales en el tema petrolero se concentran en dos temas principales: el crecimiento de la demanda y el aumento de la oferta de los Estados Unidos. Sobre el primer tema, los bajos precios actuales junto con el mayor crecimiento mundial han empezado a mejorar el panorama. La reactivación en los principales países desarrollados es evidente y debe traducirse en una mayor demanda por combustibles. Respecto al segundo punto, es probable que los Estados Unidos continúen con incrementos en su producción dados los ajustes de costos que se observan en la industria y el moderado aumento en los precios.

Además de los elementos anteriores, debemos llamar la atención sobre la incertidumbre que se tiene en el papel de la OPEP en la fijación de precios el próximo año. En particular, existen dudas sobre la voluntad y la capacidad del organismo para realizar recortes de suministro. Es claro que hasta ahora esta tarea ha recaído exclusivamente en Arabia Saudita. La posibilidad de que los recortes continúen dependerá de que otros países se sumen a este esfuerzo.

Para efecto de las proyecciones de este documento, se trabaja con un precio promedio para 2018 de USD 54.1 por barril.

- > **Situación económica en Venezuela y Ecuador.** En nuestro informe del año pasado afirmábamos que si bien era difícil esperar un gran dinamismo en las ventas a nuestros vecinos, el incremento en los precios del petróleo y la necesidad de encontrar fuentes más económicas de abastecimiento de alimentos y otros productos básicos ayudarían a que el comercio bilateral con

nuestros vecinos mejorara. Esta predicción se cumplió parcialmente. En lo corrido de 2017 hasta el mes de agosto, las exportaciones a Ecuador crecieron un 24.6% alcanzando los USD 879 millones. La recuperación de las ventas externas se debió a la eliminación de las salvaguardias a los productos colombianos y a la mejoría de la economía. La situación de Venezuela es, por el contrario, mucho más complicada. En el mismo período las ventas a ese país cayeron 57.1% llegando a apenas USD 215 millones. Además, es bien conocido que la migración de ese país hacia Colombia ha venido aumentando en los últimos meses lo que puede llegar a representar serios problemas en términos de capacidad del Estado colombiano para garantizar servicios humanitarios básicos. En algunos casos particulares es posible que este fenómeno esté generando presiones en el mercado laboral.

En su reporte anual sobre el Índice de Libertad Económica⁵, el Instituto Fraser sitúa a Venezuela en el último lugar entre 159 países. Es indudable que cualquier cambio de política que pudiera representar un mayor protagonismo a los mercados en la toma de decisiones económicas en ese país debería reflejarse en mayor comercio y actividad con el nuestro.

Factores internos

- > **Procesos electorales.** El próximo año tendremos elecciones para elegir Congreso y Presidente de la República⁶. El electorado, después del plebiscito del 2 de octubre de 2016, ha demostrado estar bastante dividido en relación con su apoyo al proceso de paz. Sondeos de opinión muestran que esta división se extiende a temas conexos al proceso como la Jurisdicción Especial para la Paz. Algunas calificadoras de riesgo, en particular Standard and Poor's, han resaltado la importancia que el proceso representa para el crecimiento de largo plazo del país. Así las cosas, es importante mencionar que los resultados de las elecciones van a tener consecuencias no despreciables en materia política y en la formación de las percepciones de los agentes económicos, tanto nacionales como extranjeros, sobre el futuro económico del país.
- > **Riesgo de baja en la calificación de riesgo soberano.** En nuestro informe del año pasado anotábamos que si bien el país goza de una calificación BBB⁷, dos esca-

⁵ El índice incluye indicadores que miden cinco aspectos de la libertad económica: tamaño del gobierno, protección de derechos de propiedad, política monetaria adecuada, libertad de comerciar internacionalmente y el nivel de las regulaciones para la adquisición de crédito, contratación de mano de obra y, en general, para limitar la operación de los negocios.

⁶ El 11 de marzo se realizan las elecciones para Congreso y el 27 de mayo se llevará a cabo la primera vuelta de las elecciones de Presidente.

⁷ Las calificaciones de riesgo soberano para Colombia, al corte del 17 de octubre, son: S&P = BBB Outlook Negativo, Fitch Ratings = BBB Outlook Estable, y Moody's = Baa2 Outlook Estable.

lones por encima del límite considerado como grado de inversión, algunas calificadoras de riesgo otorgaron una perspectiva negativa a la calificación de la deuda soberana de Colombia. La aprobación de la reforma tributaria de finales de 2016 fue uno de los factores que evitó que esa perspectiva se materializara en una reducción de la calificación. Sin embargo, algunos elementos se han puesto de presente para no eliminar esta posibilidad. En particular, se encuentran falencias en los siguientes cinco frentes:

- a) La reforma tributaria no prorrogó el impuesto a la riqueza y estableció reducciones graduales en el impuesto a la renta para personas jurídicas que estaría pasando del 39%⁸ en 2017 a 36% en 2018 y a 32% en 2019. Adicionalmente, el Congreso no aprobó los aspectos correspondientes del proyecto en lo referente al aumento en el impuesto a la renta de personas naturales. De esta forma el aporte neto de la reforma es decreciente en el tiempo, lo cual hace necesario que el gobierno busque alternativas de nuevos impuestos y/o endurezca los controles a la evasión.
- b) En ausencia de fuentes adicionales de ingreso, las reducciones en la inversión pública, que de acuerdo con el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) son necesarias para el cumplimiento de la regla fiscal, lucen demasiado severas, lo que llevaría la inversión pública como proporción del PIB a 0.5% en 2021, sus niveles más bajos en por lo menos tres décadas.
- c) El crecimiento económico en 2017 y los próximos tres años luce más bajo que el que se tenía previsto el año pasado. Este factor activa una preocupación fiscal adicional en la medida que un menor crecimiento supone una desmejora en el recaudo de impuestos y ejerce una presión alcista en la relación de deuda sobre PIB.
- d) El panorama de producción de petróleo en el mediano plazo no luce despejado, se requiere retomar

Se puede intuir que a pesar del trabajo que se ha hecho, la probabilidad de que la calificación de riesgo soberano se deteriore continúa siendo alta. Si bien este riesgo puede no materializarse, un escenario de esta naturaleza generaría un importante movimiento alcista en la tasa de cambio.



niveles de inversión muy altos para garantizar la autosuficiencia petrolera y el uso eficiente de la capacidad instalada de refinación.

- e) La relación que existe entre la deuda pública externa (incluyendo los títulos de deuda en manos de extranjeros) y los ingresos de cuenta corriente de la balanza de pagos es muy alta. Reducir estos niveles requiere obtener un mayor éxito exportador o profundizar el ajuste fiscal.

En conclusión, se puede intuir que a pesar del trabajo que se ha hecho, la probabilidad de que la calificación de riesgo soberano se deteriore continúa siendo alta. Si bien este riesgo puede no materializarse, un escenario de esta naturaleza generaría un importante movimiento alcista en la tasa de cambio.

Es importante señalar aquí que el riesgo se refiere a la baja de calificación de BBB a BBB- con lo cual el país conservaría el grado de inversión. Continuamos considerando que la probabilidad de pérdida del grado de inversión es muy baja.

> **Tendencia alcista del desempleo.** Cuando se analiza la evolución del desempleo en Colombia en los últimos meses, se observa que la tasa de desempleo a nivel nacional ha tenido una tendencia alcista, aunque moderada, a partir de mediados de 2015. Durante 2017, la tasa de desempleo nacional se ha mantenido más bien

estable; sin embargo, al desagregar las cifras se observa que el aumento en el desempleo en las 13 principales ciudades del país, originado principalmente en la pérdida de empleos en los sectores de comercio e industria manufacturera, se ha prácticamente compensado por el aumento del empleo en el resto del país. La generación de empleo en estas regiones se debe, en gran parte, al buen desempeño del sector agropecuario que viene recuperándose después de un año de poco dinamismo a causa del fenómeno de El Niño.

Para el año 2018 preveemos que el desempleo continúe su deterioro en la medida que se mantenga la destrucción de empleo en los principales centros urbanos, a consecuencia de la composición esperada del crecimiento, y se dé

⁸ Estas cifras incluyen sobretasas aplicables.

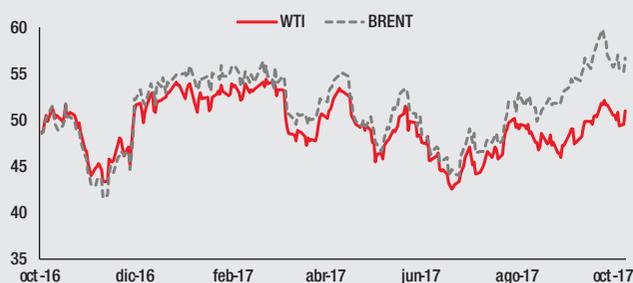
Perspectivas de los Precios del Petróleo

El precio del petróleo a lo largo de 2017 ha promediado poco más de USD 49 por barril. Al inicio del año, el WTI alcanzó a ubicarse por encima de USD 54 por barril, pero a partir de entonces se desaceleró a consecuencia del aumento de la producción de los Estados Unidos y de la percepción de que los recortes pactados por la OPEP no habían sido suficientes. De acuerdo con la Agencia Internacional de Energía (IEA por sus siglas en inglés), en el primer trimestre del año persistió el exceso de oferta de crudo.

En mayo la OPEP y otros países no pertenecientes a la organización acordaron continuar con los recortes de 1.8 millones de barriles diarios hasta el primer trimestre de 2018. En la próxima reunión de noviembre, estos países discutirán si es necesario extender el acuerdo por más tiempo. Existe incertidumbre, sin embargo, sobre la capacidad y disposición de Arabia Saudita para seguir asumiendo la mayor parte de la responsabilidad, ante la reticencia de otros países para realizar esfuerzos concretos. Si la OPEP decidiera no continuar con el acuerdo, el ajustado balance entre oferta y demanda mundial existente podría desaparecer. Incluso con restricciones de oferta por parte de esta organización, la capacidad de crecimiento de los precios es limitada.

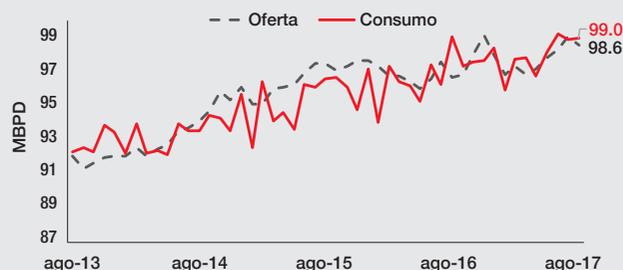
De acuerdo con la IEA, para el 2018, se espera que la demanda tenga un crecimiento de 1.4 millones de barriles diarios, explicada en buena parte por el proceso de reactivación económica mundial y los bajos niveles de precios. Existe menos consenso sobre el com-

► Precios del petróleo USD\$/barril



Fuente: Federal Reserve St Louis

► Mercado mundial de petróleo y otros combustibles



Fuente: Energy Information Administration

tamiento de los precios en el mediano y largo plazo. En efecto, algunos economistas del Fondo Monetario Internacional (FMI) consideran que existe la posibilidad de que un auge en el uso de los vehículos eléctricos y otras energías renovables afecten negativamente la demanda de petróleo. El organismo estima que en 2040 el 90% de los vehículos en las economías avanzadas podrían ser eléctricos. Para el FMI habrá presiones a la baja en la demanda de petróleo, lo que hará que el precio sea mucho menor al observado en la actualidad.

Además de los problemas señalados, la principal preocupación del mercado ha sido la creciente producción en Estados Unidos, donde, según la Agencia de Administración de Energía (EIA por sus siglas en inglés), se ha llegado a una producción de 9.5 millones de barriles diarios. Este crecimiento en la producción estuvo acompañado con un repunte en el número de plataformas (tallados) activas desde 425 unidades en la última semana de septiembre de 2016 hasta 750 unidades en la misma semana de 2017.

Para 2018, el pronóstico de precios de las entidades que hemos consultado se encuentra en un rango desde USD 60 por barril, en el caso del Banco Mundial, hasta USD 48.6 por barril en el pronóstico de corto plazo del FMI. Si se calcula un promedio simple de los pronósticos de la EIA, el FMI, el Banco Mundial y la OCDE, el precio promedio para 2018 sería de USD 54.1 por barril.

una pérdida de dinamismo en la creación de empleo en el sector agropecuario.

III. Sector externo

La cuenta corriente de la balanza de pagos registró un déficit de 4.4% del PIB (USD 12,305 millones) en 2016, mostrando una importante recuperación frente al déficit de 6.4% del PIB (USD 18,777 millones) obtenido el año inmediatamente anterior. Estimamos que este comportamiento se extenderá y llevará el déficit hasta 3.7% del PIB (USD 11,409 millones) al cierre del año 2017.

Para la cuenta de bienes y servicios esperamos una reducción de su déficit, pasando de USD 13,016 millones en 2016 a USD 11,468 millones en 2017, gracias a una mejor dinámica de las exportaciones y al retroceso de las importaciones. En lo corrido del año, hemos podido observar la recuperación de las ventas externas de petróleo y el carbón, como respuesta al comportamiento de sus precios internacionales, y de café, gracias a sus buenos niveles de producción. Las exportaciones de productos no tradicionales no han registrado un crecimiento significativo y continúan viéndose afectadas por la drástica reducción de la demanda proveniente de países vecinos como Venezuela y Ecuador, a pesar de la devaluación del peso colombiano. Por su parte, las importaciones han dado señales de debilitamiento, reflejando la desaceleración de la actividad económica en el país y el comportamiento de la tasa de cambio.

Respecto a la cuenta de ingreso primario (saldo neto entre los ingresos y egresos por pago de la renta de los factores), estimamos un aumento de su déficit a USD 6,026 millones al cierre del 2017, reflejando el comportamiento que ha tenido la inversión extranjera y el aumento esperado en sus utilidades. Recordemos que la inversión extranjera directa en el país ascendió a USD 13,726 millones en 2016, mostrando un crecimiento anual de 18%, incluyendo los recursos derivados de la venta de ISAGEN. En el primer semestre de 2017 sumó USD 5,199 millones y cerca del 30% corresponde a recursos destinados al sector de petróleo e hidrocarburos. En cuanto a la inversión extranjera de cartera, Colombia recibió USD 8,908 millones en 2016 y USD 3,258 millones en la primera mitad de 2017. Más adelante examinaremos las causas de este fenómeno.

Las transferencias (ingreso secundario) se mantienen como el único rubro de la cuenta corriente con un balance positivo, que estimamos llegará a USD 6,085 millones en 2017, mostrando un modesto crecimiento de 4.5% frente al año 2016. Este repunte está asociado a la mejor dinámica de las economías de EE.UU. y España, principales orígenes de las remesas de trabajadores colombianos en el exterior.

Para el año 2018 proyectamos un déficit de cuenta corriente de 3.5% del PIB (USD 11,131 millones), mostrando una ligera reducción de 0.2% del PIB, en comparación con los resultados de 2017.

Resumen Balanza de Pagos

Millones USD			
	2016	2017 (E)	2018 (P)
Cuenta corriente	-12,305	-11,409	-11,131
1. Bienes y servicios	-13,016	-11,468	-11,006
2. Renta de los factores (Ingreso primario)	-5,113	-6,026	-5,992
3. Transferencias (Ingreso secundario)	5,823	6,085	5,867
Cuenta Financiera	-12,683		
Errores y omisiones	-377		

(E): estimaciones, (P): proyecciones

Fuente: Banco de la República y estimaciones DAVIMENDA - Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

En la cuenta de bienes y servicios proyectamos un déficit de USD 11,006 millones, cifra cercana a la estimada para 2017. Este resultado se deriva de un ligero retroceso de las exportaciones de bienes tradicionales, que a su vez responde a las expectativas de menores precios del carbón y el café, y a una menor exportación de petróleo por efecto de caída en sus volúmenes. Esto sería en parte compensado por la mejor dinámica que esperamos tengan las exportaciones no tradicionales, gracias a la recuperación de la actividad económica interna y en países como EE. UU., Perú, México, Brasil y Chile, principales destinos de nuestros productos. Por su parte, esperamos que las importaciones continúen debilitándose como resultado, principalmente, de la devaluación del peso colombiano.

Para la renta de los factores (ingreso primario) proyectamos un balance negativo de USD 5,992 millones. Este resultado surge de dos aspectos. Por una parte, esperamos que la inversión directa dirigida al sector de petróleo e hidrocarburos mantenga una tendencia creciente y que aquella que recibe el resto de sectores muestre un aumento en la medida en que comience a consolidarse la recuperación de la actividad económica. Por otra parte, anticipamos que los flujos de inversión de cartera podrían sufrir una disminución, superior a la de 2017, como consecuencia de la continuación del proceso de normalización de política monetaria que inició la Reserva Federal en EE.UU.

Finalmente, para las transferencias (ingreso secundario) estimamos un balance de USD 5,897 millones, mostrando un retroceso frente al año anterior. A pesar de que se proyecta que las economías de EE.UU. y España crezcan a lo largo de 2018, consideramos que el actual nivel de la tasa de cambio puede incentivar a que los flujos de remesas de los trabajado-

res se mantengan o disminuyan sin afectar los recursos que reciben nuestros habitantes.

IV. Inflación

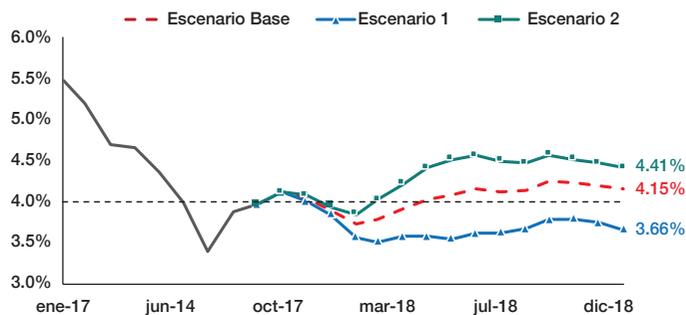
De enero a septiembre de 2017 la inflación anual pasó de 5.47% a 3.97%. La mayor parte de este descenso fue resultado de la desaparición de las presiones inflacionarias, originadas tanto por el fenómeno de El Niño como de la depreciación de la tasa de cambio, que aumentaron fuertemente los precios en 2015 y 2016. Sin embargo, en la actualidad la inflación total está muy cerca del techo del rango meta y la inflación básica permanece en niveles altos, lo cual está relacionado con la indexación de precios⁹, el comportamiento de los regulados y el aumento de la tasa general del IVA.

El interrogante más importante en materia de precios es la velocidad de convergencia a la meta puesto que la probabilidad de su incumplimiento, para 2017 y 2018, aunque ha disminuido con las cifras de los últimos meses, no es despreciable. En cuanto al 2017, consideramos que la inflación para el resto del año continuará repuntando en una magnitud que dependerá del comportamiento de los alimentos, pues las presiones en la inflación sin alimentos no sugieren una corrección más rápida en este periodo.

Para el 2018, pensamos que la inflación terminará cerca del techo del rango meta de la autoridad monetaria. Gran parte de la incertidumbre de este pronóstico está en la trayectoria de inflación de alimentos. Si bien este año resultó ser de buena oferta debido a las mejores condiciones climáticas, no es claro que el siguiente año lo siga siendo y podrían existir presiones al alza si la inflación anual de alimentos vuelve a niveles superiores al 4%. Una inflación de alimentos de esta magnitud, lo cual es frecuente, sin duda, pondría una presión importante sobre la inflación total. Otros factores que presionarían al alza la inflación en 2018 serían una mayor tasa de cambio y el mayor crecimiento de la economía respecto a 2017. Sin embargo, en la medida en que la brecha del producto continuaría siendo negativa, el crecimiento económico no debería ser la principal preocupación en términos de inflación.

Por otra parte, señalamos dos factores que compensarían los efectos mencionados anteriormente. El primero es el menor

► Inflación anual



Fuente: Energy Information Administration

El interrogante más importante en materia de precios es la velocidad de convergencia a la meta puesto que la probabilidad de su incumplimiento, para 2017 y 2018, aunque ha disminuido con las cifras de los últimos meses, no es despreciable.



impulso por indexación de precios debido a que la inflación de 2017 será menor a la de 2016, lo cual es importante debido a que en la coyuntura actual este fenómeno es un elemento clave para entender la persistencia de la inflación de los no

transables. El segundo es el efecto base del aumento del IVA. Teniendo en cuenta que los precios de los bienes gravados aumentaron a principios de este año por efecto del impuesto, y que en 2018 no tendremos este mismo aumento, las inflaciones de los primeros meses del 2018 deberán ajustar dicho aumento temporal.

Con el objetivo de cuantificar los efectos de los factores mencionados, proyectamos el comportamiento de la inflación ante tres posibles escenarios de la inflación de alimentos. Los supuestos de crecimiento y depreciación de la tasa de cambio corresponden a las cifras descritas en los siguientes capítulos de este documento.

Como se puede observar en la gráfica, los resultados muestran que, en el escenario base, la inflación cerraría el 2018 en niveles cercanos al 4.15% y fluctuaría durante el año en niveles cercanos al techo del rango meta. El escenario 1 contempla una baja inflación de alimentos y muestra que la variación de precios cerraría alrededor del 3.66%, manteniéndose dentro del rango meta durante todo el año. Finalmente, los resultados del escenario 2 nos indican que la inflación podría seguir por encima del rango meta si los precios de los alimentos vuelven a registrar variaciones mensuales cercanas a sus cifras promedio. Por lo anterior, consideramos que el desempeño de la inflación de alimentos en el 2018 será crucial para que la inflación total se mantenga dentro del rango meta.

⁹ La indexación se refiere al ajuste de precios con base en la inflación observada el año anterior.

V. Estimaciones de crecimiento

Desde 2015, Colombia inició un proceso de desaceleración económica que se mantiene en la actualidad. A lo largo de 2017, el país ha seguido enfrentando situaciones adversas que han contribuido a acentuar este comportamiento y que nos llevan a estimar un crecimiento de tan solo 1.7% para 2017.

Para 2018 estimamos un crecimiento del PIB de 2.2%, representando el inicio de una senda de recuperación impulsada por un repunte en el consumo interno y en las exportaciones. Recordemos que el consumo de los hogares en general y el consumo interno en particular son componentes de la mayor importancia en el PIB.

PIB por el lado del gasto

PIB por el lado de la demanda

	Variación anual	
	2017 (E)	2018 (P)
Importaciones	-0.9%	-1.3%
Consumo total	2.1%	1.9%
Consumo de los hogares	1.6%	2.1%
Consumo del gobierno	4.1%	1.3%
Formación bruta de capital	1.2%	1.0%
Exportaciones	0.6%	3.7%
Producto Interno Bruto	1.7%	2.2%

(E) estimaciones (P): proyecciones
Fuente: DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

Consumo de los hogares

A pesar del descenso en la inflación y la progresiva reducción en las tasas de interés por parte del Banco de la República, durante el primer semestre de 2017 continuó observándose una significativa desaceleración en el consumo privado. En dicho período, el consumo de los hogares creció apenas un 1.5% en promedio frente al 2.4% observado en el mismo lapso de 2016.

El comportamiento del consumo de los hogares obedece, principalmente, a la reforma tributaria implementada a principios de año. Dicha reforma generó, por lo menos, dos efectos: en primer lugar, el aumento de la tasa de IVA del 16% al 19% elevó los precios de ciertos bienes, afectando significativamente las decisiones de compra de los hogares. En segundo lugar, redujo el ingreso disponible y la confianza de los consumidores, situación que terminó por reducir las ventas del comercio.

Para la segunda mitad de 2017, según nuestras estimaciones, el consumo de los hogares crecerá ligeramente por en-

cima de lo observado en el primer semestre a una tasa de 1.7%, con lo cual el crecimiento consolidado del año para este componente sería de 1.6%.

A pesar de que la inflación en la actualidad es menor, en promedio, a la observada en 2016 y al final del año también lo será, factores como las tasas de interés reales positivas que se seguirán observando, las restricciones en el flujo de caja de los hogares, la postergación o supresión del gasto en ciertos bienes y los bajos niveles de confianza del consumidor continuarán generando un bajo crecimiento de este componente del PIB.

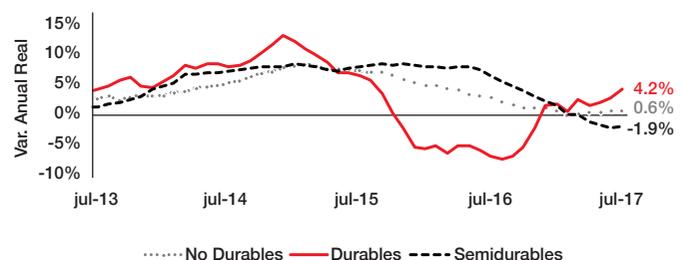
En lo corrido del año, la mayor desaceleración en las ventas la han experimentado los bienes semidurables como el calzado, los accesorios de cuero, los artículos de ferretería y las autopartes. Por su parte, los bienes no durables se vienen recuperando lentamente después de la fuerte desaceleración que experimentaron en sus ventas desde 2015, en parte por contener bienes que son, en su mayoría, de primera necesidad y no gravados.

Los bienes durables, por su parte, vienen acelerando su dinámica desde hace un año, con un crecimiento más marcado en electrodomésticos e informática que en vehículos, pero ambas agrupaciones se ubican en terreno positivo. La acelerada dinámica de este tipo de bienes obedece a una estabilización de la tasa de cambio, a un fuerte efecto base debido a los importantes retrocesos presentados en este tipo de bienes durante buena parte de 2016 y a un alto nivel de inventarios que induce a los establecimientos de comercio a la realización de ofertas y promociones.

A pesar del comportamiento de los bienes durables en lo corrido del año, su impacto en las ventas totales es limitado debido a que éstos representan el 25% del total del comercio minorista mientras que los semidurables lo hacen con un 40%. Dentro del consumo de bienes en los hogares, estas participaciones son del 12% y del 18%, respectivamente.

En los próximos meses se espera que el consumo de bienes durables continúe aumentando dada la reducción en las

▶ Ventas al por menor por durabilidad Acumulado 12 meses



Fuente: DANE - EMCM y cálculos DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

Impacto del IVA en el crecimiento económico

Ante la reducción de los ingresos fiscales por la caída en los precios del petróleo, el gobierno ha tenido que realizar ajustes para mantener el control sobre las finanzas públicas. Esos ajustes son de dos tipos: de recorte de gasto y de aumento de los ingresos. Los ajustes de recorte de gastos han sido progresivos y concentrados en mayor medida en el rubro de inversión. Por su parte, el ajuste más importante para aumentar ingresos se efectuó a través de la última reforma tributaria (Ley 1819 de 2016).

Uno de los cambios más importantes de la reforma fue el aumento de la tasa general del Impuesto al Valor Agregado (IVA) del 16% al 19%. La literatura muestra que el impacto del aumento en este impuesto desencadena, al menos, tres efectos (Miki 2011 y Kang *et al*, 2011) que se enuncian a continuación:

- El primero consiste en un aumento del consumo posterior al anuncio del aumento del IVA pero previo a su implementación. Esto se debe a que, ante la expectativa de mayores precios en el futuro, se incentiva el consumo presente de bienes y servicios debido a que el ahorro será menos rentable en el futuro (Kang *et al*, 2011).
- El segundo efecto es la caída del consumo en el momento de la implementación de la medida. La razón de lo anterior es el menor ingreso disponible de los hogares que reduce su capacidad de compra (Miki, 2011). Por supuesto, el mayor recaudo del gobierno puede incrementar el consumo del gobierno compensando la caída en el consumo de los hogares. Sin embargo, podría pensarse que, dado que el consumo de los hogares en Colombia tiene una participación cercana al 65% del PIB y el consumo del gobierno sólo del 18%, la razón por la cual prima el efecto de la caída del consumo es la importancia relativa de cada uno de estos para la economía. Además, el hecho de que el impuesto distorsione los precios implica cambios en los patrones de consumo que podrían traer disminuciones fuertes en la demanda de algunos bienes, lo que imprime incertidumbre sobre el recaudo final que el gobierno tendrá después de la medida.
- El tercer efecto es el mayor crecimiento económico después del aumento en el impuesto. Debido al impacto sobre el consumo, no es claro que el mayor crecimiento económico venga de un nuevo dinamismo del consumo. Por ejemplo, Alm y El-Ganainy (2012) encuentran que el aumento del IVA tiene el efecto de reducir el consumo tanto en el corto como en el largo plazo. Las razones para el mayor crecimiento provendrían de dos fuentes principales: i) los impuestos al consumo promueven el aumento del ahorro, lo que puede traducirse en mayor crecimiento (Miki 2011; Alm Y El-Ganainy 2012) y ii) la

mayor confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas (Kang *et al*, 2011), lo cual es muy relevante para Colombia en la coyuntura actual.

Las ideas anteriores dan luces para entender los efectos de la reforma tributaria implementada a comienzos de este año, en especial, podrían ayudar a explicar el difícil comienzo del año. De acuerdo con lo anterior, el aumento de la tarifa general del IVA habría causado un incremento en el consumo a finales del año pasado por las expectativas de mayores precios al implementar la medida. A comienzos del año, cuando se implementó el impuesto, se habría registrado una caída en el consumo por el menor ingreso disponible. Además, este efecto pudo haber sido particularmente fuerte teniendo en cuenta que la economía estaba atravesando por una fase de desaceleración.

Un ejemplo de este efecto podría haberse dado en el consumo de bienes semidurables. El anuncio de la pasada reforma tributaria se dio en octubre de 2016 y la implementación comenzó en enero del presente año. Según la Encuesta Mensual de Comercio al por Menor (EMCM) del Dane, las ventas reales de este grupo de bienes crecieron en promedio 7.3% real durante el período noviembre-diciembre correspondiente a los años 2011-2015, mientras que el crecimiento de los períodos enero-febrero, entre 2012 y 2016, llegó a 6.6%. Dicha situación contrasta con la ocurrida entre finales de 2016 y principios de 2017, cuando se observaron tasas respectivas de 0.6% y -6.1%, es decir, una contracción absoluta en la variación real de 6.7 puntos porcentuales (pp). De hecho, vale la pena mencionar que desde 2004, año desde el cual se cuenta con cifras de la EMCM, no se había presentado una caída tan significativa entre dos períodos noviembre-diciembre y enero-febrero consecutivos como la observada en 2017.

Sin embargo, para el resto del año, el impacto negativo podría moderarse por la disminución de la tasa de intervención del Banco de la República, lo que se reflejaría en un mayor crecimiento económico en el segundo semestre del año. Finalmente, respecto al efecto de largo plazo del aumento del IVA, la literatura sugiere que podría darse un mayor crecimiento económico en la medida en que los recursos se canalicen adecuadamente y sean aprovechados. Seguramente ese será el resultado también en Colombia.

Referencias

Alm, J. & El-Ganainy, A. (2012). Value-added Taxation and Consumption. Tulane University, Tulane Economics Working Paper Series. Disponible en: <http://econ.tulane.edu/RePEc/pdf/tul1203.pdf>.

tasas de interés reales y la persistencia del efecto base. Por su parte, los bienes no durables y semidurables, así como los servicios, comenzarán a acelerar, en forma paulatina, su crecimiento en la segunda parte del año.

Para 2018, se espera que el consumo de los hogares se recupere moderadamente hasta alcanzar una variación de 2.1%, apoyado en la recuperación de la demanda por cuenta de la eliminación del efecto relativo de la reforma tributaria y a la continuación en la transmisión de las reducciones de la tasa de interés de intervención del Banco de la República a las tasas activas. Adicionalmente, se espera un repunte de la economía que impactaría positivamente el consumo dada su alta elasticidad al ingreso.

No obstante, existen riesgos que pondrían en aprietos este componente del gasto y lo harían crecer menos de lo proyectado. Por ejemplo, la persistencia de los hogares en postergar o suprimir decisiones de gasto en bienes durables y semidurables, así como un nuevo incumplimiento de la meta de inflación por parte del Banco de la República, son situaciones que podrían incidir negativamente en la recuperación del consumo.

Inversión

La inversión en la economía tiene tres componentes principales: edificaciones, obras civiles y maquinaria y equipo (incluye equipo de transporte), con participaciones en 2016 de 26%, 33.6% y 26.6%, respectivamente. Después de las exportaciones, este es el componente del PIB por el lado del gasto con peor desempeño durante el primer semestre de 2017 con un aumento de 0.7% frente al mismo período de 2016. No obstante, esta variación fue de -4.4% hace un año, lo cual evidencia su recuperación. Nuestras estimaciones para el segundo semestre de 2017 prevén una recuperación hasta una tasa de 1.7%, con lo cual este rubro del gasto cerraría el año con un crecimiento real de 1.2%.

Proyectamos que la formación bruta de capital alcance un crecimiento real de 1.0% en 2018. Consideramos que la dinámica que imprimirá el programa de Concesiones Viales de Cuarta Generación a la formación de capital será moderada para el país en 2018, aunque a esto se sumaría una notable recuperación en la inversión en maquinaria y equipo por parte del sector petrolero y una recuperación de la construcción de

edificaciones en algunos segmentos residenciales. Sin embargo, el significativo recorte en el componente de inversión pública considerado en el presupuesto nacional del próximo año contrarrestaría la aceleración de la inversión privada, con lo que se presentaría, en efecto, una leve desaceleración en la formación bruta de capital total.

Vale la pena recordar la estrecha relación de la inversión en maquinaria y equipo con la tasa de cambio. Si se tiene en cuenta

la relativa estabilidad esperada en la tasa de cambio en lo que resta de 2017 y el leve repunte esperado para 2018, es razonable pensar que este será un factor que puede impulsar la recuperación de la inversión total, más aún si se tiene en cuenta la estabilidad en el precio del crudo y de otras materias primas que nuevamente incentiva la actividad productiva en este frente.

Adicionalmente, la reforma tributaria del gobierno contempló la reducción en los impuestos a las empresas (renta, devolución del IVA sobre la adquisición de bienes de capital, y la no renovación del impuesto a la riqueza a partir del año 2018), razón por la cual pensamos que los beneficios de la aplicación de esta medida serán significativos para el próximo año y le darán un impulso adicional a este componente del gasto.

A pesar de la gran cantidad de amenazas y desafíos que continúa enfrentando la formación de capital en 2017, el avance relativo del sector de la construcción en el segundo semestre del año podría inducir

un crecimiento de la inversión por encima de lo que proyectamos. Adicionalmente, hay que tener en cuenta que actualmente cursa en el Congreso un proyecto de ley para modificar la ley de contratación pública en términos del establecimiento de nuevas condiciones y lineamientos para la expedición de licencias ambientales y los procesos de consultas a comunidades. El proyecto contempla la modificación del artículo 32 de la ley 1508 de 2012 (Ley de alianzas público-privadas) con lo cual resolvería el vacío jurídico en términos de nulidad en este tipo de contratos. Estos nuevos términos legales permitirían que, en el evento en que la terminación del contrato de APP se deba a la nulidad absoluta del contrato estatal, haya lugar al reconocimiento de las prestaciones ejecutadas. Es decir, se establecerían las bases para una debida liquidación del contrato en cuanto a las inversiones y gastos ejecutados por el contratista con el acompañamiento de la Superintendencia

La inversión en la economía tiene tres componentes principales: edificaciones, obras civiles y maquinaria y equipo (incluye equipo de transporte), con participaciones en 2016 de 26%, 33.6% y 26.6%, respectivamente.



de Sociedades, con el objetivo de proteger los derechos de los prestamistas cuando se presenten situaciones de nulidad.

Sector externo

Teniendo en cuenta lo expuesto en el capítulo anterior, esperamos que las exportaciones de bienes y servicios crezcan a una tasa real de 0.6% en 2017. Para 2018, proyectamos que alcanzarán un crecimiento de 3.7% en pesos constantes como resultado de la mejor dinámica de las exportaciones no tradicionales.

Para 2017 esperamos una caída de las importaciones de 0.9% en términos reales a causa de la devaluación acumulada del peso colombiano y sus efectos sobre las decisiones de consumo, así como por la desaceleración de la actividad económica. En 2018 esperamos que continúe con su tendencia decreciente y que registren una caída real de -1.3%.

PIB por el lado de los sectores

La desaceleración que experimenta la economía colombiana desde 2015 ha tenido continuidad durante el primer semestre de 2017. Sectores como la industria manufacturera, que se mantuvo a flote en 2016 por el impulso transitorio que dio la entrada en operación de la refinería de Cartagena (Reficar), el comercio y la construcción comenzaron a perder impulso y terminarán el año con tasas de crecimiento más bajas que las observadas el año pasado. A pesar de esto, el crecimiento en 2017, que ascenderá a 1.7%, logrará cerrar con tasas positivas en todos los sectores con excepción de la minería.

Nuestras proyecciones sugieren que en 2018 la mayoría de sectores se recuperará, con excepción del sector agropecuario y los servicios tanto financieros como personales. La industria, la construcción y, en menor medida, el sector de servicios financieros, inmobiliarios y de seguros serán los sectores líderes de la economía colombiana en 2018 pues, de manera conjunta, aportarán cerca de 1.2 puntos porcentuales del crecimiento total durante el próximo año. Actualmente, el sector manufacturero continúa teniendo a la refinación de petróleo como principal dinamizador pero se espera que los sectores diferentes a este comiencen a repuntar en crecimiento a partir de la recuperación del consumo en la economía. El sector financiero, con un menor crecimiento de la cartera en 2018, presentará una desaceleración aunque esta será menos profunda que la sucedida en 2017. La minería, por otro lado, registrará una nueva caída (-2.1%), aunque menos pronunciada que la de 2017, y el sector agropecuario acompañará este sector dentro del grupo de sectores que evidenciarán contracciones el próximo año.

PIB por ramas de actividad

	Variación anual	
	2017 (E)	2018 (P)
Agricultura, ganadería, silvicultura, caza y pesca	5.6%	-1.0%
Minería	-4.1%	-2.1%
Industria manufacturera	1.2%	4.3%
Suministro electricidad, gas y agua	0.7%	2.0%
Construcción	2.6%	3.9%
Comercio, reparación y hoteles	0.7%	2.7%
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	0.7%	2.4%
Servicios financieros, inmobiliarios y seguros	3.6%	3.3%
Servicios sociales y personales	3.1%	2.2%
Producto Interno Bruto	1.7%	2.2%

(E) estimaciones (P): proyecciones

Fuente: DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

Sector agropecuario

Siguiendo en línea con la dinámica observada en los dos primeros trimestres del año, estimamos un incremento el PIB agropecuario por encima del pronosticado para la economía en su conjunto al cierre de 2017. Tal comportamiento es explicado, fundamentalmente, por la superación de impactos transitorios en las condiciones climáticas que se observaron el año anterior.

El panorama para el año 2018 evidencia una leve contracción como consecuencia de una reducción en la producción esperada de otros cultivos agrícolas diferentes a café, la cual se debe a un efecto base dado el alto crecimiento esperado en 2017. Así mismo, prevemos que la actividad ganadera continúe teniendo dificultades por el contrabando de animales desde Venezuela, el cual ha llegado a poner en riesgo el estatus sanitario del país.

En contraste, vale la pena señalar que la caña de azúcar y cereales como el maíz blanco tecnificado y el amarillo tradicional presentan expectativas positivas en sus niveles de producción para el próximo año. También, esperamos que el sector cafetero se mantenga en niveles de producción muy similares a los registrados en los últimos años.

Minas y canteras

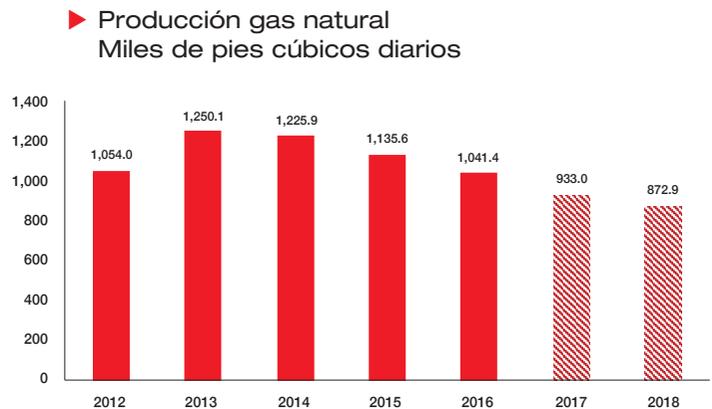
El sector de minas y canteras fue el de peor desempeño en el primer semestre de 2017. Después de una contracción de 9.3% en el primer trimestre del año, el segundo trimestre trajo un retroceso más moderado (-6%), con lo cual el crecimiento consolidado del periodo fue de -7.6%, el registro más bajo para un primer semestre desde 2001.

El mal comportamiento del sector es resultado, principalmente, de los siguientes factores: a) la persistente reducción en la producción nacional de crudo, la cual ha pasado de un promedio cercano a 884,000 barriles diarios en 2016 a 859,000 barriles diarios en agosto pasado, b) la progresiva reducción en la extracción de gas natural que se redujo en el primer semestre de 2017 en -12.7% con respecto a igual periodo de 2016, c) la caída en la producción de carbón en el segundo trimestre del año, la cual se ubicó en -7.1%, y d) el deterioro en la producción de oro a causa de los resultados de las consultas populares en municipios productores, el cual se manifestó en caídas de la producción de 23.5% y de 24.6% durante el segundo y tercer trimestre de 2017, respectivamente.

El segundo semestre del año parece venir con mejores noticias para el sector pues se espera que la producción de petróleo se mantenga con un crecimiento positivo aunque en niveles bajos (2.1%) y que la de gas natural continúe cayendo a una tasa más modesta que la del primer semestre (-6.9%), junto con una recuperación en la producción de carbón y una moderación en la caída de la producción de minerales metalíferos. Todo lo anterior hará que el PIB del sector minero se contraiga en 2.3% en el tercer trimestre y se recupere temporalmente en el cuarto trimestre (1.6%), con lo cual el sector se contraerá en un 4.1% en el total del año.

Para 2018, se espera que el sector continúe contrayéndose aunque a una tasa más moderada que la de 2016 y 2017, alcanzando una variación de -2.1% para el año completo. La producción de petróleo podría experimentar una caída cercana a 3.4% en promedio, mientras que la producción de gas natural, por su parte, caería en promedio un 6.9% durante 2018, lo cual se

Para 2018, se espera que el sector de minas y canteras continúe contrayéndose aunque a una tasa más moderada que la de 2016 y 2017, alcanzando una variación de -2.1% para el año completo.



Fuente: ANM y estimaciones DAVIENDA - Dirección de Estudios Económicos

reflejaría en un retroceso de 3.1% para la sub-rama de petróleo y gas. La dinámica de la producción de carbón, por su parte, experimentaría una leve caída, similar a la de 2017 (aproximadamente -1.2%), y tanto la producción de oro como de minerales no metálicos se recuperaría, efecto que ayudará a atenuar la caída del sector consolidado.

Finalmente, los principales riesgos que enfrenta el sector en medio de este complicado panorama de corto plazo son: a) las reducciones adicionales en la producción nacional de crudo, junto con una reactivación menor a la esperada de la actividad exploratoria (tanto en petróleo como en gas), b) el rechazo de las comunidades a la explotación minera, c) la falta de estabilidad jurídica para la actividad minera en el país, y d) la reducción continuada de la producción de ferróniquel en Córdoba a causa del bajo tenor de la roca en las minas de Montelíbano.

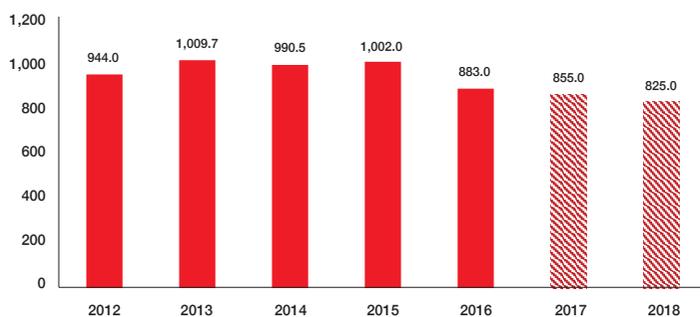
A pesar de estos riesgos latentes, también existen oportunidades para una recuperación del sector en 2018. Entre los factores que podrían generar un mejor resultado están: un aumento adicional en las inversiones en evaluación y exploración de nuevos yacimientos de petróleo y gas, el aumento en la producción de gas natural a partir de la ampliación de la planta de Cupiagua y un mayor impulso del sector de la producción de minerales no metálicos si la construcción llegara a crecer a un ritmo superior al esperado.

A pesar de estos riesgos latentes, también existen oportunidades para una recuperación del sector en 2018. Entre los factores que podrían generar un mejor resultado están: un aumento adicional en las inversiones en evaluación y exploración de nuevos yacimientos de petróleo y gas, el aumento en la producción de gas natural a partir de la ampliación de la planta de Cupiagua y un mayor impulso del sector de la producción de minerales no metálicos si la construcción llegara a crecer a un ritmo superior al esperado.

Industria manufacturera

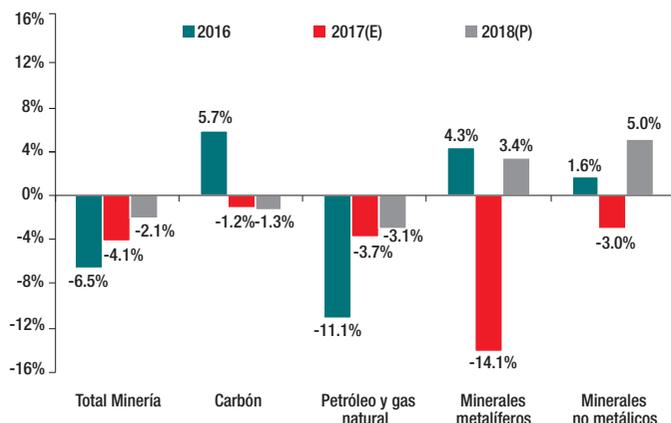
En la primera mitad del año, el comportamiento agregado del sector industrial fue negativo, principalmente por las caídas en los grupos de bienes de consumo y bienes de capital los cuales se han contraído a tasas del -3.1% y -8.1% anual, res-

► Producción petróleo
Miles de barriles diarios promedio



Fuente: ANH y estimaciones DAVIENDA - Dirección de Estudios Económicos

► PIB sector minas y canteras Var. real anual



(E): Estimación (P): Proyección.

Fuente: DANE, estimaciones Davivienda - Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

pectivamente. Específicamente, algunos productos que tuvieron un buen desempeño el año anterior, como el subsector de bebidas, debido al fenómeno de El Niño, se resintieron en el inicio de 2017. En lo corrido del año, los subsectores con un mejor desempeño han sido refinación de petróleo, fabricación de papel y cartón y elaboración de aceites y grasas vegetales, con crecimientos promedio del orden de 6.9%, 5.1% y 4.9% anual, respectivamente.

En lo que resta del año, esperamos que la industria presente una leve recuperación, para cerrar el año con un crecimiento del 1.2% anual. Particularmente, el hecho de que el paro camionero se haya dado en julio de 2016 hará que se dé un repunte en el tercer trimestre. Para los bienes intermedios y de consumo, esperamos que el crecimiento del PIB mundial y la recuperación de la economía colombiana, así como el incremento en la tasa de cambio real, impulsen la demanda tanto interna como externa de bienes de estos subsectores. Por último, esperamos que la reducción en las tasas de interés incentive la adquisición de bienes de capital.

En 2018, proyectamos un crecimiento de la industria del 4.3%, explicado por un aumento en los grupos de bienes de consumo, intermedios y capital a tasas del 4.1%, 4.4% y 3.6% anual. Esta proyección está sustentada por las perspectivas de una mayor demanda mundial.

Es importante resaltar que para 2018, según el FMI, las proyecciones de crecimiento mundial son más optimistas que para 2017, con una tasa proyectada de 3.7%. En 2017 los problemas de demanda de países como Venezuela y Ecua-

dor continuaron, aunque las caídas registradas han sido más moderadas que en 2016. En el caso de Venezuela se estima que la economía se contraerá 4.1% en 2017, mientras que en Ecuador se proyecta una variación de -1.6%.

En lo corrido del año, las exportaciones de productos industriales han tenido un crecimiento del 17.7% anual. Se destacan los productos de hornos de coque, los productos de metales preciosos, los aceites y grasas, los jabones y detergentes y la trilla de café.

Para 2018, el principal riesgo que puede afrontar el sector continúa siendo el panorama exterior aunque en general se espera que los países desarrollados, incluyendo los Estados Unidos, tengan un mejor comportamiento el próximo año. Otros factores de riesgo son la posibilidad de ocurrencia de un fenómeno climático extremo y problemas de orden público. En el primer caso, se trata de un factor que puede afectar seriamente a la agroindustria, como ocurrió en 2016, o a la generación de energía eléctrica, lo que puede limitar la actividad industrial. En el segundo caso, los problemas de orden público pueden tener un efecto negativo sobre sectores como la refinación de petróleo, si se trata de atentados contra oleoductos, o toda la industria en general, como ocurrió con el paro de transportadores de julio de 2016.

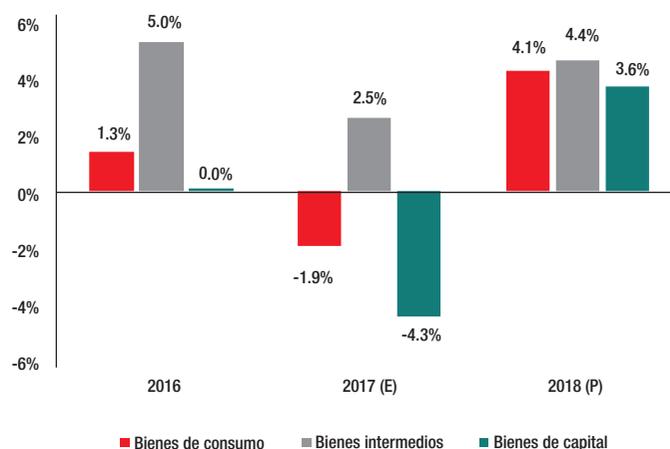
Suministro de electricidad, gas y agua

El crecimiento del sector de suministro de electricidad, gas y agua en el 2016 fue de 0.1%, mientras que en el primer semestre de este año se ha ubicado en 0.3%. Cree-

En 2018, proyectamos un crecimiento de la industria del 4.3%, explicado por un aumento en los grupos de bienes de consumo, intermedios y capital a tasas del 4.1%, 4.4% y 3.6% anual.



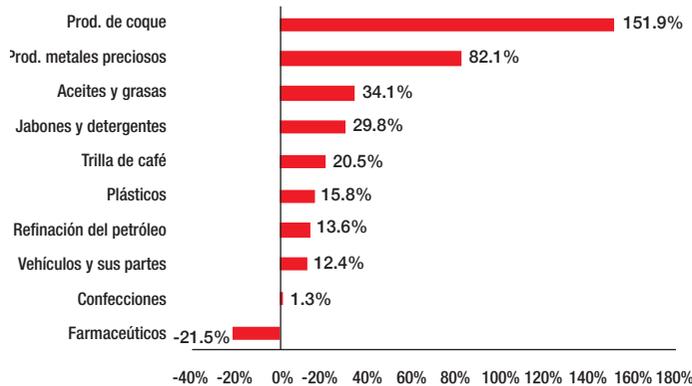
► PIB industria manufacturera Var. real anual



(E): estimado; (P): proyectado

Fuente: DANE; estimaciones Davivienda - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

► Exportaciones de principales productos industriales



(E): estimado; (P): proyectado
Fuente: DANE; estimaciones Davivienda - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

mos que el segundo semestre de 2017 se va a presentar una aceleración del sector, para completar el año con un crecimiento del 0.7%. Esto se debería a la recuperación del subsector de energía eléctrica, cuya demanda para el tercer trimestre de 2017 creció en un 1.6% y cuya participación en el PIB de suministro de electricidad, gas y agua oscila entre el 61% y el 62%.

En el 2018, consideramos que el sector continuará creciendo a una tasa superior a la observada en 2017. En el subsector de energía eléctrica, esperamos que el mejor desempeño de la economía en el próximo año impulse la demanda de energía. Es importante recordar que esta ha crecido históricamente a una tasa promedio del 2.8%, por lo que esperamos que repunte una vez el efecto del fenómeno de El Niño continúe disipándose.

De acuerdo con la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME)¹⁰, la demanda de gas natural crecería un 17.1% en 2018, en comparación con una contracción de 0.2% en 2017. Este fuerte crecimiento se daría como consecuencia de una mayor demanda por parte de los sectores termoeléctrico

De acuerdo con la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME), la demanda de gas natural crecería un 17.1% en 2018, en comparación con una contracción de 0.2% en 2017.



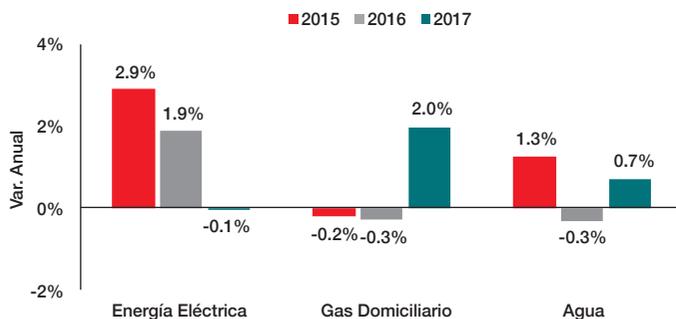
y petrolero. En el primer sector el aumento de la demanda se daría porque se espera que 2018 sea un año de bajas precipitaciones, mientras que en el segundo sector la mayor demanda sería consecuencia de las necesidades de proyectos de recobro y proyectos de refinación de petróleo.

En el subsector de agua, es importante resaltar que, desde 2001, nunca se había registrado una caída como la que se observó en 2016. Adicionalmente, este subsector presenta una buena correlación entre su desempeño y el de la economía nacional, por esta razón, se espera que en el siguiente año continúe teniendo un comportamiento positivo. En el agregado, proyectamos que el sector de suministro de electricidad, gas y agua tenga un crecimiento del 2.0% en 2018.

Construcción

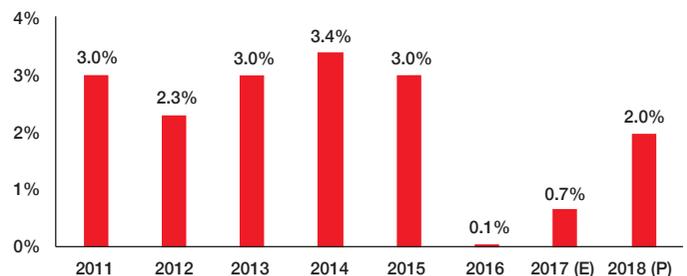
El sector de construcción está compuesto por dos subsectores: obras civiles y edificaciones, cuyas participaciones dentro del sector en 2016 fueron 55.6% y 44.4%, respectivamente.

► PIB - Suministro de electricidad, gas y agua Enero - junio



Fuente: DANE

► PIB - Suministro de electricidad, gas y agua Var. anual



(E): estimado, (P): proyectado
Fuente: DANE y estimaciones Davivienda - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

¹⁰ Las estimaciones de esta entidad pueden encontrarse en el siguiente documento: "Proyección de Demanda de Gas Natural en Colombia 2017-2031", UPME, Septiembre 2017. Recuperado de <http://www.sipg.gov.co/Portals/0/Demanda/UPME%20-%20Proyecci%C3%B3n%20Demanda%20Gas%20Natural%20septiembre%202017.pdf>.

Desde 2011, este ha sido uno de los sectores más dinámicos en el país a causa del fuerte impulso que ha recibido por parte del Gobierno Nacional. A pesar de la desaceleración de la economía colombiana en los últimos dos años, se ha mantenido dentro de los sectores líderes.

En el primer semestre de 2017 el sector se contrajo en un 0.6% frente a un crecimiento de 3.1% observado en el mismo período de 2016. Esta desaceleración y posterior caída es reflejo de la contracción en el subsector de edificaciones por cuenta de las menores ventas de vivienda No-VIS y de un deterioro en la actividad del grupo no residencial, mientras que el subsector de obras civiles ha logrado hacer contrapeso a pesar de los problemas de corrupción por parte de la firma Odebrecht, que han empañado el programa de Concesiones Viales de Cuarta Generación (CVCG) y han afectado su normal desarrollo. En lo corrido de 2017, las obras civiles han crecido principalmente a partir de las mayores inversiones en infraestructura destinada a la actividad minero-energética y al suministro de servicios públicos domiciliarios.

Nuestros cálculos revelan una segunda parte del año con una aceleración considerable que elevará la tasa de crecimiento del semestre hasta un 5.8% para promediar el año en una tasa de 2.6%. Esta aceleración se sustenta, fundamentalmente, en el subsector de obras civiles que, a pesar de los problemas está siendo beneficiado por la puesta en marcha de varios frentes de obra de proyectos de infraestructura vial y, como ya se mencionó, por la reactivación de la

exploración y explotación de petróleo y gas. A esto se suma la eventual aprobación de modificaciones en la dinámica de contratación pública de obras de infraestructura, las cuales incluyen nuevas condiciones para el proceso de adjudicación y para la interventoría de los contratos, entre otros aspectos.

El subsector de edificaciones, por su parte, registró en el primer semestre de 2017 una fuerte caída, -7.3%, la cifra más baja para un primer semestre en los últimos 17 años. Consi-

deramos que en el segundo semestre la actividad edificadora moderará su retroceso hasta un -0.8%, con lo cual registraría una caída del 4.0% en 2017. El mal comportamiento de las obras nuevas de comercio y oficinas son el principal motivo de que continúe esta contracción del sector edificador. Por el contrario, las obras nuevas para vivienda han mostrado una caída mucho más moderada.

Para 2018 nuestra proyección para el sector consolidado es alentadora pues se espera un crecimiento real de 3.9%, cifra que representa una aceleración en la dinámica del sector frente a 2017. Este crecimiento tendrá como cimiento principal el programa de CVCG, aunque su impacto será limitado en la medida en que los problemas de corrupción y vacíos legales en el sector continúen afectando la dinámica de los proyectos. El subsector de obras civiles, en particular, se expandirá un 3.8% en 2018, cifra que es inferior a la estimada

para 2017 a causa del efecto base inducido por la reactivación de la construcción de infraestructura destinada al sector de minas y canteras.

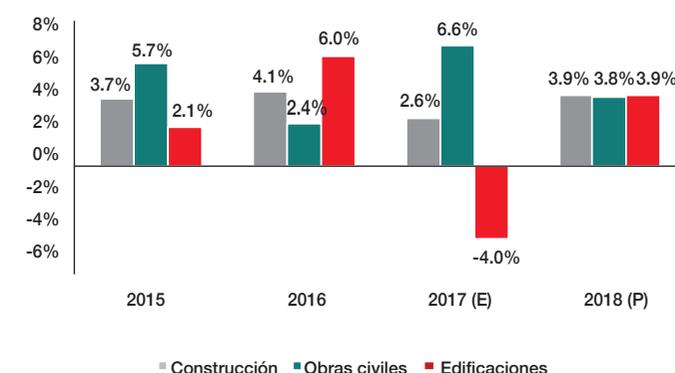
Con respecto al sector de la construcción, nuestros cálculos revelan una segunda parte del año con una aceleración considerable que elevará la tasa de crecimiento del semestre hasta un 5.8% para promediar el año en una tasa de 2.6%.



► Índice real ventas vivienda nueva
Seis ciudades - Promedio móvil 12 meses



► PIB construcción
Var. real anual



Respecto al subsector edificador en 2018, esperamos un crecimiento del 3.9%. Dentro de las razones para prever un comportamiento positivo del sector se encuentra la ampliación de los programas de vivienda del gobierno y la reducción en las tasas de interés de adquisición de vivienda. En particular, cabe mencionar que en junio pasado el gobierno anunció que otorgará 40 mil subsidios a la tasa de interés en 2.5 puntos porcentuales para viviendas con valores entre \$99.6 y \$320.9 millones durante siete años. Dado que este segmento es uno de los más importantes en el mercado, consideramos que el programa puede, en efecto, impulsar el sector residencial el próximo año.

Vale la pena mencionar que el sector no está libre de riesgos que eventualmente generarían retrocesos frente a lo proyectado. Es evidente que en lo corrido de 2017, el desempeño del sector de obras civiles ha sido afectado, como ya se mencionó, por factores que han impedido la buena marcha del programa de CVCG tales como los recientes hallazgos en materia de corrupción dentro de la adjudicación de contratos de infraestructura así como la demora en la compra de predios, consultas a comunidades, hallazgos arqueológicos y aprobación de licencias.

Todas estas situaciones podrían repetirse durante 2018, con lo cual se frenarían las inversiones en el subsector, causando nuevos retrasos en los proyectos del programa. Sin embargo, y como se mencionó anteriormente, la aprobación del proyecto de ley que modifica tanto la ley de contratación pública como la ley de alianzas público-privadas inyectaría confianza en los prestamistas y permitiría dinamizar los desembolsos hacia los proyectos en construcción.

En cuanto al subsector de edificaciones, un signo de alarma es el mal comportamiento de las licencias de construcción. En los últimos doce meses, las licencias para construcción de vivienda se han contraído en un -9.6%, mientras que las del grupo no residencial lo han hecho a una tasa del -14.5%. Asimismo, el comportamiento de las ventas de vivienda nueva continúa siendo negativo y, dado el tiempo que existe entre la compra de una vivienda¹¹ y el inicio de su construcción, es posible que el efecto de los programas gubernamentales no se observe en el corto plazo. Adicionalmente, a pesar del déficit habitacional existente en Colombia, el incremento en las viviendas usadas de estratos altos disponibles para venta o arriendo apuntan a una saturación en este segmento del mercado.

En los primeros seis meses de 2017 los servicios de correo y telecomunicaciones y el de transporte por vía terrestre (sumados representan cerca del 81% del valor agregado del sector), alcanzaron variaciones reales anuales de -1.4% y -0.1% .



Transporte, almacenamiento y comunicaciones

En los primeros seis meses de 2017 los servicios de correo y telecomunicaciones y el de transporte por vía terrestre (los cuales sumados representan cerca del 81% del valor agregado del sector), alcanzaron variaciones reales anuales de -1.4% y -0.1%, respectivamente. Por su parte, los componentes minoritarios del sector, transporte aéreo y agencias de viajes, mostraron un comportamiento mucho más favorable con crecimientos de 6.7% y 2.9%, respectivamente. En el consolidado el sector de transporte creció 0.2%.

El segundo semestre del año traería una recuperación para el sector con un crecimiento cercano a 1.2%, con lo cual alcanzaría una variación de 0.7% para el año completo. Esta situación se presentará a causa, parcialmente, de los efectos del paro camionero sobre el subsector de transporte terrestre, el cual deprimió la actividad del sector transporte en el tercer trimestre de 2016 y, por ende, lo impulsará en el trimestre correspondiente de 2017 por cuenta de una base baja de comparación, aunque esto podría ser contrarrestado en parte por los efectos del paro de pilotos de la aerolínea Avianca. Adicionalmente, un eventual repunte del consumo ayudaría a consolidar esta recuperación.

El subsector de telecomunicaciones, por su parte, completó en junio pasado siete trimestres consecutivos con variaciones negativas. Los datos del primer semestre revelan un retroceso promedio de 1.4%. Dentro de las causas principales de las continuas caídas en el PIB del subsector podemos mencionar: a) la intensificación de la competencia en el mercado de telefonía móvil a partir del surgimiento de operadores virtuales, situación que ha generado una caída en los márgenes debido a los altos costos de mantenimiento de las redes en que deben incurrir los operadores líderes del mercado, b) la eliminación de las cláusulas de permanencia tanto en servicios móviles (2014) como fijos (2016), que incentivó la suscripción de productos en la modalidad de prepago y limitó un flujo de ingresos fijos para los operadores, y c) la importante reducción en los abonados de internet móvil (-5.1% entre diciembre de 2016 y marzo de 2017) y líneas fijas en servicio (-3.0% en igual período)¹².

¹¹ En la entre el 65% y el 70% de la venta de vivienda nueva se lleva a cabo sobre planos.

¹² Ministerio de Tecnologías de la Información y Telecomunicaciones, Boletín Trimestral de las TIC, Cifras Primer Trimestre de 2017. Recuperado de: <http://colombiatic.mintic.gov.co/602/w3-article-55212.html>.

El año 2018 traería una recuperación del sector en su conjunto hasta lograr un crecimiento del 2.4%. Se espera que a este resultado contribuya el mejoramiento relativo en las condiciones de seguridad así como una modesta aceleración en las exportaciones que contribuirá a movilizar carga por vía aérea y terrestre principalmente. Con respecto al subsector de telecomunicaciones, los servicios de telefonía e Internet móvil continuarán creciendo a tasas aceptables y los servicios vía *streaming*, aunque juegan un rol en contra de la televisión por suscripción, continuarán generando crecimiento en los usuarios de Internet tanto fijo como móvil. Por lo tanto, consideramos que este subsector mantendrá su dinámica y contribuirá, aunque en menor medida que el transporte, a la aceleración en el sector consolidado.

Sector financiero, seguros y otros servicios a las empresas

Para el año 2017 nuestros estimativos sugieren que el PIB del sector financiero continuará registrando una desaceleración en su crecimiento al pasar de crecer 5.0% en 2016 a 3.6%. Dicho comportamiento estaría impulsado por la desaceleración económica general que, en gran medida, ha provocado un menor dinamismo en el crecimiento de la cartera aunado a un aumento de la morosidad. De igual manera, los subsectores de servicios a las empresas y actividades inmobiliarias continuarán evidenciando un desempeño positivo pero más modesto que el estimado para la rama de intermediación financiera.

En el 2018 proyectamos una tasa de crecimiento del PIB financiero levemente inferior a la estimada para el año precedente: 3.3% anual. En este sentido, nuestros pronósticos sugieren que la dinámica del sector continuará siendo afectada por la desaceleración de la actividad observada en 2017. Las proyecciones de calidad de la cartera por modalidad nos indican que, con excepción de la de consumo, las demás carteras morosas presentarían disminuciones frente a los últimos años. La lenta evolución del sector durante 2018 se vería atenuada por el impacto positivo que tiene el rubro de publicidad dentro del subsector de servicios a las empresas ante la proximidad de las campañas electorales.

Actividades de servicios sociales, comunales y personales

En el primer semestre de 2017, el sector de actividades de servicios sociales, comunales y personales registró un crecimiento de 2.9%, lo que representa una desaceleración del sector al compararlo con el 3.5% del mismo periodo del

año pasado. Sin embargo, este es uno de los sectores que ha crecido más que el PIB total. Al analizar sus componentes se encuentra que la desaceleración se ha concentrado en educación de mercado y en servicios de esparcimiento, deportivos, entre otros. El subsector de mayor dinamismo es el asociado a las actividades del gobierno, registrando el incremento más alto desde el tercer trimestre del 2014. Lo anterior indica que las presiones que afronta el sector hacia un menor crecimiento han sido compensadas en buena parte por la reactivación de las actividades del gobierno, lo que está muy relacionado con el mayor ingreso que trajo la reforma tributaria. Dichas presiones parecen estar afectando más las actividades más elásticas al ingreso.

Para el resto de 2017 esperamos que el sector se siga expandiendo a tasas similares a las del primer semestre, o incluso a tasas mayores, para cerrar el año con un incremento de 3.1%. Lo anterior sería consecuencia de que es muy probable que continúe el dinamismo en el gasto del gobierno y que el mayor crecimiento de la economía en el segundo semestre del año mejore la demanda por las actividades afectadas en el sector.

La perspectiva de crecimiento para el 2018 es de 2.2%. La razón de esta desaceleración estaría íntimamente ligada a la menor dinámica esperada del gasto público tal como se describe más adelante en este documento. Sin embargo, en la medida en que otros sectores de la economía se reactiven podría registrarse un crecimiento mayor.

VI. Tasa de cambio

Los flujos de capital a países emergentes junto con la mejoría en los precios del petróleo ejercieron durante lo corrido del año una presión a la baja sobre la cotización peso-dólar. En efecto, el dólar, que en el primer trimestre de este año había alcanzado un valor promedio de \$3,059 bajó en el segundo trimestre a \$2,994 en promedio y a \$2,946.2 en el tercero. No se puede descartar que la aprobación de la reforma tributaria en la última parte del año pasado haya ejercido también una presión bajista dado que los niveles de riesgo país bajaron considerablemente, aunque siguen siendo más altos que los de países como Chile y Perú.

Los flujos de divisas en forma de capitales de portafolio que han entrado a Colombia en lo corrido de 2017 han sido importantes para explicar la dinámica del dólar pero son inferiores a los que entraron el año anterior. En efecto, de acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria, en lo corrido del año, hasta agosto 31, habían entrado por este concepto USD 2,847 millones, cifra inferior a los USD 3,312 recibidos en el mismo periodo de 2016.

La relación entre el valor del dólar en Colombia y el valor del dólar frente a las principales monedas del mundo

Empíricamente se puede establecer que la tasa de cambio en Colombia tiene una buena relación con variables propias del país (la situación de orden público por ejemplo) y otras de carácter puramente externo. Tomando información para lo corrido de este siglo se observa que la correlación entre la tasa de cambio y la cotización del dólar frente a las principales monedas del mundo (aproximada a través de índices como el DXY o el Trade Weighted Dollar) es muy alta, incluso superior a la que existe entre el precio del dólar en Colombia y el precio del petróleo.

La relación entre las variables mencionadas tiene sentido: en la medida que haya factores que aprecien el dólar frente a las principales monedas del mundo, ceteris paribus, no habría razones para pensar en que la relación con el peso colombiano fuera diferente. Un ejemplo de esta situación se observó a principios de noviembre de 2016 con la elección del presidente Trump en Estados Unidos. El dólar se apreció frente a las principales monedas del mundo bajo la expectativa de que el nuevo presidente iba a impulsar la economía mediante una reducción de los impuestos a las empresas. Ese movimiento fue estrechamente seguido por el peso colombiano que se devaluó en forma significativa. Sin embargo, a medida que el Congreso de ese país negó algunas de sus iniciativas de reforma, que el mercado consideró que sería difícil para la nueva administración cumplir con algunas sus promesas y que se empezó a hablar de probabilidad de un juicio por conductas indebidas del primer mandatario, el dólar perdió valor y el peso colombiano se apreció.

De lo expuesto anteriormente se deduce que conocer la trayectoria esperada del valor del dólar a nivel mundial es útil a la hora de saber para dónde se mueve la tasa de cambio en Colombia. El problema reside en que hay muchos factores, no solamente económicos, que influyen

sobre esta variable. Ya atrás se puso de manifiesto cómo la elección del presidente Trump a finales de 2016 apreció el valor del dólar frente a las principales monedas.

El otro problema es que no solo los datos duros son los que afectan esta variable –un dato negativo de generación de empleo en Estados Unidos puede depreciar el valor de dólar a nivel mundial– sino las expectativas sobre esos datos. En muchos casos las expectativas se desvían y las autoridades económicas son las que se encargan de

encausarlas. Por ejemplo, a finales de septiembre de 2017 el valor del dólar se apreció, aunque la probabilidad que veía el mercado de un aumento de las tasas de interés en diciembre no era alta. En este caso la presidenta de la Reserva Federal se encargó de ajustar las expectativas del mercado a lo que ellos estaban pensando.

En lo que a flujos de capital a países emergentes se refiere, hay que comentar que según las cifras del Instituto de Finanzas Internacionales, en lo corrido del año hasta septiembre, ingresaron USD47.7 miles de millones en tanto que a la misma fecha del año anterior habían ingresado USD25.2 miles de millones. En estas circunstancias el 2017 parece terminar con un record importante: ser el año de mayor flujo de capital hacia los países emergentes.

Muchos factores están tras estos movimientos de capital pero sin duda el más importante tiene que ver con el

hecho de que las bajas tasas de inflación en los Estados Unidos llevaron a muchos analistas a pensar que la autoridad monetaria de ese país no volvería a incrementar sus tasas en el segundo semestre del año. De otra parte, la desconfianza en las posibilidades de la administración Trump de llevar a cabo buena parte de sus promesas en materia económica también tuvo que ver con esto, en la medida que se entendió que la política monetaria no requería compensar un desbordado crecimiento del consumo privado.

El dólar se apreció frente a las principales monedas del mundo bajo la expectativa de que el nuevo presidente iba a impulsar la economía mediante una reducción de los impuestos a las empresas.



Como se comenta en el recuadro que acompaña esta sección, en las proyecciones de tasa de cambio intervienen un sin número de variables, expectativas y factores, muchos de los cuales no corresponden siquiera a variables económicas sino políticas. Además, tal como indicamos en el recuadro, la injerencia de los factores externos a la hora de explicar la tasa de cambio en Colombia es cada día mayor. En estas condiciones cualquier proyección de esta variable debe ser tomada con cautela.

Consideramos que la tendencia para lo que resta de 2017 y para 2018 es a que la tasa de cambio se incremente, aunque en una forma moderada. Los factores que propician tanto una devaluación como una apreciación del peso se observan en el siguiente cuadro. A continuación haremos una corta exposición de los aspectos más relevantes:

Factores que podrían explicar los movimientos de la tasa de cambio frente al dólar en 2018

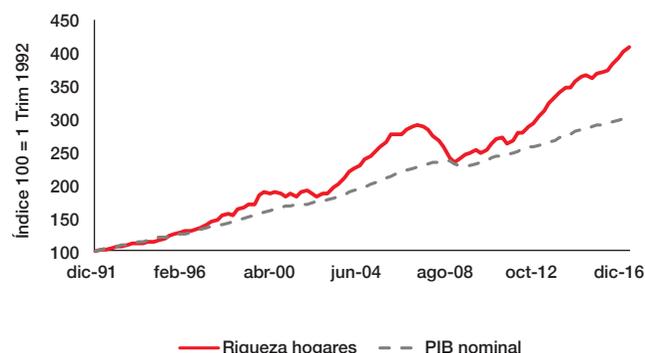
Factores devaluacionistas	Factores revaluacionistas
Aumento de las tasas de interés en EE. UU.	Crecimiento de las exportaciones no tradicionales
Efecto stock en flujos de capital a Colombia: el saldo de la deuda externa en manos de extranjeros es alto.	Modesto incremento en los precios del petróleo
Caída en las exportaciones mineras	Moderada reducción en las importaciones
Cambios en la calificación de riesgo país	

Consideramos que a diferencia de lo ocurrido en otros años, cuando existían argumentos sólidos para que los analistas y el mercado dudaran de la senda de tasa de política monetaria de la FED, en 2018 la probabilidad de que efectivamente se lleven a cabo los tres incrementos de tasas previstos por esta entidad es muy alta. La razón más importante para esto es que en los últimos meses los activos que constituyen la riqueza de los hogares –principalmente acciones y activos inmobiliarios– han tenido crecimientos mucho más elevados que el PIB nominal. Es más, la relación entre el valor de la riqueza de los hogares a PIB nominal es superior a la que existía antes de la crisis financiera de 2008.

Esta situación debe llamar la atención de las autoridades monetarias con el fin de evitar burbujas y desvalorizaciones precipitadas de estos activos. Como consecuencia de este incremento esperado en las tasas de interés en EEUU, el dólar deberá apreciarse frente al resto de monedas del mundo y la probabilidad de que los flujos de capital de portafolio a países en desarrollo disminuyan se incrementará.

En lo que a flujos de capital de portafolio hacia Colombia se refiere, es importante destacar que en los últimos años han jugado un papel muy importante para financiar el déficit en

EE. UU.: Brecha entre la riqueza de los hogares y el PIB



Fuente: Federal Reserve St Louis

cuenta corriente y de esta manera evitar un aumento de la tasa de cambio. Sin embargo, como ya se comentó, en los últimos meses su tendencia ya es decreciente y no vemos ninguna circunstancia por la cual estos flujos puedan retomar una tendencia ascendente en los próximos meses. Como proporción de la deuda interna, los TES en manos de extranjeros representan el 25.7% y si tenemos en cuenta exclusivamente los TES tasa fija esta proporción aumenta al 35.2%. Cuando comparamos esta cifra con la observada en otros países emergentes se observa que la proporción es alta aún frente a países con mejores calificaciones de riesgo soberano. Como hemos comentado antes, en 2017 se recibirán menos ingresos por inversión de portafolio que en 2016. Si se tiene en cuenta que la proporción de deuda en manos de extranjeros es alta, es sensato pensar que en los próximos meses deberá estabilizarse o incluso descender un poco en la medida que las colocaciones de TES aumenten a un mayor ritmo que su compra por parte de extranjeros. Esto debe generar una presión alcista sobre la tasa de cambio.

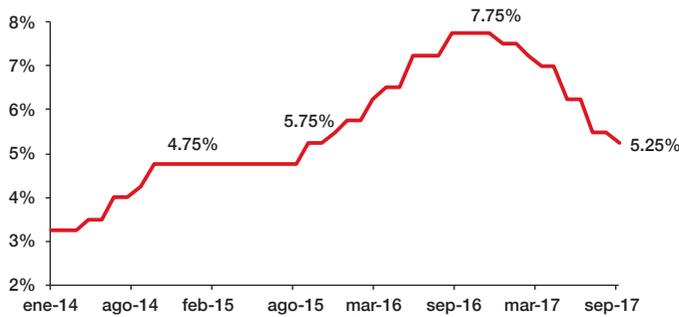
Por último, es necesario recordar que en la sección de riesgos para este año concluimos que continúa siendo más alta la probabilidad de un deterioro en la calificación de riesgo soberano que la de una mejora.

Estimamos que la tasa de cambio termine el año cerca a los \$3,000 por dólar y que para el 2018 tenga un valor promedio de \$3,085.

VII. Política monetaria

En los dos últimos años la política de tasa de interés por parte del Banco de la República ha estado gravitando alrededor de dos objetivos: a) los movimientos en la tasa han estado orientados a controlar las expectativas de inflación, y b) la política de tasas también ha tenido que colaborar en el objetivo de control de los niveles de gasto en la economía, de tal manera

► Tasa de política monetaria



Fuente: Banco de la República

que permita su coherencia con los menores niveles de ingreso que se han producido por la caída en los precios internacionales del petróleo. Este último objetivo es equivalente a lograr un saldo sostenible del déficit en la cuenta corriente, que de acuerdo con el gerente del Banco de la República debería ser cercano al 3% del PIB.

En la medida que las expectativas de inflación son absolutamente adaptativas, es decir, dependen de la inflación que se observe en el momento, el proceso de desinflación que se ha observado en este año ha permitido al Banco de la República reducir significativamente sus tasas de interés. En enero pasado la tasa de intervención del Banco ascendía a 7.5% y tras siete reducciones el pasado mes de septiembre pasó a 5.25%.

En su reunión de finales de septiembre la Junta mantuvo inalterada la tasa en los niveles mencionados. En su decisión el Banco tuvo en consideración el hecho de que los indicadores de inflación básica, al igual que los indicadores de expectativas de inflación a uno y más años, continúan muy por encima de la meta de inflación del 3%. Así mismo, consideró que la tasa de interés real se sitúa en un “nivel neutral”.

¿Por qué, estando la actividad económica por debajo de su crecimiento potencial, el Banco de la República no tiene una política monetaria más activa y disminuye aún más su tasa de intervención? La respuesta tiene que ver con la segunda consideración que hemos mencionado en el primer párrafo de esta sección y que ha determinado la política monetaria en los últimos años: el déficit en cuenta corriente es muy grande y por lo tanto existe el temor de que un mayor dinamismo de la actividad económica, vía la mayor dinámica de las importaciones, signifique un agravamiento del mismo.

Estas preocupaciones del Banco tienen una base legítima. Un excesivo déficit en cuenta corriente es no solo sinónimo de un mayor endeudamiento sino que representa un mayor riesgo de devaluación del peso y por tanto un factor de perturbación potencialmente grande para el cumplimiento de la meta de inflación.

El gerente del Banco de la República y algunos de los codirectores han enviado señales al mercado en el sentido de que la tasa debería permanecer estable por un tiempo prolongado hasta que, o bien el déficit en cuenta corriente se reduzca, o las expectativas de inflación estén más sólidamente ancladas en el 3%. De acuerdo con lo anterior, esperamos que la tasa de intervención se mantenga en niveles promedio del 5% durante el año 2018.

VIII. Finanzas públicas

Como ya se mencionó, a lo largo de 2017 ha continuado el ajuste de la economía colombiana y las finanzas públicas no han sido ajenas a este proceso. La crisis de la industria petrolera tuvo un fuerte impacto negativo sobre los ingresos del Gobierno Nacional Central (GNC), llevando su déficit fiscal de 2.4% del PIB en 2014, a 3.0% del PIB en 2015 y 4.0% del PIB

en 2016. Por su parte, la deuda neta del GNC aumentó de 41.4% del PIB en 2015 a 42.6% del PIB en 2016. Ante esta situación, el gobierno implementó medidas de austeridad y puso a consideración del Congreso una reforma tributaria, la cual fue aprobada a finales del año pasado.

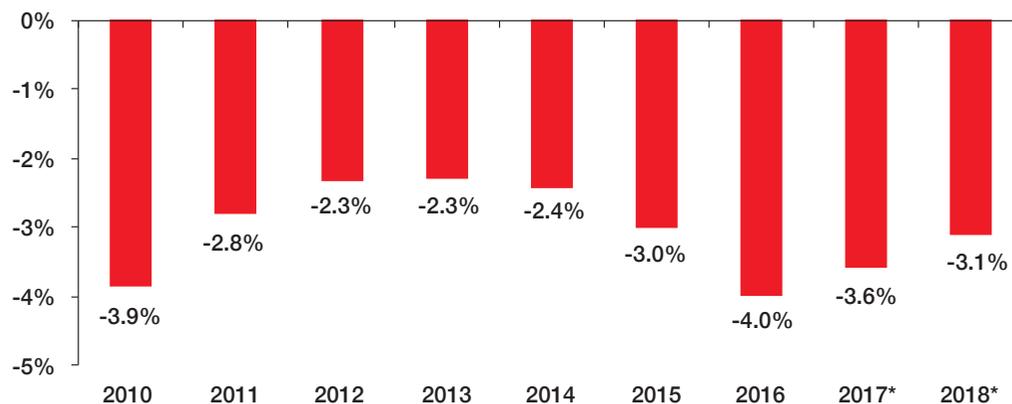
Para 2017 se estableció como meta del GNC un déficit fiscal de 3.6% del PIB, mostrando una mejoría de 0.4 % del PIB frente al año anterior. Lo anterior, se da gracias al aumento estimado de 9.6% de sus ingresos como resultado de la implementación de la reforma tributaria. De acuerdo con las estadísticas publicadas por la DIAN, en los primeros ocho meses del año el recaudo tributario ascendió a \$93.2 billones, mostrando un crecimiento de 6.5% frente al mismo periodo del año anterior, lo que representa un cumplimiento del 71.7% del recaudo total esperado para la vigencia. Estas cifras muestran una evolución positiva del recaudo tributario, en medio de un contexto de desaceleración de la actividad económica; sin embargo,

persisten algunas preocupaciones sobre su evolución en lo que resta del año. Por otra parte, se espera que los gastos muestren un crecimiento de 6.6%, resultante de la disminu-

Para 2017 se estableció como meta del GNC un déficit fiscal de 3.6% del PIB, mostrando una mejoría de 0.4 % del PIB frente al año anterior. Lo anterior, se da gracias al aumento estimado de 9.6% de sus ingresos como resultado de la implementación de la reforma tributaria.



► Balance fiscal GNC % PIB



* Proyecciones
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

ción de 9.1% de los gastos generales y de una moderada expansión de 1.5% de los gastos de inversión.

En cuanto a la deuda neta del GNC se espera que llegue a representar 43.8% del PIB al cierre de 2017 y que se mantenga igual a lo largo de 2018, siendo este el primer paso para su estabilización y posterior disminución.

Para el año 2018, en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), se plantea un déficit fiscal de -3.1% como meta para el GNC, contemplando una aceleración de la actividad económica en el próximo año, en línea con nuestras expectativas. Esta ambiciosa meta surge de un incremento de 6.9% de los ingresos del gobierno, derivado de la implementación de los cambios sobre el impuesto de renta y complementarios, para personas naturales y jurídicas, incluidos en la última reforma tributaria. A lo anterior se suma la reactivación de los ingresos provenientes de la industria petrolera (impuestos más excedentes de capital), que se han estimado en 0.2 % del PIB.

A su vez, se ha planteado un incremento de tan solo 3.7% de los gastos, mostrando una importante desaceleración en comparación con el año 2017. Para sus componentes se espera de forma generalizada un menor crecimiento, pero en los gastos de inversión proyectan una reducción de \$17.9 billones en 2017 a \$13.2 billones en 2018 y se anticipa que esta tendencia decreciente se mantenga en los próximos años. Consideramos que el comportamiento de la inversión pública es un factor de riesgo para la economía colombiana en el corto y mediano pla-

zo, ya que de materializarse su reducción se estaría limitando la capacidad del gobierno para para impulsar la economía.

Cabe aclarar que para la vigencia 2018, en el marco de la discusión sobre el presupuesto general de la Nación que se adelanta en el Congreso y ante las preocupaciones con relación al retroceso de 16.8% de la inversión pública planteado en el proyecto de ley presentado por el gobierno, ya se ha determinado destinar mayores recursos para inversión y su reducción

llegaría a ser de 3.5%. Sin embargo, persisten las preocupaciones sobre la velocidad con la que se puedan ejecutar estos recursos en un año con procesos electorales que activarán la aplicación de la Ley de Garantías (Ley 96 de 2005). Recordemos que esta ley prohíbe la celebración de convenios interadministrativos para ejecutar recursos públicos y la contratación directa, durante los cuatro meses anteriores a cualquier elección.

Por último, queremos señalar que las metas fiscales planteadas responden a las preocupaciones expresadas por las principales calificadoras de riesgo, las cuales en diferentes palabras han expresado la gran importancia de reducir el déficit fiscal, estabilizar e iniciar la reducción de la carga de la

deuda pública, para que Colombia pueda mantener su actual calificación de riesgo soberano.

No obstante, como ya lo comentamos, creemos que la probabilidad de recorte en la calificación de Colombia continúa siendo alta. Existe incertidumbre sobre qué tan factible resulte el cumplimiento de las metas fiscales en un contexto de lenta recuperación de la actividad económica.

Para el año 2018,
en el Marco Fiscal
de Mediano Plazo (MFMP),
se plantea un déficit fiscal
de -3.1% como meta para
el GNC, contemplando
una aceleración de la
actividad económica.



Resumen Proyecciones Macroeconómicas

I. Producto Interno Bruto por actividad económica (Variación anual)		
Variables	2017 (E)	2018 (p)
Agricultura, ganadería y caza	5.6%	-1.0%
Explotación minas y canteras	-4.1%	-2.1%
Industria manufacturera	1.2%	4.3%
Suministro electricidad, gas y Agua	0.7%	2.0%
Construcción	2.6%	3.9%
Comercio, reparación y hoteles	0.7%	2.7%
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	0.7%	2.4%
Establecimientos financieros, seguros y actividades inmobiliarias	3.6%	3.3%
Servicios sociales y personales	3.1%	2.2%
Impuestos	4.3%	0.8%
Producto Interno Bruto	1.7%	2.2%

II. Producto Interno Bruto por el lado de la demanda (Variación anual)		
Variables	2017 (E)	2018 (p)
Importaciones	-0.9%	-1.3%
Consumo total	2.1%	1.9%
Consumo de los hogares	1.6%	2.1%
Consumo del gobierno	4.1%	1.3%
Formación bruta de capital	1.2%	1.0%
Exportaciones	0.6%	3.7%
Producto Interno Bruto	1.7%	2.2%

III. Balanza de pagos (Millones USD)		
Variables	2017 (E)	2018 (p)
Cuenta corriente	-11,409	-11,131
1. Bienes y servicios	-11,468	-11,006
2. Renta de los factores (Ingreso primario)	-6,026	-5,992
3. Transferencias (Ingreso secundario)	6,085	5,867

IV. Materias primas (Precios promedio anuales)		
Variables	2017 (E)	2018 (p)
Café (USD/lb)	3.6	3.6
Carbón (USD/mt)	61.7	60.0
Níquel (USD/mt)	10,500	11,034
Petróleo (USD/brr - Promedio principales referencias)	51	54
Oro (USD/OzT)	1,225	1,206

V. Tasas de interés (Promedio anual)		
Variables	2017 (E)	2018 (p)
Tasa intervención Banco de la República	6.3%	5.0%
Libor 3 meses	1.3%	1.9%
Federal funds rate	1.1%	1.8%
Prime rate	4.1%	4.8%

VI. Otras variables domésticas		
Variables	2017 (E)	2018 (p)
Inflación promedio	4.3%	4.1%
Inflación fin de año	3.9%	4.2%
Tasa de cambio promedio	2,960	3,085
Devaluación promedio	-3.0%	4.2%

RENTA VARIABLE

2018: BALANZA
SE INCLINA
DEL LADO DE LAS
OPORTUNIDADES

2

RESUMEN

Precios objetivo y recomendaciones

Compañía	Último precio	Precio Objetivo 2018FA	Potencial	Recomendación	Riesgo
Grupo Argos	20,400	23,100	13.2%	Sobreponderar	Medio
Grupo Energía de Bogotá	2,035	2,300	13.0%	Sobreponderar	Medio
Éxito	15,900	18,800	18.2%	Sobreponderar	Alto
Cemex Latam Holdings	11,400	15,300	34.2%	Sobreponderar	Alto
Grupo Nutresa	27,140	30,300	11.6%	Sobreponderar	Medio
Ecopetrol	1,450	1,600	10.3%	Sobreponderar	Alto
Concreto	990	1,620	63.6%	Sobreponderar	Alto
Avianca	2,755	3,100	12.5%	Neutral	Alto
Corficolombiana	29,000	35,600	22.8%	Neutral	Alto
Grupo Sura	40,340	42,500	5.4%	Neutral	Medio
ISA	13,400	13,800	3.0%	Neutral	Medio
Banco de Bogotá	68,000	72,000	5.9%	Neutral	Medio
Terpel	13,500	15,000	11.1%	Neutral	Medio
Celsia	4,670	5,200	11.3%	Neutral	Alto
Bancolombia	30,860	32,600	5.6%	Subponderar	Medio
Grupo Aval	1,380	1,250	-9.4%	Subponderar	Medio
Cementos Argos	11,400	11,500	0.9%	Subponderar	Medio
Colcap	1,460	1,584	8.5%		

José Germán Cristancho

Gerente de Investigaciones
Económicas y Estructuración
jcristancho@corredores.com
(+57-1) 312 3300 Ext.92212

Katherine Ortiz

Analista Senior Renta Variable
kortiz@corredores.com
(+57-1) 312 3300 Ext.92134

Ricardo Sandoval

Analista Renta Variable
rsandoval@corredores.com
(+57-1) 312 3300 Ext.92257

Cristina Manotas

Analista Renta Variable
cmanotas@corredores.com
(571) 312 3300 Ext. 92473

Angie Rodríguez

Analista Renta Variable
arodriguezv@corredores.com
(+57-1) 312 3300 Ext.92110

Juan Pablo Pedraza

Practicante
jpedraza@corredores.com
(+57-1) 312 3300 Ext.92229

Metodología

Valoración

Valoración por flujo de caja libre o ingreso residual (70%)

Estimación del costo del *equity* (K_e):

$$K_{e_{USD}} = [\text{Tasa libre de riesgo } (R_f) + \text{Beta Apalancado } (B_L) * \text{Prima por riesgo de mercado } (R_p) * \text{Factor multiplicador (1.13)}]$$

$$K_{e_{COP}} = [(1 + K_{e_{USD}}) * (1 + \text{Devaluación})] - 1$$

Tasa libre de riesgo: Promedio 10 años de los *US 10 Year Treasury Note* + Promedio 10 años de los Colombia 10Y CDS.

Beta Apalancado: Estimado a través de la metodología *bottom up beta*, lo que significa que usamos un grupo de empresas comparables (las mismas de la valoración por múltiplos) para estimar un beta desapalancado, que posteriormente apalancamos dependiendo de la estructura de capital de la compañía para cada uno de los años de estimación.

Prima Mercado: Promedio 12M de la prima mensual publicada por Damodaran.

> Valoración Relativa (30%)

La valoración relativa es realizada a través de múltiplos *forward looking* 2018, obtenidos de la mediana del grupo de empresas comparables de Bloomberg y Capital IQ. A través de dichos múltiplos estimamos un valor justo para el *equity*, usando nuestros propios estimados de EBITDA, utilidad neta, ventas, etc. para 2018.

> Aspectos a destacar

Los conglomerados o *holdings* son valorados por suma de partes, tomando como base los Precios Objetivo y/o la valoración teórica (por múltiplos) de las empresas subyacentes.

Recomendaciones

El sistema de recomendaciones de Davivienda Corredores está conformado por una recomendación fundamental de inversión, y una calificación que responde al nivel de riesgo asociado a la recomendación emitida. La recomendación es el resultado de una ponderación de criterios cuantitativos (70%) y cualitativos (30%).

El pilar cuantitativo de la recomendación corresponde a lo explicado en “Metodología de Valoración”. Por su parte, el pilar cualitativo busca tener en consideración aspectos que no necesariamente impactan el ejercicio de valoración, pero que pueden tener impacto significativo en el valor y precio de las compañías bajo cobertura. Nuestro proceso de evaluación cualitativo abarca los principales aspectos conside-

rados en el Gobierno Corporativo, que son juzgados a criterio de nuestros analistas en una escala de 1 a 3. A las compañías con mejores estándares se les asigna 3 en el criterio evaluado.

Para el nivel de riesgo asociado a la recomendación fundamental estimado para las compañías del universo de cobertura, se tiene en consideración la volatilidad del activo bajo juicio y criterios fundamentales inciertos que serán discrecionales del analista.

Según lo anterior, con el fin de establecer un mecanismo de clasificación adecuado en nuestras recomendaciones de renta variable, y teniendo en cuenta que algunas de las acciones en nuestro universo de cobertura no tienen un alto nivel de liquidez, dividimos las recomendaciones en acciones de alta y de baja liquidez; las primeras de las cuales pertenecen al índice COLCAP.

Alta liquidez

Asignamos recomendaciones teniendo en cuenta: el potencial de valoración de cada acción vs. el potencial del índice Colcap:

- > **Sobreponderar:** Potencial acción > Potencial COLCAP +5%
- > **Neutral:** Potencial Colcap-5% ≤ Potencial acción ≤ Potencial COLCAP +5%
- > **Subponderar:** Potencial acción < Potencial Colcap – 5%

Somos conscientes que nuestras estimaciones de valor tienen un margen de error estimado de 10%, por lo cual establecemos límites de +/- 5.0% en nuestros escenarios de recomendación. Estas bandas son el margen de seguridad que transferimos al inversionista dado nuestro posible margen de error.

Es importante destacar que en caso de presentarse algún evento de corto plazo que no pueda ser incluido en la valoración, y que ponga en riesgo la materialización de nuestro Precio Objetivo, será discreción del analista cambiar la recomendación de inversión.

Baja liquidez

Para estas acciones no hacemos recomendaciones puntuales de Sobreponderar o Subponderar, sino que damos un juicio de qué tan interesante es la oportunidad de inversión de acuerdo con nuestro ejercicio de valoración.

Estos juicios fueron clasificados en:

- > **Atractiva:** Potencial acción > Potencial COLCAP +10%
- > **Neutral:** Potencial COLCAP –10% ≤ Potencial acción ≤ Potencial COLCAP +10%
- > **No Atractiva:** Potencial acción < Potencial COLCAP –10%

Para el nivel de riesgo asociado a la recomendación fundamental estimado para las compañías del universo de cobertura, se tiene en consideración la volatilidad del activo bajo juicio y criterios fundamentales inciertos que serán discrecionales del analista.



2018: Balanza se inclina del lado de las oportunidades

¿Qué ha pasado durante 2017?

En lo corrido del año el COLCAP acumula una valorización de 8.09% en línea con lo estimado en nuestra publicación “El Libro 2017: Selectividad, la Pieza Fundamental”. Pese a este desempeño, el mercado local se ha mantenido como uno de los más rezagados de la región (+16% mercados Latam) y de los mercados emergentes (+19%), lo cual se justifica por el deterioro de los principales indicadores macroeconómicos, la continua reducción de la rentabilidad en el grueso de las compañías que integran el COLCAP, así como la incertidumbre respecto a investigaciones de casos de corrupción en la contratación de proyectos de infraestructura.

► Retorno mensual índice COLCAP (2008-2017)

	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Año
2017	0.43%	-2.3%	3.0%	0.43%	4.9%	1.63%	1.26%	0.06%	0.35%				8.04%
2016	1.85%	5.88%	7.40%	0.46%	-3.72%	1.60%	-0.38%	5.50%	-3.00%	1.99%	-5.82%	5.10%	18.23%
2015	-8.19%	-1.54%	-4.60%	7.03%	-6.43%	1.89%	-1.06%	-5.36%	-2.23%	-0.06%	-8.52%	3.53%	-23.75%
2014	-9.11%	4.16%	11.02%	-0.94%	-0.80%	2.83%	-0.67%	4.52%	-5.96%	-1.85%	-6.68%	-0.83%	-5.81%
2013	1.83%	-1.16%	-3.78%	-5.07%	-1.11%	-3.03%	4.01%	2.91%	1.31%	-0.53%	-6.47%	-1.46%	-12.35%
2012	3.95%	5.93%	0.76%	2.41%	-3.31%	-5.01%	2.06%	-0.32%	0.75%	7.66%	-2.78%	4.16%	16.62%
2011	-3.36%	-0.65%	-1.86%	-1.03%	3.51%	-3.41%	-2.41%	-1.02%	-3.52%	2.37%	-3.77%	0.67%	-13.83%
2010	-0.23%	2.01%	3.56%	1.85%	-1.55%	1.54%	7.15%	5.89%	6.33%	7.48%	-6.41%	2.46%	33.42%
2009	2.17%	-2.03%	2.59%	6.60%	10.69%	6.90%	4.85%	4.57%	9.91%	-5.40%	4.84%	3.70%	60.55%
2008	-11.81%	-2.39%	-2.80%	10.87%	3.43%	-7.30%	-0.05%	5.01%	-1.89%	-18.89%	1.82%	6.01%	-19.90%

Fuente: Davivienda Corredores
* Cierre 23 de octubre de 2017

Dos factores han sido determinantes para el desempeño positivo del mercado durante lo corrido de 2017:

- i) Entrada de flujos de inversión extranjeros generada principalmente por los rebalances de los índices MSCI y FTSE, que de paso ha favorecido a emisores muy representativos del COLCAP como Bancolombia (20% de participación). De esta manera, la valorización de las acciones preferencial y ordinaria de Bancolombia ha alcanzado 22.4% y 17.7%, respectivamente, contribuyendo en 2.86% y 1.58% a la subida de 10.54% del COLCAP, en medio de un entorno
- ii) El apetito de las AFP por el mercado local que se ha visto reflejado en compras netas por COP 1.5 bn en lo corrido del año, y en el positivo comportamiento de la creación de unidades los ETF COLCAP y HCOLSEL. En lo que va del 2017, el valor total de las unidades del ICOLCAP se ha incrementado 32% al pasar de COP 2.7 bn a COP 3.5 bn y el del HCOLSEL ha aumentado 73% desde COP 401 mil mm a COP 693 mil mm.

no de resultados corporativos débiles, mayores gastos en provisiones y menores indicadores de rentabilidad.

¿Cómo se ha desempeñado el COLCAP respecto a nuestra estimación?

En nuestra publicación “El Libro 2017: Selectividad la pieza fundamental” utilizamos los Precios Objetivo de las compañías bajo cobertura y sus respectivos escenarios de sensibilidad para estimar el desempeño del COLCAP en 2017. Nuestro escenario base de estimación publicado en ese entonces fue de 1,472 puntos (escenario pesimista 1,355 y escenario optimista 1,623), cifra muy cercana a los 1,460 puntos a los que cotiza actualmente el índice, con lo cual, consideramos que el mercado ha reconocido, de manera muy cercana, el valor justo que estimábamos debían tener las compañías locales.

Para lo que resta del año mantenemos nuestra estimación inalterada; no obstante, no descartamos un impacto negativo al índice que podría resultar de una caída en Bancolombia ante un desempeño financiero aún más débil del que ya ha reportado y el considerable desbalance entre el precio de mercado y su valor fundamental, teniendo en cuenta como lo mencionamos antes, que su valorización no ha estado acompañada de mejores cifras financieras ni crecimiento de fundamentales, sino de flujos generalizados que han desligado temporalmente la cotización de mercado de esta información. Con esto, destacamos que el desempeño negativo para las cifras del sector financiero que previmos desde inicio de 2017 se ha materializado, lo cual se refleja en una reducción del ROAE para las compañías del sector financiero bajo nuestro universo de cobertura de 3 pp en promedio, y una caída en las utilidades de 25% anual.

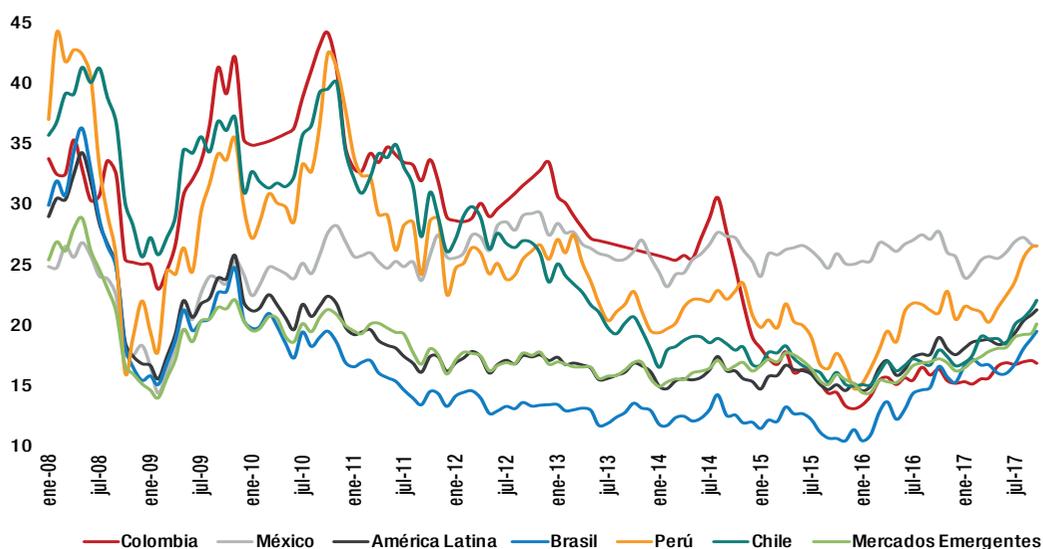
2018: Balanza se inclina del lado de las oportunidades

Luego de un retador 2017 en términos de crecimiento de la economía y desempeño financiero del grueso de las compañías del COLCAP, y aunque el proceso de ajuste no ha concluido, consideramos que a partir de 2018 nuevamente las condiciones se inclinan positivamente para invertir en acciones colombianas. No obstante, es claro que en un entorno de elecciones presidenciales y retraso en el inicio de las obras de infraestructura 4G, el avance del mercado se puede ver limitado en los primeros meses del año. A continuación analizamos cinco razones que nos permiten afirmar que a medida que se disipe la adversa coyuntura macroeconómica, el mercado accionario del país avanzará hacia precios más cercanos al valor justo de las compañías junto con un cambio en el sentimiento de los inversionistas.

1. El mercado luce “barato” a múltiplos actuales

Está justificado que las valoraciones del mercado local se mantengan en niveles inferiores a su historia por las débiles cifras macroeconómicas y su impacto en el desempeño de las compañías que se refleja en los bajos indicadores de rentabilidad. Sin embargo, no hay una razón que justifique que el mercado accionario local se ubique por debajo del resto de bolsas de la región, (descuento actual de 21% en el múltiplo P/U frente a sus pares de Latam), más aún cuando se anticipa una gradual recuperación de la economía y por lo tanto, de la rentabilidad de las empresas.

► Evolución múltiplo P/U



Fuente: Bloomberg. Gráfico Davivienda Corredores

* MSCI Index - Múltiplos P/U ajustados por ciclo económico

Bajo el mismo escenario, los múltiplos *forward* 2016 EV/ EBITDA y P/U evidencian un castigo que podría ser excesivo a la luz de las perspectivas que se tengan frente a los fundamentales de las compañías, incluso si son ácidos en varios supuestos utilizados para valorar las compañías.

2. Recuperación gradual de la economía impactaría de manera positiva sentimiento inversionista

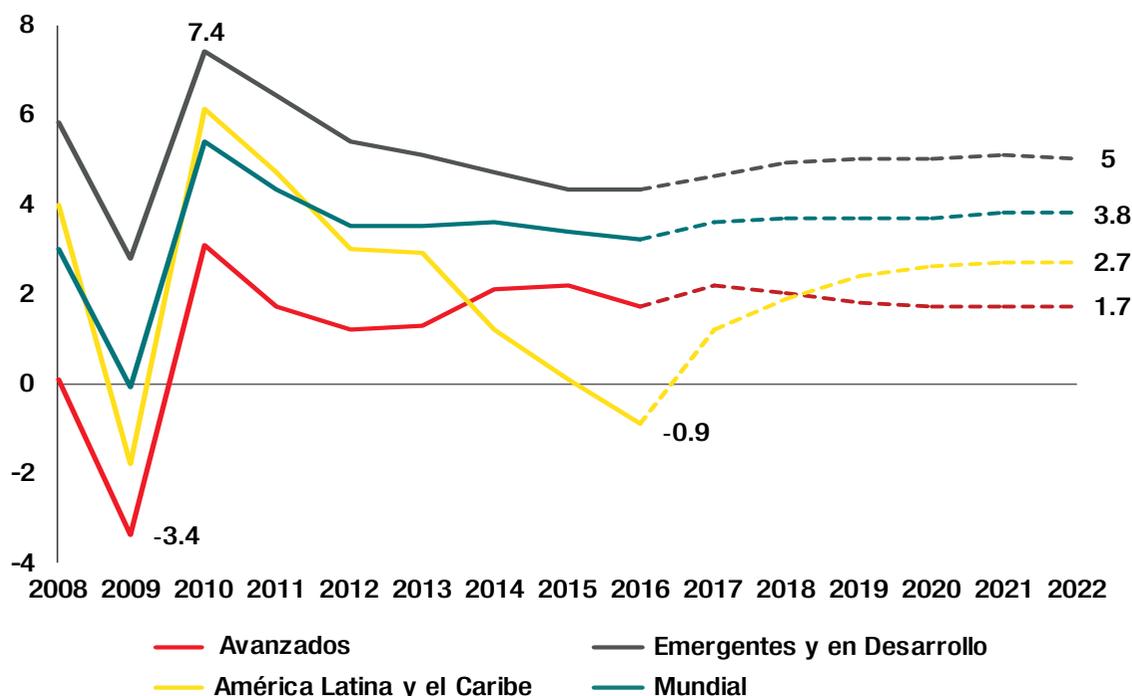
Del lado macroeconómico, varios factores favorecen la inversión en el país. Por un lado, Latinoamérica sería el centro de atención teniendo en cuenta que a partir de 2018 empezaría a presentar un crecimiento superior a los países desarrollados, siendo este diferencial positivo y creciente en el tiempo el que impulsaría el apetito de los inversionistas por las acciones de la región. Lo anterior, de la mano de un escenario de recuperación gradual de la economía colombiana, abre espacio para posicionarse en inversiones de largo plazo en compañías que cuentan con modelos de negocio sostenibles, rentables y con sólidas estructuras de capital. Así, según estimaciones del Fondo Monetario Internacional, la región de Latinoamérica y el Caribe crecerá 1.2% en 2017 y 1.9% en 2018, impulsada por la recuperación de Brasil y el repunte de Perú y Colombia.

3. Estabilidad en el precio de los *commodities*

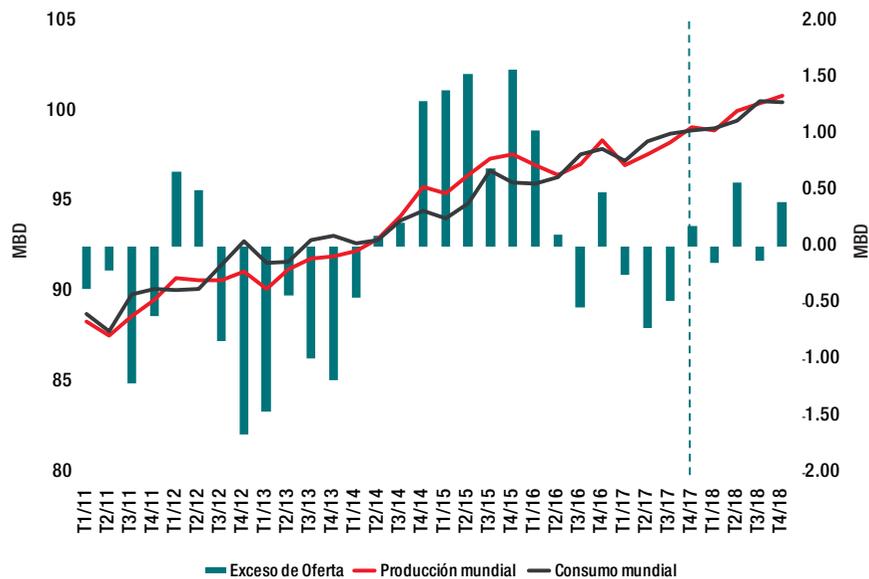
El comportamiento del índice COLCAP está altamente relacionado con la dinámica de la tasa de cambio (USDCOP) y el precio de los *commodities*, aun cuando la participación del sector Petróleo y Gas se han disminuido significativamente en los últimos años. En este sentido, para 2018 será fundamental estar atentos a los diferentes hechos que pondrían presión sobre el desempeño de estas variables. No obstante, el riesgo asociado a las materias primas y concretamente al petróleo se ha disipado pues la brecha entre la oferta y la demanda que llevó a éste a sus niveles mínimos en 2016 se ha venido cerrando gradualmente.

A lo anterior se suma que de acuerdo con las perspectivas del Fondo Monetario Internacional plasmadas en el World Economic Outlook (WEO) de octubre de 2017, el crecimiento mundial aumentará en 2018 y retornará a sus niveles de largo plazo de 3.7% - 3.8%, favorecido principalmente por los países emergentes y en desarrollo con un crecimiento del 4.6% y 4.9% para 2017 y 2018, respectivamente. Este crecimiento nos hace pensar que las materias primas tendrán soporte desde la dinámica de la demanda durante 2018, incluido el petróleo, cuyo precio debería sostenerse en un nivel cercano a USD50/barril. Sin embargo, no podemos dejar de lado que

► Proyecciones crecimiento WEO



► Proyecciones petróleo EIA



Fuente: FMI | EIA. Gráfica: Davivienda Corredores

algunos países de la OPEP y EE. UU. han aumentado su producción de petróleo durante 2017 y probablemente continuará en 2018, lo que conformaría un escenario más equilibrado para los precios, limitando avances significativos.

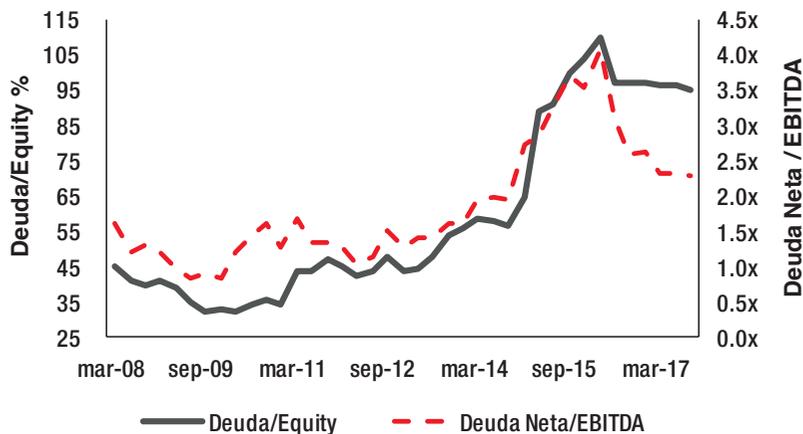
4. Desempeño positivo para las compañías del COLCAP

El entorno macroeconómico desafiante ha impactado negativamente las cifras de las compañías durante 2017; solo los sectores petrolero (Ecopetrol) y *utilities* (ISA, EEB y Celsia) se han mantenido resilientes a la debilidad de la economía presentando resultados positivos en lo corrido del año. El sector financiero ha sido uno de los más afectados por los elevados gastos en provisiones resultantes del deterioro de la carte-

ra; mientras que las compañías del sector constructor siguen impactadas por débiles despachos de cemento y concreto acompañados de bajos precios, la baja dinámica en construcción de edificaciones y la crisis en infraestructura. Por su parte, el sector *retail* además de recibir el impacto de la reforma tributaria y el débil consumo de los hogares, se ha visto inmerso en un cambio de tendencia derivada de la llegada de las tiendas de descuento. Finalmente, el sector de transporte aéreo representado por Avianca, que aunque estaba mostrando una recuperación en su desempeño operacional, cerrará el año con cifras negativas producto de la extendida huelga de pilotos que le ha costado disminuciones en ingresos diarios por USD 2.5 millones.

Para 2018, por el contrario, las perspectivas son alentadoras. Esperamos que Ecopetrol, continúe reportando cifras positi-

► Evolución apalancamiento COLCAP



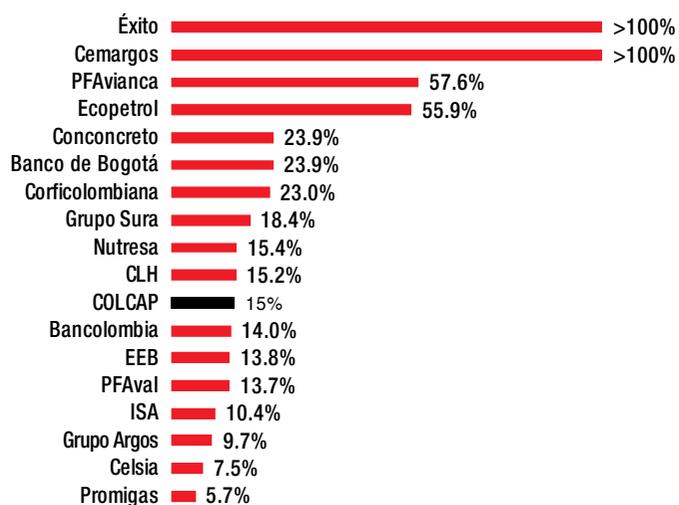
Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

vas (resultado de ser una compañía más rentable y del inicio de un aporte positivo de la operación de Reficar) y la recuperación gradual de la economía beneficie a: i) los bancos, con lo cual iniciaría un aumento progresivo de la rentabilidad de la mano de una reducción en el costo de crédito (específicamente a partir de la segunda mitad del año), ii) el sector constructor que estaría impulsado por una mayor demanda de materiales tanto en edificaciones como en obras civiles, iii) la reactivación del consumo de los hogares que contribuirá positivamente a una mejor dinámica del sector *retail* (sin desconocer que las presiones competitivas continuarían para Grupo Éxito en Colombia).

Un menor costo de crédito acompañado de una reducción en el apalancamiento también sería un catalizador importante en 2018. El continuo ajuste a la baja de la inflación y la reducción en la tasa de intervención del Banco de la República ayudarían a las empresas por dos vías: i) una disminución en el Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC) por el menor costo de deuda (tanto la existente como la nueva) y ii) menores gastos financieros favorecerían la generación de utilidades y por ende la rentabilidad. A su vez, se abre la posibilidad de que algunas compañías puedan nuevamente buscar oportunidades de expansión inorgánica como creemos que sería el caso de Ecopetrol y Nutresa.

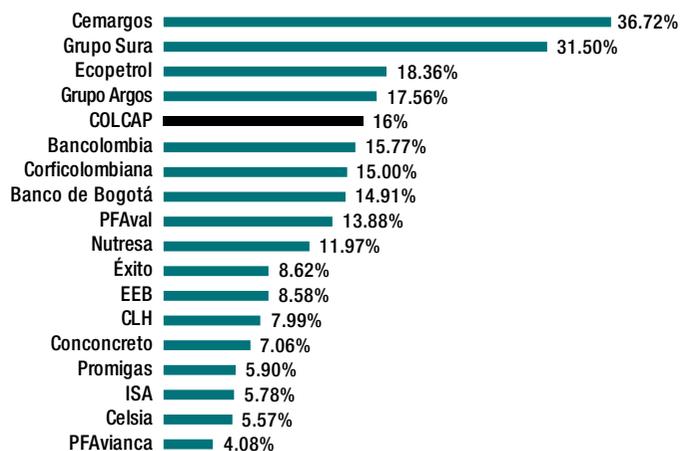
Lo anterior se hace visible en nuestras estimaciones para 2018 donde anticipamos un crecimiento en las utilidades de 15%, del EBITDA de 16% y el valor en libros de 6.2%. Así, esperamos una expansión en el ROE del índice de 80 pbs desde 10.2% a cierre de 2017, hasta 11.0% a cierre de 2018.

► Crecimiento EPS 2018E



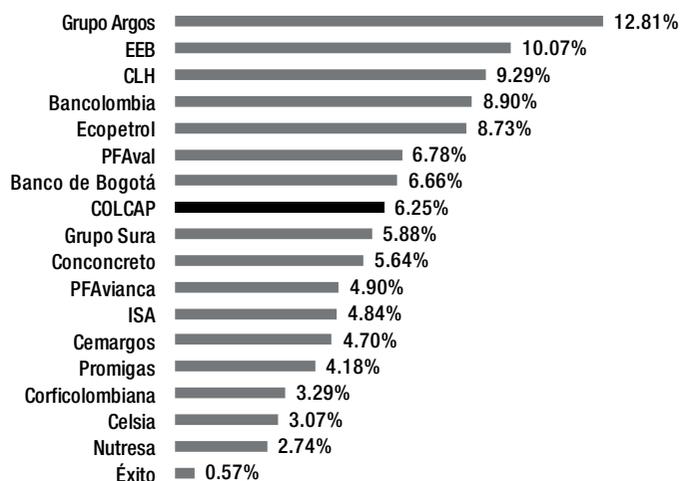
Fuente: Davivienda Corredores

► Variación EBITDA 2018E



*En el caso de los bancos se utilizan crecimientos del resultado operacional
Fuente: Davivienda Corredores

► Crecimiento VL / acción 2018E

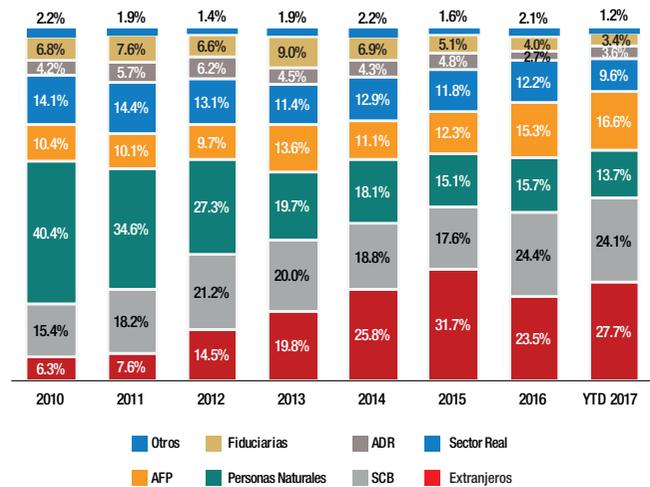


Fuente: Davivienda Corredores

5. Interés de inversionistas locales y externos por invertir en el mercado de renta variable local se mantendría

El interés de inversionistas extranjeros por el mercado local ha sido notorio durante los últimos años; su participación en el volumen total negociado ha pasado de 6% en 2010 a 28% en lo corrido de 2017, siendo actualmente el jugador más representativo en volumen seguido por los Fondos de Pensiones con una participación del 17% en la actualidad. Consideramos que la recuperación de la economía, el atractivo de los mercados emergentes (en especial Latinoamérica) y mejores cifras financieras para las compañías locales seguirán llamando la atención de los inversionistas extranjeros, soportando así que su posición como compradores netos se mantenga.

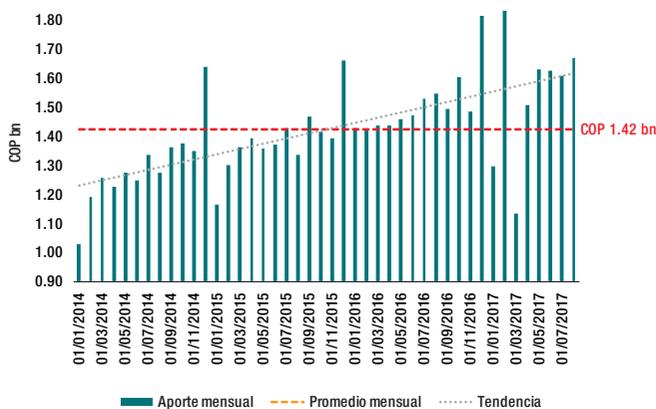
► Participación en flujos por tipo de inversionista



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia | Cálculos: Davivienda Corredores

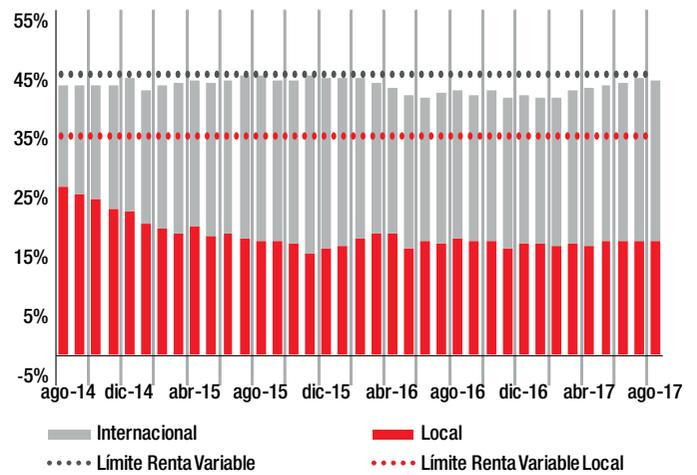
Por su parte, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) reactivaron su interés en el mercado local a partir de 2016 y desde entonces se han mantenido como los principales compradores netos. Pese a que en la actualidad su espacio para invertir en renta variable local (dados los límites regulatorios) parece restringido, lo cierto es que estimamos que los aportes mensuales recibidos por parte de sus afiliados le permiten mantener un nivel de compras potencial en un promedio de ~ COP 250 mil mm mensuales (COP 3.0 bn anuales). Lo anterior sobre la base de que mensualmente las AFP reciben ~ COP 1.42 billones de aportes y el portafolio está compuesto en ~18% por acciones locales, es decir, sin tener en cuenta recomposiciones de portafolio de renta variable internacional a local.

► Aportes recibidos por AFP



Fuente: Superintendencia Financiera | Cálculos: Davivienda Corredores

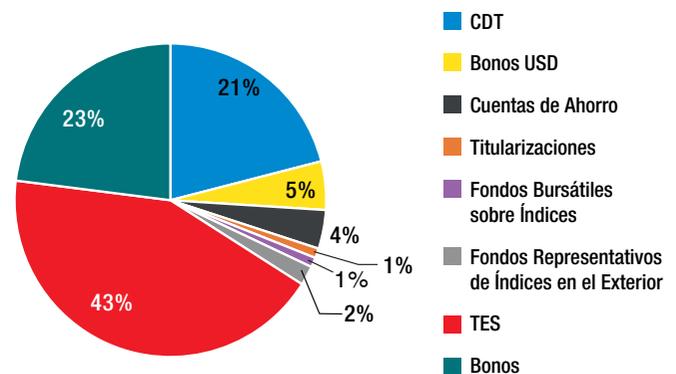
► Evolución Portafolio AFP's



Fuente: Superintendencia Financiera | Cálculos: Davivienda Corredores

Por último, destacamos que además de las AFP tradicionales, el FONPET también es un jugador importante en el mercado. Este fondo ha venido creciendo de manera constante pasando de COP 1 bn en la década pasada a COP 46.4 bn en recursos bajo administración a cierre de 2016, con lo cual se ubica en el tercer lugar entre las AFP después de Porvenir y Protección, y muy por encima de Colfondos. Sin embargo, su participación en Renta Variable aún es muy baja, por lo cual no descartamos que su inversión en este activo pueda incrementarse dando un impulso adicional al mercado. Durante 2018 estaremos muy atentos a las modificaciones que se puedan presentar en la medición de la rentabilidad mínima o en el régimen de inversiones aplicable, que pueda llevar a una recomposición en las inversiones del portafolio, favoreciendo, entre otros activos, a las acciones colombianas.

► Composición portafolio FONPET



Fuente: Marco Fiscal de Mediano Plazo

Nivel Objetivo COLCAP 2018

Como lo mencionamos anteriormente, esperamos que las cifras de las compañías sean uno de los principales catalizadores para el desempeño del mercado, teniendo en cuenta que será el crecimiento y generación de valor de estas las que impulsen su valorización.

Bajo este panorama, tomamos como base los Precios Objetivo de 2018 y mediante un análisis de sensibilidad a las variables más relevantes para cada una de las compañías, estimamos tres escenarios (pesimista, base y optimista) para el nivel objetivo del COLCAP el próximo año. De acuerdo con nuestro escenario pesimista el índice podría presentar una leve desvalorización pero sube 1.39%, frente a nuestro escenario base tiene un potencial de valorización de 10.4% y en el escenario optimista de 19.5% (frente al cierre del 23 de octubre de 2017).

Este comportamiento estaría soportado por una expectativa de crecimiento en 2018 de las utilidades de 15%, del EBITDA de 16% y el valor en libros de 6,25%. Así, esperamos una expansión en el ROE del índice de 80 pbs desde 10.2% a cierre de 2017 hasta 11.0% a cierre de 2018.

Riesgos y oportunidades a monitorear en 2018

Elecciones presidenciales

El 27 de mayo de 2018 se llevará a cabo la primera vuelta de las elecciones presidenciales para el periodo 2018-2022, el candidato ganador debe obtener la mitad más uno del total de votos válidos, de lo contrario se realizará una segunda vuelta entre los dos candidatos con mayor votación el día 17 de junio del mismo año. A la fecha, la lista de precandidatos presidenciales aún es muy amplia y partidos políticos representativos como el Centro Democrático o el Partido Liberal no han decidido cuál será su candidato a la presidencia (algunos candidatos participarán por firmas), por lo que las encuestas de intención de voto realizadas hasta el momento no muestran resultados concluyentes sobre el posible rumbo político del país. Sin embargo, esta elección presidencial parece estar dividida entre los candidatos que apoyan el proceso de paz y los que no.

Teniendo en cuenta los últimos resultados de la encuesta de la Gran Alianza de Medios realizada en septiembre, los tres

Precio Objetivo 2018 FA							
Empresa	Escenario Pesimista		Escenario Base		Escenario Optimista		Recomendación
	Precio	Retorno total	Precio	Retorno total	Precio	Retorno total	
Concreto	1,450	47.97%	1,620	65.14%	1,700	73.2%	Sobreponderar
Cemex LatAm Holdings	13,400	17.54%	15,300	34.21%	17,200	50.9%	Sobreponderar
Corficolombiana	27,900	-0.34%	35,600	26.21%	37,400	32.4%	Sobreponderar
Grupo Éxito	17,500	10.1%	18,800	19.50%	20,200	28.3%	Sobreponderar
Grupo Energía de Bogotá	2,100	7.13%	2,300	16.95%	2,450	24.3%	Sobreponderar
Grupo Argos	21,900	8.97%	23,100	14.85%	24,200	20.2%	Sobreponderar
Ecopetrol	1,470	4.41%	1,600	13.38%	1,750	23.7%	Sobreponderar
Avianca	2,500	-7.08%	3,100	14.70%	3,400	25.6%	Sobreponderar
Celsia	4,900	7.71%	5,200	14.13%	5,650	23.8%	Neutral
Nutresa	28,650	7.66%	30,300	13.74%	32,250	20.9%	Neutral
Banco de Bogotá	68,000	4.85%	72,000	10.74%	74,500	14.4%	Neutral
ISA	12,000	-7.09%	13,800	6.34%	14,600	12.3%	Neutral
Grupo Sura	41,700	4.19%	42,500	6.17%	43,600	8.9%	Neutral
Bancolombia	29,900	-3.38%	32,600	5.06%	37,600	20.7%	Subponderar
Cemargos	9,700	-12.92%	11,500	2.87%	12,500	11.6%	Subponderar
Grupo Aval	1,050	-15.68%	1,250	-0.53%	1,380	9.3%	Subponderar
COLCAP	1,483	1.54%	1,584	11.00%	1,748	19.7%	

candidatos más populares son Germán Vargas Lleras (ala derecha, ex vicepresidente de Colombia), Gustavo Petro (ala izquierda, ex alcalde de Bogotá) y un candidato de la alianza entre Sergio Fajardo - Claudia López - Jorge Robledo (ala centro-izquierda). En todo caso, consideramos que el rumbo político del país muy probablemente continuará siendo favorable para el mercado de capitales colombiano, y que los candidatos más fuertes deberán hacer especial énfasis en las propuestas económicas para enfrentar las moderadas tasas de crecimiento que se proyectan para la economía colombiana en los próximos años.

Infraestructura

2017 finalizaría como otro año más de un fallido arranque de las 4G. Los líos de corrupción alrededor de Odebrecht y el contrato de Ruta del Sol II frenaron los cierres financieros y los desembolsos. Actualmente, los bancos se encuentran a la espera de modificaciones en el esquema de contratación pública o medidas por parte del Gobierno Nacional que les proporcionen las garantías necesarias de que sus recursos no estarían en riesgo, nuevamente, por un caso similar al de Ruta del Sol. Esperamos que para 2018 este tema se destrabe favoreciendo el desempeño del sector constructor, y más específicamente el subsector de Obras Civiles, por lo cual, en Grupo Bolívar estimamos que el aporte del subsector durante 2018 sería de 0.3 puntos porcentuales al PIB total. Al respecto, vale la pena resaltar que los años más intensivos en desembolsos y, por lo tanto, en ejecución de las obras de 4G, serían el 2019 y 2020. En línea con lo anterior, es importante reconocer que en el último año se han tomado medidas importantes que amplían las posibilidades de financiación de las obras de infraestruc-

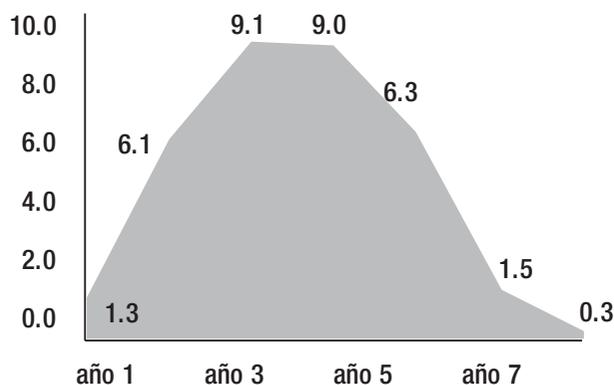
tura 4G, y destrabarían el inicio de las mismas, tales como: i) Impuesto de renta de 0% para los fondos de pensiones y cesantías administrados por sociedades supervisadas por autoridades extranjeras con las cuales la Superintendencia Financiera de Colombia haya suscrito acuerdo o convenios de intercambio de información, dentro de los cuales se contemplan los de países de la Alianza del Pacífico, ii) posibilidad de que la FDN (Financiera de Desarrollo Nacional) pueda extender líneas de fondeo en pesos a la banca internacional para financiar infraestructura, iii) creación de fondos de infraestructura que ya han levantado recursos para algunos proyectos, entre otras.

En el mercado de renta variable, esto se vuelve relevante en la medida en que sería uno de los principales factores de crecimiento en Colombia para las compañías cementeras, servicios financieros, construcción y concesiones en el corto y mediano plazo.

Calificación Colombia

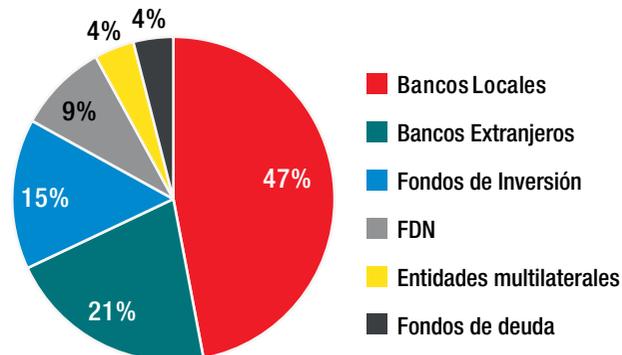
Como ya se mencionó en el capítulo de perspectivas macroeconómicas 2017–2018, el riesgo de una rebaja en la calificación soberana es alto, y por lo tanto, el efecto sería desfavorable para el costo de deuda de las empresas locales teniendo en cuenta que se podría disminuir el nivel máximo de las calificaciones para las compañías. Lo anterior es aún más relevante para compañías que tienen calificaciones uno o más escalones por debajo de la calificación del país teniendo en cuenta que sus bonos podrían perder el grado de inversión y tener un impacto mayor en la prima de riesgo que el mercado demandaría por estos.

► Distribución de Inversiones 4G (billones de pesos de 2014)



Fuente: Davivienda Corredores

► Financiación primera ola de proyectos 4G



Fuente: Agencia Nacional de Infraestructura (ANI)

Top Picks 2018

Contrario a 2017 donde el panorama para el mercado lucía nublado ante la adversa coyuntura económica que se avecinaba, para 2018 la balanza se inclinaría del lado de las oportunidades. Esperamos que el mercado de acciones colombiano presente un desempeño positivo de la mano de valoraciones atractivas, mejora de fundamentales e interés creciente por parte de inversionistas locales y extranjeros, en la medida en que la economía presente la recuperación gradual que anticipamos.

Teniendo en cuenta que en nuestro concepto el éxito de las inversiones en acciones en un mercado como el colombiano, dependerá de la selección táctica y estructurada de los nombres, nuestras recomendaciones y metodología de análisis se fundamentan en la filosofía de inversión “*Value investing*”¹, buscando ponderar en mayor medida a la hora de tomar decisiones de inversión factores fundamentales de las compañías tales como su capacidad de generación de utilidades, la diferencia entre el valor justo estimado y el precio de mercado, los resultados operacionales, entre otros. En este sentido, buscamos recomendar a nuestros clientes invertir en compañías cuyo margen de seguridad (diferencia entre el valor justo y el precio de mercado) sea cada vez más amplio (toda vez que se mantenga la tesis de inversión) y disminuir posiciones en aquellas que se ubican por encima de lo que consideramos es su valor justo.

Asimismo, tenemos un enfoque de inversión de largo plazo, pues cuando recomendamos adquirir acciones en una compañía nos vemos como sus accionistas y no como inversionistas de corto plazo, pues creemos que los fundamentales de las empresas, y por ende, la generación de valor a sus

accionistas requieren de tiempo para materializarse, crecer y consolidarse.

Estamos convencidos de que el análisis fundamental exhaustivo, acompañado de una rigurosa investigación de factores cualitativos de las compañías (principalmente factores de gobierno corporativo y otros intangibles) y de un proceso de gestión de portafolio disciplinado, metódico y riguroso, son herramientas esenciales para crear valor en los portafolios de nuestros inversionistas, lo cual, con seguridad, dará como principal resultado un rendimiento superior al del índice de referencia de los portafolios. En otras palabras, creemos que esta es la manera adecuada de generar alpha en los portafolios de renta variable

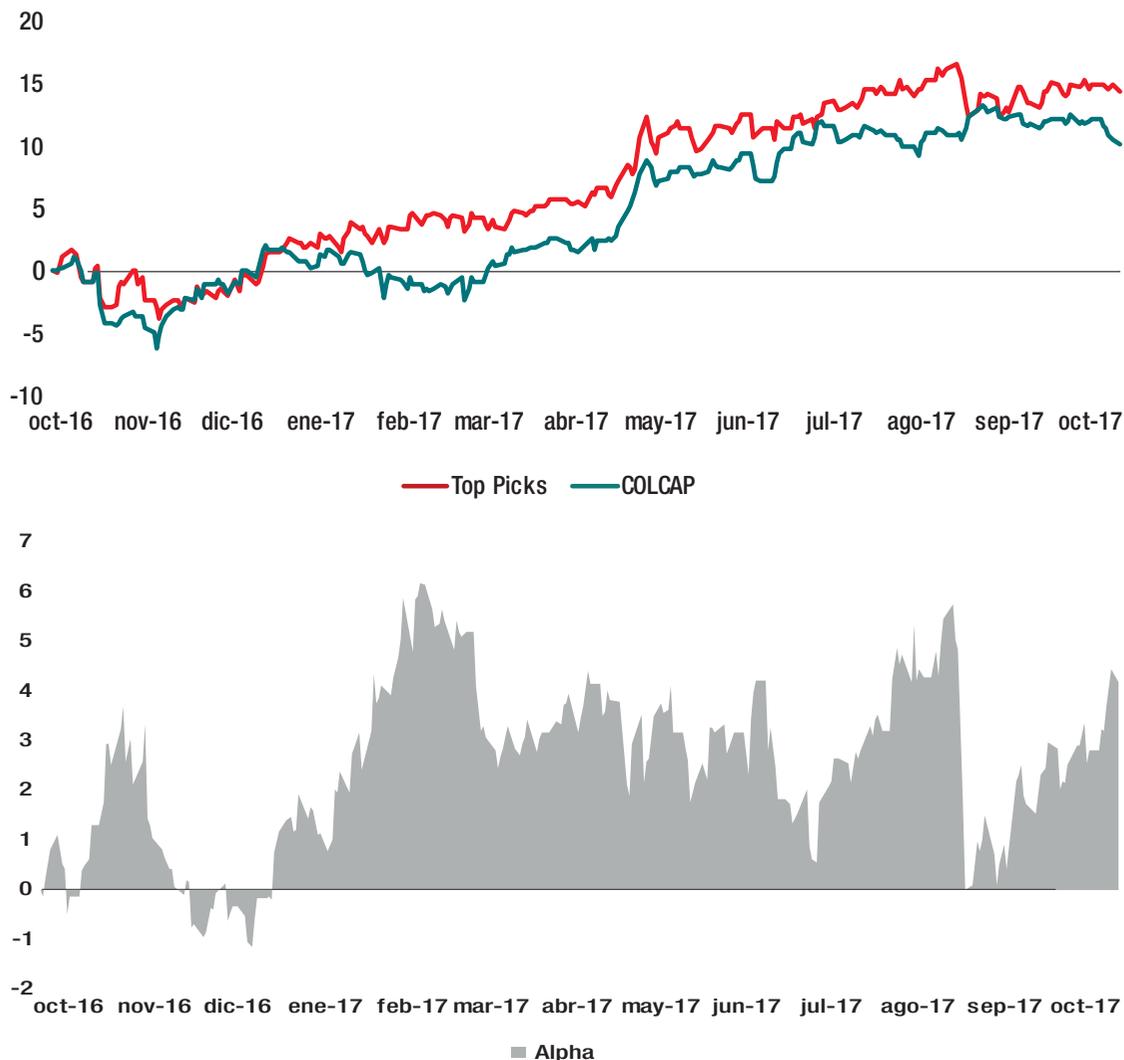
Sobre esta base, nuestra canasta de Top Picks² para el mercado de renta variable en 2018 la componen **Grupo Argos**, **Grupo Éxito** y **Grupo Energía Bogotá**. Desde nuestra perspectiva, estas acciones son las más atractivas del mercado de renta variable colombiano basados principalmente en la diferencia que existe entre el precio actual de estas compañías y el valor que estimamos para las mismas.

Antes de entrar a analizar las compañías seleccionadas como Top Picks 2018, nos permitimos presentar un balance de los resultados de nuestros *Top Picks 2017*. Desde la fecha de publicación de nuestro documento “El Libro 2017 – Selectividad: la pieza fundamental”, el 25 de octubre de 2016, a la fecha de publicación de este reporte “El Libro 2018 – Creciendo a cuentagotas” nuestra canasta de *Top Picks 2017* tuvo una rentabilidad total de 14.3%, generando un exceso de retorno sobre el índice COLCAP de 4.2%. De esta manera, la composición promedio del portafolio de *Top Picks 2017* durante

¹ Value Investing o Inversión en Valor es una estrategia de inversión dada a conocer por Benjamin Graham y ampliamente implementada por Warren Buffet en su fondo de inversión Berkshire Hathaway.

² Selección de compañías que, luego de aplicar nuestra metodología de análisis fundamental, consideramos que son las alternativas de inversión más atractivas en el mercado local de acciones.

► Resultados y track record Top Picks 2017



Fuente: Davivienda Corredores

el periodo de evaluación fue de 36.48% para Grupo Argos, 36.48% para Grupo Energía Bogotá y 27.04% para Celsia. Como resultado, la contribución al retorno de la cartera se explica en un 48% por Celsia, 30.3% por Grupo Energía de Bogotá y 20.74% por Grupo Argos.

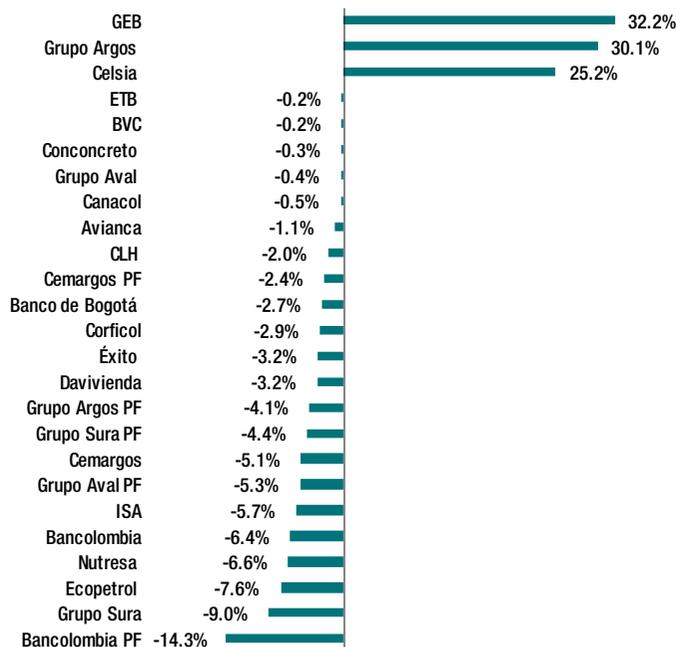
Antes de entrar a analizar en detalle la evaluación del desempeño o atribución de los resultados de los Top Picks 2017 respecto al índice de referencia, recopilamos los cambios que presentaron en la cartera desde la fecha de publicación de la misma:

(09 Agosto 2017) Tras haberse materializado nuestra tesis de inversión, y en nuestro concepto haber alcanzado su valor justo en el mercado, la acción de Celsia fue retirada de la canasta de *Top Picks*. En 2016 la incluimos previendo una recuperación en los resultados financieros luego de que fina-

lizara el fenómeno de El Niño, la cual se materializó incluso de una manera más rápida a la inicialmente prevista, lo que llevó a una expansión en los múltiplos a niveles acordes a la rentabilidad actual. Lo anterior, sumado al estrecho potencial de valorización dado el incremento que se dio desde que fue incluida en nuestro portafolio (+56.5%) soportaron la exclusión de nuestro portafolio *Top Picks*.

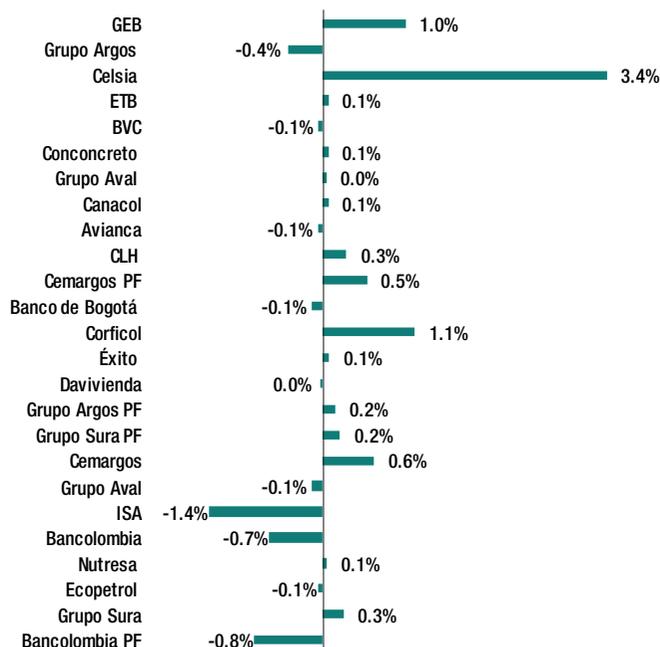
Pese a haber logrado una rentabilidad significativamente superior a la del índice COLCAP en nuestra canasta de Top Picks, éste hubiese podido no ser el caso. Lo anterior, explicado en que el enfoque de inversión de nuestra metodología es de largo plazo, pues las tesis de inversión identificadas desde un punto de vista fundamental requieren de tiempo para materializarse, crecer y consolidarse; y por ende, el mercado también podría requerir un periodo de tiempo superior a 1 año en reconocerlas.

► Desviación vs. COLCAP



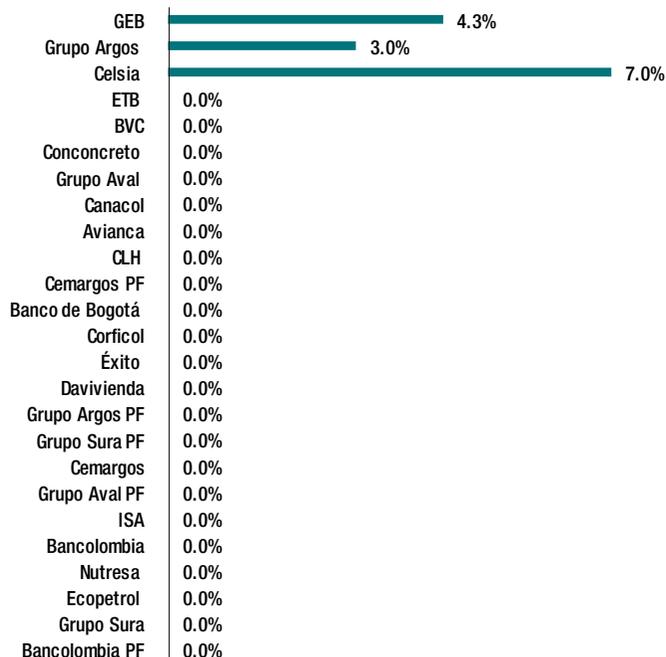
Fuente: Davivienda Corredores

► Contribución al Alpha



Fuente: Davivienda Corredores

► Contribución al retorno



Fuente: Davivienda Corredores

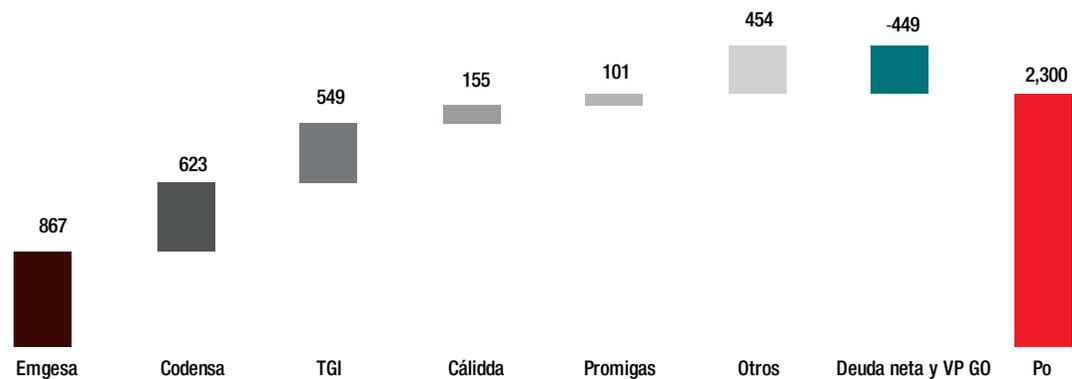
Grupo Energía Bogotá: La joya del Distrito

La decisión de mantener al Grupo Energía Bogotá en nuestra selección de Top Picks 2018 se fundamenta en el valor que seguimos identificando en la *holding* producto de un análisis individual de cada una de las compañías que integran su portafolio. Teniendo en cuenta que estimamos que el precio actual sólo reconoce el valor de las participaciones en Emgesa, Codensa y TGI, consideramos que persisten catalizadores positivos desde el punto de vista táctico y de valor, que permitirían un ajuste positivo del precio de acuerdo con sus fundamentales, superior a lo que ya ha ocurrido durante 2017.

Desde el punto de vista táctico, el proceso de democratización que adelanta el distrito fijaría un mínimo inicial al precio de la acción e incrementaría la relevancia del emisor en los índices locales, resultando en un mejor escenario de formación de precios para capturar el potencial de retorno frente a nuestro escenario base (~13%) y permitiendo un ajuste de los múltiplos de valoración P/U 20 17E 12.6x y EV/EBITDA 2017E 9.14x.

Por otra parte, consideramos que las características propias de los negocios del GEB (regulados, maduros y con flujos de caja estables y crecientes) le permitirán apalancar la generación de caja necesaria para financiar los nuevos proyectos

► Descomposición del valor – Grupo Energía Bogotá



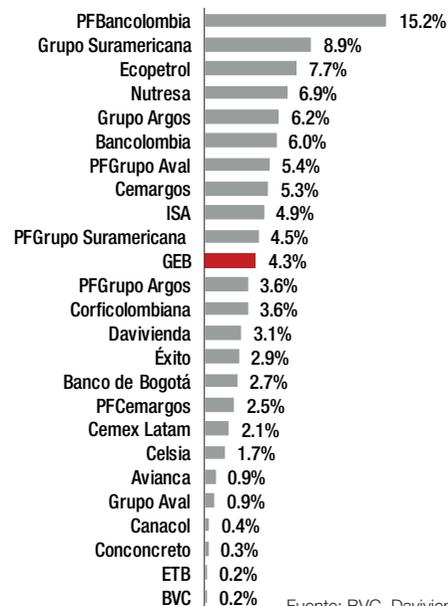
Fuente: Davivienda Corredores

que hacen parte de la estrategia de expansión actual sin sacrificar la distribución de utilidades, manteniendo el alto retorno por dividendos (~4.83% durante los últimos 6 años vs. 2.1% del COLCAP) en línea con las necesidades de liquidez del accionista mayoritario. En este sentido, consideramos que el GEB cuenta con una combinación atractiva de crecimiento y valor, haciéndola una elección estratégica en la fase de recuperación económica actual.

La generación de caja de los negocios maduros (TGI, Codensa y Emgesa), que actualmente representa el 77% del EBITDA consolidado, le daría a la *holding* una posición cómoda para explorar oportunidades de crecimiento en la región sin presionar indicadores de endeudamiento, teniendo en cuenta que durante los últimos cinco años Emgesa y Codensa han aportado ~COP 800 mil mm en promedio anual en dividendos al Grupo y que la generación de EBITDA operacional (que asciende a ~COP 1.8 billones), permitiría no solo financiar el plan de expansión orgánica de compañías controladas para el periodo 2018-2020 (USD 1,033 mm), sino también abre la oportunidad de avanzar en el crecimiento inorgánico.

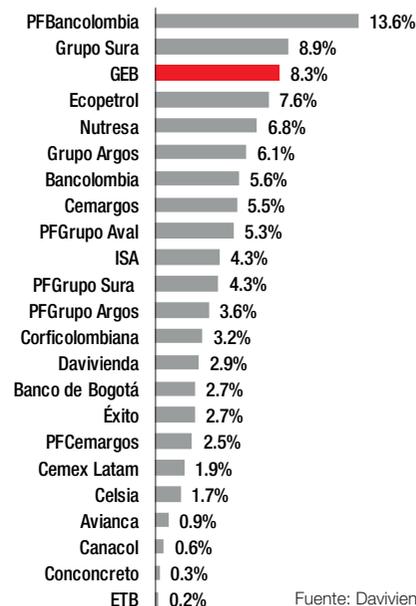
De otro lado, los negocios en proceso de crecimiento permitirán expandir la operación en Latinoamérica, mitigando los riesgos regulatorios de cada país. Actualmente, el Grupo tiene el liderazgo en la distribución de gas en Perú a través de su filial Cálidda, que cuenta con 700 mil clientes potenciales y ha mostrado una robusta generación de EBITDA, la cual se ha incrementado a tasas anuales promedio de ~15%; adicionalmente, en Guatemala es líder en transmisión de energía y en Brasil incursionó recientemente al mercado, a través de la compra del 51% de cuatro líneas de transmisión eléctrica, iniciando así su participación en un país con gran potencial de expansión. El impulso que darían estos negocios al flujo de caja operacional se sumaría a la entrada en operación de doce nuevos proyectos de transmisión en Colombia, los cuales aportarán cerca de USD 146 millones a los ingresos consolidados. Vale la pena destacar que tanto los negocios maduros como los de expansión se encuentran en sectores

► Composición COLCAP



Fuente: BVC, Davivienda Corredores

► Composición COLCAP Escenario posdemocratización



Fuente: Davivienda Corredores

defensivos, cuyo carácter de regulados brinda una importante estabilidad en sus ingresos que se traduce en una baja volatilidad de la acción de EEB en el mercado.

Respecto al proceso de democratización, mediante el cual el distrito de la ciudad de Bogotá planea ofrecer a los ciudadanos el 20% de las acciones que componen el capital de la compañía, nuestra lectura es positiva. Por un lado, dicho proceso incrementaría el número flotante de acciones de la compañía (de 20.2% a 40.2%), con un efecto directo en la base de accionistas, lo cual muy posiblemente mejoraría la liquidez de la acción en el mercado y elevaría aún más los estándares de Gobierno Corporativo, resultando en una mayor incursión de miembros independientes en la junta directiva.

Por otro lado, al considerar que el índice COLCAP, hasta el momento el principal índice de referencia del mercado local, es un índice ponderado por capitalización bursátil ajustada por flotante, en un escenario posdemocratización la EEB incrementaría de manera significativa su relevancia dentro de éste (pasando de ponderar ~4.3% a posiblemente representar ~8.0%) y se convertiría en la tercera o cuarta acción más importante del mercado de acuerdo a su participación. De acuerdo con declaraciones recientes de Astrid Álvarez, presidenta del grupo, la primera etapa del proceso iniciaría en diciembre de 2017, por lo cual todas las bondades descritas anteriormente se verán materializadas en el 2018.

Grupo Éxito: El despertar del gigante

Luego de aplicar supuestos bastantes conservadores en nuestro modelo de valoración (crecimientos inferiores a las guías de las compañías, no inclusión del valor de las sinergias esperadas y afectación en Ventas Mismos Metros -VMM en Colombia ante la elevada competencia, entre otros) y un descuento por *Holding* al Precio Objetivo, estimamos que el valor justo de la compañía se encuentra ampliamente por encima del reconocido actualmente por el mercado. En este sentido, con un potencial de retorno de 18.2% para el próximo año, consideramos que Éxito es una de las alternativas de inversión más atractivas del mercado colombiano, lo que nos lleva a incluirla en nuestro grupo de Top Picks 2018.

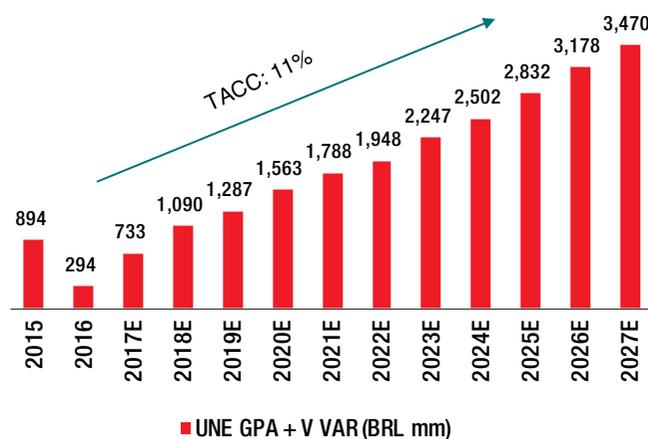
Titulamos nuestra tesis de inversión “El Despertar del Gigante” dado que proyectamos que en 2018 las utilidades consolidadas de la operación en Brasil repuntarán 37% y, en Colombia, el gigante del *retail* aprovechará los beneficios y aprendizajes de la integración con GPA para hacer frente a los desafíos que le plantea el sector y convertirlos en oportunidades, transformando sus formatos acorde a la demanda y penetrando en nuevos segmentos de clientes.

► Evolución Éxito vs. GPA desde adquisición



Fuente: Bloomberg

► Crecimiento de la utilidad neta



Fuente: Davivienda Corredores

¿Qué ha pasado con la acción de Éxito luego de la adquisición de GPA?

Luego del anuncio de adquisición del Grupo Pão de Açúcar -GPA- en 2015, que derivó en un fuerte impacto negativo para el desempeño de la acción, llegando a caer 41% hasta COP 10,020 ésta ha presentado una recuperación gradual hasta el nivel actual de COP 15,900. Pese a esta recuperación, el comportamiento de Éxito está lejos de la valorización que han mostrado los títulos de GPA en Brasil y, por el contrario, sigue bastante rezagada aun cuando las condiciones de desempeño operacional han cambiado sustancialmente desde la época de la adquisición. La crisis económica en Brasil llevó a que la compañía reportara pérdidas durante seis trimestres consecutivos, lo que significó una desvalorización de la acción en Brasil superior a 30% y desató la caída de Éxito en el mercado colombiano. No obstante, la acción de GPA se ha recuperado de la mano de sus cifras financieras, volviendo nuevamente al nivel en que se encontraba cuando se realizó

la adquisición. Hacia adelante, GPA muestra una prometedora recuperación ante una expectativa de crecimiento en utilidad neta de 50.8% y 14.1% en 2018 y 2019 respectivamente, con lo cual el aporte a las utilidades de Grupo Éxito mantendrá una tendencia creciente.

Vale la pena destacar que en la valoración de Grupo Éxito estimamos un Precio Objetivo 2018FA para GPA de BRL 83/acción, el cual si bien considera una recuperación en las operaciones de Brasil, cuenta con estimaciones conservadoras. No esperamos una expansión del margen EBITDA más allá de 6.0% en el negocio de alimentos y aun así las utilidades en nuestro periodo de valoración (2017-2027) presentarían un crecimiento en promedio de 16% anual.

El escenario que descuenta el precio actual del mercado es mucho más negativo de lo que consideramos probable

Aunque reconocemos el pobre desempeño operacional de la compañía en Colombia, que ha resultado de la desaceleración económica y la fuerte competencia ante la llegada de los *Hard Discounters*, consideramos que el mercado está descontando un escenario mucho más ácido de lo que consideramos probable.

Nuestro modelo de valoración tiene como escenario base caída en VMM en la operación colombiana de 3.3%, 2.1% y 1.5% durante los años 2017, 2018 y 2019, respectivamente, iniciando una recuperación gradual hasta crecer en línea con la inflación (es decir que en nuestro período de estimaciones nunca esperamos que el crecimiento supere la inflación). Lo anterior derivaría en un margen operacional de 3.0%, 2.31% y 2.15% en 2017, 2018 y 2019, año a partir del cual esperamos incrementos leves hasta alcanzar un máximo de 4.54% en 2027 (no

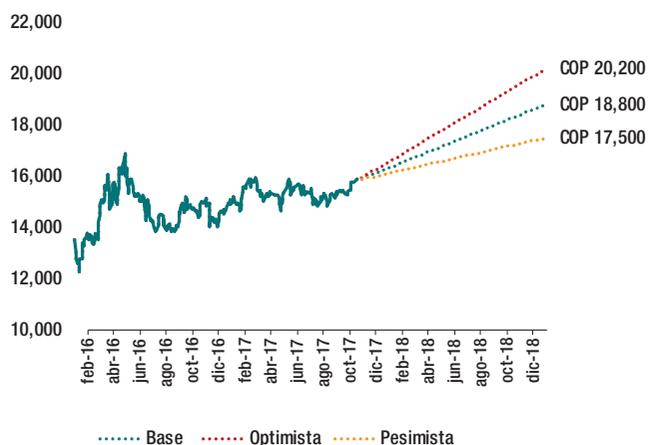
contemplamos que vuelva a su promedio histórico de 5.96%). Con estos supuestos, estimamos en nuestro ejercicio de valoración un Precio Justo para 2018 de COP 18,800.

De hecho, aun si consideramos en un escenario muy negativo (escenario pesimista): caídas en ventas 1% mayor al escenario base sin lograr eficiencias en costos, el margen operacional podría reducirse hasta 3.0% en 2017, 1.84% en 2018 y 1.68% en 2019 y su recuperación hasta máximo 3.77% en 2027, el Precio Justo sería de COP 17,500 representando un potencial de valorización de 10.1%.

Vale la pena destacar que el Grupo Éxito no se ha quedado de brazos cruzados ante la alta competencia en el sector. La compañía inició la implementación del formato *Cash&Carry* en Colombia a través la marca *Surtimayorista*, ha impulsado los planes de fidelización (días de precios especiales, productos de precio insuperable, ahorra en 1,2,3), buscando así mantener su participación de mercado y llegar a nuevos clientes, tales como los minoristas convencionales y, mediante el avance continuo en las sinergias, ha alcanzado eficiencias en costos y ha ampliado el mercado objetivo de sus marcas propias. Consideramos que estos temas podrían generar valor y que aún no podemos incluir en nuestro modelo, hasta ver los resultados.

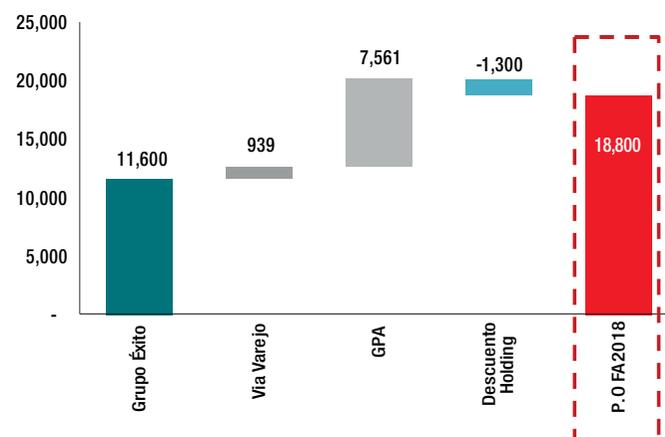
Nuestro argumento toma aun más fuerza si a todo lo anterior le sumamos que Éxito cotiza a un P/VL 2018FA de 0.9x lo que significa que está transando por debajo de su valor patrimonial y a un descuento de 52.6% frente al promedio de sus pares de 1.9x. Reconocemos que por la débil generación de utilidades la compañía debería transar a un descuento, sin embargo, el actual luce exagerado más aún si tenemos en cuenta la recuperación gradual de sus operaciones en Brasil. De hecho, con que sólo el descuento pase del 52% actual a 40%, el valor justo por este múltiplo (1.14x) sería de 19,600 lo que significaría un potencial de valorización de 23%.

► Escenarios Precio Objetivo



Fuente: Bloomberg, Davivienda Corredores

► Descomposición del valor de Éxito



Fuente: Davivienda Corredores

En conclusión, aunque somos conscientes de los retos que representa el alto endeudamiento y la competencia en Colombia, consideramos que Éxito debería ser una acción que definitivamente debe hacer parte de los portafolios de renta variable en Colombia en 2018. En particular creemos que dadas las condiciones actuales del emisor, y considerando el punto de inflexión que se empieza a dar en los resultados de Brasil a partir de 2017, el mercado reconocerá a la compañía múltiplos de valor relativo más razonables y acordes a sus fundamentales.

Grupo Argos: Dando pasos en la dirección correcta

En nuestra publicación *El Libro 2017, Selectividad: La pieza fundamental* incorporamos a Grupo Argos en nuestro listado de Top Picks motivados por el valor no reconocido que creemos existe en los activos no líquidos que posee el holding, sumado a las atractivas características de su portafolio líquido, dada su diversificación y potencial de retorno a futuro. Un año después, con una valorización de 6.9% en la acción desde nuestra última recomendación, consideramos que la tesis de inversión no se ha materializado y que adicionalmente, existen nuevos catalizadores positivos que impulsarán la generación de valor a sus accionistas, lo que sumado al potencial del retorno sobre su precio actual (13.2%) hacen de

Grupo Argos una elección atractiva y estratégica, más aun considerando su exposición a sectores claves para el crecimiento económico.

Parte de nuestra tesis de inversión se sigue apoyando en la porción no líquida del portafolio, compuesta principalmente por un banco de tierras (Situm) y un fondo inmobiliario creado en asociación con Concreto (Pactia). Consideramos que SITUM (principalmente en los activos de la zona de Riomar, Barranquilla) esconde el mayor potencial de valorización de Grupo Argos ya que el mercado estaría subestimando el valor de cerca de 1,170 hectáreas, las cuales podrían representar ingresos en el mediano plazo en la medida en que avancen las negociaciones de lotes y se desarrollen hectáreas en áreas de gran potencial inmobiliario. De otro lado, del fondo inmobiliario PACTIA se desprenden grandes oportunidades de crecimiento pues no sólo cuenta con COP 2.8 billones en activos y un área bruta arrendable (GLA) de 518,481 m², sino que éste inclusive podría ser el vehículo mediante el cual se desbloquee parcialmente el valor del banco de tierras vía desarrollo inmobiliario; creemos que Pactia se convierte en un vehículo muy interesante teniendo en consideración la tendencia global y el apetito por este tipo de inversiones (REIT¹, FIBRAS², etc).

Por otra parte, Grupo Argos ha dado pasos en la dirección correcta al reorganizar y depurar su portafolio: en menos de

► Ranking competitividad en infraestructura

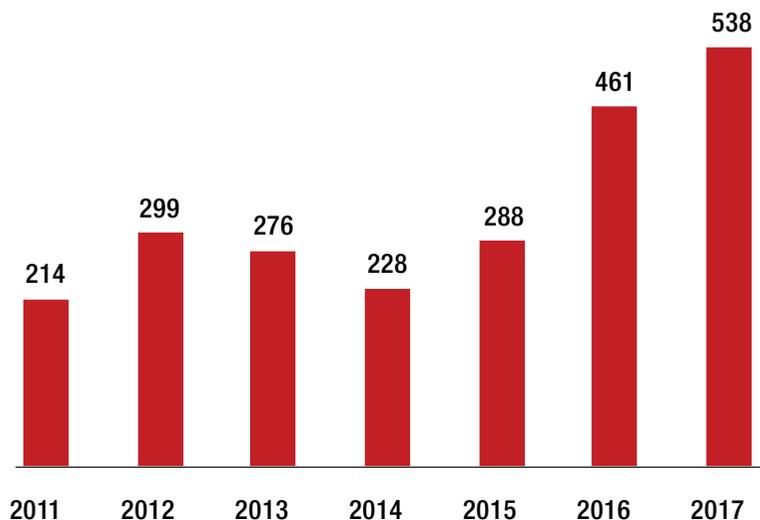


Fuente: ANI, Davivienda Corredores

¹ Real Estate Investment Trust.

² Fideicomiso de Inversión en Bienes Raíces.

► EBITDA Odinsa – COP MIL mm



Fuente: Grupo Argos

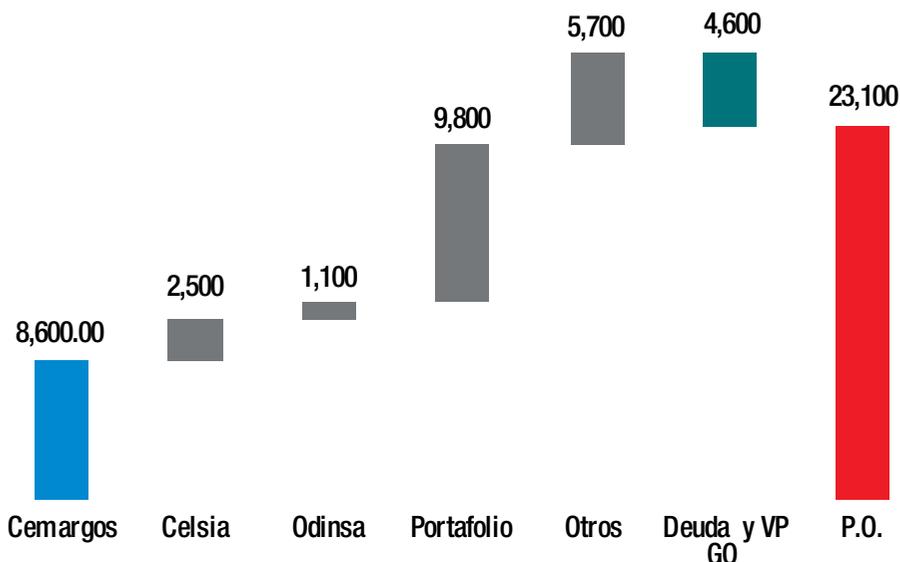
un año adquirió el 30% de Opain, sociedad concesionaria de las terminales de pasajeros y carga del Aeropuerto El Dorado, y realizó una OPA por el 43.8% de Odinsa para completar así el 98.5% de participación en esta compañía. Consideramos particularmente relevante esta adquisición ya que le dará la posibilidad al grupo de capturar la rentabilidad de 2 proyectos de 4G, 4 concesiones viales y 2 concesiones aeroportuarias adjudicadas a Odinsa, además de la creciente generación de EBITDA de esta filial, que ha crecido a una TACC de 17% entre 2012 y 2017.

Adicionalmente, vendió su participación en Compas (puertos) en términos que resultaron muy favorables (25x EV/EBITDA),

anunció recientemente la venta de su participación en EPSA y ejecutó desinversiones en activos no estratégicos de las filiales que a la fecha ascienden a COP 400 mil mm, manteniendo cuatro líneas gruesas de operación en los segmentos de energía, inmobiliario, cementos y concesiones, y convirtiéndose en uno de los pocos vehículos de infraestructura líquidos en el mercado, lo cual cobra relevancia en medio del importante desarrollo que tendrá este sector hacia adelante. Al portafolio se suman participaciones no controlantes en Grupo Suramericana (27,4 %) y Nutresa (9.8%).

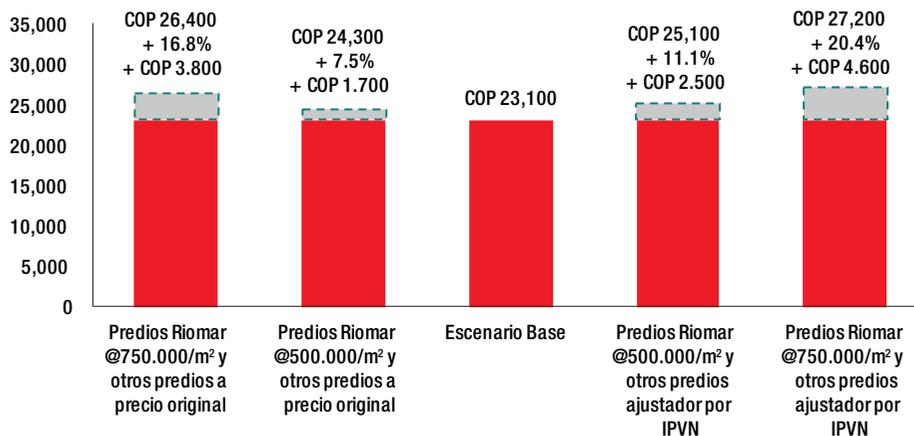
A pesar de que los niveles de valor relativo actuales no acompañan nuestra hipótesis de valor, es importante tener en

► Descomposición del valor – COP /acción



Fuente: Davivienda Corredores

► Valor Grupo Argos - Sensibilidad Predios Situm



Fuente: Davivienda Corredores

cuenta que la distorsión de los múltiplos actual (P/U 2017E 37.2x) tiene que ver con la complejidad de la contabilidad del holding, en donde no es reconocido el 100% de las utilidades de algunas de sus inversiones, con lo cual los múltiplos de valor relativo son elevados. Sin embargo, al corregir los múltiplos sobre la base de las utilidades totales de sus inversiones, el múltiplo P/U 2017E cambia sustancialmente hasta 27.3x en el cálculo ajustado, cifra que si bien no es muy baja es bastante más razonable que el múltiplo original.

Por último, a los precios actuales de mercado, al hacer una descomposición del valor de Grupo Argos (NAV³ incluyendo descuento de *holding* y perpetuidad de gastos) y compararlo con la capitalización de mercado de la compañía, encontramos que el valor que asigna el mercado a los activos no líquidos del *holding* es de COP ~1.3 billones, cifra que es ~70% inferior al valor que estimamos para los mismos (COP 4.6 billones incluyendo Pactia). Asimismo, al sensibilizar nuestro escenario base de valoración e incorporar los activos distintos a los predios de Riomar, al valor estimado originalmente por Colliers, pero actualizado de acuerdo al IPVN⁴ (COP ~50.000/

m² vs ~34.000/m²) y los predios de Riomar a un valor de COP 500.000/m² de acuerdo a una investigación de mercado realizada (originalmente valorados a COP ~180.000/m² e incluidos a COP ~265.000/m² en nuestro escenario base de valoración), el valor del portafolio de tierras se incrementaría hasta COP 6.0 billones (COP 4.4 billones en nuestro escenario base de valoración) y aportaría COP 2.000/acción adicionales al Precio Objetivo de Grupo Argos (pasaría de COP 23.100/acción a COP 25.100/acción).

Finalmente, aunque no consideramos que este escenario sea extremadamente optimista, creemos que podría tardar tiempo en materializarse pues estos activos no generan un flujo recurrente y, posiblemente, el mercado sólo estará dispuesto a reconocer su valor cuando se hagan operaciones o desarrollos puntuales que involucren, y por ende, desbloqueen el valor que identificamos en estos activos. Destacamos que hasta el momento se han negociado 29 mil metros cuadrados y que la Alcaldía de Barranquilla aprobó recientemente el Plan de Ordenamiento Zonal, mediante el cual se podrían desarrollar 223 hectáreas del portafolio disponible.

³ Valor Neto del Activo - Net Asset Value.

⁴ Índice de Precios de Vivienda Nueva.

UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA

3

2018: BALANZA SE INCLINA DEL LADO DE LAS OPORTUNIDADES

Presentamos un análisis detallado de las compañías, en orden alfabético, que hacen parte de nuestro universo de cobertura, que reúne el 98.9% de índice Colcap. Estas compañías abarcan los sectores financiero, de construcción, de energía eléctrica, petróleo y gas, transporte aéreo, industrial, retail, alimentos y holdings.

Entre las compañías no se ha incluido al Banco Davivienda por ser el dueño del 95.7% de las acciones de Davivienda Corredores.

- > Avianca Holdings
- > Bancolombia
- > Banco de Bogotá
- > Celsia
- > Cementos Argos
- > Cemex Latam Holdings
- > Concreto
- > Corficolombiana
- > Ecopetrol
- > Grupo Argos
- > Grupo Aval
- > Grupo Energía Bogotá
- > Grupo Éxito
- > Grupo Nutresa
- > Grupo Sura
- > ISA
- > Terpel

Avianca Holdings

Desafíos retrasan el despegue

Durante los últimos trimestres Avianca ha mostrado un mejor ajuste de su estrategia a la dinámica de la industria, resultado de la optimización de costos que ha permitido incrementar la ocupación, disminuir las presiones sobre los ingresos, reducir el apalancamiento e incrementar la rentabilidad. No obstante, a pesar de los esfuerzos por mejorar la operación de la compañía, el alto nivel de endeudamiento se mantendrá, limitando las utilidades, y por ende, la generación de valor para los accionistas, lo anterior se suma a la incertidumbre sobre el resultado final del acuerdo entre Avianca y United, del que aún no hay anuncios concretos. A pesar de una perspectiva más optimista para las economías de la región, los riesgos relacionados con la capitalización por parte de Synergy y con la integración de las operaciones de Avianca Brasil se mantienen latentes, soportando nuestra recomendación NEUTRAL.

Aspectos a destacar

- 1. Nuestro Precio Objetivo para cierre de 2018 es de COP 3,100/acción:** Revisamos nuestras estimaciones en algunas líneas del P&G, al incorporar principalmente: i) resultados del primer semestre de 2017; ii) revisión al alza de las cifras operacionales, y iii) nuevas proyecciones de crecimiento e inflación para los países donde tiene presencia la compañía.
- 2. Estrategia actual encaminada a reducir métricas crediticias y generar eficiencias en el mediano plazo:** Destacamos la capacidad de Avianca de adaptar su estrategia a las condiciones cambiantes de la industria, teniendo en cuenta que la disminución del CAPEX para expansión de flota permitirá disminuir los indicadores de apalancamiento de *deuda neta+off balance/EBITDAR* hasta 4.5x en 2019, e incrementar la relación de liquidez (caja/ingresos) hasta 12%. A pesar de lo anterior, consideramos que el impacto positivo de estas medidas sería a mediano plazo, teniendo en cuenta que los compromisos de adquisición de aeronaves a partir de 2020 volverían a presionar la liquidez de la compañía.
- 3. Acuerdo con United y capitalización se mantienen como los principales riesgos:** La incertidumbre sobre el resultado del acuerdo comercial entre Avianca y United y la expectativa de una capitalización por parte de Synergy serán determinantes para la generación de valor de los accionistas. Si bien habría riesgo de dilución ante una eventual inyección de capital, el acuerdo comercial con United resultaría en sinergias positivas derivadas de la inclusión de nuevas rutas, destinos y aeropuertos.

¿Por qué neutral?

A pesar del buen desempeño que tendrán las cifras operacionales durante el próximo año, consideramos que los riesgos asociados a i) los elevados gastos por intereses que seguirán limitando la generación de utilidades; ii) la volatilidad de la tasa de cambio y los precios del combustible, determinantes para los márgenes operacionales y iii) la incertidumbre que se desprende de los términos finales del acuerdo con United y una eventual capitalización por parte de Synergy, opacan el potencial de valorización frente al Precio Objetivo.



NEUTRAL

Precio objetivo: 3,100

Potencial: 12.5%
Riesgo: ALTO
Cierre: COP 2,755
Sector: Aerolíneas
PFAVH CB

Bloomberg: COAR <GO>

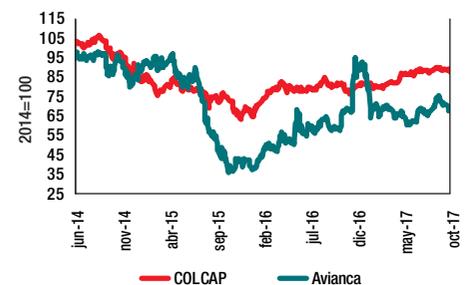
Angie Rodríguez Analista Transporte Aéreo
arodriguezv@corredores.com
(571) 312 3300, ext. 92110

Katherine Ortiz Analista Senior Renta Variable
kortiz@corredores.com
(571) 312 3300, ext. 92134

Información de la acción

Market Cap (COP):	2.8 bn
Flotante:	51.50%
Dividendo (ord.):	77
Dividend yield:	2.75%
% COLCAP:	1.02%
# Acciones	125 mm
P / VL actual:	0.7x
P / U actual:	13.64x
EV / EBITDA actual:	6.52x
Ultimo Precio :	2,755
Max 52 semanas:	4,075
Min 52 semanas:	2,300

► Comportamiento de la acción



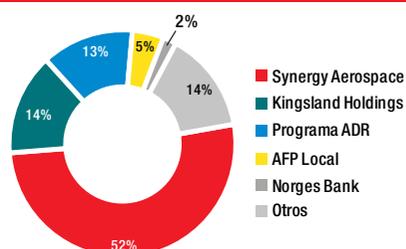
Fuente: Bloomberg

Avianca Holdings / Ficha técnica

Descripción de la compañía: Avianca Holdings es una compañía líder en Latinoamérica, resultado de la fusión entre Aerovías del Continente Americano y Taca. Opera más de 6,000 vuelos semanales a más de 100 destinos en más de 28 países en todo el mundo; la compañía es miembro del programa Star

Alliance desde 2012, el cual brinda a los clientes acceso a las rutas, destinos y servicios de la red. Avianca opera tres tipos de negocios: transporte de pasajeros, transporte de carga y otros. Este último incluye el Programa de Viajero Frecuente LifeMiles, que a junio de 2017 cuenta con 7.3 mm de miembros.

Composición accionaria



Distribución de los costos y gastos 2017E



Múltiplos

	Market Cap (MM USD)	EV/EBITDA 12M	EV/EBITDA 2018E	EV/EBITDA 2019E
Copa	5,417	8.77	7.41	7.24
Gol	1,695	5.51	5.85	5.25
Aeroméxico	1,208	2.92	-	-
Delta	37,866	5.27	5.60	7.14
Southwest	35,202	7.12	5.40	6.96
Continental	20,274	4.10	6.33	9.08
AA	25,641	5.87	6.89	8.93
Alaska Air	9,920	5.82	5.54	7.98
Spirit	2,347	3.46	6.77	5.68
Westjet	2,567	4.01	4.52	4.48
JetBlue	6,690	4.16	4.71	5.34
Allegiant	2,268	-	6.68	7.30
Hawaiian	2,089	2.85	5.08	6.46
Air Canada	6,093	4.03	3.35	2.84
Ryanair	23,701	-	6.09	6.18
Intl Cons Airlin	17,104	3.14	4.49	4.33
Deutsche	13,984	2.87	3.17	2.78
Easyjet	6,951	8.35	7.21	6.77
Sas	1,048	1.99	-	1.42
Air France	5,920	2.07	3.38	2.87
Qantas Airways	8,825	4.61	-	2.92
Norwegian	1,022	5.74	7.34	6.94
Singapore	8,925	3.46	4.10	4.68
Cathay	6,186	10.34	5.54	6.52
China Southern	10,878	6.17	5.63	5.49

Características de la acción

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Acciones en circulación (mm)	125	125	125	125	125
Cap. Bursátil (USD millones)	136	95	131	131	131
Precio (USD/acción)	1.09	0.76	1.05	1.05	1.05
VL (USD/acción)	10.83	11.21	11.42	12.46	13.62
EPS (USD/acción)	-1.12	0.35	0.37	1.06	1.23
EV (USD millones)	5,371	5,215	4,990	4,418	4,317
Deuda neta+offbalance (USD mm)	5,216	5,100	4,842	4,269	4,167
P/VL	0.10x	0.07x	0.09x	0.08x	0.08x
P/U	-0.98x	2.15x	2.85x	0.99x	0.85x
EV/EBITDA	11.95x	9.88x	9.79x	7.52x	6.74x

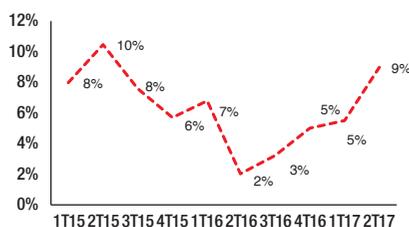
Balance general

USD mm	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Activo Corriente	1,036	1,016	1,005	1,196	1,287
Activo No Corriente	5,552	5,336	5,043	5,151	5,239
Activos	6,588	6,352	6,048	6,346	6,526
Pasivo Corriente	1,566	1,691	1,673	1,629	1,744
Pasivo No Corriente	3,649	3,240	2,931	3,141	3,061
Pasivos	5,216	4,931	4,604	4,770	4,805
Patrimonio	1,354	1,402	1,428	1,558	1,703
Pasivo+Patrimonio	6,588	6,352	6,048	6,346	6,526
Interés Minoritario	19	20	17	18	18
Deuda + offbalance/Patrimonio	414.9%	385.3%	362.0%	305.5%	276.5%
Deuda Neta/EBITDAR	6.44x	6.59x	6.08x	4.92x	4.52x

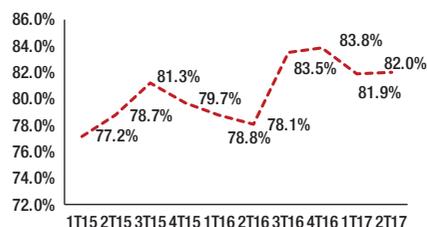
Estado de resultados

USD miles	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Pasajeros	3,458	3,285	3,401	3,680	3,895
Carga y otros	903	853	881	928	1,122
Ingresos Operacionales	4,361	4,138	4,282	4,608	5,018
Gastos Operacionales	(4,143)	(3,880)	(4,055)	(4,312)	(4,680)
Utilidad Operacional	219	258	227	295	337
Margen Operacional	5.0%	6.2%	5.3%	6.4%	6.7%
Utilidad Neta	(140)	44	46	132	154
EBITDA	450	528	510	587	641
EBITDAR	767	843	815	868	921

Variación Pasajeros Transportados



Factor de Ocupación



► Presidente: Hernán Rincón

► Vicepresidente Financiero: Roberto Held

► IR: Luca Pfeifer

► Página web: www.aviancaholdings.com

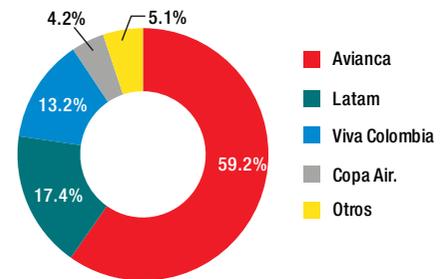
Hipótesis de valor

- **Posición de liderazgo en una región interconectada y con alto potencial de crecimiento:** A pesar de la difícil coyuntura para el sector, Avianca ha aprovechado la interconexión de los mercados en los que opera para adaptar su flota a las nuevas condiciones sin sacrificar la dinámica de su factor de carga, y ASK. Con presencia en países con una baja penetración de vuelos per cápita (promedio 0.6 en la región frente a 2.9 en EE. UU.), Avianca estaría expuesta directamente a un mercado con una expectativa positiva de crecimiento.
- **Resultados reafirman la efectividad de la estrategia:** Los resultados de Avianca han mostrado una consistente mejora desde la implementación de la estrategia, que involucra, entre otros elementos, incrementar el flujo de caja libre y disminuir los ajustados niveles de apalancamiento. Para este fin, se han revisado por dos años seguidos los planes de adquisiciones, pasando de 49 aeronaves en el periodo 2016-2019 a 19 en la última revisión, ajustándose al contexto macroeconómico, y permitiendo reducir paulatinamente el indicador de Deuda Neta/EBITDA, que se encuentra en 5.8x frente a 4.3x de sus pares en la región, y 2.7x de la media global. En el plano operacional y por primera vez desde 2014, los *yields* se incrementaron hasta 8.55 centavos de dólar, permitiendo un incremento del margen EBIT hasta 6.1% y consigo, la revisión al alza de las guías operacionales.
- **Márgenes operacionales soportados por una operación eficiente hacen de Avianca un activo atractivo:** Ante la relativa estabilidad que esperamos en los precios del crudo y los resultados positivos del plan de optimización de costos (CASK -12% A/A en 2016 y -5% A/A 2017E), esperaríamos que durante 2018 los márgenes operacionales EBIT y EBITDAR se ubiquen en 6.4% y 19% respectivamente, acompañados del mayor crecimiento que se presentaría tanto en pasajeros como en carga, de la mano de una mejor dinámica económica en Colombia y Perú. Es importante destacar que del resultado del acuerdo entre Avianca y United podrían resultar sinergias positivas que permitan complementar la red de rutas, incrementando el atractivo de Avianca en la región.

Riesgos

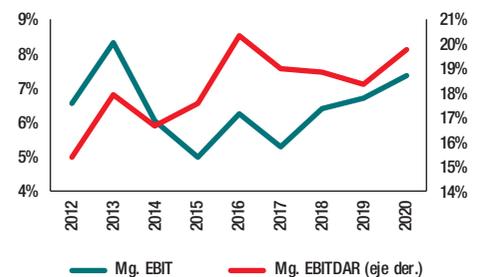
- **Gobierno corporativo y disputa entre accionistas mayoritarios aumenta incertidumbre sobre el futuro de las alianzas y fusiones:** Los pleitos legales entre los dos principales accionistas alrededor de la negociación con United generarán volatilidad hasta que no se conozca la decisión final sobre el acuerdo. Si bien la Corte Suprema de Nueva York desestimó la petición de Kingsland para investigar la alianza Avianca-United, no descartamos que surjan más desacuerdos, lo cual cobra relevancia al considerar el poder de veto que tienen estos accionistas sobre ciertas transacciones estratégicas y operativas de Avianca, lo que limitaría sus planes de crecimiento hacia adelante.
- **Variables determinantes del EBITDAR son ajenas a la gestión de la compañía:** La estructura de costos de Avianca depende en un 30% del *Jet Fuel*, cuyo precio es altamente volátil; si bien los riesgos derivados de su fluctuación se cubren en el mercado de opciones, estas solo representan el 34% del total del consumo futuro esperado. De igual forma, los ingresos guardan relación con la variación del tipo de cambio, cuya incertidumbre es muy alta y puede tener un impacto significativo teniendo en cuenta que el 57% de los ingresos es de vuelos internacionales cuya venta se da en USD.

Participación de mercado en Colombia



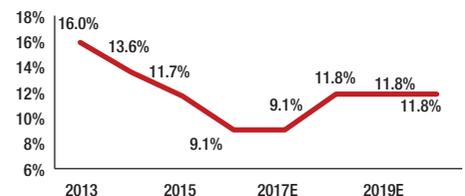
Fuente: Avianca

Margen EBIT vs. EBITDAR



Fuente: Avianca. Cálculos: Davivienda Corredores

Caja/Ingresos



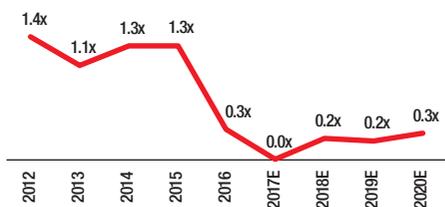
Fuente: Davivienda Corredores

Compromisos para la adquisición de aeronaves



Fuente: Davivienda Corredores

CAPEX / FCO



Fuente: Avianca. Cálculos: Davivienda Corredores

- **Recuperación operacional continuaría opacada por elevado apalancamiento:** La liquidez, medida como relación entre caja/ingresos, se ha venido reduciendo desde su promedio histórico de 12% hasta 8.4% en lo corrido de 2017, mientras que el apalancamiento medido como Deuda Neta / EBITDAR, se ubica en 5.8x, aun por encima de sus pares comparables en la región (4.7x). De esta manera, el elevado endeudamiento de la compañía continuará opacando el positivo comportamiento operacional, limitando el desempeño de la acción al desenlace de la capitalización de Avianca Holdings, así como el resultado de la posible fusión con Avianca Brasil y el *joint venture* con United.

Proyecciones

- **Ingresos:** Teniendo en cuenta los resultados presentados por la compañía durante el primer semestre de 2017, revisamos nuestras estimaciones de ingresos para el 2018 y 2019. En ese sentido, estimamos un crecimiento de 7.6% A/A de los ingresos en dólares de la aerolínea en 2018, como resultado de mayor demanda por vuelos internacionales dado el mayor crecimiento de sus dos principales mercados (Colombia y Perú). De esta manera, los ingresos se ubicarían en USD 4,608 millones, favorecidos también por el sostenido buen desempeño que ha venido mostrando el segmento de carga.
- **EBIT-EBITDAR:** Estimamos un EBIT para 2018 y 2019 de USD 295 mm y USD 337 mm, equivalentes a un margen de 6.4% y 6.7% respectivamente, que incorpora de manera principal mayores costos de combustible para el 2018 (+7.5% A/A); esperamos estabilidad en los costos de mantenimiento como resultado de las eficiencias internas generadas para esta actividad. Por otra parte, el EBITDAR para el 2018FA se ubicaría en USD 867 mm, con un margen de 19.0%.
- **Utilidad neta:** Por último, esperamos que la mejor dinámica en los países en donde opera, sumado a la paulatina disminución de los gastos financieros, se traduzcan en una utilidad para 2018 de USD 132 millones, equivalente a un margen de 2.9%.

Valoración

Para estimar el valor de Avianca utilizamos una metodología de múltiplo *forward* ajustado, para la cual se emplean dos cálculos, i) proyectamos el balance y el P&G para el 2017 y 2018 de acuerdo con las variables fundamentales y las expectativas de la compañía; y ii) calculamos un múltiplo *forward* EV+Off-Balance/EBITDAR teniendo en cuenta el margen EBITDAR esperado para estos años. Resaltamos que el múltiplo utilizado es de 7.1x.

Resumen de la valoración		
Resumen de Valoración	2018	2019
Múltiplo fwd objetivo EV/EBITDAR(*)	7.1	6.6
Forward EBITDAR	815	868
EV ajustado (*)	5,814	5,710
Forward Deuda Neta ajustada + minoritarios (*)	4,862	4,612
Valor del Patrimonio	952	1,098
VF (USD/ADR)	7.6	8.8
VF (COP/acción)	2,852	3,348
Tasa de cambio	3,000	3,052
Promedio (USD/ADR)		8.2
Promedio (COP/acción)		3,100

* Ajustado por obligaciones off-balance. El múltiplo objetivo se calculó de la siguiente forma: múltiplo histórico promedio de las compañías comparables (70%) y el múltiplo histórico de Avianca (30%). Valores en USD mm, excepto por el múltiplo objetivo usado.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2018FA de USD 8.2/ADR (COP 3,100/acción con una tasa de cambio de COP 2,900), con un potencial de valorización de 11%. Mantenemos nuestra recomendación NEUTRAL y asignamos un riesgo MUY ALTO a nuestra valoración. Resaltamos que tanto la valoración como el Precio Objetivo no incorporan ningún aspecto relacionado con una posible transacción o alianza estratégica, teniendo en cuenta la incertidumbre y el impacto que tendría este proceso sobre las principales variables.

Tanto la valoración como el Precio Objetivo no incorporan ningún aspecto relacionado con una posible transacción o alianza estratégica.

Valoración y sensibilidades

EBITDAR vs. Múltiplo EV/EBITDAR

En este ejercicio evaluamos el cambio en el Precio Objetivo de la acción frente a un cambio en el múltiplo objetivo EV/EBITDAR *forward* y cambios en el EBITDAR de la compañía entre -6% y +6% para cada año. El escenario base contempla un múltiplo EV/EBITDAR *forward* de 7.1x, por lo cual un incremento de 0.1x se traduce en un aumento del Precio Objetivo de COP 300/acción. Por otro lado, una disminución del EBITDAR anual de 300 pbs para el periodo de valoración significaría una disminución del Precio Objetivo de COP 500/acción.

		EBITDAR				
		-6.0%	-3.0%	0.0%	3.0%	6.0%
Múltiplo EV/EBITDAR	0.2	2,500	3,100	3,600	4,100	4,700
	0.1	2,300	2,800	3,400	3,900	4,400
	-	2,100	2,600	3,100	3,600	4,100
	(0.1)	1,800	2,300	2,800	3,400	3,900
	(0.2)	1,600	2,100	2,600	3,100	3,600

Tasa de cambio vs. Precio promedio del WTI

Estimamos el impacto que tendría en la valoración un cambio en el precio promedio del petróleo, partiendo de un escenario base promedio 2018-2019 de USD 51.5/bbl y cambios en la tasa de cambio partiendo de un escenario de 2,900 COP/USD. De esta manera, un incremento de USD 2 en el precio por barril se traduce en una disminución del P.O. de COP 200/acción. En contraste, un incremento de 100 pesos en la tasa de cambio se traduce en una disminución del precio objetivo de COP 500/acción.

		Tasa de cambio (Base=COP 3,026)				
		-200	-100	0	100	200
Petróleo promedio 2018-2019 USD 51.5	4.0	3,700	3,200	2,700	2,300	1,800
	2.0	3,900	3,400	2,900	2,500	2,000
	0.0	4,100	3,600	3,100	2,600	2,200
	-2.0	4,300	3,800	3,300	2,800	2,400
	-4.0	4,500	4,000	3,500	3,000	2,600

Bancolombia

Cuestión de rentabilidad

Resultados financieros negativos han sido la constante durante 2017. El débil crecimiento de la cartera y un importante deterioro en la calidad de los préstamos han derivado en elevados gastos en provisiones, presionando el ROAE que finalizaría el año en 12.1%, por debajo de nuestro costo de capital (12.8%). Para 2018, esperamos que los altos gastos en provisiones se mantengan durante el primer semestre, a partir de donde el costo del crédito empezaría a disminuir, lo que sumado a una mayor eficiencia llevaría a un crecimiento en la utilidad de 14%. Pese a lo anterior, el ROAE apenas se expandiría hasta 12.7% (manteniéndose como el más bajo entre los pares) en medio de un precio de mercado de la acción que se encuentra por encima de nuestro Precio Objetivo y soporta nuestra recomendación de SUBPONDERAR.

Para destacar

- 1. Para finalizar 2018, estimamos un Precio Objetivo para Bancolombia de COP 32,600/acción:** Dentro de las principales cifras operacionales del banco, hemos proyectado lo siguiente: i) utilidad neta de COP 3.03 bn, creciendo 14% anual, con lo cual el ROAE del año se ubicaría en 12.7%. ii) Crecimiento de la cartera neta de 8.5% anual, iii) ingresos netos por interés de COP 11.07 bn, aumentando 5.7% en una base anual, de esta manera, el margen neto de interés se ubicaría en 6.08% y, iv) gasto en provisiones de COP 3.1 bn, mostrando un decrecimiento anual del 3%, calidad de cartera de 4.3%, costo de crédito en 1.82% y eficiencia en 50.3%.
- 2. Aunque múltiplos actuales parecieran atractivos frente a promedio de sus pares, la baja rentabilidad no justifica niveles actuales:** Los múltiplos de la compañía 2017E y 2018E exhiben un encarecimiento relativo si se tiene en cuenta el bajo nivel de rentabilidad del banco. Esperamos que Bancolombia finalice 2017 con una caída de 7% en la utilidad neta y un ROAE de 12.1% el que aumentaría tan solo a 12.7% en 2018 con lo cual continuaría un ~30% por debajo de sus comparables. Sobre esta base consideramos que los múltiplos de mercado a los que transa la acción están descontando un escenario más positivo del que consideramos probable.
- 3. Recuperación macroeconómica de Colombia ayudaría a una mejora paulatina de la rentabilidad:** La reducción en las tasas de interés y la convergencia de la inflación al rango meta del Banco de la República llevarían a condiciones más favorables para la demanda interna a partir de 2018 y unas mejores condiciones para el consumo, la inversión y el empleo. Lo anterior derivaría en una recuperación paulatina en el crecimiento de la cartera, la calidad de los préstamos y la rentabilidad.

¿Por qué subponderar?

Bancolombia ha sido el segundo emisor con la más alta valorización del COLCAP en lo corrido del año (~17.6%) y por el contrario los resultados financieros reportados cada vez son más negativos, lo que ha llevado al banco a transar a un considerable descalce entre su valor justo fundamental y el precio de mercado incluso sobre la base del Precio Justo para final de 2018.



SUBPONDERAR

Precio Objetivo: 32,600

Potencial: 2.1%
Riesgo: Medio
Cierre: COP 31,900
Sector: Financiero
PFBCOLO CB/BCOLO CB
Bloomberg: COAR <GO>

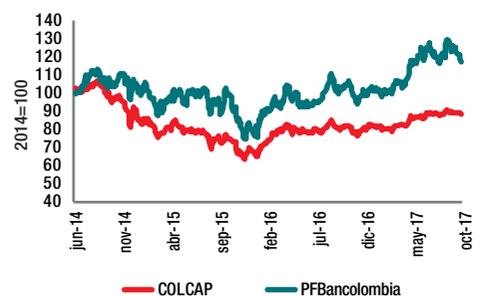
Cristina Manotas Polo Analista Sector Financiero
 cmanotas@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92473

Katherine Ortiz Analista Senior
 kortiz@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92134

Información de la acción

Market Cap. (COP):	30.1 bn
Flotante:	49.9%
Dividendo anual (COP):	950.4
Dividend yield:	3.0%
% COLCAP:	20.0%
# acciones:	962 mm
P / VL actual:	1.4x
P / E actual:	10.8x
Último precio:	31,900
Máx. 52 semanas:	35,600
Mín. 52 semanas:	25,420

► Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

Bancolombia / Ficha técnica

Descripción de la compañía: Fundado en 1945 como Banco Industrial Colombiano S.A., Bancolombia (BVC:BCOLOM; BVC:PFBCOLO; NYSE:CIB) es hoy uno de los principales grupos financieros de Colombia. Bancolombia cuenta con una participación de mercado del 23% en Colombia, consolidándose como

el líder individual. El Banco ofrece servicios financieros a corporaciones, medianas empresas y personas en Colombia y en el Caribe. Tiene presencia en Centroamérica a través de Banagrícola en el Salvador, BAM en Guatemala y Banistmo en Panamá.

Resumen

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Acciones en circulación (millones)	962	962	962	962	962
Cap. Bursátil (COP millones)	20,775,463	26,142,458	31,778,764	31,778,764	31,778,764
Precio (COP/acción)	21,600	27,180	33,040	33,040	33,040
VL (COP/acción)	20,045	22,112	23,782	25,898	28,336
EPS (COP/acción)	2,624	2,979	2,766	3,154	3,623
P/VL	1.1x	1.2x	1.4x	1.3x	1.2x
P/U	8.2x	9.1x	11.9x	10.5x	9.1x

Balance general

COP millones	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Caja y Depósitos Interbancarios	14,295,163	16,216,907	17,488,672	18,919,862	20,735,305
Inversiones	14,824,373	13,060,653	15,856,666	17,154,300	18,800,329
Cartera Neta	140,371,884	145,125,575	156,506,640	169,314,399	185,560,849
Otros Activos	23,481,447	21,857,909	23,884,488	26,060,814	28,638,929
Total Activos	192,972,867	196,261,044	213,736,466	231,449,375	253,735,412
Depósitos	122,202,090	124,965,867	134,765,964	145,794,569	159,784,189
Obligaciones	50,362,858	48,818,197	54,791,852	59,334,708	65,150,345
Total Pasivos	172,564,948	173,784,064	189,557,816	205,129,277	224,934,534
Patrimonio	19,279,449	21,267,583	22,874,409	24,909,124	27,254,515
Pasivos+Patrimonio+Int. Min.	192,972,867	196,261,044	213,736,466	231,449,375	253,735,412

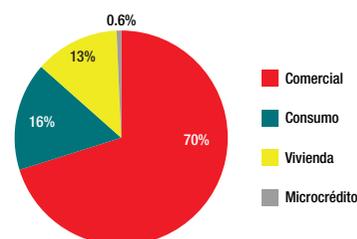
Estado de resultados

COP millones	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Ingreso neto por interés	7,231,703	9,695,705	10,477,844	11,070,104	11,876,534
Ingreso neto por comisiones	1,993,044	2,318,964	2,570,746	2,856,769	3,213,792
Ingresos operacionales	9,133,922	10,947,332	11,544,089	12,676,058	14,025,906
Gastos en provisiones	-1,675,101	-2,731,152	-3,236,648	-3,124,712	-3,118,128
Utilidad neta	2,524,242	2,865,328	2,660,160	3,033,573	3,484,666
Margen neto	27.6%	26.2%	23.0%	23.9%	24.8%

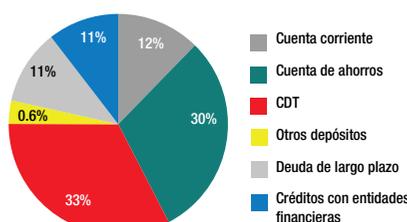
Indicadores Financieros

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Margen neto de interés NIM	5.25%	6.24%	6.27%	6.17%	6.08%
Eficiencia	54.6%	51.0%	50.5%	50.3%	50.2%
Calidad	2.98%	3.33%	4.40%	4.32%	4.24%
Cubrimiento	115.2%	136.9%	114.8%	125.0%	130.0%
Gasto en provisiones/Cartera	1.2%	1.9%	2.1%	1.8%	1.7%
Patrimonio/Activos	10.0%	10.8%	10.7%	10.8%	10.7%
Cartera/Activos	73%	74%	73%	73%	73%
Depósitos/Cartera	87%	86%	86%	86%	86%
ROAA	1.5%	1.5%	1.3%	1.5%	1.6%
ROAE	13.1%	14.1%	12.1%	12.7%	13.4%

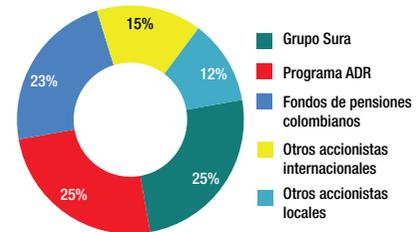
Composición cartera



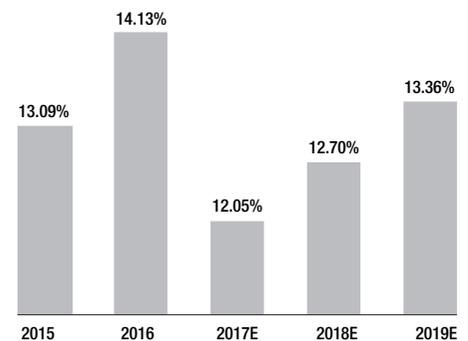
Fondeo



Composición accionaria



Evolución ROAE

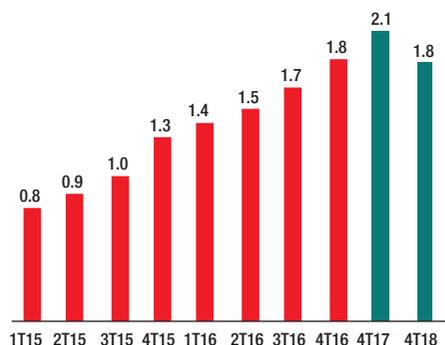


Comparables (P/VL vs ROE) actuales

Banco	P/VL	ROE
Credicorp	1.74x	18.12%
Banco de Chile	2.18x	19.20%
Banco Santander	2.00x	17.32%
ITAU	1.59x	19.32%
Santander México	1.62x	15.57%
Bradesco	1.32x	17.44%
Davienda	1.06x	15.47%
Bogotá	1.38x	14.15%
BCI	1.41x	14.73%
Bancolombia	1.4x	11.6%
Promedio	1.59x	16.81%

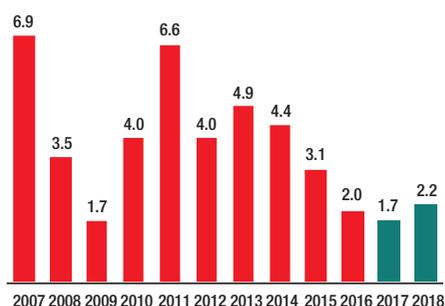
- ▶ Presidente de la JD: David Emilio Bojanini García
- ▶ Presidente: Juan Carlos Mora Uribe
- ▶ Vicepresidente Financiero: José Humberto Acosta
- ▶ IR: Alejandro Mejía Jaramillo
- ▶ Página web: www.grupobancolombia.com

Evolución Costo de Crédito (%)



Fuente: Bancolombia | Cálculos: Davivienda Corredores

Crecimiento económico en Colombia (%)



Fuente: DEEE Grupo Bolívar | Banco Davivienda

Hipótesis de valor

- **Eficiencia en Centroamérica con un amplio espacio para mejorar:** En busca de alcanzar en el mediano plazo un nivel de eficiencia cerca de 45.5%, el banco ha implementado la automatización en los procesos del *back office*, la eliminación de estructuras redundantes y la reducción de los costos y riesgos operacionales con lo cual ha mostrado una consistente reducción en su indicador de eficiencia llevándolo desde 59.7% en 2013 a 51.7% actual. Lo anterior demuestra el compromiso de Bancolombia de transformar su estrategia administrativa en Colombia, la cual ahora debe transmitir a Centroamérica donde aún hay mucho espacio por mejorar teniendo en cuenta que este indicador se encuentra en niveles cercanos a 57% (47.0% en Panamá, 56.1% en El Salvador y 66.0% en Guatemala frente 49.5% en Colombia en 2T17). De esta manera, si a través de su estrategia logra reducir este indicador en el mediano plazo a su meta, el impacto en la rentabilidad sería positivo.
- **Liderazgo en Colombia y Centroamérica representa una diversificación en su modelo de negocio.** En Colombia, el banco a través de una participación de mercado de 23% sobre los activos del sistema, seguida por Banco de Bogotá con 14% es líder local. En El Salvador es número uno con una participación de 28% y su competidor más cercano tiene 15% (Davivienda); a través de Banistmo en Panamá es segundo con una participación de mercado de 11%, luego de Banco General, que tiene 14% y en Guatemala (a través de Banco Agromercantil), ocupa el cuarto puesto con una participación de 11%, en donde el líder es Banco Industrial con una participación de 27%. De esta forma, su posición líder en el mercado le representa una ventaja competitiva en una región donde la penetración financiera continúa baja (46% en promedio para Centroamérica y 49% para Colombia).
- **Proyectos de 4G, los catalizadores de largo plazo:** Aunque temas de corrupción han estancado el inicio de las 4G, lo cierto es que el sistema financiero (nacional e internacional) financiará aproximadamente COP 28 billones en proyectos de infraestructura vial en los próximos años; Bancolombia aportaría aproximadamente COP 5 billones lo que podría impulsar el crecimiento de la cartera comercial una vez se destraben los proyectos que financiaría el banco.

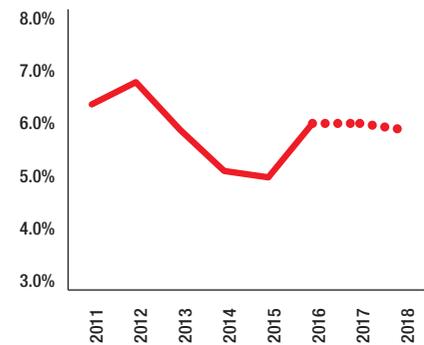
Riesgos

- **Rentabilidad de Bancolombia la más baja entre sus pares comparables:** El débil panorama macroeconómico en 2017 en Colombia que ha impactado la rentabilidad en el país, sumado a los bajos ratios en Centroamérica (Banistmo: 9.2%, Banco Agromercantil Guatemala 9.2%, Banco Agrícola del Salvador: 7.4%) llevarían a un ROAE consolidado de 12.1% en 2017 y 12.7% para 2018 considerablemente inferior a sus pares comparables (16.74%) e incluso por debajo del costo de capital de nuestra valoración (12.8%). Resaltamos que el reto para la gerencia sería elevar sus niveles de rentabilidad por lo menos, hacia cifras más cercanas a los de sus pares en Colombia (14%-16%), lo cual consideramos poco probable en el corto plazo. A su vez, no esperamos una expansión más allá de 14.5% en nuestro horizonte de valoración (diez años).
- **Estrategia agresiva de otorgamiento de créditos de consumo podría resultar en un mayor costo para esta modalidad:** Para afrontar el retador panorama macroeconómico en 2017 el banco desplegó una estrategia de

crecimiento de cartera a través del segmento de consumo, mediante la pre aprobación de créditos, logrando así a 2T17 un crecimiento anual de 18.9% que diluyó en parte el deterioro y bajo crecimiento de la cartera comercial (70% del total de la cartera y tan solo crece anualmente 6.6% a 2T17). Teniendo en cuenta que el segmento de consumo es altamente sensible a los ciclos económicos, esta estrategia podría resultar en un deterioro de la calidad en 2018 ante los impagos rezagados del 2017.

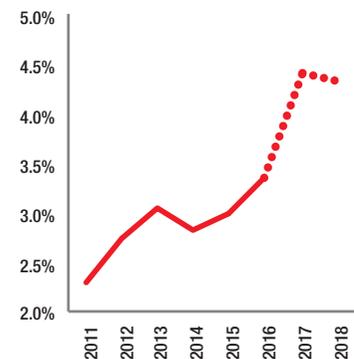
- > **Traducción de política monetaria expansiva en tasas de colocación podría impactar el NIM:** Durante el último año se ha presentado una expansión en el NIM de la cartera como resultado de una reducción del costo de fondeo mayor a la disminución en la tasas de colocación. No obstante, esta expansión habría llegado a su fin y por el contrario los márgenes empezarán a comprimirse ante una reducción de las tasas de colocación y la pausa que prevemos en las bajas de tasas del Banco de la República en 2017 y que aunque en 2018 se podría presentar una reducción adicional esta sería mínima (50 pbs).
- > **Reducción de la calificación de Colombia podría impactar el costo de fondeo:** Aunque actualmente la calificación de Bancolombia es Grado de Inversión, se ubica un escalón por debajo de la calificación soberana. Esto representa un riesgo importante teniendo en cuenta que el panorama fiscal de Colombia es aún retador y que con mayor frecuencia se empieza a hablar de una posible rebaja de calificación. Este hecho podría tener repercusiones si implica, a su vez, una reducción en la calificación de Bancolombia que lleve a la pérdida del Grado de Inversión para el banco.

NIM



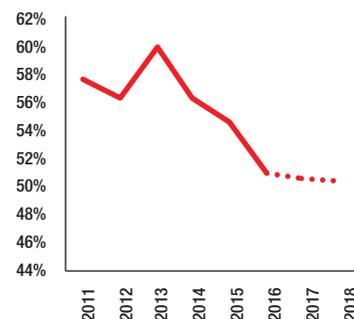
Fuente: Bancolombia | Cálculos: Davivienda Corredores

Calidad de la cartera



Fuente: Bancolombia | Cálculos: Davivienda Corredores

Eficiencia

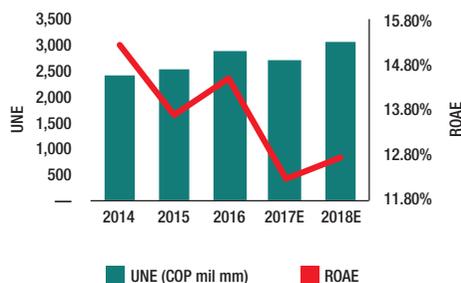


Fuente: Bancolombia | Cálculos: Davivienda Corredores

Proyecciones

- > **Cartera de créditos:** Un crecimiento económico estimado de 2.2% y una inflación de 3.5% para 2018 permitiría un aumento de 12.0% en la cartera para Colombia, mayormente impulsada por el aumento de 19.3% en la cartera de consumo, que desde 2017 ha estado contrarrestando el bajo crecimiento de la cartera comercial (mayormente afectada a razón de la desaceleración económica y de eventos corporativos puntuales). Por otra parte, para la cartera en USD estimamos un crecimiento de 4.4%, lo que nos llevaría a un crecimiento en la cartera consolidada de 8.5%
- > **Ingresos netos por interés:** Los ingresos por intereses se ubicarían en COP 17.66 bn a 2018, presentando un crecimiento anual de 5.9%, influenciados por los recortes en la tasa repo por parte del Banco de la República que tendrían incidencia directa en la tasa de colocación. Por otra parte, un incremento de 6.4% en los gastos por interés llevaría los ingresos netos por interés del periodo a situarse en COP 10.47 bn (5.7% A/A), lo que ubicaría el NIM de Bancolombia en 6.17% a 2018, 10 pbs menos frente a lo que se estima en 2017 (6.27%).
- > **Calidad, costo de crédito y eficiencia:** Contemplamos un indicador de calidad de 4.32% a finalizar 2018, ya que esperamos que a partir del segundo semestre la economía colombiana muestre señales sólidas de recuperación y al trasladarse a los hogares colombianos permitirán la reducción de 10 pbs en este indicador, frente a 2017E. Asimismo, contemplamos un decrecimiento de 3% en los gastos por provisiones debido a que en lo restante de 2017 y en el primer semestre de 2018 se espera que los bancos cumplan con las provisiones requeridas causadas por eventos puntuales corporativos, lo anterior, permitirá que el costo de crédito se ubique en niveles del 1.8%. Por otra parte,

Comportamiento ROAE frente Utilidad Neta



Fuente: Bancolombia | Cálculos: Davivienda Corredores

esperamos una reducción de 20 pbs en el indicador de eficiencia, ubicándose en 50.3% para 2018, gracias a que el banco ha implementado procesos de automatización en el *back office*, eliminación de estructuras redundantes y reducción de los costos y riesgos operacionales.

- > **Utilidad Neta y ROAE:** Estimamos un utilidad neta de COP 3.03 bn para 2018 (+14.0% A/A) que llevaría que el ROAE para este año se ubique en 12.7%, un incremento de 60 pbs frente a lo estimado en 2017.

Valoración

Para estimar el valor de la acción del banco, utilizamos dos metodologías: i) Ingreso Residual, el cual tiene un peso de 70% en nuestro Precio Objetivo y ii) Valoración por múltiplos de mercado (P/VL ajustado por ROE), pesando el 30%.

Ingreso Residual

A través de esta metodología, hemos obtenido un valor justo 2018FA de COP 32,400/acción, utilizando un costo de capital de 12.8%.

Múltiplos de Valoración

Esta metodología utiliza el múltiplo de P/VL 2018E @1.28x, de las entidades comparables con Bancolombia. En este sentido, el valor de Bancolombia sería COP 33,100/acción.

Resumen de valoración

Método	Peso	2018 FA
Ingreso residual	70%	32,400
P/VL (ajustado por ROE)	30%	33,100
Precio Objetivo 2018 FA	100%	32,600

Fuente: Davivienda Corredores

Nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2018FA de COP 32,600/acción, equivalente a un margen de apreciación de 2.1% y una recomendación de SUBPONDERAR. Asignamos un riesgo MEDIO a nuestra valoración pues aunque existen ciertos riesgos macroeconómicos que se pueden materializar en los resultados, el banco cuenta con todo el andamiaje corporativo para hacer frente a esta situación.

Análisis de sensibilidad

- > Nuestro primer ejercicio de sensibilidad contempla variaciones en el costo del *equity* y crecimiento a perpetuidad. Es importante mencionar que la relación entre estas dos variables es inversamente proporcional y que a un menor costo de capital, el Precio Objetivo del banco se verá beneficiado.

		Ke				
		-1.0%	-0.5%	0%	0.5%	1.0%
G	-2.0%	36,300	34,200	32,100	30,200	28,400
	-1.0%	36,800	34,500	32,300	30,400	28,500
	0.0%	37,400	34,900	32,600	30,500	28,600
	1.0%	38,200	35,400	33,000	30,700	28,600
	2.0%	39,300	36,200	33,400	30,900	28,800

Fuente: Davivienda Corredores

- > El segundo ejercicio de sensibilidad contempla variaciones en los indicadores de calidad y cubrimiento de la cartera. Entre mayor cubrimiento exista, el gasto por provisiones tenderá a aumentar (aunque es una política más conservadora) y entre mayor calidad de cartera presente el banco, muestra un deterioro de activos que afectará el Precio Objetivo.

		Calidad				
		-2.0%	-1.0%	0%	1.0%	2.0%
Cobertura	-1.0%	37,000	39,000	40,900	42,800	44,800
	-0.5%	34,000	35,700	37,400	39,000	40,600
	0.0%	29,700	31,200	32,600	34,000	35,400
	0.5%	24,400	25,600	26,700	27,800	29,000
	1.0%	17,800	18,800	19,700	20,500	21,400

Fuente: Davivienda Corredores

- > Nuestro tercer ejercicio de sensibilidad contempla variaciones en la tasa efectiva de impuestos y eficiencia. Entre más eficiente sea el banco, mayores utilidades generará y por lo tanto, el Precio Objetivo se verá beneficiado.

		Tasa efectiva de impuestos				
		-2.0%	-1.0%	0%	1.0%	2.0%
Eficiencia	-2.0%	34,200	33,600	33,100	32,500	32,100
	-1.0%	33,900	33,400	32,900	32,300	31,700
	0.0%	33,700	33,100	32,600	32,100	31,500
	1.0%	33,400	32,900	32,300	31,800	31,300
	2.0%	33,100	32,600	32,100	31,600	31,000

Fuente: Davivienda Corredores

Banco de Bogotá

Eficiencia su fortaleza

Durante 2017 la rentabilidad del banco se ha visto fuertemente golpeada por casos puntuales de deterioro de la cartera que han llevado el ROAE a ubicarse en mínimos históricos (11.9% a cierre de 2T17). No obstante, reconocemos el potencial que tiene para capturar oportunidades de crecimiento en cartera por su liderazgo en Centroamérica y su posición competitiva en el segmento comercial en Colombia. Así, esperamos una recuperación en las cifras a partir de 2018 (+22% anual en utilidad neta) impulsada por la gradual recuperación de la economía.

Aspectos a destacar

- Nuestra valoración sugiere un Precio Objetivo 2018FA de COP 72,000/acción:** Dentro de nuestros pronósticos para 2018, resaltamos lo siguiente: i) utilidad neta de COP 2.28 bn, creciendo 22% con respecto a la utilidad de 2017E; ii) crecimiento de cartera neta de 12.9% anual, apoyado por la dinámica de consumo en Centroamérica así como la recuperación de la economía colombiana; iii) ingresos netos por interés de COP 7.0 bn, creciendo 10.6% anual y representando un margen neto de interés (NIM) de 5.42% (-12 pbs A/A); iv) gasto en provisiones de COP 2.0 bn, costo de crédito de 1.73% y eficiencia de 52.8%.
- BAC Credomatic mitiga débiles resultados de Colombia:** La operación en Centroamérica ha favorecido la rentabilidad del grupo, gracias al desempeño adecuado de la rentabilidad de BAC Credomatic, que ha sido más estable respecto de la operación Colombiana, y por el efecto positivo de la tasa de cambio bajo el escenario económico de los últimos tres años. BAC representaría ~ 45% de las utilidades de Banco de Bogotá en 2018. Asimismo, su aporte a la rentabilidad podría continuar incrementándose ante el espacio de mejora que hay en sus niveles de eficiencia en Centroamérica (que todavía muestran una brecha considerable respecto al indicador colombiano).
- Menor NIM y costo de crédito, los aspectos a monitorear en 2018:** Proyectamos que los indicadores de costo de crédito y calidad de cartera muestren un deterioro hasta inicios de 2018; no obstante, esperamos una mejora una vez se diluyan efectos puntuales de deterioro de la cartera comercial. Por su parte, menores tasas de colocación resultantes de la reducción de tasa de intervención del Banco de la República podrían impactar el margen de cartera.

¿Por qué neutral?

Aunque reconocemos factores como su posicionamiento como el segundo banco en participación de mercado en Colombia (14% en cartera, 15% en depósitos), primero en Centroamérica (9% en cartera y 8% depósitos), y el activo más importante de Grupo Aval, además de su positivo retorno por dividendos (+5.2% 2018E), un precio de mercado ajustado a nuestro escenario de valoración y la baja liquidez de la acción soportan nuestra recomendación.



NEUTRAL

Precio Objetivo: 72,000

Potencial: 5.9%
Cierre: COP 68,000
Riesgo: Medio
Sector: Financiero

BOGOTA CB

Bloomberg: COAR GO>

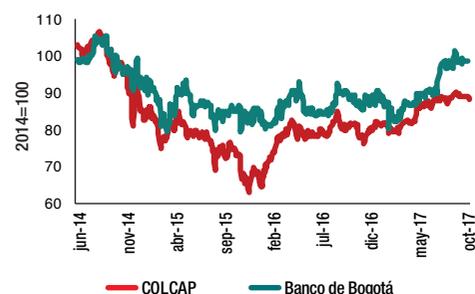
Cristina Manotas Polo Analista Sector Financiero
 cmanotas@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92473

Katherine Ortiz Analista Senior
 kortiz@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92134

Información de la acción

Market Cap. (COP):	20.3 bn
Flotante:	17.2%
Dividendo anual (COP):	2,880
Dividend yield:	4.7%
% COLCAP:	2.6%
# acciones:	331mm
P / VL actual:	1.3x
P / U actual:	10.1x
Último precio:	61,200
Máx. 52 semanas:	65,020
Mín. 52 semanas:	55,100

► Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

Banco de Bogotá / Ficha técnica

Descripción de la compañía: Banco de Bogotá es la institución financiera con mayor trayectoria en Colombia, iniciando operaciones en 1870. En la actualidad, Banco de Bogotá tiene cobertura en todo el territorio nacional ofreciendo un completo portafolio de productos y servicios financieros. Asimismo, es re-

conocido porque históricamente ha presentado óptimos indicadores de calidad. Es el banco universal de Grupo Aval y tiene la segunda mayor participación de mercado individual en Colombia (13%). En 2010 adquirió indirectamente BAC Credomatic, líder en el segmento de tarjetas de crédito en Centroamérica.

Características de la acción

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Acciones en circulación (mil millones)	331	331	331	331	331
Cap. Bursátil (COP mil millones)	19,711	20,274	20,274	20,274	20,274
Precio (COP/acción)	59,500	61,200	61,200	61,200	61,200
VL (COP/acción)	40,138	49,534	51,822	55,275	59,470
EPS (COP/acción)	5,610	12,818	5,564	6,892	7,807
P/VL	1.5x	1.2x	1.2x	1.1x	1.0x
P/U	10.6x	4.8x	11.0x	8.9x	7.8x

Balance general

COP mil millones	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Disponible	17,848	17,401	18,698	21,106	23,968
Inversiones netas	20,347	12,594	14,238	16,071	18,251
Cartera neta	93,979	97,169	104,416	117,858	133,841
TOTAL ACTIVOS	152,269	141,431	153,921	172,760	196,181
Depósitos	92,044	93,677	102,993	116,252	132,017
Otros pasivos	42,788	30,516	34,311	38,728	44,462
PASIVO	134,833	124,193	137,305	154,981	176,480
PATRIMONIO	13,297	16,410	17,168	18,311	19,701
Pasivos+Patrimonio+Int. Min.	152,269	141,431	153,921	172,760	196,181

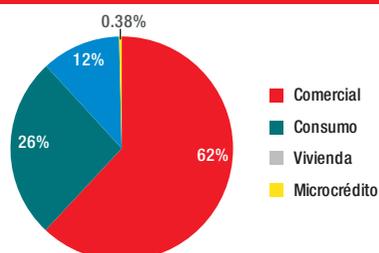
Estado de resultados

COP mil millones	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Ingreso neto por interés	4,955	6134.5	6,415	7,096	8,029
Ingreso neto por comisiones	3,158	3,604	3,771	4,125	4,536
Ingresos operacionales netos	8,113	9,738	10,186	11,221	12,565
Gastos en provisiones	-1,248	-1,784	-2,199	-2,043	-2,295
Utilidad Neta	1,858	4,246	1,843	2,283	2,586
Margen neto	37.5%	69.2%	28.7%	32.2%	32.2%

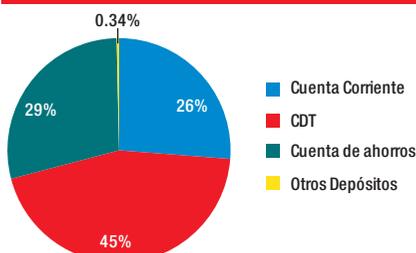
Indicadores

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Margen neto de interés NIM	4.5%	5.7%	5.5%	5.4%	5.4%
Eficiencia	52.8%	55.6%	55.9%	55.8%	55.3%
Calidad	2.40%	2.70%	3.38%	3.33%	3.27%
Cubrimiento	93%	92%	85%	86%	88%
Gasto en provisiones/Cartera	1.3%	1.8%	2.1%	1.7%	1.7%
Patrimonio/Activos	8.7%	11.6%	11.2%	10.6%	10.0%
Cartera/Activos	62%	69%	68%	68%	68%
Depósitos/Cartera	98%	96%	99%	99%	99%
ROA	1.2%	3.0%	1.1%	1.1%	1.3%
ROAE	15.5%	24.5%	11.0%	12.9%	13.6%

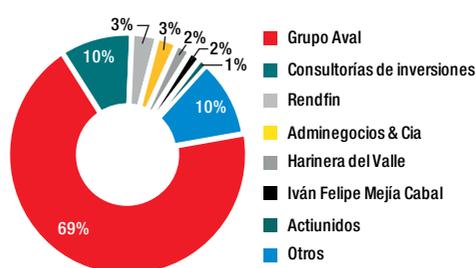
Composición Cartera



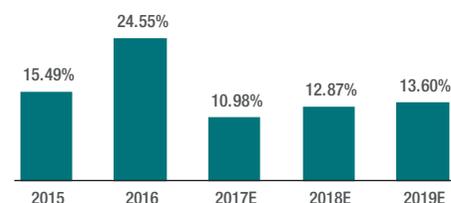
Fondeo



Composición Accionaria



ROAE

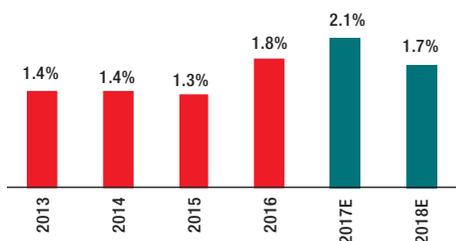


Comparables (ROE vs. P/VL) actuales

Banco	P/VL	ROE
Credicorp	1.78x	18.12%
Banco de Chile	2.28x	18.97%
Banco Santander	2.24x	17.29%
ITAU	1.78x	18.70%
Santander México	1.80x	15.76%
Bradesco	1.43x	17.39%
Davivienda	1.13x	15.70%
BCI	1.14x	13.42%
Bancolombia	1.4x	11.6%
Banco de Bogotá	1.76x	13.7%
Promedio	1.69x	16.4%

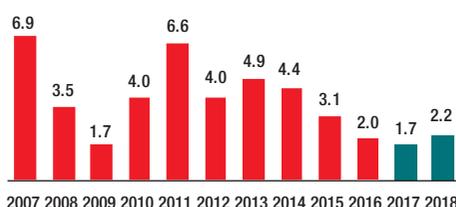
- ▶ Presidente JD: Luis Carlos Sarmiento Gutiérrez
- ▶ Presidente: Alejandro Figueroa Jaramillo
- ▶ Vicepresidente Financiero: María Luisa Rojas Giraldo
- ▶ Página web: www.bancodebogota.com

Evolución del Costo de Crédito



Fuente: Banco de Bogotá | Cálculos: Davivienda Corredores

Crecimiento económico en Colombia (%)



Fuente: DEEE Grupo Bolívar

Hipótesis de valor

- > **Banco de Bogotá sobresale por su eficiencia:** La eficiencia en Colombia actualmente se ubica en 45%, posicionándose como el banco más eficiente del país, incluso por encima de sus pares de Grupo Aval. Esto representa una ventaja en rentabilidad (ROAE) que históricamente se ha ubicado por encima de 16%. Sin embargo, a nivel consolidado aún hay espacio para mejorar puesto que en las operaciones en Centroamérica la eficiencia se ubica en 54.2%, reflejando una brecha considerable con respecto al indicador colombiano. En la medida que la estrategia administrativa se siga transmitiendo a las operaciones centroamericanas, la eficiencia del banco podría mostrar una mayor reducción.
- > **BAC Credomatic beneficia la operación consolidada:** La operación en Centroamérica ha favorecido la rentabilidad del grupo gracias al desempeño adecuado de la rentabilidad de BAC Credomatic, que ha sido más estable respecto de la operación Colombiana, y por el efecto positivo de la tasa de cambio bajo el escenario económico de los últimos tres años. BAC representaría ~45% de las utilidades de Banco de Bogotá en 2017, mitigando el impacto de la adversa coyuntura en la operación colombiana y, una vez más, mostrando los beneficios de una operación diversificada.
- > **Medidas conservadoras en otorgamiento de créditos han dado frutos en la coyuntura actual:** El Banco de Bogotá ha sacrificado participación de mercado en la modalidad comercial y consumo desde finales de 2016 como resultado de la adopción de medidas conservadoras en el otorgamiento de créditos. Aunque Banco de Bogotá ha mostrado un fuerte deterioro en sus métricas de calidad crediticia, lo cierto es que excluyendo el impacto de casos puntuales como Eléctricaribe y Ruta del Sol, el deterioro de sus indicadores ha sido inferior en 150 pbs a sus pares en Colombia.

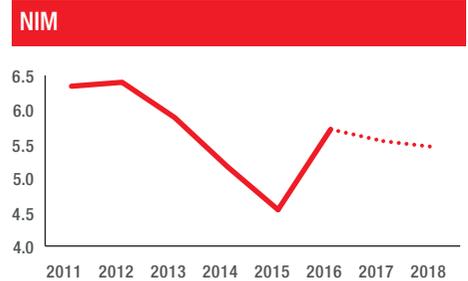
Riesgos

- > **Retraso en obras de 4G continuaría impactando crecimiento de la cartera:** Después de los grandes esfuerzos institucionales que se hicieron, durante 2010-2014, para impulsar proyectos de 4G con una inversión cercana a COP 40 billones durante el próximo quinquenio, los recientes hechos de corrupción en el sector han derivado en atrasos frente a los cronogramas originales. Lo anterior, además de representar un riesgo para el crecimiento de la economía, generaría un impacto en el crecimiento de la cartera comercial. Recordemos que Banco de Bogotá aportaría ~COP 2.5 bn para financiar proyectos de la primera y segunda ola.
- > **Banco de Bogotá es más sensible a la volatilidad de la tasa de cambio por su exposición a Centroamérica:** El 43% de la cartera del banco corresponde a cartera extranjera, mientras que la composición de cartera extranjera de sus principales competidores, Bancolombia y Davivienda, es 38% y 21% respectivamente. De esta manera, el banco corre el riesgo de que en momentos de devaluación del COP, los activos ponderados por riesgo aumenten en una proporción mayor que aquellos de sus competidores y, por lo tanto, se impacte de una forma más pronunciada su indicador de solvencia (teniendo en cuenta que el 37% de la cartera es de consumo y por lo tanto, más riesgosa)

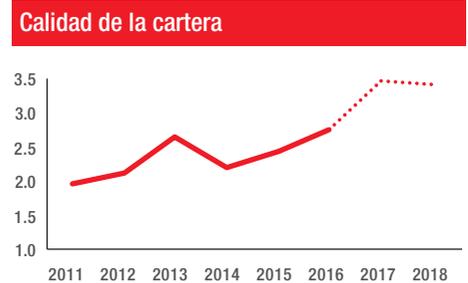
y en momentos de revaluación del COP, la cartera extranjera en pesos caiga e impacte el crecimiento consolidado en moneda local.

Proyecciones

- > **Cartera de créditos:** Estimamos que la cartera neta se ubicaría en COP 121.3 billones para finalizar 2018, gracias a un fuerte crecimiento en la cartera de consumo (19.4%) y comercial (10.6%), presentando un crecimiento de 12.9% frente a lo estimado en 2017. La cartera colombiana presentaría un crecimiento de 12.2% (la cual representa el 55.8% de la cartera) y la cartera internacional se incrementaría en 7.2%.
- > **Ingresos netos por intereses e ingresos por comisiones:** Consideramos un crecimiento anual de 10.6% en los ingresos netos por interés para 2018, el cual deriva en un NIM de 5.42% para dicho año, 12 pbs menos que lo estimado a 2017, debido a los recortes en la tasa REPO que conlleva a una reducción en el la tasa de colocación, ubicándose en 10.9% (10 pbs menos que en 2017E). De esta forma, esperamos que en los años siguientes el NIM en Colombia pueda seguir contrayéndose dependiendo las medidas tomadas por parte del Banco de la República. Asimismo, los ingresos por comisiones se ubicarían en COP 4.1 bn para 2018 (presentando un crecimiento anual de 9.4%) a razón de una mejora en el consumo de los hogares (especialmente a partir del segundo semestre de 2018) que volvería a incentivar un mayor uso de las tarjetas de crédito.
- > **Calidad y Eficiencia:** A razón de una mejora en el ciclo económico colombiano, estimamos una contracción de 10 pbs en el indicador de calidad, ubicándose en 3.3% para 2018. Por su parte, consideramos que el indicador de eficiencia en Centroamérica continuaría presionando la eficiencia consolidada, con lo cual nuestra estimación es de 55.8% para 2018, no obstante esperamos que esta llegue a niveles de 51.5% al final del horizonte de nuestra valoración (2017).
- > **Utilidad Neta y ROAE:** Pronosticamos una utilidad neta de COP 2.28 bn para 2018, un crecimiento de 22% frente a lo estimado en 2017 (COP 1.84 bn), estimando un gasto en provisiones de COP 2.04 bn que disminuye 44% frente al gasto estimado en provisiones a 2017, debido la dilución de casos puntuales como Electricaribe y Ruta del Sol que han impactado el indicador en 2017. Lo anterior, llevaría el costo de crédito desde 2.11% (estimado para 2017) hasta 1.73% en 2018. De esta forma, el ROAE del banco se ubicaría en 13.5% en 2018 frente a 12.2% estimado en 2017.



Fuente: Banco de Bogotá | Cálculos: Davivienda Corredores



Fuente: Banco de Bogotá | Cálculos: Davivienda Corredores



Fuente: Banco de Bogotá | Cálculos: Davivienda Corredores

Valoración

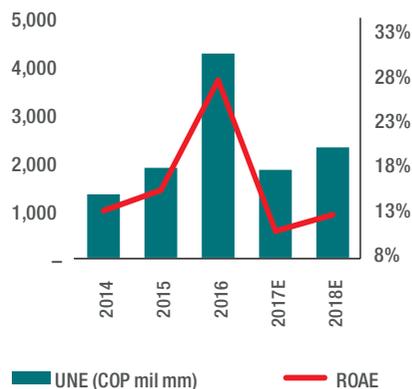
Ingreso Residual

A través de esta metodología, hemos obtenido un valor justo 2018FA de COP 67,300/acción, utilizando un costo del equity (Ke) de 12.8%.

Múltiplos de Valoración

Utilizando un múltiplo de P/VL 2018E @1.30x (ajustado por ROE), el valor justo se ubicaría en COP 82,900/acción.

Comportamiento ROAE frente a Utilidad Neta



Fuente: Banco de Bogotá | Cálculos: Davivienda Corredores

Múltiplos de Valoración

Método	Peso	2018 FA
Ingreso residual @12.8%	70%	67,300
P/VL (ajustado por ROE) @1.30x	30%	82,900
Precio Objetivo 2018 FA	100%	72,000

Fuente: Davivienda Corredores

Nuestro ejercicio de valoración sugiere un precio objetivo 2018FA de COP 72,000/acción, equivalente a un margen de apreciación de 5.9% y una recomendación de NEUTRAL. Asignamos un riesgo MEDIO pues el banco cuenta con una operación sólida y diversificada geográficamente que mitigaría el impacto de una coyuntura macroeconómica desafiante en Colombia.

Análisis de sensibilidad

> Nuestro primer ejercicio de sensibilidad contempla variaciones en el costo del *equity* y crecimiento a perpetuidad. Es importante mencionar que la relación entre estas dos variables es inversamente proporcional y que a un menor costo de capital, el Precio Objetivo del banco se verá beneficiado.

		Ke				
		-1.0%	-0.5%	0%	0.5%	0.8%
G	-2.0%	78,700	74,800	71,200	68,000	66,200
	-1.0%	79,600	75,300	71,600	68,200	66,300
	0.0%	80,800	76,100	72,000	68,300	66,400
	1.0%	82,300	77,100	72,500	68,600	66,500
	2.0%	84,400	78,400	73,300	69,000	66,700

Fuente: Davivienda Corredores

> El segundo ejercicio de sensibilidad contempla variaciones en los indicadores de calidad y cubrimiento de la cartera. Entre mayor cubrimiento exista, el gasto por provisiones tenderá a aumentar (aunque es una política más conservadora) y entre mayor calidad de cartera presente el banco, muestra un deterioro de activos que afectará el Precio Objetivo.

		Calidad				
		-1.0%	-0.5%	0%	0.5%	1.0%
Cubrimiento	-10.0%	57,400	63,000	68,600	74,200	79,900
	-4.0%	58,700	64,600	70,700	76,700	82,600
	0.0%	59,500	65,800	72,000	78,300	84,600
	4.0%	60,400	66,900	73,400	79,900	86,400
	11.0%	61,900	68,800	75,800	82,700	89,600

Fuente: Davivienda Corredores

> **Nuestro tercer ejercicio de sensibilidad contempla variaciones en la tasa efectiva de impuestos y eficiencia.** Entre más eficiente sea el banco, mayores utilidades generará y por lo tanto, el Precio Objetivo se verá beneficiado.

		Tasa de impuestos				
		-1.0%	-0.5%	0%	0.5%	1.0%
Eficiencia	-2.5%	72,700	72,400	72,000	71,700	71,400
	-1.0%	72,600	72,300	72,000	71,700	71,300
	0.0%	72,700	72,400	72,000	71,700	71,400
	1.0%	72,600	72,300	72,000	71,700	71,300
	2.5%	72,700	72,400	72,000	71,700	71,400

Fuente: Davivienda Corredores

Celsia

Condicionado para crecer

La recuperación que logró la compañía después del fenómeno de El Niño fue satisfactoria. Ahora prevemos un futuro retador en términos de crecimiento y mejora de la rentabilidad. Además de la entrada en operación de los proyectos del Plan5Caribe, no vemos catalizadores para un aumento de la rentabilidad a corto plazo, y por el contrario, sí importantes riesgos como i) presiones a la baja en los precios de la energía (bolsa y contratos) ante la mayor oferta hídrica por la entrada en operación de nuevas plantas, ii) aumento en la probabilidad del fenómeno de la niña lo que podría impactar los precios de la energía y la generación de EBITDA.

Aspectos a destacar

- 1. Nuestro Precio Objetivo para cierre de 2018 es 5,200/acción:** Hemos revisado nuestro escenario de precios en bolsa y hemos actualizado la demanda de energía nacional (Colombia) más la senda de CAPEX. Con esto, estimamos un TACC en ingresos de 3.4% 2017-2027, un WACC de 9.4% y un gradiente de crecimiento a perpetuidad de 3.5%.
- 2. Estructura de capital de EPSA limita creación de valor para accionistas de Celsia:** EPSA cerró el primer semestre de 2017 con una Deuda Neta de COP 731 mil mm y un EBITDA anual de COP 622 mil mm, mientras que la Deuda consolidada de Celsia se ubica en COP 3.67 bn y el EBITDA anual consolidado en COP 1.02 bn (COP 461 mil mm si se excluye el EBITDA de EPSA). Lo anterior genera: i) A pesar de la alta rentabilidad, una estructura de capital de EPSA poco eficiente, dado que la relación Deuda/Equity actual implica un mayor costo ponderado del capital (WACC), ii) Celsia a nivel separado no cuenta con capacidad de endeudamiento, por lo tanto los planes de expansión y crecimiento futuros se continuarían llevando a cabo a través de EPSA (como está ocurriendo con el Plan5Caribe) limitando la captura de valor por la participación del 64% que tendría Celsia en dicha compañía después de la OPA.
- 3. EBITDA se mantendría estable en los próximos años a menos que se adelanten nuevos proyectos de gran escala:** Celsia informó que de acuerdo a un experto independiente el valor de EPSA está ~COP 7.5 bn (valor incluyendo Deuda Neta) por lo cual el valor de la participación a adquirir sumaría ~COP 1.0 bn. Si bien consideramos positivo desde el punto de vista estratégico la adquisición dado que favorecería la rentabilidad de Celsia y permitiría capturar un mayor valor de los proyectos a desarrollar, la adquisición se daría por encima al valor justo que estimamos para EPSA y superando los múltiplos de adquisición comparables a pesar de que en este caso se está adquiriendo una participación minoritaria.

¿Por qué neutral?

Consideramos que existen temas de corto plazo por considerar como las necesidades de caja y de largo plazo como las presiones sobre los precios de la energía que puede generar la amplia oferta de esta. Adicionalmente, en la medida que nuestra tesis de inversión se materializó, el precio de la acción se ha ajustado a su valor relativo (múltiplos) pareciendo cada vez menos atractiva.



NEUTRAL

Precio Objetivo: COP 5,200

Potencial: 11.3%
Riesgo: ALTO
Cierre: COP 4,670
Sector: Energía

CELSIA CB

Bloomberg: COAR <GO>

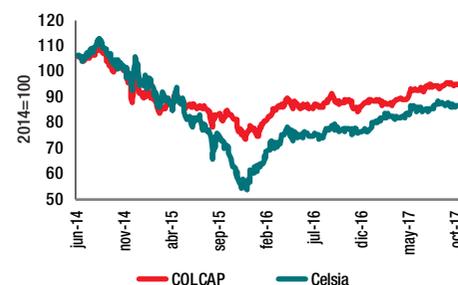
Ricardo Sandoval Analista Sector Energía
 rsandoval@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92257

Katherine Ortiz Analista Senior Renta Variable
 kortiz@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92134

Información de la acción

Market Cap (COP):	3.46 bn
Flotante:	45.6%
Dividendo anual (COP):	130
Dividend yield:	2.8%
% COLCAP:	1.90%
# Acciones	739.9 mm
P / VL actual:	1.12 x
P / E actual:	31.5 x
EV / EBITDA actual:	8.2 x
Último precio:	4,670
Máx. 52 semanas:	4,980
Mín. 52 semanas:	3,835

► Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

Celsia / Ficha técnica

Descripción de la compañía: Celsia es una compañía integrada de servicios públicos especializada en la generación y distribución de energía eléctrica. Actualmente, la empresa se posiciona como la cuarta generadora más grande del país, con 2.388 MW de capacidad instalada provenientes de 26 centrales de generación en

Colombia (77%), Panamá (21%) y Costa Rica (2%). Igualmente, por medio de su participación en la Empresa de Energía del Pacífico, EPSA (50.01%), participa en los negocios de generación, transmisión, distribución y comercialización de energía eléctrica en los departamentos de Valle del Cauca, Tolima, Cauca.

Características de la acción

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Acciones en circulación (millones)	720	740	740	740	740
Cap. Bursátil (COP millones)	2,016,000	2,978,500	3,463,200	3,463,200	3,463,200
Precio (COP/acción)*	2,800	4,025	4,680	4,680	4,680
VL (COP/acción)	4,388	4,217	4,414	4,587	4,844
EPS (COP/acción)	-231	45	161	174	256
EV (COP millones)	7,088,334	8,095,728	8,424,715	8,783,319	8,480,309
Deuda neta (COP millones)	3,854,661	3,843,138	3,697,217	4,006,107	3,629,692
EBITDA (COP millones)	683,544	1,031,375	1,034,000	1,091,614	1,211,979
P/VL	0.64x	0.95x	1.06x	1.02x	0.97x
P/U	-12.11x	N.A	28.99x	26.97x	18.26x
EV/EBITDA	10.37x	7.85x	8.15x	8.05x	7.00x

Balance general

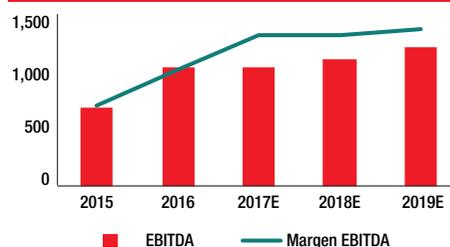
COP MILLONES	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Activos corrientes	1,501,717	1,109,552	1,050,390	1,143,758	963,570
Activos no corrientes	8,806,784	8,634,211	8,387,080	8,791,834	8,843,563
Total Activos	10,308,501	9,743,763	9,437,471	9,935,592	9,807,132
Pasivos corrientes	2,494,551	1,081,289	1,296,735	1,371,515	1,341,136
Pasivos no corrientes	3,436,689	4,267,949	3,677,681	3,963,939	3,650,068
Total Pasivos	5,931,240	5,349,238	4,974,416	5,335,453	4,991,204
Patrimonio	3,159,588	3,120,434	3,217,577	3,316,406	3,471,977
Interés minoritario	1,217,673	1,274,090	1,245,477	1,283,733	1,343,952
Pasivos+Patrimonio+Int Min	10,308,501	9,743,762	9,437,471	9,935,592	9,807,132
Deuda/Patrimonio	122.0%	123.2%	114.9%	120.8%	104.5%
Deuda Neta/EBITDA	5.64x	3.73x	3.58x	3.67x	2.99x
ROE	-5.3%	1.1%	3.7%	3.9%	5.5%
ROA	-1.6%	0.3%	1.3%	1.3%	1.9%

Estado de resultados

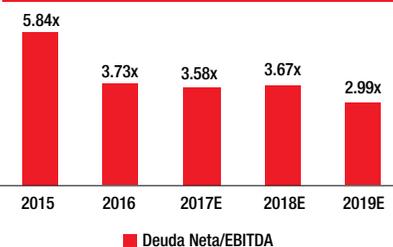
COP MILLONES	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Ingresos Operacionales	3,691,698	3,794,910	2,947,159	3,109,168	3,327,894
Costos de operación y venta	-3,107,177	-2,910,281	-2,007,182	-2,173,951	-2,291,378
Utilidad Bruta	843,590	884,629	939,977	935,217	1,036,516
Margen Bruto	22.9%	23.3%	31.9%	30.1%	31.1%
EBITDA	683,544	1,031,375	1,034,000	1,091,614	1,211,979
Margen EBITDA	18.5%	27.2%	35.1%	35.1%	36.4%
Utilidad Neta	-166,415	32,997	91,925	98,829	155,570
Margen Neto	-4.5%	0.9%	3.1%	3.2%	4.7%

*Precio de la acción al cierre 10/10/17

EBITDA y Margen EBITDA



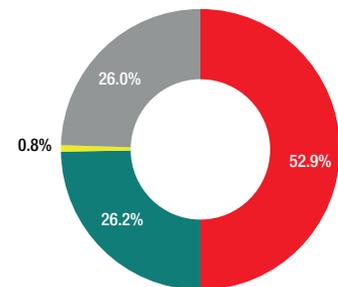
Evolución apalancamiento



Cifras bajo NIIF

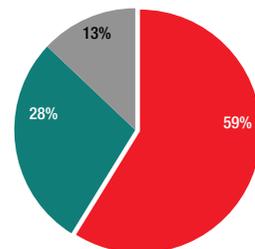
Fuente: Celsia, Bloomberg & Davivienda Corredores

Composición accionaria



■ Grupo Argos ■ Fondos de pensión
■ Extranjeros ■ Otros

Composición ingresos por tipo de negocio



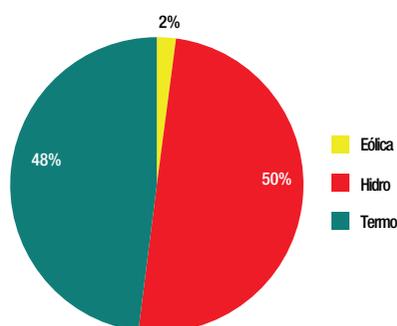
■ Generación y comercialización mayorista energía ■ Comercialización minorista de energía ■ Otros servicios

Análisis de valor relativo

Negocio	Peso	EV/EBITDA 12M	EV/EBITDA 2017E
Distribución Energía	30%	10.85	9.56
Generación Hídrica	40%	11.49	8.83
Generación Térmica	30%	9.58	8.89
Múltiplo Ponderado		10.73	9.07
Celsia		8.24	8.15

- ▶ Presidente: Ricardo Sierra
- ▶ Vicepresidente Financiero: Esteban Piedrahíta
- ▶ IR: Natalia Molina
- ▶ Página web: www.celsia.com

Capacidad por tecnología



Fuente: Celsia

Plantas	Región	Capacidad Instalada MW	Tecnología
Flores IV (ZonaFranca)	Caribe	450	Gas y diésel
Flores I (ZonaFranca)	Caribe	160	Gas y diésel
Merlétrica	Santander	169	Gas
Hidromontañas	Antioquia	19.9	Hidro
Río Piedras	Antioquia	19.9	Hidro
Salvajina	Cauca	285	Hidro
Hidroprado	Tolima	51	Hidro
Alto Anchicayá	Valle del Cauca	355	Hidro
Bajo Anchicayá	Valle del Cauca	74	Hidro
Calima	Valle del Cauca	132	Hidro
Río Cali I y II	Valle del Cauca	1.8	Hidro
Nima I y II	Valle del Cauca	6.7	Hidro
Rumor	Valle del Cauca	2.5	Hidro
Río Frío I y II	Valle del Cauca	11.7	Hidro
Alto Tulúa	Valle del Cauca	19.9	Hidro
Bajo Tulúa	Valle del Cauca	19.9	Hidro
Amaime	Valle del Cauca	19.9	Hidro
Bahía Las Minas	Panamá	160	Carbón
Bahía Las Minas	Panamá	120	Diésel
Cativá	Panamá	87	Fuel Oil
Prudencia	Panamá	59	Hidro
Lorena	Panamá	34	Hidro
Gualaca	Panamá	25	Hidro
Guanacaste	Costa Rica	50	Eólica
Cucuna	Tolima	55	Hidro
Total		2388.2	

Proyectos			
Porvenir II	Antioquia	352	Hidro
San Andrés	Antioquia	19.9	Hidro

Fuente: Celsia

Hipótesis de valor

- **En búsqueda de la diversificación en su matriz de ingresos:** Por un lado, el Plan5caribe impulsaría los ingresos por comercialización minorista y márgenes de rentabilidad al tener este negocio un margen EBITDA (70%) superior al consolidado de la compañía (27%). La entrada completa en operación de estos proyectos generaría un punto de inflexión en el 2019 impulsando la generación de caja por aumentos en el margen de rentabilidad (36% M.EBITDA) y un menor CAPEX. Adicionalmente, la compañía incursiona en la generación de energía solar buscando diversificar su matriz de generación con el fin de reducir su vulnerabilidad a condiciones climáticas adversas, la regulación, y generar valor a los accionistas.
- **Una mirada fresca en una industria en innovación:** La estrategia de Celsia para el periodo 2015-2025 está centrada en la diversificación de productos y servicios con tecnologías y procesos bajos en carbono; el crecimiento en número de clientes, y la segmentación en hogares, ciudades y empresas para ofrecer portafolios diferenciados y a la medida. En este sentido, la empresa estudia la posibilidad de instalar 200 MW de capacidad de energía solar en diversas zonas del país (Costa Caribe, Valle del Cauca y Santanderes). Consideramos positivas estas iniciativas al reconocer la amplia solarización con la que cuenta la región, siempre y cuando la regulación colombiana permita la competencia de estos proyectos respecto a otras fuentes de generación.
- **Nuevos proyectos de generación hídrica serían los motores del crecimiento en el EBITDA a futuro:** Siguen avanzando los proyectos Porvenir II de 352 MW y la pequeña central de 20 MW en San Andrés de Cuerquia, para los cuales la compañía inició procesos licitatorios de obras civiles y equipos electromecánicos con el fin de confirmar su viabilidad y costos frente a los presupuestos. A lo anterior se suma el avance en actividades ambientales y de relacionamiento con las comunidades. Vale la pena destacar que nuestro Precio Objetivo NO incluye una posible entrada en operación de estos nuevos proyectos, los cuales podrían significar una riesgo al alza en el mismo una vez se concreten.

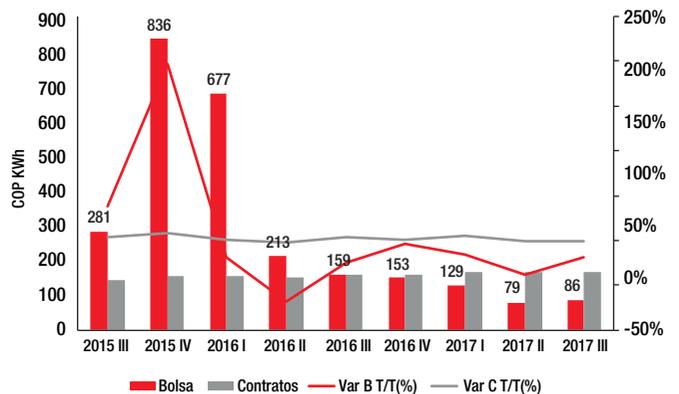
Riesgos

- **Entrada en operación de nuevos proyectos podrían presionar precio de la energía en bolsa:** La capacidad de generación hídrica aumentó ~ 14% del 2015 al 2017. Sin embargo, las presiones sobre el precio en bolsa no se dieron durante los años 2015 y 2016 dada la llegada del fenómeno de El Niño. Ahora que las lluvias retomaron un nivel de normalidad y el volumen útil ha mostrado una significativa mejora, el precio de la energía ha caído a niveles no vistos desde 2013 (COP 79/KWH, 63% inferior al promedio de 2016). Vale la pena destacar que las presiones serán mayores una vez que entre en operación Hidroitango cuyo avance supera el 70% de la construcción, y la primera unidad con capacidad de 300 MW; está programado entrar en operación al terminar el año 2018. En los próximos meses será fundamental evaluar el comportamiento de dichos precios debido a que la volatilidad de los mismos constituye el principal riesgo en nuestra valoración. En el anexo de sensibilidades, primer ejercicio, se pueden observar los cambios del precio de la energía en bolsa y su respectivo efecto en el Precio Objetivo.

> **Cambios en regulación en estudio podrían representar riesgos para la operación:** Si bien recientemente la CREG dejó en firme la resolución para el cambio del cálculo del precio de escasez que remunerará la energía entregada en momentos climáticos críticos, eliminando de la fórmula el *fuel oil* N.6 e incluyendo el costo variable del agregado de las plantas de generación térmica con Obligaciones de Energía en Firme. Recientemente, la CREG publicó para estudio un cambio en la metodología de Cargo por Confiabilidad que busca reducir el cargo fijo mensual mediante el cambio en la metodología de asignaciones del ENFICC. Este podría reducirse o incluso desaparecer para plantas poco eficientes como Merilétrica, que representa el 18% del total de las asignaciones de Celsia (~COP 55 mil mm anuales en EBITDA)

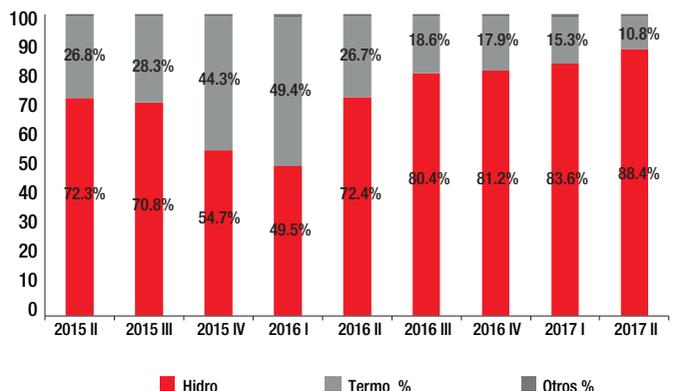
> **Necesidades de financiación a corto plazo mantendrían ratios de endeudamiento altos:** Durante el 2017 y 2018 la compañía tendrá que invertir COP 450 mil millones para llevar a cabo el proyecto Plan5Caribe, monto de ejecución que tiene una alta probabilidad de no ser cubierto por la generación interna de caja, por lo que la compañía tendría que cubrir sus necesidades financieras mediante endeudamiento o capitalizaciones. Por otro lado, para 2019 observamos vencimientos de deuda relevantes que mantendrán las presiones financieras, por lo que Celsia tendrá que trabajar en mejorar su perfil de vencimientos.

Precio de la energía



Fuente: XM

Generación en Colombia por tecnología



Fuente: XM

Proyecciones

- > **Precios de la energía:** teniendo en cuenta las presiones futuras que veremos sobre los precios de la energía, nuestra senda de precios en bolsa supone incrementos hasta el 2020 y posteriormente una leve caída de 3% hasta 2025. Por otro lado, la senda de precios de contratos crece a un ritmo acorde al aumento de la inflación hasta 2020 y en adelante se mantiene estable.
- > **Ingresos:** Para cierre de 2017 los ingresos disminuirán 22% dado el efecto del fenómeno de El Niño en 2016. En adelante, los ingresos crecen a una TACC de 3.4% reflejando las presiones en precios. En el 2018 y el 2019 los crecimientos serán del 6% y 7% respectivamente, con la entrada en operación del Plan5Caribe (COP +80 mil mm) y un comportamiento de precios acorde a su historia. Posteriormente, esperamos una fuerte oferta de energía durante los años 2020 – 2027, por lo que los ingresos crecerán alrededor del 2.7%.
- > **EBITDA:** Calculamos para el 2017 COP 1.03 billones en EBITDA lo que representa un margen de 35.08%. Posteriormente proyectamos leves mejoras en el margen hasta 2019 para iniciar su descenso hasta finalizar en 32% en 10 años, reflejando nuestra perspectiva plana en nuevos proyectos y competitiva por temas de oferta. TACC del 2.2%

- > **Utilidad neta:** La utilidad neta para este año sería de COP 92 mil millones lo que representa un margen neto del 3.1%; hasta 2019 no proyectamos una recuperación importante de la misma dados los altos gastos financieros que esperamos se mantengan. Posteriormente, el margen neto debería ubicarse alrededor del 5%.

Valoración y sensibilidades

Para estimar el valor de Celsia valoramos la compañía mediante la metodología de flujo de caja descontado (80% del Precio Objetivo) y múltiplo de mercado EV/EBIT-DA 2018E (20% del precio objetivo). Los parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 9.4%, beta apalancado de 1.07x, costo del *Equity* (Ke) de 13.8% y crecimiento a perpetuidad de 3.5%.

Resaltamos que aunque Celsia anunció la adquisición de EPSA no incluimos aun este impacto en nuestro Precio Objetivo el impacto dado que no está claro el valor de la adquisición final y el precio de emisión de las acciones, bajo los siguientes supuestos: i) El valor de la adquisición sería de COP 1.05 bn (teniendo en cuenta información de Celsia de que valoración de experto arroja un valor total para EPSA de ~7.5 bn), ii) Celsia emitiría 350 mm de acciones a un precio de COP 4,650/ acción (correspondiente al precio promedio de la acción durante los últimos 6 meses). El impacto en nuestro precio objetivo sería de ~6%.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2018FA de COP 5,200/acción, el cual ofrece un potencial de valorización de 11,3% a los precios actuales con una recomendación de NEUTRAL por el cumplimiento de nuestra tesis de inversión lanzada a finales de 2015 y una perspectiva de riesgo ALTO dadas las necesidades de financiamiento de corto plazo.

Análisis de sensibilidad

Teniendo en cuenta la incertidumbre que puede existir sobre el panorama de precios de energía futuro, realizamos nuestro primer ejercicio con el precio de la energía en bolsa sensible a cambios en la oferta y con el precio de la energía en contratos aunque más rígido, sensible a los riesgos de renegociación por las condiciones de mercado a la terminación de los mismos.

Lo anterior muestra que Celsia tiene una sensibilidad mayor a los precios de energía de los contratos, pues una caída del 10% no es compensada por un incremento en la misma cuantía de los precios en bolsa. Una variación de +/- 5% en el precio de la energía en bolsa afecta en +/- COP 260 nuestro precio objetivo. Una variación de +/- 5% en el precio de la energía por contratos afecta en +/- COP 470 nuestro precio objetivo.

		Precio de la energía en bolsa				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
Precio de la Energía Contratos	-10%	3,770	4,020	4,280	4,540	4,810
	-5%	4,230	4,480	4,730	5,000	5,270
	0%	4,690	4,940	5,200	5,460	5,730
	5%	5,160	5,410	5,670	5,940	6,210
	10%	5,640	5,890	6,150	6,420	6,690

Finalmente, el emisor recientemente comentó la intención de cambiar su política de contratación que se reduciría en un 20% tras el paso del fenómeno de El Niño, por lo que esto se dará paulatinamente a medida que los contratos actuales lleguen a su término. Nuestro modelo no incorpora la intención de cambiar la política de contratación y consideramos que en el futuro las presiones sobre los precios de la energía en bolsa serán más fuertes y rápidos que sobre los contratos.

Nuestro segundo ejercicio consistió en estudiar la sensibilidad del Precio Objetivo frente a variables claves como la tasa de descuento y el crecimiento a perpetuidad. Para ello, utilizamos variaciones de +/- 0.5% encontrando que en el escenario más ácido (WACC = 10,4% y G= 2,5%) el valor de la acción debería ubicarse en COP 3,310 y en el mejor de los escenarios (WACC= 8,4% y G = 4,5%) en COP 8,950. En conclusión, un aumento del 0.5% en el WACC tiene un efecto de COP -710 sobre la acción y sobre el gradiente de COP 530.

		WACC = 9.4%				
		-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
G = 3.5%	-1.0%	5,780	5,020	4,370	3,800	3,310
	-0.5%	6,350	5,480	4,750	4,120	3,580
	0.0%	7,040	6,030	5,200	4,490	3,890
	0.5%	7,890	6,700	5,730	4,920	4,240
	1.0%	8,950	7,510	6,370	5,430	4,660

Fuente: Davivienda Corredores

Cementos Argos

Creación de valor descontada por el mercado

El desafiante panorama en Colombia con una caída en el último año de 24% en los precios del cemento y el rezago del inicio de las obras de infraestructura, hicieron de 2017 un año especialmente retador para Cemargos. No obstante, su estrategia de diversificación contribuyó a mitigar la debilidad en Colombia, soportando el crecimiento en la mejora de los márgenes operativos en las demás regionales. Para los próximos años, esperamos que la operación se mantenga sólida, soportada en un mayor dinamismo de sus dos principales mercados, aprovechando la holgura en el factor de uso de sus plantas y la integración vertical de sus operaciones. Los riesgos para monitorear serán mayores retrasos en el inicio de las obras y una menor dinámica en económica en EE. UU.

Aspectos a destacar

- 1. Nuestro Precio Objetivo para cierre de 2018 es de COP 11,500/acción:** Teniendo en cuenta una actualización de las cifras macroeconómicas de los países donde opera la compañía y los resultados al primer semestre de 2017, revisamos nuestras estimaciones financieras. De esta manera, nuestro Precio Objetivo 2018FA es de COP 11,500/acción, el cual se realizó considerando un WACC de 9.9% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 3.4%.
- 2. Red de distribución e integración vertical generaría sinergias que expandirían margen EBITDA:** La trayectoria de adquisiciones en Estados Unidos (USD 2,140 millones en los últimos 6 años) ha permitido adicionar activos que han apalancado un crecimiento de 7x del EBITDA en los últimos 4 años, lo que además de fortalecer el margen EBITDA regional en 5 puntos porcentuales para 2018, generaría sinergias derivadas del aprovechamiento de la red de distribución para proveer a los mercados de Colombia y Centroamérica.
- 3. Crecimiento en Colombia apalancado en recuperación del sector:** A pesar del rezago consistente que ha mostrado la cuarta generación de obras de infraestructura, esperamos que la localización de las plantas de Cemargos le permita mantener una posición dominante en la contratación de unidades funcionales en la que tiene actualmente una participación de 69%. Si bien la capacidad instalada se mantendría estable hasta 2019, la construcción de proyectos intensivos en el uso de cemento y concreto impulsaría los volúmenes durante los próximos tres años, considerando que los programas para subsidiar la adquisición de vivienda se extenderían hasta 2019.

¿Por qué subponderar?

Si bien consideramos que la estrategia de la compañía se adapta a las necesidades actuales de la industria, nuestro Precio Objetivo no ofrece potencial de valorización en nuestro escenario base; el encarecimiento relativo de la acción frente a sus múltiplos comparables sugiere que el crecimiento que anticipamos del sector tanto en Colombia como en Estados Unidos está incorporado en el precio actual, lo que se refleja en primas cercanas al 40% y 50% frente a los múltiplos EV/EBITDA y Precio/Utilidad.



SUBPONDERAR

Precio objetivo: 11,500

Potencial: 0.9%

Riesgo: MEDIO

Cierre: COP 11,400

Sector: Materiales

CEMARGOS CB / PFCEMARG CB

Bloomberg: COAR <GO>

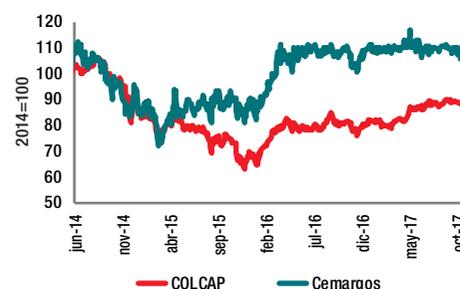
Angie Rodríguez Analista Sector Materiales
arodriguezv@corredores.com
(571) 312 3300, ext. 92110

Katherine Ortiz Analista Senior Renta Variable
kortiz@corredores.com
(571) 312 3300, ext. 92134

Información de la acción

Market Cap (COP):	15.9 bn
Flotante:	36.80%
Dividendo (ord.):	COP 218
Dividend yield:	1.90%
% COLCAP:	4.83%
# Acciones	1,361 mm
P / VL actual:	2.0x
P / E actual:	93.6x
EV / EBITDA actual:	16.6x
Último Precio :	11,400
Máx. 52 semanas:	12,620
Mín. 52 semanas:	10,780

► Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

Cementos Argos / Ficha técnica

Descripción de la compañía: Cementos Argos produce cemento, concreto y agregados en Colombia, EE. UU. y el Caribe. Adicionalmente, realiza exportaciones de cemento y clínker a 39 países. La compañía es líder en el mercado colombiano, con una participación de mercado cercana a 47%, mientras que en

la región Caribe es uno de los dos productores líderes y cuenta con el 47% de participación del comercio marítimo de cemento y clínker. En EE. UU. es el segundo mayor productor de concreto y el cuarto de cemento. Cuenta con 9 plantas en Colombia, 3 en EE. UU. y 1 en Honduras.

Características de la acción

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Acciones en circulación (mm)	1,361	1,361	1,361	1,361	1,361
Cap. Bursátil (COP millones)	13,227,658	16,139,920	15,650,007	15,650,007	15,786,094
Precio (COP/acción)	9,720	11,860	11,500	11,500	11,600
VL (COP/acción)	5,956	6,130	6,178	6,468	6,743
EPS (COP/acción)	361	309	38	231	329
EV (COP millones)	17,541,227	22,682,829	22,627,321	22,524,406	22,467,073
Deuda neta (COP millones)	5,132,241	6,781,571	6,356,814	6,127,020	5,916,979
P/VL	1.63x	1.93x	1.86x	1.78x	1.72x
P/U	26.92x	38.43x	300.70x	49.88x	35.23x
EV/EBITDA	11.55x	13.73x	16.40x	11.94x	10.58x

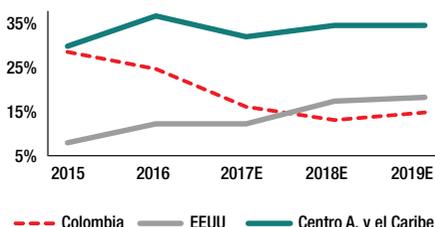
Balance general

COP millones	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Activo Corriente	2,724,135	3,050,402	3,280,515	3,628,413	3,848,230
Activo No Corriente	14,722,863	16,106,401	15,793,862	16,077,784	16,296,222
Activos	17,446,998	19,156,803	19,074,376	19,706,196	20,144,453
Pasivo Corriente	3,153,077	4,838,941	4,983,311	2,432,061	4,038,149
Pasivo No Corriente	5,556,415	5,244,283	4,960,735	7,725,033	6,165,942
Pasivos	8,709,492	10,083,224	9,944,046	10,157,094	10,204,091
Patrimonio	8,105,460	8,342,421	8,406,914	8,801,724	9,176,361
Pasivo+Patrimonio	17,446,998	19,156,803	19,074,376	19,706,196	20,144,453
Interés Minoritario	632,046	731,158	723,416	747,379	764,000
Deuda Bruta/Patrimonio	70.1%	87.7%	82.4%	77.5%	72.6%
Deuda Neta/EBITDA	3.38x	4.11x	4.61x	3.25x	2.79x

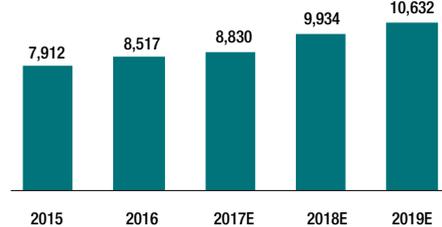
Estado de resultados

COP millones	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Colombia	2,977,169	2,595,269	2,373,123	2,663,199	2,929,162
Estados Unidos	3,415,549	4,237,868	4,735,600	5,300,508	5,581,035
Centro América	1,482,177	1,681,695	1,714,181	1,962,193	2,112,836
Otros	37,108	2,550	6,871	7,711	8,481
Ingresos Operacionales	7,912,003	8,517,382	8,829,775	9,933,611	10,631,515
Costo de Ventas	6,097,927	6,595,353	7,289,424	7,849,333	8,292,300
Utilidad Bruta	1,814,076	1,922,029	1,540,351	2,084,278	2,339,214
Utilidad Operacional	939,185	982,361	619,984	1,088,425	1,288,584
Margen Operacional	12%	12%	7%	11%	12%
Utilidad Neta	491,357	419,970	52,045	313,757	448,052
EBITDA	1,518,933	1,651,749	1,380,099	1,886,921	2,122,933

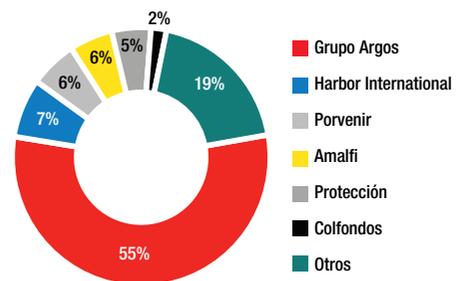
EBITDA por regional histórico



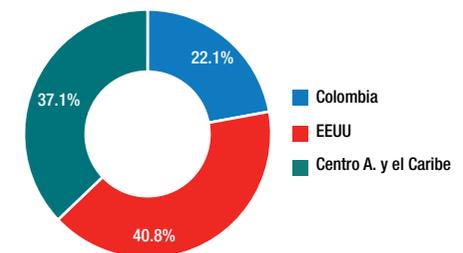
Ingresos operacionales (COP miles de millones)



Composición accionaria



Participación en EBITDA 2017E



Múltiplos

Emisor	Market Cap (USD mm)	EV/12M EBITDA	EV/2018E EBITDA
Unión Andina	1,360	9	6
Pacasmayo	1,101	12	9
Chihuahua	1,739	10	n.a.
Moctezuma	3,667	10	n.a.
Cemex SAB	13,291	9	7
Cemex Latam	2,200	8	7
LafargeHolcim	36,576	10	6
Heidelberg	19,659	10	6
Buzzi Unicem	4,782	-	6
Vulcan Materials	15,608	19	9
Martin Marietta	12,892	15	8
Mediana Global	4,782	10	7
Mediana LatAm	1,970	9	7
Cemargos	5,380	16.4x	11.9x

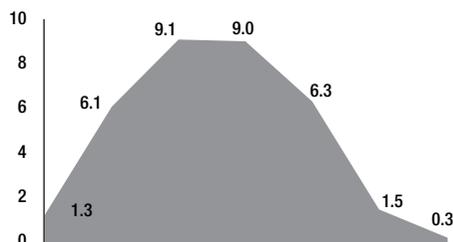
- ▶ Presidente: Juan Esteban Calle
- ▶ Vicepresidente Financiero: Carlos Yusty
- ▶ IR: Manuela Ramírez
- ▶ Página web: www.argos.com.co

Principales mercados



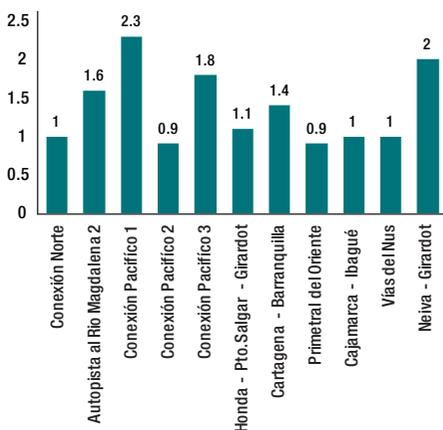
Fuente: Cementos Argos

Distribución de inversiones 4G (COP Bn)



Fuente: ANI

Proyectos 4G con cierre financiero (COP Bn)



Fuente: ANI

Hipótesis de valor

- > **Diversificación geográfica mitiga riesgos derivados de ciclos económicos:** En una industria de elevados costos fijos y de transporte terrestre, Cementos Argos se consolida como un jugador con operaciones en países con diferentes ciclos económicos e interconexiones que permiten trasladar excesos de capacidad para aprovechar las oportunidades de crecimiento en el mercado más dinámico. Su liderazgo en Colombia, en donde tiene una participación de mercado de ~47%, le ha dado a la compañía una posición privilegiada en la contratación de unidades funcionales¹ (UF) de los proyectos de 4G y APP's² (69% de participación sobre el total adjudicado). En EE. UU. es el segundo productor de concreto y el cuarto de cemento y en Centro América y el Caribe (CCA) cuenta con una sólida infraestructura de puertos (11 en la regional), que permitir acceder a los mercados continentales e insulares.
- > **Recuperación del sector en Colombia y Estados Unidos apalancaría el crecimiento:** Después de un retador 2017, esperamos que las cifras del sector constructor en Colombia durante 2018 muestren un mejor desempeño, impulsado por las obras de infraestructura de 4G, que a pesar de tener un incipiente inicio, alcanzarían en 2019 y 2020 los años más intensivos en demanda de materiales. De igual manera, Cemargos aprovecharía la posición estratégica de sus plantas durante la ejecución de inversiones del Gobierno para la construcción de vivienda nueva, que ascienden a ~COP 6.5 bn. Por su parte, la operación en EE. UU. estará estimulada por una paulatina recuperación del sector residencial y de infraestructura, que permitirá rentabilizar los activos adquiridos en esta regional, lo que además de contribuir a una expansión del margen EBITDA, generará sinergias positivas derivadas de la interconexión entre los países en los que opera, dada la holgura del factor de uso de sus plantas en este país (~60%) y la flexibilidad de su red de distribución (32 puertos y terminales, 21 en EE. UU.).
- > **Ajustes en la operación y reducción del endeudamiento podrían incrementar el margen EBITDA y el flujo de caja en el mediano plazo:** El programa BEST³, que incorpora cierre de plantas no eficientes con altos costos fijos, mayor uso de combustibles alternativos y desinversiones en activos no estratégicos, tendría ganancias en dos frentes: por un lado impulsaría el EBITDA en Colombia en hasta 300 puntos básicos, justificado por la reducción del costo por tonelada y por menores gastos administrativos y por otro lado generaría caja proveniente de desinversiones para normalizar los indicadores de deuda. Si bien nuestras estimaciones son conservadoras frente al alcance de este programa a nivel operacional, consideramos que las desinversiones aliviarán los ajustados indicadores de apalancamiento (4.4x Deuda Neta/ EBITDA) que se encuentran por encima de los *covenants*, sus comparables y su calificación crediticia.
- > **Afiliaciones estratégicas consolidan su rol en obras de infraestructura:** Como principal activo del portafolio de Grupo Argos, Cemargos tendría ventaja

¹ Cada proyecto se divide en pequeños tramos, entre 4-6, denominados unidades funcionales. Cada unidad funcional, una vez completada, puede ser utilizada.

² Alianzas Público Privadas.

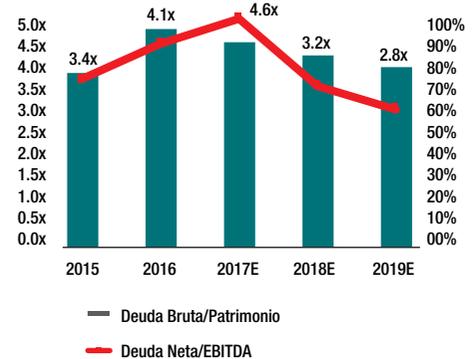
³ "Construyendo Eficiencia y Sostenibilidad para el Mañana" (BEST) por sus siglas en inglés.

frente a sus competidores en la adjudicación de volúmenes de cemento para las obras de infraestructura. A través de su relación con Odinsa, que tiene adjudicados ocho proyectos entre concesiones viales y aeroportuarias y El Córdor, compañía con la cual comparten participación en Agregados Argos, podrían generarse alianzas estratégicas que permitan incrementar la participación de la cementera dentro de estas obras, lo que se complementaría con las ventajas de localización de sus plantas para atender los 10 proyectos del programa 4G que ya se encuentran en construcción.

Riesgos

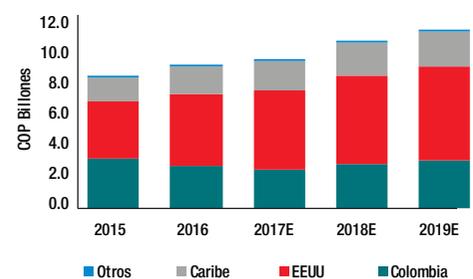
- > **Múltiplos continúan sugiriendo encarecimiento relativo:** Al excluir el valor de su portafolio, el múltiplo EV/EBITDA y Precio/Utilidad 2018E de Cemargos se ubica en 11.9 y 49.8 respectivamente, 40% y 50% por encima de sus pares comparables en la región y en EE. UU.; de esta manera, y a pesar de que esperamos un desempeño favorable del sector tanto en Colombia como en Estados Unidos, consideramos que el precio actual de la acción incorpora el ajuste de los múltiplos en línea con el mejor desempeño financiero y operacional.
- > **Dinámica en los precios podría mantenerse en el mediano plazo:** Si bien la dinámica de los volúmenes experimentaría una recuperación en 2018, soportada principalmente por el programa de infraestructura 4G y la construcción de vivienda, los precios bajos del cemento en Colombia podrían mantenerse en el mediano plazo como resultado de i) mayor competencia por las obras de infraestructura; ii) riesgo de entrada de nuevos competidores y/o mayor capacidad instalada en el país, y iii) bajo factor de uso de las plantas en Colombia, que genera presiones bajistas en los precios considerando los altos costos fijos de la industria. Es importante destacar que cualquier retraso adicional en las obras de vivienda o infraestructura continuaría impactando el margen EBITDA en esta regional, manteniendo el rezago de este rubro frente a su promedio histórico (~32% entre 2010-2016).
- > **Crecimiento del sector en Estados Unidos por debajo de lo esperado:** Las difíciles condiciones climáticas y el menor gasto presupuestal para el sector de obras civiles podrían implicar un menor crecimiento de éste. A pesar de que el Gobierno de ese país contempla una reforma fiscal y un programa de inversión en infraestructura cercano a los USD 250,000 millones, es probable que sus efectos no se reflejen sino hasta mediados de 2019, una vez el doble estímulo fiscal acelere el crecimiento económico y *pari passu*, el consumo de cemento. Adicionalmente, los precios del concreto podrían mantener su tendencia a la baja, reflejando la reciente ampliación de la capacidad de clínker en el nororiental del país.
- > **Indicadores de apalancamiento ajustados frente a la industria y su calificación crediticia:** A pesar del compromiso que se estableció con los acreedores para disminuir el indicador de apalancamiento deuda neta/EBITDA a niveles entre 3.5x y 3.8x a cierre de 2017, consideramos que los objetivos de desapalancamiento son retadores aún incorporando las desinversiones restantes, con lo cual las métricas crediticias se mantendrían elevadas frente a sus comparables (3.1x) y su actual calificación crediticia de AA+ (col).

Métricas crediticias



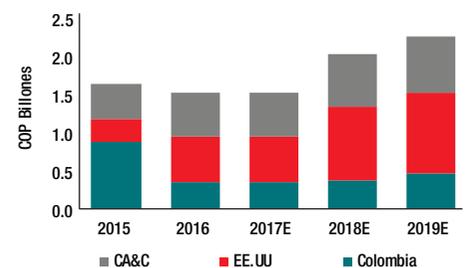
Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Davivienda Corredores

Composición de los ingresos



Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Davivienda Corredores

Composición del EBITDA



Fuente: Cementos Argos. Cálculos: Davivienda Corredores

En Estados Unidos las mayores ventas provenientes de la adquisición de la planta de Martinsburg fortalecerían el margen en la regional, por lo cual esperamos que en promedio durante nuestro periodo de valoración se ubique en 19% y represente cerca del 45% en el consolidado.



Proyecciones

- > **Ingresos:** Para la regional Colombia, revisamos la senda del PIB y PIB de construcción, considerando que las obras de infraestructura de 4G alcanzarían su pico entre 2018 y 2020; incorporamos una revisión a la baja de la inflación para 2018 (3.5%) y la tasa de cambio promedio fue ajustada a COP 3,004 para el próximo año. En los demás países en donde opera Cemargos, revisamos las estimaciones de crecimiento económico e inflación; en Estados Unidos anticipamos un crecimiento de los precios superior a la inflación, considerando el repunte esperado en el consumo de cemento en ese país.

De esta manera, estimamos ingresos para 2018 de COP 9.9 billones (+12% A/A), con una tasa anual de crecimiento compuesto –TACC– de 7% para el periodo 2018E-2027E. Colombia seguiría perdiendo participación dentro de los ingresos totales al representar el ~29% en el periodo estimado, cediendo su espacio a la regional de Estados Unidos (~49%).

- > **EBITDA:** Estimamos el EBITDA consolidado a partir del crecimiento esperado de este rubro para cada una de las regionales. En el caso de Colombia, el margen EBITDA promedio entre 2018E y 2025E es 20%, reduciéndose frente a nuestras estimaciones del año anterior como resultado de una recuperación más pausada en los precios del cemento a pesar del incremento en volúmenes que se daría por cuenta de los proyectos de 4G. De esta manera, la participación en el EBITDA consolidado sería ~27%.

En Estados Unidos las mayores ventas provenientes de la adquisición de la planta de Martinsburg fortalecerían el margen en la regional, por lo cual esperamos que, en promedio, durante nuestro periodo de valoración se ubique en 19% y represente cerca del 45% en el consolidado. En Centro América y el Caribe, el margen EBITDA se situaría cerca de 36% durante el periodo de estimación. De manera acumulada, esperamos que el EBITDA en 2018 se ubique en COP 1.8 billones (+35% A/A) con una TACC de 10% para el periodo de valoración.

- > **Utilidad neta:** El crecimiento de la utilidad neta, cuya TACC entre 2018E y 2027E estimamos en 19.5%, está impulsada principalmente por un descenso de los gastos financieros, en la medida en que disminuye el endeudamiento. Si bien durante lo que resta de 2017 y 2018 la recuperación de las utilidades será pausada, durante los años siguientes la recuperación del mercado colombiano llevará al margen neto a sus niveles históricos. Esperamos que la utilidad neta se ubique en COP 313,757 millones en el 2018 con un margen de 3.5%.

Valoración

Para estimar el valor de Cementos Argos utilizamos una metodología de flujo de caja descontado (70% del Precio Objetivo) y una valoración ponderada por los múltiplos EV/EBITDA 2018E y P/U 2018E (30% del Precio Objetivo). Los parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 9.9%, beta apalancado de 0.9x, costo del *equity* (Ke) de 12.8% y crecimiento a perpetuidad de 3.4%. Se resalta que el g fue calculado a partir del promedio ponderado de las ventas por regional del PIB esperado para el 2027. La valoración por múltiplos de nuestro ejercicio sugiere un múltiplo P/U 2018E de 49.88x y un EV/EBITDA de 11.94x.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2018FA de COP 11,500/acción, que no ofrece potencial de valorización a los precios actuales a los que transa Cemargos. Consideramos que la acción se encuentra muy cerca de su valor justo ya que descuenta el crecimiento que tendrá la operación en Colombia y Estados Unidos en los próximos años. Sin embargo, considerando los riesgos asociados a i) el despliegue de las obras de 4G; ii) la estabilización de los precios del cemento, y iv) el encajecimiento relativo que muestran los múltiplos, asignamos una recomendación de SUBPONDERAR.

Resumen de la valoración

Resumen de la valoración		
Método	Ponderación	P.O. 2018
Flujo de caja libre	70%	11,800
EV/EBITDA 2018E	15%	11,609
Precio Utilidad 2018E	15%	9,700
Precio Objetivo		11,500

Valoración y sensibilidades

WACC vs. Terminal-g

Evaluamos el cambio en el Precio Objetivo frente a variaciones en la tasa de descuento WACC y el crecimiento a perpetuidad g. De esta manera, un incremento de 30 pbs en el WACC significaría una disminución en el precio de COP 600/acción, mientras que una disminución de 30 pbs en la tasa de crecimiento g se traduciría en una disminución del precio de COP 400/acción respectivamente.

		WACC=9.9%				
		-0.6%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.6%
g=3.4%	0.6%	13,500	12,800	12,200	11,600	11,000
	0.3%	13,000	12,400	11,700	11,200	10,800
	0.0%	12,600	11,900	11,500	10,900	10,500
	-0.3%	12,200	11,600	11,100	10,600	10,200
	-0.6%	11,800	11,300	10,800	10,400	10,000

Volúmenes vs. Precios en la regional Colombia

Estimamos el impacto en el Precio Objetivo frente a variaciones de los volúmenes y precios del cemento en Colombia a partir de un escenario base que contempla una TACC de 3.1% en el precio y de 4.4% en el volumen. Sobre esta base, un incremento de 30 pbs en el volumen se traduce en un aumento del P.O. de COP 500/acción. En contraste, una reducción en la TACC de los precios de 30 pbs se reflejaría en una disminución del P.O. de COP 600/acción.

		Crecimiento volumen cemento CO Base: 4.4%				
		-0.5%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.5%
Crecimiento precio cemento CO Base: 3.1%	0.5%	11,500	11,800	12,300	13,000	13,400
	0.3%	11,100	11,500	12,000	12,600	13,000
	0.0%	10,600	10,900	11,500	12,000	12,300
	-0.3%	10,100	10,400	10,900	11,500	11,800
	-0.5%	9,700	10,100	10,600	11,100	11,500

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2018FA de COP 11,500/acción, que no ofrece potencial de valorización a los precios actuales a los que transa Cemargos.



Cemex Latam Holdings

Lista para construir oportunidades

El declive de los precios y volúmenes de cemento en Colombia puso freno al dinamismo que caracterizaba a la operación de CLH. Si bien 2017 marcó uno de los puntos más retadores para la compañía, en medio de menores márgenes operacionales en la mayoría de sus mercados, esperamos que en los próximos años el impulso que darían las obras de cuarta generación en Colombia, así como el sostenido avance de las obras de infraestructura de Panamá y la reanudación de proyectos en Costa Rica, permitan un incremento paulatino de los principales rubros. A pesar de que aún permanecen los riesgos asociados a la planta de Maceo y la dinámica competitiva, el amplio potencial de valorización frente a su precio actual y la expectativa de recuperación de sus operaciones nos llevan a emitir una recomendación de SOBREPONDERAR.

Aspectos a destacar

- 1. Actualizamos el Precio Objetivo 2018FA a COP 15,300/acción:** Teniendo en cuenta una actualización de las cifras macroeconómicas de los países donde opera CLH y los resultados al primer semestre de 2017, actualizamos nuestro Precio Objetivo a COP 15,300/acción, con una recomendación de SOBREPONDERAR. Revisamos nuestras estimaciones de P&G, de nuevo sin la incorporación de la planta de Maceo, utilizando para la valoración un WACC de 9.6% y una tasa de crecimiento a perpetuidad de 3.6%.
- 2. Producción de bajo costo y métricas crediticias respaldan la sostenibilidad:** Dada la integración vertical de sus plantas en cada geografía, con un alto porcentaje de uso de combustibles alternativos, CLH ostenta (a pesar de la coyuntura de la industria) un margen EBITDA elevado en relación con las compañías semejantes de la región lo que, sumado a métricas crediticias saludables (2.2x Deuda Neta/EBITDA 2017E), permitiría afrontar una dinámica de precios bajos prolongada en un escenario pesimista. Por otra parte, y considerando el *yield* de su flujo de caja libre actual (5.5%), CLH podría considerar distribuir dividendos como mecanismo para mantener una estructura de capital eficiente.
- 3. Recuperación de las cifras de la industria reafirma abaratamiento relativo:** Actualmente, la acción transa a un múltiplo EV/EBITDA y Precio/Utilidad 2018E de 7x y 14.2x, ofreciendo un descuento de 20% y 12% respectivamente lo cual refleja un abaratamiento relativo, toda vez que se subvalora la generación de EBITDA. No obstante, consideramos que el mercado estaría castigando en CLH las limitaciones de su capacidad instalada en Colombia y la no exposición a grandes mercados desarrollados.

¿Por qué sobreponderar?

Si bien aún persisten riesgos asociados a la limitada capacidad instalada en Colombia, consideramos que el precio actual subestima la rentabilidad de las operaciones y la sólida posición de caja de CLH, que se verían impulsadas con la recuperación del sector en Colombia y las regionales. En línea con lo anterior, dado el potencial de valorización que ofrece la acción frente a nuestro precio objetivo (30%) y el abaratamiento relativo que sugieren los múltiplos, asignamos una recomendación de SOBREPONDERAR.



SOBREPONDERAR

Precio objetivo: 15,300

Potencial: 30%
Riesgo: ALTO
Cierre: COP 11,800
Sector: Materiales
 CLH CB

Bloomberg: COAR <GO>

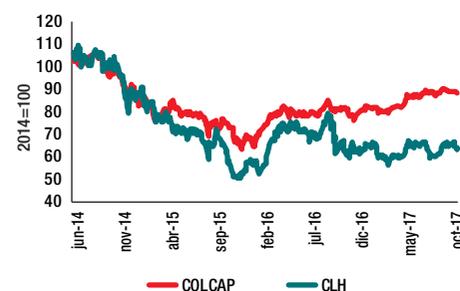
Angie Rodríguez Analista Sector Materiales
 arodriguezv@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92110

Katherine Ortiz Analista Senior Renta Variable
 kortiz@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92134

Información de la acción

Market Cap (COP):	6.3 bn
Flotante:	23.70%
Dividendo anual (COP):	0
Dividend yield:	n.a.
% COLCAP:	1.96%
# acciones:	556 mm
P / VL actual:	1.46x
P / E actual:	15.37x
Último precio:	11,400
Máx. 52 semanas:	12,100
Mín. 52 semanas:	10,000

► Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

Cemex Latam Holdings / Ficha técnica

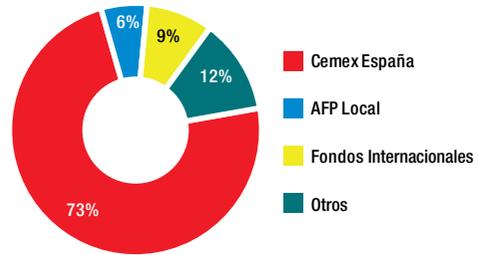
Descripción de la compañía: Cemex Latam Holdings es una compañía subordinada indirectamente de Cemex S.A.B. de C.V., uno de los principales actores en el negocio de fabricación de cemento, concreto y agregados a nivel global. El grupo de compañías subordinadas de Cemex Latam Holdings son las unida-

des de negocio en Colombia, Panamá, Costa Rica, Nicaragua, Guatemala, El Salvador y Brasil. A través de estas subordinadas, Cemex Latam Holdings ha tenido presencia por más de 18 años en los mercados de la región, en donde ha logrado una posición de liderazgo en el sector de materiales de construcción.

Características de la acción

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Acciones en circulación (mm)	556,060	556,060	556,060	556,060	556,060
Cap. Bursátil (USD millones)	2,591,242	2,185,317	2,224,242	2,224,242	2,224,242
Precio (USD/acción)	4.66	3.93	4.00	4.00	4.00
VL (USD/acción)	2.36	2.64	2.91	3.19	3.32
EPS (USD/acción)	0.17	0.25	0.27	0.28	0.33
EV (USD millones)	3,626,232	22,682,829	22,627,321	22,524,406	22,467,073
Deuda neta (USD millones)	1,029,661	969,192	872,921	801,812	741,280
P/VL	1.98x	1.49x	1.37x	1.25x	1.20x
P/U	27.14x	15.64x	14.91x	14.17x	12.12x
EV/EBITDA	8.06x	7.46x	7.80x	7.01x	6.44x

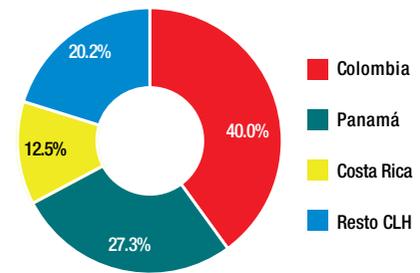
Composición accionaria



Balance general

USD miles	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Activo Corriente	287,369	261,371	311,587	334,946	355,375
Activo No Corriente	2,909,561	3,033,275	3,033,316	3,118,156	3,190,426
Activos	3,196,930	3,294,646	3,344,903	3,453,103	3,545,802
Pasivo Corriente	524,245	457,863	373,452	744,052	451,701
Pasivo No Corriente	1,355,870	1,362,872	1,346,489	926,946	1,238,400
Pasivos	1,880,115	1,820,735	1,719,941	1,670,998	1,690,100
Patrimonio	1,311,486	1,469,098	1,618,272	1,775,199	1,848,610
Pasivo+Patrimonio	3,196,930	3,294,646	3,344,903	3,453,103	3,545,802
Interés Minoritario	5,329	4,813	6,690	6,906	7,092
Deuda Bruta/Patrimonio	82.6%	69.0%	58.0%	49.2%	44.2%
Deuda Neta/EBITDA	2.29x	2.29x	2.19x	1.85x	1.61x

Participación en EBITDA 2017E



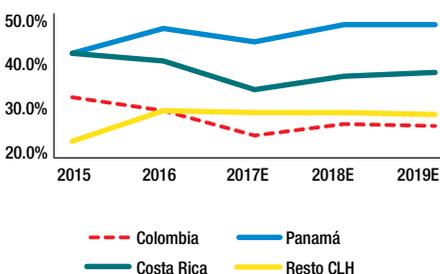
Estado de resultados

USD miles	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Colombia	724,709	665,154	623,733	681,966	727,573
Panamá	284,527	256,301	277,165	297,482	319,022
Costa Rica	166,931	151,370	154,490	163,422	172,469
Resto CLH	268,542	263,386	278,702	296,407	313,681
Otros	(17,651)	(20,885)	(20,852)	(22,496)	(23,957)
Ingresos Operacionales	1,427,058	1,315,326	1,313,237	1,416,781	1,508,789
Costo de Ventas	(749,646)	(676,860)	(695,849)	(752,095)	(799,008)
Utilidad Bruta	677,412	638,466	617,388	664,686	709,781
Utilidad Operacional	281,458	312,247	313,524	339,288	363,580
Margen Operacional	19.7%	23.7%	23.9%	23.9%	24.1%
Utilidad Neta	95,491	139,769	149,174	156,927	183,528
EBITDA	449,772	423,650	397,943	432,821	461,429

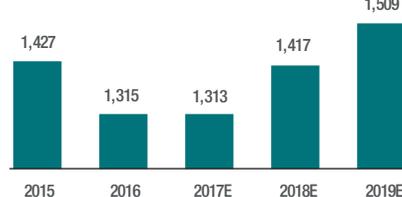
Múltiplos de mercado

	Market Cap (USD mm)	EV/12M EBITDA	EV/2018E EBITDA
Cementos Argos	5,301	n.d	9.2
Unión Andina	1,354	8.5	6.4
Cementos BIO BIO	336	8.0	n.d.
Cementos	1,087	9.0	8.8
Pacasmayo			
Cementos de Chihuahua	1,774	10.7	7.6
Corporación Moctezuma	3,682	10.4	8.3
Cemex SAB	13,421	12.3	6.6
ACC	4,698	13.8	10.6
UltraTech Cement	16,415	17.4	13.9
Indocement	5,191	11.1	8.6
Semen Indonesia	4,427	10.7	7.7
Holcim Indonesia	474	10.1	8.3
LafargeHolcim	35,479	10.3	6.3
HeidelbergCement	19,672	9.1	6.1
Buzzi Unicem	4,999	10.5	6.4
Mediana Global		10.7	8.3
Mediana LatAm	1,382	9.7	8.0
CLH	2,167	7.8	7.0x

EBITDA por regional histórico

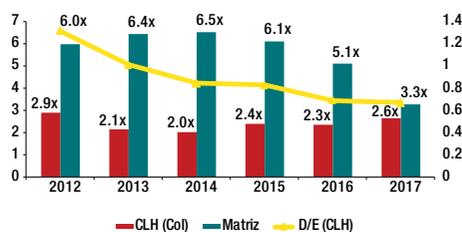


Ingresos operacionales (COP miles de millones)



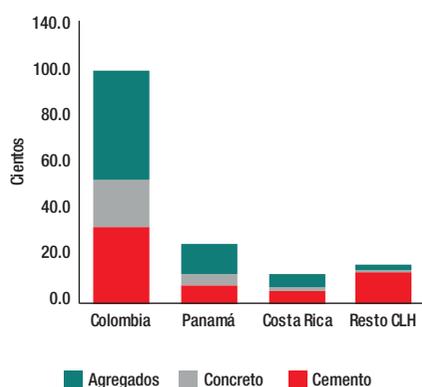
- ▶ **Presidente:** Jaime Muguero
- ▶ **Vicepresidente Financiero:** Josué González
- ▶ **IR:** Jesús Ortiz
- ▶ **Página web:** www.cemexlatam.com

Apalancamiento matriz



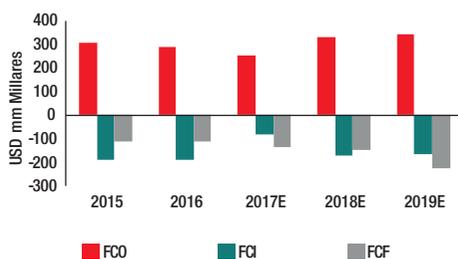
Fuente: CLH. Cálculos: Davivienda Corredores

Volúmenes 2018E



Fuente: Cálculos: Davivienda Corredores

Descomposición flujo de caja



Fuente: CLH. Cálculos: Davivienda Corredores

Hipótesis de valor

> **Bajo costo de deuda, operaciones rentables y una alta generación de caja apalancarían oportunidades de crecimiento:** CLH continúa siendo una de las cementeras más rentables de la región con un margen EBITDA de ~27% frente a 22% de los comparables, lo cual le permite contar con un alto flujo de caja; la eficiente operación de la compañía se sustenta en el uso de plantas integradas para la venta de cemento, el alto uso de combustibles alternativos (~20%) y un acelerado ciclo de conversión de efectivo. Adicionalmente, CLH cuenta con métricas crediticias saludables (2.2x Deuda Neta/EBITDA vs. 3.0 de la industria) y ha realizado esfuerzos para reducir su costo de deuda dada la refinanciación que acordó con su matriz, Cemex. No obstante, sus limitaciones para crecer orgánicamente en los mercados en los que se encuentra podrían reflejarse en una ineficiente estructura de capital que de no encontrar oportunidades atractivas de inversión en la región, se aliviaría con un programa de distribución de dividendos.

> **Expectativa de recuperación en Colombia impulsaría crecimiento a mediano plazo:** El débil panorama para la demanda que se ha observado en el corrido de 2017 se revertiría con el inicio de la construcción de las obras de 4G que alcanzarían en 2019 y 2020 los años más intensivos en demanda de materiales. De igual manera, la demanda de cemento en el país estaría impulsada por mayor ejecución de proyectos por parte de administraciones locales y regionales así como por mayores desembolsos del fondo de regalías. En este sentido, CLH aprovecharía su participación de mercado (~30%) y su participación dentro de las unidades funcionales que se han contratado hasta el momento (~39%) para impulsar los volúmenes en el mediano plazo, en la medida en la que se alcancen sus limitaciones de capacidad instalada.

> **Mejoras en la infraestructura de Panamá soportan el crecimiento de la compañía fuera de Colombia.** Panamá es la segunda operación más importante después de Colombia, al representar el 21% de las ventas y el 30% del EBITDA. Durante los próximos años, el desempeño en este país estaría favorecido por el mejor desempeño de los sectores de infraestructura y residencial, como resultado de mayor demanda de los proyectos de vivienda de ingreso medio y bajo y la construcción del cuarto puente sobre el canal, que iniciaría hacia la segunda mitad de 2018. La contribución positiva de estos proyectos permitiría mantener la rentabilidad de esta regional, que se consolida como una de las de mayor margen EBITDA (~45%).

> **Múltiplos de valoración actuales y forward subestiman la rentabilidad y el potencial de crecimiento:** A pesar de la coyuntura retadora, CLH se mantiene por encima del promedio de sus comparables en la región en términos de rentabilidad y generación de caja, lo cual cobra relevancia al considerar que su posición financiera le permitiría evaluar oportunidades de crecimiento orgánico en el corto y mediano plazo en los países donde tiene presencia. Además, en la actualidad CLH transa a un múltiplo EV/EBITDA 2018E de 7.0x y Precio/Utilidad 2018E 14.2x, 20% y 12% por debajo de compañías comparables.

Riesgos

> **Alta utilización de plantas en Colombia limita el crecimiento orgánico tras incertidumbre de puesta en marcha de planta en Maceo:** Aunque duran-

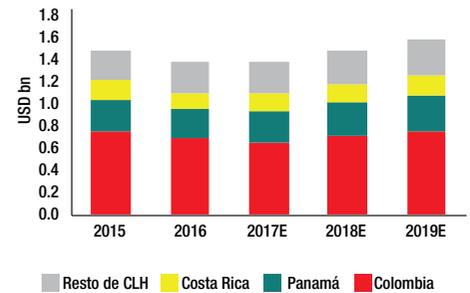
te los próximos años el crecimiento en Colombia está sujeto a los planes de infraestructura, la compañía se encuentra en una posición limitada teniendo en cuenta que el factor de uso de sus plantas se ubicaría a cierre de 2017 en ~82% (90% máximo observado) y que la entrada en operación de la planta en Maceo, Antioquia, se dilata cada vez más. Esto restringe una mayor participación en los proyectos de 4G, así como el crecimiento de la compañía en su principal operación, ya que Colombia representa el 40% y 32% de los ingresos y EBITDA consolidados respectivamente.

- **Precios podrían estabilizarse en los niveles actuales:** A pesar de que mantenemos una perspectiva positiva frente al desempeño de los volúmenes de cemento en Colombia durante los próximos tres años, consideramos que las presiones bajistas sobre los precios se mantendrán, al menos, en el mediano plazo. La competencia que desataría la sobreoferta para los proyectos de 4G y vivienda, así como la entrada en operación de nuevos competidores y capacidad instalada en el país, podría poner en riesgo la participación de mercado de CLH, teniendo en cuenta que la utilización de sus plantas se mantiene alta. Considerando que el factor de uso promedio en Colombia se encuentra cerca del 70%, los demás productores tendrían incentivos para conservar los precios en los niveles actuales. De esta manera, será importante monitorear el programa de 4G en Colombia, la ejecución de proyectos de infraestructura por USD 5 billones en Panamá y un mayor gasto del Gobierno en Costa Rica, ya que serían determinantes para el crecimiento de los ingresos.

- **Riesgos no cuantificables respecto a la planta en Maceo:** Aunque la restricción en capacidad instalada es un riesgo cuantificable del retraso de la puesta en marcha de la planta en Maceo, existen otros riesgos no cuantificables: i) riesgo reputacional dadas las irregularidades encontradas en la adquisición del terreno, derechos mineros y beneficios de la zona franca; ii) incertidumbre respecto al proceso llevado a cabo por la Fiscalía, que resultaría en gastos relacionados con depreciación de activos sin uso y un *impairment* adicional al observado durante 4T16 (USD 23 mm), y iii) multas asociadas al proceso de extinción de dominio que, de efectuarse, impactarían la generación de utilidades.

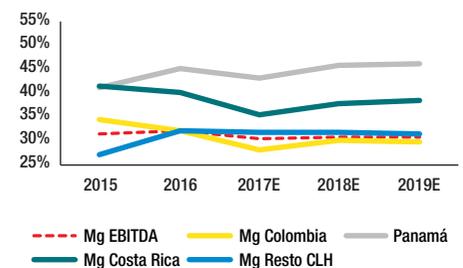
Resaltamos que al primer semestre de 2017 no se han registrado *impairments* adicionales y que las investigaciones relacionadas con el proceso de extinción de dominio y obtención de las licencias ambientales podrían dilatarse por mucho más tiempo, en la medida en que aún se encuentran pendientes los permisos requeridos para finalizar la vía de acceso a la planta, mantener la condición de zona franca del proyecto y operar la planta con una licencia ambiental que sea rentable, dada la capacidad y los costos fijos del proyecto.

Ingresos operacionales



Fuente: CLH. Cálculos: Davivienda Corredores

Margen EBITDA



Fuente: CLH. Cálculos: Davivienda Corredores

Proyecciones

Ingresos: Revisamos las estimaciones de crecimiento e inflación en Colombia con una tasa de 2.8% y 3.2% para el 2018E respectivamente. De igual manera, incorporamos una nueva curva de PIB de construcción para el periodo 2018 y 2021, con 2018E y 2019E exhibiendo los mayores incrementos toda vez que serían los años más intensivos en la construcción de las obras de 4G; actualizamos las proyecciones macroeconómicas en Centro América e incluimos una nueva senda de tasa de cambio para las geografías donde opera la compañía. De esta manera, estimamos ingresos por USD 1,417 millones para 2018E, que represen-

Consideramos que el abaratamiento relativo de la acción frente a sus comparables, así como la mejor dinámica que se dará en las regionales (especialmente Colombia y Panamá), hacen de CLH una apuesta atractiva de cara al crecimiento que tendrá el sector de materiales durante los próximos tres años.



tan un incremento de 8% frente a 2017E, con una Tasa Anual de Crecimiento Compuesto (TACC) de 7.2% para el periodo de valoración de 2018E-2027E.

EBITDA: Respecto al EBITDA, estimamos USD 433 millones para 2018E (+9% A/A), con un margen de 30% incrementándose 1 pp como resultado de una paulatina recuperación en Colombia. En el periodo estimado (2018-2027), el EBITDA crecería a una TACC de 7.8%, equivalente a un margen de largo plazo de 34.8%.

Utilidad neta: Por último, los menores gastos financieros impulsarían la generación de utilidades que estimamos para 2018 en USD 155 millones (+5.2% frente a nuestra estimación para 2017FA), alcanzando un margen neto de 11%. La TACC de este rubro se ubicaría en 11.2%, mientras que el margen neto de largo plazo (2027E) alcanzaría 16%.

Valoración

Para estimar el valor de Cemex Latam Holdings utilizamos una metodología de flujo de caja descontado (70% del Precio Objetivo) y una valoración ponderada por los múltiplos EV/EBITDA 2018E y P/U 2018E (30% del Precio Objetivo). Los parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 9.6%, el cual revisamos a la baja teniendo en cuenta un menor costo de la deuda ante la re-financiación con Cemex, beta apalancado de 1.3x, costo del *equity* (K_e) de 12.6% y crecimiento a perpetuidad (g) de 3.6%. En cuanto a la valoración por múltiplos, estimamos un P/U 2018E de 14.9 y un EV/EBITDA de 7.01x.

Resumen de la valoración		
Método	Ponderación	P.O. 2018
Flujo de caja libre	70.0%	15,800
EV/EBITDA 2018E	15.0%	14,700
Precio Utilidad 2018E	15.0%	13,200
Precio Objetivo		15,300

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2018FA de COP 15,300/acción, el cual ofrece un potencial de valorización de 30% y motiva nuestra recomendación de SOBREPONDERAR. Consideramos que el abaratamiento relativo de la acción frente a sus comparables, así como la mejor dinámica que se dará en las regionales (especialmente Colombia y Panamá), hacen de CLH una apuesta atractiva de cara al crecimiento que tendrá el sector de materiales durante los próximos tres años. No obstante, resaltamos que los riesgos asociados a la valoración se mantendrán concentrados en Colombia, derivados de la pronta ejecución de las obras de 4G y de la incertidumbre respecto a la planta de Maceo y la materialización de los riesgos asociados al retraso de la misma.

Análisis de sensibilidad al precio objetivo

WACC vs. crecimiento a perpetuidad (g): Evaluamos el cambio en el P.O. frente a variaciones en el WACC y el crecimiento a perpetuidad (g). Un incremento de 30 pbs en el WACC significaría una disminución de COP 300 en el P.O., mientras que una disminución del g de 50 pbs disminuiría el precio en COP 400/acción.

		WACC=9.6%				
		-0.6%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.6%
g=3.6%	-1.0%	15,000	14,700	14,500	14,200	14,000
	-0.5%	15,400	15,200	14,900	14,600	14,400
	0.0%	15,900	15,600	15,300	15,000	14,800
	0.5%	16,300	16,100	15,800	15,500	15,200
	1.0%	16,900	16,600	16,300	16,100	15,800

Incrementos en CAPEX vs. Incrementos en EBITDA: De igual forma, calculamos el impacto en el precio de incrementos porcentuales en el EBITDA y el CAPEX por encima de nuestro escenario base; un incremento de 50 pbs en el crecimiento anual del EBITDA se reflejaría en un incremento de COP 100/acción y en contraste, un incremento de 5 puntos porcentuales en el CAPEX anual se reflejaría en una disminución de nuestro P.O. en COP 400/acción.

		VAR. EBITDA				
		-0.6%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.6%
CAPEX	-1.0%	15,800	16,000	16,100	16,300	16,400
	-0.5%	15,400	15,600	15,700	15,900	16,000
	0.0%	15,000	15,200	15,300	15,400	15,600
	0.5%	14,600	14,700	14,900	15,100	15,200
	1.0%	14,200	14,300	14,500	14,700	14,800

Concreto

Mucho más que construcción

Su diversificada fuente de ingresos en segmentos que se complementan entre sí, junto a la exposición al sector con el mayor potencial de crecimiento en los próximos años en el país, soportan nuestra expectativa de generación de valor para los accionistas en el corto y mediano plazo. Aunque somos conscientes de los riesgos (construcción, concentración del *backlog*, liquidez de la acción, reputacional, entre otros), consideramos que el excesivo desfase frente a lo que estimamos es su valor justo, e incluso a su valor patrimonial, son razones suficientes para invertir en Concreto.

Aspectos a destacar

- Precio actual de la acción solo reconoce el valor de Pactia:** Aunque el valor de Concreto está representado principalmente en tres grandes segmentos: Construcción, Concesiones Viales y Renta Inmobiliaria, los cuales representan el 44%, 11% y 45% del valor total; lo cierto es que en la actualidad el precio de la acción pareciera estar reconociendo apenas el valor justo de Pactia (COP 992/acción), lo cual constituye una gran oportunidad teniendo en cuenta el valor y potencial de crecimiento en los otros dos segmentos de negocio. En Construcción, el *backlog* actual asciende a COP 3.3 bn y en Concesiones, Concreto cuenta con participación en dos de Primera Generación en operación y dos de Cuarta Generación adjudicadas a finales de 2016 cuyo CAPEX asciende a COP 2.9 bn.
- Potencial de valorización es evidente:** Actualmente, el valor en libros se ubica en COP 1,191/acción, ~19% por encima del valor de la acción en el mercado. Estimamos que a cierre de 2018 éste se ubique en COP 1,270/acción, lo que evidencia el descuento no solo frente a nuestro Precio Objetivo, sino frente a su valor patrimonial. Aunque somos conscientes que ante la iliquidez de la acción es justificable un descuento (según la teoría y evidencia empírica, el descuento aplicable para este tipo de activos se encuentra entre 15-25%) al aplicarlo el potencial de valorización continúa en niveles altos.
- Riesgos asociados a proyectos adjudicados 4G se mantienen.** La SIC adelanta una investigación sobre la adjudicación del Tercer Carril Bogotá-Girardot con el fin de determinar si hubo colusión. Lo anterior podría derivarse en retrasos en construcción, sobrecostos, una posible salida de caja por parte de Concreto, entre otros que pueden afectar la rentabilidad esperada. Aunque el desenlace de las indagaciones de colusión es incierto, estimamos que si la compañía no contara con este contrato, el efecto en el Precio Objetivo 2018FA sería de COP 115/acción.

¿Por qué sobreponderar?

El amplio desfase frente a su valor patrimonial, y el potencial de valorización, incluso al tener en cuenta un descuento por iliquidez, sumado a inversiones sostenibles que le permiten diversificar su fuente de valor, soportan nuestra recomendación.



SOBREPONDERAR

Precio objetivo: 1,620

Potencial: 63.6%
Riesgo: ALTO
Cierre: COP 990
Sector: Construcción
CONCRETET CB
Bloomberg: COAR <GO>

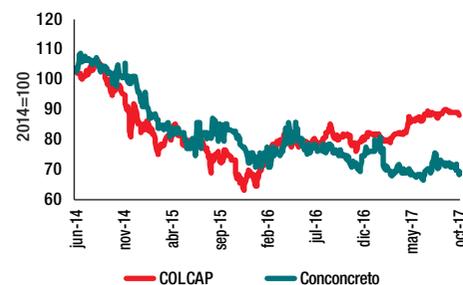
Angie Rodríguez Analista Sector Materiales
 arodriguezv@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92110

Katherine Ortiz Analista Senior Renta Variable
 kortiz@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92134

Información de la acción

Market Cap (COP):	1.10 bn
Flotante:	46.2%
Dividendo anual (COP):	14.5
Dividend yield:	1.4%
% COLCAP:	0.3%
# Acciones	1.134 mm
P / VL actual:	0.8x
P / E actual:	10.7x
EV / EBITDA actual:	9.6x
Último Precio:	990
Máx. 52 semanas:	1.160
Mín. 52 semanas:	950

► Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

Concreto / Ficha técnica

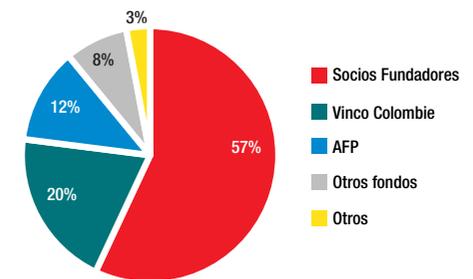
Descripción de la compañía: Concreto es una de las compañías más importantes y de mayor trayectoria (55 años de experiencia) en el desarrollo y construcción de proyectos de edificación e infraestructura en Colombia; cuenta además con un portafolio de inversiones de largo plazo. Dentro de este segmento se encuentra el negocio inmobiliario que se desarrolla a través del Fondo de Capital Privado Pactia (segundo por activos a nivel nacional), la operación y mantenimiento de concesiones viales, e Industrial Concreto y Participaciones, que incorporan compañías relacionadas al sector de la construcción.

mento se encuentra el negocio inmobiliario que se desarrolla a través del Fondo de Capital Privado Pactia (segundo por activos a nivel nacional), la operación y mantenimiento de concesiones viales, e Industrial Concreto y Participaciones, que incorporan compañías relacionadas al sector de la construcción.

Características de la acción

	2014	2015	2016	2017E	2018E
Acciones en circulación (millones)	1,134	1,134	1,134	1,134	1,134
Cap. Bursátil (COP millones)	1,644,670	1,224,995	1,259,023	1,259,023	1,259,023
Precio (COP/acción)	1,450	1,080	1,110	1,110	1,110
VL (COP/acción)	792	1,123	1,184	1,241	1,311
EPS (COP/acción)	21	84	91	71	88
EV (COP millones)	2,617,952	1,492,073	1,661,494	1,630,904	1,726,773
Deuda neta (COP millones)	954,086	258,725	398,653	368,062	463,932
EBITDA (COP millones)	132,872	265,147	240,987	202,919	217,241
P/VL	1.83x	0.96x	0.94x	0.89x	0.85x
Precio Utilidad	69.90x	12.86x	12.21x	15.52x	12.63x
EV/EBITDA	19.7x	5.6x	6.9x	8.0x	7.9x

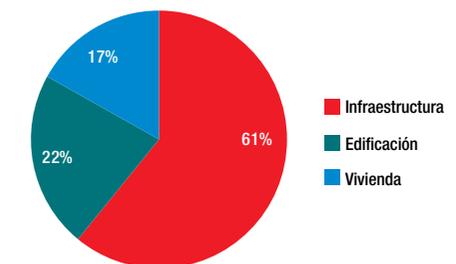
Composición accionaria



Balance general

COP millones	2014*	2015	2016	2017E	2018E
Efectivo y equivalentes	341,522	597,828	524,483	476,409	264,935
Otros activos	2,716,436	2,476,320	2,729,009	2,714,907	2,825,856
Total Activos	3,057,957	3,074,148	3,253,492	3,191,316	3,090,790
Obligaciones financieras	1,295,608	856,553	923,136	844,472	728,866
Otros pasivos	844,319	935,916	983,833	939,407	871,803
Total Pasivos	2,139,927	1,792,469	1,906,969	1,783,878	1,600,669
Patrimonio	898,834	1,273,326	1,342,704	1,407,264	1,486,495
Minoritarios	19,196	8,353	3,819	3,819	3,819

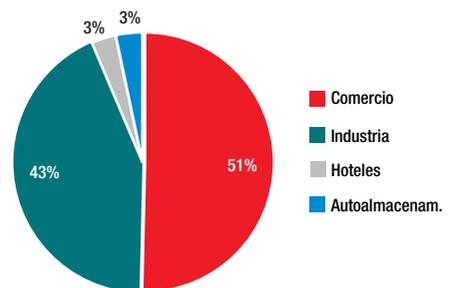
Distribución del Backlog 2017



Estado de resultados

COP millones	2014*	2015	2016	2017E	2018E
Ingresos Operacionales	1,088,111	1,216,231	1,471,645	1,179,307	1,206,090
Utilidad Bruta	209,130	218,274	199,949	161,174	164,834
Margen Bruto	19%	18%	14%	14%	14%
EBITDA	132,872	265,147	240,987	202,919	217,241
Margen EBITDA	12%	22%	16%	17%	18%
Utilidad Neta	23,528	95,257	103,076	81,097	99,692
Margen Neto	2.2%	7.8%	7.0%	6.9%	8.3%

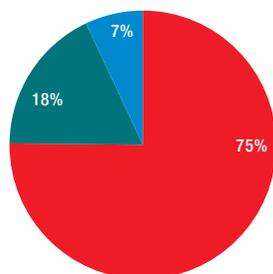
Distribución GLA Pactia



* Cifras bajo ColGAAP

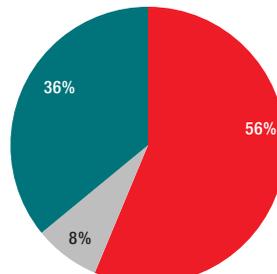
Fuente: Emisor, Davivienda Corredores

Ingresos por segmento 2017E



■ Construcción ■ Vivienda ■ Inversión

EBITDA por segmento 2017E



■ Construcción ■ Vivienda ■ Inversión

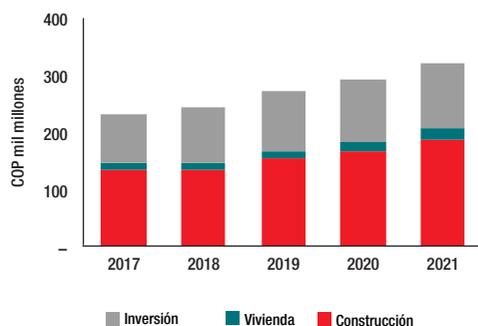
- ▶ Presidente: Juan Luis Aristizábal
- ▶ Vicepresidente Financiero: Hebert Agudelo
- ▶ IR: Daniel Moreno
- ▶ Página web: www.concreto.com

Distribución de inversiones 4G



Fuente: Davivienda Corredores

EBITDA



Fuente: Davivienda Corredores

Hipótesis de valor

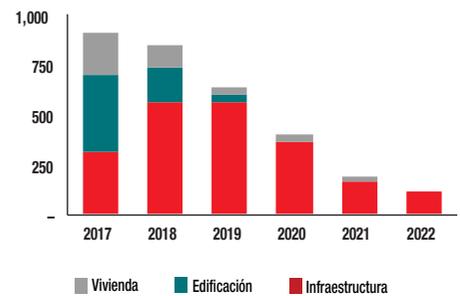
- **Importantes socios estratégicos apalancan crecimiento futuro:** Las alianzas con el grupo francés Vinci y Grupo Argos le han permitido a la compañía avanzar en su estrategia de crecimiento y mantener el *backlog* de la compañía en el corto y mediano plazo. La alianza con Vinci impulsó su participación en proyectos de infraestructura, principalmente vial, beneficiando los ingresos de construcción, y aumentando su experiencia en nuevos contratos de concesiones viales, mejorando su posición competitiva frente a otros jugadores locales e internacionales. Por su parte, la estrategia del segmento inmobiliario se consolidó con la creación de Pactia en alianza con Grupo Argos y con la entrada de la AFP Protección como inversionista. Así, Pactia se perfila como uno de los clientes más relevantes para la compañía para el segmento de construcción.
- **Concesiones viales de 4G, un negocio en el que Concreto gana por partida doble.** La compañía logró la adjudicación de la construcción, operación y mantenimiento en los proyectos de 4G de Iniciativa Privada, Vía 40 Express (Tercer Carril Bogotá-Girardot) y Vía Pacífico (Bugá-Buenaventura). Éstos, además de aportar en conjunto COP 1.3 billones al *backlog* de construcción de Concreto, empezarán a aportar valor a los accionistas en el segmento de operación de concesiones. En 2018 y 2019 el aporte de los proyectos alcanza ~8% y ~13% del valor de Concreto, respectivamente (en el escenario base de valoración). Adicionalmente, se resalta que las concesiones viales en conjunto, tanto de primera como de cuarta generación, le aportan al valor 20% en el 2018 y 24% en el 2019.
- **Fuentes de ingresos diversificadas y complementarias marcan la diferencia frente a compañías del sector:** Concreto es una compañía líder en el sector de construcción, con experiencia en edificaciones, vivienda e infraestructura, y con inversiones que le permiten diversificar sus fuentes de ingresos a través de negocios que se complementan entre sí, y los cuales seguirá consolidando de la mano de alianzas estratégicas. El Fondo Inmobiliario Pactia (18% del EBITDA), el segundo más grande del país, genera un flujo de caja estable dada la naturaleza del negocio y la operación y mantenimiento de concesiones viales de primera y cuarta generación (14% del EBITDA), cuentan con una alta rentabilidad y le han permitido a la compañía aumentar el *backlog* (valor de los proyectos ya contratados y por ejecutar) en construcción.

Riesgos

- **Cierre financiero de proyectos 4G será determinante en la rentabilidad de las concesiones:** A la fecha, Concreto no cuenta con el cierre financiero de las concesiones de 4G (Vía 40 Express y Vía Pacífico). Los escándalos de corrupción en el sector que son objeto de investigación desde inicio de año han cambiado el panorama del sector debido a que se han traducido en una mayor percepción de riesgo, lo que a su vez podría encarecer el costo de la deuda de los proyectos sin cierre financiero, en comparación con proyectos similares. En ese sentido, se resalta que un aumento de 1pp en el costo de la deuda se traduce en una disminución de la TIR de 0.7pp y 0.8pp para el proyecto Vía 40 Express y Vía Pacífico, respectivamente.

- **Baja liquidez de la acción genera mayor volatilidad y limita la ejecución de posiciones de compra/venta:** La acción presenta una reducida liquidez, que se refleja no solo en el bajo volumen diario de negociación (COP 420 millones | USD 140,000), sino en el *bid-ask spread* (diferencial entre el precio de compra y venta en el mercado) frente al precio de la acción de 1.15% (0.4% de Ecopetrol y Bancolombia). Lo anterior se traduce en una mayor volatilidad de la acción, al tiempo que limita la ejecución de posiciones de compra/venta, por lo cual es necesario tener en cuenta un descuento por iliquidez frente al Precio Objetivo a la hora de evaluar la inversión en Conconcreto.
- **Backlog concentrado en proyectos 4G:** Actualmente, los proyectos de 4G Tercer Carril Bogotá-Girardot (Vía 40 Express) y Vía Pacífico (Buga-Buenaventura) representan el 44% del *backlog*; proyectos, que han evidenciado dificultades. Por un lado la adjudicación del Tercer Carril está siendo investigada por parte de la SIC ante denuncias de una posible colusión, y Vía Pacífico presenta retrasos respecto de la licencia ambiental. Teniendo en cuenta que se espera que la etapa de construcción de las obras empiece en noviembre de 2017 (según la ANI), será importante monitorear el avance y ejecución de las obras, así como la capacidad de la compañía para contratar nuevos proyectos y diversificar el *backlog*.
- **Aumento de tarifas menores a los esperados en vías 4G y riesgo de tráfico podrían impactar rentabilidad:** La estructuración de proyectos 4G de Iniciativa Privada se realiza con base en el crecimiento estimado del tráfico de vehículos y un incremento de las tarifas superiores a la inflación en algunos años (entre 10-20%). Teniendo en cuenta que los proyectos de Iniciativa Privada no cuentan con vigencias futuras garantizadas por el Gobierno Nacional, un tráfico menor al presupuestado es asumido en su totalidad por el concesionario. Asimismo, la imposibilidad de subir el valor del peaje de acuerdo con lo estipulado y en el tiempo previsto en los contratos de concesión impactaría el flujo de caja y rentabilidad de manera tal que el Valor Presente del Recaudo del Peaje tome un mayor tiempo en alcanzarse (máximo puede ser 30 años).

Ejecución del *backlog* contratado



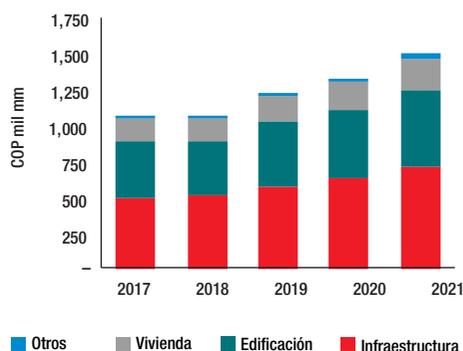
Fuente: Conconcreto

Proyecciones

Para estimar el valor de Conconcreto, utilizamos la metodología de suma de partes, que explicamos a continuación:

1. Valoración del negocio de construcción, incluido el segmento de vivienda, por medio del flujo de caja libre descontado con un WACC de 9.6, beta apalancado de 0.8, costo del *equity* de 11.5% y un crecimiento a perpetuidad de 3%.
2. Valoración de Pactia mediante el flujo de caja libre descontado, con un WACC de 10.5%, beta apalancado de 0.9, costo del *equity* de 12.1% y un crecimiento a perpetuidad igual al *cap-rate* de 6.7%.
3. Valoración de las concesiones viales CCFC, Devimed, Vía Pacífico (Buga-Buenaventura) y Vía 40 Express (Bogotá-Girardot) como un *project finance* del flujo de caja del accionista.
4. Otras inversiones fueron incluidas al valor en libros a cierre junio de 2017.

Ingresos Construcción



Fuente: Davivienda Corredores

A continuación el resumen de la valoración:

Negocio (COP mm)	Valor 2018	Valor por acción 2018	Participación
Construcción	982,074	866	36%
Concesiones Viales	356,351	314	13%
Pactia	1,125,722	992	41%
Otros	252,089	222	9%
Total negocios	2,716,237	2,395	100%
Impuestos	409,515	361	
Deuda total	728,866	643	
Caja	264,935	234	
Interes Min.	3,819	3.37	
Total Concreto	1,838,971	1,620	
#Acciones (mm)	1,134		
Valor/acción	1,620		

Construcción

Para estimar los ingresos, el EBITDA del segmento de construcción, calculamos los ingresos de construcción de edificaciones e infraestructura, teniendo en cuenta los proyectos actuales en ejecución, los nuevos proyectos contratados y un *backlog* promedio de COP 2.15 billones para el periodo de valoración (2017-2027), teniendo en cuenta el nivel promedio en los últimos años.

De esta manera, estimamos un valor para el negocio de construcción (sin impuestos, ni deuda) de COP 982 mil mm, equivalente a COP 866/acción y 36% de los negocios.

Asimismo, realizamos sensibilidades para evaluar el cambio en el Precio Objetivo, que mostramos a continuación:

WACC y tasa de crecimiento a perpetuidad

		WACC=9.6%				
		-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
g = 3%	0.6%	1,790	1,720	1,660	1,610	1,570
	0.3%	1,760	1,700	1,640	1,590	1,550
	0.0%	1,730	1,670	1,620	1,580	1,540
	-0.3%	1,710	1,650	1,600	1,560	1,530
	-0.6%	1,680	1,630	1,590	1,550	1,520

Backlog y margen EBITDA construcción

		Backlog promedio: COP 2.2 billones				
		-24.0%	-12.0%	0.0%	12.0%	24.0%
Margen Ebitda Construcción	1.0%	1,430	1,590	1,750	1,920	2,080
	0.5%	1,380	1,530	1,690	1,840	1,990
	0.0%	1,330	1,480	1,620	1,770	1,910
	-0.5%	1,280	1,420	1,550	1,690	1,830
	-0.1%	1,320	1,460	1,610	1,750	1,900

Pactia:

El valor de Pactia se divide en dos: activos netos de deuda y sociedad gestora. Respecto al primero, las estimaciones tienen en cuenta un crecimiento en los ingresos por m² para cada segmento (comercio, industria, hoteles y almacenamiento) atado a la inflación y un crecimiento del GLA de acuerdo con la guía de la compañía; es decir, pasando de 517 mil actuales a cerca de 720 mil mm en 2019. Respecto al margen NOI estimamos un margen promedio de 69% (Comercio 79%, industria 70%, oficinas 85%, autoalmacenamiento 65% y hoteles 16%). Vale la pena destacar que luego del primer aporte de la AFP Protección al Fondo de Capital privado en enero de 2017 por COP 165 mil mm, la participación de Concreto en el mismo se sitúa en 49.6% del valor del fondo. En cuanto a PACTIA SAS, la sociedad gestora del fondo, esta es propiedad 50% de Concreto y 50% de Grupo Argos. Sus ingresos a partir de 2017 dependerán de una comisión del 1.5% sobre el valor de los activos bajo administración. Además de esto, si el fondo presenta una rentabilidad mayor al IPC+5%, el 20% del adicional le corresponderá a PACTIA SAS.

De esta manera, estimamos un valor para Pactia de COP 1.13 billones, equivalente a COP 992/acción y 42% dentro de los negocios de la compañía.

Concesiones viales:

Estimamos el valor que aportan las concesiones de primera generación (CCFC y Devimed), así como de cuarta generación de Iniciativa Privada (Vía 40 Express y Vía Pacífico) como se muestra en la siguiente tabla:

Negocio (COP mm)	Valor 2018	Valor por acción 2018	Participación
CCFC	53,476	47	15%
Devimed	154,128	136	43%
Vía40	79,484	70	22%
Vía Pacífico	69,263	61	19%
Total	356,351	314	100%

En conclusión, mantenemos nuestra recomendación de **SOBREPONDERAR** con Precio Objetivo 2018FA de COP 1,620/acción con un potencial de valorización de 56%. Adicional al amplio potencial de valorización frente a nuestro Precio Objetivo, resaltamos que Concreto es una compañía líder en el sector de construcción, con inversiones que le permiten contar con una fuente diversificada de ingresos y EBITDA, a través de negocios que se complementan entre sí, y se seguirán consolidando de las manos de alianzas estratégicas con compañías a nivel local e internacional. No obstante, asignamos un riesgo **ALTO** a nuestra valoración teniendo en cuenta la baja liquidez de la acción en el mercado, la concentración del *backlog* en la construcción de los nuevos proyectos de concesión vial, así como su operación y mantenimiento, y las indagaciones en curso respecto de la adjudicación del Tercer Carril Bogotá-Girardot.

Vía 40 Express

Método	Ponderación
Participación	50%
Valor del Contrato	COP 4.2 bn (dic. 2014)
Capex (COP bn)	COP 1.7 billones
Unidades Funcionales	9 (incluyendo UF 0)
TPD*	45,262
Peajes	"Chusacá-56% del TPD Chinauta-44% del TPD"
Etapas	Pre-construcción
Fecha de inicio de etapa de construcción	Noviembre 2017
TIR estimada	15%

Fuente: Davivienda Corredores / ANI

Corficolombiana

Ruta del Sol opaca oportunidades de crecimiento

Si bien los riesgos asociados a las concesiones viales (cierres financieros, riesgos de construcción, licencias ambientales y riesgo reputacional), así como al futuro de Episol, el mayor activo de infraestructura de la compañía, siguen representando una amenaza al potencial del portafolio de Corficolombiana, consideramos que la diversificación y naturaleza de sus inversiones en renta variable (concentradas en infraestructura, energía y gas), así como su rol estratégico en los sectores en que se desempeña, apalancarán la generación de flujos de caja estables en el mediano y largo plazo, lo anterior, sumado al respaldo financiero de Grupo Aval, su principal accionista, resulta en una mezcla atractiva de crecimiento y valor.

Aspectos a destacar

- 1. Nuestro Precio Objetivo para cierre de 2018 es de COP 35,600/acción:** Teniendo en cuenta la actualización de los resultados de Promigas y la revisión de los flujos de concesiones viales, estimamos el Precio Objetivo 2018FA en COP 35,600/acción, el cual incorpora la suma de partes del portafolio de renta variable y del negocio financiero.
- 2. Portafolio diversificado entre inversiones maduras y con atractivo potencial de crecimiento:** El portafolio de inversión de Corficolombiana cuenta con un interesante equilibrio entre compañías con un alto potencial de crecimiento y compañías con capacidad de crear valor a sus accionistas. Las compañías de los sectores infraestructura, energía y gas generan flujos de caja estables, dado que son industrias reguladas y de carácter defensivo. Adicionalmente, Corficolombiana desempeña un rol fundamental dentro de Grupo Aval, al constituirse como su vehículo de inversión en el sector real, lo que respaldaría a la compañía financieramente en la ejecución de su estrategia, lo cual cobra relevancia teniendo en cuenta el importante papel de Corficolombiana dentro de las obras de 4G.
- 3. Inversiones estratégicas en los sectores que participa.** Corficolombiana tiene un rol privilegiado en los sectores en los que opera: en infraestructura, se beneficiará de los proyectos de 4G que se llevarán a cabo durante los próximos años a través de cuatro concesiones (CoviPacífico, CoviMar, CoviOriente y CoviAndina), que requieren una inversión total de Capex de COP 9.2 billones; en energía y gas, la participación de 50.31% en Promigas respalda la generación de caja de la compañía, dada la naturaleza regulada de este negocio, y su posición estratégica en el segmento de transporte de gas natural.

¿Por qué neutral?

La gestión eficiente del portafolio de Corficolombiana y el potencial que se desprende de las concesiones 4G y del portafolio de energía y gas, apalancarán la generación de caja de la compañía, favoreciendo la creación de valor para sus accionistas. Sin embargo, consideramos que aún no hay claridad suficiente sobre el futuro de los proyectos de 4G, teniendo en cuenta que los riesgos relacionados con Episol se mantienen latentes.



NEUTRAL

Precio objetivo: 35,600

Potencial: 22.8%

Riesgo: ALTO

Cierre: COP 29,000

Sector: Holdings

Corficol CB

Bloomberg: COAR <GO>

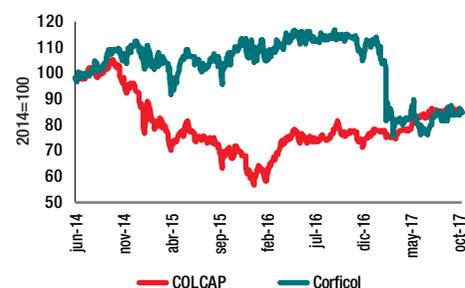
Angie Rodríguez Analista Holdings
arodriguezv@corredores.com
(571) 312 3300, ext. 92110

Katherine Ortiz Analista Senior Renta Variable
kortiz@corredores.com
(571) 312 3300, ext. 92134

Información de la acción

Market Cap (COP):	6.1 bn
Flotante:	38.7%
Dividendo anual (COP):	396
Dividend yield:	1.35%
% COLCAP:	2.65%
# Acciones	232 mm
P / VL actual:	1.9x
P / E actual:	26.4x
Último precio:	29,660
Máx. 52 semanas:	38,340
Mín. 52 semanas:	26,300

► Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

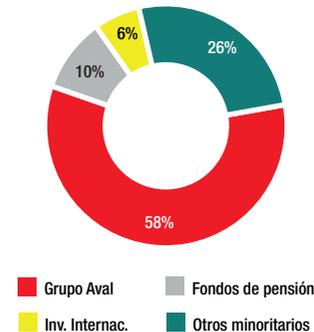
Corficolombiana / Ficha técnica

Descripción de la compañía: Corficolombiana es el banco comercial líder en Colombia en términos de activos, patrimonio e ingresos netos. Su actividad principal es la gestión activa de su cartera de renta variable a través de inversiones controladas y no controladas en sectores estratégicos de la economía colombiana, incluyendo infraestructura, energía y gas, agroindustria y hoteles.

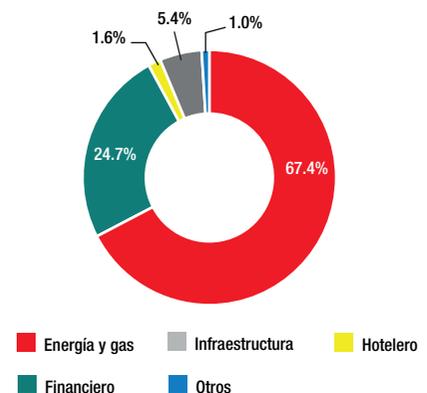
Corficolombiana complementa su negocio de gestión de inversiones, con las operaciones de tesorería y banca de inversión. Sus inversiones más representativas son energía e infraestructura que representan el 48% y 17% del valor en libros y 67% y 24% del EBITDA de la corporación respectivamente.



Composición accionaria



Portafolio de inversiones EBITDA



Características de la acción

	2013	2014	2015	2016	UDM
Acciones en circulación (Mll)	215.5	221.7	231.1	231.7	231.7
Cap. Bursátil (COP millones)	6,644,852	7,491,078	8,055,946	8,568,807	6,822,707
Precio (COP/acción)	30,833	33,792	34,859	36,984	29,448
VL (COP/acción)	18,950	20,676	12,416	13,020	13,765
EPS (COP/acción)	2,562	2,249	2,010	1,303	743
P/VL	1.63x	1.63x	2.81x	2.84x	2.14x
P/U	12.04x	15.03x	17.34x	28.39x	39.65x

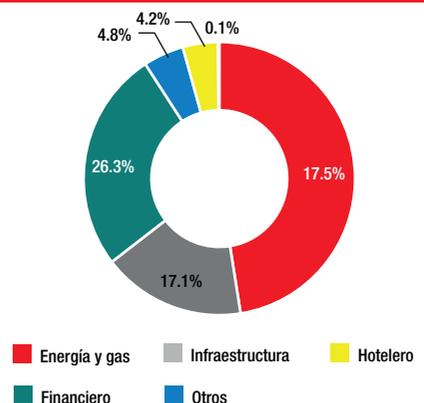
Balance general

COP millones	2013	2014	2015	2016	UDM
Portafolio de inversiones	9,543,955	7,298,518	8,820,129	8,293,831	7,636,460
Cartera neta	806,875	870,278	993,985	2,418,891	2,526,690
Otros activos	1,154,658	800,292	10,115,165	9,846,941	9,866,143
Activos	11,505,488	8,969,088	19,929,279	20,559,663	20,029,293
Depósitos	3,310,803	2,770,907	4,085,344	3,846,793	3,994,603
Otros pasivos	4,102,970	1,606,649	11,220,332	11,763,991	10,853,456
Pasivos	7,413,773	4,377,556	15,305,676	15,610,784	14,848,059
Patrimonio	4,083,944	4,583,532	2,869,323	3,016,496	3,189,101
Pasivo+Patrimonio	11,505,488	8,969,088	19,929,279	20,559,663	20,029,293
Interés Minoritario	7,771	8,001	1,754,280	1,932,383	1,992,133

Estado de resultados

COP millones	2013	2014	2015	2016	UDM
Ingreso neto por intereses	306,421	368,215	(193,744)	(200,903)	(87,752)
Ingresos del portafolio	441,834	273,344	5,438,740	6,758,110	6,266,523
Provisiones	15,519	27,062	28,165	59,701	69,906
Total ingresos	732,736	614,498	5,216,831	6,497,506	6,108,865
Gastos operacionales	144,662	75,202	4,100,239	5,411,406	5,126,979
Utilidad antes de impuestos	588,074	539,296	1,116,592	1,086,100	981,886
Utilidad Neta	552,108	498,457	464,485	301,795	172,064

Composición portafolio Valor en libros



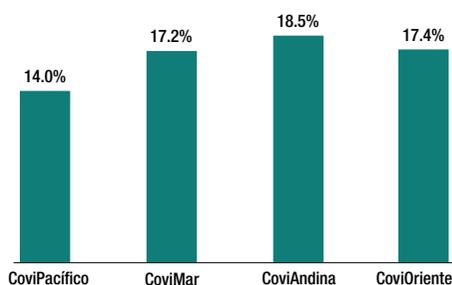
- ▶ **Presidente:** Bernardo Noreña
- ▶ **Vicepresidente Financiero:** Juan Carlos Páez
- ▶ **IR:** Adriana González
- ▶ **Página web:** www.corficolombiana.com.co

Concesiones 4G (COP mm)

Capex por concesión		
CoviOriente	2,331,317	25.2%
CoviPacífico	1,849,476	20.0%
CoviAndina	2,901,901	31.4%
CoviMar	2,157,206	23.3%
Capex total	9,239,900	
Aportes Equity CFC		
CoviOriente	1,200,000	41%
CoviPacífico	300,000	10%
CoviAndina	1,100,000	38%
CoviMar	300,000	10%
Aportes totales	2,900,000	
Concesión	Participación CFC	
CoviOriente	100%	
CoviPacífico	50%	
CoviAndina	100%	
CoviMar	60%	

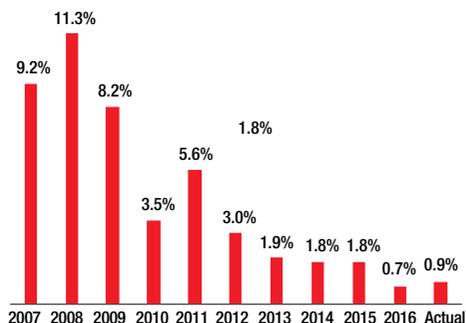
Fuente: Corficolombiana

TIR Concesiones 4G



Fuente: Davivienda Corredores

Retorno histórico dividendos en efectivo



Fuente: Corficolombiana. Cálculos: Davivienda Corredores

Hipótesis de valor

- > **Pieza clave para el desarrollo de infraestructura en el país:** Como uno de los principales operadores de concesiones viales en Colombia, Corficolombiana ha desarrollado una curva de aprendizaje que le permitirá gestionar de manera adecuada los riesgos asociados a los proyectos de 4G. A través de Proindesa, filial del grupo que gestiona y hace seguimiento a las concesiones, se generarán sinergias que se reflejarán en menores costos y eficiencias operativas. Es importante resaltar que las concesiones viales existentes (Pisa, Epiandes, CCFC y Panamericana) han tenido adiciones contractuales sostenidas, lo cual amplía el valor potencial de estas inversiones, teniendo en cuenta la estabilidad de sus flujos, y su atractiva rentabilidad (margen EBITDA ~75%).
- > **Estructura de los proyectos de 4G limita riesgo financiero de las principales concesiones:** Tres de las cuatro concesiones de 4G (CoviOriente, CoviMar y CoviPacífico) tienen asignadas vigencias futuras que garantizan la incorporación de los recursos necesarios para la ejecución de los proyectos, eliminando el riesgo de tráfico para Corficolombiana, teniendo en cuenta que se le asignarían recursos contingentes en caso de que el recaudo no alcance ciertos niveles mínimos, así como recursos “ciertos” que no tienen espacio a modificación en el futuro, algunos de ellos denominados en dólares, limitando a su vez el riesgo cambiario.
- > **Inversiones en energía y gas reducen la exposición a riesgos macroeconómicos:** A través de su inversión en Promigas (30% de los ingresos del portafolio de Renta Variable), Corficolombiana se expone a un sector regulado y con una generación de ingresos y EBITDA estable y creciente. Adicionalmente, Promigas cuenta con buenas perspectivas de crecimiento, resultado de haber diversificado su negocio en varios segmentos y de su incursión en Perú, un país con un gran rezago en el desarrollo del sector de gas. El programa de inversiones de capital alcanza COP 1.85 billones durante el período 2017-2020.
- > **Sinergias derivadas de su posición dentro de Grupo Aval fortalecen su modelo de negocio:** La compañía ocupa un lugar determinante dentro de Grupo Aval, ya que representa su vehículo de inversión en el sector real, complementando así el enfoque estratégico del Grupo. En este sentido, consideramos que existe un incentivo por parte de sus principales accionistas (bancos que forman parte del Grupo), para respaldar financieramente la ejecución de los proyectos de infraestructura.
- > **Naturaleza de la corporación facilita el fondeo eficiente de las inversiones:** Como parte de su objeto social, Corficolombiana tiene la capacidad de fondear el negocio de renta variable a través de captaciones en el mercado de capitales, lo cual constituye una importante ventaja frente a sus competidores, pues reduce los costos de endeudamiento y facilita el acceso a la financiación que requieren los proyectos intensivos en capital.

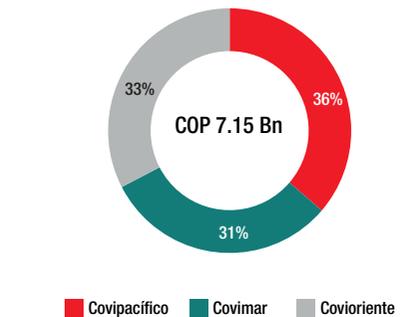
Riesgos

- > **Ruido político y riesgos inherentes a las concesiones:** La acción de Corficolombiana podría estar expuesta a volatilidad por cuenta del ruido político que se genere durante la campaña presidencial de 2018, en la que podrían presentarse nuevas investigaciones por corrupción en el sector de infraestructura. Asimismo, aun superando el oleaje negativo de Ruta del Sol, las concesiones nuevas podrían enfrentar riesgos asociados a i) adiciones y sobrecostos de los

proyectos, no solo por cuenta de la falta de planeación, sino también por los desafíos geográficos y ii) la persistencia de riesgos jurídicos e institucionales.

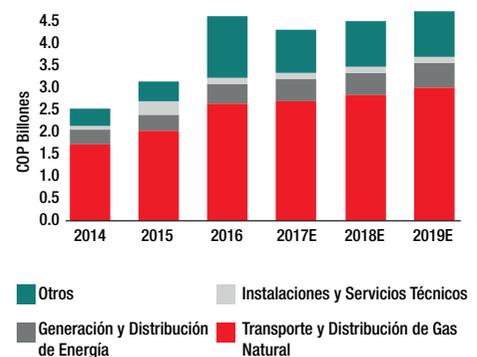
- **Doble apalancamiento seguiría incrementándose:** En junio de 2017, la relación entre el tamaño del portafolio de renta variable y el patrimonio de Corficolombiana (indicador de doble apalancamiento) fue de 154%, presentando un consistente incremento desde 140% en 2016 y de aprox. 118% durante el periodo 2010 - 2015. Este exceso con respecto al tamaño del portafolio de renta variable podría continuar incrementándose, en la medida en que aumentan las necesidades de liquidez para apalancar las inversiones prospectivas.
- **Debilidad en el negocio de tesorería podría mantenerse:** El negocio de tesorería y banca privada, el cual se financia con captaciones de CDTs y fondos de corto plazo, se ha visto afectado por la estrechez del margen de intermediación, lo cual ha resultado en un margen financiero negativo durante el último año, impidiendo, como se había observado históricamente, que el negocio financiero logre cubrir los gastos administrativos de la *holding*. Esta situación, sumada a los mayores gastos financieros que se derivan de la creciente relación de doble apalancamiento, continuaría impactando la generación de utilidades a corto y mediano plazo.
- **Cambio en la historia de alto retorno por dividendos:** Corficolombiana distribuía cerca del 97% de sus utilidades en una proporción de 80% efectivo y 20% acciones (2007-2012), y se caracterizaba como una de las de más alto retorno por dividendos del Colcap ($\approx 7.0\%$ en total durante los últimos 10 años). Con el incremento de las necesidades de liquidez, el dividendo en efectivo respecto del total se redujo considerablemente hasta 20% efectivo y 80% acciones en 2017, lo que representa una disminución en el *yield* en efectivo, que actualmente se ubica en 1.3%. Esperamos que la distribución de utilidades en acciones continúe durante los próximos años, en la medida en que se mantengan las necesidades de caja.

Vigencias futuras asignadas en 4G



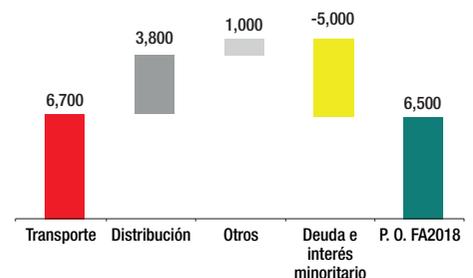
Fuente: Corficolombiana

Composición Ingresos Promigas



Fuente: Davivienda Corredores

Resumen de la valoración - Promigas



Fuente: Davivienda Corredores

Proyecciones

- **Concesiones viales:** Estimamos el valor que aportan las concesiones de primera y tercera generación (CCFC, Panamericana, Epiandes y Pisa), así como de cuarta generación de Iniciativa Privada (Covioriente, Coviandina, Covimar y Coviandina); resaltamos que: i) las concesiones viales de primera generación cuentan con un ingreso mínimo garantizado en tráfico y tarifas con una duración fija del contrato y ii) en las concesiones de 4G de Iniciativa privada el ingreso por peajes es ajustado de acuerdo a la inflación esperada y a los años de incrementos especiales, que se pueden dar al momento de la entrega de la unidad funcional correspondiente o según lo estipulado en el contrato de acuerdo a las mejoras viales de las obras. Destacamos que si bien existe una terminación contractual, la duración de cada contrato depende del tiempo en el cual el concesionario alcance el VPIP.
- **Promigas:** Revisamos nuestras estimaciones del segmento de transporte y distribución de gas natural que crecerían a una TACC de 4% actualizando las proyecciones de crecimiento del consumo de gas de la UPME en las principales zonas de operación; de igual forma, se revisaron los ingresos de distribución de energía a partir de las estimaciones de crecimiento de la demanda de energía en el país. De esta manera, los ingresos consolidados se ubicarían en COP 3.9 billones al cierre de 2018 y crecerían a una TACC de 3.2% durante el periodo estimado. El margen EBITDA se ubicaría en promedio en 33.2% impulsado por la planta regasificadora que aportaría 6% a este rubro en el consolidado.

Indicador de doble apalancamiento

	Actual: 154%
185.0%	34,100
178.0%	34,400
170.0%	34,800
154.0%	35,600
139.0%	36,400
131.0%	36,800
123.0%	37,200

Fuente: Davivienda Corredores

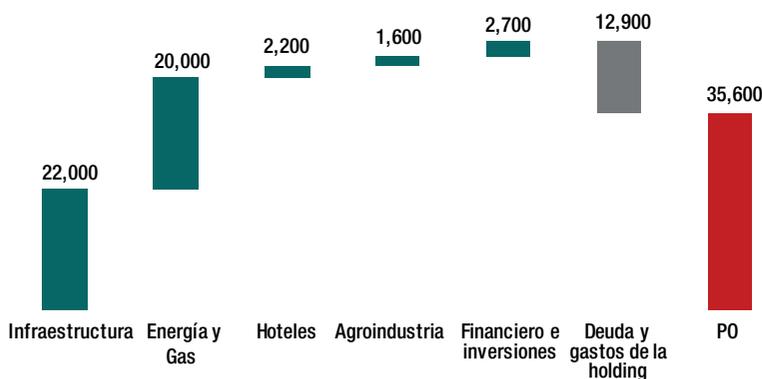
> **Negocio financiero:** Por último, si bien consideramos que el fuerte descenso en el negocio de tesorería se mantendrá durante este y el próximo año, en la medida en que la normalización de la tasa de intervención del Banco de la República (que estaría entre 5.0% y 5.25%) y la reducción de la inflación permitan un calce entre activos y pasivos del negocio financiero, podría alcanzarse un diferencial de tasas positivo (que estimamos en cerca de 100 pbs) en el mediano plazo.

Valoración y sensibilidades

Para estimar el valor de Corficolombiana, utilizamos la metodología de suma de partes, que describimos a continuación:

1. Valoración de las 8 concesiones viales: CoviOriente, CoviAndina, CoviPacífico, CoviMar, Epiandes, Panamericana, CCFC y Pisa como un *project finance* del flujo de caja del accionista descontado a un WACC de 11,4%, tomando como referencia una estructura de capital de 70% *equity* y 30% deuda
2. Valoración de Promigas a través de un flujo de caja libre descontado con un WACC de 9.6%, beta apalancado de 0.8, costo del *equity* de 11.5% y un crecimiento a perpetuidad de 3%.
3. Valoración del segmento financiero y hotelero a partir de múltiplos (P/VL y EV/EBITDA) dependiendo del sector en que se encuentran y de la información disponible.
4. Para capturar el valor del negocio financiero directo, pronosticamos el resultado neto de esta unidad (tesorería, banca de inversión y banca privada) y lo traemos a valor presente con un K_e de 12.9%.
5. Valoración de EEB mediante el flujo de caja libre descontado, con un WACC de 10.5%, beta apalancado de 0.9, costo del *equity* de 12.1% y un crecimiento a perpetuidad de 3%.
6. Compañías de agroindustria y otras inversiones fueron incluidas a valor en libros a cierre de 2016.
7. El endeudamiento de la *holding* fue calculado a partir del indicador de doble apalancamiento, es decir, la relación entre inversiones en renta variable y patrimonio, mientras que para el cálculo del valor presente de los gastos administrativos se utilizó un crecimiento a perpetuidad de 3% y un costo del *equity* de 12.9%

Resumen de la valoración consolidada



Fuente: Davivienda Corredores

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2018FA de COP 35,600/acción, que ofrece un potencial de valorización de 25% sobre el precio actual. Al asignar una recomendación NEUTRAL se tuvo en consideración: i) el potencial de valorización frente a nuestro Precio Objetivo, teniendo en cuenta el rol protagónico de la compañía en el negocio de concesiones viales; ii) la estabilidad de los flujos de caja de la mayor parte del portafolio de inversiones en renta variable; iii) el riesgo legal y reputacional asociado a las investigaciones de Ruta del Sol; y iv) el ruido político que desencadenarían investigaciones adicionales en el sector durante el próximo año de elecciones presidenciales.

A pesar del respaldo por parte de Grupo Aval, y de los beneficios que tiene la diversificación del portafolio de inversiones, asignamos un riesgo ALTO a nuestra valoración, considerando que aún hay incertidumbre sobre el desenlace de las investigaciones que rodean a Episol y que la rentabilización de las inversiones en infraestructura se dará a mediano y largo plazo, dependiendo en gran medida de la oportuna entrada en operación de los proyectos.

Compañía	Participación	Metodología	Valor participación 2018	Valor por acción	Peso en el portafolio
Infraestructura			5,108,597	22,000	45%
Pisa	88.25%	Precio objetivo	679,221	2,900	6.0%
CCFC	50.50%	Precio objetivo	102,516	400	0.8%
Episol	100%	Precio objetivo	4,172,110	18,000	37.1%
Epiandes	99.12%	Precio objetivo	41,237	200	0.4%
Tibitoc	33.00%	Valor en libros	60,627	300	0.6%
Aerocali	44.99%	Valor en libros	49,942	200	0.4%
Concecol	100%	Valor en libros	2,945	-	0.0%
Energía y Gas			4,628,169	20,000	41.2%
Gascop	91.90%	Valor en libros	58,060	300	0.6%
Promigas	50.31%	Valor en libros	3,747,711	16,200	33.4%
EEB	3.60%	Precio objetivo	764,544	3,300	6.8%
Gas Natural	1.68%	EV/EBITDA @8.0x	57,854	200	0.4%
Hoteles			507,713	2,200	4.5%
Hotel Estelar	84.92%	P/VL ajustado por ROE@1.5x	478,018	2,100	4.3%
Santamar	84.59%	P/VL ajustado por ROE@1.1x	29,695	100	0.2%
Agroindustria			381,057	1,600	3.3%
Pajonales	98.10%	Valor en libros	87,097	400	0.8%
Unipalma	54.50%	Valor en libros	71,896	300	0.6%
Pizano	40.00%	Valor en libros	51,358	200	0.4%
Valora	100.0%	Valor en libros	170,706	700	1.4%
Sector Financiero			269,549	1,200	2.5%
CFC Panamá	100.00%	P/VL ajustado por ROE@1.2x	37,554	200	0.4%
Fiduciaria CFC	100.00%	P/VL ajustado por ROE@1.8x	113,657	500	1.0%
Leasing CFC	100.00%	P/VL ajustado por ROE@1.0x	88,930	400	0.8%
Casa de Bolsa	38.95%	P/VL ajustado por ROE@1.0x	29,408	100	0.2%
Otras inversiones			201,387	900	1.9%
Negocio financiero		Precio objetivo	147,219	600	1.2%
Deuda y gastos de la holding			2,989,817	12,900	
(-) Deuda Neta			1,823,127	7,900	
(-) VP Gastos administrativos			1,166,690	5,000	
Valor del Equity				35,600	
# Acciones				232	

Análisis de sensibilidad al precio objetivo

Spread de la deuda sobre el IPC vs. Crecimiento del tráfico promedio

Evaluamos el cambio en el Precio Objetivo frente a incrementos del *spread* de la deuda sobre el IPC partiendo de un escenario base de 8% y el crecimiento del tráfico promedio diario (TPD) de las concesiones de 4G. De esta manera, un incremento de 50 pbs en el *spread* de la deuda significaría una disminución en el precio de COP 500/acción, mientras que una disminución de 50 pbs en el crecimiento anual del TPD se traduciría en una disminución del precio de COP 1,400/acción respectivamente.

		Spread sobre el IPC de la deuda				
		-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
Tráfico promedio diario concesiones 4G	1.5%	41,600	41,100	40,500	39,900	39,400
	0.5%	38,200	37,600	37,100	36,600	36,100
	0.0%	36,600	36,100	35,600	35,100	34,600
	-0.5%	35,200	34,700	34,200	33,800	33,300
	-1.5%	32,600	32,200	31,700	31,300	30,900

Ecopetrol

Del ahorro a la inversión

Actualizamos nuestra recomendación a **SOBREPONDERAR**: teniendo en cuenta el potencial de valorización que, incluido el retorno por dividendos, alcanza 13%. Consideramos que el precio de mercado aún no incorpora: i) el positivo ajuste en costos que ha permitido alcanzar un margen EBITDA de nivel pre-crisis; ii) el impulso al EBITDA derivado de la estabilización en la operación de Reficar (+200 pbs al margen EBITDA 2018); iii) capacidad vía generación interna de caja y reducción de apalancamiento para crecimiento inorgánico, mientras el CAPEX de exploración empieza a traducirse en reservas; iv) mayor retorno por dividendos que solo para 2018 podría duplicarse hasta 3.14% y en 2019 alcanzaría 4.78%, y v) el abaratamiento relativo frente a petroleras comparables.

Aspectos a destacar

- Múltiplos soportan nuestra recomendación de SOBREPONDERAR:** Ecopetrol transa a un descuento superior al 50% en el múltiplo EV/EBITDA, 10% P/VL y 40% P/U el cual estaría parcialmente justificado por la menor vida de sus reservas frente a sus pares (6.8 años vs. 13.1 de los pares) que se evidencia en la prima del múltiplo P/Reservas (16%). Al respecto consideramos que si bien las reservas constituyen el principal reto, el descuento es excesivo si comparamos con compañías con vida de reservas similares frente a las que Ecopetrol presenta un descuento del 43% y 35% en EV/EBITDA y PVL respectivamente, además de ser más rentable y generar utilidades netas.
- Optimización de Reficar impulsará márgenes:** La entrada gradual en operación de Reficar ha impactado el EBITDA consolidado de Ecopetrol en COP -699 mil mm y -186 mil mm en 2016 y 2017 respectivamente. Así mismo, el margen de refinación se ubica en USD 7.7/bl, inferior al objetivo trazado de USD 14/bl. En 2018, la operación de Reficar se estabilizará, al punto de contribuir positivamente, o en su defecto no restar, lo que representaría una mejora de COP 300 mil mm en el EBITDA consolidado. Destacamos que en un escenario neutral, Reficar alcanzaría un EBITDA de USD 400 – USD 600 mm en 2020, a lo que se suma en términos de generación de valor el beneficio del cambio de dieta.
- Flexibilidad financiera para incrementar reservas de forma inorgánica:** Estimamos que la generación de caja de Ecopetrol soportaría un CAPEX acorde a la guía y amortizaciones de su deuda que podrían llevar el ratio Deuda Neta/EBITDA en 2018 a 1.2x, con lo cual estaría en la capacidad de agregar gradualmente reservas vía crecimiento inorgánico. Lo anterior significaría que vía adquisiciones la vida de las reservas podría mantenerse en ~ 5-6 años, mitigando así temporalmente su principal riesgo, por lo menos mientras el CAPEX invertido en exploración empieza a traducirse en reservas por esta vía.

¿Por qué sobreponderar?

La compañía se adaptó eficientemente al nuevo panorama de precios del crudo y será capaz de generar valor inclusive en un escenario bastante conservador para el Brent. La ventaja de una operación integrada, el planteamiento de la estrategia para las reservas y la etapa de optimización de Reficar en 2018 son los puntos más relevantes para nuestra recomendación.



SOBREPONDERAR

Precio objetivo: COP 1,600

Potencial: 10.3%
Riesgo: ALTO
Cierre: COP 1,450
Sector: Petróleo

ECOPETL CB

Bloomberg: COAR <GO>

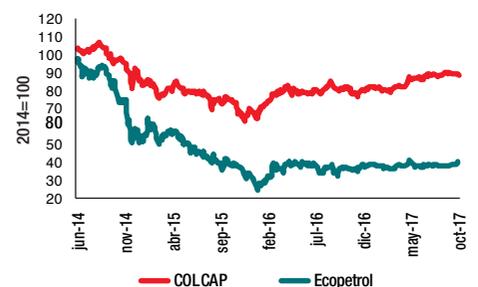
Ricardo Sandoval Analista Sector Petróleo y Gas
 rsandoval@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92257

Katherine Ortiz Analista Senior Renta Variable
 kortiz@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92134

Información de la acción

Market Cap (COP):	59.6 Bn
Flotante:	9.35%
Dividendo anual (COP):	23
Dividend yield:	1.60%
% COLCAP:	7.50%
# Acciones	41,117 mm
P / VL actual:	1.27x
P / U actual:	22.8x
EV / EBITDA actual:	4.88x
Último precio:	1,450
Máx. 52 semanas:	1,485
Mín. 52 semanas:	1,230

► Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

Ecopetrol / Ficha técnica

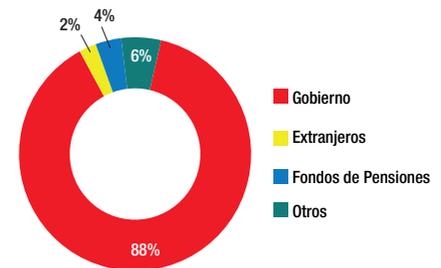
Descripción de la compañía: Ecopetrol S.A. (ECOPETL: BVC) es la única compañía colombiana de petróleo crudo y gas natural verticalmente integrada que tiene operaciones en Colombia, Brasil, México y la costa del golfo de Estados Unidos.

Ecopetrol es una de las mayores 40 compañías petroleras del mundo y una de las cuatro principales compañías petroleras en América Latina. Opera en tres segmentos de negocio: exploración/producción, refinación y transporte.

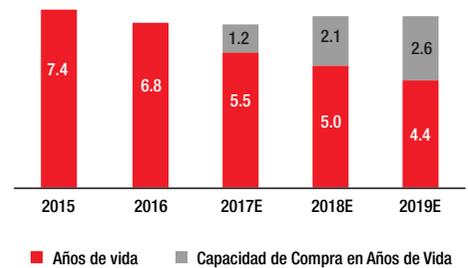
Características de la acción

COP Millardos	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Acciones en circulación (miles mm)	41.1	41.1	41.1	41.1	41.1
Cap. Bursátil	45,640	56,741	57,975	57,975	57,975
Precio (COP/Acción)	1,110	1,380	1,410	1,410	1,410
VL (COP/Acción)	1,100.08	1,102.20	1,167.04	1,270.23	1,379.80
EPS (COP/Acción)	(97)	38	109	170	183
Total Deuda	53,223	52,222	43,991	40,350	34,577
Deuda Neta	46,673	43,812	35,650	30,930	26,003
EV	94,187	102,199	95,241	90,561	85,636
EV/EBITDA	5.2x	5.7x	4.3x	3.4x	3.0x
P/VL	1.0x	1.3x	1.2x	1.1x	1.0x
Precio Utilidad	n.a.	36.3x	12.9x	8.3x	7.7x
Dividend Yield	n.a.	1.7%	3.1%	4.8%	5.2%
DPS (COP/acción)	0	23	44	68	73
Producción (kbped*)	760.70	717.89	710.78	702.87	694.89
Reservas 1P (mmbpe**)	1,848	1,597	1,339	1,194	1,050
Vida de las reservas 1P (años)	7.4	6.8	5.5	5.0	4.4
Precio Crudo Brent	54	45	52	58	62

Composición accionaria



Estimado reservas de la compañía en años de vida



Comparables (datos actuales)

Compañía	EV/EBITDA 12M	EV/EBITDA 2018	P/U 2018
SINOPEC	n.d.	4.0	10.7
BP	8.1	4.1	8.9
ROYAL DUTCH	8.9	4.5	8.4
EXXON MOBIL	14.4	8.3	17.2
IMPERIAL OIL	16.6	9.1	15.0
LUKOIL	n.d.	2.8	3.9
TOTAL	7.3	3.5	7.6
PETROCHINA	6.7	5.6	4.8
CHEVRON	14.0	6.4	17.6
ENI	5.4	2.9	9.7
HUSKY ENERGY	n.d.	4.9	16.4
ROSNEFT OAO	5.7	3.3	4.0
PETROBRAS	6.7	3.6	5.4
SUNCOR ENERGY	8.7	6.7	12.2
STATOIL	4.9	2.5	9.3
GAZPROM	3.9	2.7	2.8
CONOCOPHILLIPS	n.d.	6.2	21.4
ANADARKO	n.d.	4.9	18.2
CNOOC	4.4	3.3	9.2
CAN NATURAL	11.7	5.9	11.4
CAN NATURAL	11.7	5.9	11.4
ECOPETROL	6.20	3.39	8.28
MEDIAN	11.14	4.52	9.66

Balance general consolidado

COP millardos	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Total Activos	122,996	121,307	118,101	121,026	121,184
Total Pasivos	77,764	75,988	70,116	68,798	64,451
Patrimonio e interés minoritario	45,232	45,319	47,985	52,228	56,733
Deuda Total/Patrimonio	1.2x	1.2x	0.9x	0.8x	0.6x
Deuda Total/EBITDA	2.9x	2.9x	2.0x	1.5x	1.2x
Deuda Neta/EBITDA	2.6x	2.4x	1.6x	1.2x	0.9x
ROE	-8.8%	3.5%	9.4%	13.4%	13.2%
ROA	-3.2%	1.3%	3.8%	5.8%	6.2%

Estado de resultados

COP miles mm	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Ingresos Operacionales	52,091	47,732	54,976	62,320	67,297
Costo de ventas	36,995	34,236	38,053	41,605	45,379
Utilidad Bruta	15,096	13,496	16,923	20,715	21,917
Gastos adm. y comercial.	13,640	5,243	4,197	4,758	5,138
Utilidad Operacional	1,456	8,253	12,725	15,957	16,779
UNAI	-2,476	7,060	11,204	14,407	15,435
Impuesto a la renta	607	4,656	5,938	6,195	6,637
Utilidad Neta	-3,988	1,565	4,492	7,005	7,505
EBITDA	18,087	18,018	22,357	26,708	28,280

Margen Bruto	29%	28%	31%	33%	33%
Margen Operacional	3%	17%	23%	26%	25%
Margen EBITDA	35%	38%	41%	43%	42%
Margen Neto	-8%	3%	8%	11%	11%

* Kbped: Miles de barriles de petróleo equivalente día

** Mmbpe: Millones de barriles petróleo equivalente

► **Presidente:** Felipe Bayón
 ► **IR:** Andrés Sánchez
 ► **Vicepresidente Financiero:** María Fernanda Suárez
 ► **Página web:** www.ecopetrol.com.co

En un ambiente de precios alrededor de los 58 USD/bl Brent, Ecopetrol sería capaz de producir caja para realizar los pagos y llevar los ratios de endeudamiento a niveles significativamente bajos (Deuda neta EBITDA: 2017 1.6x; 2018 1.2x; 2019 0.9x).



Hipótesis de valor

- > **Beneficios de una operación integrada:** La modernización de Reficar, además del aumento de capacidad, permite un cambio en la dieta de la planta a mayoritariamente crudos pesados, con lo cual los crudos más livianos estarían disponibles para la venta, llevando a que se cierre la brecha entre el precio de la canasta de crudo propia y la referencia Brent y, por tanto, mejorando la rentabilidad del segmento E&P*. Así mismo, en el consolidado se observarán mayores exportaciones netas de productos desde que Reficar mantenga su distribución 65% al mercado local y 35% de exportaciones. El aporte sería de aproximadamente 200 pbs al margen EBITDA.
- > **Óptima generación de caja impulsará desapalancamiento de la compañía:** Durante 2018 y 2019 existirán amortizaciones de deuda por COP 9.4 billones dados el vencimiento de dos bonos internacionales uno en cada año por valores de USD 1,500 millones y USD 350 millones. En un ambiente de precios alrededor de los 58 USD/bl Brent, Ecopetrol sería capaz de producir caja para realizar los pagos y llevar los ratios de endeudamiento a niveles significativamente bajos (Deuda neta EBITDA: 2017 1.6x; 2018 1.2x; 2019 0.9x).
- > **Retorno por dividendos repuntaría en línea con el aumento de la utilidad:** Ecopetrol cerraría 2017 con un incremento de la utilidad neta de 187% hasta COP 4.5 Bn y para 2018 un crecimiento de 55.9% llevaría esta a COP 6.9 Bn, como resultado de menores gastos financieros ante la reducción de tasas y del apalancamiento, y de una mejora en la rentabilidad. Sobre esta base estimamos un dividendo decretado sobre las utilidades de 2017 de COP 44/acción correspondiente a una rentabilidad de 3.2% (vs. 1.5% actual) y de COP 68/acción para el siguiente año que llevaría el retorno por dividendos a 5%.
- > **Riesgo de reservas se reduce:** A 2020 la compañía busca adicionar 600 millones de reservas 1P** y 1,000 mmbpe*** en recursos contingentes (no reservas) vía su estrategia exploratoria y crecimiento inorgánico. Al respecto resaltamos:
 - i) **Crecimiento inorgánico:** Aunque nuestro modelo de valoración todavía refleja un riesgo por reservas alto (5.5 años de vida a cierre de 2017), reconocemos que es posible adicionar reservas inorgánicamente para dar espacio a que el CAPEX ejecutado rinda sus frutos. En un ejercicio alterno realizado en donde suponemos un objetivo Deuda Neta/EBITDA de 2.5x a 2019, concluimos que Ecopetrol podría tener una capacidad máxima (deuda+caja) cercana a ~USD 15,500 millones para la adquisición de reservas, lo que significaría alrededor de 622 millones de barriles a un precio de USD 25, lo que se traduciría en 2.5 años de vida para las reservas. No obstante lo anterior, reconocemos que recoger esta cantidad de recursos no es posible en un único momento del tiempo, por lo cual esperamos que las adquisiciones se produzcan de forma gradual y que la vida de las reservas se mantenga alrededor de cinco años.

* E&P: Exploración y producción.

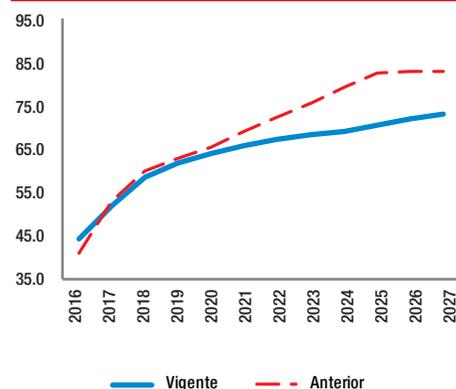
** P: Probados.

*** Mmbpe: Millones de barriles petróleo equivalente.

ii) **Ejecución de Capex de Exploración:** Entre 2017 y 2020 la compañía invertiría en exploración una cifra cercana a los USD 14,000 millones, concentrados en intensificar su actividad costa afuera (*offshore*) en el golfo de México y el Caribe colombiano y recobro mejorado en los campos maduros que opera en Colombia. A largo plazo, el foco de Ecopetrol se encuentra en los proyectos de Yacimientos No Convencionales como la oportunidad más grande para la sostenibilidad a largo plazo; al respecto vale la pena destacar que de acuerdo con cálculos de la compañía, en la cuenca del Valle Medio del Magdalena se estima un depósito de 5,000 millones de barriles de petróleo, el triple de las reservas actuales.

iii) **Factor precio sería positivo para la certificación de reservas:** Ecopetrol estima que el efecto de la reducción de los precios del crudo implicó una disminución sobre las reservas certificadas de 202 Mbpe* frente a las que se tenían a finales de 2015. De acuerdo con nuestra expectativa de precios este efecto habría finalizado y por el contrario, podríamos ver revisiones positivas teniendo en cuenta nuestro escenario base de precio promedio del BRENT que considera un aumento de 14% y 12% en 2017 y 2018 respectivamente.

Senda del precio del crudo estimada



Fuente: Davivienda Corredores

Campaña exploratoria

Año	Nombre del Pozo	Resultado
2017	Warrior-2	Exitoso
	Siluro-1	Seco
	Purple Angel-1	Exitoso
	Gorgon-1	Exitoso
	Boranda-1	Exitoso
2016	Payero	T&A
	Ullerengue	Exitoso
	Chimu 1	T&A
	Pegaso	Evaluación
	Warrior	Exitoso
T&A: Taponado y abandonado		

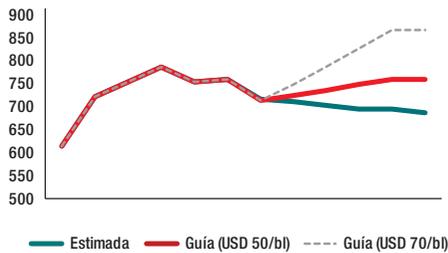
Fuente: Davivienda Corredores.

Riesgos

> **Precios del petróleo por debajo de lo estimado:** El panorama de precios del crudo permanece muy incierto todavía y a pesar de que revisamos nuestra senda a la baja (precio promedio de 68 USD/bbl a 64 USD/bbl) consideramos que los riesgos latentes como el incumplimiento de producción de la OPEP y las promesas de incremento de producción en Estados Unidos podrían tener incidencias importantes en los precios del crudo.

* Mbpe: Miles de barriles petróleo equivalente.

Senda de producción de petróleo estimada



Fuente: Davivienda Corredores

- > **Calificación Colombia:** Las metas fiscales para 2017 y 2018 serán difíciles de alcanzar dado el menor crecimiento económico frente al esperado. Este ha sido un tema recurrente desde finales del 2015 y aunque todavía no se ha realizado una rebaja de calificación por parte de las calificadoras, sí se han lanzado varias advertencias sobre la situación fiscal del país. Recientemente, Moody's advertía que llegar a un déficit fiscal del 3,6% (PIB%) para este año y 3,1% (PIB%) para el próximo sería difícil. Teniendo en cuenta que el Gobierno colombiano es el principal accionista de la compañía (88%) la rebaja de calificación se trasladaría a la compañía incrementando su costo de endeudamiento a un futuro.
- > **Baja ejecución de CAPEX:** Aunque las inversiones de la compañía se van a centrar en E&P, en lo corrido del 2017 la ejecución de CAPEX ha sido significativamente baja (25%) dado que diferentes proyectos todavía no estaban lo suficientemente maduros para la inyección de capital. De continuar presentándose bajas ejecuciones, el IRR* podría llegar a estar debajo de nuestras estimaciones.
- > **Reservas de la compañía todavía en un nivel alto de incertidumbre:** La tres formas viables para adicionar reservas a corto plazo es mediante 1) mejoras en el precio del petróleo o eficiencias en costos y gastos que vuelvan viables económicamente más barriles; 2) vía recobro mejorado, y 3) vía adquisiciones. La campaña exploratoria hasta el 2020 agregaría recursos contingentes y no reservas, pues después de un descubrimiento el desarrollo de las facilidades para volver viable la producción toma alrededor de 5 años en el *onshore* y de 5-10 años en el *offshore*, por lo que hasta el 2022 podríamos iniciar a ver adiciones de la campaña exploratoria actual.
- > **Consultas previas¹ y consultas populares² en contra de la extracción de materias primas van en aumento:** De acuerdo con datos del Ministerio del Interior, en promedio se tramitan 1,000 consultas previas anuales, que han derivado en el estancamiento y aumentos en costos de importantes proyectos para las regiones. Por su parte, las consultas populares también han cobrado relevancia, en el último año se han llevado a cabo 11 consultas y se encuentran 41 en trámite para frenar proyectos de explotación minera y petrolera. Ecopetrol se enfrenta al reto de convencer a las comunidades donde opera de su capacidad de producir petróleo y gas de forma responsable con el medioambiente y generando desarrollo para la comunidad.

Proyecciones

- > **Con mayor información sobre Reficar realizamos ajustes al segmento de refinación:** Bajamos la capacidad de Reficar a 150 kbpd acorde al informe 20F

* IRR: Índice de Reposición de reservas.

¹ La Consulta Previa fue incorporada a la legislación colombiana por medio de la Ley 21 de 1991 en ratificación del Convenio 169 de la OIT, y es el derecho fundamental que tienen los pueblos indígenas y los demás grupos étnicos cuando se toman medidas (legislativas y administrativas) o cuando se vayan a realizar proyectos, obras o actividades dentro de sus territorios, buscando de esta manera proteger su integridad cultural, social y económica y garantizar el derecho a la participación. Este procedimiento es un mecanismo que debe darse al inicio de las actividades exploratorias, bajo la consideración que las comunidades étnicas pueden ser afectadas si existe viabilidad de explotación del mineral en evaluación.

² La consulta popular es un mecanismo de participación ciudadana mediante el cual se convoca al pueblo para que decida acerca de algún aspecto de vital importancia. La consulta popular puede ser tanto nacional como departamental, municipal, distrital o local.

2016, agregamos el inicio de las importaciones de crudo a largo plazo para la carga de la refinería y en línea con lo anterior, ajustamos la necesidad de importación de productos derivados del petróleo, lo cual representó una mejora sustancial en márgenes de rentabilidad. Adicionalmente, dado el proceso de optimización de Reficar (efectivo hasta 2019-2020), observaríamos los niveles óptimos de carga alrededor del 90% de la capacidad.

- > **Producción y Reservas:** No realizamos cambios relevantes a nuestra proyección. La senda de producción incorpora la declinación natural que deben presentar los campos a medida que se agotan las reservas de la compañía. El modelo incorpora un IRR de 39% y aunque vemos formas de mantener los años de vida de las reservas alrededor de los siete años (IRR cercano al 100%) no lo tomamos en cuenta para el ejercicio. Por lo tanto, E&P no aporta al gradiente de perpetuidad.
- > **Ingresos:** Nuestra senda de precios del crudo fue en general revisada a la baja. La curva de precios es significativamente más plana y obedece a la realidad que está mostrando el mercado en las negociaciones de futuros sobre los nodos a 2020 (precio Brent promedio a 2027 66 USD/bl). Para finales de 2017 esperamos ingresos por COP 55 billones y para los años 2018 y 2019 por COP 62 y 67 billones.
- > **EBITDA:** Calculamos para el 2017 COP 22.4 billones en EBITDA lo que representa un margen de 40.7%. Posteriormente proyectamos mejoras en el margen de 200 pbs (alcanzaría el +43%), derivados de la optimización de Reficar y mejores niveles de precio con sostenibilidad de eficiencias, por consiguiente esperamos un EBITDA de COP 26.4 billones para 2018 y 28.3 billones para 2019. A largo plazo el margen retorna paulatinamente a 40.5%.
- > **Utilidad neta:** La utilidad neta para este año estaría alrededor de los COP 4.5 billones, con un margen de 8.2%, un dividendo de COP 44. Para 2018 y 2019 el resultado neto podría estar en COP 6.9 billones y 7,5 billones, lo que representaría dividendos por COP 68 y 73 respectivamente.

En este ejercicio de valoración se tomaron supuestos conservadores frente al precio del crudo, evaluamos el riesgo de reservas y actualizamos supuestos de refinación, con lo anterior asignamos una recomendación de **SOBREPONDERAR** con un **RIESGO ALTO**.



Valoración DCF	2018
VPN	54,871
VT	42,586
Efectivo y Equivalentes	9,420.6
Deuda	40,350
Interés Minoritario	1,657
TOTAL	64,871
# Acciones (miles mm)	41.1
Precio Accion	1,580

Valoración Múltiplos	2018
Multiplo fwd EV/EBITDA	4.5
Precio EV/EBITDA fwd	1,659
Multiplo fwd P/U	9.5
Precio fwd P/U	1,623

Precio Objetivo	2018
Método	
FCL	1,580
EV/EBITDA fwd	1,660
P/U fwd	1,620
P.O.	1,600

Valoración y sensibilidades

Para estimar el valor de Ecopetrol valoramos intrínsecamente la compañía mediante la metodología de flujo de caja descontado (70% del Precio Objetivo) y relativamente a través de la valoración ponderada por los múltiplos EV/EBITDA 2018E y precio utilidad 2018E (30% del Precio Objetivo). Los parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 11.0%, beta apalancado de 1.22x, costo del *equity* (Ke) de 14.3% y crecimiento a perpetuidad de 1.2%. Resaltamos que el G fue calculado teniendo en cuenta el promedio del crecimiento de la demanda de combustibles y un valor cero de crecimiento para el segmento de exploración y producción.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2018FA de COP 1,600/acción, el cual ofrece un potencial de valorización de 13% a los precios actuales. En este ejercicio de valoración se tomaron supuestos conservadores frente al precio del crudo, evaluamos el riesgo de reservas y actualizamos supuestos de refinación, con lo anterior asignamos una recomendación de SOBREPONDERAR con un RIESGO ALTO.

Análisis de sensibilidad

Nuestro primer ejercicio consistió en estudiar la sensibilidad del Precio Objetivo frente a variables claves como la tasa de descuento y el crecimiento a perpetuidad. Utilizamos variaciones de +/- 0.5% encontrando que en el escenario más ácido el valor de la acción debería ubicarse en COP 1,350 y en el mejor de los escenarios en COP 2,050.

		WACC (Base=11.0%)				
		10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
G (Base 1.2%)	2.7%	2,050	1,910	1,800	1,700	1,610
	1.7%	1,890	1,790	1,690	1,600	1,520
	1.2%	1,770	1,680	1,600	1,520	1,450
	0.7%	1,680	1,600	1,520	1,460	1,400
	0.2%	1,600	1,530	1,460	1,400	1,350

Fuente: Davivienda Corredores

Nuestro segundo ejercicio contempla las variables precio Brent y producción. Utilizamos variaciones +/- USD 2/bl , USD 5/bl para el precio del Brent y +/- 10,000 bl/día , +/- 30,000 bl/día para Producción. Encontrando que en el escenario más ácido la acción debería ubicarse en COP 1,250 y en el escenario más optimista en COP 1,970.

		Precio promedio BRENT (Base=USD 66/bl prom. a 2027)				
		61	64	66	68	71
Producción promedio 2017 - 2027	30,000	1,490	1,630	1,730	1,830	1,970
	10,000	1,400	1,550	1,650	1,740	1,880
	0	1,370	1,510	1,600	1,700	1,840
	-10,000	1,330	1,470	1,560	1,650	1,790
	-30,000	1,250	1,380	1,480	1,560	1,700

Fuente: Davivienda Corredores

Capacidad para adquirir reservas en años de vida: Evaluamos la capacidad de adquisición de la compañía bajo un escenario conservador en precio de adquisiciones (USD 25/bl) y sobre la base de un nivel de apalancamiento máximo de 2.5x Deuda Neta/ EBITDA. Adicionalmente, realizamos diferentes escenarios para el 2018, observando que por cada dólar por debajo del precio base de adquisición la compañía aumenta sus reservas en 0.1 años.

		Objetivo Deuda Neta/EBITDA año 2018 Base = 2.5x				
		2.3x	2.4x	2.5x	2.6x	2.7x
Valor de barril 1P - USD Base = 25	25	1.8	1.9	2.1	2.3	2.4
	24	1.9	2.0	2.2	2.3	2.5
	23	2.0	2.1	2.3	2.4	2.6
	22	2.0	2.2	2.4	2.6	2.7
	21	2.1	2.3	2.5	2.7	2.9

Fuente: Davivienda Corredores

En este ejercicio se evalúa la capacidad de adquisición de reservas hasta el año 2020 cuando termina la campaña exploratoria planteada en 2016 por la compañía.

Con un objetivo Deuda Neta/EBITDA de 2.5x y un costo de barril probado de USD 25/bl, el resultado muestra la creciente capacidad de adquisición de reservas que pasa de 1.2 años en 2017 a 3.2 años en 2020.

Capacidad de crecimiento inorgánico

	2T17 LTM	2017E	2018E	2019E	2020E
Deuda Total	46,114	43,991	40,350	34,577	32,092
Deuda Neta	39,868	35,647	31,024	26,117	20,084
EBITDA	20,785	22,362	26,468	28,292	29,954
Deuda Total/EBITDA	2.2	2.0	1.5	1.2	1.1
Deuda Neta/EBITDA	1.9	1.6	1.2	0.9	0.7
Disponibles					
Deuda Neta/EBITDA objetivo	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
Otros Activos Financieros	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
Capacidad de Endeudamiento	12,095	20,257	35,146	44,614	54,800
Total	13,895	22,057	36,946	46,414	56,600
Tasa de Cambio	3050	3050	2947	2987	2987
Total USD	4.56	7.23	12.54	15.54	18.95
Costos					
Costos barril 1P USD	25	25	25	25	25
Adición a reservas	182	289	501	622	758
Producción anual	-235	-241	-239	-236	-236
En años	0.8	1.2	2.1	2.6	3.2

Fuente: Davivienda Corredores

Grupo Argos

Dando pasos en la dirección correcta

A pesar de un desafiante 2017, el portafolio de Grupo Argos ha sido resiliente a los débiles resultados de Cemargos, su principal activo, en medio del mejor desempeño de Celsia, la generación de caja del negocio inmobiliario y las mayores contribuciones de Odinsa y Opain, vehículos a través de los cuales el grupo aprovechará el mejor desempeño del sector de infraestructura durante los próximos años. A pesar de que nuestra tesis de inversión se ha venido materializando y se mantienen riesgos asociados al elevado apalancamiento, consideramos que el valor justo del portafolio de tierras aun no ha sido reconocido por el mercado, lo que sumado al potencial de valorización frente a su precio actual, soporta nuestra recomendación de SOBREPONDERAR.

Aspectos a destacar

- 1. Nuestro Precio Objetivo para cierre de 2018 es de COP 23,100/acción:** Como resultado de la suma de partes proveniente de las valoraciones individuales que realizamos para cada uno de los activos que hacen parte del portafolio, estimamos un precio objetivo 2018FA de COP 23,100. Por peso dentro del portafolio, Cementos Argos se mantendría como su inversión más significativa (31.0%) seguida de Grupo Sura (25.4%), el portafolio de tierras (15.2%) y Celsia (9.0%). Esperamos que los ingresos y EBITDA consolidado de Grupo Argos mantengan una buena dinámica en 2018 (12% y 25% vs 2017 respectivamente) reflejando mayores aportes de Odinsa y Cemargos al consolidado.
- 2. Gestión eficiente del portafolio se mantendrá como premisa:** Durante 2017 la ejecución de desinversiones de los activos de generación energética por parte de Odinsa, así como la venta de Compas, reafirmaron el compromiso de Grupo Argos por gestionar el portafolio en el sector cementero, energético y de concesiones, los cuales experimentarían un especial crecimiento durante los próximos años, beneficiados tanto del desarrollo de obras y proyectos de infraestructura de 4G, así como por la mejora de las principales cifras macroeconómicas.
- 3. Requerimientos de capital del Grupo y filiales, el principal aspecto a monitorear:** Actualmente Grupo Argos cuenta con una calificación en moneda local de AA+ por parte de BRC Standard & Poor's, como resultado del apalancamiento derivado de una serie de adquisiciones que entre septiembre de 2015 e inicios de 2017 suman cerca de COP 4.5 billones. Lo anterior cobra relevancia si se tiene en cuenta que una capitalización a Odinsa por COP 600 mil millones es altamente probable durante el próximo año.

¿Por qué sobreponderar?

Grupo Argos reorganizó su portafolio para beneficiarse de sectores que serán clave para la recuperación económica, enfocando su estrategia en inversiones que además de tener un amplio potencial de crecimiento, generan valor para sus accionistas. Consideramos que la tesis de inversión continuará materializándose en la medida en la que el mercado reconozca el valor del portafolio de tierras, lo cual se suma al potencial de valorización frente a nuestro precio objetivo.



SOBREPONDERAR

Precio objetivo: 23,100

Potencial: 13.2%
Riesgo: MEDIO
Cierre: COP 20,400
Sector: Holdings
GRUPO ARG CB / GRUPO A CB
Bloomberg: COAR <GO>

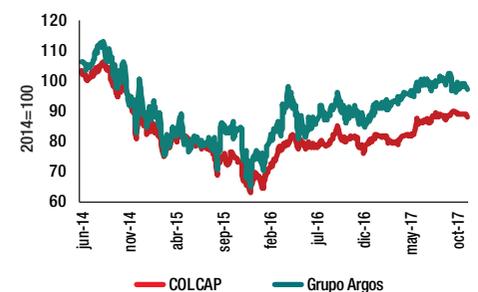
Angie Rodríguez Analista Holdings
 arodriguezv@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92110

Katherine Ortiz Analista Senior Renta Variable
 kortiz@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92134

Información de la acción

Market Cap (COP):	17.1 bn
Flotante:	47.60%
Dividendo (ord.):	310
Dividend yield:	1.51%
% COLCAP:	6.24%
# Acciones	857 mm
P / VL actual:	1.13x
P / U actual:	33.35x
EV / EBITDA actual:	11.34x
Último precio:	20,400
Máx. 52 semanas:	21,880
Mín. 52 semanas:	18,020

► Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

Grupo Argos / Ficha técnica

Descripción de la compañía: Grupo Argos es una de las sociedades de inversión más grandes de Colombia con un portafolio de inversiones cercano a COP 20.8 billones. La compañía invierte principalmente en tres sectores: industrial a través de su participación del 55% en Cementos Argos, energético a través

del 52% en la participación en Celsia e Infraestructura, a través de su participación de 98.55% en Odinsa. Grupo Argos también tiene inversiones en servicios financieros y alimentos a través de su participación en Bancolombia y el Grupo Nutresa; es la primera holding de infraestructura listada en la BVC.

Características de la acción

	2014	2015	2016	2017E	2018E
Acciones en circulación (Mll)	793	818	857	857	857
Cap. Bursátil (COP millones)	16,258,858	13,258,922	15,862,486	18,001,200	18,001,200
Precio (COP/acción)	20,500	16,200	18,505	21,000	21,000
VL (COP/acción)	17,938	18,074	18,207	16,810	18,964
EPS (COP/acción)	657	368	688	564	618
EV (COP millones)	18,542,390	16,611,384	21,089,456	23,759,686	22,229,437
Deuda neta (COP millones)	8,444,193	11,449,650	13,254,738	13,837,360	12,637,360
P/VL	906.40x	733.60x	1.02x	1.25x	1.11x
P/U	24744.44x	36052.46x	26.91x	37.24x	33.95x
EV/EBITDA*	8.3x	6.3x	5.83x	6.96x	5.54x

Balance general

COP millones	2014	2015	2016	2017E	2018E
Activo Corriente	3,736,619	5,667,971	6,251,592	6,465,749	7,091,607.78
Activo No Corriente	30,562,865	36,107,042	38,497,962	38,816,140	42,573,391.18
Activos	34,299,484	41,775,013	44,749,554	45,281,889	49,664,999
Pasivo Corriente	4,067,910	7,001,772	7,211,119	8,085,237	8,867,857
Pasivo No Corriente	9,844,213	11,883,442	13,903,859	14,708,370	16,132,083
Pasivos	13,912,123	18,885,214	21,114,978	22,793,608	24,999,940
Patrimonio	14,226,700	14,792,611	15,606,828	14,409,407	16,255,936
Pasivo+Patrimonio	34,299,484	41,775,013	44,749,574	45,281,889	49,664,999
Interés Minoritario	6,160,661	8,097,188	8,027,768	8,078,874	8,409,123
Deuda Neta/EBITDA	3.80x	4.34x	3.66x	4.05x	3.15x
ROE	3.66%	2.21%	3.78%	3.35%	3.26%
ROA	1.52%	0.78%	1.32%	1.07%	1.07%

Estado de resultados

COP millones	2014	2015	2016	2017E	2018E
Ingresos Operacionales	9,147,299	12,700,304	14,552,884	13,810,934	15,147,779
Costo de Ventas	6,427,247	9,724,072	10,431,473	10,059,392	11,033,102
Utilidad Bruta	2,720,052	2,976,232	4,121,411	3,751,542	4,114,677
Utilidad Operacional	1,663,171	1,625,233	2,436,038	2,071,640	2,272,167
Utilidad Neta	521,133	326,830	589,466	483,383	530,172
EBITDA	2,224,617	2,640,274	3,620,427	3,412,899	4,012,034
Margen EBITDA	24.3%	20.8%	24.9%	24.7%	26.5%

Matriz de correlaciones (datos 12 meses)

	Colcap	Grupo Argos	Cemargos	Celsia	Grupo Sura	Nutresa
Colcap	1.00	0.67	0.58	0.48	0.80	0.47
Grupo Argos	0.67	1.00	0.52	0.37	0.61	0.23
Cemargos	0.58	0.52	1.00	0.28	0.44	0.32
Celsia	0.48	0.37	0.28	1.00	0.38	0.22
Grupo Sura	0.80	0.61	0.44	0.36	1.00	0.29
Nutresa	0.47	0.23	0.32	0.22	0.29	1.00

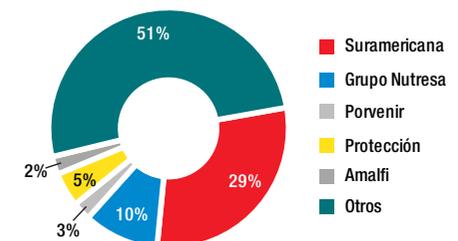
► Presidente: Jorge Mario Velásquez

► IR: Natalia Agudelo

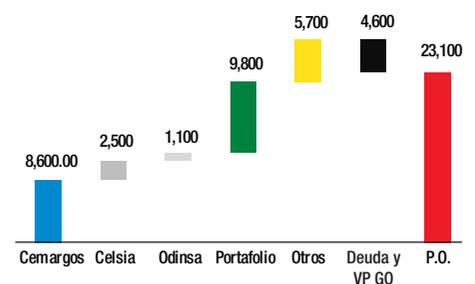
► Vicepresidente Financiero: Alejandro Piedrahíta

► Página web: www.argos.com

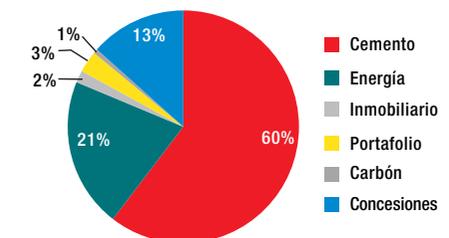
Composición accionaria



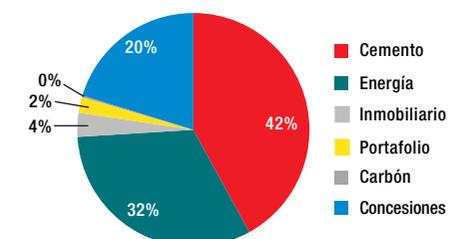
Resumen de la valoración



Ingresos por segmento



EBITDA por segmento



Destacamos que hasta el momento se han negociado 29 mil metros cuadrados y que la Alcaldía de Barranquilla aprobó recientemente el Plan de Ordenamiento Zonal, mediante el cual se podrían desarrollar 223 hectáreas del portafolio disponible.



Otros aspectos relevantes

Cementos Argos (P.O COP 11,500/acción | 32.3% Portafolio):

El desafiante panorama en Colombia, con una caída en el último año de 24% en los precios del cemento y el rezago del inicio de las obras de infraestructura, hicieron de 2017 un año especialmente retador para Cemargos. No obstante, su estrategia de diversificación contribuyó a mitigar la debilidad en Colombia, soportando el crecimiento en la mejora de los márgenes operativos en las demás regionales. Para los próximos años, esperamos que la operación se mantenga sólida soportada en un mayor dinamismo de sus dos principales mercados, aprovechando la holgura en el factor de uso de sus plantas y la integración vertical de sus operaciones. La mejora en el desempeño de la cementera se traduciría en un positivo aporte a los ingresos y EBITDA de Grupo Argos (68%, 43% respectivamente). Los riesgos a monitorear serán mayores retrasos en el inicio de las obras y una menor dinámica en económica en EE.UU.

Grupo Sura (P.O. 42,500 | 25.6% Portafolio):

Con la integración de las operaciones en Latinoamérica de Royal Sun Alliance (RSA), Grupo Sura se consolida como una multilatina líder en el mercado de seguros e inversiones, diversificando su negocio en países con una favorable expectativa de crecimiento, que le permitirán aprovechar su experiencia y liderazgo en el sector. Al impulso que darían las nuevas operaciones se sumaría al desempeño positivo en Colombia, beneficiado de la exposición de sus inversiones (Bancolombia, Grupo Argos y Suramericana) a sectores que serán motor de crecimiento durante los próximos años. A pesar de lo anterior, consideramos que el panorama de riesgos es retador, pues el grupo se enfrentará a retos derivados de la rentabilización de las nuevas adquisiciones, las reformas pensionales y cambios regulatorios que surgen en un escenario de menor rentabilidad a nivel global.

Si bien consideramos que la holding cuenta con el andamiaje corporativo idóneo para enfrentar los retos, nuestras valoraciones (múltiplo de valoración P/VL de 1.1x para SUAM, 1.3x para Suramericana y 1.3x para Bancolombia) sugieren un Precio Objetivo de 42,500/acción con lo cual reiteramos nuestra recomendación de NEUTRAL.

Desarrollo inmobiliario (15.4% Portafolio):

Ajustamos el valor del lote de Riomar de Barranquilla con el IPVN – Índice de Precio de Vivienda Nueva publicado por el DANE, desde el avalúo de Colliers International en 2012 hasta la fecha. De esta manera, el portafolio estaría avaluado en COP 3,51 billones, equivalentes a COP 4,278 por acción. Destacamos que hasta el momento se han negociado 29 mil metros cuadrados y que la Alcaldía de Barranquilla aprobó recientemente el Plan de Ordenamiento Zonal, mediante el cual se podrían desarrollar 223 hectáreas del portafolio disponible.

Con esta información, el valor por metro cuadrado del portafolio sería de COP 262 mil, muy por debajo del precio promedio de transacciones en la zona ~COP 800 mil, respaldando nuestra tesis de que su valor justo no ha sido reconocido en el precio de mercado.

Portafolio Ajustado Barranquilla	Valoración Colliers 2012	Valor ajustado por IPVN	Valor ajustado (COP/m ²)
Barranquilla - Riomar	1,377,734	2,013,111	261,707
Otros	1,505,599	1,505,599	33,665
Total (COP mn)	2,883,333	3,518,711	67,131

Celsia (P.O COP 5,200/acción | 8.0% Portafolio):

Luego de la recuperación que logró la compañía después del fenómeno de “El Niño”, cumpliendo nuestras expectativas de manera satisfactoria, prevemos un futuro retador en términos de crecimiento y mejora de la rentabilidad. Además de la entrada en operación de los proyectos del Plan5Caribe, no vemos catalizadores para un aumento importante en la rentabilidad en el corto plazo, y por el contrario si importantes riesgos como: i) presiones a la baja en los precios de la energía (bolsa y contratos) ante la mayor oferta hídrica por la entrada en operación de nuevas plantas, ii) mayor CAPEX en 2018 que requeriría aumento de la deuda y presión en la utilidad por los gastos financieros.

Nutresa (P.O. COP 30,300/acción | 5.2% Portafolio):

Sus exitosas estrategias de ajuste en precios, diversificación geográfica y coberturas de materias primas le han permitido adaptarse y mostrar buenos resultados financieros incluso en medio de un entorno macroeconómico retador y cumplir con las guías financieras que brinda al mercado. Lo anterior, sumado a un panorama económico más favorable para 2018 en Colombia ante la expectativa de un repunte en el consumo de los hogares, menores gastos financieros derivados de la reducción en el apalancamiento y disminución de tasas de interés soportan nuestra expectativa positiva para el desempeño de Nutresa. Así pues, reiteramos nuestra visión de valor en la compañía y actualizamos nuestra recomendación a SOBREPONDERAR.

Odinsa (4.0% Portafolio):

Con la adquisición de Odinsa (98.5% del capital accionario), Grupo Argos le apuesta a un portafolio integrado de inversiones en el sector de infraestructura a través de una compañía con una larga trayectoria en la gestión, construcción y operación de proyectos de infraestructura. Con el cambio de enfoque estratégico, se han realizado desinversiones en activos de generación energética (GENA y GENPAC) y en puertos y concesiones no controladas (Santa Marta – Paraguachón y SPSM) ante la necesidad de fortalecer su estructura de capital para responder a la presión del flujo de caja dados los aportes de capital que requieren los nuevos proyectos (Pacífico 2, malla vial del Meta y Green Corridor); adicionalmente, y de acuerdo con pronunciamientos de la agencia calificadora Fitch y de las directivas de Odinsa, en 2018 se realizaría una capitalización de COP 600 mil millones por parte de Grupo Argos.

Pactia (4.9% Portafolio):

Durante 2017 Pactia se constituyó como un Fondo de Capital Privado lo que permitió el ingreso del Fondo de Pensiones Protección, con un compromiso de inversión de COP 600 mil millones en un periodo de 3 años. Actualmente cuenta con COP 2.8 billones de activos y un área bruta arrendable (GLA) de 518,481 m², que espera incrementar en 200 mil m², para llegar a 720 mil m² en 2019. Consideramos que este vehículo constituye una oportunidad para Grupo Argos de utilizar algunas de sus tierras y conseguir financiación en los mercados de capitales para extender su negocio a países con interesantes perspectivas de desarrollo inmobiliario; esperamos que el margen NOI se mantenga en promedio en 69%, apalancando la generación de caja del grupo.

Sator (0.2% Portafolio):

Incluimos esta inversión en nuestro ejercicio a su valor en libros e incluimos los COP 407 mil millones en la caja procedente de la venta del 50% de la participación en Compas. Consideramos que la venta de esta inversión se realizó en términos

Un panorama económico más favorable para 2018 en Colombia ante la expectativa de un repunte en el consumo de los hogares, menores gastos financieros derivados de la reducción en el apalancamiento y disminución de tasas de interés soportan nuestra expectativa positiva para el desempeño de Nutresa.



favorables para Grupo Argos, teniendo en cuenta que representa 25x el valor del EBITDA de 2016 y equivale a una TIR de 25.8% sobre su inversión.

Valoración

El método de valoración utilizado es suma de partes, bajo los siguientes parámetros:

1. Descuento histórico de 7%, teniendo en cuenta el promedio de los últimos 5 años del valor al que ha transado GA vs su portafolio en el mercado.
2. Utilizamos los Precios Objetivo de Bancolombia, Grupo Nutresa, Celsia y Grupo Suramericana.
3. Incluimos en nuestra valoración a EPSA y PACTIA mediante un ejercicio de Flujo de Caja Libre Descontado.
4. Los activos del portafolio inmobiliario fueron incluidos al valor del avalúo realizado por la firma Colliers International, y el valor de los lotes de Riomar en Barranquilla fue actualizado con el IPVN publicado por el DANE.
5. SATOR está incorporado al valor en Libros de cierre de 2015 y Odinsa al precio de adquisición
6. Deuda de la Holding al primer semestre de 2017 y valor presente de los gastos administrativos descontados a un Ke de 12.9%, incluyendo la caja generada por la venta de COMPAS.

Resumen de la valoración				
Compañía	Número de acciones	Precio Objetivo	Valor (COP mm)	Peso portafolio
Grupo Sura	134,795,646	42,500	5,728,815	25.1%
PFGrupoSura	2,219,207	42,500	94,316.30	0.4%
Cemargos	637,323,670	11,000	7,010,560	32.3%
Celsia	391,683,307	5,200	2,036,753	8.0%
Nutresa	39,108,203	30,300	1,184,978.55	5.2%
Bancolombia	7,701,958	32,600	250,313.64	1.1%
Odinsa	107,335,638	8,500	912,353	4.0%
EPSA	41,134,405		750,117	3.3%
Pactia			1,126,356	4.9%
Situm			3,518,711	15.4%
Compas			-	0.0%
Sator			37,604	0.2%
Total Inversiones			22,650,878	
Deuda Neta			1,283,000	
VP GO			1,052,661	
Valor del portafolio neto			20,315,218	
Descuento histórico			6.9%	
Valor del portafolio con descuento			18,913,468	
Número de acciones mm			818	
Precio Objetivo			23,100	

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2018FA de COP 23,100/acción. Consideramos que el impulso que dará a los resultados la recuperación que presentaría Cemargos, sumado a la estabilidad esperada en los resultados de Celsia y la mayor contribución de Odinsa dada la adquisición de Opain respaldarían a las cifras del Grupo, compensando los ajustados indicadores de apalancamiento y los elevados requerimien-

tos de capital por parte de las filiales, soportando nuestra recomendación de SOBREPONDERAR, toda vez que esperamos que nuestra tesis de inversión se siga materializado permitiendo capturar el potencial de valorización frente al precio actual.

Análisis de sensibilidad al precio objetivo

Precio de Nutresa vs. Precio de Grupo Sura

Evaluamos el cambio en el Precio Objetivo frente a variaciones en el precio objetivo de Grupo Nutresa y el de Grupo Sura (30,300 y 42,500, respectivamente). De esta manera, un incremento de 5% en el precio objetivo de Nutresa se reflejaría en un incremento de COP 100/acción en nuestro P.O., mientras que una disminución de 5% en el precio de Grupo Sura se traduciría en una disminución en el precio de COP 300/acción.

		Nutresa = COP 30,300				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
Grupo Sura = COP 42,500	-10.0%	22,300	22,400	22,400	22,500	22,600
	-5.0%	22,600	22,700	22,800	22,800	22,900
	0.0%	23,000	23,000	23,100	23,200	23,200
	5.0%	23,300	23,400	23,400	23,500	23,600
	10.0%	23,600	23,700	23,800	23,800	23,900

Deuda de la holding vs. Valor presente de los gastos administrativos (SG&A).

Estimamos el impacto en el Precio Objetivo frente a variaciones en el valor presente de los gastos administrativos (VP SG&A) y endeudamiento de la holding. De esta manera, un incremento de 10% en el VP SG&A tendría un impacto negativo en nuestro precio objetivo de COP 100/acción y del mismo modo, una disminución de 5% en el endeudamiento separado de la holding se reflejaría en un incremento de COP 100/acción.

		VP SG&A				
		-15%	-10%	0%	10%	15%
Deuda de la holding	-10.0%	23,400	23,400	23,200	23,100	23,000
	-5.0%	23,400	23,300	23,200	23,000	22,900
	0.0%	23,300	23,300	23,100	23,000	22,900
	5.0%	23,300	23,200	23,000	22,900	22,800
	10.0%	23,200	23,100	23,000	22,800	22,800

Grupo Aval

Apoyado en su estrategia multimarca

El adverso panorama económico que se tradujo en un acelerado aumento de las provisiones, sumado al escándalo de corrupción en Ruta del Sol II, han tenido un impacto negativo específicamente durante el último año de operaciones del Grupo. No obstante, esperamos un mejor desempeño para 2018 (principalmente el segundo semestre), como resultado de un menor costo del crédito (2.1% 2017E vs 2.0% 2018E); y un repunte del crecimiento de la cartera (9.2% 2017E vs 13.2% 2018E) lo anterior llevaría a una expansión en el ROAE hasta 14.5% desde 13.7% estimado para 2017. Por último, monitorearemos riesgos reputacionales y financieros que puedan derivarse del desenlace de las investigaciones por Ruta del Sol II.

Aspectos a destacar

- 1. Para finalizar 2018, estimamos un Precio Objetivo para Grupo Aval de COP 1,250/acción:** Nuestro ejercicio de valoración es resultado de: i) un crecimiento anual de 13.7% en la cartera consolidada, ii) unos ingresos netos por interés de COP 12.1 bn, presentando un incremento anual de 12.6%, iii) utilidad neta 2018E de COP 2.54 bn, aumentando 13.7% anual, ROAE de 14.5%. iv) crecimiento de la cartera neta de 13.2% anual y v) costo del *Equity* de 12.8%.
- 2. Fuentes diversificadas de generación de valor.** Grupo Aval participa en el negocio bancario a través de Banco Popular, Occidente, Av Villas y Banco de Bogotá, donde se generan ~ 78% de las utilidades; en el negocio de pensiones a través de Porvenir que aporta ~ 17% de las utilidades y cuenta con exposición al sector real a través de Corficolombiana que contribuye con ~5% de las utilidades. Por otra parte, con la exposición a Centro América a través de Banco de Bogotá genera el ~33% de sus utilidades fuera de Colombia. Derivado de lo anterior, tiene la capacidad de sobreponerse de forma más rápida a coyunturas adversas como la que ha atravesado en Colombia desde 2016.
- 3. Desarrollo de sinergias entre sus filiales, que favorecen su capacidad de crecimiento y la eficiencia.** Las filiales del Grupo Aval se benefician de múltiples sinergias comerciales y operativas como la integración en sus canales de distribución y oficinas, campañas de mercadeo unificadas, desarrollo de infraestructura tecnológica, que continuarán contribuyendo a un mejor indicador de eficiencia (hoy el mejor entre los bancos colombianos) y fortalecer su posición de negocio.

¿Por qué subponderar?

La rentabilidad continuaría por debajo de su promedio histórico (17%), múltiples reflejan un encarecimiento relativo (P/VL ajustado por ROE justo 1.51x vs P/VL actual 1.92x) y nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo inferior al precio actual de mercado, lo cual sugiere que éste ya tiene incorporado el mejor desempeño que anticipamos para 2018.



SUBPONDERAR
Precio Objetivo: 1,250

Potencial: -5.7%
Riesgo: MEDIO
Cierre: COP 1,325
Sector: Financiero
PFAVAL CB / AVAL CB
Bloomberg: COAR GO

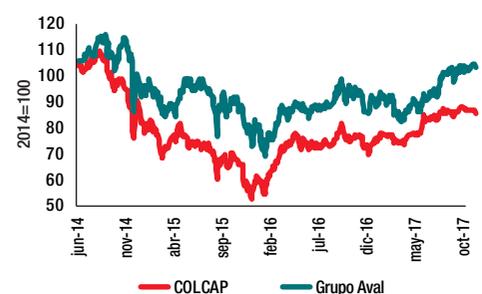
Cristina Manotas Analista sector financiero
 cmanotas@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92473

Katherine Ortiz Analista Senior Renta Variable
 kortiz@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92134

Información de la acción

Market Cap (COP):	30.0 bn
Flotante:	48.7%
Dividendo anual (COP):	58.8
Dividend yield:	4.4%
% COLCAP:	5.6%
# Acciones	22 mil mm
P / VL actual:	1.92x
P / E actual:	13.9x
Último precio:	1,325
Máx. 52 semanas:	1,345
Mín. 52 semanas:	1,110

► Comportamiento mercado base



Fuente: Bloomberg

Grupo Aval / Ficha técnica

Descripción de la compañía: Grupo Aval es el principal conglomerado financiero colombiano, conformado por Banco de Bogotá, Banco de Occidente, Banco Popular, Banco AV Villas, la Sociedad Administradora de Pensiones y Cesantías Porvenir S.A. y cuenta con una participación en Corficolombiana a través

de sus filiales, con lo cual se convierte en un vehículo idóneo para tener exposición a las oportunidades que ofrece el sector financiero nacional. Adicionalmente cuenta con presencia en Centroamérica a través de BAC Credomatic, banco líder en el segmento de tarjetas de crédito.

Resumen

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
Acciones en circulación (mil millones)	22	22	22	22	22
Cap. Bursátil (COP mil millones)	24,286	27,071	29,857	29,857	29,857
Precio (COP/acción)	1,090	1,215	1,340	1,340	1,340
VL (COP/acción)	654	700	762	814	880
EPS (COP/acción)	92	96	100	114	130
P/VL	1.7x	1.7x	1.8x	1.6x	1.5x
P/U	11.9x	12.7x	13.4x	11.8x	10.3x

Balance general

COP mil millones	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
Disponible	22,285	22,193	24,023	27,191	30,962
Inversiones netas	29,580	27,629	28,278	32,008	36,447
Cartera neta	141,828	150,899	164,385	186,068	211,874
TOTAL ACTIVOS	216,679	224,074	241,490	273,635	311,494
Depósitos	135,955	143,887	157,079	177,798	202,457
Otros pasivos	57,818	55,527	57,489	67,374	78,939
PASIVO	193,773	199,415	214,568	245,172	281,396
PATRIMONIO	14,568	15,602	16,982	18,133	19,601
Pasivos+Patrimonio+Int. Min.	216,679	224,074	241,490	273,635	311,494

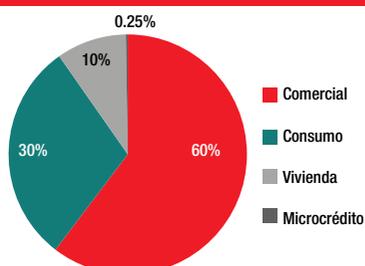
Estado de resultados

COP mil millones	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
Ingreso neto por interés	8,594	9,155	10,786	12,142	13,935
Ingreso Neto por comisiones	3,636	4,271	4,644	5,251	5,975
Ingresos operacionales netos	12,231	13,425	15,429	17,393	19,909
Gastos en provisiones	-1,926	-2,828	-3,452	-3,875	-4,365
Utilidad Neta	2,042	2,140	2,233	2,540	2,906
Margen neto	23.8%	23.4%	20.7%	20.9%	20.9%

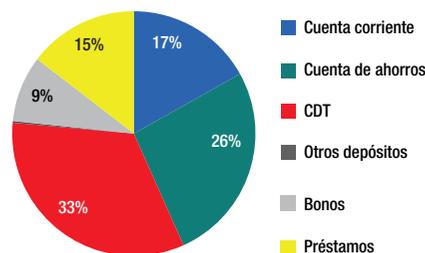
Indicadores Financieros

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
<i>Margen neto de interés NIM</i>	5.2%	5.3%	5.8%	5.8%	5.9%
Eficiencia	51.9%	53.2%	52.7%	52.5%	52.4%
Calidad	2.40%	3.00%	3.10%	3.07%	3.05%
Cubrimiento	106%	92%	95%	97%	98%
Gasto en provisiones/Cartera	1.4%	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%
Patrimonio/Activos	6.7%	7.0%	7.0%	6.6%	6.3%
Cartera/Activos	65%	67%	68%	68%	68%
Depósitos/Cartera	96%	95%	96%	96%	96%
ROA	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
ROAE	14.6%	14.2%	13.7%	14.5%	15.4%

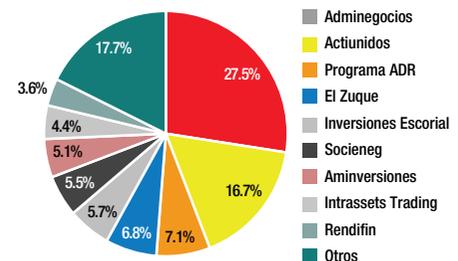
Composición cartera



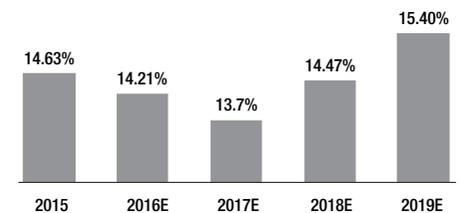
Fondeo



Composición accionaria



ROAE

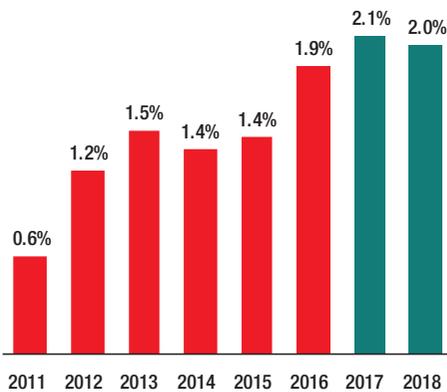


Comparables (ROE vs PVL) actuales

Banco	P/VL	ROE
Credicorp	1.78x	18.12%
Banco de Chile	2.28x	18.97%
Banco Santander	2.24x	17.29%
ITAU	1.78x	18.70%
Santander Mexico	1.80x	15.76%
Bradesco	1.43x	17.39%
Davivienda	1.13x	15.70%
BCI	1.54x	14.72%
Bancolombia	1.4x	11.6%
Grupo Aval	1.76x	13.7%
Promedio	1.69x	16.4%

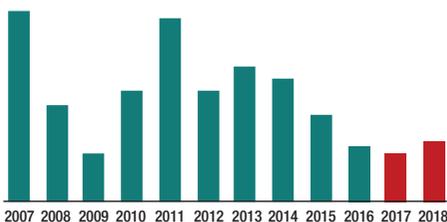
- ▶ Presidente de J. Dir.: Luis Carlos Sarmiento Angulo
- ▶ Presidente: Luis Carlos Sarmiento Gutiérrez
- ▶ Vicepresidente Senior Financiero: Diego Solano
- ▶ Vicepresidente IR y Jurídico: Tatiana Uribe
- ▶ Página web: www.grupoaval.com.co

Costo de Crédito



Fuente: Grupo Aval | Cálculos: Davivienda Corredores

Crecimiento económico en Colombia (%)



Fuente: DEEE Grupo Bolívar | Cálculos: Davivienda Corredores

Hipótesis de valor

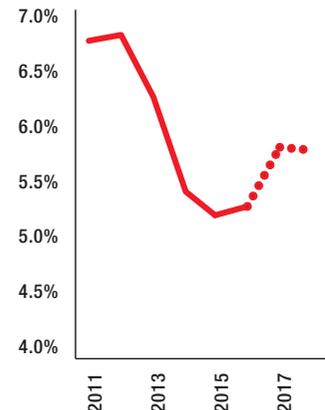
- > **Operación colombiana muestra una mejor calidad de activos que el resto del sistema:** Grupo Aval ha mantenido históricamente una calidad de los activos mejor que la de sus pares en Colombia en las diferentes modalidades, con un diferencial promedio en este indicador de 56 pbs en la cartera comercial, 70 pbs en consumo y 270 pbs en vivienda. Así, mientras el sistema (excluyendo bancos Aval) cerró el primer semestre de 2017 con un indicador de calidad de la cartera total de 5.04%, el de Grupo Aval se ubicó en 3.73%. Esperamos que este diferencial se mantenga, e incluso se amplíe, en 2018 una vez se terminen de provisionar casos puntuales en la cartera comercial (Electricaribe, Ruta del Sol, etc) que han impactado fuertemente la calidad de la modalidad comercial.
- > **Principal gestor de fondos de pensiones y cesantías en Colombia:** Con activos administrados por USD 33.8 bn y una participación de mercado de 43% sobre el total de los AUMs privados de Colombia, a través de Porvenir, Grupo Aval es el principal gestor de activos en Colombia. Porvenir representa el ~17% de la utilidad neta del Grupo y contribuye amplia y positivamente a la rentabilidad dado un nivel de ROE ~ 29%.
- > **Grupo Aval es uno de los conglomerados financieros más rentables de Colombia:** La diversificación de las inversiones del Grupo Aval en sectores con potencial de desarrollo en el país, le ha permitido mantener una rentabilidad histórica por encima del 15% en promedio, contribuyendo así a continuar con su plan expansivo tanto nacional como internacional.
- > **El crecimiento en la cartera podría beneficiarse de los requerimientos de financiación de los proyectos de infraestructura 4G:** La modalidad comercial se mantiene como la más representativa (65% de la cartera total); sin embargo, su participación se ha reducido de forma constante frente al 69% que registró en 2013, como resultado de la estrategia de aumentar la penetración en los productos de crédito para la banca de personas. Es probable que la cartera comercial aumente nuevamente su participación de 2018 en adelante gracias al impulso de los desembolsos para los proyectos de infraestructura, los cuales se han retrasado más allá de lo previsto.

Riesgos

- > **Cambios regulatorios generan nuevos y grandes retos:** Los bonos subordinados que tradicionalmente han emitido los bancos colombianos ya no computarán en el patrimonio técnico para las emisiones que se realicen después de diciembre de 2017. Si bien esto es positivo en términos de la calidad del capital, plantea retos en términos de su capacidad para estructurar instrumentos que incorporen mecanismos de absorción de pérdidas, y a la vez, sean atractivos para los inversionistas tradicionales acostumbrados a posturas conservadoras en términos de riesgo de crédito. A lo anterior se suma la nueva regulación de conglomerados financieros, ya que permitirá que el supervisor ejerza funciones de vigilancia sobre el Grupo y aumente la exigencia en términos de la gestión integral de riesgos, revelación de información y estándares de capital.

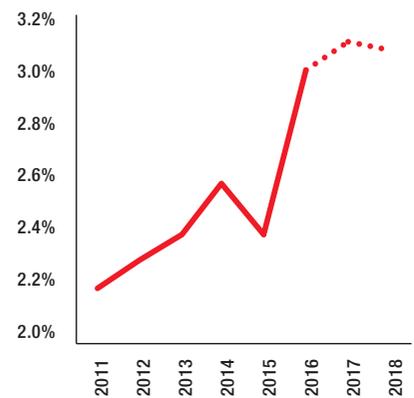
- > **NIM podría impactarse por disminución en las tasas de interés:** Teniendo en cuenta que la operación colombiana está enfocada principalmente en cartera comercial, podríamos ver una reducción mayor en el margen de intermediación de los bancos del Grupo, frente al sistema, que limitaría la expansión del ROE.
- > **Atentos a desenlace en investigaciones relacionadas con Ruta del Sol II:** Corficolombiana (58% de Grupo Aval) ha visto frenado su crecimiento por las investigaciones de corrupción de la concesión Ruta del Sol II, donde Corficolombiana tiene una participación de 33%. Este hecho generó una pérdida por deterioro (COP 102 mil mm) que impactó las utilidades del Grupo. No descartamos que en el futuro se deban hacer castigos adicionales teniendo en cuenta que aún hay un excedente por COP 252 mil mm en el valor en libros de esta inversión. Así mismo, las utilidades de Corficolombiana podrían continuar débiles hasta tanto no se ejecuten los nuevos proyectos de 4G.
- > **Reducción gradual del ROE:** La coyuntura macroeconómica, cambios regulatorios, y elevada competencia han derivado en una reducción gradual del ROAE que pasó de 22% en 2011 a 13.7% estimado para 2017. Es cierto que para 2018 podría darse una expansión hasta 14.5%, sin embargo, incrementar los niveles de rentabilidad más allá de un 16% en el largo plazo será todo un reto teniendo en cuenta la elevada competencia y las nuevas macro tendencias en el sector.

NIM



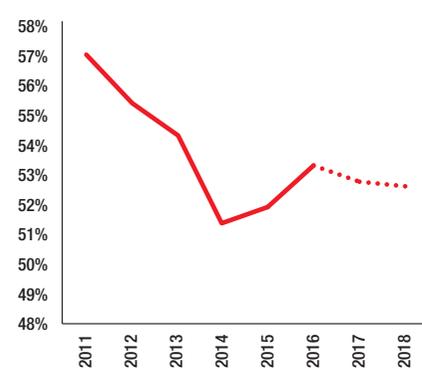
Fuente: Grupo Aval | Cálculos: Davivienda Corredores

Calidad de la cartera



Fuente: Grupo Aval | Cálculos: Davivienda Corredores

Eficiencia

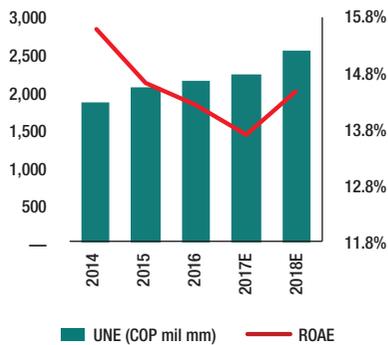


Fuente: Grupo Aval | Cálculos: Davivienda Corredores

Proyecciones

- > **Cartera de créditos:** En una base anual, la cartera consolidada a 2018 crecería 13.2% principalmente impulsada por el aumento que se presentaría en la cartera de consumo (+19.4%) a razón de menores tasas de interés causadas por los recortes en la tasa repo del Banco de la República y el nuevo cálculo de la tasa de usura. Asimismo, la cartera comercial tendría un crecimiento de 10.6% (mostrando un repunte de 310 pbs frente al crecimiento de esta en 2017E) y la cartera hipotecaria 9.5% (modalidad en la que busca expandir su participación en el mercado a través de planes como ComboHogar).
- > **Ingresos netos por interés:** A 2018 se presentaría un crecimiento anual de 12.6% en los ingresos netos por interés, ubicándolos en COP 12.14 bn, influenciados por los recortes en la tasa repo que permitirían que la tasa de colocación para dicho año se ubique en 11.0%, 20 pbs menos que la estimada a 2017. Lo anterior llevaría a que el NIM se consolide en 5.79% frente a 5.83% estimado en 2017.
- > **Calidad y Eficiencia:** Estimamos un indicador de calidad y de eficiencia del Grupo para 2018, en 3.0% y 52.5% respectivamente, frente a 3.1% y 52.7% estimados a 2017. Estos indicadores empezarían a mostrar una mejora paulatina debido a que esperamos que no se causen deterioros adicionales en la cartera, especialmente en la cartera comercial, lo que nos llevaría a un costo de crédito alrededor del 2.0%, desde 2.1% a 2017E.
- > **Utilidad Neta y ROAE:** A 2018 estimamos que Grupo Aval alcance una utilidad de COP 2.54 bn, un crecimiento anual de 13.7% debido a una desaceleración en el gasto por provisiones; se espera a dicha fecha tener cubiertos los eventos

Comportamiento ROAE frente a Utilidad Neta



Fuente: Grupo Aval | Cálculos: Davivienda Corredores

corporativos que actualmente afectan su operación (Electricaribe y Ruta del Sol). Lo anterior, ubica el ROAE de la compañía para 2018 en 14.5%, 80 pbs más que lo estimado para 2017 (13.7%).

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Para estimar el valor de la acción del Grupo, utilizamos dos metodologías: i) Ingreso Residual, el cual tiene un peso de 70% en nuestro Precio Objetivo y ii) Valoración por múltiplos de mercado (P/VL ajustado por ROE), pesando el 30%.

Método	Peso	2018 FA
Ingreso residual	70%	1,270
P/VL (ajustado por ROE) @1.49x	30%	1,216
Precio Objetivo 2018 FA	100%	1,250

Ingreso Residual

A través de esta metodología, hemos obtenido un valor justo 2018FA de COP 1,270/acción, utilizando un costo de capital de 12.8%.

Múltiplos de Valoración

Esta metodología utiliza el múltiplo de P/VL 2018E @1.49x, de las entidades comparables con Grupo Aval. En este sentido, el valor de Grupo Aval sería COP 1,216/acción.

Nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2018FA de COP 1,250/acción, equivalente a un margen de apreciación de -5.7% y una recomendación de SUBPONDERAR. Asignamos un riesgo MEDIO a nuestra valoración pues, aunque existen ciertos riesgos macroeconómicos que se pueden materializar en los resultados, el Grupo cuenta con todo el andamiaje corporativo para hacer frente a esta situación.

Análisis de sensibilidad

- > Nuestro primer ejercicio de sensibilidad estudia la variación del Precio Objetivo del grupo frente a variaciones en el costo del *equity* (K_e) y el crecimiento a perpetuidad G . El caso base contempla un costo del *equity* de 12.8% y un crecimiento a perpetuidad (G) de 4.5%

	1,250	Costo del <i>equity</i>				
		-1.0%	-0.5%	0%	0.5%	1.5%
Perpetuidad	-5.0%	1,200	1,200	1,190	1,180	1,180
	-1.0%	1,260	1,250	1,230	1,230	1,200
	0.0%	1,280	1,270	1,250	1,240	1,210
	1.0%	1,320	1,290	1,270	1,250	1,230
	1.5%	1,330	1,310	1,280	1,270	1,240

Fuente: Davivienda Corredores

- > Nuestro segundo ejercicio contempla variaciones en los indicadores de calidad y eficiencia. Es importante resaltar que en la medida en que estos indicadores

se encuentren más cercanos a cero, refleja una estructura operacional más eficiente y una cartera de créditos más sana. Nuestro caso base tiene una calidad de 3.0% y un indicador de eficiencia de 52.5%.

		Calidad				
		-0.8%	-0.4%	0%	0.4%	0.8%
Eficiencia	-2.0%	1,020	1,130	1,230	1,340	1,440
	-1.0%	1,030	1,130	1,240	1,340	1,450
	0.0%	1,040	1,150	1,250	1,360	1,460
	1.0%	1,050	1,160	1,260	1,370	1,470
	2.0%	1,060	1,160	1,270	1,370	1,480

Fuente: Davivienda Corredores

Grupo Energía Bogotá

La joya del Distrito

Mantenemos a EEB como uno de nuestros **TOP PICKS** para 2018, dándole continuidad a la tesis de inversión identificada originalmente, y que en nuestro concepto aún no se ha visto reconocida en el precio de mercado a pesar de la valorización de 12.4% en lo corrido del año. Nuestra tesis de inversión se basa en i) una compañía subvalorada (13% potencial) que tiene la capacidad para generar flujos de caja estables y crecientes que le permitirán apalancar su ambicioso plan de CAPEX a 2020 (USD 1,580 mm) y continuar generando valor a los accionistas, y ii) mayor protagonismo en el mercado local derivado del proceso de democratización que beneficiará la liquidez de la especie y permitiría un ajuste del precio acorde a sus fundamentales.

Aspectos a destacar

- 1. Portafolio del Grupo EB continúa subvalorado:** Tres compañías representan el 74% del valor del portafolio del Grupo, que aún valoradas a múltiplos conservadores (EV/EBITDA 2018FA para Codensa, Emgesa y TGI de 7.65x, 9.4x y 7.2x respectivamente), nuestro Precio Objetivo presenta un potencial de valorización de 13%. Destacamos, además, los elevados márgenes de rentabilidad frente a sus pares (M. EBITDA: 80% en TGI, 56% Emgesa, 34% Codensa), y el aporte de ~COP 1.8 bn anuales al EBITDA del Grupo, constituyendo la más importante fuente de generación de caja de la compañía para financiar los negocios en desarrollo durante los próximos años.
- 2. Proceso de democratización, el catalizador de corto plazo:** GEB cuenta con un flotante de 20.2%, distribuido en 18% institucionales y 2.2% otros inversionistas, lo que explica el bajo volumen de negociación y de liquidez. El proceso de democratización ayudaría a la liquidez aumentando el flotante y por tanto el ponderador en el COLCAP, llegando a ser la tercera o cuarta acción más representativa del índice. Lo anterior a su vez sería un catalizador para el precio, que en un mejor escenario de formación de precios en el mercado, el valor justo debería reflejarse de manera más cercana.
- 3. Negocios maduros continuarían apalancando el plan de expansión y atractivo retorno por dividendos:** El aporte en EBITDA y dividendos de TGI, Emgesa y Codensa, negocios que se encuentran en una fase de madurez, ha sido clave para alcanzar una ejecución de CAPEX de USD 1,550 mm y un retorno por dividendos promedio de 4.94% durante los últimos 5 años. Esperamos que hacía adelante los beneficios de estos negocios maduros continúen impulsando la creación de valor a los accionistas.

¿Por qué sobreponderar?

El portafolio diversificado por regiones y negocios de la GEB, así como su flujo de caja estable y sus oportunidades de crecimiento a corto plazo, hacen de GEB una elección estratégica. Consideramos que el mercado aún no reconoce el potencial del emisor teniendo en cuenta que solo el valor de las inversiones de TGI, Emgesa y Codensa superan el valor actual que el mercado le estaría reconociendo al grupo.



SOBREPONDERAR
Precio Objetivo: 2,300

Potencial: 13%
Riesgo: MEDIO
Cierre: COP 2,035
Sector: Energía
EEB CB

Bloomberg: COAR GO>

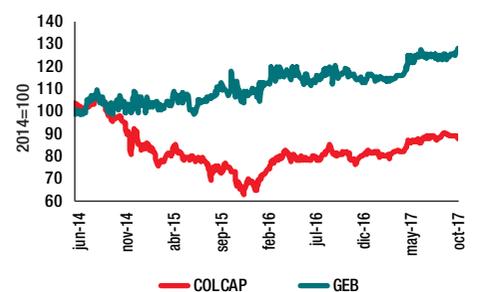
Ricardo Sandoval Analista sector energía
rsandoval@corredores.com
(571) 312 3300, ext. 92257

Katherine Ortiz Analista Senior Renta Variable
kortiz@corredores.com
(571) 312 3300, ext. 92134

Información de la acción

Market Cap (COP):	18.7 bn
Flotante:	20.02%
Dividendo anual (COP):	99
Dividend yield:	4.86%
% COLCAP:	4.38%
# Acciones	9,181 mm
P / VL actual:	1.63x
P / E actual:	17.0x
EV / EBITDA actual:	11.5x
Último precio:	2,035
Máx. 52 semanas:	2040
Mín. 52 semanas:	1770

► Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

Grupo Energía Bogotá / Ficha técnica

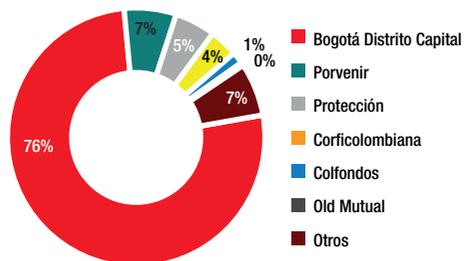
Descripción de la compañía: El Grupo de Energía de Bogotá ha logrado consolidarse como el primer grupo empresarial en el sector energético colombiano. Su casa matriz es la Empresa de Energía de Bogotá, dedicada al transporte de energía eléctrica. En el negocio del transporte y distribución de gas natural, cuenta con el control accionario de TGI, la mayor transportadora de gas

natural en Colombia. En Perú cuenta con Contugas y Cálidda, en Brasil posee el 51% de 4 líneas de transmisión eléctrica a través de su canal de inversión Gebbras y en Guatemala tiene a TRECSEA. Dispone de un portafolio de inversiones en empresas del sector energético en Colombia, como Emgesa, Codensa, Gas Natural, Promigas, EEC, EMSA e ISA.

Características de la acción

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Acciones en circulación (MII)	9,181	9,182	9,182	9,182	9,182
Cap. Bursátil (COP millones)	15,791,624	15,802,527	18,364,354	18,364,354	18,364,354
Precio (COP/acción)	1,720	1,721	2,000	2,000	2,000
VL (COP/acción)	1,096	1,269	1,323	1,456	1,607
EPS (COP/acción)	116	148	159	181	206
EV (COP millones)	24,384,319	23,418,338	26,327,084	26,223,004	27,083,109
Deuda neta (COP millones)	8,042,432	7,238,084	7,313,162	7,143,690	7,929,473
P/VL	1.57x	1.36x	1.51x	1.37x	1.24x
P/U	14.89x	11.65x	12.59x	11.06x	9.73x
EV/EBITDA*	13.49x	8.97x	9.41x	8.63x	8.24x

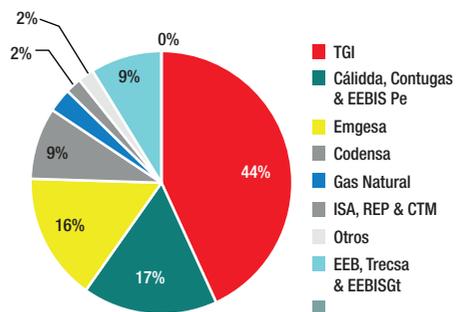
Composición accionaria



Balance general

COP millones	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Activo Corriente	2,148,365	2,545,297	2,429,176	2,677,493	2,969,942
Activo No Corriente	21,686,994	20,944,501	22,799,412	23,823,910	24,612,022
Activos	23,835,359	23,489,798	25,228,587	26,501,403	27,581,965
Pasivo Corriente	1,743,446	1,189,780	2,481,511	2,833,808	3,438,030
Pasivo No Corriente	11,478,294	10,269,368	9,952,013	9,584,453	8,596,832
Pasivos	13,221,740	11,459,148	12,433,525	12,418,261	12,034,861
Patrimonio	10,063,356	11,652,923	12,145,494	13,368,182	14,757,822
Pasivo+Patrimonio	23,285,096	23,112,071	24,579,019	25,786,443	26,792,683
Interés Minoritario	550,263	377,727	649,568	714,960	789,282
Deuda Bruta/Patrimonio	88.6%	76.9%	66.8%	67.3%	44.9%
Deuda Bruta/EBITDA*	4.93x	3.44x	2.90x	2.96x	2.02x

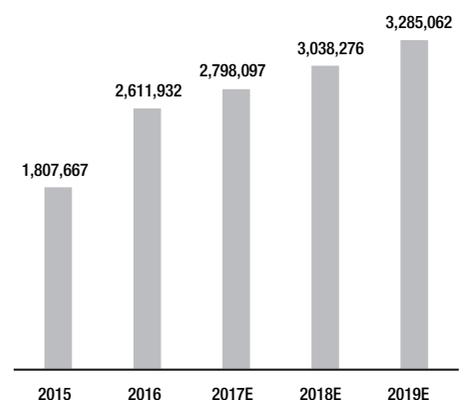
*EBITDA (COP miles de millones)



Estado de resultados

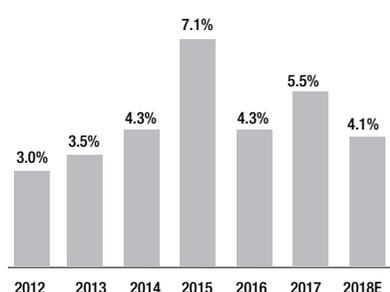
COP millones	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Transmisión Eléctrica	195,717	274,508	288,827	348,069	470,769
Transporte de Gas	1,215,232	1,316,145	1,165,316	1,343,396	1,445,463
Distribución Electricidad	359,248	-	(0)	-	-
Distribución Gas Natural	1,649,413	1,542,174	1,771,670	1,864,101	2,027,689
Ingresos Operacionales	3,419,610	3,132,827	3,225,813	3,555,565	3,943,922
Costo de Ventas	2,307,315	1,979,739	1,927,998	2,020,562	2,217,344
Utilidad Bruta	1,112,295	1,153,088	1,297,816	1,535,003	1,726,578
Utilidad Operacional	1,070,860	1,079,518	1,221,067	1,455,646	1,644,839
Margen Operacional	31%	34%	38%	41%	42%
Utilidad Neta	1,060,468	1,355,928	1,459,051	1,660,403	1,887,761
EBITDA*	1,807,667	2,611,932	2,798,097	3,038,276	3,285,062

*EBITDA (COP millones)

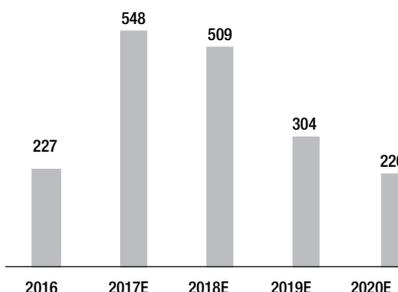


*EBITDA incluye ingresos por dividendos e intereses

Rentabilidad por dividendo

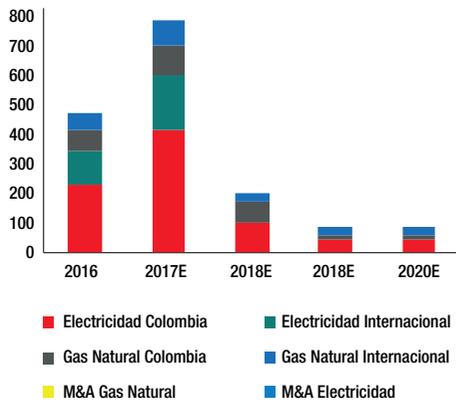


CAPEX Compañías controladas (USD mm)



- ▶ Presidente: Astrid Álvarez
- ▶ Vicepresidente Financiero: Felipe Castilla
- ▶ IR: Julián Naranjo / jnaranjo@eeb.com.co
- ▶ Página web: www.grupoenergidebogota.com

Guía de CAPEX



Fuente: GEB

Presencia en Perú



Fuente: Cálidda

Hipótesis de valor

- > **Mezcla de negocios maduros y con potencial de crecimiento continuaría agregando valor:** Durante los próximos dos años el crecimiento de los ingresos estará impulsado por i) la entrada en operación de 12 nuevos proyectos de transmisión en Colombia, los cuales aportarán cerca de USD 146 millones a los ingresos consolidados, y ii) la conexión de nuevos clientes al sistema de distribución de gas en Perú a través de Cálidda. El desarrollo de unidades de negocio estará soportado parcialmente por la operación de TGI, el principal generador de EBITDA del grupo (USD 355 millones 2018E, equivalente a un margen EBITDA de 80% al cierre de 2018).
- > **Posición cómoda para explorar oportunidades de crecimiento en la región sin presionar indicadores de endeudamiento:** En los últimos cinco años, Emgesa y Codensa han aportado ~COP 800 mil mm en promedio anual en dividendos al Grupo, lo que sumado a la creciente generación de EBITDA operacional (TACC - 5 años: 5.6%) que actualmente asciende a ~COP 1.8 billones, permitiría no solo financiar la expansión orgánica (CAPEX compañías controladas 2018-2020: USD 1,033 mm), sino que abre la oportunidad de avanzar en el crecimiento inorgánico. A lo anterior se suma el espacio resultante de una disminución de la razón de endeudamiento consolidada que a 2019 según nuestros estimados se ubicaría en 3.0x Deuda Neta/ EBITDA (Covenant: 4.5x).
- > **Negocio de gas en Perú, un catalizador para el corto plazo:** El Grupo tiene el liderazgo en la distribución de gas en Perú a través de su filial Cálidda que cuenta con la concesión de dicho negocio por 33 años, hasta el año 2033, renovable por 10 años hasta 2060. Actualmente atiende 500 mil usuarios, 42% de los usuarios potenciales (1.2 millones). En los últimos cinco años el EBITDA de esta filial ha crecido a un TACC de 15% para 2017, estimamos que finalice en USD 133 millones y aumente ~9% anual en promedio durante el próximo quinquenio, favoreciendo el incremento del flujo de caja operacional del Grupo.
- > **Riesgo regulatorio mitigado por la diversificación geográfica y por líneas de negocio de sus operaciones:** GEB cuenta con un *mix* de activos que no solo diversifican la caja por geografía y negocio, sino que también reducen la exposición a los riesgos regulatorios inherentes a cada país y sector. En Colombia tiene inversiones en los negocios de transporte y distribución de gas natural y generación, transmisión, comercialización y distribución de energía eléctrica. A su vez, cuenta con presencia internacional en Perú (concesiones de distribución de gas en los departamentos de Lima, Callao e Ica), Guatemala (líder en transmisión de energía en este país), y en Brasil la compañía incursionó recientemente en el mercado a través de la compra del 51% de cuatro líneas de transmisión eléctrica, iniciando así su participación en un país con gran potencial de expansión.
- > **Un emisor de naturaleza defensiva y con un atractivo dividendo:** En línea con la expansión de sus utilidades, GEB ha repartido dividendos atractivos consistentemente, con una tasa de distribución promedio de utilidades de ~80% y un retorno actual de 4.9%, uno de los más altos del COLCAP, lo cual esperamos que continúe durante los próximos años dadas las necesidades de caja del accionista mayoritario.

Riesgos

- > **Riesgo regulatorio se mantiene como el principal en el corto plazo:** La metodología de remuneración de las actividades de transmisión de electricidad y transporte de gas natural se encuentra bajo revisión por parte de la CREG. Si bien se espera que la nueva metodología entre en vigencia a partir de 2019, en lo que resta del año se definirán las disposiciones finales. El principal impacto negativo para GEB se daría en el negocio de transmisión de energía eléctrica, en donde se realizarían ajustes a la baja en el valor de los activos remunerados y en el WACC. Esperamos que el impacto de estos ajustes sea compensado por la mayor participación de los ingresos por convocatoria dentro de los ingresos de este segmento, así como por la menor depreciación de estos activos frente a sus pares en Colombia.
- > **Ajuste en política de distribución de dividendos por parte de Codensa:** Codensa aportó en promedio en los últimos dos años ~COP 250 mil mm anuales como dividendos a GEB (6% del EBITDA ajustado). No obstante, el intensivo plan de inversiones (COP 3.9 bn para el periodo 2017-2021) presupuestado para reponer y modernizar la red actual, mejorar calidad del servicio y desarrollar proyectos de innovación, podría significar un riesgo para GEB en caso de que se lleve a cabo un ajuste en su política de dividendos para financiar el mismo.
- > **Uso eficiente de los recursos provenientes de la generación interna de caja y desinversiones:** La compañía adelanta un plan de desinversiones que alcanza un valor cercano a COP 1.2 bn. Teniendo en cuenta la alta penetración y/o participación de mercado de los principales activos de su portafolio (TGI, Emgesa y Codensa) en los negocios donde operan en Colombia, la generación de valor con estos recursos y con los excedentes internos de caja constituye uno de los principales desafíos para el Grupo, más aún cuando no cuenta con un plan estratégico claramente definido.
- > **Control del Distrito expone a la compañía a descapitalizaciones adicionales:** Ante las necesidades de liquidez del Distrito de Bogotá para la ejecución de sus proyectos de movilidad (los cuales ascienden a ~COP 43 billones), GEB podría ser objeto de descapitalizaciones adicionales, considerando la posición controlante que posee el Distrito (76.27% del total de las acciones). Una vez se lleve a cabo la democratización de la compañía, el Distrito continuará teniendo el control, por lo que este factor seguirá vigente en el futuro.

El principal impacto negativo para GEB se daría en el negocio de transmisión de energía eléctrica, en donde se realizarían ajustes a la baja en el valor de los activos remunerados y en el WACC.



Proyecciones

- > **Ingresos:** La compañía cerraría 2017 con una leve variación de los ingresos (+2.97%), resultado de una caída de 11% en el aporte del negocio de transporte de gas que sería compensada por el aumento en el negocio de transmisión de energía y distribución de gas natural. Para 2018 esperamos un aumento de 10.2%, teniendo en cuenta la entrada en operación de los nuevos proyectos de transmisión de energía UPME, los aportes provenientes de la conexión de nuevos clientes por parte de Cálidda y una recuperación de TGI impulsada por la normalización de los volúmenes transportados.
- > **EBITDA:** Esperamos un aumento del EBITDA de 7.1% y 8.6% durante 2017 y 2018. Destacamos que los dividendos provenientes de ISA, Promigas,

	2017E	2018E	2019E
Ingresos			
TGI	1,364,493	1,368,600	1,390,942
Cálidda	1,650,912	1,786,200	1,921,054
Emgesa	3,254,596	3,349,104	3,548,208
Codensa	4,573,205	4,849,310	5,117,846
EBITDA			
TGI	1,092,306	1,085,400	1,098,175
Cálidda	398,200	438,600	479,510
Emgesa	2,027,482	2,058,289	2,153,161
Codensa	1,554,619	1,670,709	1,744,258
U. Neta			
TGI	242,834	245,400	289,754
Cálidda	212,700	226,200	252,707
Emgesa	921,503	973,606	1,021,916
Codensa	647,258	719,698	770,931

Fuente: Cálculos Davivienda Corredores

Banco Popular y Nutresa no se incluyen dentro del cálculo del EBITDA a partir de 2018 en nuestro modelo de valoración, teniendo en cuenta el proceso de desinversión de activos que adelanta la compañía, lo que explica que pese al crecimiento de controladas y asociadas la variación sea de un solo dígito en 2018.

- **Utilidad neta:** Proyectamos incrementos en este rubro de 7.6% y 14% para 2017 y 2018 respectivamente, sustentados en el positivo desempeño esperado para el negocio de distribución de gas y la entrada en operación de nuevos proyectos de transmisión. El crecimiento se ve opacado de manera parcial por el elevado gasto financiero del Grupo, que depende directamente del comportamiento en la tasa de cambio, dado que el 90% de la deuda está indexada al USD. A partir de 2019 consideramos un TACC de 4.5%.

Valoración y sensibilidades

Para estimar el valor de Grupo Energía Bogotá S.A. ESP utilizamos una metodología de flujo de caja descontado para la valoración de tres compañías controladas (TGI, Cálidda y EEB transmisión) y dos no controladas (Emgesa y Codensa); precio base de venta para Promigas (COP 5,201/acción) e ISA (COP 13,800/acción) y una valoración por múltiplos (P/VL, EV/EBITDA) del resto de las compañías en las que el grupo tiene participación.

Los parámetros utilizados para la valoración de las compañías se describen en la siguiente tabla:

Empresa	Metodología de valoración	Valor	% participación EEB	Valor para EEB	% del valor total	Valor por acción
EEB Transmisión	DCF	1,303,661	100%	1,303,660.88	5.2%	141.99
TRECSA	VL	510,574	95%	486,525.96	1.9%	52.99
TGI	DCF	5,045,602	100%	5,044,088.77	20.0%	549.39
CÁLIDDA	DCF	2,377,059	60%	1,426,235.35	5.7%	155.34
CONTUGAS	VL	217,584	100%	217,584.00	0.9%	23.70
Total Controladas		9,454,480		8,478,095	34%	923.42
Emgesa	DCF	15,458,734	52%	7,962,793.81	31.5%	867
Codensa	DCF	11,049,985	52%	5,718,367.23	22.7%	623
Gas Natural	EV/EBITDA	3,443,663	25%	860,571.35	3.4%	94
Promigas	EV/EBITDA	5,902,345	16%	923,126.71	3.7%	101
REP	VL	588,572	40%	235,428.76	0.9%	26
CTM	VL	1,337,316	40%	534,926.47	2.1%	58
ISA	DCF	15,507,351	2%	258,972.75	1.0%	28
EMSA	EV/EBITDA	365,792	16%	59,368.06	0.2%	6
GEBBRAS	EV/EBITDA	406,897	51%	207,517.47	0.8%	23
Total No Controladas		54,060,654		16,761,073	66%	1,825.59
Valor Inversiones				25,239,168		2,749
Deuda Matriz				(3,468,420)		
Caja+Inv. Temporales				645,536		
Liberación de reservas				(315,000)		
VP Gastos Administrativos				(863,875)		
Valor Neto				21,237,409		
Número de acciones				9,181		
Precio Objetivo				2,300		

Fuente: Davivienda Corredores

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2018FA de COP 2,300/acción, que ofrece potencial de valorización sobre el precio actual de 13%, que sumado al retorno por dividendos representa un retorno potencial total de 17%, por lo cual asignamos una recomendación de SOBREPONDERAR. Resaltamos que los principales catalizadores positivos de nuestra valoración están relacionados con el desarrollo de nuevos proyectos en los segmentos de transmisión de electricidad en Colombia (que generarían USD 146 millones en ingresos anuales a partir de 2018) y distribución de gas en Perú, así como nuestra expectativa sobre la relevancia que pueda adquirir la acción en el mercado local ante la democratización del 20% de las acciones totales de la compañía, actualmente en poder del Distrito de Bogotá.

Teniendo en cuenta la importancia de Cálidda y TGI para nuestro ejercicio de valoración, hemos sensibilizado el valor de estas dos compañías para tener un estimado de lo que podría significar en nuestro Precio Objetivo.

		Cálidda				
		-15%	-10%	0%	10%	15%
TGI	-15%	2,206	2,213	2,227	2,241	2,248
	-10%	2,230	2,237	2,251	2,265	2,272
	0%	2,279	2,286	2,300	2,314	2,321
	10%	2,329	2,336	2,350	2,364	2,371
	15%	2,353	2,360	2,374	2,388	2,395

Debido a que Codensa y Emgesa son inversiones de suma importancia para la compañía en términos de flujo de caja, sensibilizamos los efectos de una variación del valor de estas dos compañías en el precio objetivo del Grupo de Energía de Bogotá.

		Codensa				
		-15%	-10%	0%	10%	15%
Emgesa	-15%	2,083	2,112	2,171	2,229	2,259
	-10%	2,126	2,155	2,214	2,273	2,302
	0%	2,212	2,242	2,300	2,359	2,389
	10%	2,299	2,328	2,387	2,446	2,475
	15%	2,342	2,371	2,430	2,489	2,518

Grupo Éxito

El despertar del gigante

El entorno desafiante para las operaciones de Éxito se mantiene para 2018 derivado de las presiones competitivas en Colombia ante la llegada de los formatos de descuento que podrían continuar limitando la expansión de los márgenes en el país. No obstante, el punto de inflexión para la dinámica operacional en Brasil que mitigaría la debilidad de la operación colombiana, menores gastos financieros ante un menor costo de deuda, el abaratamiento relativo frente a sus pares en términos de múltiplos y un precio de mercado inferior a su valor en libros (P/VL 2018 0.9x) hacen de la compañía una de las opciones más atractivas del índice COLCAP en términos de potencial de retorno, por lo cual mantenemos nuestra recomendación de SOBREPONDERAR e incluimos al emisor como uno de nuestros *TOP PICK* para 2018.

Aspectos a destacar

- Operación brasileña sería la locomotora de las utilidades de Grupo Éxito:** En 2018, según el FMI, la economía brasileña pasaría a crecer 1.5% desde 0.7% en 2017E, consolidando así su recuperación y favoreciendo a GPA, que desde 1T17 habría presentado su punto de inflexión cuando las ventas mismo metros (MMM) empezaron a crecer por encima de la inflación. En 2018 crecimientos en el EBITDA y utilidad neta de 15.1% y 45.9% respectivamente en la operación de Brasil serían catalizadores para los resultados consolidados y la generación de valor de Éxito.
- La acción presenta un atractivo descuento en términos relativos:** Grupo Éxito se encuentra transando por debajo de su valor en libros a un múltiplo P/VL de 0.89x, evidenciando un considerable descuento frente a sus pares que transan a 1.8x. Si bien la débil generación de utilidades justifica un descuento, consideramos que el mismo en la actualidad es excesivo, más aún cuando a partir de 2018 se empezaría a dar una expansión en las utilidades a una tasa de crecimiento promedio de 12% anual.
- Grupo Éxito no se ha quedado de brazos cruzados ante la alta competencia en el sector *retail*:** El cambio del sector de *retail* en Colombia con la llegada de los *discounters* ha impactado el desempeño de Éxito (-2.4% a 1S17), constituyendo como principal reto adaptarse a la nueva estructura del mercado. Sobre esta base, Éxito inició la implementación del formato de *Cash&Carry* en Colombia, a través de Surtimayorista, ha impulsado planes de fidelización (días de precios especiales, productos de precio insuperable, ahorra en 1, 2, 3) como estrategias con las cuales enfrenta la penetración del *Hard Discount* en los hogares colombianos, buscando así mantener su *market share* y llegarles a nuevos clientes tales como los minoristas convencionales.

¿Por qué sobreponderar?

Luego de incorporar riesgos y escenarios ácidos en nuestra valoración para la operación colombiana, creemos que Éxito es una inversión interesante dado el nivel de precios actual que consideramos incorpora de forma suficiente los efectos del retador entorno competitivo. Esperamos que la recuperación de la operación de Brasil y su abaratamiento relativo sean los catalizadores para la expansión del precio de la acción en 2018.



SOBREPONDERAR
Precio Objetivo: COP 18,800

Riesgo: ALTO
Potencial: 18.2%
Cierre: COP 15,900
Sector: Consumo
EXITO CB

Bloomberg: COAR <GO>

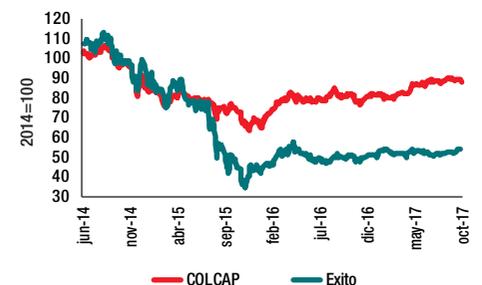
Cristina Manotas Polo Analista Sector Consumo
cmanotas@corredores.com
(571) 312 3300, ext. 92473

Katherine Ortiz Analista Senior Renta Variable
kortiz@corredores.com
(571) 312 3300, ext. 92134

Información de la acción

Market Cap. (COP):	7.1 bn
Flotante:	35.4%
Dividendo anual (COP):	49
Dividend yield:	0.3%
% COLCAP:	6.9%
# acciones:	447.6 mm
P / VL actual:	0.9x
P / E actual:	n.a.
EV/EBITDA actual:	7.4x
Último precio:	15,900
Máx. 52 semanas:	16,160
Mín. 52 semanas:	13,900

► Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

Grupo Éxito / Ficha técnica

Descripción de la compañía: Grupo Éxito es una compañía presente en Brasil con Grupo Pão de Açúcar, Uruguay con Grupo Disco y Grupo Devoto y Argentina con Libertad. Con más de 2,600 almacenes y su estrategia multiformato y multimarca lo convierten en el líder de los hipermercados con las marcas

Éxito, Extra, Geant y Libertad; en supermercados *premium* con Carulla, Pão de Açúcar, Disco y Devoto; en proximidad con las marcas Carulla y Éxito express, Devoto y Libertad express y con Minuto Pão de Açúcar; en descuento, con Surtimax y Super Inter y en *Cash and Carry* con Assaí y Surtimayorista.

Características de la acción

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Acciones en circulación (millones)	448	448	448	448	448
Cap. Bursátil (COP millones)	6,042,600	6,669,240	7,054,176	7,054,176	7,054,176
Precio (COP/acción)	13,500	14,900	15,760	15,760	15,760
VL (COP/acción)	16,799	17,251	17,177	17,230	16,919
EPS (COP/acción)	1,281	97	138	289	313
P/VL	0.8x	0.9x	0.9x	0.9x	0.9x
P/U	10.5x	153.2x	114.5x	54.5x	50.4x
EV/EBITDA	8.5x	7.8x	8.5x	8.1x	7.7x
EV/VENTAS	0.5x	0.37x	0.46x	0.46x	0.43x

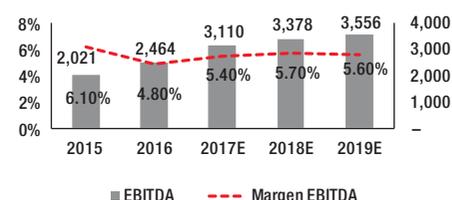
Balance general

COP millones	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Activo Corriente	24,061,192	32,644,699	40,400,627	42,704,613	45,138,909
Activo No Corriente	33,563,603	29,852,867	30,825,509	31,864,268	33,028,707
Total Activos	57,624,795	62,497,566	71,226,136	74,568,882	78,167,616
Pasivo Corriente	25,054,254	30,856,886	36,013,410	36,815,314	37,579,773
Pasivo No Corriente	14,427,160	12,529,471	16,134,868	18,651,977	21,625,537
Total Pasivos	39,481,414	43,386,357	52,148,278	55,467,291	59,205,310
Patrimonio	7,519,150	7,721,687	7,688,336	7,712,069	7,572,783
Pasivos+Patrimonio	57,624,795	62,497,566	71,226,136	74,568,882	78,167,616
Pasivos/Activos	0.7x	0.7x	0.7x	0.7x	0.8x
Deuda Neta/EBITDA	0.30x	0.49x	2.54x	2.67x	2.55x
ROE	7.6%	0.6%	0.8%	1.7%	1.8%
ROA	1.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%

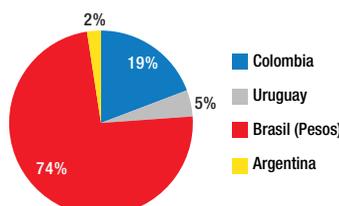
Estado de resultados

COP millones	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Ingresos operacionales	33,402,211	51,639,433	57,157,093	59,785,956	63,359,486
Costo de ventas	(25,147,776)	(39,099,555)	(42,938,045)	(44,707,470)	(47,568,164)
Utilidad bruta	8,254,435	12,539,878	14,219,048	15,078,486	15,791,322
Margen bruto	24.7%	24.3%	24.9%	25.2%	24.9%
Gastos operacionales	(6,897,628)	(10,961,607)	(12,098,623)	(12,755,343)	(13,364,185)
Utilidad operacional	1,356,807	1,578,271	2,120,425	2,323,143	2,427,138
Margen operacional	4.1%	3.1%	3.7%	3.9%	3.8%
Utilidad neta	573,495	43,528	61,627	129,428	140,044
Margen neto	1.7%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
EBITDA	2,021,392	2,464,463	3,109,978	3,377,934	3,556,311
Margen EBITDA	6.1%	4.8%	5.4%	5.7%	5.6%

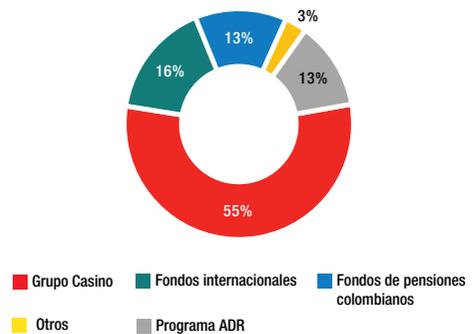
EBITDA (COP mil mm) vs. margen EBITDA



Participación ingresos por país



Composición accionaria



Ingresos operacionales (COP mil mm)

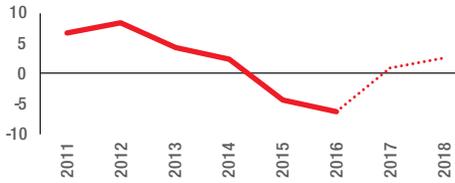


Comparables

	Market Cap (mm USD)	EV/EBITDA 12M	EV/EBITDA 2018E
Walmart de México	38,536	13.3x	11.2x
Soriana S.A.	3,904	8.2x	7.4x
Grupo Pão de Açúcar	6,691	11.3x	4.8x
Chedraui	1,902	7.4x	6.7x
Cencosud	8,641	9.0x	7.8x
Lojas Americanas SA	8,788	13.5x	7.7x
InRetail Peru Corp	1,993	10.9x	9.0x
Promedio	10,064.94	10.5x	7.8x

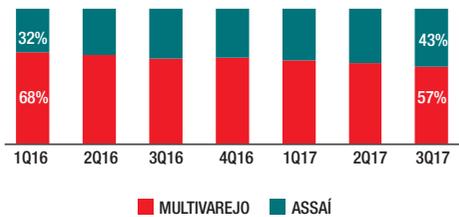
- ▶ Presidente: Carlos Mario Giraldo Moreno
- ▶ Vicepresidente Financiero: Manfred Gartz
- ▶ IR: María Fernanda Moreno
- ▶ Página web: www.grupoexito.com.co

Ventas al por menor en Brasil, cambio porcentual (%)



Fuente: Latin Focus Consensus Forecast Agosto de 2017

Mix de ventas en GPA



Fuente: GPA

Hipótesis de valor

> **Línea de Alimentos de GPA y eficiencias operacionales impulsarán desempeño a corto y mediano plazo:** Un mejor entorno macroeconómico en Brasil y las múltiples estrategias de eficiencia operacional implementadas durante la crisis en este país, permitirían una recuperación continua en ingresos y márgenes en GPA. La compañía pasaría de reportar pérdidas en el año 2016 a cerrar 2017 con utilidades por BRL 534 mm (USD 156 mm), las cuales se duplicarían hacia 2020 (BRL 1,108 mm/ USD 331 mm), con lo cual el aporte a Éxito además de empezar a ser positivo y creciente representaría un alivio para sus utilidades, dado que en la actualidad las operaciones fuera de Brasil están cubriendo la totalidad de los gastos financieros derivados de esta adquisición.

> **Avances significativos del proceso de integración y sinergias:** La implementación de proyectos que permitan capturar sinergias operacionales de la adquisición de GPA ha sido uno de los pilares de la gerencia durante más de año y medio. A la fecha, la compañía ha reportado diversos beneficios derivados de estas como lo son: i) ahorros en costos sobre algunos productos de entre 3% a 15% (dependiendo del producto), como resultado del aprovechamiento del poder de negociación derivado de realizar compras conjuntas de materias primas para los cuatro países; ii) exportación de textiles colombianos hacia los supermercados de Brasil, Uruguay y Argentina, proyectando así las marcas propias de Éxito (Arkitek, Coqui y Bronzini principalmente) como marcas regionales; y iii) la adaptación del formato de aliados colombianos en Brasil bajo el nombre de Aliado CompreBem, que cuenta con 236 aliados en la actualidad y del formato *Cash&Carry* en Colombia bajo la marca Surtimayorista, y iv) intercambio de mejores prácticas que ha contribuido a la reducción de merma en productos perecederos y a la disminución de inventarios.

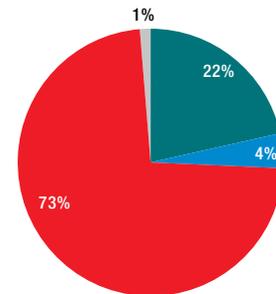
A 2017E se estima que los beneficios de estas sinergias se consoliden en USD 50 – 60 mm anuales, frente a USD 25 mm obtenidos en 2016.

> **Grupo Éxito consolida su posición como líder *retailer* de alimentos en la región:** La compañía se encuentra expuesta a ~300 mm de clientes potenciales dada su inmersión en 4 países suramericanos, aproximadamente el 75% de la población regional, asimismo cuenta con una estructura de marcas y formatos con los que busca llegar a todos los niveles de ingreso de la sociedad y continuamente adaptarse a las tendencias del sector como el *e-commerce* y el *Cash&Carry*. Adicionalmente, cuenta con un plan de sinergias que le facilita ejecutar estrategias conjuntas en los cuatro países, y junto con el desarrollo del negocio inmobiliario permiten a la compañía una mayor captura de valor de los activos y maximizar el valor para los accionistas.

> **Alianzas estratégicas para retención de clientes:** En busca de hacer frente a los cambios de tendencia del sector de *retail*, mediante la fidelización y captura de nuevos clientes, Grupo Éxito ha implementado importantes alianzas estratégicas. Por un lado suscribió con Bancolombia un acuerdo para la constitución de una nueva sociedad que tendrá por objeto el desarrollo de un programa conjunto de lealtad denominado Puntos Colombia. Asimismo, recientemente se alió con la aplicación de domicilios Rappi, que cuenta con más de un millón de usuarios, los cuales ahora pueden acceder directamente a hacer compras en Éxito, con lo cual espera impulsar sus ventas vía canales digitales, así como cubrir un segmento de negocio que viene en rápido crecimiento.

- > **Diversificado portafolio de activos:** Grupo Éxito cuenta con un diversificado portafolio de negocios complementarios como el *retail* financiero (2.4 mm de tarjetas emitidas en alianza con Bancolombia), seguros (1 millón de clientes en alianza con Grupo Sura), agencia de viajes (segunda agencia de viajes en Colombia, más de 200 mil clientes), telefonía móvil, corresponsal bancario y estaciones de gasolina.

Composición del EBITDA consolidado por región 2018



■ Colombia ■ Uruguay ■ Brasil ■ Argentina

Fuente: Grupo Éxito | Cálculos Davivienda Corredores

Presencia Grupo Éxito



Fuente: Grupo Éxito

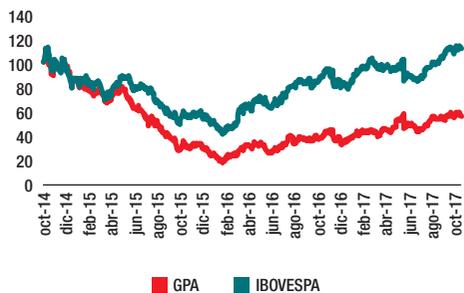
Riesgos

- > **Creciente expansión de la competencia en Colombia afectaría la participación de mercado de B2B y Descuento principalmente:** Éxito está expuesto a que sus formatos en general, especialmente el B2B (aliados) y de Descuento (Surtimax y Super Inter) pierdan participación de mercado en Colombia, pues D1, Ara y Justo & Bueno (tiendas de descuento) han crecido aceleradamente en los últimos años y a 2016 ocupaban ya el 7% de la participación en los canales de ventas; no obstante, existen otros participantes en el sector como Pricesmart y DPrimera Price Club que también pueden llegar a afectar su cuota de mercado. Respecto al *boom* de los *discounters* en Colombia, D1 con más de 680 tiendas y tuvo ventas por COP 2.2 bn en 2016, mientras que ARA tiene cerca de 300 tiendas y sus ventas en el mismo año fueron de COP 830 mil mm y por último Justo&Bueno, que en 2016 solo operó 9 meses, alcanzó ingresos de COP 229 mil mm y cuenta con más de 230 tiendas. Si bien las ventas de Éxito están liderando en segunda posición el segmento de descuento (COP 1.8 bn a 2016), con un aumento en ventas de 8.7% A/A, el crecimiento en ventas de las tiendas de *hard discount* en el 2016 estuvo entre 100% (D1) y 111% (Ara).
- > **Generación de utilidades se mantendría débil hasta el repunte del desempeño operacional en Colombia:** La utilidad de la compañía en 2018 continuaría estando presionada por el débil desempeño en Colombia (que esperamos se mantenga hasta 2019) y por los altos gastos financieros a corto y mediano plazo, pese a los recortes en la tasa REPO, dado el alto nivel de endeudamiento en Colombia en razón de la adquisición de GPA en 2015. Adicionalmente, teniendo en cuenta que la deuda se encuentra concentrada en ~35% en el corto plazo (un vencimiento de COP 1,948 mil mm a 2018), será fundamental monitorear la estrategia de Éxito para mejorar su perfil de vencimientos y reducir su costo de endeudamiento en las renegociaciones.
- > **Recuperación de la economía colombiana será gradual:** El retador panorama macroeconómico que Colombia afronta en 2017 ha afectado directamente el consumo de los hogares, dirigiendo a los consumidores a cambiar sus tendencias en los canales de compra y reduciendo el presupuesto de gastos en el hogar, lo anterior ha tenido incidencia en el desempeño de las ventas minoristas (-0.3% a 2T17), las cuales esperamos que muestren una recuperación consolidada hacia 2018 gracias a que estimamos que la economía crecerá 2.2% en dicho año y que se habrá superado el impacto de la reforma fiscal en los hogares colombianos. No obstante, el crecimiento económico se mantendrá en niveles bajos lo que no favorecería un fuerte repunte de la demanda.

Proyecciones

- > **Ingresos:** Nuestras proyecciones de ingresos principalmente contemplan lo siguiente: i) Ingresos operacionales de COP 11.3 bn en Colombia, presentando

Comportamiento del precio de la acción de GPA



Fuente: Bloomberg

un crecimiento anual de 1.8%, el cual estaría fuertemente afectado por el ciclo económico y el auge de los *hard discount* en el sector; ii) ingresos de BRL 50.2 mil mm en GPA, que en COP representarían COP 44.3 bn, creciendo 5.8% frente a lo estimado en 2018 (COP 41.9 bn), derivados de un comportamiento favorable en Assaí y una recuperación de las ventas mismos metros de los supermercados Extra y Pão de Açúcar, gracias a las múltiples estrategias comerciales implementadas (“My Discount”, bonificaciones de teléfonos móviles y renovación de almacenes).

- > **EBITDA:** Hemos estimado un EBITDA recurrente consolidado de COP 3.38 bn para 2018, incrementándose 14.5% en una base anual, con lo cual el margen EBITDA consolidado se situaría en 5.63%, frente a 5.17% estimado para 2017. Asimismo, consideramos que el EBITDA en GPA se ubicará alrededor de COP 2.6 bn para finalizar 2018, con un margen EBITDA de 6.0%, incrementando 50 puntos porcentuales frente a lo estimado en el año anterior (5.5%). Para Colombia calculamos un EBITDA de COP 466 mil mm, el cual arroja un margen EBITDA de 4.1% para dicho periodo, que se incrementaría 60 pbs frente a 2017.
- > **Utilidad neta:** Estimamos una utilidad neta de COP 129 mil mm, aumentando COP 67 mil mm frente a lo estimado en 2017 (COP 61 mil mm). Este incremento viene de la recuperación de la operación brasileña, la cual ha mostrado fuertes señales de recuperación desde 2017. No obstante, la utilidad neta continuaría presionada por el gasto financiero neto a nivel *holding* el cual a 2018 se ubicaría en ~ COP 2 bn.

Valoración

Para estimar el valor de la acción utilizamos la metodología de suma de partes en la cual i) ponderamos el valor de la participación de Grupo Éxito en GPA (del 18.8%), obteniendo un resultado de COP 8,500/acción, y ii) como resultado de una valoración por medio de Flujo de caja descontado, estimamos un valor de 11,600/acción para Grupo Éxito utilizando un WACC de 10.2%, beta de 0.7x, costo del equity de 9.5% y perpetuidad de 3.0%.

Resumen de valoración

Suma de partes	
Valor GPA 2018E (BRL/Acción)	83
Valor GPA (BRL mil mm)	22,099
Participación Éxito	18.8%
Valor Participación G. Éxito en GPA (COP mil mm)	3,796
Valor participación GPA (COP)/Acción	8,500
Valor G. Éxito FCL @10.2% 2018E	11,600
Precio Objetivo 2018FA sin descuento	20,100
Descuento por holding	6.2%
Precio Objetivo 2018FA	18,800

Fuente: Davivienda Corredores

Para finalizar, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2018FA de COP 18,800/acción, equivalente a un margen de apreciación de 18.2% y una recomendación de **SOBREPONDERAR**. Asignamos un riesgo **ALTO** a nuestra valoración, debido a la incertidumbre que rodea el futuro desempeño

de la operación colombiana, en razón de la penetración de los *hard discount* y los cambios de tendencia en el sector.

Análisis de sensibilidad

- > Nuestro primer ejercicio consistió en estudiar la sensibilidad del Precio Objetivo frente a variables claves como la tasa de descuento y el crecimiento a perpetuidad. Para la primera utilizamos variaciones de 0.5% frente al WACC calculado para la compañía y de +/- 0.5% y 0.2% para la variación en el crecimiento a perpetuidad. En este último caso, usamos los pronósticos de inflación a largo plazo de los cuatro países.

		WACC vs. G				
		WACC				
		18,800	-1.00%	-0.50%	1.00%	
	-0.5%	22,100	20,300	18,800	17,500	16,400
	-0.2%	22,100	20,300	18,800	17,500	16,400
	0%	22,100	20,300	18,800	17,500	16,400
	0.2%	22,100	20,300	18,800	17,500	16,400
	0.5%	22,100	20,300	18,800	17,500	16,400

Fuente: Davivienda Corredores

- > Nuestro segundo ejercicio contempla variables de descuento por *holding* y valor de la acción de GPA. En este caso utilizamos un valor estimado para la acción de GPA en 2018 de BRL 83 (y variaciones de +/- 5% y 10%) y un descuento por *holding* de 6.2%, debido a que este es el descuento promedio al que han transado las *holdings* en Colombia (Grupo Sura y Grupo Argos).

		Valor acción GPA vs. Descuento por holding				
		Valor Acción GPA				
		-10%	-5.00%	0.00%	5.00%	10%
	-2.0%	18,400	18,900	19,200	19,600	20,000
	-1.0%	18,200	18,700	19,000	19,400	19,800
	0%	18,000	18,500	18,800	19,200	19,600
	1.0%	17,800	18,300	18,600	19,000	19,400
	2.0%	17,600	18,100	18,400	18,800	19,200

Fuente: Davivienda Corredores

Grupo Nutresa

Fiel a su Mega

Sus exitosas estrategias de ajuste en precios, diversificación geográfica y coberturas de materias primas le han permitido adaptarse y mostrar buenos resultados financieros, incluso en medio de un entorno macroeconómico retador, y cumplir con las guías financieras que brinda al mercado. Lo anterior, sumado a un panorama económico más favorable para 2018 en Colombia ante la expectativa de un repunte en el consumo de los hogares, menores gastos financieros derivados de la reducción del apalancamiento y disminución de tasas de interés soportan nuestra expectativa positiva para el desempeño de Nutresa. Así pues, reiteramos nuestra visión de valor en la compañía y actualizamos nuestra recomendación a SOBREPONDERAR.

Aspectos a destacar

- 1. Para fin de 2018, nuestro Precio Objetivo se ubica en COP 30,300/acción:** Nuestras principales estimaciones son: i) ingresos que crecen 6.23% anual, se ubican en COP 9.0 bn, producto de un crecimiento anual en volúmenes y precios de 2.7% y 3.4% respectivamente; ii) EBITDA creciendo a una tasa anual de 6.6% y margen EBITDA que se sitúa en 12.5%; iii) utilidad neta de COP 457 mil mm, creciendo 15.4% anual, pues proyectamos una mejor dinámica operacional y gastos financieros decrecientes, y iv) el valor del portafolio de inversión en Grupo Argos y Grupo Sura a Precio Objetivo 2018, que estimamos en COP 23,100/acción y COP 42,500/acción respectivamente.
- 2. Nutresa podría alcanzar la meta de ventas 2020 a través de crecimiento inorgánico:** El marco estratégico de Nutresa contempla duplicar al año 2020 las ventas de 2013 (2 x COP 5.9 bn = COP 11.8 bn), con un margen EBITDA sostenido entre 12% y 14%. Estimamos que para 2020 vía crecimiento orgánico las ventas alcancen COP 10.7 bn, por lo cual dado el desapalancamiento paulatino, consideramos que la compañía está en una posición favorable para poder capturar oportunidades de crecimiento inorgánico y de esta forma, soportar su crecimiento en el tiempo y alcanzar la meta de ventas.
- 3. Sólido gobierno corporativo hace de la compañía una opción atractiva para portafolios estructurales:** Un total de 577 inversionistas (*buy-side*) y 278 analistas (*sell-side*) bursátiles fueron los encargados de votar en el *ranking* para Latam elaborado por Institutional Investors donde Nutresa fue reconocida en tres categorías: i) Mejor Presidente (CEO); ii) Segundo mejor Director Financiero (CFO); iii) mejor sitio web. Esto es reflejo de las buenas prácticas de gobierno corporativo, la transparencia en la información y la confiabilidad en las guías brindadas al mercado.

¿Por qué sobreponderar?

El sólido gobierno corporativo ha permitido posicionar a Nutresa como una de las empresas sostenibles más reconocidas en Colombia. Lo anterior, sumado a su capacidad para generar valor a sus accionistas por medio del logro de las metas financieras propuestas a lo largo de los años soporta nuestra recomendación.



Grupo
nutresa

SOBREPONDERAR
Precio Objetivo: 30,300

Potencial: 11.6%
Riesgo: Medio
Cierre: COP 27,140
Sector: Consumo

NUTRESA CB

Bloomberg: COAR <GO>

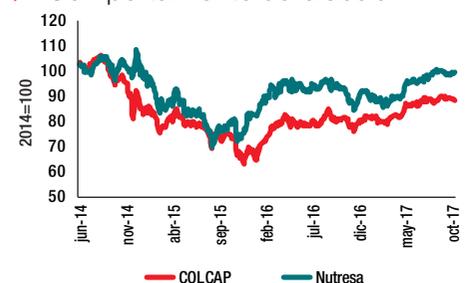
Cristina Manotas Polo Analista Sector Consumo
cmanotas@corredores.com
(571) 312 3300, ext. 92473

Katherine Ortiz Analista Senior Renta Variable
kortiz@corredores.com
(571) 312 3300, ext. 92134

Información de la acción

Market Cap. (COP):	12.4 bn
Flotante:	44.1%
Dividendo anual (COP):	534
Dividend yield:	1.97%
% COLCAP:	6.9%
# acciones:	460.1 mm
P/VL actual:	1.48x
P/U actual:	21.2x
EV/EBITDA actual:	10.8x
Último precio:	27,140
Máx 52 semanas:	27,480
Mín. 52 semanas:	22,820

Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

Grupo Nutresa / Ficha técnica

Descripción de la compañía: Grupo Nutresa es la empresa líder en alimentos procesados en Colombia (60.1% participación de mercado) y uno de los jugadores más relevantes del sector en América Latina. Opera ocho líneas de negocio: cárnicos, chocolates, galletas, café, pastas, helados, bebidas instan-

taneas frías (TMLUC) y desde 1T15 incorporó el segmento de Alimentos al Consumidor como una nueva categoría. Las ventas internacionales representan ~40% de los ingresos consolidados. La compañía tiene inversiones en otras compañías colombianas listadas, como Grupo Suramericana y Grupo Argos.

Características de la acción

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Acciones en circulación (MII)	460	460	460	460	460
Cap. Bursátil (COP millones)	10,407,993	11,457,074	12,331,309	12,331,309	12,358,109
Precio (COP/acción)	22,620	24,900	26,800	26,800	26,800
VL (COP/acción)	17,405	18,140	18,164	18,463	18,834
EPS (COP/acción)	931	860	863	995	1,065
P/VL	1.30x	1.48x	1.48x	1.45x	1.42x
P/U	16.21x	21.72x	21.20x	18.37x	17.13x
EV/EBITDA	10.03x	11.22x	10.82x	10.15x	9.53x
EV/SALES	1.23x	1.33x	1.34x	1.26x	1.19x

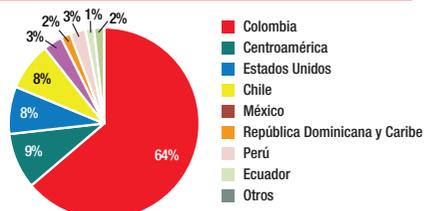
Balance general

COP millones	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Disponible	286,064	219,322	197,659	219,322	268,250
Propiedad, plata y equipo	3,383,722	3,383,513	3,386,561	3,409,389	3,432,038
Otros activos	9,508,266	10,096,719	10,363,822	10,761,794	11,254,126
Total Activos	13,178,052	13,699,554	13,948,042	14,390,504.85	14,954,414.54
Obligaciones Financieras	3,094,264	3,125,118	3,020,425	2,957,673	2,894,921
Otros pasivos	2,040,944	2,189,476	2,528,679	2,846,082	3,177,063
Total Pasivos	5,135,208	5,314,594	5,549,103	5,803,755	6,071,984
Patrimonio	8,008,485	8,346,719	8,357,524	8,586,750	8,882,431
Pasivos+Patrimonio+I.Min.	13,178,052	13,699,554	13,948,042	14,390,505	14,954,415
Pasivos/Activos	39.0%	38.8%	39.8%	38.8%	39.9%
Obligaciones Financieras/EBITDA	3.2x	3.0x	2.9x	2.6x	2.4x
ROE	5.3%	4.7%	4.7%	5.3%	5.5%
ROA	3.2%	2.9%	2.8%	3.2%	3.3%

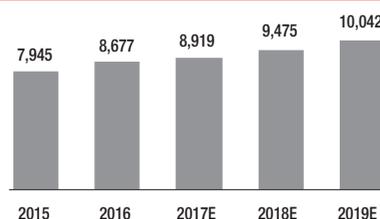
Estado de resultados

COP millones	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Ventas	7,945,417	8,676,640	8,473,325	9,001,237	9,540,339
Cárnicos	1,909,147	2,008,905	1,872,605	1,989,273	2,108,415
Galletas	1,581,316	1,752,315	1,796,345	1,908,262	2,022,552
Chocolates	1,281,989	1,441,504	1,525,198	1,620,223	1,717,261
Café	894,407	963,632	1,016,799	1,080,148	1,144,841
Helados	444,489	438,438	355,880	378,052	400,694
Pastas	258,476	286,999	313,513	333,046	352,993
TMLUC	896,403	982,166	915,119	972,134	1,030,357
Alimentos al Consumidor	542,296	657,034	677,866	720,099	763,227
Costo de Venta	(4,507,166)	(4,966,031)	(4,793,053)	(5,070,240)	(5,393,813)
Utilidad Bruta	3,438,251	3,710,609	3,680,272	3,930,997	4,146,527
Gastos operacionales	(2,655,566)	(2,895,638)	(2,899,373)	(3,080,012)	(3,264,480)
Utilidad operacional	782,685	814,971	780,899	850,985	882,047
Utilidad neta	428,152	395,734	396,877	457,934	491,036
EBITDA	975,554	1,028,953	1,051,713	1,121,334	1,192,804
Margen bruto	43.3%	42.8%	43.4%	43.7%	43.5%
Margen operacional	9.9%	9.4%	9.2%	9.5%	9.2%
Margen EBITDA	12.3%	11.9%	12.4%	12.5%	12.5%
Margen neto	5.4%	4.6%	4.7%	5.1%	5.1%

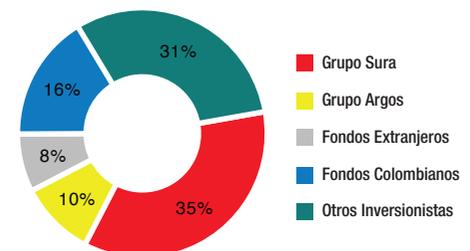
Participación en ventas por país 2018E



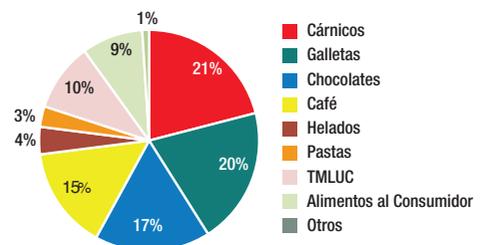
Ingresos operacionales (COP mil mm)



Composición accionaria



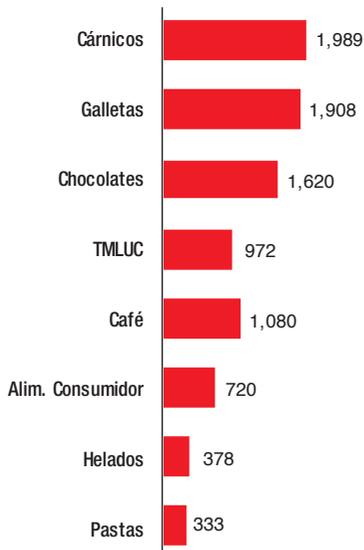
Participación en EBITDA 2018E



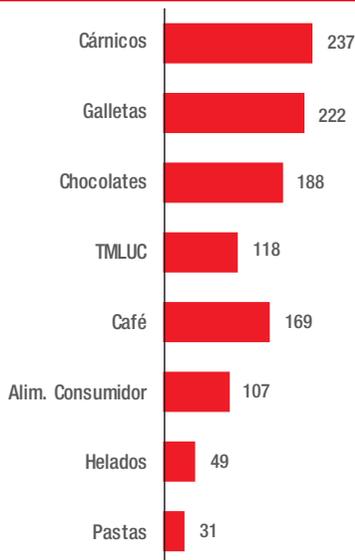
Comparables

	Market Cap (USD mm)	EV/12M EBITDA	EV/EBITDA 2018E
M Dias Branco	5,417	15.7	9.0
Grupo Herdez	1,049	9.7	8.9
Alicorp	2,588	9.0	7.9
BRF	12,047	18.4	8.7
Bimbo	11,450	10.8	8.8
Gruma	6,165	10.1	9.9
Mafrig Global Foods	1,301	8.6	4.6
Kraft	n.a.	29.0	10.2
Hershey	23,267	18.4	12.1
Kellogg Co.	21,140	17.5	12.2
General Mills	28,911	13.0	11.1
Mondelez	62,884	23.6	12.7
Ebro Foods	3,746	10.0	9.3
Nestlé	267,177	17.2	12.0
Mediana Alimentos	11,450	14.4	9.6
Mediana Alim. Consumidor	2,681	13.7	10.8
Mediana Global	10,792	14.3	9.7
Nutresa	4,151	11.3	10.2

- ▶ **Presidente:** Carlos Ignacio Gallego
- ▶ **Vicepresidente Financiero:** José Domingo Penagos
- ▶ **IR:** Catherine Chacón
- ▶ **Página web :** www.gruponutresa.com

**Ingresos por línea de negocio 2018E en COP
miles de millones**


Fuente: Davivienda Corredores

**EBITDA por línea de negocio 2018E en COP
miles de millones**


Fuente: Davivienda Corredores

Hipótesis de valor

- **Mediante la adecuada diversificación en su operación y portafolio, Grupo Nutresa ha logrado posicionarse como una sostenible compañía líder en el negocio de alimentos:** 8 unidades de negocio han llevado a Nutresa a ser una de las empresas de alimentos más grandes de Latinoamérica; tiene presencia en 14 países y ventas de sus productos en 81 países, reconocimiento internacional gracias a sus sostenibles políticas enfocadas en nutrición y en la reducción del impacto ambiental y el 61% de participación de mercado consolidada en Colombia. Cuenta con planes de fidelización hacia sus clientes (más de 1.2 millones) y una amplia red de distribución, especialmente hacia el canal tradicional que equivalen al 53% de sus ingresos. Adicionalmente, la correcta diversificación de sus materias primas no permite que ningún *commodity* pese más del 10% del total de los costos, no obstante, su política de coberturas abarca el 75% de su canasta para así reducir los riesgos en alzas de precios.
- **Fortaleza operacional sostiene márgenes de Nutresa en ambientes retadores:** La compañía ha demostrado en 2017 su capacidad de adaptación a entornos macroeconómicos desafiantes, refiriéndonos al ambiente macroeconómico colombiano (aproximadamente el 63.7% de los ingresos), que en el año ha presentado una desaceleración que la compañía ha afrontado mediante el desarrollo de innovaciones (19% de las ventas) y la profundización en las líneas de alimentos de tendencia saludable, para así lograr mantener sus niveles de ingresos. Asimismo, gracias al riguroso enfoque en productividad, se han logrado múltiples eficiencias operacionales que dieron como resultado un decrecimiento anual de 1.7% en gastos administrativos y en costos de ventas para 2T17, razón por la cual pese a la retadora situación lograron mantener el margen EBITDA (12.4%) dentro de su rango meta (12%-14%).
- **Generación de caja y desapalancamiento soportarían oportunidades de crecimiento inorgánico:** Grupo Nutresa han realizado adquisiciones en la última década por USD 1,500 mm, las cuales han sido absorbidas sin poner en riesgo la estabilidad de la compañía y sus ratios de apalancamiento. Estimamos que la relación deuda neta / EBITDA se ubique en 2.5x para 2017 y 2.3x para 2018, lo que demuestra el perfil de endeudamiento conservador con que cuenta Nutresa. Lo anterior, sumado a una sólida generación de caja, soporta la posibilidad de que la compañía continúe ejecutando su estrategia de crecimiento inorgánico en diferentes países, para así poder alcanzar la meta de ventas al año 2020 (COP 11.8 billones). Por lo tanto, estaremos atentos a los movimientos de la compañía referentes a adquisiciones en 2018, puesto que al ser un año en que estimamos una recuperación económica del sector y del país, y una reducción de las tasas de interés, es interesante ver las estrategias de expansión que podría adoptar Nutresa.

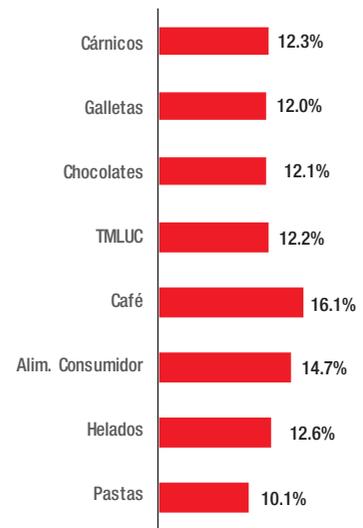
Riesgos

- **Rentabilidad de las líneas de Helados y Cárnicos, aspecto para monitorear durante 2018:** Estimamos un margen EBITDA de 12.6% para la línea de Helados a 2018 vs, un promedio histórico de 14.2%, dado el débil comportamiento que presenta la línea en 2017, en razón de los efectos climáticos presentados tanto en Colombia como en el Caribe (acumulando una caída en

ventas de 7.2% al primer semestre de 2017). Asimismo, consideramos que las ventas de la línea de Chocolates (que acumula una caída de 1.1% para el primer semestre de 2017) mostrará signos de recuperación, reflejado en su margen EBITDA que se ubicará alrededor del 12.3% desde 10.7% en 2T17, gracias al crecimiento estimado de 2.2% en la economía colombiana, en la cual cuenta con el 72.6% de la participación de mercado y a la cual está altamente expuesta al ciclo económico a través del consumo de los hogares. Las ventas totales crecerán 6.2% en 2018e, mostrando una fuerte recuperación frente al crecimiento que estimamos que se presente en 2017 de 2.3%.

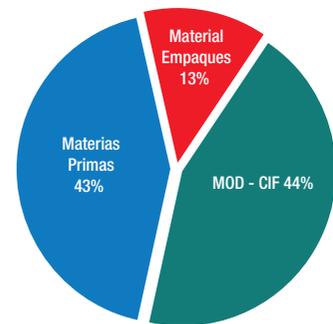
- > **Entrada de competidores extranjeros al segmento de ventas al por menor podría impactar participación de mercado de Nutresa:** En razón de la estrategia de precios bajos que es aplicada por los *hard discounters* (D1, Ara y Justo & Bueno), que ocupan el 7% de los canales de ventas, se ha percibido en el sector la entrada de productos extranjeros que podrían llegar a afectar la participación de mercado de Nutresa, especialmente en las líneas de Cárnicos, Galletas y Chocolates. Lo anterior, sustentado en que las tiendas de descuento han aumentado su penetración en la población de los consumidores finales y el canal tradicional.
- > **Regulación nutricional en las geografías donde opera Nutresa podría representar un riesgo para productos que contribuyen al sobrepeso y la obesidad:** Los hallazgos científicos sobre ingredientes perjudiciales para la salud han llevado a que la regulación sobre los temas nutricionales en la región se vuelvan cada vez más estrictos y por lo tanto existe el riesgo de que ciertos productos que contienen una cantidad considerable de ingredientes con potencialidad de riesgo a la salud como sodio, azúcares y ciertas grasas puedan perder participación de mercado. Nutresa ha fijado una nueva meta al 2020 de multiplicar por 2.5 la oferta de productos ajustados a la definición del perfil nutricional con base en el del 2012 y reconocemos también los avances que ha tenido cada una de las líneas de negocio en materia de nutrición, pues para el 2017 la compañía logró un total de 2.945 referencias ajustadas al perfil nutricional (el 63% del total de las ventas) y 143 reformulaciones en sodio, 78 en azúcar y 75 en grasas saturadas y 41 en grasas trans.

Margen EBITDA por línea de negocio 2018E



Fuente: Davivienda Corredores

Distribución costo de ventas



Fuente: Davivienda Corredores

Proyecciones

- > **Ingresos:** Estamos estimando ingresos de COP 9,00 bn para 2018, con un crecimiento de 6.23% anual. Dicho crecimiento anual por línea sería: i) 6.2% en Cárnicos, 6.1% en Galletas, 6.2% en Chocolates, 6% en Café, 5.9% en Helados y Pastas, 6.6% en TMLUC y 6.3% en Alimentos al Consumidor; ii) revisión del PIB para 2018 a 2.2% e inflación a 3.5%. Esperamos un *mix* de ventas similar al 2017, en donde la línea de Cárnicos estaría aportando el 21% de los ingresos, mientras que Galletas, Chocolates y Café estarían aportando el 20%, 17% y 11% respectivamente.
- > **EBITDA:** Proyectamos un margen EBITDA de 12.5% para 2018. Esto corresponde a un EBITDA de COP 1.12 bn, aumentando 6.6% anual. Hemos estimado un aumento de los costos de venta de 5.7%, dadas las nuevas proyecciones de inflación. Contemplamos un aporte de 21% del EBITDA por parte de Cárnicos, mientras que Galletas, Chocolates y Café estarían aportando el 21%, 20%, 17% y 15% respectivamente.

Porcentaje de ventas por canal de distribución

Canales	% ventas
Tradicional	53
Supermercados	23
Alternativo	7
Alim. Consumidor	7
Industrial	6
Institucional	4

Fuente: Grupo Nutresa

> **Utilidad neta:** Estamos pronosticando una utilidad de COP 457 mil mm, lo que representa un incremento de 15.4% anual, en razón de la recuperación que estimamos en la dinámica operacional de Nutresa para 2018, que se refleja en un aumento de 8.9% en su utilidad operacional y una reducción de 3.8% en los gastos financieros, que se ubicarían en COP 298 mil mm para el periodo, debido a los recortes presentados en la tasa REPO en 2017 y los esperados en el año en cuestión.

Valoración

Flujo de caja libre:

El valor justo 2018FA obtenido es COP 30,300/acción. Los parámetros usados son: WACC de 9.9%, beta de 0.6x, costo del *equity* de 10.1% y perpetuidad de 3.0%.

Múltiplos de Valoración:

Esta metodología utiliza los siguientes múltiplos: EV/EBITDA 2018E de 10x, EV/SALES 2018E de 1.7x y P/U 2018E de 16.4x al que transan los pares de Nutresa.

Método	Peso	PO 2018
FCL @9.9%	70%	30,100
EV/EBITDA 2018E @10x	10%	28,400
EV/SALES 2018E @1.7x	10%	36,400
P/U 2018E @16.4x	10%	27,200
Precio Objetivo 2018 FA	100%	30,300

Fuente: Davivienda Corredores

Para finalizar, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2018FA de COP 30,300/acción, equivalente a un margen de apreciación de 11.6% y una recomendación de **SOBREPONDERAR**. Asignamos un riesgo **MEDIO** a nuestra valoración, puesto que la naturaleza defensiva del negocio, así como sus estrategias de diversificación geográfica y coberturas de precios de materias primas, ayudan a mitigar la volatilidad a la que la compañía podría estar expuesta.

Análisis de sensibilidad a nuestro precio objetivo

Este ejercicio mide la sensibilidad de nuestro precio objetivo frente a variaciones en la tasa de descuento utilizada (WACC) y el supuesto de crecimiento a perpetuidad de los flujos de caja libre que utilizamos para el último flujo proyectado.

		WACC vs. G				
		WACC				
		-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
G = 3%	-0.20%	33,200	31,500	29,900	28,600	27,500
	-0.10%	33,400	31,700	30,100	28,700	27,500
	0%	33,700	31,900	30,300	28,900	27,700
	0.10%	34,000	32,100	30,500	29,100	27,800
	0.20%	34,300	32,300	30,600	29,200	28,000

Fuente: Davivienda Corredores

Las inversiones de Nutresa en Grupo Argos y Grupo Sura representan el 28% de nuestro Precio Objetivo y están incluidas en nuestra valoración a Precio Objetivo de cada uno de los emisores. Esto, debido al propósito de inversión de Nutresa sobre estas compañías, pues si vendiera esas inversiones, se perdería la estructura de enroque.

		Portafolio de inversión				
		Argos				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
Sura	-10%	29,500	29,700	30,000	30,200	30,500
	-5%	29,600	29,900	30,100	30,400	30,600
	0%	29,800	30,100	30,300	30,600	30,800
	5%	30,000	30,200	30,500	30,700	31,000
	10%	30,200	30,400	30,700	30,900	31,200

Fuente: Davivienda Corredores

Grupo Sura

Generación de valor en la era digital

Con la integración de las operaciones en Latinoamérica de RSA, Grupo Sura se consolida como una multilatina líder en el mercado, diversificando su negocio en países con una favorable expectativa de crecimiento, que le permitirán aprovechar su experiencia y liderazgo. Al impulso que darían las nuevas operaciones, se sumaría al desempeño positivo en Colombia, beneficiado de la exposición de sus inversiones (Bancolombia, Grupo Argos y Suramericana) a sectores claves para el crecimiento económico. No obstante, consideramos que el panorama de riesgos es retador, pues el grupo se enfrentará a retos derivados de la rentabilización de las nuevas adquisiciones, las reformas pensionales y cambios regulatorios que surgen en un escenario de menor rentabilidad a nivel global, lo que soporta nuestra recomendación de NEUTRAL

Aspectos a destacar

- 1. Diversificación de operaciones mitiga riesgos de ciclos macroeconómicos:** Con la adquisición de RSA, Suramericana se consolida como la cuarta compañía de seguros en Latinoamérica, permitiéndole mitigar los riesgos derivados de los ciclos macroeconómicos. Adicionalmente, el grupo aprovecharía la posición de liderazgo de Suramericana y Bancolombia en el mercado colombiano ante la necesidad de asegurar y seguir financiando los proyectos de infraestructura de cuarta generación, impulsando los resultados consolidados.
- 2. Transformación digital como pilar para garantizar la rentabilidad y eficiencia de las operaciones:** Para hacer frente a los cambios de la industria a nivel tecnológico, la compañía ha enfocado gran parte de sus esfuerzos en la transformación digital con el fin de alcanzar eficiencias operativas, potenciar y transformar los negocios de cara al futuro. Así, las filiales de Grupo Sura deberán demostrar su capacidad de reinventar sus procesos, redefinir sus modelos de negocio e inclusive repensar las industrias en las que se encuentran, para potenciar sus inversiones y generar valor agregado a sus accionistas.
- 3. Reformas al sistema pensional y menores rentabilidades a nivel global, los grandes riesgos para monitorear:** La rentabilidad de la operación de Sura AM podría verse impactada ante la expectativa de menores rentabilidades y costos de administración a nivel mundial, derivadas de mayores competidores en la industria de administración de activos; lo anterior se suma al riesgo de reformas pensionales adversas en la región: en 2018 se definirá el resultado de la reforma pensional en Chile y El Salvador y México, mientras en Colombia la necesidad de un cambio regulatorio se hace cada vez más inminente.

¿Por qué neutral?

A pesar de la solidez de sus operaciones y de la adaptación de la estrategia actual a las condiciones cambiantes de la industria, consideramos limitado el potencial de valorización frente al precio actual en medio de los riesgos que representan menores rentabilidades a nivel global, reformas pensionales y el gran reto que supone rentabilizar las operaciones adquiridas a niveles que compensen su costo del capital.



NEUTRAL

Precio objetivo: 42,500

Potencial: 5.4%
 Riesgo: MEDIO
 Cierre: COP 40,340
 Sector: Holdings
 Grupo SUR CB

Bloomberg: COAR <GO>

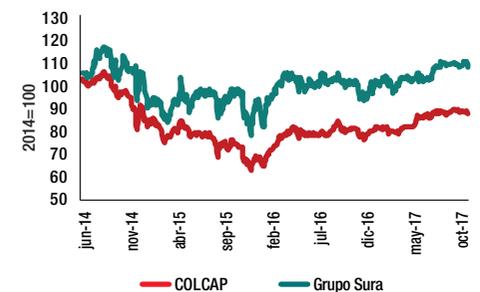
Angie Rodríguez Analista Holdings
 arodriguezv@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92110

Katherine Ortiz Analista Senior Renta Variable
 kortiz@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92134

Información de la acción

Market Cap (COP):	23.3 bn
Flotante:	51.50%
Dividendo (ord.):	488
Dividend yield:	1.20%
% COLCAP:	9.0%/4.6%
# Acciones	575 mm
P / VL actual:	1.04x
P / E actual:	19.0x
EV / EBITDA actual:	n.a.
Último precio:	40,340
Máx. 52 semanas:	42,200
Min. 52 semanas:	35,000

Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

Grupo Sura / Ficha técnica

Descripción de la compañía: Grupo Sura es una *holding*, listada en la Bolsa de Valores de Colombia, LATIBEX –mercado español para valores latinoamericanos– y cuenta con dos programas de ADRs en Estados Unidos para sus acciones ordinarias y preferenciales. Posee un portafolio de inversiones agru-

pado en dos segmentos: uno de Inversiones Estratégicas, que integra los sectores de servicios financieros, pensiones, seguros, seguridad social y servicios complementarios; el segundo segmento, de Inversiones de Portafolio, agrupa participaciones no controlantes en los sectores de alimentos, industrial y energía.

Características de la acción

	2014	2015	2016	2017E	2018E
Acciones en circulación (mm)	575	575	575	575	575
Cap. Bursátil (COP millones)	23,014,889	20,540,788	21,677,500	24,035,000	24,035,000
Precio (COP/acción)	40,000	35,700	37,700	41,800	41,800
VL (COP/acción)	38,451	39,698	39,411	39,327	41,640
EPS (COP/acción)	2,468	1,919	2,512	2,190	2,594
P/VL	1.04x	0.90x	0.96x	1.06x	1.00x
P/U	14.11x	15.51x	15.01x	19.08x	16.11x

Balance general

COP millones	2014	2015	2016	2017E	2018E
Efectivo y equivalentes	1,298,466	1,433,184	2,066,959	2,139,221	2,266,997
Activo No Corriente	46,539,473	54,099,922	65,750,082	69,026,987	73,149,995
Activos	47,837,939	55,533,106	67,817,041	71,166,208	75,416,993
Reservas Técnicas	14,203,017	18,865,979	25,989,614	26,940,430	28,549,593
Otros pasivos	8,213,596	10,604,526	16,431,600	19,121,907	20,284,593
Pasivos	22,416,613	29,470,506	42,421,214	46,062,337	48,834,185
Patrimonio	22,123,845	22,841,328	22,661,228	22,613,054	23,943,213
Pasivo+Patrimonio	47,837,939	55,533,106	67,817,041	71,166,208	75,416,993
Interés Minoritario	3,297,481	3,221,272	2,734,599	2,490,817	2,639,595
ROE	6.42%	4.83%	6.37%	4.73%	5.30%
ROA	2.97%	1.99%	2.13%	1.50%	1.68%

Estado de resultados

COP millones	2014	2015	2016	2017E	2018E
Primas retenidas	5,945,750	7,532,447	10,832,013	11,761,753	12,469,528
Ingresos por Comisiones	1,531,873	1,963,268	2,184,046	2,564,167	2,705,476
Prestación de Servicios	1,609,665	1,953,275	2,318,945	2,490,426	2,645,788
Ingresos Operacionales	11,675,532	13,883,286	18,973,322	20,812,309	22,055,436
Siniestros retenidos	(2,846,031)	(3,409,102)	(5,250,935)	(6,413,428)	(6,773,666)
Gastos totales	(9,559,767)	(11,990,219)	(16,871,415)	(17,272,698)	(18,147,235)
Ganancia antes de impuestos	2,115,765	1,893,067	2,101,907	1,878,546	2,151,626
Ganancia Neta	1,631,029	1,323,941	1,671,658	1,259,534	1,491,636
Ganancia de la controladora	1,420,193	1,104,091	1,444,463	1,070,604	1,267,891
Margen neto	12.2%	8.0%	7.6%	5.1%	5.7%

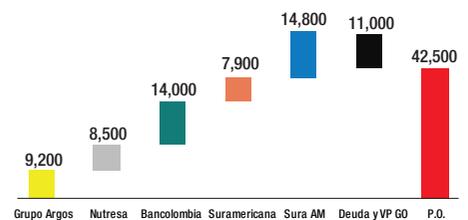
Matriz de correlaciones 12 meses

	Colcap	Grupo Sura	Grupo Argos	Cemargos	Celsia	Nutresa
Colcap	1.00	0.80	0.67	0.58	0.48	0.47
Grupo Sura	0.80	1.00	0.61	0.44	0.36	0.29
Grupo Argos	0.67	0.61	1.00	0.52	0.37	0.23
Cemargos	0.58	0.44	0.52	1.00	0.28	0.32
Celsia	0.48	0.36	0.37	0.28	1.00	0.22
Nutresa	0.47	0.29	0.23	0.32	0.22	1.00

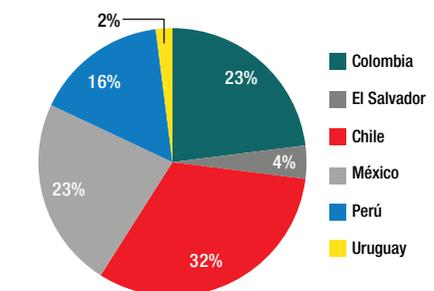
Composición accionaria



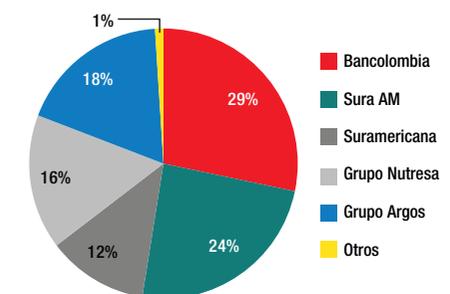
Resumen de la valoración



Activos bajo administración por país



Portafolio de inversiones



La diversificación geográfica de las operaciones en países que ofrecen condiciones favorables para el desarrollo del negocio mandatorio como la formalización laboral, una creciente población joven y aumento del poder adquisitivo, favorecería el crecimiento orgánico y la generación creciente de flujos a mediano y largo plazo.



Otros aspectos relevantes

Sura Asset Management SUAM (27% Portafolio):

Con USD 126 mil millones bajo administración y 19.1 millones de clientes, Sura AM se consolida como el administrador de activos no bancarios más relevante de la región. La diversificación geográfica de las operaciones en países que ofrecen condiciones favorables para el desarrollo del negocio mandatorio como la formalización laboral, una creciente población joven y aumento del poder adquisitivo, favorecería el crecimiento orgánico y la generación creciente de flujos a mediano y largo plazo. En adelante, esperamos que se aprovechen los beneficios de la digitalización para optimizar las operaciones y mejorar la experiencia del cliente, permitiendo incrementar paulatinamente el ROE consolidado, que estimamos se ubicaría al cierre de 2017 en 7.9%. No obstante, consideramos que los riesgos derivados de reformas pensionales que surgirían como resultado del creciente inconformismo regional con el sistema pensional representan la principal amenaza para Sura AM, pues su implementación ya tuvo consecuencias desfavorables para el negocio en Perú, y dependiendo de su resultado, podría tenerlas en Chile.

Bancolombia (P.O. 32,600/acción | 26% Portafolio):

Resultados financieros negativos han sido la constante durante 2017. El débil crecimiento de la cartera y un importante deterioro en la calidad de los préstamos han derivado en elevados gastos en provisiones, presionando el ROAE que finalizaría el año en 12.1%, por debajo de nuestro costo de capital (12.8%). Para 2018, esperamos que los altos gastos en provisiones se mantengan durante el primer semestre, a partir de donde el costo del crédito empezaría a disminuir, lo que sumado a una mayor eficiencia llevaría a un crecimiento en la utilidad de 14%. Pese a lo anterior, el ROAE apenas se expandiría hasta 12.7% (manteniéndose como el más bajo entre los pares), en medio de un precio de mercado de la acción que se encuentra por encima de nuestro Precio Objetivo y soporta nuestra recomendación de SUBPONDERAR. Este desempeño favorecería a Grupo Sura, pues impulsaría los ingresos por método de participación, en los cuales Bancolombia representaría el 56% en 2017.

Grupo Argos (P.O. COP 23,100/acción | 17% Portafolio):

A pesar de un desafiante 2017, el portafolio de Grupo Argos ha sido resiliente a los débiles resultados de Cemargos, su principal activo, en medio del mejor desempeño de Celsia, la generación de caja del negocio inmobiliario y las mayores contribuciones de Odinsa y Opain, vehículos a través de los cuales el grupo aprovechará el mejor desempeño del sector de infraestructura durante los próximos años. A pesar de que nuestra tesis de inversión se ha venido materializando y se mantienen riesgos asociados al elevado apalancamiento, consideramos que el valor justo del portafolio de tierras aún no ha sido reconocido por el mercado, lo que sumado al potencial de valorización frente a su precio actual, soporta nuestra recomendación de SOBREPONDERAR.

Suramericana (14% del Portafolio):

Incorporamos en nuestra valoración de Suramericana las operaciones de RSA teniendo en cuenta la penetración de seguros en cada uno de los países y las proyecciones de crecimiento económico; de esta manera, estimamos que las primas retenidas crezcan el 6.5% anual en 2018, favoreciendo los resultados consolidados; la siniestralidad se mantendría estable en 47% en 2018, con lo cual las utilida-

des crecerían 14% anual. Por último, resaltamos que si bien los activos adquiridos le permitirán fortalecer su presencia regional y diversificar su riesgo geográfico, a corto y mediano plazo Suramericana se expone a mayores riesgos macroeconómicos, así como al reto de rentabilizar las operaciones a niveles similares a los de la operación en Colombia.

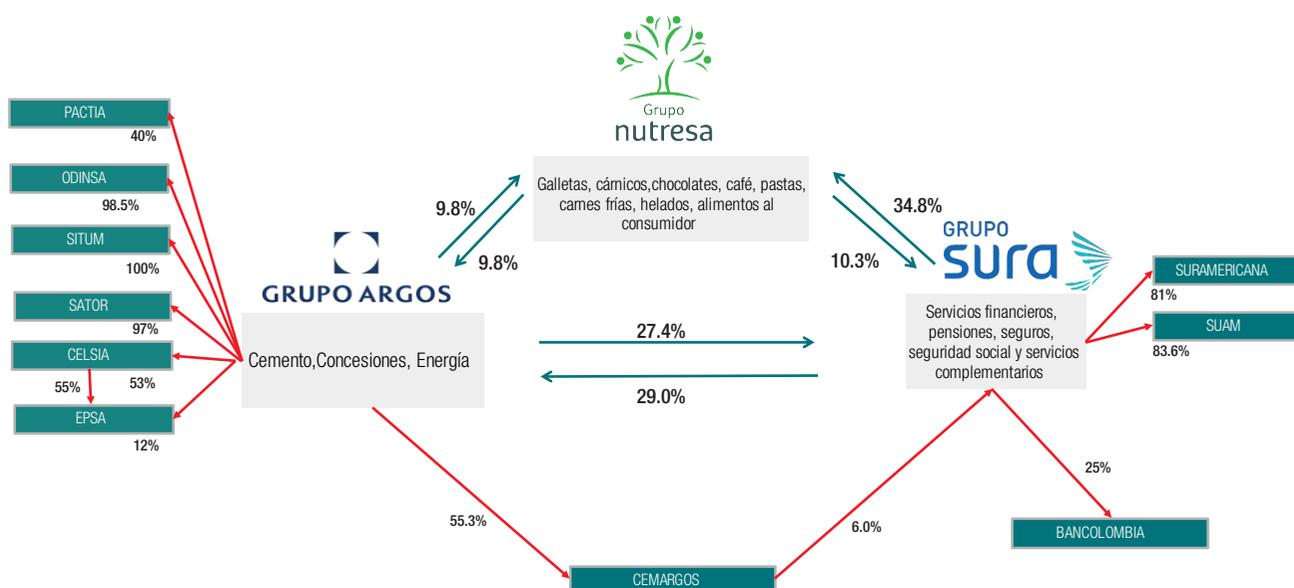
Nutresa (P.O. COP 30,300/acción | 16% Portafolio):

Sus exitosas estrategias de ajuste de precios, diversificación geográfica y coberturas de materias primas le han permitido adaptarse y mostrar buenos resultados financieros, incluso en medio de un entorno macroeconómico retador y cumplir con las guías financieras que brinda al mercado. Lo anterior, sumado a un panorama económico más favorable para 2018 en Colombia ante la expectativa de un repunte en el consumo de los hogares, menores gastos financieros derivados de la reducción del apalancamiento y disminución de tasas de interés soportan nuestra expectativa positiva para el desempeño de Nutresa. Así pues, reiteramos nuestra visión de valor en la compañía y actualizamos nuestra recomendación a SOBREPONDERAR.

Grupo Sura como parte del GEA, uno de los grupos económicos más importantes de América Latina:

El GEA es un poderoso grupo de empresas colombianas originarias de la región de Antioquia, que a lo largo de su historia han desarrollado estrechos vínculos entre ellas, al compartir una filosofía y una cultura empresarial, además de tener nexos patrimoniales comunes. Hoy, estas compañías se agrupan alrededor de tres *holdings* (Grupo Sura, Grupo Argos y Grupo Nutresa), las cuales mantienen cruces accionarios entre sí y operan de manera independiente, cada una con un enfoque particular de negocios e inversiones. Vistas en conjunto, representan uno de los más importantes motores empresariales de Colombia; sus ingresos son cercanos a COP 55 bn, más del doble que hace 10 años y equivalen al 6.5% del PIB colombiano, la capitalización bursátil de las tres compañías *holdings* y sus compañías operativas supera los COP 96 billones y las compañías del portafolio que hacen parte del índice COLCAP tienen un peso del 61% en dicho índice.

Si bien los activos adquiridos le permitirán fortalecer su presencia regional y diversificar su riesgo geográfico, a corto y mediano plazo Suramericana se expone a mayores riesgos macroeconómicos, así como al reto de rentabilizar las operaciones a niveles similares a los de la operación en Colombia.



Fuente: Grupo Argos, Grupo Sura y Grupo Nutresa

Valoración

El método de valoración utilizado es suma de partes, bajo los siguientes parámetros:

- i) Descuento histórico de 4%, teniendo en cuenta el promedio de los últimos 5 años del valor al que ha transado Grupo Sura vs. su portafolio en el mercado.
- ii) Utilizamos los Precios Objetivo para final de 2018 de Grupo Argos, Bancolombia y Grupo Nutresa.
- iii) Incluimos en nuestra valoración a Suramericana y Suam mediante un ejercicio de exceso de retorno (ingreso residual), incorporando en la valoración de Suramericana los activos de RSA.
- iv) Ajustamos la deuda de Grupo Sura con la última información disponible.
- v) Otras inversiones están incluidas al valor en libros.

Inversiones	Número de acciones	Precio Objetivo	Valor (COP mm)	Peso portafolio
Grupo Argos	230,313,895	23,100	5,320,251	17%
Grupo Nutresa	161,807,155	30,300	4,902,757	16%
Bancolombia	247,731,129	32,600	8,051,262	26%
Suramericana		1.30x	4,548,324	14%
Sura Asset Management			8,515,518	27%
Otras inversiones			229,564	0.7%
Total inversiones			31,567,675	
Deuda neta			5,200,000	
PV GO			903,896	
Valor del portafolio neto			25,463,780	
Descuento histórico			4.00%	
Valor del portafolio con descuento			24,445,229	
Número de acciones (mm)			575	
Precio Objetivo			42,500	

Bancolombia y Grupo Argos - Análisis de sensibilidad

Si bien consideramos que la *holding* cuenta con el andamiaje corporativo idóneo para enfrentar los retos asociados a la operación de Suramericana y Sura AM, nuestras valoraciones (múltiplo de valoración P/VL de 1.1x para SUAM, 1.3x para Suramericana y 1.3x para Bancolombia) sugieren un Precio Objetivo de 42,500/acción, que no ofrece un potencial de valorización significativo frente al precio actual, con lo cual reiteramos nuestra recomendación de NEUTRAL.

Precio Bancolombia vs. Grupo Argos

Evaluamos el cambio en el Precio Objetivo frente a variaciones en el precio objetivo de Bancolombia y el de Grupo Argos (32,600 y 23,100 respectivamente). De esta manera, un incremento de 5% en el precio objetivo de Bancolombia se reflejaría en un incremento de COP 700/acción en nuestro P.O., mientras que una disminución de 5% en el precio de Grupo Argos se traduciría en una disminución en el precio de COP 500/acción.

		Bancolombia = COP 32,600				
		-1.0%	-5%	0%	5%	10%
Grupo Argos =COP 23,100	-10.0%	40,300	40,900	41,600	42,300	42,900
	-5.0%	40,700	41,400	42,000	42,700	43,400
	0.0%	41,100	41,800	42,500	43,200	43,800
	5.0%	41,600	42,300	42,900	43,600	44,300
	10.0%	42,000	42,700	43,400	44,000	44,700

Valor de Suramericana vs. Valor de Sura AM

Estimamos el impacto en el Precio Objetivo frente a variaciones en el valor de Suramericana y Valor de Sura Asset Management (SUAM). De esta manera, un incremento de 5% en el valor de Suramericana tendría un impacto en nuestro Precio Objetivo de COP +400/acción y paralelamente, una disminución de 5% en el valor de Sura AM se reflejaría en una disminución de COP 700/acción.

		Suramericana				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
SUAM	-10.0%	40,300	40,700	41,100	41,400	41,800
	-5.0%	41,000	41,400	41,800	42,200	42,500
	0.0%	41,700	42,100	42,500	42,900	43,200
	5.0%	42,400	42,800	43,200	43,600	44,000
	10.0%	43,100	43,500	43,900	44,300	44,700

ISA

Orientada al valor

En lo corrido del año ISA acumula una valorización cercana a 35%. Aunque este desempeño ha estado impulsado por buenas noticias como: i) un reconocimiento del valor de los activos pendientes por indemnizar en Brasil que pasó en los últimos años desde BRL 1.8 bn a BRL 4.1 bn (BRL del año 2012) ii) la compañía a través de CTEEP y Taesa ganó cinco importantes proyectos en la subasta de transmisión en Brasil que suman un CAPEX de BLR 3.2 bn (USD 1.0bn), y iii) la activación de grandes inversiones de capital que apalancarán un crecimiento futuro de la generación de caja, nuestro ejercicio de valoración sugiere que estos aspectos están siendo reconocidos en el precio de mercado. Por último, resaltamos que aún persisten riesgos regulatorios que pueden impactar negativamente el valor de la compañía.

Aspectos a destacar

- 1. Nuestro precio objetivo para cierre de 2018 es de 13,800/acción:** Para esta entrega revisamos el valor de la indemnización por la Red Básica del Sistema Existente (RBSE) de Brasil desde BRL 3.8 bn a BRL 4.1 bn, así como nuevos proyectos y adquisiciones. Nuestro escenario base utiliza un WACC de 9.8% y un gradiente de crecimiento a perpetuidad de 3%.
- 2. Reactivación de inversiones en Brasil y caja por pago RBSE, factores clave de crecimiento:** Después de lo sucedido en 2012 con los activos de transmisión eléctrica, inversionistas internacionales han permanecido esquivos a la ejecución de nuevos proyectos en el país. Por tal razón, el Gobierno brasileño y los entes reguladores dieron prioridad a cerrar el capítulo de las indemnizaciones por RBSE y al mismo tiempo lanzar proyectos con retornos interesantes para los inversionistas. ISA por lo tanto, recibirá un flujo de caja considerable durante los próximos ocho años que pensamos enfocará en el crecimiento de su negocio en Brasil donde las oportunidades de inversión son amplias, lo que podría constituir el nuevo motor de crecimiento para el largo plazo.
- 3. Cambios regulatorios en Colombia:** El ente regulador CREG continúa estudiando un cambio para la remuneración de activos de transmisión en Colombia constituidos antes del año 2001, dada la antigüedad de los activos de ISA, esta sería una de las más afectadas en términos de Ingresos, EBITDA y Utilidad Neta.

¿Por qué neutral?

Si bien ISA se ha caracterizado por ser una compañía en constante crecimiento, nuestro ejercicio de valoración arroja un precio justo de COP 13,800/acción lo que representa un potencial de valorización reducido frente a lo que esperamos para el mercado colombiano. Por lo tanto, nuestra recomendación es Neutral.



CONEXIONES QUE INSPIRAN

NEUTRAL

Precio Objetivo: COP 13,800

Potencial: 3.0%
Riesgo: MEDIO
Cierre: COP 13,800
Sector: Energía
ISA CB

Bloomberg: COAR <GO>

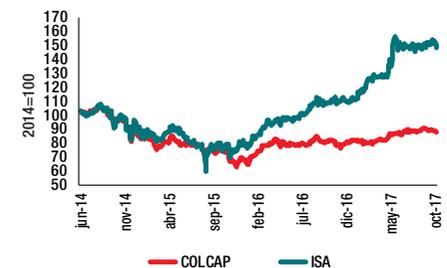
Ricardo Sandoval Analista Sector Energía
 rsandoval@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92257

Katherine Ortiz Analista Senior Renta Variable
 kortiz@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92134

Información de la acción

Market Cap (COP):	14.8 bn
Flotante:	18.5%
Dividendo anual (COP):	392
Dividend yield:	2.93%
% COLCAP:	6.40%
# Acciones	1,108 mm
P / VL actual:	1.47 x
P / E actual:	6.32 x
EV / EBITDA actual:	3.65 x
Último precio:	13,400
Máx. 52 semanas:	14,180
Mín. 52 semanas:	9,590

► Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

Interconexión eléctrica S.A. ESP-ISA/ Ficha técnica

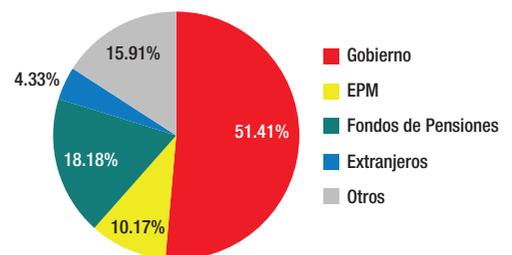
Descripción de la compañía: ISA es una organización dedicada al diseño, construcción, operación y administración de sistemas de infraestructura lineal en los negocios de Transporte de Energía Eléctrica, Transporte de Telecomunicaciones, Operación y Administración de Mercados, Construcción de Pro-

yectos de Infraestructura y Concesiones Viales. Los sistemas de infraestructura lineal de ISA tienen presencia en Colombia, Brasil, Perú, Chile, Bolivia, Ecuador, Argentina, Panamá y América Central. La compañía posee más de 40.000 km en circuito de alto voltaje y fibra óptica y más de 900 km en vías.

Características de la acción

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Acciones en circulación (miles)	1,107,678	1,107,678	1,107,678	1,107,678	1,107,678
Cap. Bursátil (COP millones)	8,174,663	11,054,625	15,374,569	15,374,569	15,374,569
Precio (COP/acción)	7,380	9,980	13,880	13,880	13,880
VL (COP/acción)	10,286	15,268	16,117	16,896	17,834
EPS (COP/acción)	633.4	689.6	988.6	1091.2	1107.3
EV (COP millones)	21,620,521	29,406,288	35,426,375	34,020,916	32,388,476
Deuda neta (COP millones)	9,893,029	11,304,042	12,493,877	10,722,789	8,650,619
EBITDA (COP millones) *	2,871,615	3,461,051	3,412,846	3,434,092	3,550,038
P/VL	0.72x	0.65x	0.86x	0.82x	0.78x
P/U	11.65x	14.47x	14.04x	12.72x	12.53x
EV/EBITDA	7.53x	8.50x	10.38x	9.91x	9.12x

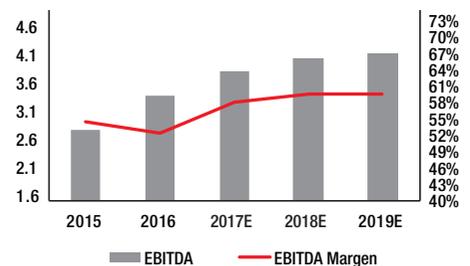
Composición accionaria



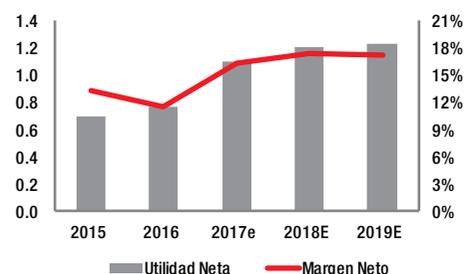
Balance general

COP millones	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Activos Corriente	4,345,827	5,673,173	5,879,502	6,575,131	7,429,531
Activo no corriente	23,767,043	32,843,029	34,063,096	33,138,925	32,840,786
Total Activos	28,112,870	38,516,202	39,942,598	39,714,056	40,270,317
Pasivo corriente	3,226,561	3,664,744	2,628,809	2,586,782	3,272,182
Pasivo no corriente	13,493,256	17,939,980	19,461,812	18,411,675	17,243,885
Total Pasivos	16,719,817	21,604,724	22,090,621	20,998,456	20,516,067
Patrimonio + Interés Minoritario	11,393,053	16,911,477	17,851,977	18,715,599	19,754,249
Pasivos+Patrimonio	28,112,870	38,516,201	39,942,598	39,714,056	40,270,317
Deuda Bruta/Patrimonio	139.3%	126.4%	132.4%	119.5%	106.5%
Deuda/EBITDA	3.80x	3.60x	3.99x	3.76x	3.42x
ROE	6.2%	4.5%	6.1%	6.5%	6.2%
ROA	2.5%	2.0%	2.7%	3.0%	3.0%

EBITDA Y Margen EBITDA (COP Billones)



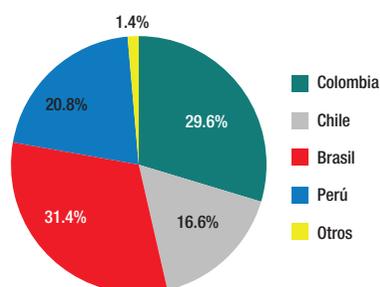
U.Neta Y Margen Neto (COP Billones)



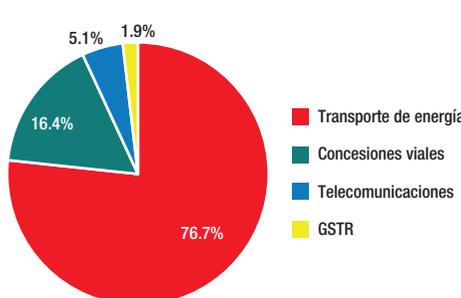
Estado de resultados

COP MILLONES	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Ingresos Operacionales	5,270,647	6,610,536	6,735,609	6,937,677	7,111,119
Costos y gastos operacionales	2,865,680	3,634,318	3,320,873	3,311,871	3,399,946
Resultado Operacional	2,404,967	2,976,218	3,414,736	3,625,807	3,711,173
Margen operacional	45.6%	45.0%	50.7%	52.3%	52.2%
EBITDA	2,871,615	3,461,051	3,908,742	4,134,633	4,232,720
EBITDA Margen	54.5%	52.4%	58.0%	59.6%	59.5%
Utilidad Neta	701,548	763,887	1,095,020	1,208,748	1,226,577
Margen Neto	13.3%	11.6%	16.3%	17.4%	17.2%

EBITDA 1T17 por país *



EBITDA 1T17 por negocio *



- ▶ Presidente: Bernardo Vargas
- ▶ Vicepresidente Financiero: Carlos Alberto Rodríguez
- ▶ IR: Gloria Cecilia Velásquez
- ▶ Página web: www.isa.co

*Excluyendo RBSE

Compañía	Proyecto	Fecha Entrada	Ingresos Anuales* MM USD
INTERCOLOMBIA	GECELCA 3.2	3T17	3.0
	SE Caracolí 220kv	2T17	7.9
	LT La Hermosa	3T17	0.0
	SE Montería a 230kv	4T17	9.2
	San Antonio	2T18	0.0
	Subestación Ituango	3T18	42.4
	Cerromatoso-Chinú-Copey	1T19	14.1
	- Cuestecitas	4T19	18.2
	Bosque a 220 kv	4T18	0.2
	Cardones, Maintecillo y P.A	3T17	2.8
INTERCHILE	Barra nueva Cardones	4T17	0.4
	Cardones Maitecillo	1T18	12.7
	Maitecillo- Pan de Azúcar	1T18	18.4
	Pan de Azúcar - Polpaico	1T18	31.7
	Atacama y Coquimbo	2020	3.6
CTM	La Planicie - Industriales	3T16	5.5
	Friaspata- Mollepata	4T16	5.7
	Ampliación: Cotaruse	2T17	0.9
	Mantaro- Montalvo 500kv	2T17	41.5
	Ampliación Termochilca	4T17	0.9
REP	Subestación La Niña	1T18	0.9
	Carapongo	1T18	7.0
	Ampliación 18	1T19	1.9
	Total		228.9

* Proyectos 2016 con gestión de ampliación de plazo ante el promotor del proyecto.

Hipótesis de valor

- > **Cobertura natural blinda a la compañía de las fluctuaciones de la tasa de cambio.** El grupo se ha encargado de financiar sus proyectos en las mismas monedas y a unas tasas acordes con los flujos de caja esperados, con lo que las fluctuaciones en la tasa de cambio tienen poco impacto en sus utilidades consolidadas y se estabiliza el retorno a los accionistas. Adicionalmente, esta clase de estructura le facilita a la compañía la consecución de créditos, considerando la cobertura natural de los flujos minimizando la exposición a la volatilidad de las monedas indexadas a los flujos del proyecto. Resaltamos que del total de la deuda actual (COP 14.7 billones), el 38.8% está indexada a unidades de fomento de Chile, 23.3% al USD, 22.8% al COP y 15.1% al BRL.
- > **Una verdadera multilatina:** ISA tiene presencia en 5 países de la región por medio de los negocios de transmisión de energía, concesiones viales y transporte de telecomunicaciones, entre otros. En caso de una eventual dificultad por parte de una de sus filiales, los ingresos provenientes de otras regiones mitigarían los impactos ocasionados
- > **Cierre del capítulo en Brasil abre oportunidades de crecimiento futuras:** En junio de este año la Agencia Nacional de Energía Eléctrica – ANEEL realizó el reconocimiento final del valor de los activos pendientes a ser indemnizados, cuya última revisión fue desde BRL 3.8 bn a BRL 4.1 bn (de 2012). Así mismo, luego de que el Ministerio Federal de Minas y Energía de Brasil determinó que se empezaran a pagar las indemnizaciones de activos pendientes a las empresas de transmisión de energía, con base en el reconocimiento del valor de los activos por parte de ANEEL (Agencia Nacional de Energía Eléctrica), estos fueron incluidos en la RAP (Remuneración Anual Permitida) a partir de agosto de 2017 y durante un período de ocho años, con lo cual ésta se incrementó 136% efecto que empezaremos a ver a partir del 2S17. Esto no solamente representó el cierre de un capítulo tortuoso sino que abrió la posibilidad a la compañía de volver a incursionar en negocios dentro de este país donde las oportunidades de inversión son amplias.
- > **23 Proyectos nuevos a ejecutar seguirán impulsado crecimiento 2018 - 2020:** Isa se ha caracterizado por ser una compañía en constante crecimiento con proyectos de largo plazo. En estos momentos son 23 los proyectos pendientes a ejecutar hasta el 2020 en Colombia, Chile, Perú y Brasil que suman ingresos anuales por USD 229 millones una vez termine la ejecución.
- > **Adquisiciones y proyectos nuevos en Brasil:** Dado el pago que se recibirá durante los próximos 8 años por RBSE, la compañía tendrá un flujo de caja creciente, que le permitiría a la compañía continuar con su expansión inorgánica. Brasil vuelve a posicionarse como una fuente de destino de capital, donde recientemente se han realizado adquisiciones como Taesa e lenne y se han adjudicado cinco importantes proyectos, posteriormente la exposición a este país seguirá aumentando.
- > **Interconexión con Panamá, oportunidad de largo plazo:** Casi cuatro años después de la suspensión del proyecto que busca lograr la integración eléctrica entre el mercado andino y el mercado centroamericano, consideramos que pueden existir oportunidades derivadas de acercamientos políticos que podrían dar solución a problemas con comunidades indígenas afectadas así

como conclusiones a las dificultades de financiamiento. Si bien en el corto plazo no parece factible este proyecto en el largo plazo puede constituir un factor de crecimiento dada la envergadura del mismo.

Riesgos

- > **Riesgo regulatorio continúa sobre la mesa:** La propuesta del cambio metodológico a la remuneración de las compañías del sector de transmisión de energía eléctrica que adelanta la CREG, continúa estando en etapa de consulta y se espera un pronunciamiento definitivo durante 2017. Si bien el mercado pareciera estar enfocado en las nuevas oportunidades para ISA en términos de nuevos proyectos a futuro, consideramos que el aspecto regulatorio en Colombia no debe ser olvidado, ya que de presentarse un resultado desfavorable, podría impactar los ingresos a futuro y comprometer la rentabilidad.
- > **Crecimiento en Brasil dependerá de eficiencias en Cteep:** En la última asignación de lotes de transmisión en Brasil sobresalió la alta competitividad en la adjudicación, donde en promedio el mercado generó un descuento del 36.5% sobre la RAP máxima prevista por la ENEEL. Aun así, ISA CTEEP ganó 5 proyectos del total ofreciendo un descuento promedio del 39% (+250 pbs en comparación con el mercado), por lo que si bien la entrada en nuevos proyectos constituye un factor de crecimiento, la sostenibilidad de la TIR dependerá del nivel de eficiencia de la firma, de manera contraria este efecto se traduciría en menores márgenes de rentabilidad.
- > **Retraso en los proyectos de transmisión eléctrica en Chile:** Interchile ha presentado problemas con comunidades por la construcción de líneas de transmisión como Pan de Azúcar – Polpaico pues estas pasan cerca de poblados donde habitantes alegan posibles problemas de salud y contaminación visual futura. Lo anterior, constituye retrasos para la entrada en operación del proyecto mencionado. Frente a estos eventos sociales y ambientales se realiza gestión ante el Ministerio de Energía y autoridades ambientales, para fortalecer el relacionamiento y lograr la aprobación oportuna de los permisos ambientales correspondientes para cumplir las fechas de entrada en operación. Finalmente, la entrada de ISA a este país dependerá de las rentabilidades que se ofrezcan y del desenlace de este tipo de eventos que de no solucionarse sientan precedentes para proyectos futuros.
- > **Transformación del sector eléctrico:** los cambios tecnológicos asociados al manejo de información, disminución de costos de almacenamiento de energía eléctrica, generación no convencional, preocupación por el cambio climático y por ende nueva regulación constituyen un reto de transformación para las compañías del sector eléctrico. En este sentido, ISA deberá trabajar en una estrategias para anticiparse al cambio en la que se deberán implementar diferentes modelos de innovación para poder anticiparse a los cambios.
- > **Calificación Colombia:** las metas fiscales para 2017 serán difíciles de cumplir por un menor crecimiento económico al esperado. Este ha sido un tema recurrente desde finales del 2015 y aunque todavía no se ha realizado una rebaja de calificación por parte de las calificadoras, si se han realizado varias advertencias sobre la situación fiscal del país. Recientemente, Moody's advertía que llegar a un déficit fiscal del 3,6% (PIB%) para este año y 3,1% (PIB%) para

Brasil	Proyecto	Fecha Entrada	Ingresos Anuales* MM USD
Cteep	5 Proyectos; 4 lotes directos y 1 en consorcio con TAESA	N.A	127
	Adquisición: TAESA ; 41,6% B.C, el 26,0% A.O y el 14,9% C.S B.C: Bloque de control ; A.O Acciones Ordinarias; C.S: Capital Social		Costo: USD 309 mm
ISA I.P.B	Adquisición: IENNE; adquisición de las acciones ordinarias de ISOLUX (163.642.000) y CYMI (81.821.000) ISA I.P.B: ISA Investimentos e Participações do Brasil S.A.		Costo: BRL96,75 mm

Los cambios tecnológicos asociados al manejo de información, disminución de costos de almacenamiento de energía eléctrica, generación no convencional, preocupación por el cambio climático y por ende nueva regulación constituyen un reto de transformación para las compañías del sector eléctrico.



el próximo sería difícil. Teniendo en cuenta que el Gobierno colombiano es el principal accionista de la compañía (88%) la rebaja de calificación se trasladaría ésta incrementando su costo de endeudamiento a futuro.

Proyecciones

Ingresos: Para cierre de 2017 y 2018 los ingresos sin el efecto de la red básica del sistema existente en Brasil (RBSE) se mantendrán prácticamente inalterados aumentando un 1.9% y 3% interanual, dado los menores ingresos en construcción (sin impacto en EBITDA). En adelante los ingresos de nuestro modelo registran un TACC del 2.9%.

EBITDA: Incluyendo los ingresos y gastos por construcción esperamos que el margen EBITDA de la compañía repunte y se ubique en 58% para el 2017 sin el efecto RBSE, por lo que se alcanzarían COP 3.9 billones para cierre de año. En el 2018 el margen alzaría el 60% y se mantendrá estable durante el 2019. En adelante esperamos un margen EBITDA promedio de 58%.

Utilidad neta: ISA continuaría generando utilidades acorde con el comportamiento que ha venido presentando en los últimos años. La utilidad neta para este año sería de COP 1.09 bill sin RBSE lo que representa un aumento del 43%. Posteriormente, estimamos un margen neto promedio del 16.4% superior al registrado durante los años 2015 y 2016 por los menores gastos financieros dada la indexación de la deuda.

Rubro COP mm	2018FY
+ Valor presente FCL	10,395,000
+ VP Valor Residual	16,168,568
+ Disponible	2,177,474
- Ob. Financieras	-12,900,263
CXC BRASIL C 059	2,134,885
- Int. Minoritario	-2,976,823
Total valor	15,291,226
TAESA	108,364
Concesiones Brasil	184,021
# acciones (millones)	1,108
P0	13,800

Fuente: Davivienda Corredores

Valoración y Sensibilidades

Para estimar el valor de ISA valoramos la compañía mediante la metodología de flujo de caja descontado. Los parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 9.79%, beta apalancado de 0.87x, costo del *equity* (K_e) de 12.4% y crecimiento a perpetuidad de 3.0%.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2018FA de COP 13,800/acción, el cual ofrece un potencial de valorización de 3.0% a los precios actuales, con una recomendación de neutral dado el corto potencial de valorización y los riesgos regulatorios vigentes en Colombia.

Análisis de Sensibilidad

Nuestro segundo ejercicio consistió en estudiar la sensibilidad del Precio Objetivo frente a variables clave como la tasa de descuento y el crecimiento a perpetuidad. Utilizamos variaciones de +/- 0.5% encontrando que en el escenario más ácido el valor de la acción debería ubicarse en COP 9,330 y en el mejor de los escenarios en COP 21,880. Un aumento del 0.5% sobre en el Wacc tiene un efecto de COP -1600 sobre la acción y sobre el gradiente de COP 1250.

		WACC (Base = 9.7%)				
		-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
G (Base 3%)	-1.0%	14,990	13,290	11,800	10,490	9,330
	-0.5%	16,300	14,390	12,730	11,290	10,010
	0.0%	17,840	15,660	13,800	12,200	10,790
	0.5%	19,670	17,160	15,050	13,240	11,670
	1.0%	21,880	18,940	16,500	14,440	12,690

Fuente: Davivienda Corredores

Terpel

Cruzando fronteras

El valor agregado que genera su completa oferta de servicios complementarios le ha permitido a Terpel posicionarse como la primera red de estaciones de servicio (1,893 EDS) y el primer distribuidor de combustibles en Colombia (43% de la participación del mercado). Su posición de liderazgo en el país y la naturaleza regulada del sector, apalancará la generación de ingresos, utilidades y flujos de caja estables, necesarios para apoyar su ambicioso plan de expansión durante los próximos años, que de la mano de COPEC, su accionista mayoritario, le permitirá ampliar su alcance en Suramérica, mantener el liderazgo en Colombia, Panamá, Perú y República Dominicana y posicionarse en la línea de lubricantes.

Aspectos a destacar

- 1. Nuestro Precio Objetivo para cierre de 2018 es de COP 15,000/acción:**
 Nuestras principales estimaciones son: i) Crecimiento de ingresos de 5.3% anual, ubicándose en COP 15.7 bn, impulsados por un crecimiento de 2.9% en los volúmenes totales (5.0% en Colombia y 2.7% en Panamá) ii) EBITDA creciendo 5.7%, estableciéndose en COP 728 mil mm, arrojando un margen de 4.6%, iii) utilidad neta de COP 221 mil mm, creciendo 3.2% anual, equivalente a un margen neto de 1.4%.
- 2. Acuerdo COPEC y Exxon Mobil:** En línea con la estrategia de expansión en las redes de distribución de lubricantes de COPEC, Terpel tomaría el control sobre la línea de lubricantes de Exxon Mobil, sin embargo, la operación se encuentra a la espera de un pronunciamiento que autorice la integración por parte de la Superintendencia de Industria y Comercio en Colombia. Con la adquisición, la compañía tomaría el liderazgo del negocio de lubricantes en Colombia (buscando superar los 428 mil barriles/año vs 128 mil actuales y alcanzar el 41% en la participación de mercado de este segmento), lubricantes y aviación en Perú y combustibles en Ecuador.
- 3. Posición líder en Colombia, Panamá, Perú y República Dominicana:** Terpel es líder en participación de mercado, cuenta con un amplio posicionamiento de marca que se continúa consolidando a través de una propuesta de valor alterna al cliente, mediante sus servicios complementarios (altoque, ziclos, deuna, entre otros). Tiene presencia en cinco países y unos ingresos consolidados LTM17 de COP 14.6 bn, asimismo, cuenta con adecuada diversificación en su portafolio participando en los segmentos de estaciones de servicios, lubricantes, industriales, aviación y marinos.

¿Por qué neutral?

Terpel representa una apuesta de valor interesante en medio de una estable generación de ingresos y utilidades, que de la mano de su accionista mayoritario (COPEC), le permitirán desarrollar su activo plan de expansión para seguir consolidando su posición de liderazgo en la región. No obstante, el potencial de valorización frente a su precio actual (11%) es limitado si se tiene en cuenta la baja liquidez de la acción.



NEUTRAL

Precio Objetivo: 15,000

Potencial: +11.0%
Riesgo: Medio
Cierre: COP 13,500
Sector: Consumo
Terpel CB

Bloomberg: COAR GO>

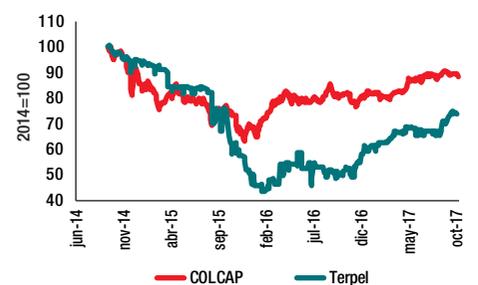
Cristina Manotas Polo Analista Sector Consumo
 cmanotas@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92473

Katherine Ortiz Analista Senior Renta Variable
 kortiz@corredores.com
 (571) 312 3300, ext. 92134

Información de la acción

Market Cap (COP):	2.4 bn
Flotante:	22.7%
Dividendo (ord.):	COP 541
Dividend yield:	4.0%
% COLCAP:	0%
# Acciones	556 mm
P / VL actual:	1.5x
P / E actual:	13.5x
Último precio:	13,500
Máx. 52 semanas:	13,800
Mín. 52 semanas:	9,000

► Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

Terpel / Ficha técnica

Descripción de la compañía: Distribuidor colombiano de gas y otros combustibles sólidos y líquidos y productos conexos. El propietario mayoritario es COPEC de Chile con 56.18%. Para expandir sus operaciones internacionales, en 2006 Terpel adquirió Accel, empresa distribuidora de petróleo en Panamá; el 1

de julio de ese año adquirió Lubricantes y Tambores del Ecuador C.A. (Lyteca); en 2008 adquirió Gazel para la distribución de GNV; en 2009 expanden la línea de GNV entrando a Perú; en 2011 entran a República Dominicana con su línea de negocio de aviación operando en seis aeropuertos.

Características de la acción

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Acciones en circulación (mm)	181	181	181	181	181
Cap. Bursátil (COP mm)	1,531,260	2,045,300	2,461,600	2,461,600	2,461,600
Precio (COP/Acción)	8,460	11,300	13,600	13,600	13,600
VL (COP/Acción)	8,086	8,765	9,625	10,494	11,398
EPS (COP/Acción)	585	1,086	1,186	1,224	1,272
Total Deuda (COP mm)	1,448,646	1,441,091	1,325,333	1,427,000	1,451,895
Deuda Neta (COP mm)	1,160,654	1,079,218	1,286,388	1,252,716	1,215,186
EV (COP mm)	2,692,446	3,124,521	3,747,991	3,714,319	3,676,789
EV/EBITDA	5.1x	4.7x	5.4x	5.1x	4.8x
P/VL	1.0x	1.3x	1.4x	1.3x	1.2x
P/U	14.5x	10.4x	11.5x	11.1x	10.7x
Dividend Yield	3.5%	4.8%	4.4%	4.5%	4.7%
Dividendo (COP/acción)	292	542	592	611	634

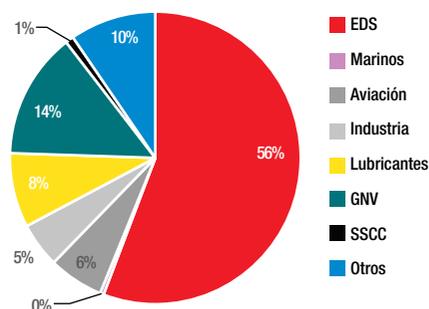
Balance general

COP millones	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Total Activos	3,880,092	4,131,829	4,019,400	4,328,673	4,571,433
Total Pasivos	2,416,046	2,545,348	2,277,211	2,429,278	2,508,317
Patrimonio	1,463,514	1,586,479	1,742,189	1,899,395	2,063,116
Deuda Total/Patrimonio	1.0x	0.9x	0.8x	0.8x	0.7x
Deuda Total/EBITDA	2.7x	2.2x	1.9x	2.0x	1.9x
Deuda Neta/EBITDA	2.2x	1.6x	1.9x	1.7x	1.6x
ROE	7.2%	12.4%	12.3%	11.7%	11.2%
ROA	2.7%	4.8%	5.3%	5.1%	5.0%

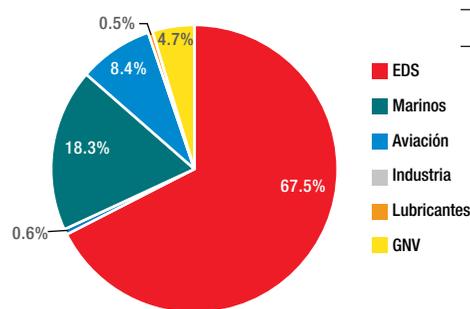
Estado de resultados

COP millones	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Ingresos Operacionales	14,235,502	14,431,614	14,919,577	15,711,953	16,563,270
Costo de ventas	13,024,105	13,000,602	13,440,180	14,153,985	14,920,887
Utilidad Bruta	1,211,398	1,431,012	1,479,398	1,557,968	1,642,383
Gastos adm. y comercial.	897,745	963,702	1,002,830	1,053,460	1,105,808
Utilidad Operacional	313,652	467,310	476,567	504,508	536,575
UAI	207,765	323,087	352,923	364,335	378,470
Utilidad Neta	105,958	196,516	214,664	221,605	230,203
EBITDA	528,700	659,600	689,533	728,784	773,003
Margen Bruto	8.5%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%
Margen EBITDA	3.7%	4.6%	4.6%	4.6%	4.7%
Margen Neto	0.7%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%

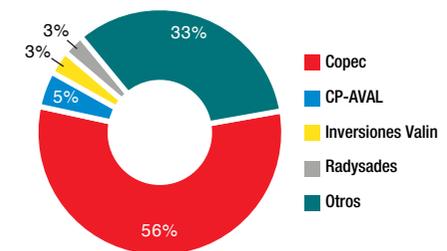
Utilidad bruta por segmento



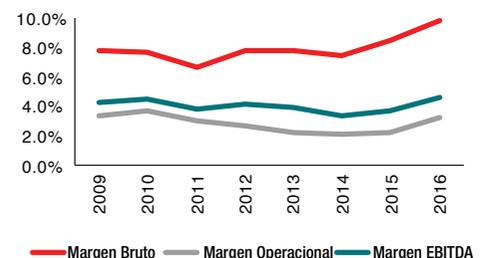
Volumen por segmento



Composición accionaria



Márgenes históricos

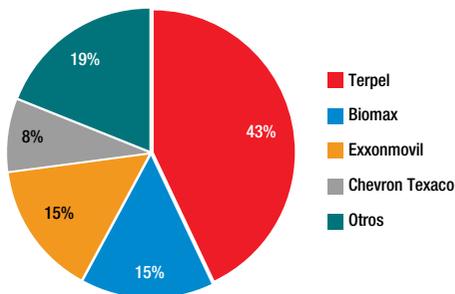


Comparables

Negocio	EV/EBITDA 12M	P/U 2017	P/U 2018
Terpel	5.80	12.80	10.95
PTG Energy	19.85	26.56	22.57
Travelcenters	8.33	10.74	8.87
Attock Petroleum	11.07	9.24	10.45
Z Energy	21.87	14.77	12.71
CST Brands	11.27	17.75	14.57
PAK State Oil	39.23	6.07	6.00
Global Partners	9.68	18.68	37.39
Sprague Resource	8.49	7.67	7.19
Promedio	15.07	13.81	14.52

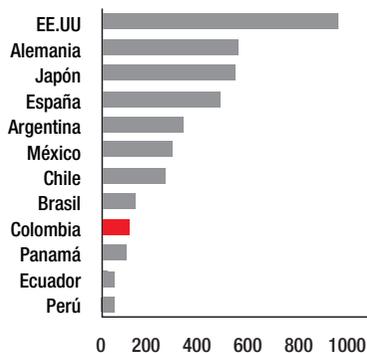
► Presidente: Sylvia Escovar Gómez
 ► Vicepresidente Financiero: Oscar Bravo
 ► IR: Guillermo Achury
 ► Página web: www.terpel.com

Participación de mercado Colombia



Fuente: Davivienda Corredores

Vehículos motorizados por cada 1,000 habitantes



Fuente: Davivienda Corredores y Banco Mundial

Hipótesis de valor

- > **COPEC continúa apostando al desarrollo de la región a través de la Organización Terpel:** La Compañía de Petróleos de Chile (COPEC) es la *holding* industrial chilena dueña del 58.5% de Terpel, desde 2011. Dicha compañía que participa en los sectores de energía, forestal, pesquero y minero ha definido que su estrategia de expansión en el segmento de combustibles fuera de Chile se llevará a cabo a través de Terpel, lo que beneficiaría a los accionistas. En esta línea, recientemente anunció la adquisición de los activos de ExxonMobil en Colombia, Ecuador y Perú cuya inversión ascenderá aproximadamente a USD 747 millones (USD 512 millones corresponden al valor patrimonial y USD 235 millones a caja).
- > **Adquisición de activos de ExxonMobil contribuiría a afianzar posición de Mercado:** COPEC suscribió un acuerdo con ExxonMobil (con quien lleva una relación comercial de casi 60 años) para tomar control de la distribución de lubricantes y combustibles a través de su filial Terpel, que incluiría los mercados de Colombia, Ecuador y Perú para así expandir las redes de distribución en Suramérica y potenciar oportunidades de crecimiento. Dicha operación está pendiente de aprobaciones regulatorias en Colombia, y de materializarse, en Colombia se pasarían de vender 198 mil barriles/año en lubricantes a 428 mil barriles/año aproximadamente.
- > **Líder en combustibles líquidos en Colombia:** Terpel es líder en el mercado de combustibles líquidos (EDS y segmento industrial) con una participación de mercado de 43% en Colombia (82.5% de los ingresos), por medio de sus 30 plantas de abastecimiento, una red de 1,893 EDS de las cuales el 12% son propias y servicios complementarios entre los que se encuentran: i) tiendas de conveniencia, altoque y kioscos, ii) islas de motos en EDS, y iii) sistema de lavado de vehículos, ziclos. Adicionalmente, en Panamá cuenta con 130 EDS, de las cuales el 80% son propias, lo que le ha permitido convertirse en el segundo jugador más importante del país con una participación de mercado del 23%. En el mercado de Jet Fuel es el segundo más importante en República Dominicana, donde atiende a cinco aeropuertos del país.
- > **Potencial de expansión en el negocio de aviación:** Terpel es líder en el mercado colombiano en el segmento de aviación, con una participación de mercado del 81%, suministrando combustible tipo JET A1 y Avgas a ~ 20 aeropuertos en Colombia (entre ellos al aeropuerto El Dorado, el principal puente internacional en Colombia). La compañía cuenta con altos estándares operativos que la han llevado a posicionarse como socio estratégico de la Asociación Internacional de Transporte Aéreo, asimismo, son pioneros en latinoamérica con certificación integral en calidad, seguridad y medioambiente. A 2T17 aviación ocupó el 18.2% del total del volumen y el 6.1% de la utilidad bruta acumulada.

Riesgos

- > **Terpel no ha entregado detalles al mercado que permitan evaluar el impacto en el valor de la adquisición de ExxonMobil:** Aunque el acuerdo de adquisición de los activos de ExxonMobil fue informado al mercado desde noviembre de 2016, a la fecha no se conocen mayores detalles del mismo que permitan determinar si ésta se realizó a un precio justo y el impacto en el valor de Terpel. Sin embargo, teniendo en cuenta que el valor de la transacción es de USD 747 millones (~COP 2.3 billones), y que excede la capitalización bursátil

actual de Terpel (COP 1.6 billones), es probable que para que ésta se lleve a cabo, la compañía requiera una capitalización por un monto elevado.

- **Sector regulado limita el crecimiento de los márgenes operacionales:** El modelo de negocio de Terpel se encuentra en un sector regulado en los países donde opera, con excepción de Panamá, donde el mercado es abierto. Por lo tanto, la operación de la compañía no varía directamente con las fluctuaciones de los precios del crudo, la relación existe en la medida en que una caída significativa de los precios del petróleo se traducen en un menor valor por galón de gasolina en Colombia que no tiene transmisión inmediata al consumidor final, generando así una mínima ganancia adicional en el margen bruto. De esta manera, los márgenes operacionales y la generación de caja de la compañía se mantendrían estables en el corto y mediano plazo.
- **Retención de afiliados y transmisión de estrategia constituyen un gran reto:** En Colombia la red bajo la marca Terpel cuenta con 1,893 EDS, de las cuales 227 son propias, el resto son afiliadas con contratos con vigencia en promedio de siete años y alrededor del 12% vencen anualmente; por lo tanto, la capacidad para retener a sus afiliados sin que esto represente costos adicionales por incentivos es determinante para mantener el negocio y la participación de mercado en el largo plazo. Asimismo, para la transmisión de la estrategia enfocada en mejorar la experiencia del cliente a todas las EDS, Terpel asume la totalidad del costo del cambio de imagen, descuentos en sus márgenes de retribución y equipamiento para las tiendas de conveniencia, lo cual representa un gran riesgo teniendo en cuenta que al no ser propietario de la mayoría de las EDS los beneficios de la estrategia podrían verse limitados debido a que la implementación de la misma depende de terceros (los afiliados).
- **Baja liquidez en el mercado de acciones limita la captura del potencial de valorización:** Después del listamiento de Terpel en la BVC, el volumen promedio diario de negociación ha caído de manera importante, al pasar de COP 1,729 millones para el primer año de negociación (periodo agosto de 2014 hasta agosto de 2015) hasta COP 424.3 millones en los últimos seis meses. La baja liquidez incrementa la volatilidad en el precio de la acción y dificulta la ejecución de posiciones significativas en el mercado local.
- **Demanda en contra de la compañía por parte de Fendipetróleo.** La Asociación de Distribuidores de Combustibles y Energéticos (Fendipetróleo) instauró una demanda contra Terpel en junio de 2016 por presunta competencia desleal y especulación en el precio del combustible en Colombia. La respuesta de la compañía ha sido que su modelo de negocio está fundamentado en la competencia legal y que harán frente a cualquier recurso para demostrarlo. Continúa siendo importante monitorear el desenlace y los efectos financieros que este pudiera tener para la compañía.

Composición de las líneas de negocio por país

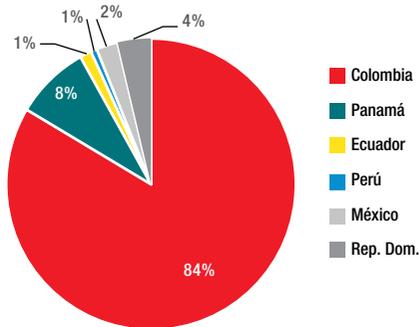


Fuente: Terpel

Proyecciones

- **Ingresos:** Actualizamos nuestras estimaciones teniendo en cuenta los resultados de la compañía al cierre del 2016 y al primer semestre de 2017, los cuales han presentado leves decrecimientos en los volúmenes en Colombia y Panamá. Así mismo, incorporamos nuevos datos de inflación, venta de vehículos en Panamá, referencia internacional del precio del gas Henry Hub. De esta manera, estimamos ingresos para el 2018 y 2019 de COP 15.7 billones y 16.5 billones, respectivamente, que representan un incremento de 5.3% frente

EBITDA por país



Fuente: Terpel | Davivienda Corredores

al 2017E y de 5.4% frente al 2018E. Resaltamos que el TACC de los ingresos para el periodo de valoración entre 2018-2027 es de 5.0%.

- > **EBITDA:** Teniendo en cuenta que cerca del 50% de los ingresos de la compañía provienen del negocio de EDS en Colombia, el cual se encuentra regulado, esperamos que el margen EBITDA se mantenga estable (promedio 2018-2027 de 4.75%). De esta manera, estimamos que el EBITDA para 2018 y 2019 se ubique en COP 728,783 mm y COP 773,003 mm con un margen de 4.64% y 4.67% respectivamente. El TACC del rubro para el periodo de valoración es de 5.5%.
- > **Utilidad Neta:** Proyectamos una utilidad neta de COP 221 mil millones y de COP 230 mil millones para el 2018 y 2019 respectivamente, que representan un crecimiento de 3.2% frente al 2017E y de 3.8% en comparación con el 2018E.

Valoración y Sensibilidades

Ante la escasa información disponible, es imposible estimar el impacto en nuestro Precio Objetivo de la adquisición de los activos de ExxonMobil, por lo cual nuestras estimaciones consideran la operación sin tener en cuenta el impacto de dicha compra.

Para estimar el valor de Terpel utilizamos una metodología de flujo de caja descontado (70% del Precio Objetivo) y una valoración ponderada por los múltiplos EV/EBITDA 2018E y P/U 2018E (30% del Precio Objetivo).

Los parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 10.4%, beta apalancado de 0.95x, costo del equity (Ke) de 12.2% y crecimiento a perpetuidad de 2.9%. Se resalta que el g utilizado es 2.9% y fue calculado teniendo en cuenta el promedio de crecimiento de la demanda de combustibles en el escenario base utilizado por la Unidad de Planeación Minero Energética-UPME.

Precio Objetivo		
Método	Ponderación	Precio
FCL @10.4	70%	14,500
EV/EBITDA 2018E	15%	17,200
P/E 2018 E	15%	15,400
Precio Objetivo 2018 E		15,000

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2018FA de COP 15,000/acción, que ofrece un potencial de valorización a los precios actuales de 11%. De esta manera, asignamos una recomendación de NEUTRAL con un riesgo MEDIO a nuestra valoración, teniendo en cuenta que las cifras operacionales de la compañía provienen de un negocio regulado.

WACC vs. Valor Terminal-g

Nuestro primer ejercicio consistió en evaluar el cambio en el Precio Objetivo de la acción frente a cambios en la tasa de descuento WACC y el crecimiento a perpetuidad g.

		WACC				
		-0.6%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.6%
G	0.4%	17,500	16,600	15,700	14,900	14,200
	0.2%	17,100	16,200	15,400	14,600	13,900
	0.0%	16,700	15,800	15,000	14,300	13,700
	-0.2%	16,300	15,500	14,800	14,100	13,400
	-0.4%	16,000	15,200	14,500	13,900	13,200

Crecimiento Demanda vs. Margen Bruto

Nuestro segundo ejercicio consistió en evaluar el cambio en el Precio Objetivo de la acción frente a variaciones en la demanda de gasolina y el margen bruto del consolidado de la compañía.

		Crecimiento Demanda gasolina				
		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%
Margen Bruto	1.0%	14,700	15,400	16,200	17,000	17,900
	0.5%	14,100	14,800	15,600	16,400	17,300
	0.0%	13,600	14,300	15,000	15,800	16,700
	-0.5%	13,000	13,700	14,500	15,200	16,100
	-1.0%	12,500	13,100	13,900	14,700	15,500

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA



DAVIVIENDA



DAVIVIENDA
Corredores