

DE LIQUIDEZ Y OPORTUNIDADES

EL LIBRO
INFORME ANUAL
2019



VIGILADO
SUPERINTENDENCIA FINANCIERA
DE COLOMBIA

Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa filiat del Banco Davivienda S.A.



DAVIVIENDA



DAVIVIENDA
Corredores

DE LIQUIDEZ Y OPORTUNIDADES

EL LIBRO
INFORME ANUAL
2019



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.daviviendacorredores.com

José Germán Cristancho

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

INVESTIGACIONES Y ESTRATEGIA

Katherine Ortiz

Analista Senior Acciones
kortiz@corredores.com
+ (571) 312 3300 Ext.: 92134

Ricardo Sandoval

Analista Acciones
rsandoval@corredores.com
+ (571) 312 3300 Ext. 92257

Melissa Ochoa

Analista Renta Fija
mochoa@corredores.com
+ (571) 312 3300 Ext. 92192

Rodrigo Sánchez

Analista Senior Acciones
wsanchez@corredores.com
+ (571) 312 3300 Ext. 92110

Julián Felipe Amaya

Analista Acciones
jamaya@corredores.com
+ (571) 312 3300 Ext. 92473

Nicolás Barone

Analista Cuantitativo
nbarone@corredores.com
+ (571) 312 3300 Ext. 92115

Johan Sebastián Bernal

Practicante
jbernal@corredores.com
+ (571) 312 3300 Ext. 92229

COLOMBIA: PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2018 / 2019

BANCO DAVIVIENDA



Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

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

Andrés Langebaek

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

Nelson Villarreal

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

María Isabel García

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

Hugo Andrés Carrillo

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

Catalina Parra

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

Ángela Hurtado

Análisis Sector Financiero

EQUIPO DE APOYO

Ana Milena Montaña

Jefe de Mercadeo
Davivienda Corredores
amontana@corredores.com

Luisa Fernanda Jimenez

Analista de Mercadeo
Davivienda Corredores
ljimenez@corredores.com

Ediciones Gamma

Diseño y corrección
Tel.: 5930877 ext.:94830
edicionesgamma.com

Fotografías páginas: 24, 27,
31, 33, 35, 39, 41, 44, 60, 65,
Shutterstock.

DE LIQUIDEZ Y OPORTUNIDADES

EL LIBRO
INFORME ANUAL
2019

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 2018.

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. Comisionista de Bolsa 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. Comisionista de Bolsa.

En adición a lo anterior, informamos que:

1. Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa es filial (parte relacionada) del Emisor Banco Davivienda.
2. Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa es una de las empresas integrantes del Grupo Empresarial Bolívar.
3. Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa, 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.

ATENTO A LAS OPORTUNIDADES



El fastuoso pájaro de plumas azuladas martín pescador o *kingfisher* es considerado por algunos como el vigilante de los ríos y humedales –guardián de las aguas–. Sus principales cualidades: el sigilo y la infinita paciencia con la que se posa sobre rocas, troncos o ramas para quedarse inmóvil observando detenidamente las aguas, son las que lo convierten en el ave más certera de su especie. Aprovecha toda oportunidad que se le presenta para pescar con una velocidad y precisión tan increíbles, que ni los peces, ni los lentes de las cámaras pueden detectar con facilidad su trayectoria. Vive con su pareja en época de reproducción como un fiel cuidador de sus crías y de su nido. Es majestuoso a pesar de su tamaño y una de las aves más sabías y hábiles de la naturaleza.

En Davivienda Corredores nos inspiramos en las habilidades y en el entorno del *kingfisher* para transmitirles a nuestros clientes e inversionistas el más importante mensaje que surgió después de analizar la información que reunimos en nuestro reporte **“El Libro 2019, De liquidez y oportunidades”**.

Nombre científico:	<i>Alcedo atthis</i>
Nombre común:	<i>Martín Pescador Común o Kingfisher</i>
Clase:	<i>Aves</i>
Orden:	<i>Coraciiformes</i>
Familia:	<i>Alcedinidae</i>

Texto: Mario Andrés Murcia - Biólogo

DE LIQUIDEZ Y OPORTUNIDADES

EL LIBRO
INFORME ANUAL
2019

Contenido

Presentación

1. Colombia perspectivas macroeconómicas 2018 / 2019	10
I. Introducción	11
II. Principales factores de riesgo para 2019	12
Factores externos	12
Factores internos	14
III. Sector Externo	18
IV. Inflación	21
V. Estimaciones de crecimiento	25
VI. Tasa de cambio	40
VII. Política monetaria	43
VIII. Finanzas públicas	44
2. 2019: Temporada de descuentos	48
Precios Objetivo y recomendaciones	49
Metodología	50
¿Qué ha pasado durante 2018?	52
2019: Temporada de descuentos	53
Nivel Objetivo del COLCAP 2019	58
Riesgos y oportunidades	60
<i>Top Picks</i> 2019	66
3. Universo de compañías bajo cobertura	77
Avianca Holdings	79
Bancolombia	85
Banco de Bogotá	91
Celsia	97
Cementos Argos	103
Cemex Latam Holdings	109
Concreto	115
Corficolombiana	121
Ecopetrol	127
El Cóndor	133
Grupo Argos	139
Grupo Aval	145
Grupo Energía Bogotá	151
Grupo Éxito	157
Grupo Nutresa	163
Grupo Sura	169
ISA	175
Patrimonio Estrategias Inmobiliarias	181



La liquidez ha tomado un rol protagónico a la hora de tomar decisiones de inversión

El año 2018 ha sido un año de estabilización y transición de la economía colombiana, en el que se ha observado un leve repunte en su tasa de crecimiento favorecida por el mayor crecimiento mundial, los mayores precios del petróleo, las menores tasas de interés locales y la estabilidad de la inflación, tal y como lo anticipábamos en nuestra publicación *"El Libro 2018 - Creciendo a cuentagotas"*. De esta manera, en Grupo Bolívar esperamos que el crecimiento del PIB este año sea de 2.7% frente al 1.8% del 2017, donde el consumo de los hogares aportaría de manera importante a esta mayor tasa de crecimiento y avanzará 2.7% frente al año inmediatamente anterior y, compensará el lento desempeño de la inversión que se ha visto limitada por el decrecimiento del sector construcción.

Aunque el factor político ha mantenido a los inversionistas con un sentimiento de cautela en la región latinoamericana, debido a las elecciones presidenciales adelantadas en México, Brasil y Colombia; en nuestro país, el resultado de este proceso trajo aumentos en la confianza de los consumidores y los inversionistas en los últimos meses, y terminó siendo un factor favorable para el desempeño de los activos colombianos frente a los demás en la región. Respecto a este punto, es importante destacar que durante la mayor parte del año, al evaluar el comportamiento del Peso Colombiano, los TES y el COLCAP, Colombia ha tenido un mejor resultado que la mayoría de mercados emergentes, lo que consideramos ha estado explicado por: i) recuperación de la actividad económica y ajuste de los déficits fiscal y en cuenta corriente, ii) disminución de la incertidumbre política, iii) precio alto del petróleo destacándose frente a otras materias primas y iv) credibilidad e independencia del Banco de la Repú-

blica. Hacia adelante, algunas de estas variables seguirán favoreciendo los activos locales.

No obstante lo mencionado anteriormente, la liquidez ha ganado un rol protagónico para el mercado de capitales local y ha llevado a que los precios de las acciones no reflejen el repunte de las variables fundamentales, dificultando nuestra labor de análisis y la correcta formación de precios del mercado colombiano. Esta liquidez puede ser analizada desde dos perspectivas: la primera, está relacionada con las condiciones monetarias a nivel global, las cuales se han ido apretando, especialmente en Estados Unidos por las mayores tasas de interés y los menores montos mensuales de compras de activos por parte de la Reserva Federal; y la segunda, propia de nuestro mercado que ha tenido una afectación por el rol menos activo de los inversionistas locales, las ventas de los inversionistas extranjeros y, en alguna medida, la competencia por el capital derivada de los procesos de oferta de acciones.

De esta manera, consideramos que se ha materializado nuestra expectativa de recuperación en las cifras financieras de las empresas que hacen parte del índice COLCAP¹, reflejada en un crecimiento de las utilidades de 11.6% en los últimos doce meses y un repunte del retorno sobre el patrimonio a 8.67%, mejorando 105 pbs frente al 2017. No obstante, desde la fecha de publicación de nuestro documento *"El Libro 2018 - Creciendo a cuentagotas"* (27 de octubre de 2017) a la fecha de publicación de este informe *"El Libro 2019 - De liquidez y oportunidades"*, nuestra canasta de Top Picks 2018 tuvo un retorno total de -9.7%, inferior al retorno de índice COLCAP (3.31%) para el mismo período; sin embargo, somos conscientes que durante este año muy pocas acciones han tenido un desempeño positivo y éste ha estado principalmente concentrado en Ecopetrol cuya acción se ha valorizado

1 Realizamos seguimiento al ~96% del índice COLCAP.

145.3% en el mismo periodo de análisis. De esta manera, al ajustar el retorno total del COLCAP excluyendo la acción de la petrolera éste ha sido de -10.73%, 104pbs inferior al de nuestros *Top Picks*.

Para 2019, seguimos esperando un buen comportamiento de la economía local y, en general, de la región latinoamericana². En el caso colombiano, la mejor dinámica de la inversión privada ante un repunte moderado del sector construcción y mayores tasas de crecimiento en las actividades de minería y petróleo, seguirán traducándose en un mejor desempeño financiero de las empresas que, a su vez, deberá favorecer el precio de sus acciones en bolsa y llevar al índice COLCAP a nuestro objetivo de 1,735 puntos (potencial de retorno de 19.5%). A lo anterior se sumarán dos cambios importantes; por un lado, la modificación del portafolio *default* de los fondos de pensiones privados que, a partir de marzo de 2019, destinarán en mayor proporción los aportes de sus afiliados al portafolio *mayor riesgo* y, por otro, el aumento en el límite de inversión en renta variable local para FONPET del 5% al 10% del total de sus activos administrados.

Consideramos que los principales retos que enfrentará nuestro mercado accionario provienen del entorno internacional, marcado por una reducción de la liquidez global e incrementos adicionales en las tasas de interés en Estados Unidos que han llevado a los diferenciales de rentabilidad entre este país y los países emergentes a niveles mínimos de los últimos diez años. De esta manera, esperamos que, en el corto plazo, la volatilidad de los mercados internacionales siga impactando el desempeño del mercado colombiano, pero a medida que trascorra el año, las variables fundamentales de las compañías y sus valoraciones atractivas vayan ganando relevancia. En todo caso, el panorama que contemplamos para el próxi-

mo año enfrenta varios factores de riesgo, dentro de los que podemos mencionar:

- Posible disminución del precio del petróleo.
- Desaceleración económica en Estados Unidos.
- Condiciones financieras y de liquidez globales, restringiéndose.
- Efectos de la Ley de Financiamiento sobre la dinámica de la economía colombiana.
- Limitantes de liquidez de algunas acciones en el mercado accionario local.

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 **Bancolombia, Grupo Sura y Grupo Argos** como las inversiones más atractivas para el 2019; dado nuestro interés de capturar la recuperación adicional de la economía a través de una exposición a sectores más cíclicos y compañías que muestran grandes descuentos frente a nuestras estimaciones de valor justo.

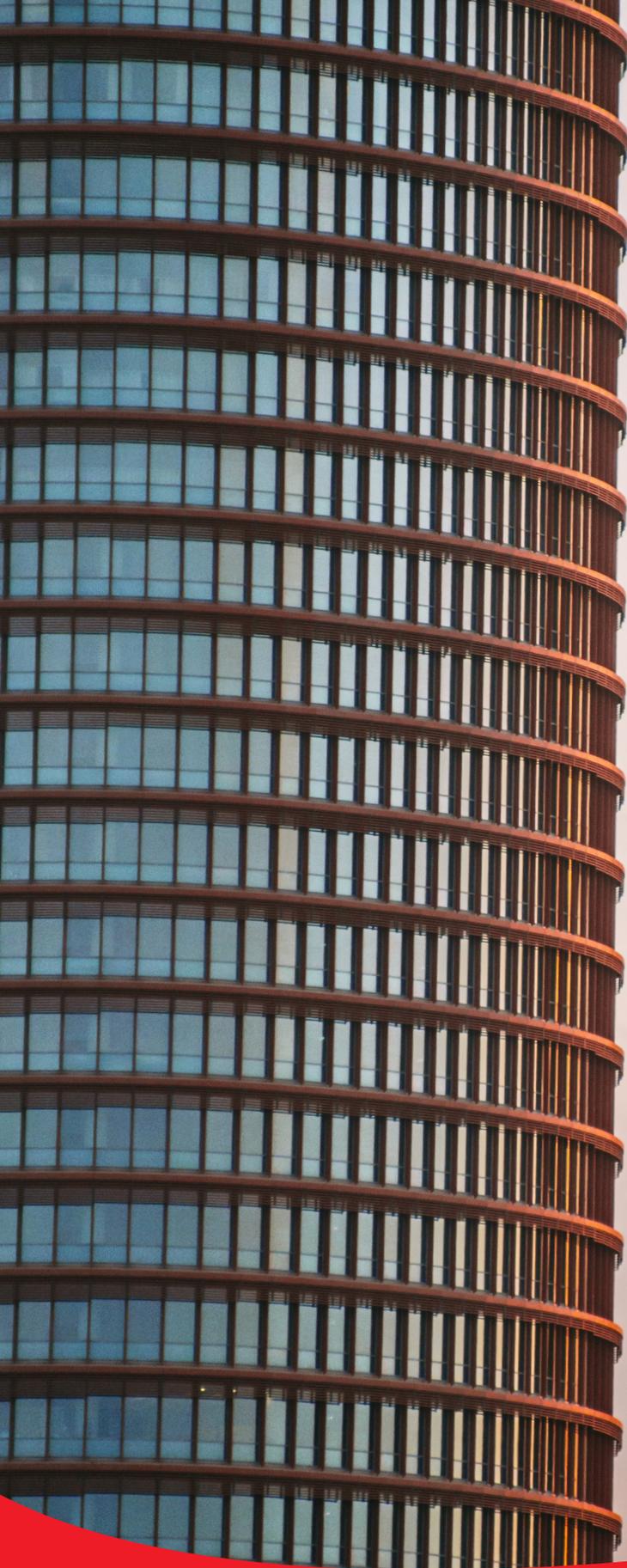
Reiteramos a nuestros clientes nuestro mayor compromiso y disposición para seguirles brindando un completo acompañamiento y asesoría en su acercamiento al mercado de capitales y sus decisiones de inversión, a través de nuestro destacado equipo profesional. Por ello, ponemos a su disposición **El Libro 2019, De liquidez y oportunidades**.

José Germán Cristancho H.

Gerente de Investigaciones Económicas y Estrategia
Davivienda Corredores

Bogotá, octubre de 2018

² Esperamos una tasa de crecimiento de 3.2% para la economía colombiana y según estimaciones del FMI, en su *World Economic Outlook* de octubre 2018, la región de América Latina y el Caribe crecerá 2.2% en 2019 frente al 1.2% en 2018.



COLOMBIA

PERSPECTIVAS
MACROECONÓMICAS
2018 / 2019

1

I. INTRODUCCIÓN

El año que termina pasará a la historia como un año de transición. En efecto, después de tres años consecutivos de desaceleración económica, la economía colombiana inició un proceso de recuperación de la mano de factores como la moderación de la inflación, la reducción de las tasas de interés domésticas, la mejora en los precios internacionales del petróleo y una incipiente diversificación de exportaciones –incluyendo un buen desempeño del sector de turismo–.

En general, las expectativas que habíamos tenido para este año se cumplieron. En atención a una posible inflación de activos y una inflación al consumidor ampliamente por encima de la meta del 2%, la FED en los Estados Unidos continuó elevando sus tasas de interés y proponiendo cuatro aumentos en lugar de tres. Esto hizo que el dólar a nivel mundial, contrario a lo que muchos analistas habían anticipado, se fortaleciera. Por otra parte, y a pesar del fuerte incremento en la producción de petróleo por parte de los Estados Unidos, el mercado mundial de petróleo presentó por segundo año consecutivo un déficit de producción que impulsó al alza el precio del crudo.

La gran sorpresa estuvo relacionada con la forma en que el presidente Trump manejó sus discrepancias comerciales con China. Si bien existen múltiples razones para que las autoridades norteamericanas rechacen muchas de las prácticas comerciales de la segunda economía del mundo, el aumento de aranceles y la respuesta inmediata y proporcional de China han deteriorado las expectativas de crecimiento del comercio global. Incluso, el presidente Trump llegó a amenazar con retirarse de la Organización Mundial de Comercio, lo que representaría un enorme riesgo para el comercio mundial, pues legitimaría la política de imposición arbitraria de aranceles por parte de la mayor economía del mundo.

Otro de los elementos que ha llamado la atención es la desaceleración tanto del crecimiento, con la notable excepción de la economía de los Estados Unidos, como del comercio mundial que hemos visto en este año. Como es conocido, la zona euro creció a tasas más bajas en el primer semestre de este año que en el segundo semestre del año pasado. El Fondo Monetario Internacional (FMI) reconoció esta circunstancia al estimar para 2018 un crecimiento del 3.7% en el PIB mundial, cifra inferior al 3.8% alcanzado en 2017. Es posible que la guerra comercial haya contribuido a esta situación vía la incertidumbre generada en relación con la localización de las inversiones y los pedidos para exportación en países señalados de tener superávits comerciales con los Estados Unidos. También ha tenido un papel importante en este proceso el crecimiento de los precios del petróleo que hemos documentado anteriormente. En efecto, el incremento en el precio de este insumo pudo haber inducido una caída en los términos de intercambio en los países importadores y por lo tanto pudo haber propiciado una desaceleración en su crecimiento. Finalmente, el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos ha tenido impactos negativos sobre economías con grandes déficits fiscales y necesidades de financiamiento. Argentina, Brasil, Turquía e Indonesia, entre otros, han visto devaluar sus monedas de manera significativa y se espera que estas economías continúen moderando sus crecimientos en los próximos meses.

En medio de esta turbulencia, Colombia ha mostrado cierta estabilidad constituyéndose en uno de los emergentes con menos devaluación en lo corrido del año. Esta circunstancia se debe, entre otras razones, a que nuestros dos principales productos de exportación, el petróleo y el carbón, han sido dos de los *commodities* de mejor comportamiento en el último año y medio. En consecuencia, el dé-

Andrés Langebaek

Director Ejecutivo de Estudios
Económicos del Grupo Bolívar
alangebaek@davivienda.com
330 0000 Ext. 59100

María Isabel García

Análisis Fiscal y Externo
migarciag@davivienda.com
330 0000 Ext. 59101

Hugo Andrés Carrillo

Análisis Inflación
hacarrillo@davivienda.com
330 0000 Ext. 59120

Nelson Villarreal

Análisis Sectorial
nfvillar@davivienda.com
330 0000 Ext. 59104

Catalina Parra

Análisis Sectorial
cparra@davivienda.com
330 0000 Ext. 59103

Ángela Hurtado

Análisis Sector Financiero



ficit en cuenta corriente se ha mantenido bajo control.

Con cierto grado de confianza, la economía colombiana continuará mejorando su dinamismo durante 2019, impulsada, principalmente, por la presencia de tasas de interés moderadas y por una recuperación del optimismo empresarial y del consumidor. Entre los factores que deberán imprimir un mejor desempeño a la economía el próximo año se encuentran la recuperación del sector de la construcción de edificaciones, que de caer un 4% en 2018 pasará a crecer un 1%, y la dinámica del sector de obras civiles que se verá beneficiada, entre otras razones, por las obras de infraestructura necesarias para superar la crisis desatada por la emergencia en la represa de Hidroituango y por el dinamismo que generarán los mandatarios locales en su último año de gobierno.

Sin embargo, algunos factores restarán impulso a la dinámica productiva: por una parte, el crecimiento mundial está perdiendo fuerza a raíz de los fenómenos comentados anteriormente. Por otra, tal como exponemos en la próxima sección, algunos de los elementos de la reforma tributaria presentada por la nueva administración pueden disminuir el consumo de los hogares. Si bien el balance entre incentivos al crecimiento de la inversión frente a los incentivos al consumo es mucho más equilibrado que las reformas aprobadas en el gobierno anterior, algunas medidas pueden deteriorar el crecimiento vía la reducción en la confianza y el ingreso de los hogares. En particular la extensión del IVA a la canasta básica deberá tener algún impacto depresor.

Sobre el tema fiscal y sus impactos, bien vale la pena detenerse un poco. La reforma tributaria de 2016 (Ley 1819) aumentó la tarifa del IVA generando recursos por cerca de un punto del PIB en forma permanente. Sin embargo, al acabar con el impuesto a la riqueza y reducir la tarifa de impuesto de renta para personas jurídicas fue generando un faltante fiscal prácticamente equivalente a

lo producido con el mayor recaudo del IVA. La inversión pública consistente con la realidad tributaria que dejó la Ley 1819 significaría erogaciones muy inferiores al promedio histórico de este tipo de gasto en nuestro país. En buena hora se han planteado entonces nuevas medidas fiscales (Ley de Financiamiento), a las que haremos referencia posteriormente, y cuya trascendencia en el tiempo podría ser, aparentemente, mayor.

Consideramos que la aprobación de estas medidas fiscales podría significar una importante reducción en los niveles de riesgo país y constituirse en un factor diferenciador significativo frente a otras economías emergentes, con el consecuente impacto sobre tasa de cambio y valorización de la deuda pública.

II. PRINCIPALES FACTORES DE RIESGO PARA 2019

En esta sección presentamos los principales factores de riesgo¹ que podría enfrentar la economía colombiana durante el 2019, dividiéndolos en factores de origen interno y externo.

Factores externos

➤ **Estallido de una burbuja de activos en Estados Unidos:** Como se explica en detalle más adelante, durante 2018, y tal como se había consignado en nuestro informe del año pasado, se han empezado a observar los primeros pasos en el proceso de corrección de la inflación de activos en los Estados Unidos. Aunque la corrección se refiere exclusivamente a los activos financieros, y si bien el S&P 500 llegó a su máximo histórico el pasado 20 de septiembre, durante el año se presentaron dos caídas importantes en los precios de las acciones en bolsa: la primera a comienzos de febrero y la segun-

da entre el 10 y 11 de octubre. Las dos correcciones fueron significativas y empiezan a demostrar la preocupación de los mercados por el incremento en las tasas de interés en los Estados Unidos.

Es importante recordar que la FED decidió a mediados del año anunciar cuatro incrementos de sus tasas para este año, de los cuales ya van tres, y tres incrementos adicionales para 2019. El objetivo de esta política es evitar el sobrecalentamiento de la economía y permitir una transición suave de los precios de los activos a niveles de equilibrio a largo plazo.

La eventualidad de que se dé un estallido abrupto de los precios de los activos ha llevado a algunos analistas a pensar en la posibilidad de que esa economía entre en recesión económica. Esta situación se origina en el hecho de que la deuda pública de los Estados Unidos después de la crisis de Lehman Brothers es bastante alta, lo cual dificultaría el uso de la política fiscal para enfrentar una nueva recesión. Al respecto, resulta importante mencionar que históricamente las recesiones en este país han ocurrido cuando el canal de crédito se ve significativamente afectado por problemas de capitalización de los bancos, situación que no se observa en este momento.

Tal como se verá más adelante, no hay la menor evidencia en la actualidad de que exista una situación de *stress* en el sector financiero de los Estados Unidos. Dada la importancia de una abrupta desinflación de activos, es indispensable monitorear la evolución de los precios de los activos en esa economía. Sin embargo, asumimos, con la información disponible, que la probabilidad de un escenario de esta naturaleza es baja y por lo tanto nuestras proyecciones no incorporan la materialización de este evento.

1 Entendemos por factores de riesgo eventos cuya probabilidad de ocurrencia dependen de circunstancias difíciles de pronosticar y que pueden cambiar la senda de crecimiento en uno u otro sentido.

> **Menor crecimiento de la economía de los Estados Unidos:**

Si bien hemos descartado en nuestro escenario base el estallido abrupto de una burbuja de activos en Estados Unidos, es claro que la principal economía del mundo crecerá menos en 2019. Así lo reconoce el FMI, que en sus proyecciones más recientes estima que el crecimiento pasará de 2.9% en 2018 a 2.5% en 2019. Las razones, que se analizan en detalle en el recuadro sobre perspectivas de la economía norteamericana, son las siguientes: i) el alza en precios del petróleo, ii) el aumento de tasas de interés en EE. UU., iii) los efectos de la guerra comercial con China, iv) el fin del efecto de los estímulos fiscales de la reforma promovida por el presidente Trump, y v) el impacto del menor crecimiento mundial, en particular de los países emergentes, sobre la economía americana.

El menor crecimiento de los Estados Unidos en 2019 no es, a su vez, propicio ni para un buen comportamiento en los precios de los *commodities* ni para la demanda por productos de los países emergentes en general. Como se discute más adelante, es posible que esta circunstancia limite el alza de tasas de interés lo que puede llegar a aliviar la salida de capitales en países emergentes.

> **Precios del petróleo:** El precio del petróleo sigue siendo uno de los principales factores de incertidumbre para la economía colombiana. Como se verá más adelante, las cotizaciones han venido mejorando desde mediados de 2017, muy beneficiadas con el desplome de la producción venezolana, que pasó de 2.4 mn de barriles diarios (MBD) en 2015 a 1.4 MBD en este año. Otra circunstancia que ha propiciado el

La eventualidad de que se dé un estallido abrupto de los precios de los activos ha llevado a algunos analistas a pensar en la posibilidad de que esa economía entre en recesión económica.

alza de los precios es el repudio que el presidente Trump hizo del acuerdo firmado por el presidente Obama con Irán, lo cual generará dificultades para que este país venda su petróleo a los países de Occidente.

La incertidumbre sobre la sostenibilidad del precio del petróleo proviene de muchas fuentes. Por el lado de la oferta, no se conoce con certeza cuál será el aumento de la producción de Estados Unidos, que es ya el principal productor de petróleo del mundo, ni la magnitud de la caída de la producción venezolana en 2019. Por último, recientemente se ha puesto en duda si la capacidad ociosa de Arabia Saudita corresponde o no a la realidad: algunos analistas piensan que dicha capacidad está sobrestimada y que por tanto ese país no podría aumentar la oferta en forma significativa a corto plazo.

Por el lado de la demanda, las incertidumbres provienen de la magnitud de la desaceleración económica mundial.

> **Migración desde Venezuela:** Como es bien sabido, desde hace varios años la financiación del cuantioso déficit fiscal en Venezuela se lleva a cabo con emisión del Banco Central de ese país. Sin embargo, en este año, para financiar el proceso electoral que dio la victoria al candidato pre-

sidente, durante los primeros meses de 2018 la base monetaria creció un 48% anual, absurdo crecimiento que ha desatado la aceleración del proceso inflacionario en ese país. Es así como, según datos de la Asamblea Nacional de Venezuela, la inflación anual estimada al mes de septiembre ascendió a 342.161% equivalente a una inflación diaria del 4.09%, récord histórico en ese país y, sin duda, una de las inflaciones más altas en América Latina en toda su historia, solo superada por Perú en 1990 cuando la inflación diaria ascendió a 5.49%.² El FMI estima que la inflación en este año ascenderá al millón por ciento, lo que haría que la inflación diaria llegue al 35.9%, convirtiendo este en el quinto proceso hiperinflacionario más severo en el mundo.³

En circunstancias como las descritas es bastante sensato pensar que la crisis económica por la que atraviesa la economía venezolana se recrudescerá en los próximos meses, con lo cual se considera muy probable que el ritmo de llegada de sus nacionales a nuestro país se incremente. Según declaraciones de prensa, el canciller colombiano expresó a comienzos de octubre que al país podrían llegar entre 1.85 mn y 4 mn de inmigrantes.⁴

El impacto de la migración venezolana resulta complejo: el aumen-

2 World Hyperinflations. Henke S. y Krus N. Cato Working Paper. Agosto de 2012. <https://object.cato.org/sites/cato.org/files/pubs/pdf/workingpaper-8.pdf>

3 *Ibid.* Según esta fuente, la hiperinflación más alta se dio en Hungría con 207% diario seguido de Zimbabue con 98%, Yugoslavia con 64.6%. En el periodo entreguerras. Alemania alcanzó una inflación del 20.9% diario.

4 Recuperado de: <https://www.eltiempo.com/politica/cuanto-le-cuesta-a-colombia-la-migracion-venezolana-275760>



... cabe destacar que de acuerdo con un estudio de Moody's relacionado con la flexibilidad del gasto en América Latina, Colombia es el tercer país con mayor inflexibilidad del gasto en la región después de Brasil y Costa Rica.

to en la oferta de trabajadores tendrá un impacto diferenciado dependiendo de la edad y el nivel de calificación de los refugiados. Sin embargo, es plausible pensar que la necesidad de brindar servicios básicos al migrante y velar por su integración a nuestra sociedad represente un costo fiscal importante. Según la misma fuente comentada en el párrafo anterior, a 2021 el país tendría que haber gastado entre COP 10 bn y COP 26 bn para educación y salud de esa población.

Factores internos

> Fenómeno climático de El Niño:

Tal como se ha podido establecer, y se resume en el recuadro El Niño y su relación con el PIB y la Inflación, las principales agencias meteorológicas del mundo han advertido sobre la alta probabilidad del fenómeno de El Niño para los próximos meses. Un fenómeno de esta naturaleza tiene consecuencias de corto plazo sobre la producción agropecuaria y sobre los precios de los alimentos. Los pronósticos que se tienen hasta ahora, sin embargo, sugieren que la magnitud del fenómeno sería modesta, por lo que no cabría esperar un impacto tan grande. De todos modos, es importante señalar que nuestras proyecciones de inflación consideran que a partir de junio del próximo año la inflación de alimentos estaría

por encima de la inflación total generando presiones moderadas.

> Alcance de los aspectos fiscales de la Ley de Financiamiento:

A la fecha de culminación de este documento lamentablemente no se ha hecho pública la propuesta sobre la Ley de Financiamiento que va a ser sometida a consideración del Congreso. Según las declaraciones de funcionarios de la nueva administración, en dicha ley serán incluidas algunas medidas que tendrán impacto sobre las finanzas públicas. Algunas de ellas, como la extensión del IVA a la canasta básica, el incremento de las tarifas de renta para los grupos de más altos ingresos o el gravamen a las pensiones altas son medidas necesarias pero polémicas y se anticipa que su debate será duro.

La situación fiscal en Colombia requiere ser abordada con mucha seriedad. En la actualidad existen dificultades tanto por el lado del gasto como por el de los impuestos. En lo que al primer tema se refiere, cabe destacar que de acuerdo con un estudio de Moody's relacionado con la flexibilidad del gasto en América Latina, Colombia es el tercer país con mayor inflexibilidad del gasto en la región después de Brasil y Costa Rica.⁵ Entre los factores que limitan los recortes están el abultado pago de pensiones, las transferencias a los entes territoriales y el creciente servicio de la deuda. En lo que a ingresos

se refiere, la última reforma tributaria (Ley 1819) no generó estabilidad en las finanzas públicas en razón a que si bien aumentó ingresos por IVA en cerca de un punto del PIB, al disminuir la tarifa de renta para empresas y eliminar el impuesto a la riqueza, produjo un faltante prácticamente equivalente al aumento de impuestos que propició.

Tal y como tuvimos oportunidad de destacar en nuestro informe del año pasado, un aumento del IVA suele venir acompañado de una reducción en el consumo de los hogares a corto plazo. La experiencia colombiana en el año 2017, con la reforma mencionada, corroboró este efecto. Por el contrario, las consecuencias de las reformas fiscales suelen ser positivas a largo plazo, entre otras razones por la disminución del riesgo soberano y las reducciones del costo del endeudamiento que esto representa.

A corto plazo nuestros cálculos sugieren que un incremento del 1% real en el recaudo de impuestos indirectos se traduce en un menor crecimiento, del 0.2%, en el PIB. En atención a esta circunstancia nuestras estimaciones sugieren que un incremento de COP 6 bn en el recaudo de IVA produciría una caída del PIB equivalente a 1.3 puntos del PIB.

En el caso particular de la reforma que se presentará al Congreso, tenemos entendido que se incluyen algunos elementos que tienden a disminuir este impacto. En particular la posibilidad de que las personas jurídicas puedan descontar como costo el pago de ciertos impuestos (gravamen a los movimientos financieros e ICA) y de que puedan descontar el IVA pagado en la adquisición de bienes de capital reduciría de manera significativa la tasa efectiva de renta con un impacto beneficioso sobre la inversión y el crecimiento.

Otro de los elementos que permitiría amortiguar el impacto del incremento del IVA es la gradualidad. Los funcionarios de la nueva administración han dado mu-

5 Recuperado de https://www.moodys.com/research/Moodys-Compulsory-Spending-Impedes-Fiscal-Consolidation-in-Latin-America-Especially--PR_372877

ECONOMÍA DE LOS ESTADOS UNIDOS: ATERRIZAJE SUAVE O NUEVA Y PROLONGADA CRISIS

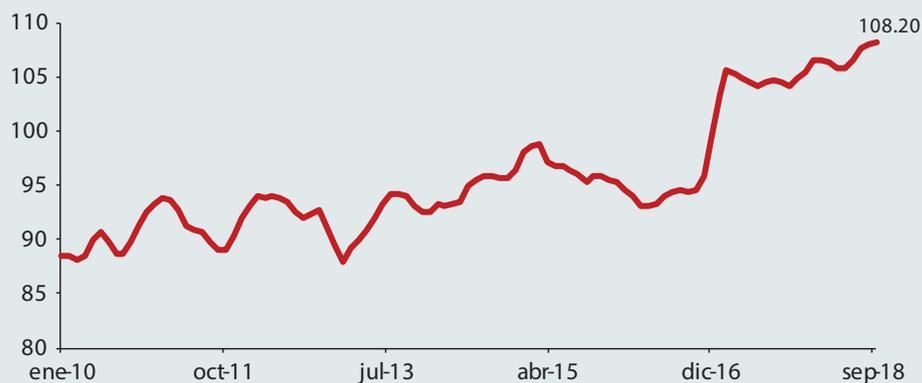
Durante el año 2018 observamos un importante dinamismo de la economía de los Estados Unidos. Este fenómeno estuvo asociado a varios factores, entre los que se destacan las mejores expectativas empresariales que generó la elección del presidente Trump y que se confirmaron con la reducción de impuestos empresariales a raíz de la reforma tributaria aprobada a finales del año pasado. Como se observa en el gráfico, el índice de confianza de los pequeños negocios que reporta la Federación Nacional de Negocios Independientes de los Estados Unidos alcanzó un récord histórico el pasado mes de agosto. El optimismo que se observa en los empresarios también se extiende a los hogares. Los indicadores de Confianza del Consumidor en los Estados Unidos, tanto el de la Universidad de Michigan como el del Conference Board, alcanzan sus niveles más altos de este siglo. La mayor confianza de los hogares ha estado acompañada de la reducción en la tasa de desempleo y de una importante valorización de activos mobiliarios e inmobiliarios que han permitido aumentar la sensación de riqueza.

Sobre el tema de la riqueza, es importante mencionar que, en lo que a precios de la vivienda usada

se refiere, el indicador más importante –el Case Schiller– sigue mostrando valorizaciones elevadas: a julio pasado el indicador crecía a una tasa del 6.3% anual, tasa superior al 4.2% que se observa para este indicador en lo corrido de este siglo. Por su parte, los indicadores del mercado accionario, tal como se comentó atrás en este documento, han tenido un par de episodios significativos de corrección: el primero al iniciar el año y el segundo pocos días después de que el S&P 500 llegara a sus niveles más altos históricamente el 20 de septiembre pasado.

En relación con estos incrementos en precios de los activos, algunos economistas han llegado a advertir sobre la inminente posibilidad del estallido en sus precios. Al respecto, Martin Feldstein, profesor de Harvard y exdirector ejecutivo de NBER por cuatro décadas, señaló en declaraciones al *The Wall Street Journal*: “El principal riesgo ahora es que una corrección en el mercado de acciones disminuya el consumo de los hogares de manera que arrastre la economía a una recesión”.⁶ Teniendo en cuenta el alto nivel de deuda pública en Estados Unidos y las bajas tasas de interés, dicha recesión sería prolongada. “Desafortunadamente no hay nada en este

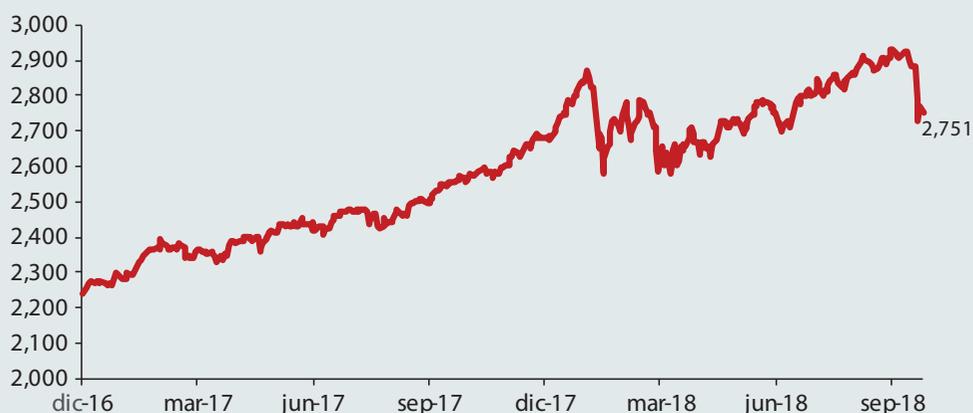
► EE.UU: Confianza pequeños negocios promedio móvil 3 meses



Fuente: NFIB

6 Martin Feldstein, Another recession is Looming. *The Wall Street Journal*. Reproducido en *La República*, Octubre 1 de 2018.

► Evolución S&P 500



Fuente: Bloomberg, corte 15 de octubre 2018

momento que la FED u otro actor gubernamental pueda hacer pare prevenir que eso pase".⁷

Al respecto, es importante mencionar que históricamente las recesiones en este país han ocurrido cuando el canal de crédito se ve significativamente afectado por las pérdidas de los bancos y por los bajos niveles de capitalización de las entidades financieras en general. Este no parece ser el caso actual. Como resultado de la crisis financiera del 2008, los bancos americanos se han capitalizado significativamente, con lo cual es de esperar que resistan en buenas condiciones un período de ralentización o recesión del sector real.

Cuando se analiza en retrospectiva la crisis financiera del año 2008/2009 en los Estados Unidos, llama la atención que algunos indicadores líderes sugerían que la situación del sector financiero en ese país no era buena, incluso un año antes de que se presentara el colapso bancario. Uno de los indicadores de mayor interés para mostrar esta situación es el denominado *Ted Spread* o diferencia entre la Libor y la tasa de los Tesoros. Al incorporar la tasa interbancaria el indicador muestra el grado de confianza entre las instituciones financieras. El promedio de este indicador en 2006 fue de 0.46 puntos porcentuales, durante el primer semestre de 2007 había aumentado a 0.5 y en el segundo semestre se había disparado a 1.28.

Resulta interesante observar que en la coyuntura actual el indicador mencionado es de 0.39 y su tendencia se presenta a la baja. En otras palabras, existe confianza en la salud del sector financiero. Esta situación se confirma con las cifras del Banco Internacional de Pagos, la razón de capital a activos de los bancos en los Estados Unidos se considera una de las más altas del mundo. Así las cosas, la salud del sector financiero es buena. En estas condiciones, la probabilidad de que se genere una recesión es en la actualidad baja y, por lo tanto, nuestras proyecciones no incorporan un evento de esta naturaleza.

Perspectivas de corto plazo para la economía de los Estados Unidos.

A consecuencia de factores tanto de corto como de mediano plazo, la actividad económica en EE. UU. está al alza. Se observa, además del incremento en los precios de los activos que analizamos en la sección anterior, una mejora en los indicadores de confianza de los hogares y algunos indicadores de confianza empresarial. Gracias a la mayor demanda en la economía y al alza de los precios de los combustibles, los niveles de inflación al consumidor han venido en aumento. En efecto, mientras la inflación en julio de 2017 ascendía a 1.64%, en agosto pasado ya había aumentado al 2.8%, cifra bastante alejada de la meta de inflación del 2%.

⁷ *Ibid.*

Como resultado del repunte de la economía y del aumento de la inflación, la FED de los Estados Unidos anunció a mediados de 2018 su intención de llevar a cabo cuatro incrementos de tasas en este año y tres incrementos en 2019. El aumento de tasas de interés en Estados Unidos y la apreciación del dólar a nivel mundial han tenido consecuencias importantes sobre variables como los precios de los *commodities* y los movimientos de capital a países emergentes. La pregunta que debemos hacernos es: ¿qué tan probable es que la FED pueda incrementar tres veces sus tasas de interés en 2019 y que el dólar siga valorizándose?

Esta pregunta es muy relevante, sobre todo si se tiene en cuenta que según las expectativas del mercado esa entidad no podría realizar sino uno o dos incrementos de tasas el próximo año. En efecto, tal y como se puede ver en el gráfico adjunto, la trayectoria de incrementos de tasas de la autoridad monetaria diverge en relación con la implícita en ciertos derivados financieros.

► **EE. UU. : Tasa esperada de política monetaria Cierre de año**



* Dot Plot = Información publicada trimestralmente por el FOMC, correspondiente al punto medio del rango de la tasa de política monetaria.

** Curva OIS = Se tomaron los puntos de 3 meses, 1 año y 2 años del 15 de octubre de 2018.

Fuente: FED y Bloomberg

Consideramos que, nuevamente, en 2019 la FED no podrá cumplir su promesa de incrementar tres veces su tasa en atención a los siguientes factores:

- Tal como tuvimos la oportunidad de comentar en la introducción de este documento, durante 2018 hemos observado una desaceleración en el crecimiento económico global. En este sentido, el crecimiento de Estados Unidos ha impedido la profundización de esta desaceleración. Sin embargo, es muy difícil que la desaceleración económica mundial, relacionada con la pérdida de dinamismo de los emergentes y el aumento de los precios del petróleo, no tenga un impac-

to sobre el crecimiento de los Estados Unidos. Como ya se ha mencionado, el FMI estima que la economía de este país reduzca su tasa de crecimiento en 2019.

- El incremento de tasas de interés de un punto porcentual en 2018 por parte de la FED significa que las tasas de interés finalizarán el año en 2.5%. Estas tasas continúan estando por debajo de la inflación observada, pero significan un repunte importante en términos de la historia de muy bajas tasas después de la crisis de Lehman Brothers hace ya diez años. El aumento de las tasas de corto plazo, junto con el incremento de las tasas de inflación, deberá reflejarse en un incremento de las tasas de largo plazo en los próximos meses. Se espera que esta situación desestime el crecimiento en los precios de los activos, en especial de las hipotecas.

- El déficit fiscal de los Estados Unidos ha venido aumentando en forma acelerada como resultado de la reducción de impuestos y de un crecimiento de la economía, que si bien es bueno, no alcanza a compensar esta disminución. Con datos al mes de junio, el déficit de los Estados Unidos ascendía a 3.8% del PIB, cifra bastante más alta que el 3.3% del 2017 y que el 2% al mismo corte en 2016. En los meses siguientes, el déficit fiscal ha acelerado su deterioro al observarse caídas más pronunciadas de los ingresos y un aumento de gastos. Así las cosas, es muy probable que el déficit fiscal en EE. UU. termine el año por encima del 4%, lo cual deberá constituirse en un fenómeno propicio para elevar las tasas de interés de los títulos de deuda del Gobierno.

- Efectos de la guerra comercial. Las cifras provenientes del PMI⁸ Global sugieren que los pedidos para exportación en industrias de bienes de capital, consumo e intermedios a nivel global se han venido desplomando. En el caso de pedidos para exportación de bienes intermedios, el indicador está por debajo de 50, lo cual indica ya una contracción. Es muy probable que alguna parte de esta situación se pueda asociar a la guerra comercial de los Estados Unidos con China y otros países del mundo. El FMI ha advertido al respecto que la guerra comercial generará un aumento de la inflación mundial y una caída del producto.

8 PMI = Purchase Manufacturing Index.

**► Resumen Balanza de Pagos**

Rubro	Millones USD		
	2017	2018 (e)	2019 (p)
Cuenta corriente	-10,591	-10,157	-10,410
1. Bienes y servicios	-8,793	-6,541	-7,029
2. Renta de los factores (Ingreso primario)	-8,394	-10,812	-10,913
3. Transferencias (Ingreso secundario)	6,596	7,196	7,532
Cuenta Financiera	-9,807		
Errores y omisiones	784		

(e): estimaciones, (p): proyecciones

Fuente: Banco de la República y estimaciones DAVIVIENDA | Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

cha importancia a la necesidad de que la carga tributaria neta no se incremente de forma desproporcionada. Por el contrario, se ha hablado de que esta carga se incremente de forma paulatina desde una base de COP 3 bn netos en 2019 hasta COP 12 bn en 2022. Esta circunstancia contrasta sensiblemente con la reforma tributaria anterior en la cual ocurrió justamente lo contrario.

El resultado final sobre el crecimiento dependerá, obviamente, de la reforma que apruebe el Congreso en los próximos meses.

III. SECTOR EXTERNO

La cuenta corriente de la economía colombiana ha mostrado una recuperación en los últimos años, lo que le permitió pasar de un déficit de 6.3% del PIB (USD 18,564 mn) en 2015 a uno de 3.4% del PIB (USD 10,591 mn) en 2017. Estimamos que esta tendencia se mantendrá, de tal manera que el déficit sea de 3.0% del PIB (USD 10,157 mn) al cierre del año 2018.

Para la cuenta de bienes y servicios esperamos una reducción de su déficit, pasando de USD 8,793 mn en 2017 a USD 6,541 mn en 2018, gracias a la recuperación de la dinámica de las exportaciones. En lo corrido del año, con corte a agosto, observamos un crecimiento de 14.8% de las ventas externas de Colombia frente al mismo periodo del año anterior. A nivel de sus componentes, las exportaciones de productos tradicionales se han visto favorecidas por la recuperación de los

precios internacionales del petróleo y del carbón, lo que ha servido para contrarrestar los efectos de los menores precios del café. A esto se suma el crecimiento de las exportaciones no tradicionales, que para el mismo periodo llegó a ser de 4.6%, y dentro de las que se destacan productos como aceites, plásticos en formas primarias y vehículos de carga.

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 de USD 8,394 mn en 2017 a USD 10,812 mn al cierre del 2018. Desde 2016 los flujos de inversión extranjera que ingresan al país retomaron una tendencia creciente que se ha mantenido hasta el día de hoy, ascendiendo a USD 5,797 mn en el primer semestre del año y mostrando un crecimiento de 15.0% frente al mismo periodo del año 2017. Lo anterior, aunado a la aceleración de la actividad económica, se constituyen en los principales factores que impulsan el crecimiento de las utilidades de la inversión extranjera y, por consiguiente, del déficit de este rubro.

Las transferencias (ingreso secundario) se mantienen como el único rubro de la cuenta corriente con un balance positivo que, estimamos, llegará a USD 7,196 mn en 2018, mostrando un crecimiento de 9.1% frente al año anterior. Este repunte se deriva del comportamiento de las remesas de los trabajadores colombianos en el exterior, que representan cerca del 80% del total de las transferencias, y que presentaron en el primer semestre de

2018 un crecimiento de 15.1% frente al mismo periodo de 2017. Anticipamos que esta tendencia se mantendrá en lo que resta del año, teniendo en cuenta la mejor dinámica de la economía de EE. UU., uno de los principales orígenes de las remesas que ingresan al país.

Para el año 2019 proyectamos un déficit de cuenta corriente de 2.8% del PIB (USD 10,410 mn), mostrando estabilidad en comparación con las estimaciones que tenemos para 2018. Este resultado estará principalmente impulsado por la evolución del precio del petróleo y la mayor dinámica de las importaciones.

En la cuenta de bienes y servicios proyectamos un déficit de USD 7,029 mn, cifra que supera aquella estimada para 2018. Este resultado contempla una desaceleración de las exportaciones por la caída esperada de 3.5% en la producción de café, el deterioro de algunos precios internacionales de los *commodities* y la desaceleración de la actividad económica de EE. UU., principal destino de las exportaciones no tradicionales colombianas. Por parte de las importaciones, anticipamos una desaceleración de su crecimiento, impulsada por la aceleración de las compras externas de bienes intermedios y de capital junto al buen comportamiento de las importaciones de servicios, en especial de viajes.

Para la renta de los factores (ingreso primario) proyectamos en 2019 un balance negativo de USD 10,913 mn, que muestra un ligero aumento frente al año anterior. Como ya mencionamos, en los últimos años los flujos de inversión extranjera que recibe el país han recuperado su dinámica, lo cual, sumado al mayor crecimiento esperado para la economía colombiana, impactaría de forma positiva las utilidades de este tipo de inversión. A pesar de esto, anticipamos que los flujos de inversión de cartera podrían verse afectados por el proceso de aumento de tasas que ha venido realizando la FED, y que, como ya se expuso, continuarán en 2019.

Finalmente, para las transferencias (ingreso secundario) estimamos un balance de USD 7,532 mn para 2019, según una variación anual de 4.7%. Este crecimiento resulta inferior al 9.1% que he-

PRECIO DEL PETRÓLEO: COMPORTAMIENTO Y PERSPECTIVAS

A pesar de los esfuerzos en la diversificación productiva y de los ajustes en la tasa de cambio que significó la caída de los precios del petróleo en 2014, más del 50% de nuestras exportaciones totales están representadas por petróleo y carbón. Por esta razón, el análisis de lo que ocurre en este mercado seguirá siendo de gran importancia para conocer la evolución macroeconómica de nuestro país.

En este recuadro se analiza la evolución reciente y perspectivas del precio del petróleo en el mercado internacional. Se incluye un comentario sobre los elementos que causan mayor incertidumbre en este momento: las perspectivas de la producción de Venezuela y la magnitud de la capacidad ociosa de Arabia Saudita.

Evolución reciente y perspectiva de los precios del petróleo

Si bien los precios del petróleo han aumentado desde el segundo semestre de 2017, ha sido durante 2018 cuando el crecimiento del precio ha sido más acelerado. En efecto, en lo corrido de este año⁹ se ha alcanzado un precio promedio de USD 72.4 por barril para el BRENT y USD 65.7 por barril para el WTI, lo cual representa un aumento de USD 18.7 por barril y USD 14.5 por barril respectivamente comparado con el mismo periodo del año 2017.

A partir del próximo 4 de noviembre comienzan a regir las sanciones de Estados Unidos a Irán y a aquellos países que compren su petróleo, lo que

► Precios del petróleo US\$/barril

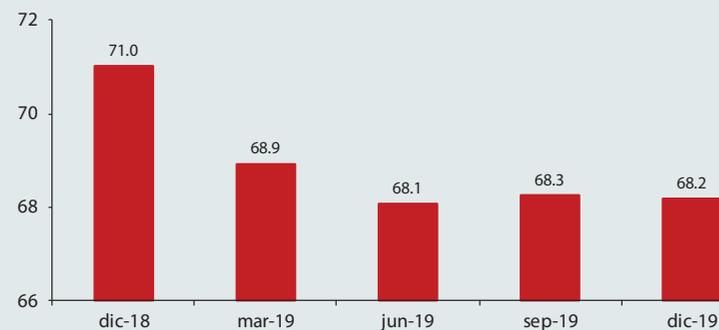


Fuente: Bloomberg

impactará de forma directa la producción de crudo. Esto ha generado un creciente temor en el mercado por la incertidumbre que tienen los productores, especialmente Arabia Saudita, de cubrir esta caída. A esto se suma la creciente reducción en la producción de crudo venezolano.

Para el último trimestre del año, los analistas prevén un precio promedio de USD 71.0 por barril para el petróleo de referencia WTI, superior en USD 2.1 por barril a la estimación realizada para el primer trimestre del próximo año y en USD 2.8 por barril a la del último trimestre de 2019.

► Pronóstico precio WTI US/barril



Fuente: Promedio analistas Bloomberg, EIA y FMI. Estimaciones DAVIVIENDA | Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos.

⁹ Hasta la segunda semana de octubre.

► **Pronóstico precio WTI* US/barril**

Entidad	Promedio 2018	Promedio 2019
		2019 (p)
EIA	68.4	69.6
FMI	69.4	68.8
Banco Mundial	65.0	65.0
Promedio Analistas Bloomberg	67.4	67.9
Promedio Total	67.5	67.8

Fuente: Fuente: Bloomberg | EIA | FMI

El margen entre las referencias BRENT y WTI, desde el mes de marzo de 2018, ha ido en aumento, ubicándose en USD 10.2 por barril en la primera semana de octubre, los mayores valores observados desde octubre de 2014. Esta brecha se explica principalmente por los altos costos de transporte del crudo en Estados Unidos desde el interior hacia los puertos de exportación y los centros de refinación. Lo anterior se debe a la escasez de oleoductos que lleva a utilizar métodos de transporte más costosos.

Los pronósticos realizados por analistas de Bloomberg, la Energy Information Administration (EIA), el FMI y el Banco Mundial muestran un precio promedio de USD 67.5 por barril para 2018 y USD 67.8 por barril para el 2019. En promedio, los analistas de Bloomberg estiman que el precio para el año 2018 será muy similar al precio para el año 2019. Por su

parte, la EIA estima que, para el 2019, el precio promedio será superior en USD 1.2 por barril al registrado en 2018. Finalmente, el FMI prevé que la oferta de crudo aumentará gradualmente en el 2019, por lo cual el precio del petróleo promediará para el 2018 USD 69.4 por barril y para el 2019 USD 68.8 por barril.

Capacidad ociosa de Arabia Saudita

Debido a la caída en la producción de Irán y Venezuela, estimada en alrededor de 1.3 MBD, la capacidad de los países productores de petróleo para cubrir la demanda existente ha sido un tema de gran interés, en particular, la capacidad ociosa¹⁰ de Arabia Saudita, que es el tercer mayor productor mundial de petróleo.

Oficiales de Arabia Saudita expresaron tener la capacidad de producir entre 12 MBD y 12.5 MBD de ser necesario, lo cual equivaldría a un excedente en la capacidad de producción entre 1.5 MBD y 2 MBD. Sin embargo, no todos los analistas consideran reales estas estimaciones y, ejecutivos de la industria, según reportes de Bloomberg, proyectan la capacidad excedente de Arabia Saudita entre 0.5 MBD y 1 MBD. Por su parte, la EIA estima que la capacidad excedente de la totalidad de países de la OPEP es alrededor de 1.6 mn de barriles diarios de petróleo en promedio para el año 2018, de los cuales aproximadamente 1.3 MBD pertenecerían a Arabia Saudita.

► **Capacidad ociosa estimada para Oriente Medio MBD**



Fuente: Promedio analistas Bloomberg, EIA y FMI | Estimaciones DAVIVIENDA | Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

10 La EIA define la capacidad ociosa como la producción adicional que se puede obtener en un máximo de 30 días, de forma sostenible, por al menos 90 días sin daños en las reservas.

Es importante resaltar que incluso si Arabia Saudita y otros productores de crudo tienen la disponibilidad de cubrir esos faltantes de producción, ello limitará su posibilidad de responder a otros choques. Esto genera incertidumbre y nerviosismo en el mercado y ha sido uno de los principales determinantes del aumento reciente en el precio internacional del crudo.

Perspectivas de la producción en Venezuela

La producción de Venezuela se ha reducido gradualmente desde el año 2015 cuando alcanzaba 2.4 MBD de petróleo, pasando a 1.23 MBD en el mes de septiembre de 2018. Esta reducción ha sido atribuida por diversos analistas al uso de la petrolera estatal por parte del Gobierno para financiar el agujero fiscal que se registra.

La EIA estima que Venezuela para el año 2018 alcanzará una producción de 1.36 MBD y tendrá una caída para el 2019 de 0.46 MBD, para alcanzar, en promedio, 0.90 MBD. Adicionalmente, esta agencia pronostica que para finales del próximo año la producción de crudo de este país caerá a 0.73 MBD.

Por su parte, JP Morgan estima que para el año 2018 Venezuela promediará una producción de 1.43 MBD y que para 2019 caerá a 1.17 MBD, siendo un pronóstico superior al presentado por la EIA.

► Estimaciones de producción de petróleo en Venezuela



Fuente: EIA y JP Morgan. Estimaciones DAVIVIENDA | Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

mos anticipado para 2018 y responde a la desaceleración esperada de las economías de EE. UU. y España. Lo anterior, en línea con las proyecciones más recientes del FMI. Sin embargo, consideramos que el efecto de un menor crecimiento en estos países llegaría a ser parcialmente compensado por los recursos de cooperación internacional que recibe el país para la financiación del posconflicto.

IV. INFLACIÓN

En lo corrido del año, la inflación ha tenido un desempeño muy favorable al pasar de 4.09%, al cierre del 2017, a 3.23% en septiembre pasado. Este comportamiento, por debajo de lo esperado, ha contribuido a que las expectativas de inflación se acerquen más a la meta del Banco de la República. Por otra parte, es de destacar el bajo nivel de dispersión en las proyecciones a lo largo del año, lo que refleja la ausencia de factores de gran incertidumbre.

Al analizar los determinantes detrás del buen comportamiento de la inflación en el 2018 se destacan la abundante oferta de alimentos, que ha permitido que la inflación por este concepto esté por debajo de la inflación total, la dilución del efecto del aumento del IVA en 2017, la indexación¹¹ de precios a un nivel de inflación menor y la relativa estabilidad de la tasa de cambio. Por el contrario, los aumentos de los bienes regulados, en especial de las tarifas de energía eléctrica, han sido fuente de presión al alza, aunque insuficiente, para contrarrestar las presiones a la baja.

Para el cierre del año, según nuestros cálculos, se puede afirmar con una alta probabilidad que la meta de inflación se cumplirá, con una proyección a diciembre cercana al 3.4%. Lo anterior debido a que la menor indexación de precios compensaría las presiones al alza que ya empiezan a observarse, y que estimamos continúen, en los precios de los

¹¹ La indexación se refiere al ajuste de precios con base en la inflación observada el año anterior.



alimentos. Vale la pena destacar que el logro de la meta de inflación no se observaba desde el 2014, lo que sin duda será otra de las buenas noticias en materia económica del 2018.

Para el 2019, con la información disponible al momento, pensamos que las principales fuentes de incertidumbre en la inflación serán los efectos de la reforma tributaria y del fenómeno de El Niño. En el primer caso, una reducción en la tarifa general del IVA, con una extensión del impuesto a la canasta básica, generaría un cambio sin precedentes que, de ser aprobado, podría impactar los precios de forma considerable. En el segundo caso, y tal como se presenta más adelante en este documento, existe una alta posibilidad de que en el cierre de este año y el comienzo del próximo se manifieste el mencionado fenómeno, lo que presionaría un alza de la inflación, dependiendo de su intensidad, a través de una menor oferta de alimentos y de mayores tarifas de energía eléctrica.

Adicional a los factores anteriores se encuentran el crecimiento económico, el comportamiento de la tasa de cambio y la actualización de la canasta del IPC por parte del DANE, proceso en el que esta

entidad ha venido trabajando desde hace varios meses y que entraría en vigor a partir de enero próximo. Es importante anotar que estos factores generan menor incertidumbre en cuanto a su impacto en los precios. En términos de crecimiento, en la medida que la economía crezca más cerca de su potencial se esperaría una presión alcista por mayor demanda; en cuanto a la tasa de cambio, debe recordarse que el *pass-through* es pequeño y que escenarios con movimientos significativos en la tasa de cambio no son los más probables en el momento. Finalmente, en cuanto a la actualización de la canasta del IPC, podría haber una presión a la baja en la medida en que los alimentos reduzcan su ponderación en el índice, lo que es razonable al tener en cuenta el aumento en el nivel de ingresos que ha tenido el país desde la última actualización. Sin embargo, al elevar la ponderación de los productos diferentes de alimentos, aumentaría el *pass-through*, tanto de la tasa de cambio como de lo que se apruebe finalmente en la ley de financiamiento.

Consideramos que la principal fuente de incertidumbre en la inflación es lo relacionado con los posibles cambios

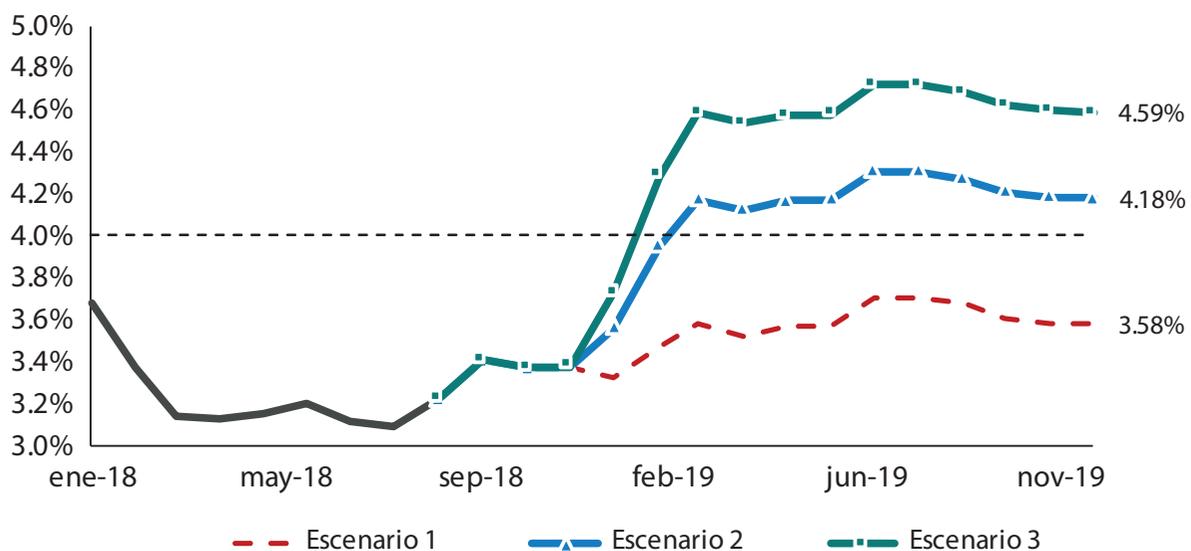
► Posible efecto del IVA en la inflación anual

Grupo	Impacto
Subir tarifa a los que están al 5%	0.1%
Alimentos	0.3%
Arrendamientos	0.4%
Servicios públicos	0.1%
Salud	0.0%
Educación	0.1%
Transporte público	0.1%
Otros	0.0%
Reducir tarifa general	-0.2%
Total	1.0%

Fuente: DAVIVIENDA | Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

sobre el IVA. Lo anterior debido a que, al momento de la publicación de este documento, no es clara ni la tarifa general ni la lista de bienes a los que se extendería el IVA y, por lo tanto, tampoco su impacto a corto plazo sobre el crecimiento. Sin embargo, con el objetivo de dimensionar los efectos de los posibles cambios, en el cuadro adjunto mostramos un estimativo de cuál podría llegar a ser el impacto inflacionario de extender el cobro del IVA a diferentes grupos de bienes reduciendo la tarifa

► Inflación anual



Fuente: DANE y estimaciones DAVIVIENDA | Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

EL NIÑO Y SU RELACIÓN CON EL PIB Y LA INFLACIÓN

Los fenómenos climáticos pueden generar impactos considerables en la actividad económica. Aunque esta relación puede ir en ambas vías, resulta más evidente que los cambios extremos del clima causan variaciones drásticas en las principales variables económicas, por ejemplo al afectar el sector agrícola o la capacidad de generación de energía con hidroeléctricas. Un ejemplo de estos choques climáticos es el fenómeno de El Niño. Basta recordar sus efectos en Colombia a principios de los años noventa, al provocar un fuerte racionamiento de energía, o en los años 2015 y 2016, cuando la inflación repuntó a niveles de los que nos costó un buen tiempo recuperarnos. En estos periodos el aumento de la temperatura y las menores precipitaciones causaron variaciones tan fuertes en la producción agrícola y en los hábitos de consumo que crearon tanto respuestas de política –como el programa Apagar Paga en 2016– como la necesidad de monitorear de cerca las variaciones climáticas para mitigar sus efectos.

Según el International Research Institute for Climate and Society (IRI), el fenómeno de El Niño es una alteración que se presenta en los vientos en el océano Pacífico que, al hacerse menos fuertes durante el fenómeno, provocan un aumento en la temperatura del agua en la costa pacífica de Sur América y una disminución de la misma en la costa de Australia e Indonesia. Los cambios en la temperatura en ambas costas son consecuencia de que los vientos, en periodos normales, llevan el agua del oriente al occidente, de donde es más fría a donde es más caliente, manteniendo la temperatura en niveles usuales. De esta manera, la presencia de vientos menos fuertes altera la dinámica de movimiento del agua haciendo que varíe la temperatura en las diferentes regiones del océano Pacífico.

Dada la relación entre la temperatura del océano, la presión atmosférica y otras variables climáticas,

como las precipitaciones, no solo en el océano Pacífico, sino también en otras regiones, El Niño causa variaciones en los patrones climáticos de todo el mundo. Estos cambios son diferenciados, es decir, no implican necesariamente menores precipitaciones y mayor temperatura para todas las regiones afectadas debido a que los efectos del fenómeno interactúan con otras variables climáticas particulares de cada región. En Perú, por ejemplo, con El Niño se suele presentar un aumento en el nivel de lluvias. Además, la compleja interacción con otras variables climáticas implica que los efectos finales tienen un alto grado de incertidumbre.

Los principales indicadores para medir la intensidad de El Niño se basan en mediciones de los diferenciales de temperatura, o de la presión atmosférica, entre la costa este y la costa oeste del océano Pacífico, donde se desarrolla el fenómeno. Existen muchas formas de realizar estas mediciones, por lo que no hay un único indicador para hacer seguimiento del fenómeno. Una de las mediciones más utilizadas es el ENSO 3.4. De hecho, el National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA), una de las autoridades mundiales en temas climáticos, define la ocurrencia de El Niño cuando el promedio móvil de tres meses del ENSO 3.4 –normalizado– se sitúa por encima de 0.5 al menos por cinco meses consecutivos.

Por la importancia que tiene el poder anticipar la ocurrencia de El Niño, el IRI consolida mensualmente los pronósticos del ENSO 3.4 que realizan diferentes instituciones en todo el mundo. A partir de estos pronósticos determina probabilidades de ocurrencia del fenómeno que son utilizadas por diversas instituciones, como el IDEAM en Colombia. Las proyecciones permiten tener una idea de qué tan fuerte podría ser el fenómeno, al dar trayectorias sobre el promedio móvil de tres meses del ENSO 3.4, mientras que las probabilidades miden qué tan factible es que el fenómeno se dé.



El efecto de El Niño sobre variables económicas se ha centrado, en general, en el crecimiento económico y la inflación. Se han encontrado resultados mixtos en el crecimiento y un impacto alcista en los precios (Cashin *et al.*, 2017; Martín, 2016). En un estudio reciente, usando datos para 33 países con una metodología que permite tener en cuenta a una escala internacional, las consecuencias del fenómeno, Cashin *et al.* (2017) muestran que el efecto en el crecimiento es mixto: beneficia a unos países y perjudica a otros dependiendo principalmente de la participación del sector agrícola en la economía, la cercanía al océano Pacífico, de si los cambios climáticos en el interior del país son homogéneos y de los vínculos económicos con economías afectadas también por el choque. En cuanto a precios, encuentran una presión alcista en los precios locales (que depende de la ponderación de los alimentos en el IPC), así como en los internacionales de las materias primas debido a mayor demanda por fuentes de generación de energía no convencionales.

Aunque el estudio de Cashin *et al.* (2017) no incluye a Colombia, los trabajos de Abril *et al.* (2016) y Martín (2016) sugieren que los efectos de los choques

en el país son similares. Abril *et al.* (2016) encuentran que El Niño, medido por el ENSO 3.4, aumenta la inflación en 1.73% si es fuerte y en 1.16% si es moderado, que se completan hacia el quinto mes después del choque. En términos de crecimiento, Martín (2016) descubre un efecto negativo de 0.7% por efecto de El Niño que, aunque es bajo al comparar con otros estimativos de la región, podría sobreestimar futuros impactos en la medida en que es estimado con una muestra de varios años donde no se tienen en cuenta las medidas que se han implementado para mitigar sus efectos.

Para el 2019, los pronósticos del IRI señalan la posibilidad de que ocurra un Niño de intensidad débil que comenzaría a finales del 2018, con una probabilidad de entre el 60% y el 70%. De cumplirse lo anterior, podría esperarse una presión al alza en los precios y una presión a la baja en el crecimiento que debe tenerse en cuenta, junto con los demás factores descritos en el documento, en las dos variables. Además, no debe olvidarse que cualquier pronóstico que pretenda incluir estos efectos contiene un nivel de incertidumbre que refleja la compleja naturaleza de la interacción entre el clima y las variables económicas.

Abril, D., Melo, L. F. y Parra, D. (2016). *Impactos de los fenómenos climáticos sobre el precio de los alimentos en Colombia*. Ensayos sobre Política Económica. Cashin, P., Mohaddes, K. y Raissi, M. (2017). Fair weather or foul? The macroeconomic effects of El Niño. . Martín, L. (2016). ¡Es Niño! Impacto económico en la Región Andina. Banco Interamericano de Desarrollo, Nota Técnica N° IDB-TN-951. *La descripción sobre el fenómeno de El Niño presentada en el recuadro se basa en la información del sitio web del International Research Institute for Climate and Society (IRI): <https://iri.columbia.edu/our-expertise/climate/ens0/>

general a 18%, gravando a 5% los bienes que actualmente no tienen el impuesto y aumentando a 10% la tasa de los que están gravados actualmente al 5%. Este escenario, aunque meramente especulativo, contempla algunas de las posibles medidas que se han dado a conocer en declaraciones públicas sobre el tema.

En el cuadro se observa que el impacto inflacionario que podría llegar a tener la reforma no es despreciable. De hecho, las estimaciones indican que podría poner en riesgo el logro de la meta de inflación del próximo año. Además, factores como la mayor ponderación de los bienes diferentes a alimentos en la actualización de la canasta del IPC, el hecho de que los bienes que actualmente no tienen el impuesto son más inelásticos que los que ya lo tienen y un mayor crecimiento de la economía podrían hacer que el efecto de extender el IVA sea mayor al que estimamos aquí.

Finalmente, el gráfico de la página 14 muestra tres posibles escenarios del comportamiento de la inflación durante el próximo año. El primer escenario se construyó sin considerar cambios en materia tributaria y teniendo en cuenta nuestras expectativas sobre el resto de las variables. El escenario 2 contempla el impacto de los cambios antes descritos, sin incluir aquellos sobre servicios públicos, salud, educación y transporte público. El escenario 3 muestra nuestras estimaciones en caso de que se llegaran a aprobar la totalidad de las modificaciones e impactos presentados en el cuadro anterior.

Por lo anterior, pensamos que el año 2019 podría plantear retos en términos de inflación de materializarse cambios en el régimen tributario con impactos similares a los estimados acá y un fenómeno de El Niño más fuerte de lo esperado. Estos efectos podrían ser compensados por un crecimiento menor al estimado, efecto que no se incorpora en estos cálculos debido a que, a la fecha, no es claro de qué manera impactará la reforma el crecimiento a corto plazo.

V. ESTIMACIONES DE CRECIMIENTO

En lo corrido del año hemos observado una aceleración de la actividad económica: en el primer semestre del año el PIB registró un crecimiento de 2.5% frente al 1.9% alcanzado en el primer semestre de 2017. Esperamos que esta tendencia se mantenga en el segundo semestre del año, de manera que la economía colombiana cierre el año 2018 con un crecimiento de 2.7%.

Para 2019 estimamos un crecimiento del PIB de 3.2% impulsado por la recuperación de la inversión y del consumo de los hogares. Recordemos que esta variable es el componente de mayor importancia en el PIB.

Consumo de los hogares

A pesar de contar con un entorno macroeconómico más benévolo este año frente al que se tenía en 2017 y después de superar los efectos de la reforma tributaria que entró en vigencia en 2017, el consumo de los hogares durante el primer semestre de 2018 continuó mostrando un ritmo de crecimiento relativamente bajo con respecto a su comportamiento histórico. Puntualmente, durante los primeros seis meses de 2018 el consumo de los hogares creció 2.4% real en promedio frente al 1.6% observado en el mismo lapso de 2017, una cifra muy inferior al promedio que se ha observado en este rubro desde 2006 (4.1%).

► PIB por el lado del gasto

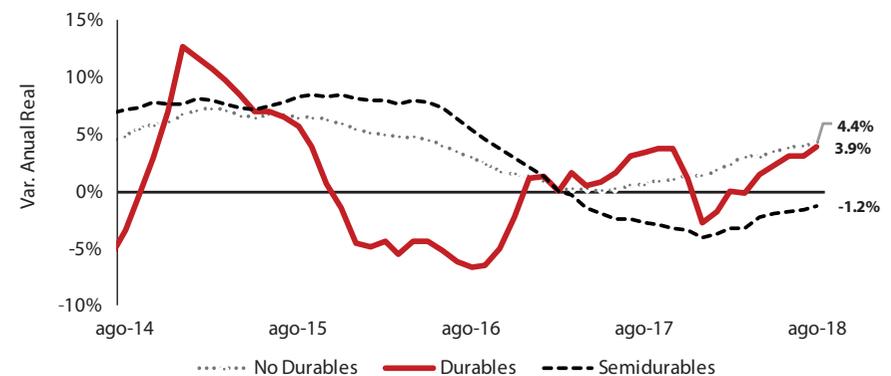
Variación anual		
Variables	2018 (e)	2019 (p)
Importaciones	4.5%	3.8%
Consumo total	3.1%	3.2%
Consumo de los hogares	2.7%	3.3%
Consumo del Gobierno	4.4%	3.0%
Formación bruta de capital	0.4%	6.7%
Exportaciones	5.2%	5.6%
Producto Interno Bruto	2.7%	3.2%

(e) estimaciones (p): proyecciones

Fuente: DAVIVIENDA | Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

El comportamiento del consumo de los hogares obedece, en parte, a un efecto de base baja de comparación inducido por la reforma tributaria implementada a principios del año pasado. Adicionalmente, las condiciones macroeconómicas como un dólar relativamente estable, unas tasas de interés en niveles relativamente bajos y una inflación controlada, nuevamente ubicada en el rango meta, han mantenido el consumo dentro de una dinámica aceptable, algo que se refleja precisamente en el desempeño de las ventas del comercio y de los ingresos de las empresas que prestan servicios a los hogares.

► Ventas al por menor por durabilidad acumulado 12 meses



Fuente: DANE y estimaciones DAVIVIENDA | Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos



Para 2019 esperamos un incremento de consumo del Gobierno de 3.0%, lo que muestra una ralentización frente al año anterior. Este comportamiento responde al moderado crecimiento de los gastos de personal y gastos generales del sector público.

En los últimos 12 meses, las ventas de todos los bienes de acuerdo con su durabilidad han experimentado aceleración en su crecimiento y solo el segmento de semidurables (calzado, los accesorios de cuero, los artículos de ferretería y las autopartes) continúa acumulando retrocesos anuales, una situación que ya completa 18 meses consecutivos. Por su parte, los bienes no durables vienen creciendo a buen ritmo y consolidan su recuperación después de la desaceleración en sus ventas entre 2014 y 2015.

Los bienes durables, por su parte, vienen acelerando su dinámica desde enero de este año a muy buen ritmo, con un crecimiento más marcado en equipos de informática y comunicaciones que en vehículos, aunque ambas agrupaciones se ubican como las líderes de las ventas del comercio en lo corrido de 2018. La acelerada dinámica de este tipo de bienes obedece a una estabilización de la tasa de cambio, a un fuerte efecto base debido a la reforma tributaria de 2016-2017 y a la recuperación del sector automotor por cuenta de una mayor confianza de los hogares para adquirir obligaciones financieras.

Pese al buen comportamiento de los bienes durables en lo corrido del año, su impacto en las ventas totales es limitado debido a que estos 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 10.6% y del 16.3% respectivamente. En todo caso, en los próximos meses se espera que el consumo de durables continúe aumentando y se acelere en el último tramo del año a causa, principal-

mente, del efecto estacional inducido por las ventas de vehículos en el Salón Internacional del Automóvil de Bogotá, unos niveles de confianza del consumidor en promedio mejores frente a los observados el año anterior y un entorno macroeconómico cada vez más favorable. Sumado a esto, el consumo de bienes no durables y el de servicios serán los de mayor contribución al crecimiento del consumo en la segunda parte del año, mientras que los semidurables continuarán estancados.

Teniendo en cuenta lo mencionado, y según nuestras estimaciones, para la segunda mitad de 2018 el consumo de los hogares se aceleraría notablemente hasta una tasa promedio de 2.9%, por encima de lo observado hace un año y de lo registrado en el primer semestre de este año. Con esto, el crecimiento consolidado del año para este componente sería de 2.7%.

En 2019 esperamos que el consumo de los hogares se recupere nuevamente, con mayor solidez que en 2018, hasta alcanzar una variación anual real de 3.3%, una cifra más cercana a la dinámica histórica de este indicador. Dicho avance se sustentará en una recuperación adicional de la demanda por cuenta de unas condiciones macroeconómicas relativamente más favorables, dentro de lo que se cuenta una inflación controlada, una tasa de cambio estable y un repunte de la actividad económica en general, que impactaría positivamente el consumo dada su alta elasticidad al ingreso.

No obstante, existen riesgos que pondrían en aprietos este componente del gasto y que lo harían crecer menos de lo proyectado. Por ejemplo, los efectos de la

reforma tributaria propuesta por el nuevo gobierno, así como presiones inflacionarias causadas por choques externos (vía *pass-through* de tasa de cambio) o por fenómenos climáticos extremos. En caso de que cualquiera de estos riesgos se materializara, una política monetaria contractiva podría entrar a actuar, lo cual reforzaría la presión a la baja sobre el consumo.

> Consumo del Gobierno

En los últimos años el consumo del Gobierno mostró una desaceleración importante, pasó de crecer 6.4% en promedio entre 2010 y 2013 a crecer 3.8% en promedio entre 2014 y 2017. Este comportamiento estuvo asociado a los menores ingresos que recibió el Gobierno de la industria petrolera, dada la fuerte caída de los precios internacionales a finales de 2014, y a las medidas de control de gastos que ha implementado desde entonces.

De acuerdo con las cifras disponibles, en el primer semestre de 2018 el gasto del Gobierno registró un aumento de 5.8% frente al mismo periodo anterior. Teniendo en cuenta que en agosto tomó posesión el nuevo presidente y que los primeros meses de su administración deberá destinarlos a la construcción de su Plan de Desarrollo, anticipamos que en el segundo trimestre del año el crecimiento del consumo del Gobierno se reducirá a 3.3%, con lo que en el agregado de 2018 se obtendría un incremento de 4.4% en este rubro.

Para 2019 estimamos un incremento del consumo del Gobierno de 3.0%, lo que muestra una ralentización frente al año anterior. Este comportamiento responde al moderado crecimiento de los gastos de personal y gastos generales del sector público, que de acuerdo con el proyecto de Ley de Presupuesto General de la Nación tendría un crecimiento de tan solo 1.4% y que es equivalente a una caída de 2.1% en términos reales.

> Inversión

La inversión en la economía colombiana tiene tres componentes principales: edificaciones y estructuras, maquinaria y equipo (incluye equipo de transporte) y vivienda, con participaciones en 2017 de



39.6%, 29.9% y 23.5% respectivamente. Los productos de propiedad intelectual y los recursos biológicos cultivados también hacen parte de la formación bruta de capital, aunque con participaciones más modestas (4.8% y 2.2% en orden respectivo).

Durante el primer semestre de 2018, este fue el componente del PIB por el lado del gasto con peor desempeño al registrar un aumento real de apenas 0.3% frente al mismo período de 2017. No obstante, vale la pena recordar que esta variación fue de -4.7% hace un año, lo cual evidencia una notable recuperación. Nuestras estimaciones para el segundo semestre de 2018 prevén un aumento promedio de 0.2%, con lo cual este rubro del gasto cerraría el año con un crecimiento real de 0.4%.

Así mismo, proyectamos que la formación bruta de capital se acelere con ímpetu en 2019 y alcance un crecimiento real de 6.7%. Este comportamiento se es-

taría impulsando por la inversión pública; como presentaremos en la sección de finanzas públicas, los recursos destinados a la inversión dentro del Presupuesto General de la Nación para esta vigencia ascienden a COP 46.8 bn, lo que representaría un incremento de 15.8% en términos reales frente al año anterior.

A estos recursos se suman aquellos que las regiones tienen disponibles por concepto de regalías y que se han visto beneficiados por el comportamiento reciente de los precios internacionales de los *commodities*. Vale la pena mencionar que con el objetivo de mejorar la velocidad con la que se ejecutan este tipo de recursos, la actual administración ha expresado su intención de solicitar al Congreso colaboración para diseñar una estrategia denominada “Obras por Regalías” que les permita a las empresas que explotan recursos naturales presentar proyectos de inversión ante los

Órganos Colegiados de Administración y Decisión (OCAD) y descontar los costos de ejecución del pago de regalías. Así mismo, se pretende solicitar autorización para que el Gobierno nacional tenga la facultad de presentar a estos órganos proyectos de impacto regional debidamente evaluados y registrados en el Banco de Proyectos de Inversión, para ser ejecutados con recursos de regalías.¹²

También debemos tener en cuenta que 2019 es el último año de los mandatarios locales, situación que contribuiría a acelerar la ejecución de recursos de inversión en las diferentes regiones del país.

Por parte de la inversión privada estimamos un crecimiento moderado en comparación con la inversión pública. En esta materia, se espera que el programa de concesiones viales 4G tenga un impacto significativo en el componente

12 Tomado del proyecto de ley “Presupuesto del Sistema General de Regalías para el Bienio del 1 de enero de 2019 al 31 de diciembre de 2020”, exposición de motivos.



de edificaciones y estructuras, a lo cual se sumaría una importante recuperación en la inversión en maquinaria y equipo, algo relacionado precisamente con el repunte en el sector de la construcción y, en menor medida, con el ligero aumento que se proyecta en la producción nacional de petróleo en un ambiente de precios internacionales en ascenso.

De acuerdo con la información disponible a la fecha de elaboración de este documento, dentro del proyecto de Ley de Financiamiento se incluirán medidas que permitan reducir la tasa efectiva de tributación de las empresas. Consideramos que de ser aprobadas estas medidas la inversión privada tendría un impulso adicional.

A pesar de que la inversión ha enfrentado en los últimos tres años su peor desempeño desde 2009, están dadas las condiciones para un repunte importante de este componente del gasto. Sin embargo, un comportamiento no tan bueno del sector de la construcción en 2019 o una pobre ejecución del gasto público podría inducir un crecimiento de la inversión inferior al proyectado.

PIB por el lado de los sectores

Luego de la desaceleración progresiva que experimentó la economía colombiana desde 2015, síntomas inequívocos, aunque graduales, de recuperación han surgido finalmente en 2018. Principalmente, sectores como el de industrias manufactureras, el de comercio, reparación, alojamiento y alimentación y el de transporte, almacenamiento y comunicaciones son los que han reportado mayores contribuciones a la recuperación de la actividad económica en lo corrido de este año. Después de exhibir un crecimiento real de 1.8% en 2017, el más bajo de la década de 2010, la economía se expandiría un 2.8% en 2018 y 3.2% en 2019, cifras que, si bien se ubican por debajo del crecimiento potencial de la economía colombiana, representan pasos firmes en la consolidación de una recuperación a largo plazo.

Nuestras proyecciones sugieren que en 2019 la mayoría de los sectores se recuperará, con excepción del sector de Servicios profesionales, administrativos y

► Proyecciones PIB por ramas de actividad*

Variación anual		
Variables	2018 (e)	2019 (p)
Agricultura, ganadería, caza, pesca y silvicultura	4.1%	1.6%
Explotación de minas y canteras	0.6%	3.2%
Industrias manufactureras	1.9%	2.2%
Suministro de electricidad, gas, agua y saneamiento ambiental	0.9%	2.6%
Construcción	-3.4%	2.8%
Comercio, reparación, alojamiento y alimentación	4.3%	4.1%
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	2.7%	3.0%
Actividades financieras y de seguros	4.0%	6.8%
Actividades inmobiliarias	2.2%	2.4%
Servicios profesionales, administrativos y de apoyo	7.1%	2.7%
Administración pública, educación y salud	4.4%	4.0%
Actividades de entretenimiento y de los hogares	3.5%	3.8%
Producto Interno Bruto	2.7%	3.2%

(e) estimaciones (p): proyecciones

* No incluye los efectos que podrían generar las medidas tributarias a incluir en el proyecto de Ley de Financiamiento, que será presentado por el Gobierno en los próximos días.

Fuente: DAVIVIENDA | Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

de apoyo, el de Administración pública, educación y salud y el agropecuario. Sin embargo, todas las ramas de la producción alcanzarían en 2019 tasas de crecimiento positivas. El sector financiero, el comercio y, en menor medida, gran parte del macrosector de servicios serán los líderes de la economía colombiana en 2019 en términos de su ritmo de crecimiento. Sin embargo, al ponderar por su importancia dentro del valor agregado, el líder indiscutible será el sector de la construcción, pues aportará cerca de 0.4 puntos porcentuales del crecimiento total durante el próximo año.

► Agricultura, ganadería, caza, pesca y silvicultura

A pesar que el sector agropecuario presentó un menor ritmo de crecimiento durante el primer semestre del presente año, respecto al registrado en igual período de 2017, la actividad ha logrado crecer por encima de la economía en su conjunto como consecuencia de una favorable condición climática y de los incrementos sostenidos que han exhibido tanto los

cultivos transitorios y permanentes como la ganadería.

Para la segunda mitad de 2018 esperamos que el sector mantenga su buena dinámica y cierre con una tasa de crecimiento prácticamente idéntica al 4.2% observado en el primer semestre. Este comportamiento se debería, principalmente, a unos niveles de producción sostenidos en productos frutales, cereales (cultivos de arroz) y palma africana y a una cosecha cafetera que se mantiene alrededor de los 14 millones de sacos promedio anual.

De acuerdo con nuestras proyecciones, la perspectiva del sector agropecuario para el año 2019 sería menos favorable debido, en buena parte, al efecto base dados los altos crecimientos que se han registrado desde 2017. Otras razones que también podrían llevar a dicho comportamiento son: la posible merma de los cultivos transitorios luego de abundantes cosechas (arroz y café), una probabilidad alta de materialización del fenómeno de El Niño que comenzaría a finales de este año y la disminución en términos reales de los recursos destina-

dos al sector en el Presupuesto General de la Nación para 2019.

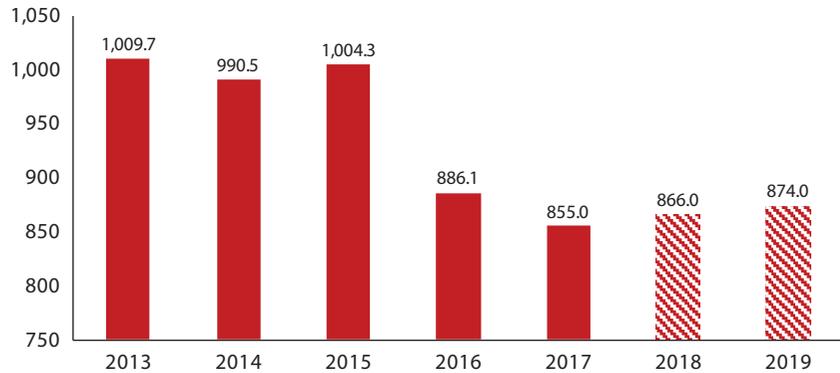
➤ Explotación de minas y canteras

El sector de explotación de minas y canteras registró el segundo peor desempeño en el primer semestre de 2018 después del sector de la construcción. Sin embargo, al analizar las cifras por trimestre, se observa que después de una contracción de 4.0% en el primer trimestre del año, el segundo trimestre trajo un retroceso más moderado (-2.7%), con lo cual el crecimiento consolidado del periodo fue de -3.4%. No obstante lo anterior, el sector ha moderado su deterioro frente a lo observado en la primera mitad de 2017.

El mal comportamiento del sector durante los primeros seis meses del año fue resultado, principalmente, de los siguientes factores: i) el fuerte retroceso en la producción nacional de carbón, la cual pasó de cerca de 45 mn de toneladas en el primer semestre de 2017 a poco más de 41 mn entre enero y junio últimos, a causa, principalmente, de la temporada lluviosa que atravesaron las zonas en las que se encuentran las minas, y ii) la extracción de oro también se vio afectada, pasando de 23.6 toneladas métricas en el primer semestre de 2017 a 16.5 toneladas métricas en igual lapso del presente año, a causa del invierno, de la estrategia del Gobierno nacional contra la minería ilegal y de la huella que han dejado las consultas populares llevadas a cabo en 2017 en municipios productores.

El segundo semestre del año parece venir con mejores noticias para el sector, pues se espera que la producción de petróleo se acelere levemente (crecimiento de 1.5% frente al 0.8% registrado en el primer semestre) y que la de carbón se recupere y alcance a cerrar 2018 con una producción sobre los 90 mn de toneladas. Adicionalmente, se espera que la dinámica de la producción de oro permanezca estable y que la de ferromanganeso, producto con mayor avance en lo corrido de 2018, se modere significativamente hacia el final del año. Todo lo anterior hará que el valor agregado del sector minero crezca

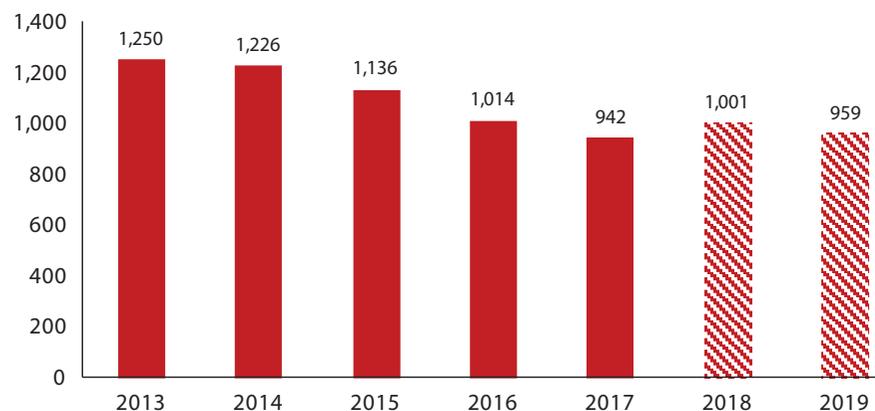
► Producción gas natural Miles de pies cúbicos diarios



Fuente: Minminas y estimaciones DAVIVIENDA | Dirección de Estudios Económicos

De acuerdo con nuestras proyecciones, la perspectiva del sector agropecuario para el año 2019 sería menos favorable debido, en buena parte, al efecto base dados los altos crecimientos que se han registrado desde 2017.

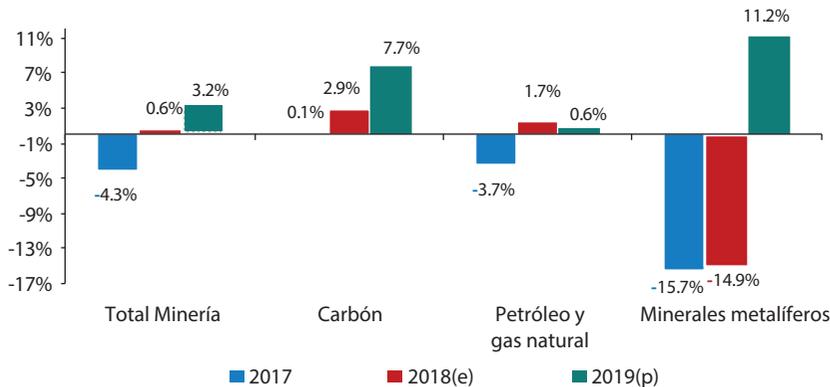
► Producción petróleo Miles de barriles diarios promedio



Fuente: ANH y estimaciones DAVIVIENDA | Dirección de Estudios Económicos



► **PIB sector minas y canteras**
Var. real anual



(e): Estimación (p): Proyección.

Fuente: DANE, estimaciones DAVIVIENDA | Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos.

ca en 5.0% en el tercer trimestre y 4.1% en el cuarto trimestre, con lo cual el sector alcanzaría una expansión de 0.6% en el total del año, su primera variación positiva para un año completo desde 2013.

Para 2019, se espera que el sector continúe en positivo y que, de hecho, acelere su ritmo de crecimiento, alcanzando una variación de 3.2% para el año completo. La producción de petróleo en volumen podría experimentar un leve aumento a causa del efecto que los precios altos, a nivel internacional, tienen sobre los países productores.

La producción de gas natural, por su parte, caería en promedio un 4.2% du-

rante 2019, lo cual se reflejaría en una moderación en la dinámica de la subrama de petróleo y gas. La dinámica de la producción de carbón en volumen, por su parte, experimentaría una significativa aceleración (cerca de 7.2%), y tanto la producción de oro como de minerales no metálicos se recuperaría frente a lo registrado en 2017 y 2018.

El sector minero cuenta en 2019 con una gran oportunidad para comenzar a construir la senda de su recuperación. Entre los factores impulsores de un mejor resultado el año próximo están: un aumento adicional en las inversiones en evaluación y exploración de nuevos yaci-

mientos de petróleo y gas por cuenta del sostenimiento del precio internacional en niveles atractivos para los inversionistas, el aumento en la producción de gas a partir de la ampliación de la planta de Cupiagua, los avances en los proyectos auríferos de Continental Gold en Antioquia 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.

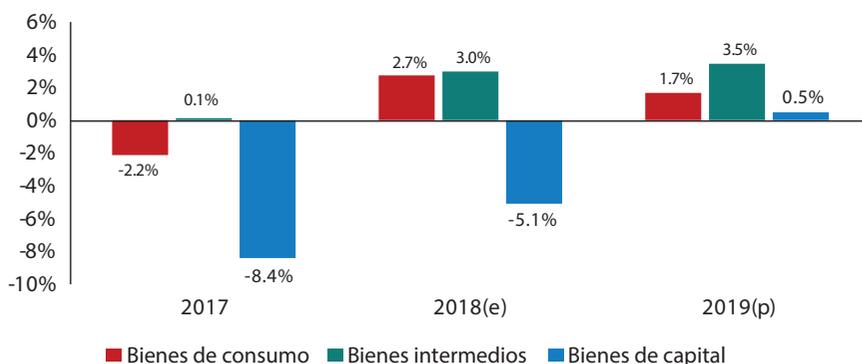
A pesar de la eventual recuperación del sector, los principales riesgos que enfrenta la minería a corto plazo son: i) la falta de hallazgos en la exploración de nuevas reservas de crudo y otros energéticos, junto con una reactivación de los problemas de orden público que afectan oleoductos y gasoductos, ii) el rechazo manifiesto de muchas comunidades a la explotación minera, iii) la falta de estabilidad jurídica para la actividad minera en el país, y iv) la reducción continuada de la producción de ferróniquel en Córdoba, cuya recuperación en 2018 ha estado basada prácticamente en los altos precios internacionales del mineral.

► **Industrias manufactureras**

El 2018 ha sido el año de la recuperación de la producción manufacturera, una rama de la economía que no había tenido un buen desempeño en los últimos años. Aunque no ha exhibido una dinámica muy acelerada en su crecimiento durante la primera mitad del año, el comportamiento agregado del sector industrial fue positivo al registrar un crecimiento promedio anual de 0.8%. Esto obedece principalmente al aumento en la producción de bienes de consumo (3.3%) y bienes intermedios (0.6%), cuya participación conjunta en la producción manufacturera es de 88.8%. Específicamente, la refinación de petróleo y la mezcla de combustibles, el subsector de bebidas y la producción de alimentos han sido los protagonistas del crecimiento del sector en lo corrido de este año, con crecimientos promedio de 0.5%, 4.6% y 3.9% real anual respectivamente.

En el segundo semestre del año, esperamos que la producción industrial pre-

► **PIB industria manufacturera**
Var. real anual



(e): estimado; (p): proyectado

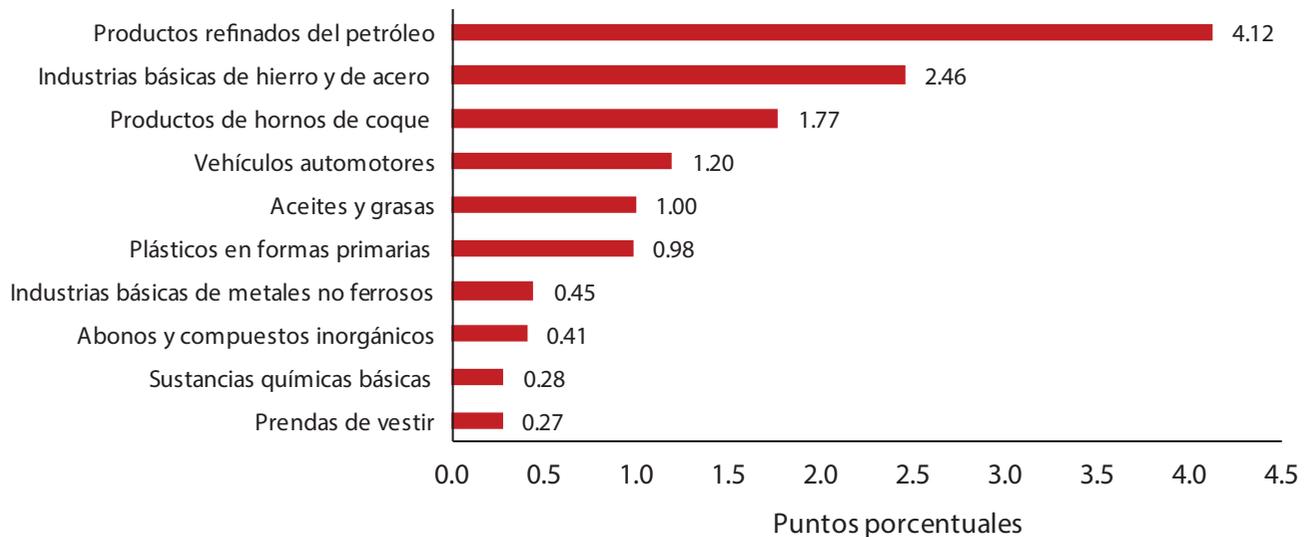
Fuente: DANE, estimaciones DAVIVIENDA | Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos.

sente una aceleración, para cerrar el año con un crecimiento del 1.9% anual, con una dinámica proveniente, mayoritariamente, de la continuidad en el impulso de los bienes de consumo y los bienes intermedios, causado por la recuperación en la demanda agregada. Para los bienes de capital esperamos que se sigan produciendo caídas significativas como las evidenciadas en el primer semestre, a causa de unas condiciones relativamente favorables para la importación de este tipo de bienes frente a sus homólogos domésticos.

En 2019 proyectamos un crecimiento de la industria del 2.2%, lo que representa una aceleración frente a lo estimado para 2018. Esta proyección se basa en una aceleración de la producción de bienes intermedios, sobre todo de aquellos destinados a la construcción y a la producción de maquinaria y equipo. La producción de bienes de consumo se desaceleraría mientras que la producción de bienes de capital tendría un moderado crecimiento. El subsector de refinación de petróleo y mezcla de combustibles, el de mayor participación en la manufactura, continuaría creciendo aunque a tasas bajas o moderadas, por lo que no esperamos un impulso importante de su parte.



► **Exportaciones de productos industriales, principales contribuciones al crecimiento***

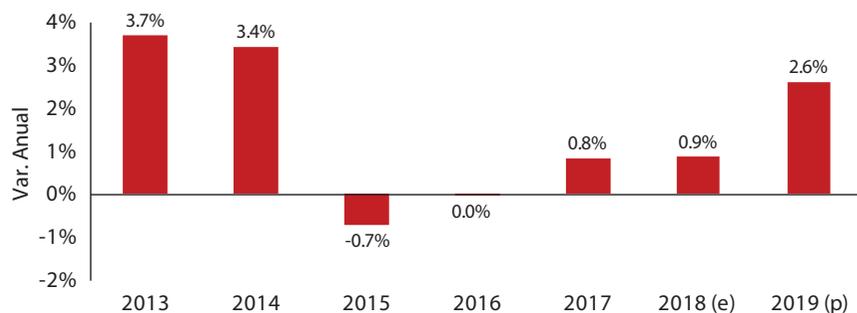


*Enero-Julio de 2018

Fuente: DANE, estimaciones DAVIVIENDA | Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos.



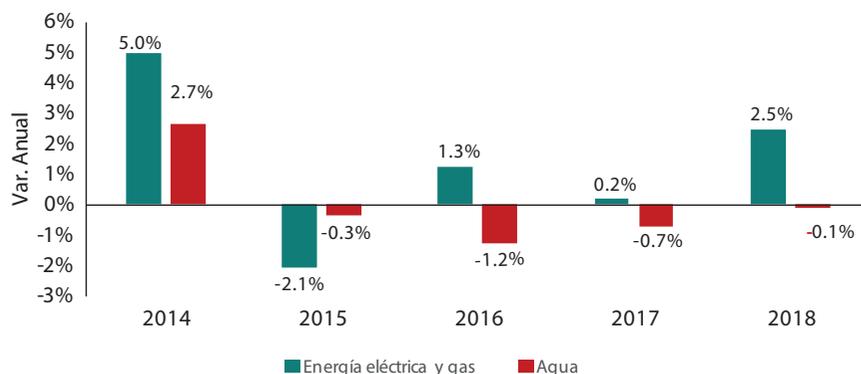
► PIB - Suministro de electricidad, gas, agua y saneamiento ambiental



(e): estimado (p): proyectado

Fuente: Dane y estimaciones DAVIVIENDA | Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

► PIB - Suministro de electricidad, gas, agua y saneamiento ambiental Enero - Junio



Fuente: DANE y estimaciones DAVIVIENDA | Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos.

Adicionalmente, tal como se ha comentado en secciones anteriores de este documento, se espera que la demanda mundial se desacelere en 2019 frente a lo mostrado hasta ahora en 2018, situación que tampoco augura un impulso adicional sobre la industria vía exportaciones. Debemos destacar que debido al comportamiento de la demanda mundial en meses anteriores, las exportaciones colombianas de productos industriales en lo corrido del año crecían en un 9.7% entre enero y julio de 2018 frente a lo observado en igual período de 2017. Se destacan por su contribución al crecimiento los refinados del petróleo, hierro y acero en

formas básicas, los productos de hornos de coque, los vehículos automotores, los aceites y grasas y los productos plásticos.

Para 2019, los principales riesgos que puede afrontar el sector son: i) la posibilidad de un nuevo fenómeno de El Niño, el cual podría presionar al alza los precios de los insumos de la manufactura, como materias primas para la agroindustria y la energía eléctrica, ii) un panorama económico exterior adverso o, por lo menos, con un desempeño menor al observado hace unos meses, y iii) los problemas de orden público, que generalmente podrían tener un efecto negativo sobre sectores como la refina-

ción de petróleo, si se trata de atentados contra oleoductos, o toda la industria, como ocurrió con el paro de transportadores de julio de 2016. No obstante, el balance entre oportunidades y riesgos para la industria en 2019 se inclina más hacia los primeros y, de hecho, el riesgo de un nuevo Niño representa también una oportunidad para algunos sectores como el productor de bebidas y de productos de aseo personal.

► Suministro de electricidad, gas, agua y saneamiento ambiental

El sector de suministro de electricidad, gas, agua y saneamiento ambiental registró en el primer semestre de 2018 un crecimiento de 1.7%, superior al presentado en la primera mitad de 2017 cuando se registró una caída de 0.1%. Esto se debe a la recuperación del subsector de energía eléctrica y gas, que estuvo impulsado por el aumento de 2.4% en la demanda de energía durante el mismo periodo, cifra superior a la registrada en el primer semestre de 2017.

En la segunda mitad de 2018 esperamos una desaceleración del sector con un crecimiento de 0.1%. Esto se debería, principalmente, a la recuperación del subsector de energía eléctrica y gas que sería impulsada, a su vez, por el crecimiento de la demanda de energía proveniente de la recuperación de la industria.

En el 2019 consideramos que el sector crecerá a una tasa de 2.6%, superior a la estimada para 2018. En el subsector de energía eléctrica y gas esperamos que el mejor desempeño de la economía en el próximo año estimule la demanda de energía, principalmente, por la mejor dinámica del sector de minas y canteras y la recuperación del sector de la construcción. Adicionalmente, debido al retraso, por cerca de tres años, en la entrada en operación de Hidroituango, la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME) anunció la reactivación de las subastas de energía eléctrica para diversificar el parque generador y garantizar el suministro de la misma, lo cual impulsaría la demanda de gas y carbón para su uso en termoeléctricas.



Es importante resaltar que el subsector de agua ha mostrado una moderación en su caída. Teniendo en cuenta que este subsector presenta una buena correlación con la actividad económica general, se espera que en el siguiente año continúe teniendo un comportamiento positivo.

> Construcción

El sector de construcción está compuesto por tres subsectores: edificaciones, obras civiles y actividades especializadas para la construcción, cuyas participaciones en 2017 fueron 51.3%, 28.2% y 20.5% respectivamente. Desde el 2011 hasta el 2016, este fue uno de los sectores más dinámicos en el país a causa del fuerte impulso que recibió por parte del Gobierno nacional y la buena situación económica general del país. Sin embargo, a partir del cuarto trimestre del año 2016, el sector ha venido deteriorándose progresiva-

mente, llegando a una caída del 7.6% en el segundo trimestre de 2018.

En el primer semestre de este año el sector se contrajo en un 5.7% frente al decrecimiento de 2.3% observado en el mismo período de 2017. Esta caída fue el resultado, en gran parte, de la importante contracción en el subsector de edificaciones, segmento que como ya vimos es mayoritario. Dicho retroceso se anticipaba, de cierta manera, al observar la caída en las ventas de vivienda de los últimos dos años y de un deterioro en la actividad del grupo no residencial. No obstante, la caída en el subsector de obras civiles también fue determinante y obedeció, por un lado, al poco avance en las obras de infraestructura de transporte y, por otro, a un efecto base con respecto a 2017 en lo referente a infraestructura para la explotación de minas e hidrocarburos.

Nuestros cálculos revelan una segunda parte del año con una moderación considerable en el retroceso del sector.

La tasa de crecimiento del segundo semestre llegaría a -1.1%, para promediar el año en -3.2%. Esta eventual moderación se sustenta, fundamentalmente, en la recuperación que experimentaría el subsector de obras civiles a pesar de los problemas de reputación que enfrentan algunos actores que participan en la cadena de valor. La continuidad en las obras de cerca de diez proyectos del programa de vías de cuarta generación (4G) y la eventual puesta en marcha de proyectos adicionales serían los principales determinantes de este comportamiento.

El subsector de edificaciones, por su parte, registró en el primer semestre de 2018 una fuerte caída de 5.3%. Consideramos que en el segundo semestre la actividad edificadora moderará su retroceso con una caída del 4.2%, con lo cual registraría una reducción del 4.8% para 2018. El mal comportamiento de las ventas de vivienda nueva, las licencias de construcción y las obras nuevas han sido los



► **Índice real ventas vivienda nueva**
Seis ciudades - Promedio móvil 3 meses



Fuente: Galería Inmobiliaria y estimaciones DAVIVIENDA | Dirección de Estudios Económicos

indicadores detrás de la contracción del sector edificador.

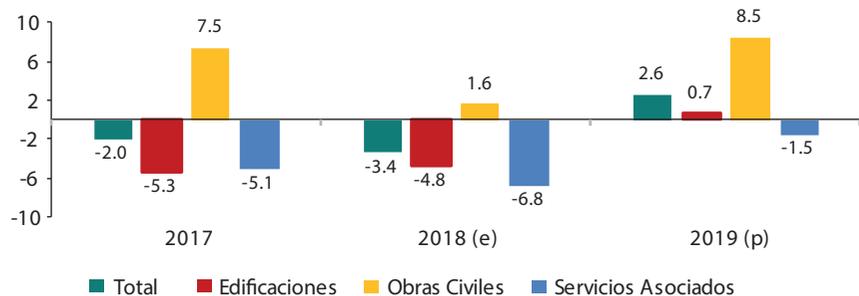
Debido a que cerca del 70% de las ventas de vivienda nueva en Colombia se hacen sobre planos, el comportamiento de esta variable es de gran trascendencia para explicar la dinámica futura de la actividad del subsector de edificaciones. Las ventas de vivienda nueva han mitigado su caída en los últimos meses. En efecto, desde el mes de noviembre de 2016 se han observado valores negativos en su crecimiento, sin embargo, después del mínimo registrado en julio de 2018 (-16.8%) se ha moderado su decrecimiento llegando a una reducción de tan solo el 2.4% en el mes de septiembre. Es de resaltar que el impulso reciente está explicado, principalmente, por el comportamiento de la vivienda no VIS en algunas ciudades del país.

Otro indicador que lidera el comportamiento de la actividad edificadora es el crecimiento de los metros cuadrados licenciados. Al respecto hay que destacar que en el segundo trimestre del año esta variable pasó a terreno positivo con un aumento del 4.8%. El decrecimiento de este rubro se observó de forma constante desde el primer trimestre de 2016 con excepción del segundo trimestre de 2017 cuando presentaron un crecimiento

del 3.0%. Al considerar el destino de las licencias¹³, las residenciales presentaron un crecimiento de 4.3% en el segundo trimestre de 2018 y las no residenciales de 6.5%.

Finalmente, las obras nuevas en proceso, que también se constituyen en un indicador líder de la actividad constructiva, continúan en terreno negativo con una caída en el segundo trimestre del año de 21.8%, presentando esta tendencia desde el segundo trimestre de 2017. Las obras nuevas paralizadas o inactivas y las obras que continúan paralizadas mostraron incrementos del 6.0% y 16.5% para el segundo trimestre de 2018 respectivamente.

► **PIB Construcción Var.% anual**



Fuente: Galería Inmobiliaria y estimaciones DAVIVIENDA | Dirección de Estudios Económicos

Para 2019, nuestra proyección para el sector consolidado es de una expansión real de 2.8%, cifra que representa una notable mejora, teniendo en cuenta su comportamiento en años recientes. Este crecimiento tendrá como cimiento principal el programa de vías 4G junto con el desarrollo de proyectos relacionados con energía eléctrica y otros energéticos (ver recuadro). El subsector de obras civiles, en particular, se expandirá un 9.4% en 2019.

Con respecto al subsector edificador, en 2019 esperamos un crecimiento del 0.7%. Entre las razones para prever un comportamiento positivo se encuentran la ampliación de los programas de vivienda del Gobierno, la recuperación de las licencias de construcción y la moderación de la caída de las ventas de vivienda nueva que se ha observado en los últimos meses. En relación con los programas de vivienda del Gobierno, cabe mencionar que se ha anunciado un plan, para el periodo 2018-2022, en el cual se plantea la construcción de 1,040,000 viviendas, aumentar el indicador de cartera sobre PIB de 6.3% a 8.5% y beneficiar a 200,000 personas con el programa de arrendamiento social "Semillero de Propietarios". Adicionalmente, se tiene programado realizar 600,000 mejoras en viviendas, entregar 20,000 unidades a hogares rurales, aumentar en COP 1.3 bn el presupuesto para el programa "Mi Casa Ya" y generar la construcción de viviendas en 16,000 hectáreas de suelo urbano que serán habilitadas.

13 En promedio, las dirigidas a construcciones residenciales representan el 74% del total, y las no residenciales, el 26%.



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 2018, el desempeño del sector de obras civiles ha sido afectado, como ya se mencionó, por factores que han impedido la buena marcha del programa 4G: demoras en la compra de predios, falta de apetito de financiación por parte de algunos actores locales y, en general, la gestión contractual y los procesos involucrados en la etapa de preconstrucción.

Todas estas situaciones podrían repetirse durante 2019, con lo cual se frenarían las inversiones en el subsector, causando nuevos retrasos en los proyectos del programa. Sin embargo, los cierres financieros se vienen haciendo progresivamente y la firma de actas de inicio de

construcción corresponde con este proceso de ajuste contractual. El avance en esta materia inyectaría confianza en los prestamistas involucrados y permitiría dinamizar los desembolsos hacia los proyectos en construcción.

En el subsector edificador, un riesgo latente es la posible expansión del cobro del IVA a las ventas de edificaciones no residenciales (bodegas, locales, oficinas), el cual se implementó desde enero de 2018 para edificaciones residenciales que superen 26,800 UVT, con una tarifa del 5%. Adicionalmente, el constante crecimiento de la oferta de vivienda terminada ha aumentado los inventarios lo cual, de continuar en la misma senda, podría generar contrapeso a las estimaciones de crecimiento del subsector que presentamos aquí.

> Comercio, reparación, alojamiento y alimentación

En los primeros seis meses de 2018, el sector del comercio, reparación, alojamiento y alimentación ha experimentado una de las recuperaciones más rápidas y sólidas de las grandes ramas que conforman el PIB colombiano. Las ventas del comercio al por mayor y al por menor junto con la reparación de automotores y motocicletas representan el 69% del valor agregado de esta gran rama de la producción, y los servicios de alojamiento y alimentación agrupan el 31% restante. Estos subsectores alcanzaron en el primer semestre del año variaciones reales anuales respectivas de 4.2% y 3.8%, mientras que en el consolidado, esta gran rama creció 4.0% entre enero y junio últimos.

CONCESIONES VIALES DE CUARTA GENERACIÓN: ¿2019 SERÁ FINALMENTE EL AÑO?

El programa más ambicioso de la historia de Colombia en materia de infraestructura vial, las Concesiones Viales de Cuarta Generación o 4G, con un portafolio inicial de 48 proyectos cuyas inversiones iniciales rondaban los COP 62 bn, incluyó alianzas público-privadas (APP) tanto de iniciativa pública (COP 40 bn) como privada (COP 22 bn). A la fecha, sin embargo, solo el 44% de los 32 proyectos finalmente adjudicados en el programa presentan algún grado de avance en su construcción, un resultado muy alejado de los planes iniciales.

Vale la pena mencionar que cuando fue planeado, en los años 2012 y 2013, el programa consideró tres olas de proyectos y un conjunto de iniciativas de tipo privado. En la actualidad apenas se han adjudicado los proyectos de las olas 1 y 2, la ola 3 quedó reducida a 2 proyectos (de 11 establecidos inicialmente) y de las iniciativas privadas se han adjudicado 11 de 17 proyectos.

Para 2017 se esperaba que ya se tuvieran adjudicados y con cierre financiero los 48 proyectos del programa, se estuvieran terminando las obras de la ola 1 y que las de la ola 2 estuvieran con un 50% de avance. En contraste, según cifras de la Financiera

de Desarrollo Nacional (FDN), a principios de este año los proyectos de la ola 1 alcanzaban un adelanto promedio cercano al 26.6% en sus cronogramas de ejecución y los de las olas 2, 3 e iniciativa privada tenían un avance promedio de 5.3%.

A pesar del atraso y las dificultades, los montos comprometidos después de la adjudicación, ajustados por costos de capital y de operación, son superiores a lo inicialmente planeado pasando de cerca de COP 62 bn a poco más de COP 66 bn, aún con un tercio de los proyectos del portafolio sin adjudicar (16 de 48 proyectos). Son buenas noticias en la medida en que, si se cumple con estos montos de inversión pactados, el efecto multiplicador sobre la economía se ampliaría.

En todo caso, vale la pena mencionar que en lo que resta de 2018 y en 2019, parece haberse comenzado a despejar nuevamente el panorama para que se realicen nuevos cierres financieros y se pongan en marcha nuevos frentes de obra de proyectos que se encuentran en fases avanzadas de la etapa de gestión contractual y preconstrucción. Es innegable que aún existe un entorno enrarecido por la situación que atraviesan algunos concesionarios y proyectos dentro del programa, y que la confianza

► Cuadro resumen, programa de Concesiones Viales de Cuarta Generación (Enero 2018)

Ola	# Proyectos planeados	# Proyectos adjudicados	% Proyectos en construcción o terminados	Billones de pesos de 2015	
				Monto comprometido en etapa de planeación	Monto efectivamente comprometido en adjudicación
1	10	10	70.0	13.40	15.47
2	10	9	44.4	12.90	19.73
3	11	2	0.0	13.90	2.03
APP privadas	17	11	27.3	21.68	28.86
TOTAL	48	32	43.8	61.88	66.09

Fuente: Agencia Nacional de Infraestructura (ANI). Elaboración y cálculos DAVIVIENDA | Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

En lo que resta de 2018 y en 2019, parece haberse comenzado a despejar el panorama para que se realicen nuevos cierres financieros y se pongan en marcha nuevos frentes de obra.

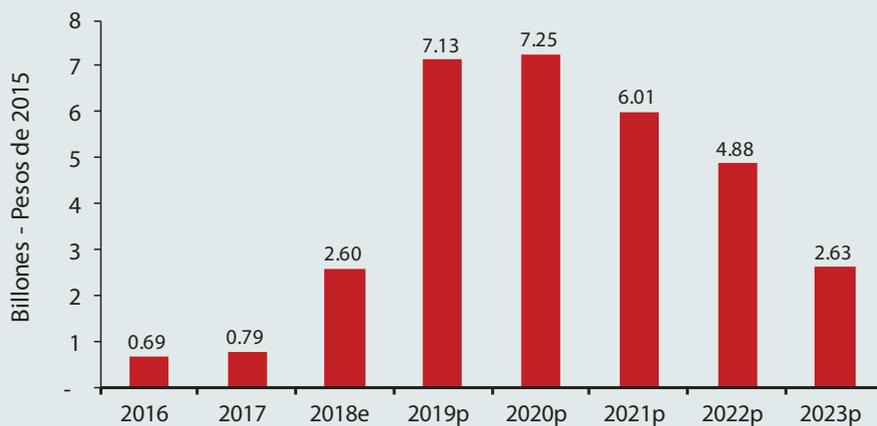
y el apoyo de algunos *sponsors* se ha ido perdiendo a medida que avanza el tiempo. De todos modos, se espera que en 2019 se logre el cierre de cerca de ocho proyectos pertenecientes a las olas 1 y 2 y al grupo de iniciativas privadas.

Dicho lo anterior y resumiendo, se proyecta que ocho de los nueve proyectos de la ola 1, seis de los nueve proyectos de la ola 2 y seis de los proyectos de iniciativa privada se encontrarán en fase de construcción el próximo año, totalizando así 23 proyectos marchando con frentes de obra activos. Según cálculos propios y con base en información provista por la ANI y el SECOP¹⁴, estos avances reportarían inversiones por un valor cercano a los COP 7 bn en 2019, de las que se esperan impactos significativos tanto en el valor agregado de las obras civiles como en el de otros eslabones

de la cadena de valor de la construcción de infraestructura: servicios técnicos, científicos, administrativos y empresariales, servicios de alojamiento y alimentación, alquiler de maquinaria y equipo de transporte, industria manufacturera y servicios de intermediación financiera, entre otros.

Si estas proyecciones se concretan, es posible esperar un importante impacto sobre el crecimiento económico del país en 2019 a causa del efecto multiplicador del sector de obras civiles sobre la actividad económica, por un lado, y sobre el gasto vía formación bruta de capital. Esto haría retornar el crecimiento del valor agregado de las obras civiles a niveles más equiparables con su crecimiento en la última década y media (8.3% en promedio).

► **Montos invertidos en proyectos viales de cuarta generación**



e: Estimado, p: Proyectado

Fuente: ANI y SECOP. Cálculos y proyecciones DAVIVIENDA | Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos.

14 Sistema Electrónico para la Contratación Pública.



El nivel de la tasa de cambio continuará ofreciendo unas condiciones atractivas para el turismo por parte de extranjeros no residentes.

En términos generales, este sector tiene una muy buena relación a largo plazo con el desempeño del consumo de los hogares, aunque vale la pena destacar que el subsector comercio registró cifras mejores que las del consumo en lo corrido de 2018, situación contraria a la registrada en 2017.

El segundo semestre del año traería una aceleración para el sector con un crecimiento real de 4.4%, con lo cual alcanzaría una variación de 4.3% para el año completo, un avance importante dado el tímido 1.6% que alcanzó en 2017. Esta situación se presentará a causa, principalmente, del impacto del Salón Internacional del Automóvil de Bogotá sobre las ventas del comercio. Por otra parte, proyectamos un crecimiento significativo en los servicios de alojamiento y de alimentación por cuenta de una base baja de comparación en 2017, cuya causa principal fue el efecto de la huelga de pilotos de la aerolínea Avianca.

Nuestras proyecciones sugieren que 2019 llegaría con un crecimiento similar al de 2018, situado en el orden del 4.1%. Este desempeño estaría basado principalmente en unas condiciones macroeconómicas más favorables que las presentes en 2018, las que eventualmente impulsarían el gasto de los hogares tanto en bienes como en servicios de alojamiento y alimentación. De hecho, el cambio en los patrones de consumo de los hogares y en los servicios tecnológicos a su disposición para interactuar con los comercios ha inducido una dinamización en las ventas de alimentos y otros bienes: las aplicaciones móviles para solicitar mercado, así como los domicilios de alimentos preparados y demás se han

hecho cada vez más populares y estimulan el consumo de los hogares mediante programas de fidelización y campañas promocionales.

En adición a lo anterior, el nivel de la tasa de cambio continuará ofreciendo unas condiciones atractivas para el turismo por parte de extranjeros no residentes, algo que definitivamente se reflejará en el desempeño de los servicios de alojamiento y alimentación.

Sin embargo, existen varios factores de riesgo para el desempeño del sector durante el próximo año. Uno de ellos, tal vez el más importante, tiene que ver con los cambios tributarios que serían introducidos con el proyecto de Ley de Financiamiento, en el que se contemplarían modificaciones sobre el IVA, entre otras medidas. Por otra parte, está la posibilidad de un debilitamiento del crecimiento mundial lo que podría desestimular el turismo internacional de entrada, lo cual afectaría tanto los rubros de alojamiento y alimentación como al de transporte (ver sección siguiente).

> Transporte, almacenamiento y comunicaciones

En los primeros seis meses de 2018 los servicios transporte y almacenamiento y los de información y comunicaciones alcanzaron variaciones reales anuales de 1.2% y 2.1% respectivamente, siendo las actividades de correo y mensajería (5.1%) y el transporte aéreo (4.0%) los subsectores de mayor crecimiento durante dicho período. En el consolidado, el sector de transporte, almacenamiento y comunicaciones creció 1.5% en el primer semestre del año.

El segundo semestre del año traería una recuperación para el sector con un crecimiento de 3.9%, con lo cual alcanzaría una variación de 2.7% para el año completo. Esta situación se presentará a causa, parcialmente, de un crecimiento extraordinario en el valor agregado por el subsector de transporte aéreo por cuenta de una base baja de comparación en 2017, cuya causa principal fue el efecto de la huelga de pilotos de la aerolínea Avianca. Adicionalmente, un eventual repunte del consumo ayudaría a consolidar esta recuperación, así como el buen momento que vive el sector hotelero.

El subsector de información y comunicaciones, por su parte, viene consolidando paso a paso su recuperación en lo corrido de este año. Los datos del primer semestre revelan una significativa mejoría frente al mismo lapso de 2017, a pesar de la intensificación de la competencia en el mercado de internet móvil con el ofrecimiento de planes mucho más amplios en cuanto a tráfico, velocidad y disponibilidad de redes. Sin embargo, otros problemas como la baja penetración de usuarios en planes pospago (cerca al 20%) y la imposibilidad de subsidiar equipos móviles han hecho que los operadores tengan acceso limitado a un alto flujo de ingresos fijos.

El año 2019 traería una recuperación marginal del sector en su conjunto hasta lograr un crecimiento del 3.0%. Se espera que a este resultado contribuyan las perspectivas favorables sobre el desempeño de los flujos de comercio exterior en 2019, que representan un factor impulsor del valor agregado por los subsectores de transporte y almacenamiento, a pesar de que dichos flujos presentarían una dinámica mucho más moderada que en 2018. El nivel de la tasa de cambio, así como la mejor percepción de seguridad en el país por cuenta del acuerdo de paz también aportan un elemento impulsor al transporte a través de la actividad turística.

Con respecto al subsector de información y comunicaciones, los servicios de telefonía e internet móvil continuarán creciendo a tasas aceptables y los servi-

cios vía *streaming*¹⁵, aunque tienen un rol en contra de la televisión por suscripción, continuarán generando crecimiento en los usuarios de Internet tanto fijo como móvil. En meses recientes, los ajustes sobre los planes móviles tanto de voz como de datos avivan la competencia del sector y reducen el margen de los operadores, pero agregan valor y generan suficientes ingresos como para hacer que este sector se mantenga en tasas de crecimiento positivas.

> Actividades financieras y de seguros¹⁶

Durante el primer semestre de 2018, las actividades financieras y de seguros presentaron un menor crecimiento al registrado en igual periodo de 2017 (3.8% vs. 8.2%). Esta notable desaceleración está explicada, en gran parte, por el efecto rezagado de la actividad económica sobre la cartera del sistema financiero, en especial, sobre la cartera comercial, que es la de mayor participación en el total. Adicional a los efectos del ciclo, el mal comportamiento del sector ha estado influenciado por algunas operaciones grandes de crédito que no han tenido buenos resultados y, en consecuencia, han requerido importantes montos en provisiones. Se destaca Electricaribe, los sistemas de transporte urbano y la Ruta del Sol II.

Para el cierre del año nuestros estimativos sugieren que la tasa de crecimiento anual del valor agregado del sector financiero y de seguros se ubique en 4.0%, variación levemente mayor a la que tiene actualmente y que, comparado con el registro del año 2017 (6.9%), continuaría mostrando una tendencia a la baja. No obstante, cabe señalar que dicho nivel se sitúa por encima del estimado para la economía en su conjunto.

El panorama que proyectamos para el año 2019 evidencia una dinámica más favorable de las actividades financieras y de seguros, con una variación del 6.8%



anual, ya que esperamos una recuperación del crecimiento económico al término del presente año (2.7%) y para el próximo (3.2%), que se vería reflejada en un mayor nivel de confianza de los hogares permitiendo elevar su nivel de gasto y, por ende, su propensión al crédito.

> Actividades inmobiliarias

El crecimiento del sector inmobiliario se ha mostrado estable, alrededor de una tasa de crecimiento promedio anual de 3.3% desde el año 2006. Sin embargo, las actividades inmobiliarias presentaron

una desaceleración al pasar de registrar un crecimiento de 2.8% al cierre de 2017 a 2.2% durante el primer semestre de 2018, comportamiento que según nuestras estimaciones se mantendrá hasta el cierre del año.

Para el 2019 proyectamos una tasa de crecimiento del valor agregado del sector inmobiliario levemente superior a la estimada para el año precedente: 2.4% anual. Lo anterior es explicado por el repunte en la confianza de los consumidores y por el mejoramiento gradual de los indicadores de la actividad edificadora hacia el segundo semestre del año.

15 Tecnología que permite reproducir un archivo de audio o video directamente desde Internet en una página web o aplicación móvil sin descargarlo previamente en el dispositivo de consulta.

16 En la base 2005 la rama que se denominaba Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas, quedó dividida en tres ramas con el cambio a la nueva base 2015: Actividades financieras y seguros, Actividades inmobiliarias y Actividades profesionales, científicas y técnicas; actividades de servicios administrativos y de apoyo.



En lo corrido de 2018, hasta principios de octubre, el promedio de la tasa de cambio del peso colombiano frente al dólar americano ha sido de COP 2,904, cifra inferior al promedio de la tasa de cambio observada en 2017 que ascendió a COP 2,951.

> Administración pública, educación y salud¹⁷

Durante el primer semestre del año, la mayoría de las actividades del sector presentaron crecimientos mayores a los registrados en el mismo periodo del 2017, siendo las excepciones educación de mercado y actividades donde los hogares son empleadores (como el servicio doméstico). El mayor dinamismo estuvo impulsado por los incrementos observados en el consumo del gobierno y, en menor medida, en el consumo de los hogares. En parte, estos comportamientos se deben a los efectos de la última reforma tributaria y al mejoramiento en indicadores económicos como la inflación y los precios del petróleo, lo que aumentó el ingreso disponible de los hogares e impulsó la demanda por los bienes y servicios de estas actividades.

Para el resto del año esperamos que el crecimiento se dinamice más en las actividades profesionales y de apoyo, cerrando el año en 7.1% frente al 3.5% de 2017. En las actividades de los hogares también esperamos un mayor dinamismo respecto al primer semestre que llevaría a un crecimiento de 3.5% para el año completo, lo que, de todas maneras, no alcanzaría para superar el 3.9% de 2017. En estos sectores, el mayor crecimiento en la segunda parte del año sería impulsado por la buena dinámica del primer semestre y la continuidad en la recuperación del consumo de los hogares. Por el contrario, en las actividades relacionadas con la ad-

ministración pública esperamos pérdida de dinamismo en lo que queda del año debido a la desaceleración prevista en el consumo del gobierno, no obstante, el año completo cerraría con un crecimiento de 4.4% (3.8% en 2017). En suma, los tres subsectores crecerían 5.0% en 2018 frente al 3.7% de 2017.

Para el 2019, en la medida en que esperamos que el crecimiento del consumo del gobierno se modere y el de los hogares siga aumentando, estimamos que el sector de actividades profesionales y de apoyo y el de las actividades relacionadas con la administración pública tengan crecimientos de 2.7% y de 4.0% respectivamente. Por su parte, las actividades de entretenimiento y de los hogares crecerían 3.8%. En conjunto, el sector se desaceleraría a 3.5%, cifra inferior al 5.0% que esperamos para el 2018, aunque por encima del crecimiento esperado del PIB para 2019.

VI. TASA DE CAMBIO

En lo corrido de 2018, hasta principios de octubre, el promedio de la tasa de cambio del peso colombiano frente al dólar americano ha sido de COP 2,904, cifra inferior al promedio de la tasa de cambio observada en 2017 que ascendió a COP 2,951. A la fecha de elaboración de este documento, la presión alcista sobre la tasa de cambio continuaba con cotizaciones superiores a los COP 3,000 por dólar. De los factores que determinan el compor-

tamiento de la tasa de cambio (ver recuadro), dos han incidido al alza y uno a la baja. A continuación haremos un recuento del comportamiento de estos factores:

> **Precios del petróleo.** Es el factor que ha incidido a la baja. Durante 2017 el precio promedio del petróleo (referencia WTI) alcanzó USD 50.8 frente a los USD 65.7 observados en lo corrido de 2018. Si bien la producción de Estados Unidos, Rusia y Arabia Saudita se ha incrementado en 2018, la caída en la producción venezolana y los efectos en el mercado petrolero generados por el repudio del tratado firmado por el presidente Obama y otros cinco países con Irán, han sido factores que han jugado al alza en el precio de este *commodity*. La EIA calcula que el déficit de producción en 2018 alcance los 0.2 MBD.

Según la misma agencia, para 2019 se espera que haya un superávit en la producción petrolera a nivel mundial cercano a los 0.26 MBD. Este déficit sería bastante pequeño pero rompería con la situación observada en los dos últimos años. En consecuencia, no se espera que el precio del petróleo tenga una valorización significativa en 2019. Por el contrario, podría llegar a observarse una pequeña desvalorización. Las proyecciones de este documento se han realizado bajo un supuesto de precios de petróleo de USD 67.8 por barril en 2019 lo que implicaría una moderada presión alcista sobre la tasa de cambio.

> **Valor del dólar a nivel mundial.** Históricamente suele ser el principal determinante del valor del dólar en Colombia y en 2018 no ha sido la excepción. Durante 2017 el dólar perdió constantemente valor frente a las principales monedas del mundo: medido a través del indicador DXY¹⁸

17 En este apartado se incluyen los últimos tres sectores que presenta el DANE, en su menor desagregación, en la nueva base de 2015. En su orden se nombran así en el documento: actividades profesionales y de apoyo, actividades relacionadas con administración pública y actividades artísticas y de los hogares.



el dólar se desvalorizó un 9.8% en ese año. Por el contrario, en lo corrido de 2018 –a consecuencia del incremento en las tasas de interés en los Estados Unidos– el dólar se ha fortalecido de manera importante: medido con el mismo indicador el dólar se ha valorizado un 4% en lo corrido de este año.

En cuanto a perspectivas, esta es, lamentablemente, la variable con mayor incertidumbre. Esta condición proviene del hecho de que hay dos fuerzas opuestas que ejercen presión sobre ella. Por un lado está la intención de la FED de seguir incrementando sus tasas de interés, lo que tiende a aumentar el valor del dólar. Este fenómeno debería exacerbarse en la medida que el creciente aumento en el déficit

fiscal de los Estados Unidos ejerza presión adicional sobre las tasas de los Tesoros para acomodar las mayores necesidades de financiamiento. Ambos efectos deberían apreciar el dólar. Sin embargo, dado que la economía norteamericana está en una situación de pleno empleo, el mayor déficit fiscal deberá producir también un aumento en el déficit de cuenta corriente, lo que en principio iría en contra del fortalecimiento del dólar. Normalmente, los mercados tienden a poner mayor atención al diferencial de tasas que al déficit fiscal o al déficit de cuenta corriente, por lo cual el efecto neto es de apreciación del dólar a nivel mundial y depreciación del peso.

Otro factor de incertidumbre tiene que ver con la discrepancia entre

las proyecciones de la FED y lo que el mercado cree que realmente esa autoridad monetaria podrá aumentar sus tasas: al cierre de este documento, los indicadores de mercado indican que para finales de 2019 la tasa de política monetaria debería estar en 2.75%, por debajo del 3.25% que estima la FED. Las razones para este menor optimismo tienen que ver con lo expuesto en la sección sobre Estados Unidos en donde analizamos los factores que propiciarían un menor crecimiento de esa economía el próximo año.¹⁹ De llegar a ocurrir esta situación, existirían algunos incentivos monetarios para que el dólar deje de apreciarse o por lo menos que lo haga en forma menos contundente de lo que lo ha hecho hasta ahora.

18 EL DXY se calcula desde marzo de 1973, cuando adquiere un valor de 100, y mide el valor del dólar frente a una canasta de seis monedas (euro, yen, libra esterlina, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo). El mayor peso lo tiene el euro, con cerca del 57% de la ponderación. Un aumento del indicador significa una apreciación del dólar.

19 Por otra parte, hay que tener presente que en septiembre pasado, el Banco Central Europeo (BCE) aprobó la reducción en su programa de compras de activos que pasó de 30 bn a 15 bn mensuales. El mercado espera que la entidad deje de comprar activos a partir de principios del 2019. Aunque ha anunciado que reinvertirá en bonos los recursos provenientes de los títulos que posee al momento de su vencimiento.

DETERMINANTES DE LA TASA DE CAMBIO EN COLOMBIA

En nuestro informe del año pasado señalábamos cómo desde el punto de vista estadístico la tasa de cambio del peso colombiano frente al dólar americano tiene como principal determinante el valor del dólar a nivel mundial. Cuando el dólar se aprecia o deprecia frente al resto de las monedas del mundo, suele apreciarse o depreciarse también frente al peso colombiano. La coyuntura reciente nos demuestra cómo esta relación sigue siendo muy fuerte: en lo corrido de 2018 el dólar se ha apreciado, como resultado de los incrementos de tasas por parte de la FED, y el peso colombiano se ha depreciado.

Empíricamente otros dos factores también son importantes para explicar el comportamiento de la tasa de cambio en nuestro país: el precio del petróleo y el riesgo soberano.

La relación con el precio del petróleo y la tasa de cambio es muy clara. En el gráfico se observa la participación que tiene el petróleo y el carbón en el total de las exportaciones del país. En el año 2013 esta participación llegó a su máximo, 66.7%, como resultado tanto del aumento de los volúme-

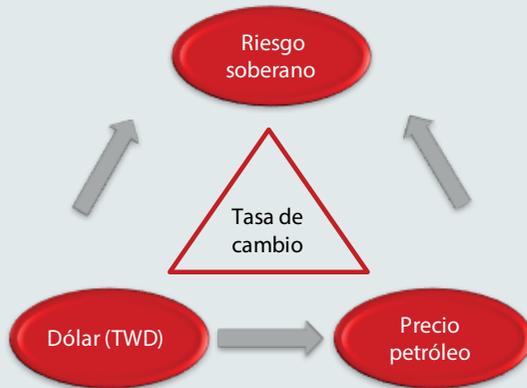
nes exportados como de los buenos precios vigentes. Aunque los precios cayeron entre el 2014 y el 2016, y en consecuencia los volúmenes exportados también, en lo corrido de 2018 la participación de estos dos bienes en el total continúa siendo muy alta, 57.0%. En resumen, los hidrocarburos siguen constituyéndose en la principal fuente de divisas en nuestro país.

Finalmente, el tercer determinante de la tasa de cambio es el riesgo soberano (RS). Por riesgo país entendemos el grado de incertidumbre derivado de la posibilidad de que un gobierno incumpla con los términos pactados en sus obligaciones financieras con el exterior. Sin duda, uno de los principales determinantes del RS lo constituye la dinámica reciente del nivel de deuda: en la medida en que la deuda es alta y creciente, la probabilidad de que una economía cumpla con sus compromisos de pago baja. Una economía cuyo nivel de riesgo soberano aumenta, deja de ser atractivo para nuevos capitales y por lo tanto suele ocurrir que la cotización del dólar en moneda local tiende a aumentar, por el contrario, cuando baja el nivel de riesgo en mención la moneda local tiende a apreciarse.

► Exportaciones, participación % petróleo y carbón



Fuente: DANE. Corte: Agosto



La relación entre RS y tasa de cambio fue particularmente muy evidente en nuestro país a finales de 2016 y principios de 2017. En esos momentos las monedas de los países latinoamericanos, en especial la de México, estaban presionadas por la incertidumbre generada a raíz de la elección del presidente Trump. Sin embargo, a finales de 2016 el peso colombiano se apreció en un fenómeno que se extendió a buena parte del año 2017. La razón de esta apreciación fue clara: el Congreso aprobó una reforma tributaria, conocida como Ley 1819 de 2016, que al aumentar el IVA generó un recaudo equivalente al 1% del PIB. Este mayor recaudo disminuyó las necesidades de endeudamiento y redujo el ritmo de crecimiento de la deuda pública.

Un ideograma de los determinantes de la tasa de cambio se aprecia en el gráfico adjunto. Se observan los tres principales determinantes de la tasa de cambio de los que hemos venido hablando. En la práctica el análisis se vuelve un poco más complejo porque existe interacción entre los tres determinantes mencionados. Por ejemplo, una apreciación del dólar a nivel mundial tiende a aumentar los precios de las materias primas, entre ellas el precio del petróleo. Además, una caída del precio de este commodity también tiende a aumentar el riesgo soberano por efecto de que el gobierno recauda impuestos y/o recibe utilidades provenientes de las empresas petroleras con actividad en nuestro país. Estas interacciones entre los determinantes de la tasa de cambio se han considerado a través de las flechas.

> **Riesgo soberano:** como se explica en el recuadro, durante la primera mitad de 2017 la tasa de cambio en nuestro país se vio favorecida –a pesar de un momento internacional complejo debido a la posesión del presidente Donald Trump– por la aprobación de la reforma tributaria de 2016. Esta reforma, al garantizar temporalmente la sostenibilidad de las finanzas públicas, disminuyó el riesgo relativo de nuestro país frente a pares como Perú y Chile, propiciando una importante revaluación del peso colombiano.

En resumen, de cara al 2019 y dados los escenarios más probables para estos determinantes, de los tres factores considerados dos son alcistas (apreciación del dólar a nivel mundial y modesta disminución del precio del petróleo) y uno es bajista (riesgo país). Consideramos que el impacto sobre riesgo país es muy importante, pudiendo llegar a compensar por algunos meses los otros dos.

VII. POLÍTICA MONETARIA

La tasa de política monetaria inició el año en 4.75% y hasta octubre ha tenido dos reducciones: a 4.5% al finalizar enero y a 4.25% en abril. El incremento desde mediados de 2017 de los precios del petróleo ha permitido que la autoridad monetaria ya no haga referencia al ajuste de la cuenta corriente de la balanza de pagos como uno de sus objetivos de política, por lo cual esta expresión ha desaparecido de las comunicaciones del emisor dejando espacio exclusivo a los dos objetivos tradicionales: convergencia de inflación a la meta del 3% y senda favorable de expansión del PIB.

Nuestras proyecciones del escenario base apuntan a que durante 2019 se tendrían dos incrementos de tasas. Lo anterior se daría en la medida que la inflación aumente a niveles cercanos a 3.4% el próximo año y que la dinámica de la actividad económica mejore. Los incrementos se darían al finalizar el primer trimestre y el segundo a mediados del año.



Aumentos adicionales de la tasa de interés son improbables debido a que la economía continuará, por un buen tiempo, creciendo por debajo de su PIB potencial.

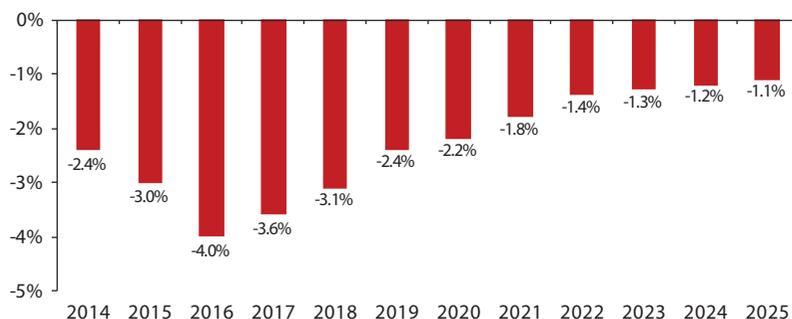
Estas proyecciones, sin embargo, podrían modificarse por efecto de la Ley de Financiamiento (reforma tributaria) en la medida que un ajuste importante en el recaudo debe generar una disminución en el consumo de los hogares, y por ende del producto, y un aumento de la inflación. También podrían modificarse por una actitud decidida de la FED de realizar los tres incrementos de tasas que ha anunciado para el próximo año.

VIII. FINANZAS PÚBLICAS

La fuerte caída de los precios internacionales del petróleo a finales de 2014 llevó a que las finanzas públicas iniciaran un proceso de ajuste de cara a la nueva realidad de sus ingresos. Desde entonces hemos observado la implementación de dos tipos de medidas. El primer tipo estuvo orientado a aumentar los ingresos del Estado y se materializó en la Ley 1819 de 2016, mediante la cual se aprobó el aumento de 3 puntos porcentuales en la tasa general del IVA, la implementación del sistema de rentas cedulares, el impuesto a los dividendos y la reducción de la tasa del impuesto de renta a las personas jurídicas, entre otros. El segundo tipo de medidas han estado enfocadas hacia el control del gasto del sector público y la búsqueda de una mayor eficiencia del mismo. Lo anterior ha permitido el cumplimiento de las metas de déficit fiscal establecidas por la regla fiscal colombiana.

Para 2018 se estableció como meta del Gobierno Nacional Central (GNC) un déficit fiscal del 3.1% del PIB, lo cual muestra una mejoría frente al 3.6% del PIB del año anterior. Esta reducción resulta de un crecimiento esperado de 4.3% de los ingresos, que contempla los efectos de las medidas aprobadas en la reforma de 2016 y un mejor comportamiento de la industria petrolera. De acuerdo con las estadísticas publicadas por la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales

► Balance fiscal permitido por la regla fiscal - % PIB



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Comité Consultivo de la Regla Fiscal

► Balance fiscal Gobierno Nacional Central

	2018*	2019*	2018*	2019*	Var. % Anual
	\$ Billones		% PIB		19 / 18
Ingresos Totales	150.2	165.7	15.1	15.6	10.3
Tributarios	135.7	143.5	13.6	13.5	5.7
No Tributarios	0.7	1.3	0.1	0.1	75.7
Fondos Especiales	2.1	2.0	0.2	0.2	-3.6
Recursos de Capital	11.7	18.9	1.2	1.8	61.8
Gastos Totales	180.6	190.7	18.2	18.0	5.6
Intereses	28.6	30.1	2.9	2.8	5.6
Funcionamiento + Inversión	152.0	160.5	15.3	15.2	5.6
Balance Total	-30.4	-24.9	-3.1	-2.4	
Balance Estructural	-19.3	-19.5	-1.9	-1.8	

Cifras proyectadas

Fuente: Ministerio de Hacienda | MFMP 2018

► **Presupuesto General de la Nación - 2019 (Miles de millones)**

CONCEPTO	2018	2019 Proy. Original	Var%	2019	Var.% Anual
I. FUNCIONAMIENTO	146,635	157,189	7.2%	160,235	9.3%
Gastos de Personal	30,160	31,176	3.4%	31,150	3.3%
Gastos Generales	9,029	8,926	-1.1%	8,704	-3.6%
Transferencias	105,099	113,756	8.2%	117,975	12.3%
Resto	2,347	3,331	41.9%	2,406	2.5%
II. SERVICIO DE LA DEUDA	47,930	66,434	38.6%	51,935	8.4%
Amortización	18,480	36,089	95.3%	22,089	19.5%
Intereses	28,866	29,599	2.5%	29,845	3.4%
III. INVERSION	39,037	35,374	-9.4%	46,827	20.0%
IV. TOTAL SIN DEUDA (I + III)	185,672	192,563	3.7%	207,062	11.5%
V. TOTAL CON DEUDA (I + II + III)	233,602	258,997	10.9%	258,997	10.9%

Cifras proyectadas

Fuente: Ministerio Hacienda, MFMP 201

(DIAN), en los primeros ocho meses del año los ingresos por pago de impuestos ascendieron a COP 95.2 bn, lo que muestra un crecimiento de apenas el 2.1% frente al mismo periodo del año anterior. El director de la DIAN afirmó que existe un rezago en el recaudo tributario y espera que al cierre del año solo se logren recaudar COP 131 bn de los COP 135 bn establecidos como meta. Por parte de los gastos se estimó un crecimiento de tan solo 1.6%, resultante de la disminución de 7.5% de los gastos de inversión.

Para el año 2019, la saliente administración planteó en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) un déficit fiscal de 2.4% como meta para el GNC, consistente con la regla fiscal. Esta ambiciosa meta contempla un incremento de 10.3% de los ingresos del Gobierno, incluyendo mayores recursos provenientes de la industria petrolera (impuestos más excedentes de capital) que se han estimado en 1.2% del PIB. A su vez, se ha planteado un crecimiento de 5.6% de los gastos,

mostrando una aceleración en comparación con el año 2018. De acuerdo con lo antes expuesto, la administración anterior puso a consideración del Congreso un proyecto de presupuesto por COP 258.9 bn, que fue aprobado la tercera semana de octubre.

La entrante administración manifestó su preocupación en relación con la financiación total de estos recursos y mediante una operación de manejo de deuda, llevada a cabo sin traumatismos de mercado,²⁰ logró reducir en COP 14 bn los recursos para el servicio de la deuda para agregar COP 10 bn al presupuesto de inversión y COP 4 bn al de funcionamiento, como se muestra a continuación.

A pesar de estas medidas, persiste un faltante de COP 14 bn para poder contar con la financiación completa del presupuesto del 2019. Ante esta situación, el Gobierno ha manifestado que en los próximos días pondrá a consideración del Congreso un proyecto de Ley de Financiamiento,²¹ el cual se espera

sea aprobado antes de que se termine el año y con el que se aspira a lograr un incremento gradual en el recaudo desde una base neta de COP 3 bn en 2019 hasta llegar a un efecto neto de COP 12 bn en 2022.

De acuerdo con la información disponible en el momento de elaboración de este documento, la Ley de Financiamiento busca impulsar la recuperación del crecimiento económico a largo plazo mediante la adopción de medidas orientadas en diferentes líneas, cuyo alcance se describe a continuación.

La primera medida se enfoca en la austeridad, buscando a corto plazo hacer un recorte de COP 1.2 bn de gastos generales y adoptar medidas para lograr una asignación de recursos eficiente y, al mismo tiempo, evitar la existencia de recursos ociosos en el sector público.²² A esto se suma la revisión del esquema de subsidios con el fin de garantizar que estos recursos beneficien realmente a la población más vulnerable del país.

20 En los primeros días de octubre, el Ministerio de Hacienda ejecutó una oferta de recompra de títulos de deuda externa con vencimiento en marzo de 2019 por USD 1.000 mn y realizó la colocación de bonos de deuda externa por USD 2,000 mn, con lo cual obtuvo USD 954 mn que destinará a la financiación de la vigencia 2019. Por otra parte, realizó una operación de manejo de deuda interna mediante la cual recogió TES con vencimientos en 2018 y 2019 y entregó títulos con vencimientos entre 2025 y 2035, modificando el perfil de vencimientos de deuda interna.

21 Con relación al Presupuesto General de la Nación, el artículo 347 de la Constitución Política de Colombia establece que "si los ingresos legalmente autorizados no fueran suficientes para atender los gastos proyectados, el Gobierno propondrá, por separado, ante las mismas comisiones que estudian el proyecto de ley de presupuesto, la creación de nuevas rentas o la modificación de las existentes para financiar el monto de gastos contemplado. El presupuesto podrá aprobarse sin que se hubiere perfeccionado el proyecto de ley referente a los recursos adicionales, cuyo trámite podrá continuar su curso en el periodo legislativo siguiente".

22 Un ejemplo de medidas contra recursos ociosos lo podemos encontrar en el proyecto de Ley de Presupuesto del Sistema General de Regalías, tal como mencionamos en la sección de inversión, en el capítulo 5 de este documento.



... queremos resaltar la importancia que tiene la aprobación del proyecto de Ley de Financiamiento a la luz de las necesidades de recursos que tiene el país.

Una segunda línea de acción hace referencia a modificaciones en el actual estatuto tributario con varios objetivos: buscar un mayor nivel de ingresos para el gobierno, implementar medidas para mejorar la progresividad de los impuestos y simplificar los procedimientos tributarios, entre otros. Sobre el aumento de los ingresos se han planteado, por una parte, cambios al impuesto a la renta de manera que se reduzca la tasa efectiva de tributación de las empresas y al mismo tiempo se asigne una mayor carga a las personas naturales de ingresos altos. Lo anterior se lograría con la adopción de algunas medidas como:

- Reducción de la tasa general del impuesto a la renta para las personas jurídicas que hoy en día se ubica en 37% (con sobretasa) al 33%.
- Eliminación del monotributo que se creó con la reforma del 2016 y cuyos resultados han sido muy pobres. Se comenta la creación de un nuevo régimen simplificado que les brinde la posibilidad a los empresarios de pagar una tarifa fija mes a mes, definida como un porcentaje de los ingresos y diferenciada por sectores y actividad económica.
- Implementación de beneficios tributarios a nuevos emprendimientos y reducción de impuestos para algunos sectores. Al respecto se ha considerado eliminar la renta presuntiva, por cinco años, a los nuevos emprendedores. Adicionalmente, se ha contemplado la posibilidad de eliminar el impuesto de renta para

los emprendedores de la economía naranja que se comprometan a generar un mínimo de empleos. En el caso del sector de turismo se han anunciado beneficios similares para empresarios con operaciones en zonas que se consideren como potencialmente importantes.

- Permitir la deducción en el impuesto a la renta de un porcentaje de los pagos por concepto de ICA y de Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF), para reducir la tasa efectiva de tributación de las empresas.
- Posibilidad de descontar el pago de la totalidad o un porcentaje del IVA asociado a la compra de bienes de capital. Esto podría impactar de forma positiva la inversión.
- En cuanto a las personas naturales, se ha anunciado la eliminación del sistema de renta cedulares, el aumento de la tasa del impuesto para aquellas personas que tienen ingresos superiores a los COP 400 mn anuales, buscando compensar la reducción en este mismo impuesto para las empresas. En esta misma línea se ha contemplado gravar las pensiones más altas.
- Realizar una nueva campaña de normalización de activos en el exterior con una tarifa de 13% y un beneficio de reducción del 50% de dicha tarifa por repatriación de activos.

También se han planteado modificaciones sobre el impuesto al valor agregado (IVA) con el propósito de reducir su regre-

sividad. Dentro de las posibles medidas que se han de adoptar se ha contemplado una reducción de la tarifa general del 19% aprobada con la reforma de 2016, la creación de tarifas diferenciales adicionales y la aplicación de este gravamen a la totalidad o una parte de la canasta básica. A lo anterior se suma la creación de mecanismos para compensar a los hogares más vulnerables por la extensión del IVA a la canasta básica. Vale la pena mencionar que esta ha sido la propuesta que ha generado mayor polémica, y hasta el momento se desconoce si efectivamente será incluida en el proyecto de ley.

Las otras dos líneas de propuestas hacen referencia al proceso de modernización de la DIAN y a acciones para reducir la evasión fiscal, que resultan fundamentales para poder ejecutar con éxito algunas de las medidas ya mencionadas. Se está contemplando no solo solventar el déficit de funcionarios en la DIAN, sino implementar un proceso de modernización tecnológica que le permita a esta institución ampliar su capacidad de respuesta en plazos muy cortos, mejorar sus funciones de vigilancia y contribuir a la generación de un mayor recaudo tributario.

Finalmente, queremos resaltar la importancia que tiene la aprobación del proyecto de Ley de Financiamiento a la luz de las necesidades de recursos que tiene el país. En caso de que este proyecto no sea aprobado o sufra cambios significativos durante su trámite legislativo, que restrinjan su alcance en cuanto al aumento de ingresos o recorte de gastos, el Gobierno debería entrar a recortar las asignaciones presupuestales del próximo año. De presentarse esta situación, el desempeño de la economía colombiana podría ser inferior al que hemos señalado en este documento. De no poderse incrementar los ingresos tributarios o reducir el gasto en forma significativa, aumentarían las preocupaciones en torno al logro de las metas de reducción del déficit establecidas en la regla fiscal, lo cual tendría consecuencias sobre la reducción de la deuda y la sostenibilidad de las finanzas públicas y, naturalmente, sobre la calificación de riesgo soberano.

Resumen de Proyecciones Macroeconómicas

► I. Producto Interno Bruto por actividad económica (Variación anual)

Variables	2018 (e)	2019 (p)
Agricultura, ganadería, caza, pesca y silvicultura	4.1%	1.6%
Explotación de minas y canteras	0.6%	3.2%
Industrias manufactureras	1.9%	2.2%
Suministro de electricidad, gas, agua y saneamiento ambiental	0.9%	2.6%
Construcción	-3.4%	2.8%
Comercio, reparación, alojamiento y alimentación	4.3%	4.1%
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	2.7%	3.0%
Actividades financieras y de seguros	4.0%	6.8%
Actividades inmobiliarias	2.2%	2.4%
Servicios profesionales, administrativos y de apoyo	7.1%	2.7%
Administración pública, educación y salud	4.4%	4.0%
Actividades de entretenimiento y de los hogares	3.5%	3.8%
Producto Interno Bruto	2.7%	3.2%

► II. Producto Interno Bruto por el lado del gasto (Variación anual)

Variables	2018 (e)	2019 (p)
Variables	2018 (e)	2019 (p)
Importaciones	4.5%	3.8%
Consumo total	3.1%	3.2%
Consumo de los hogares	2.7%	3.3%
Consumo del gobierno	4.4%	3.0%
Formación bruta de capital	0.4%	6.7%
Exportaciones	5.2%	5.6%
Producto Interno Bruto	2.7%	3.2%

► III. Balanza de Pagos (Millones USD)

Variables	2018 (e)	2019 (p)
Cuenta corriente	-10,157	-10,410
1. Bienes y servicios	-6,541	-7,029
2. Renta de los factores (Ingreso primario)	-10,812	-10,913
3. Transferencias (Ingreso secundario)	7,196	7,532

► IV. Materias primas (Precios promedio anuales)

Variables	2018 (e)	2019 (p)
Café (US\$/kg)	3.0	3.3
Carbón (US\$/mt)	110.1	105.4
Níquel (US\$/mt)	13,296	13,828
Petróleo (US\$/brr - Referencia WTI)	67.5	67.8
Oro (US\$/OzT)	1,309	1,282

► V. Tasas de interés (Promedio anual)

Variables	2018 (e)	2019 (p)
Tasa intervención Banco de la República (fin de periodo)	4.25%	4.75%
Tasa intervención Banco de la República	4.35%	4.57%
Libor 3 meses	2.3%	3.0%
Federal funds rate	1.9%	2.9%
Prime rate	4.9%	5.9%

► VI. Otras variables domésticas

Variables	2018 (e)	2019 (p)
Inflación promedio	3.3%	3.6% - 4.5%*
Inflación fin periodo	3.4%	3.6% - 4.6%*
Tasa de cambio promedio	2,910	2,900
Devaluación promedio	-1.4%	-0.3%

*Depende del escenario de aumento de IVA que se tome. Para más detalles consúltese el capítulo IV.

Fuente: Estimaciones DAVIVIENDA
- Dirección Ejecutiva de Estudios
Económicos

RENTA VARIABLE

2019: TEMPORADA DE DESCUENTOS



2

RESUMEN

Precios Objetivo y recomendaciones

Compañía	Último precio	Precio Objetivo 2019FA	Potencial	Recomendación	Riesgo
GrupoSura	33,020	42,900	29.9%	SOBREPONDERAR	Medio
PFGrupo Sura	32,680	41,600	27.3%	SOBREPONDERAR	Medio
Grupo Argos	15,320	21,600	41.0%	SOBREPONDERAR	Medio
PFGrupo Argos	13,300	19,000	42.9%	SOBREPONDERAR	Medio
Bancolombia	30,200	34,400	13.9%	SOBREPONDERAR	Medio
PFBancolombia	30,240	34,400	13.8%	SOBREPONDERAR	Medio
Grupo Éxito	14,280	19,800	38.7%	SOBREPONDERAR	Alto
Cemex Latam Holdings	5,300	10,500	98.1%	SOBREPONDERAR	Alto
Grupo Nutresa	23,620	31,000	31.2%	SOBREPONDERAR	Medio
Cementos Argos	7,300	10,400	42.5%	SOBREPONDERAR	Medio
PF Cementos Argos	6,160	8,850	43.7%	SOBREPONDERAR	Medio
El Cóndor	1,025	2,400	134.1%	ATRACTIVA	Alto
Concreto	330	1,540	366.7%	NEUTRAL	Muy Alto
Corficolombiana	21,500	34,300	59.5%	NEUTRAL	Alto
Grupo Energía Bogotá	1,985	2,400	20.9%	NEUTRAL	Medio
ISA	12,800	15,000	17.2%	NEUTRAL	Medio
Banco de Bogotá	67,800	79,400	17.1%	NEUTRAL	Alto
Celsia	4,210	5,150	22.3%	NEUTRAL	Medio
PF Grupo Aval	1,120	1,350	20.5%	NEUTRAL	Alto
Patrimonio Estrategias Inmobiliarias	10,116,859	10,900,000	7.7%	NEUTRAL	Medio
Ecopetrol	3,950	3,590	-9.1%	SUBPONDERAR	Muy Alto
Avianca	2,095	2,380	13.6%	SUBPONDERAR	Muy Alto
COLCAP	1,452	1,735	19.5%		

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

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

Rodrigo Sánchez
Analista Senior Acciones
wsanchez@corredores.com
312 3300 Ext. 92110

Ricardo Sandoval
Analista Acciones
rsandoval@corredores.com
312 3300 Ext. 92257

Julián Felipe Amaya
Analista Acciones
jamaya@corredores.com
312 3300 Ext. 92473

Fuente: Davivienda Corredores
Precios de cierre: 19/10/2018



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 considerados 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 +25%
- > **Neutral:** Potencial COLCAP –25% ≤ Potencial acción ≤ Potencial COLCAP +25%
- > **No Atractiva:** Potencial acción < Potencial COLCAP –25%

Descuento acciones preferenciales

Para los emisores que cuentan con títulos preferenciales y ordinarios, estimamos un descuento para las acciones preferenciales, utilizando el promedio diario exponencial del diferencial de precios de los títulos ordinarios frente a los preferenciales de los últimos tres años para cada emisor. Para esto usamos un lambda de 0.95 para ajustar las ponderaciones diarias, como lo sugiere la metodología de RiskMetrics.



2019: TEMPORADA DE DESCUENTOS

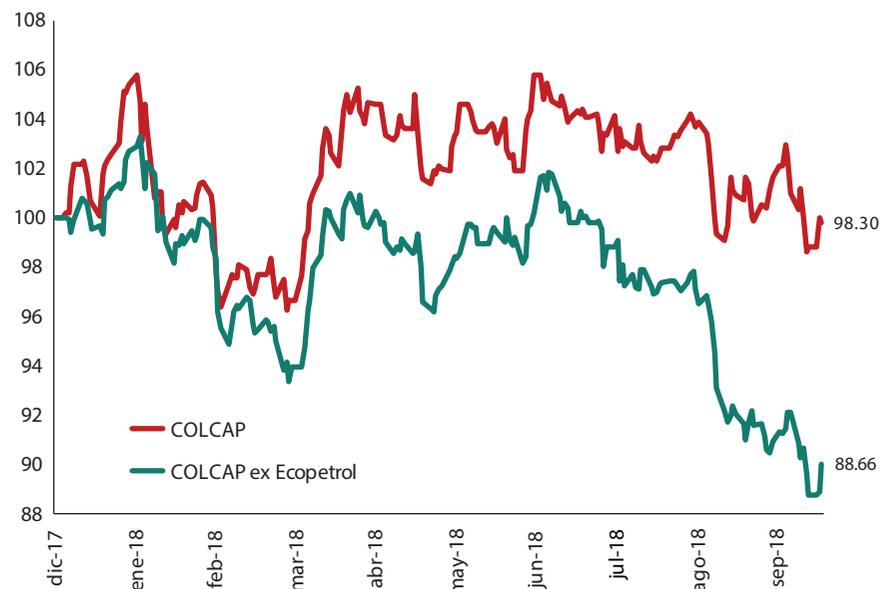
¿Qué ha pasado durante 2018?

El 2018 ha sido sin duda un año complejo para las acciones colombianas, ya que al 19 de octubre el COLCAP acumulaba un retorno total de 1.77%, donde dicho desempeño se hace mucho más evidente al excluir a Ecopetrol del cálculo, lo cual resultaría en una caída de 11.34% en el índice. Aun cuando la mayoría de los factores positivos que identificábamos en nuestra publicación de EL LIBRO 2018: CRECIENDO A CUENTAGOTAS se ha materializado, entre ellos la recuperación de la economía y de las utilidades de las compañías por menores costos financieros y gastos de impuestos, la conjugación de diferentes factores, como la salida de flujos de países emergentes, la reducción de algunas posiciones puntuales por parte de fondos extranjeros, la limitada capacidad de compra que tuvieron los fondos de pensiones y la pérdida de confianza debido a materializaciones de algunos eventos de riesgo de gobierno corporativo, han contribuido al negativo desempeño del mercado accionario colombiano.

¿CÓMO SE HA DESEMPEÑADO EL COLCAP RESPECTO A NUESTRA ESTIMACIÓN?

En nuestra publicación EL LIBRO 2018: CRECIENDO A CUENTAGOTAS utilizamos los precios objetivo de las compañías bajo cobertura y sus respectivos escenarios de sensibilidad para estimar el desempeño del COLCAP en 2018. Nuestro escenario base de estimación publicado en ese entonces fue de 1,584 puntos, el escenario pesimista 1,480 y el escenario optimista 1,748. Si bien en la actualidad el

► Variación COLCAP (Base 100 = Diciembre 2017)



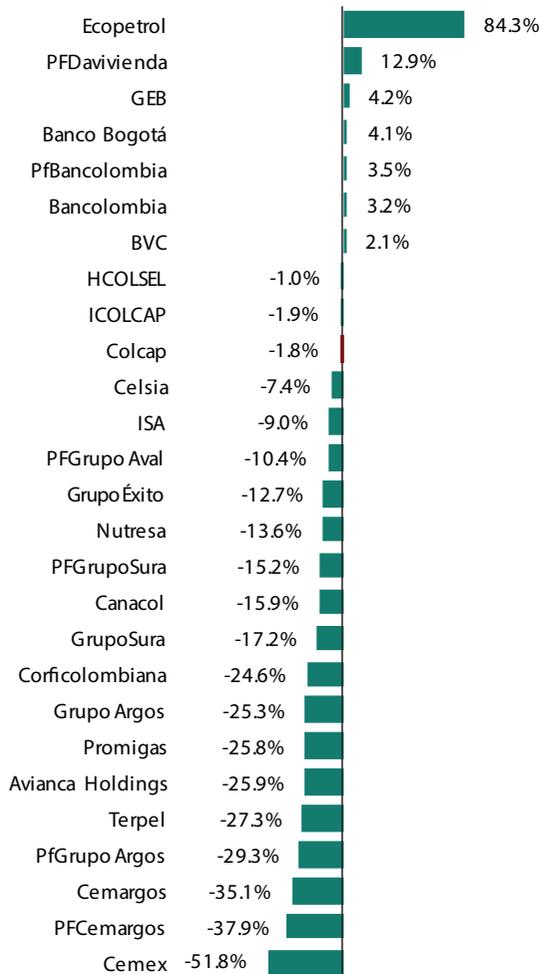
Fuente: Bloomberg | Davivienda Corredores. * Cierre 19/10/2018

índice cotiza muy cerca de nuestro escenario pesimista, es de resaltar que en enero alcanzó un máximo de 1,598 puntos. Vale la pena destacar que, como lo mencionamos antes, el desempeño ha estado

favorecido ampliamente por la acción de Ecopetrol mientras que el grueso de las acciones no ha alcanzado el valor justo a nivel fundamental y han presentado un desempeño negativo.

El 2018 ha sido un año complejo para las acciones, ya que al 19 de octubre el COLCAP acumulaba un retorno total de 1.77%, donde dicho desempeño se hace mucho más evidente al excluir a Ecopetrol del cálculo, lo cual resultaría en una caída de 11.34% en el índice.

► **Retorno total año corrido**



Fuente: Bloomberg. * Cierre 19/10/2018

Para lo que resta del año, esperamos que el COLCAP continúe fluctuando muy cerca de nuestro escenario pesimista, no obstante, no descartamos un impacto positivo al índice que podría resultar de los mejores resultados corporativos y una moderación en los flujos de ventas por parte de inversionistas extranjeros.

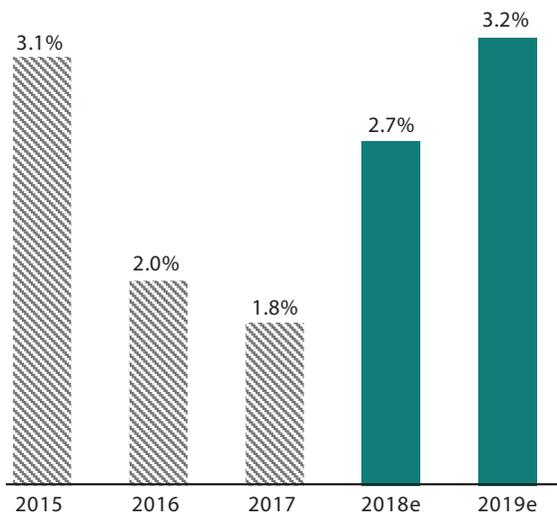
2019: Temporada de descuentos

Las dificultades que ha traído el 2018 han resultado en un fuerte debilitamiento en los precios de buena parte de los activos locales, muchos de estos se encuentran en precios mínimos de los últimos cuatro años, aun cuando el proceso de ajuste de las cifras por las débiles condiciones macroeconómicas pareciera haber concluido y ya a partir de 2019 iniciaría un periodo de repunte grande. Así, varios factores favorecen una recuperación del mercado local.

1. Empezó a materializarse una mejor dinámica económica

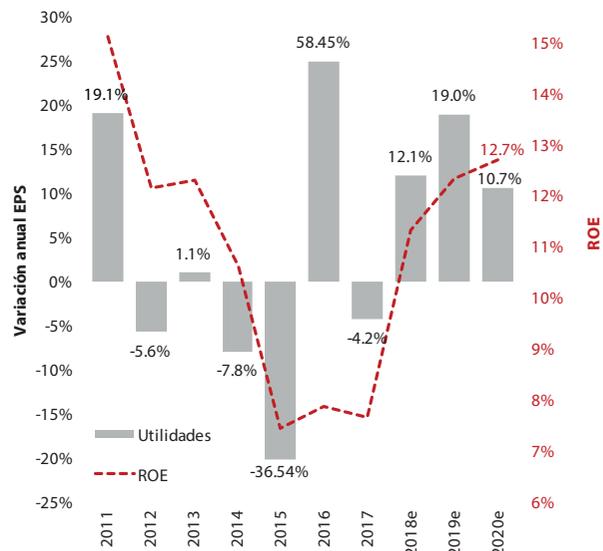
Tras varios años de débil crecimiento económico en Colombia, la primera par-

► **Crecimiento PIB**



Fuente: Estimaciones Davivienda - Dirección de Estudios Económicos

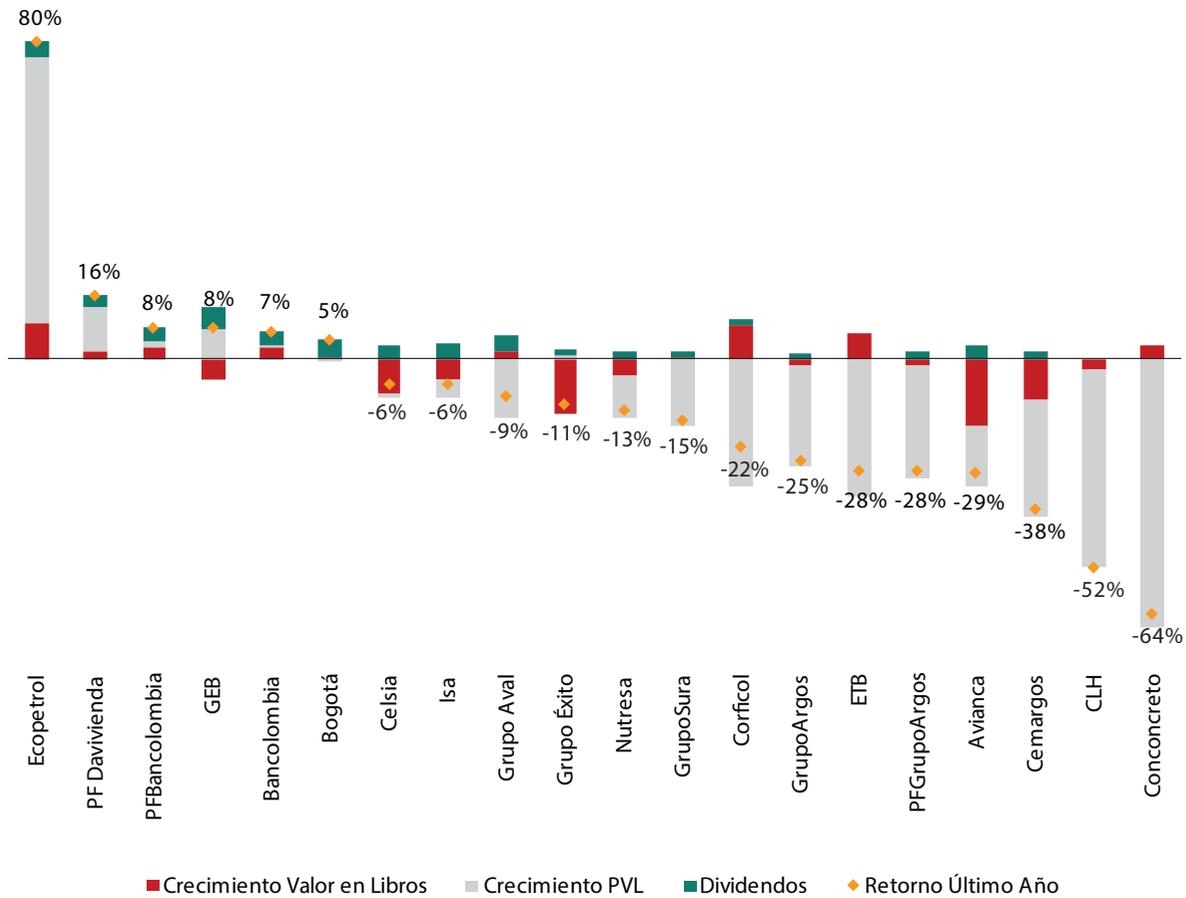
► **Perspectivas de crecimiento EPS vs. ROE**



Fuente: Estimaciones Davivienda Corredores



► **Descomposición de retornos año corrido (Oct 2018)**



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

te del 2018 se ha convertido en un posible punto de quiebre que traería consigo un mejor desempeño y una mayor expansión de la mayoría de los sectores económicos del país hacia adelante. En todo caso, es importante reconocer que en la medida que este ha sido un año de transición, el comportamiento de los distintos sectores de la economía también ha tenido una diferenciación importante y ha influido en el desempeño de las acciones de las compañías en bolsa; tal es el caso de los sectores de consumo y construcción, en el primero la recuperación ha sido mucho más notoria impulsada por las menores tasas de interés y mejores niveles de confianza, no obstante, en el segundo la dinámica ha sido bastante negativa tanto en el frente de obras civiles como de edificaciones y hasta ahora

empezaría a verse una moderación en las tasas de decrecimiento. Para 2019, el comportamiento de los sectores podría ser mejor en términos generales, por lo tanto, consideramos que el ambiente seguirá siendo favorable para las inversiones de renta variable.

2. La acciones evidencian descuentos relevantes

Al evaluar la descomposición de los retornos de las acciones en lo corrido del año, es evidente que buena parte de su desempeño, tanto positivo como negativo, ha estado ligado a la disposición de los inversionistas de pagar múltiplos que difieren en muchos casos de los registros históricos. Esto significa que aspectos fundamentales como los cambios en las estructuras financieras de las compañías,

tales como su valor patrimonial, no fueron los principales aspectos evaluados en la toma de decisiones del mercado.

Este comportamiento ha resultado en que un importante número de acciones se estén cotizando con fuertes descuentos frente a su valor fundamental y en algunos casos alejándose en fuerte medida de los valores relativos a los que se negocian sus pares locales e internacionales. Cuando se observa la descomposición del retorno por acción en lo corrido del año es evidente que en el grupo de las acciones que se han desvalorizado esta obedece a una contracción en el múltiplo de mercado, de hecho, la disminución en el múltiplo explica en promedio el 83% de la desvalorización. Es el caso de nombres tales como Cementos Argos y Corficolombiana que se ubican en niveles his-

Muchas acciones se encuentran en precios mínimos de los últimos cuatro años, aun cuando el proceso de ajuste de las cifras por las débiles condiciones macroeconómicas pareciera haber concluido y ya a partir de 2019 iniciaría un periodo de repunte grande.

tóricamente bajos al evaluar su relación precio a valor en libros – P/VL. Por otro lado, si bien los resultados de Ecopetrol y la dinámica de los precios internacionales del crudo han sorprendido al alza al grueso de los analistas, la relación P/VL evidencia que el título está en sus niveles más altos de los últimos cinco años, lo cual se suma a nuestros argumentos acerca de lo caro que luce este activo.

Al revisar la media del múltiplo P/VL de los últimos cinco años frente al nivel actual, se encuentra que solo Ecopetrol transa en un nivel superior a su historia, por el contrario, el resto de las acciones se encuentran en el promedio o en un nivel

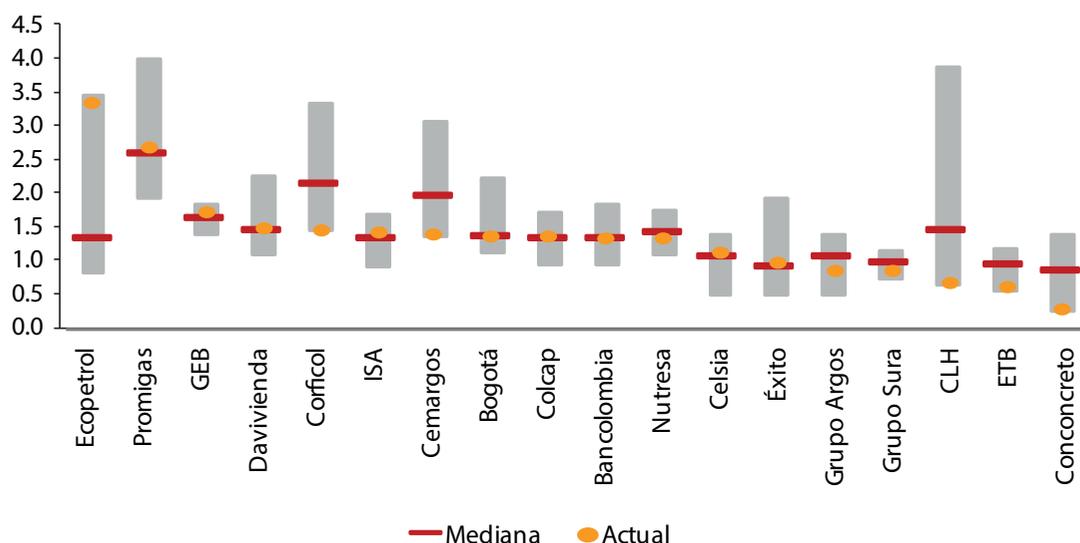
inferior, si a esto le sumamos que hacia adelante nuestra expectativa es de una recuperación en las utilidades y el valor en libros del COLCAP estaría creciendo en promedio 9% en los próximos tres años, la **“temporada de descuentos”** se hace aún más evidente.

3. Interés de inversionistas locales por invertir en acciones colombianas aumentaría en 2019

El papel que desempeñan los Fondos de Pensiones en el mercado accionario es bastante relevante si se tiene en cuenta la participación en el volumen total negociado, que desde 2010 se ha

incrementado al pasar de 10.4% a 15.1% en la actualidad; así como su rol de principales compradores netos que durante 2018 han invertido COP 1.5 bn. Sin embargo, su apetito se ha visto limitado por el poco espacio que tienen para invertir en acciones en el portafolio moderado, dados los límites regulatorios que las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) deben cumplir en su exposición a renta variable. Adicionalmente, cada fondo tiene un límite por emisor de 10% que igualmente restringe su capacidad de compra en algunas acciones locales. En el caso específico del fondo moderado, donde las AFP's tienen la ma-

► Múltiplo P/VL últimos cinco años



Fuente: Bloomberg



yor parte de sus recursos (COP 237 bn a ago-18, representando el 81.5% del sistema), el espacio de inversión en algunos emisores específicos es escaso, en particular para los fondos más grandes, es decir Porvenir y Protección.

En 2019 las perspectivas para el rol de este tipo de inversionista lucen mucho más alentadoras. En la actualidad, la reglamentación establece que el portafolio por defecto de los nuevos aportantes es el moderado; no obstante, el Ministerio de Hacienda aprobó una modificación regulatoria en la asignación de recursos de las AFP, que entra en vigencia en marzo del próximo año, cambiando según la edad del aportante el portafolio al que por *default* llegarían los recursos de este. Como resultado, el fondo mayor riesgo sería el que luego del cambio regulatorio reciba la mayor proporción de los flujos mensuales de los aportantes (~80% de los aportes mensuales, es decir, cerca de COP 1.1 bn mensuales), y al ser este el que tiene el límite permitido de inversiones en Renta Variable más alto (70% vs. 45% en moderado y 20% en conservador), se podría tener un nuevo y mayor espacio de compras de acciones. De esta forma, las AFP seguirían manteniendo su perfil de compradores netos, como lo han hecho durante el 2018.

Al cambio mencionado anteriormente se suma la modificación reciente

► **Participación en emisor AFPs - Portafolio moderado**

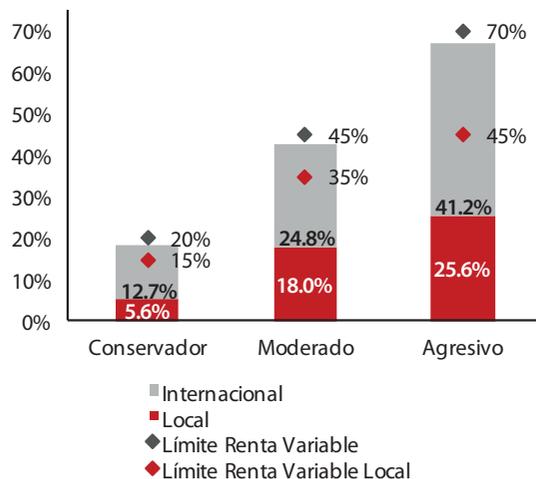
Emisor	Porvenir	Protección	Colfondos	Old Mutual
Bancolombia	10.0%	8.3%	3.0%	1.4%
Celsia	9.5%	8.8%	3.3%	1.5%
Grupo Sura	9.4%	8.8%	3.0%	1.4%
Grupo Argos	9.1%	8.3%	2.6%	0.9%
ISA	9.1%	6.2%	2.4%	1.0%
Cementos Argos	8.7%	8.7%	2.7%	1.2%
GEB	7.3%	5.2%	1.9%	0.7%
Grupo Nutresa	6.7%	4.5%	1.8%	0.7%
Grupo Éxito	5.5%	5.4%	1.8%	0.0%
Davivienda	4.0%	2.8%	1.2%	0.4%
CLH	3.9%	3.0%	1.0%	0.7%
Avianca	3.8%	5.7%	1.0%	0.5%
Corficolombiana	2.5%	2.9%	1.1%	0.9%
Promigas	2.5%	3.3%	1.0%	0.7%
Ecopetrol	1.3%	0.9%	0.4%	0.2%
Bogotá	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
Concreto	0.0%	2.7%	5.2%	0.0%
Grupo Aval	0.0%	0.2%	0.0%	0.1%
Canacol	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%

Fuente: Superintendencia Financiera | Cálculos: Davivienda Corredores

en el régimen de inversión del Fondo de Pensiones de Entidades Territoriales –FONPET–, este fondo, a cierre de 2016 administraba cerca de COP 50 bn ubicándose en el tercer lugar por recursos admi-

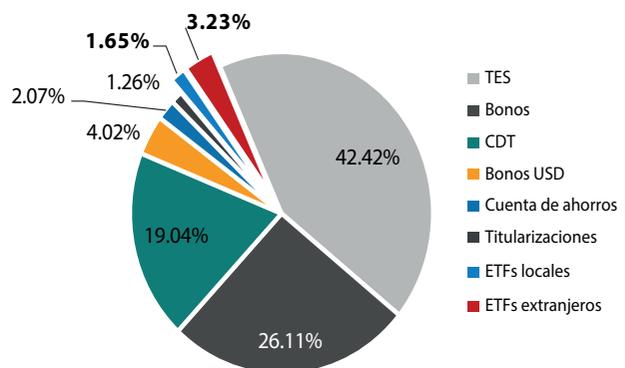
nistrados después de Porvenir y Protección, y actualmente puede invertir hasta el 5% de sus recursos en acciones a través de ETF. El pasado 11 de octubre fue aprobado el Decreto 1913 por medio del cual

► **Inversión Renta Variable vs. Límites**



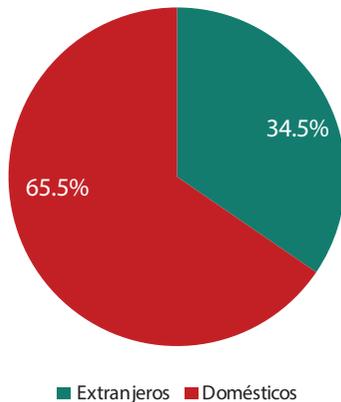
Fuente: Superintendencia Financiera

► **Composición Portafolio FONPET a diciembre 2017**



Fuente: Ministerio de Hacienda

► **Participación en el flotante del COLCAP**



El participante más relevante que tiene el mercado colombiano son los inversionistas extranjeros, que a través de exposición directa y mediante los programas de ADR tienen una participación de 26.2% en el volumen de negociación en lo que va del año.

Fuente: Superintendencia Financiera | Cálculos: Davivienda Corredores

se amplía el límite para invertir en renta variable local para invertir en ETF, al 10%, incrementando la capacidad de compra de estos portafolios, lo que favorecería los flujos de compra de acciones locales. Vale la pena destacar que a cierre de 2017 el 4.9% del portafolio está invertido

en acciones, siendo 3.2% a través de ETF extranjeros y 1.7% vía ETF locales.

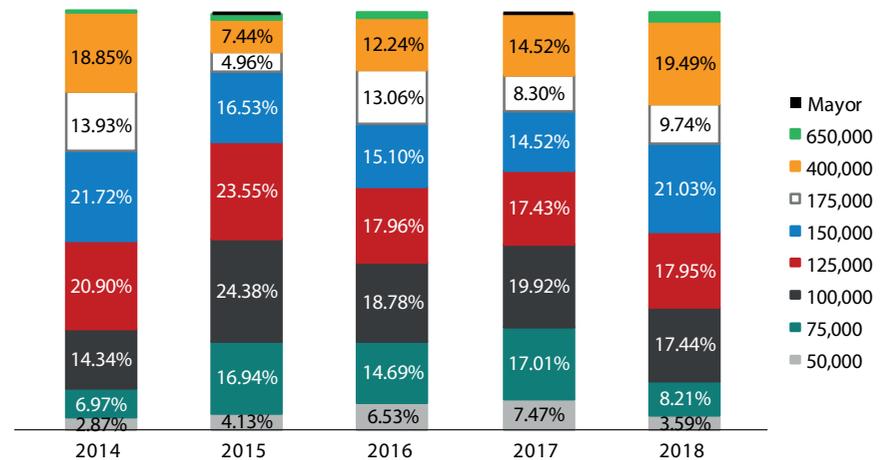
El participante más relevante que tiene el mercado colombiano son los inversionistas extranjeros, que a través de exposición directa y mediante los programas de ADR tienen una participación de 26.2% en el volumen de negociación en lo que va del año. Durante 2018, estos inversionistas se han caracterizado por ser los principales vendedores netos (COP 1 bn en ventas netas). Para 2019, aunque consideramos que las ventas están limitadas por los considerables descuentos que presentan las acciones frente a su valor fundamental, la menor liquidez glo-

bal podría seguir restringiendo los flujos compradores. Resaltamos que la participación de los extranjeros en las compañías del COLCAP asciende a COP 32.8 bn (a junio de 2018), lo que representa el 37% del índice y el 16% del flotante.

Este comportamiento de los principales jugadores, unas AFP con espacio restringido de compra y extranjeros vendedores en acciones puntuales ha derivado en una disminución importante de la liquidez frente al año anterior lo que se ha traducido en un incremento en los *spreads* de compra y venta y por ende se ha rezagado el desempeño de estas acciones.

Bid – Ask spread*			
Compañía	2017	2018YTD	Diferencia
Grupo Aval	1.14%	1.35%	0.21%
Bancolombia	0.53%	0.89%	0.36%
Bogotá	0.87%	0.78%	-0.09%
BVC	1.16%	1.35%	0.19%
Celsia	0.55%	0.45%	-0.09%
Cemargos	0.65%	0.76%	0.12%
CLH	0.75%	1.20%	0.44%
Canacol	0.70%	1.32%	0.61%
Concreto	1.25%	2.49%	1.24%
Corficolombiana	0.43%	0.73%	0.30%
Ecopetrol	0.39%	0.26%	-0.13%
EEB	0.43%	0.31%	-0.12%
ETB	0.94%	1.72%	0.78%
Éxito	0.27%	0.42%	0.15%
Grupo Argos	0.45%	0.81%	0.36%
Grupo Sura	0.51%	0.44%	-0.07%
ISA	0.45%	0.54%	0.10%
Nutresa	0.43%	0.51%	0.09%
PfAval	0.48%	0.54%	0.06%
Avianca	0.50%	0.72%	0.23%
PfBancolombia	0.25%	0.28%	0.03%
PfCemargos	0.75%	1.82%	1.07%
PfDavivienda	0.77%	0.68%	-0.09%
PfGrupo Argos	0.66%	1.20%	0.54%
PfGrupo Sura	0.58%	0.86%	0.28%

► **Distribución del volumen diario de negociación por rangos (COP millones)**



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores



De las 25 especies que hacen parte del índice COLCAP solo seis han mostrado en lo corrido del año un *bid-ask spread* menor que 2017, e incluso en casos como las acciones de Concreto o la acción preferencial de Cementos Argos, este ha presentado un incremento superior a los 100 pbs.

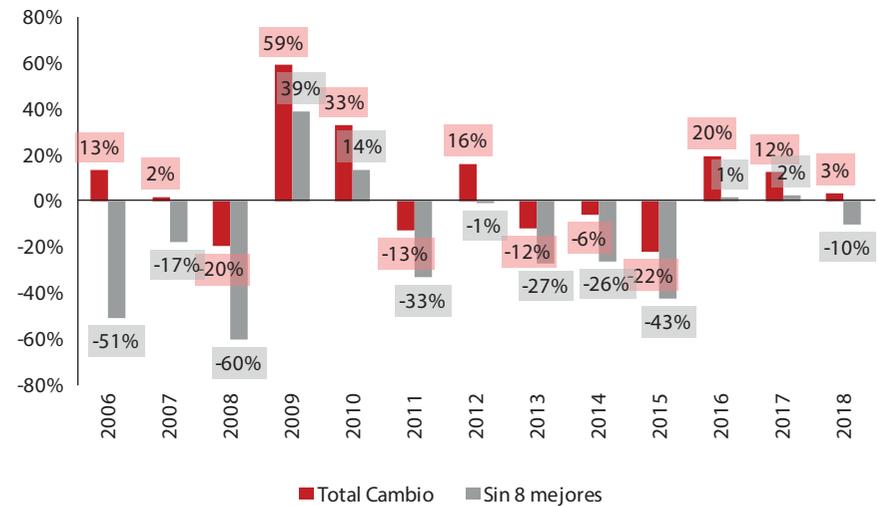
Lo anterior se acentúa cuando se observa que aunque en lo corrido de 2018, el volumen de negociación mensual ha sido superior al de 2017; cuando se analiza un poco más en detalle esta situación, es evidente que este comportamiento ha sido ocasionado por la mayor frecuencia de transacciones de alto volumen.

Es así como los días de negociación con montos entre COP 175,000 mn y COP 400,000 mn son el 22% del total, mientras que en años anteriores eran en promedio el 11.4% de las sesiones; esto sin contar con que son pocas acciones las que concentran la mayor parte del volumen diario. Esta situación puede estar afectando la correcta formación de precios en el mercado colombiano y por lo tanto, abriendo descuentos importantes en las acciones frente a sus valores justos.

4. Perderse los mejores días del mercado tiene un costo muy alto

La menor liquidez de nuestro mercado hace que el costo de no estar invertido, especialmente en acciones, para el caso colombiano sea muy alto. Así, al hacer un estudio de los retornos anuales del índice COLCAP de los últimos 13 años y compararlo con el retorno que habría obtenido un inversionista que se hubiera perdido los ocho mejores días del mercado en cada año, encontramos que la diferencia de rentabilidad estaría cercana a 22% (en algunos casos la diferencia entre rentar positivo o negativo). A manera de ejemplo, un inversionista que en el año 2016 hubiese estado desinvertido en los ocho mejores días de la bolsa habría obtenido un retorno de 1% cuando el mercado se valorizó en todo el año 20%.

▶ Retorno del índice COLCAP vs. costo de no estar invertido



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

Lo anterior se resume en un sencillo mensaje: en un mercado altamente castigado y con fundamentales de las compañías fortaleciéndose, la oportunidad resulta evidente, es momento de comprar acciones locales.

Nivel Objetivo del COLCAP 2019

Para la estimación del nivel objetivo del índice COLCAP a cierre de 2019, siguiendo nuestra metodología usual, tomamos como base los precios objetivo y mediante un análisis de sensibilidad a las variables más relevantes para cada una de las compañías, consideremos tres escenarios: pesimista, base y optimista. Sobre esta base, estimamos un valor justo para el índice COLCAP en 2019 de 1,735 puntos que representa un potencial de 19.5% frente al nivel actual. Vale la pena destacar que aun en nuestro escenario pesimista, el COLCAP presenta un potencial de valorización de 7.78%, evidencia del elevado descuento frente a su valor justo al que transan el grueso de las compañías que lo componen.

Destacamos que nuestros Precios Objetivo no incorporan descuentos por gobierno corporativo, liquidez o inversiones. Sin embargo, somos conscientes de que actualmente el mercado les asigna a algunas compañías este tipo de descuentos lo que las puede llevar a desviarse de nuestra estimación de valor justo. Siendo conscientes de esto, si asumiéramos que las acciones de Corficolombiana, Cemex Latam Holdings y Concreto se mantuvieran en el nivel de precio actual¹ y para Grupo Éxito el descuento respecto a su valor justo se mantenga en 25% (porcentaje que estimamos ha sido el descuento aplicado por el mercado a la compañía frente a sus pares), el valor objetivo del COLCAP se ubica en 1,681 puntos lo que equivale a un potencial de valorización de 13.86%, muestra de lo atractivo del mercado accionario en este momento.

Por último y en línea con lo que mencionamos en nuestra metodología, estimamos un descuento en las acciones preferenciales de Grupo Sura (3%), Grupo Argos (12%) y Cementos Argos (15%) frente a nuestro Precio Objetivo basados en un promedio EWMA (Exponential Weighted Moving Average) de los últimos tres años.

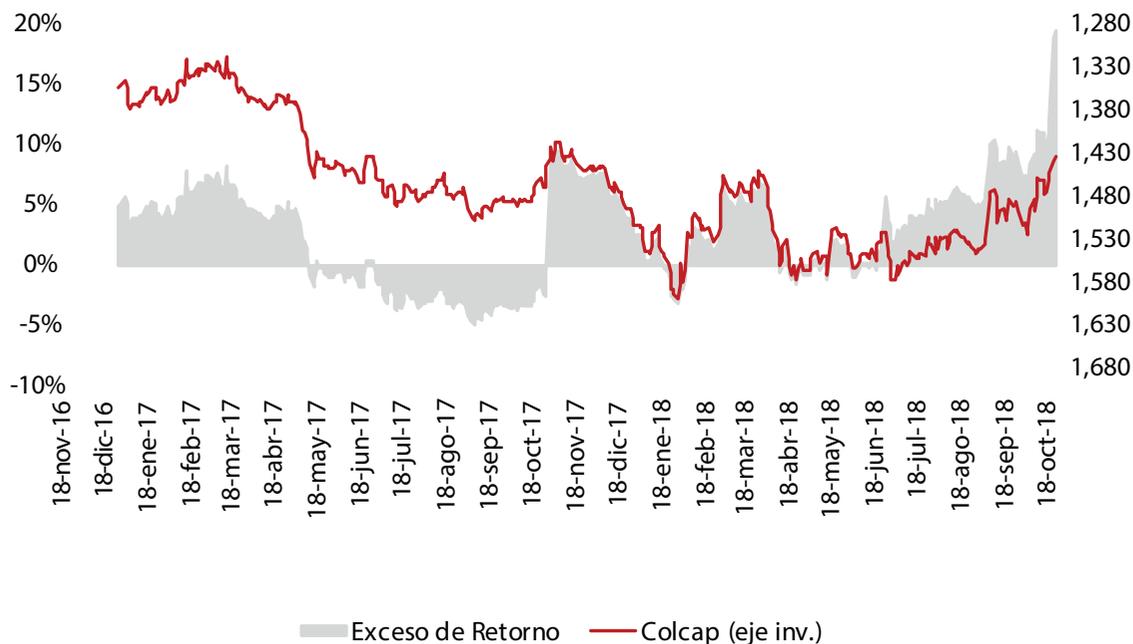
1. Precio de cierre de 19 de octubre de 2018: Corficolombiana COP 21,500; CLH COP 5,200; Concreto COP 330.

► **Precios Objetivo 2019FA**

EMPRESA	Escenario pesimista		Escenario base			Escenario optimista		Recomendación
	Precio	Potencial	Precio	Potencial	Retorno total	Precio	Potencial	Precio
Grupo Sura	39,200	18.72%	42,900	30%	31.57%	44,800	35.7%	SOBREPONDERAR
Bancolombia	31,700	4.83%	34,400	14%	17.33%	36,500	20.7%	SOBREPONDERAR
Grupo Argos	20,100	31.20%	21,600	41%	43.25%	23,000	50.1%	SOBREPONDERAR
Grupo Éxito	16,600	16.25%	19,800	39%	41.62%	22,500	57.6%	SOBREPONDERAR
Cemargos	8,700	30.14%	10,400	42%	45.70%	11,100	57.5%	SOBREPONDERAR
Grupo Nutresa	28,600	21.08%	31,000	31%	33.75%	32,800	38.9%	SOBREPONDERAR
Cemex LatAm Holdings	9,400	77.36%	10,500	98%	98.11%	12,000	126.4%	SOBREPONDERAR
Concreto	1,320	300.00%	1,540	367%	366.67%	1,760	433.3%	NEUTRAL
Corficolombiana	32,500	51.16%	34,300	60%	62.19%	36,100	67.9%	NEUTRAL
GEB	2,220	11.84%	2,400	21%	27.46%	2,590	30.5%	NEUTRAL
Celsia	4,580	8.79%	5,150	22%	26.56%	5,920	40.6%	NEUTRAL
Grupo Aval	1,180	5.36%	1,350	21%	25.09%	1,460	30.4%	NEUTRAL
Banco de Bogotá	71,900	6.05%	79,400	17%	22.15%	84,100	24.0%	NEUTRAL
ISA	14,000	9.38%	15,000	17%	21.72%	16,000	25.0%	NEUTRAL
Avianca	1,900	-9.31%	2,380	14%	17.42%	2,900	38.4%	SUBPONDERAR
Ecopetrol	3,070	-22.28%	3,590	-9%	-3.67%	4,150	5.1%	SUBPONDERAR
COLCAP	1,565	7.78%	1,735	19.5%	23.35%	1,884	29.7%	

Fuente: Davivienda Corredores
 Precios de cierre : 19/10/2018

► **Retorno esperado COLCAP 12m vs. TES 1 año**



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores



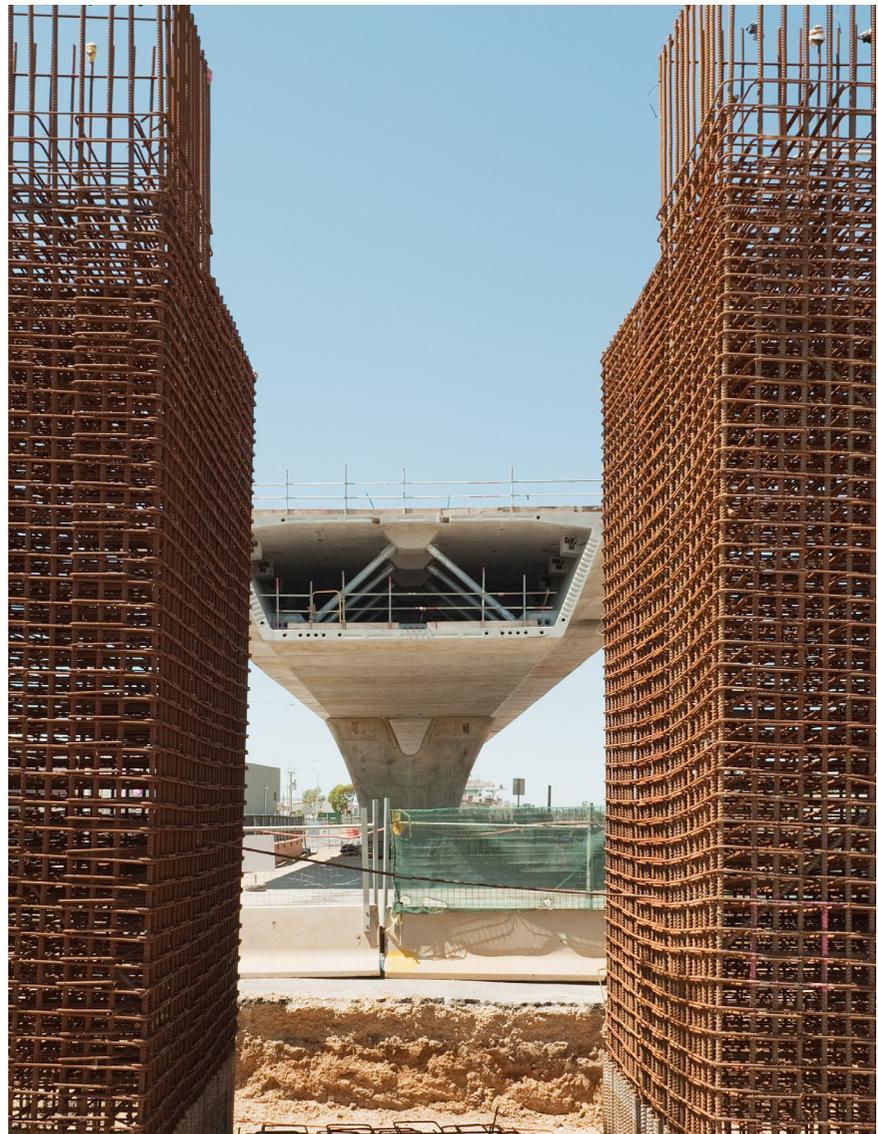
Basados en nuestra estimación, es claro que nuevamente estamos ante una gran oportunidad de inversión y el exceso de retorno proyectado a 12 meses de las acciones frente a la renta fija (se toma como referencia el TES a un año) se ubica de nuevo en niveles máximos de los últimos tres años; momento desde el cual el mercado ha tendido a ajustarse históricamente en los meses siguientes. 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 la generación de valor de estas las que impulsen su valorización. Este comportamiento estaría soportado por una expectativa de crecimiento en 2019 de las utilidades de 19%, del EBITDA de 10% y el valor en libros de 8%, frente a unos crecimientos estimados en 2018 de 12%, 7% y 3%, respectivamente. Así, esperamos una expansión en el ROE del índice de 4 pp desde 7.62% a cierre de 2017 hasta 11.33% y 12.19% a cierre de 2018 y 2019 respectivamente.

Riesgos y oportunidades

1. Ley de financiamiento

Para la fecha de esta publicación no se ha hecho pública la propuesta sobre la Ley de Financiamiento que va a ser sometida a consideración del Congreso. Según las declaraciones de funcionarios de la nueva administración, en dicha ley serán incluidas algunas medidas que tendrán impacto sobre las finanzas públicas entre las que se destaca la extensión del IVA a la canasta básica, el incremento de las tarifas de renta para los grupos de más altos ingresos y el gravamen a las pensiones altas.

Aunque la ley es necesaria para la sostenibilidad fiscal, su implementación puede impactar la dinámica de recuperación de la economía, y limitar la recuperación de los resultados de la compañías. En particular, consideramos importante estar atentos al impacto en



el consumo de los hogares de los cambios relacionados con el IVA, que podría limitar el desempeño de Grupo Éxito y Nutresa.

2. Construcción

Si bien la construcción ha sido uno de los sectores estratégicos de gobiernos anteriores y hace parte de la agenda del actual, el sector ha venido presentando contracciones significativas (-7.6% anual a cierre de 2T18) tanto en edificaciones como en obras civiles. Los excesos de inventarios de vivienda y edificaciones en las principales ciudades y las demoras y

problemas en el desarrollo de proyectos de infraestructura le han restado dinámica a un sector que durante los pasados cinco años (2013-2017) había logrado crecer en promedio 4.1%.

Como una de las respuestas a esta problemática, el pasado 15 de enero, el Gobierno nacional sancionó la Ley 1882 de 2018, "Ley de infraestructura", que, entre otros temas, se orientó a dar claridad a las condiciones de liquidación de este tipo de contratos y así recuperar la confianza de financiadores, inversionistas y constructores, que tras los eventos de Ruta del Sol II se han vuelto más ad-

versos a proyectos de este tipo. Sin embargo, cursa en la Corte Constitucional una demanda por parte de la Contraloría sobre el artículo 20 que establece cómo y quiénes recibirán pagos cuando un contrato deba terminarse de manera anticipada, tal como ocurrió con el Concesionario Ruta del Sol, y que es fundamental para brindar garantías a los bancos. A lo anterior se suma que recientemente un grupo de senadores, mediante la radicación de un proyecto de ley, busca modificar este artículo. Esta inestabilidad continúa generando desconfianza en los financiadores y pondría trabas adicionales a un sector que en definitiva requiere un mayor dinamismo y cuyo retraso ha impactado el desempeño de las compañías de este segmento.

3. Basilea III

El Ministerio de Hacienda aprobó el Decreto 1477 del 6 de agosto de 2018 que estipula la incorporación gradual de los indicadores de solvencia de Basilea III, los colchones adicionales de capital y el cálculo de los Activos Ponderados por Nivel de Riesgo (APNR). De acuerdo con el análisis preliminar del impacto realizado por la Unidad de Regulación Financiera (URF), los bancos estarían preparados para afrontar este cambio e incluso en la mayoría el impacto es positivo dado que si bien el patrimonio básico y el patrimonio adicional de las entidades de crédito del sistema presentarían una disminución de COP 4.9 bn y COP 2.2 bn respectivamente, esta sería compensada con la reducción de COP 162.5 bn en los APNR.

Así, la relación de solvencia total agregada de las entidades presentaría un aumento de 3.4%, pasando de 13.9% a 17.3%; por su parte, la relación de solvencia agregada pasaría de 10.1% a 12.6%. Con esto, los bancos estarían en la capacidad de cumplir con los requerimientos de los colchones de conservación y sistémico, e incluso tendrían un exceso de recursos de 1.3% en los bancos considerados sistémicos y de 9.61% en las instituciones consideradas no sistémicas.

Uno de los principales aspectos para monitorear durante 2019 está relacionado con la composición de índices externos a los que están expuestos los emisores de acciones locales; tal es el caso de MSCI y FTSE.

Sobre esta base consideramos que el impacto de la adopción de los estándares en los bancos bajo nuestro universo de cobertura podría ser positivo y se eliminaría a corto plazo el ruido de eventuales emisiones de acciones.

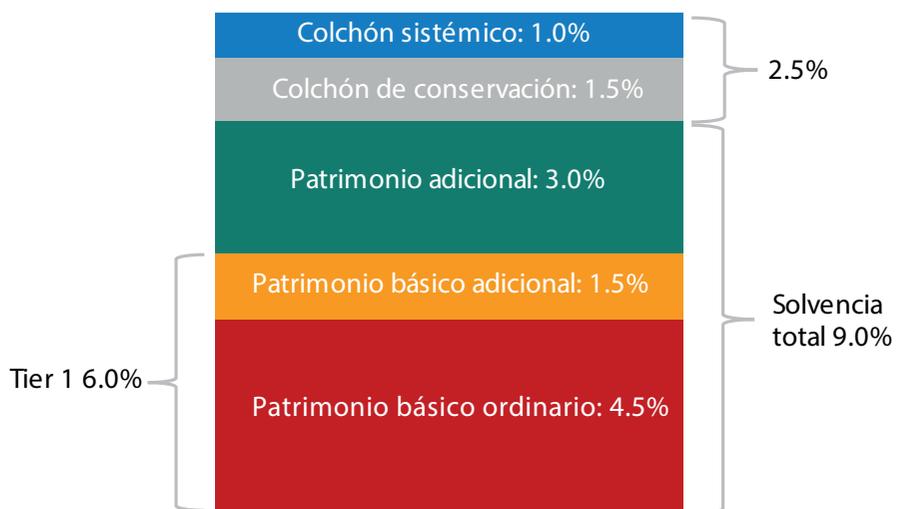
4. Ley de conglomerados

En 2017 se aprobó la Ley 1870 de 2017 que definió nuevas herramientas y facultades al Gobierno nacional y a la Superintendencia Financiera para realizar una supervisión al nivel del conglomerado financiero. La reglamentación de la ley se llevó a cabo por medio de tres decretos: i. Criterios de exclusión de entidades del conglomerado, ii. Niveles adecuados de capital, y iii. Definición de vinculados, límites de exposición y administración de conflictos de interés.

Respecto a este último, se establece un límite por tipo de fondo de pensiones y cesantías para las exposiciones con entidades que pertenecen al mismo conglomerado financiero de las entidades autorizadas para administrar dichos fondos de 7.5%. Luego de este cambio, Porvenir (subsidiaria de Grupo Aval) podría, a través de los fondos administrados, invertir en títulos valores de Grupo Aval y sus filiales y subsidiarias; dentro de los cuales se contemplarían las acciones de estos.

En lo que respecta a Protección, en la actualidad, al no ser controlada por Grupo Sura, ya realiza inversiones en títulos valores del conglomerado; por lo cual lo que podría verse a futuro es un ajuste al límite máximo contemplado en el decreto en caso de que en alguno

► Nuevo esquema regulatorio para Colombia



Fuente: Unidad de Regulación Financiera



Uno de los principales aspectos para monitorear durante 2019 está relacionado con la composición de índices externos a los que están expuestos los emisores de acciones locales; tal es el caso de MSCI y FTSE.

de sus portafolios presente algún exceso, dependiendo del tiempo de transición que se determine. Asimismo, es relevante tener presente que este ajuste no necesariamente implica que debiera hacerse de manera exclusiva a través de su exposición en acciones y adicionalmente, este podría verse mitigado por el rápido crecimiento que tendrá el fondo Mayor Riesgo dado el cambio regulatorio de portafolio *default* mencionado en este documento.

5. Rebalanceos de índices accionarios

Uno de los principales aspectos para monitorear durante 2019 está relacionado con la

composición de índices externos a los que están expuestos los emisores de acciones locales; tal es el caso de MSCI y FTSE.

Al respecto, es importante destacar que el balance en general para Colombia respecto a los cambios aprobados y/o en estudio, y el posible impacto en caso de implementarse, es negativo.

En cuanto al MSCI, ya se encuentra aprobado lo siguiente: i) la inclusión de Arabia Saudita al índice de mercados emergentes del MSCI con un peso aproximado de 2.6%, que entrará en vigencia en las revisiones de mayo de 2019 y agosto de 2019, y ii) la inclusión de Argentina dentro del índice de Mercados Emergen-

tes restringida a las acciones que cuenten con ADR a partir de la revisión de mayo de 2019. Adicionalmente, se encuentran vigentes tres consultas: i) Incluir en la metodología de selección y ponderación de activos un factor que incorpore el derecho a voto de los títulos de cada uno de los emisores, lo que podría reducir el peso de emisores con acciones preferenciales, ii) La reclasificación de Kuwait de mercado frontera a mercado emergente, y iii) el aumento en la ponderación de las acciones tipo A de China en los índices que participa como el de mercados emergentes. Finalmente, respecto a los índices de renta variable locales consideramos que la importante mejora en la liquidez de la acción de GEB podría llevarla a ser incluida nuevamente en el HCOLSEL durante 2019.

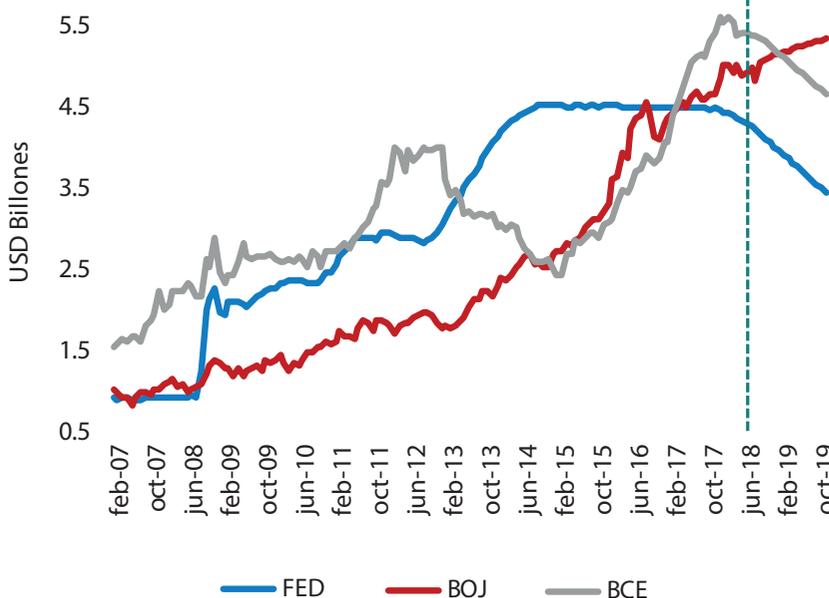
6. Contexto Internacional

Mercados Internacionales

Desde inicio de 2018, nuestras expectativas han incorporado la posibilidad de que la Reserva Federal-FED en Estados Unidos realice cuatro incrementos en su tasa de interés en respuesta al mejor comportamiento de esa economía, en medio de un mercado laboral sólido, la inflación fluctuando cerca o incluso por encima del objetivo de 2% y una tasa de crecimiento económico superior a lo que se esperaría sea su potencial (~2% aprox.). Hoy, después de tres incrementos y la tasa en 2.25%, este escenario ya es claramente el más probable y lo que ocupa el tiempo de los inversionistas es analizar cuántos incrementos adicionales se realizarían en 2019 y si la tasa de interés podría ubicarse por encima de su nivel neutral. Al respecto, consideramos que aparte del aumento de diciembre de 2018, en 2019 se podrían observar dos subidas adicionales llevando la tasa a 3%, haciendo que las condiciones financieras globales sean menos expansivas y representen uno de los principales retos para las economías emergentes como Colombia.

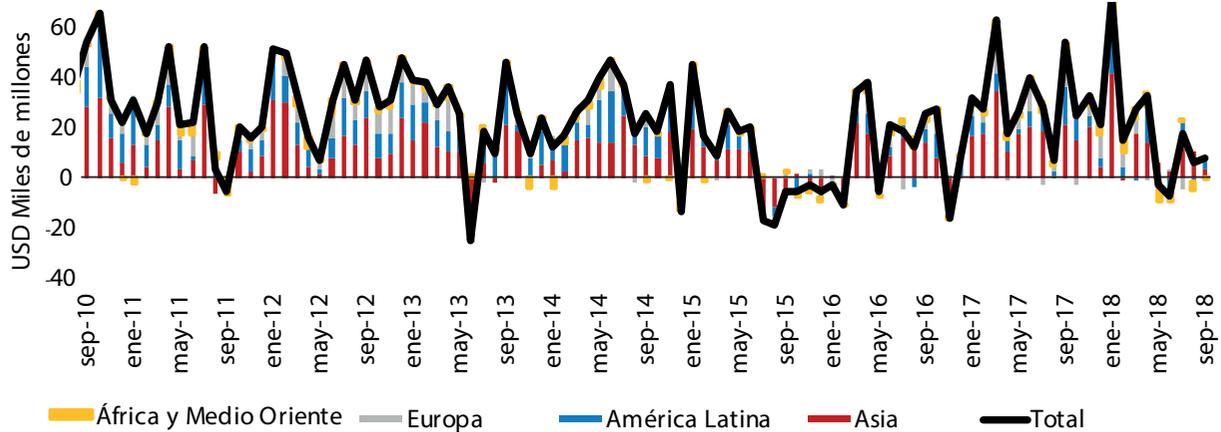
A lo anterior se debe sumar que desde finales de 2017 se ha venido reduciendo la liquidez global proporcionada por

► Liquidez Global



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

► **Flujos a EM**



Fuente: IIF. Gráfico Davivienda Corredores

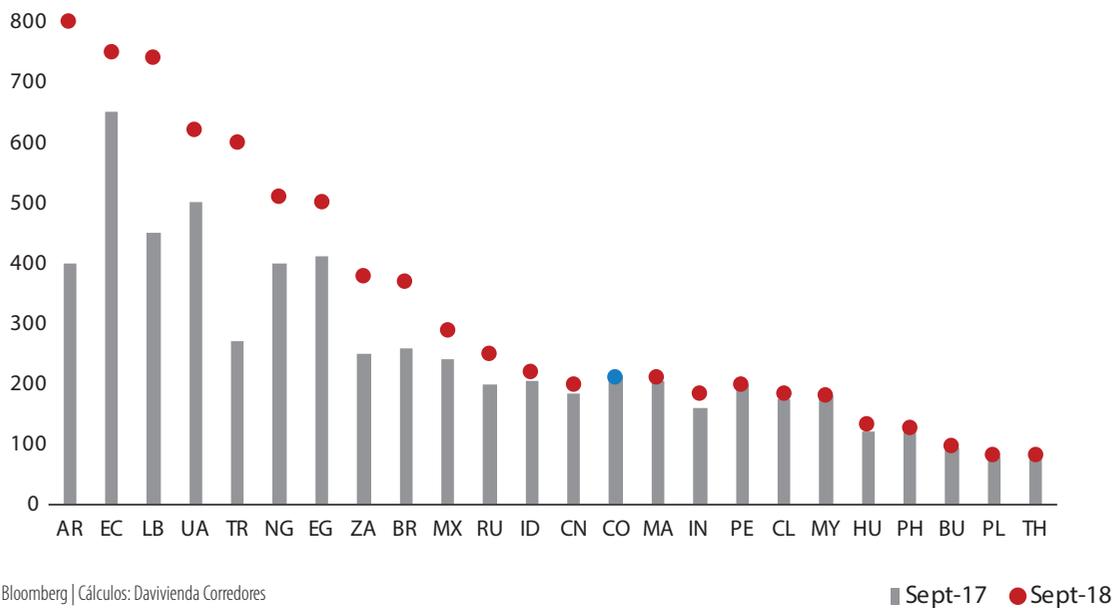
los bancos centrales (Fed, BCE y BoJ)², la cual, según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales –IIF– alcanzó cerca del 4% del PIB global en los últimos años, y durante 2019 podría incluso contraerse (ver gráfico de Liquidez Global). De esta manera, el principal canal de transmisión que podría seguir

afectando el desempeño de los mercados accionarios emergentes es el de los flujos de capital. En línea con esto, ya en 2018 hemos observado desde mayo que se han reducido los flujos de inversión e incluso ha habido salidas de capital que han llevado a un aumento importante de la volatilidad de los mercados, deva-

luación de las monedas frente al dólar y desvalorizaciones de las acciones.

No obstante lo mencionado anteriormente, también es cierto que en los últimos meses la diferenciación entre los mercados emergentes ha sido notoria y mientras en países como Turquía, Argentina, Sudáfrica o Brasil se ha traducido en

► **Primas de riesgo último año (pbs) (CDS 5 años)³**



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

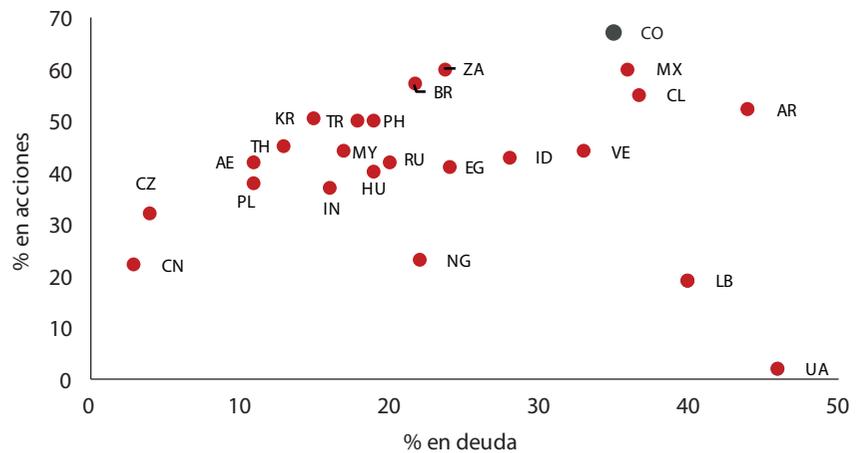
2 Fed: Reserva Federal, BCE: Banco Central Europeo y BoJ: Banco de Japón.
 3 Clasificación ISO: LB=Líbano, AR=Argentina, UA=Ucrania, SV=El Salvador, TR=Turquía, EG=Egipto, NG=Nigeria, IT=Italia, ZA=South Africa, BR=Brasil, RU=Rusia, ID=Indonesia, MX=México, CO=Colombia, UY=Uruguay, IN=India, MY=Malasia, SA=Arabia Saudita, ES=España, PE=Perú, CN=China, CL=Chile, HK=Hong Kong.



incrementos sustanciales de sus primas de riesgo y pérdida fuerte en el valor de sus monedas; en Colombia, Chile o Perú se ha visto una mayor estabilidad de sus activos. En este punto, es importante preguntarse ¿qué ha hecho que Colombia se diferencie?, a lo cual consideramos que son varias las razones que han explicado este comportamiento, dentro de las que podríamos mencionar:

- i) El buen comportamiento del precio del petróleo, y más notoriamente si se compara con otros *commodities*.
- ii) La tendencia macroeconómica favorable marcada por un repunte en la tasa de crecimiento, disminución de sus déficits fiscal y en cuenta corriente y una inflación controlada.
- iii) El resultado de las elecciones presidenciales, en junio de 2018, que disminuyó la incertidumbre política y marcó una diferencia frente a los procesos en México o Brasil.
- iv) Credibilidad en el Banco de la República que se ha sumado a la consecución de la Línea de Crédito Flexible con el Fondo Monetario Internacional por ~USD 11,000 mn.

► **Participación de EE.UU. en flujos de inversión**



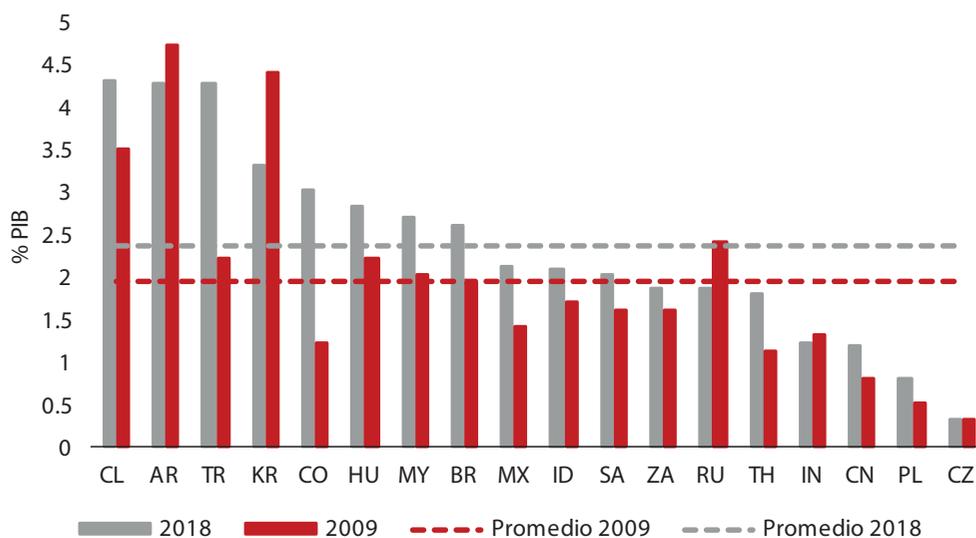
Fuente: IIF. Gráfico Davivienda Corredores

Si bien es cierto que Colombia ha gozado de un respaldo claro por parte de los inversionistas internacionales y así seguiría siendo, es clave identificar los principales focos de riesgo que podrían llevar a que esto cambie, con el fin de anticipar cambios relevantes en el entorno internacional que impliquen la necesidad de reajustar las posiciones de inversión en los portafolios de renta variable colombiana. Por esa razón, resaltamos dos

variables que a nuestro juicio ponen al país, y especialmente a los activos financieros, en condiciones de vulnerabilidad bajo el contexto de condiciones financieras menos expansivas durante 2019.

El primero de ellos es la alta dependencia de inversionistas estadounidenses como proporción de los flujos de portafolio que llegan al país, que en el caso colombiano podría estar cercana al 70% para las inversiones en acciones y

► **Deuda Gobierno y corporativa / PIB - sensibilidad a una hipotética apreciación del dólar de 10%⁴**



Fuente: IIF. Gráfico Davivienda Corredores

4 Clasificación ISO: AR=Argentina, UA=Ucrania, LB=Líbano, CO=Colombia, MX=México, CL=Chile, VE=Venezuela, ID=Indonesia, EG=Egipto, ZA=Sudáfrica, NG=Nigeria, BR=Brasil, RU=Rusia, PH=Filipinas, HU=Hungria, MY=Malasia, TR=Turquía, IN=India, KR=Corea del Sur, TH=Tailandia, PL=Polonia, AE=Emiratos Árabes Unidos, CZ=República Checa, CN=China, KO=Corea, SA=Arabia Saudita



Si bien es cierto que Colombia ha gozado de un respaldo claro por parte de los inversionistas internacionales y así seguiría siendo, es clave identificar los principales focos de riesgo que podrían llevar a que esto cambie, con el fin de anticipar cambios relevantes en el entorno internacional que impliquen la necesidad de reajustar las posiciones de inversión en los portafolios de renta variable colombiana.

~35% para activos de renta fija, lo cual supera el promedio de mercados emergentes que se encuentra en ~42% y ~24% respectivamente.

Finalmente, dado que el contexto internacional está claramente marcado por un fortalecimiento del dólar a nivel global, la sensibilidad de la deuda de las empresas y los gobiernos a esta moneda se convierte en un punto relevan-

te en el análisis porque podría derivar, en el caso de las primeras, en mayores gastos financieros y mayores compromisos de capital de deuda, por consiguiente, derivando en una disminución de las utilidades y un incremento de las métricas de deuda en la estructura de capital de las mismas. Frente a este punto, el IIF calculó la sensibilidad de cada país, al año 2018 y la que exhibía

en 2009, de la deuda corporativa y de gobierno combinadas como porcentaje del PIB ante una hipotética apreciación de 10% frente a la moneda local. Se resalta que bajo esta comparación, Colombia ha aumentado su exposición a deuda en dólares desde entonces y la sensibilidad arroja un posible incremento de la deuda combinada de ~3% del PIB frente al ~1.5% del 2009. ●



TOP PICKS 2019

Con miras al 2019, en nuestra perspectiva para el desempeño del mercado local, la mayoría de las acciones presentan diferencias significativas entre su valor justo y el precio de mercado (potencial de valorización amplio) y aunque persisten riesgos principalmente derivados de la menor liquidez global, los descuentos actuales y los niveles altos históricos del exceso de retorno del mercado accionario frente a la renta fija, nos llevan a favorecer la inversión en activos de renta variable local.

Contrario a los últimos dos años cuando adoptamos en nuestro portafolio de *Top Picks* una posición más defensiva, para 2019 dado el alto potencial de valorización del COLCAP (19.5% estimado), nuestras recomendaciones se inclinan hacia acciones en sectores cíclicos con una alta correlación con el mercado que a nuestro juicio podrán capturar de forma más rápida la recuperación del ciclo económico colombiano. Bajo esta premisa, presentamos nuestros *Top Picks*¹ para el mercado de renta variable colombiano en el 2019: Grupo Sura, Bancolombia y Grupo Argos.

Vale la pena destacar que en la escogencia de estos nombres mantenemos nuestra filosofía de inversión “*Value investing*”;² 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. 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 y metódico son herramientas esenciales para crear valor en los portafolios de los inversionistas, lo cual dará como principal resultado un rendimiento superior al del índice de referencia. En otras palabras, creemos que esta es la manera adecuada de generar *alpha* en los portafolios de renta variable.

Antes de entrar a analizar las compañías seleccionadas como *Top Picks* 2019, nos permitimos presentar un balance

de los resultados de nuestros *Top Picks* 2018. Desde la fecha de publicación de nuestro documento “El Libro 2018 – Creciendo a cuentagotas”, el 27 de octubre de 2017, a la fecha de publicación de este informe “El Libro 2019 – De liquidez y oportunidades”, nuestra canasta de *Top Picks* 2018 tuvo un retorno total de -9.69%, inferior al retorno de índice COLCAP (3.3%) para el mismo período; no obstante, somos conscientes que durante este año muy pocas acciones han tenido un desempeño positivo y éste ha estado principalmente concentrado en Ecopetrol cuya acción se ha valorizado 145% en el mismo periodo de análisis. De esta manera, al ajustar el retorno total del COLCAP excluyendo la acción de la petrolera éste ha sido de -10.73%, 104 pbs inferior al de nuestros *Top Picks*.

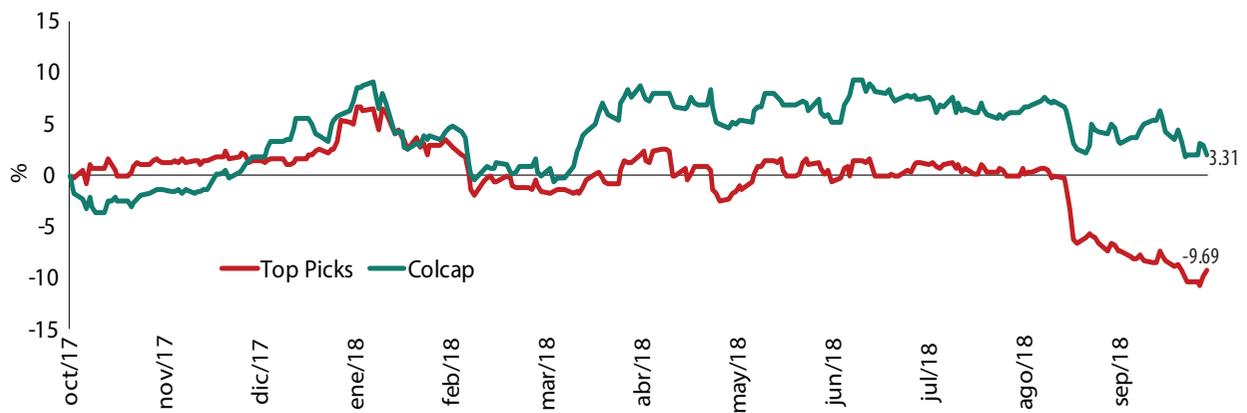
El año 2018 ha sido un periodo desafiante y a pesar de que nuestra tesis de recuperación de la economía y de las cifras de las compañías se ha venido materializando, una menor liquidez global con su consecuente impacto negativo en los flujos hacia mercados emergentes ha derivado en importantes caídas en el grueso de las acciones locales. Nuestros *Top Picks* no fueron la excepción y durante el período de referencia, las acciones de Grupo Argos y Grupo Éxito cayeron 23.4% y 10.7%, respectivamente. No obstante, la acción de

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

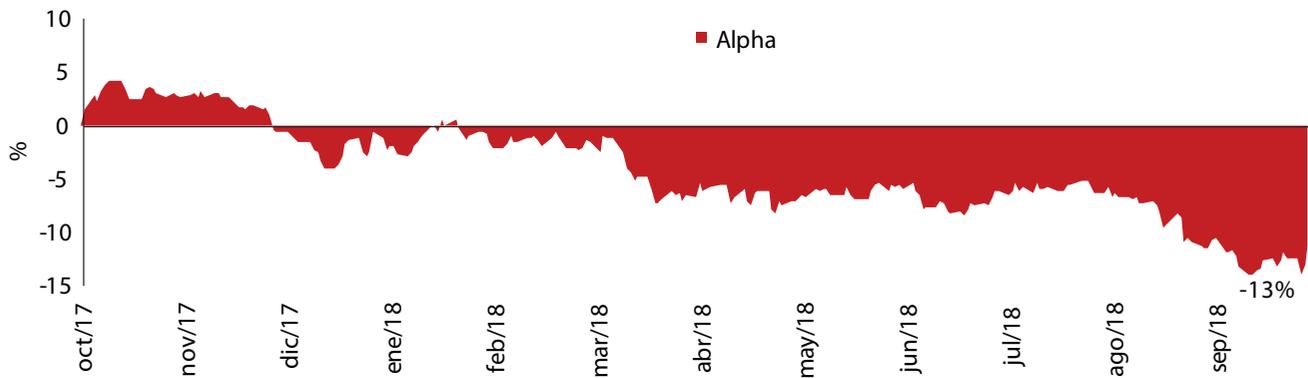
2 Value Investing o Inversión en Valor es una estrategia de inversión dada a conocer por Benjamin Graham y ampliamente implementada por Warren Buffet en su fondo de inversión Berkshire Hathaway.

El año 2018 ha sido un periodo desafiante y a pesar de que nuestra tesis de recuperación de la economía y de las cifras de las compañías se ha venido materializando, una menor liquidez global con su consecuente impacto negativo en los flujos hacia mercados emergentes ha derivado en importantes caídas en el grueso de las acciones locales.

► Top Picks vs. COLCAP



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

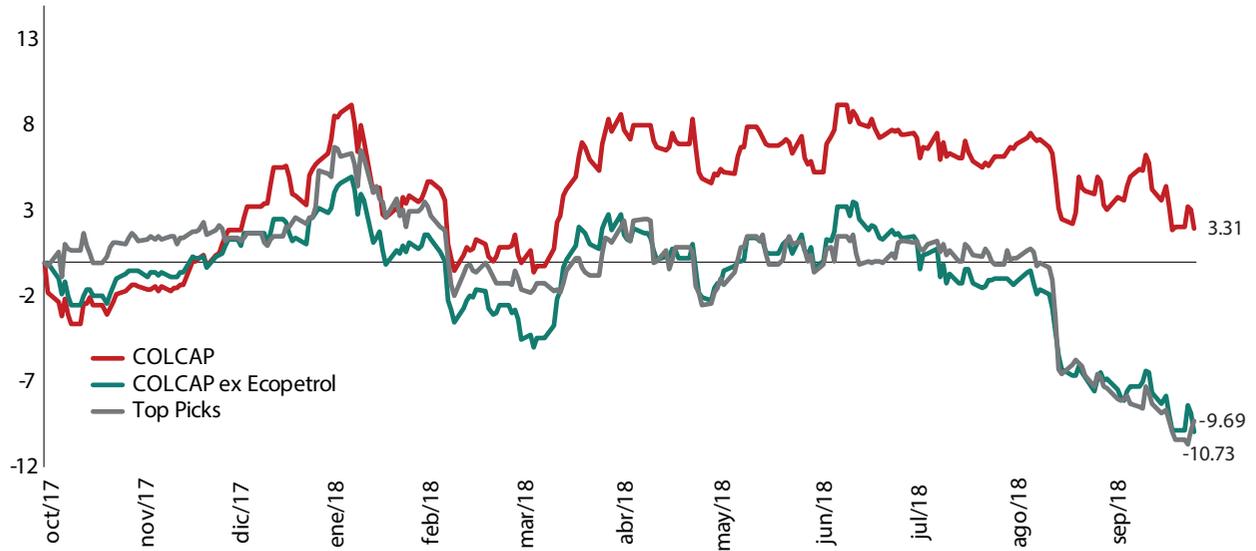


Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores



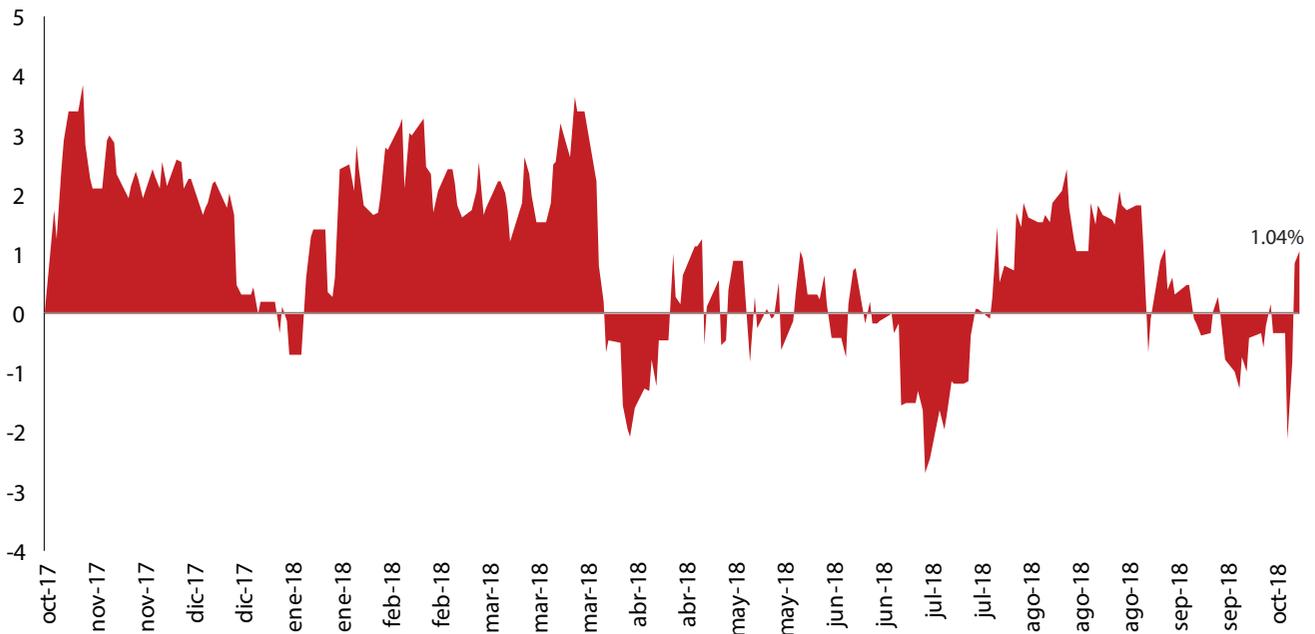
RENTA VARIABLE

► Top Picks vs. COLCAP ex Ecopetrol



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

► Exceso de Retorno frente al Colcap ex Ecopetrol



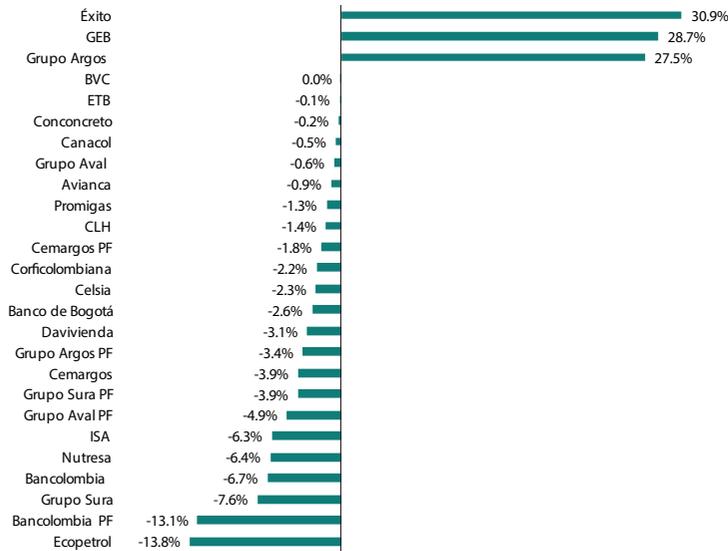
Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

Grupo Energía Bogotá se mantuvo resiliente, favorecida por el alto retorno por dividendos, sólidos resultados corporativos y la baja exposición de su flotante a inversionistas extranjeros, con lo que el retorno total se ubicó en 5.03%. De esta manera, la composición promedio del

portafolio de *Top Picks* 2018 durante el periodo de evaluación fue de 30.9% para Grupo Éxito, 28.7% para Grupo Energía Bogotá y 27.5% para Grupo Argos. Como resultado, la contribución al retorno de la cartera (retorno total de -9.7%) se explica en un 1.6% por Grupo Energía Bo-

gotá, -3.3% Grupo Éxito, -7.9% por Grupo Argos. Por último, en términos de contribución al *alpha* (exceso de retorno sobre el índice COLCAP de 1.04%) de la cartera de *Top Picks*, GEB contribuyó con 1.4%, Grupo Éxito con -3.0% y Grupo Argos con -6.6%.

► Desviación vs. COLCAP



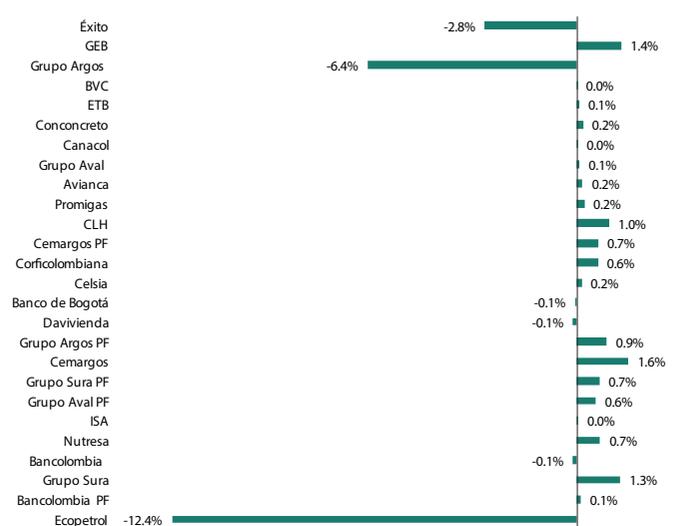
Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

El año 2018 ha sido un periodo desafiante y a pesar de que nuestra tesis de recuperación de la economía y de las cifras de las compañías se ha venido materializando, una menor liquidez global con su consecuente impacto negativo en los flujos hacia mercados emergentes ha derivado en importantes caídas en el grueso de las acciones locales.

► Contribución del retorno



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

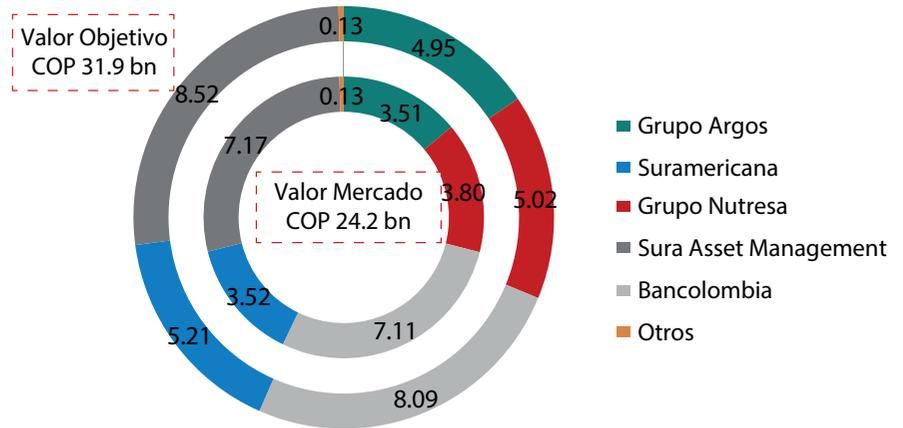


GRUPO SURA – Las oportunidades en un solo lugar

La caída de 18% en el precio de la acción en lo corrido del año y de 23% desde el nivel máximo alcanzado en los últimos doce meses ofrecen desde nuestra perspectiva una oportunidad única de inversión, más aún porque coincide con el inicio de un periodo de reajuste en la estructura del portafolio. La compañía ha empezado a tomar un nuevo rumbo, al concentrar todos sus esfuerzos en rentabilizar el valor del portafolio de inversiones, luego de años de aprendizajes, aciertos y desaciertos desde que dio el gran paso en su expansión internacional.

Consideramos que el proceso que inició con un desapalancamiento gradual (Deuda Neta/Dividendos disminuyendo desde 5.5x en 2017 a 4.0x en 2019) acompañado de expansión en el ROE del negocio de pensiones y seguros, y una captura de sinergias, probará ser exitoso y creará valor para los accionistas. Así mismo, de acuerdo con nuestros análisis, con una estimación de valor de la participación de Grupo Sura en SUAM (negocio de pensiones) y de Suramericana (seguros)

► Cambio en el portafolio de inversiones (COP billones)



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

de COP 13.7 bn, es claro que el valor implícito asignado por el mercado en la actualidad a estas inversiones (COP 10.7 bn) está muy lejos de su valor justo.

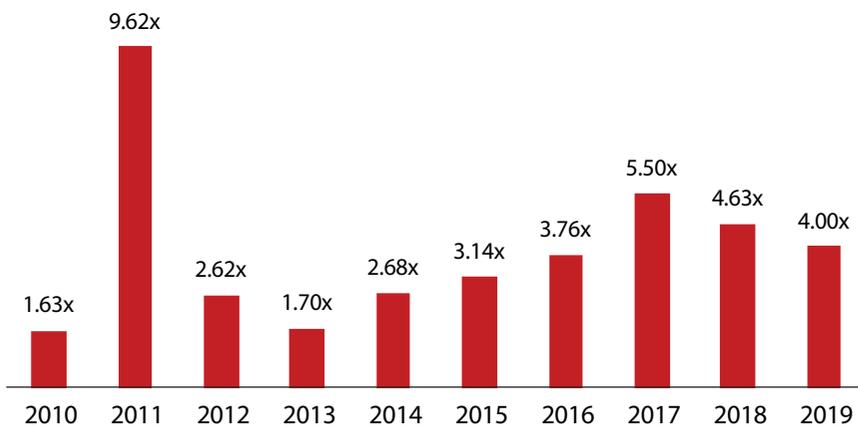
El crecimiento de la Compañía ha tenido en la historia reciente dos hitos sobresalientes: Por un lado, la adquisición de los activos de ING en América Latina, en 2011, que dio origen a SURA Asset Management como filial del Grupo; y por otro, la adquisición de las compañías de

RSA, también en la región, por parte de Suramericana. Con estas operaciones, Grupo SURA consolidó su expansión regional y se convirtió en uno de los actores más relevantes de la industria de servicios financieros en Latinoamérica. Si bien es cierto que luego de la compra de los activos de ING, Grupo Sura ha buscado llevar los niveles de ROE de esas operaciones por encima del costo de capital, no lo ha podido lograr a cabalidad, lo que la ha llevado a iniciar un proceso de desinversión en negocios como rentas vitalicias en Chile, seguros y pensiones en Perú, entre otros.

Definitivamente esta tendencia empezaría a cambiar, vemos positivo que la compañía haya tomado la decisión de alivianar su portafolio y salir de operaciones que no son rentables para concentrar sus esfuerzos en negocios apalancadores de crecimiento. Es el caso de la desinversión en los negocios de pensiones y seguros en Perú, la decisión de no continuar participando en el segmento de rentas vitalicias en Colombia y el más reciente acuerdo de venta (que a la fecha no se ha cerrado) del negocio de rentas vitalicias en Chile con el cual obtendrá USD 232 mn.

Las compañías de Suramericana mantienen un robusto desempeño operacio-

► Deuda neta / dividendos

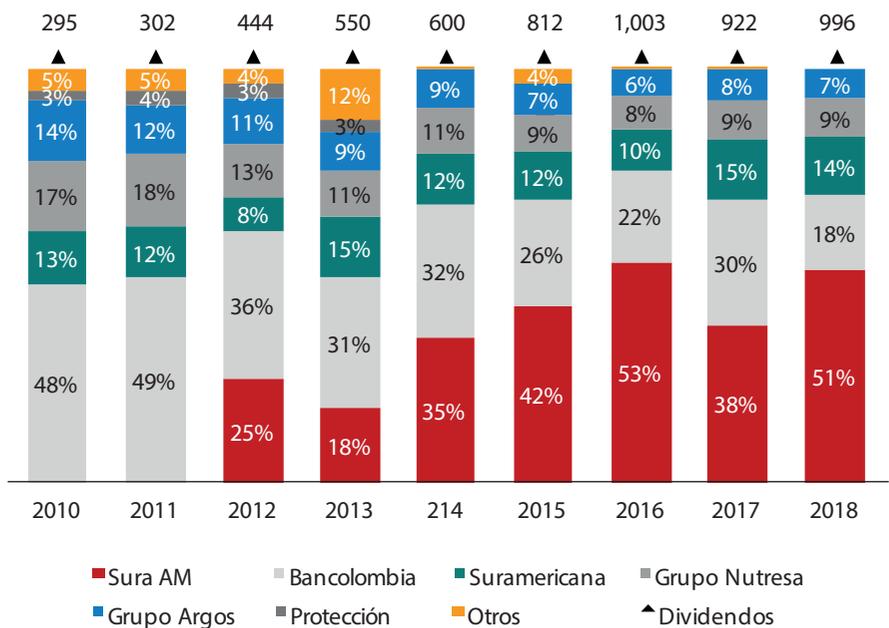


Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

nal. El crecimiento sostenido en la emisión de primas (TACC 11.1% 2013-2018), el continuo desarrollo de eficiencias en costos y una adecuada diversificación de los ingresos entre diferentes líneas de negocio han contribuido a la sólida rentabilidad de la operación de seguros en Colombia y a la continua captura de participación de mercado (20% a 24% en la última década). El TACC del flujo de dividendos que recibió Suramericana de sus subsidiarias entre 2014 y 2017 fue de +18.2%. Por otra parte, se ha avanzado en la integración y transferencia del modelo de negocio a las nuevas filiales de seguros de Latam lo que derivó en un crecimiento en las utilidades de estas de 38% anual en 2017 y 17% en lo corrido de 2018. Lo anterior, sumado a la decisión estratégica de no participar en el negocio de rentas vitalicias llevaría a que la rentabilidad de la aseguradora se incremente 150 pbs en 2019 hasta 14.5%.

La recuperación que anticipamos para los resultados de Bancolombia y Grupo Argos, así como la fortaleza de Nutresa son sin duda un catalizador adicional. En el caso de Bancolombia, el segundo activo más representativo en el portafolio (25%) estimamos que el año 2018 marcará un punto de inflexión en su rentabilidad con un nivel

► Histórico de dividendos Grupo Sura (COP mil mm)

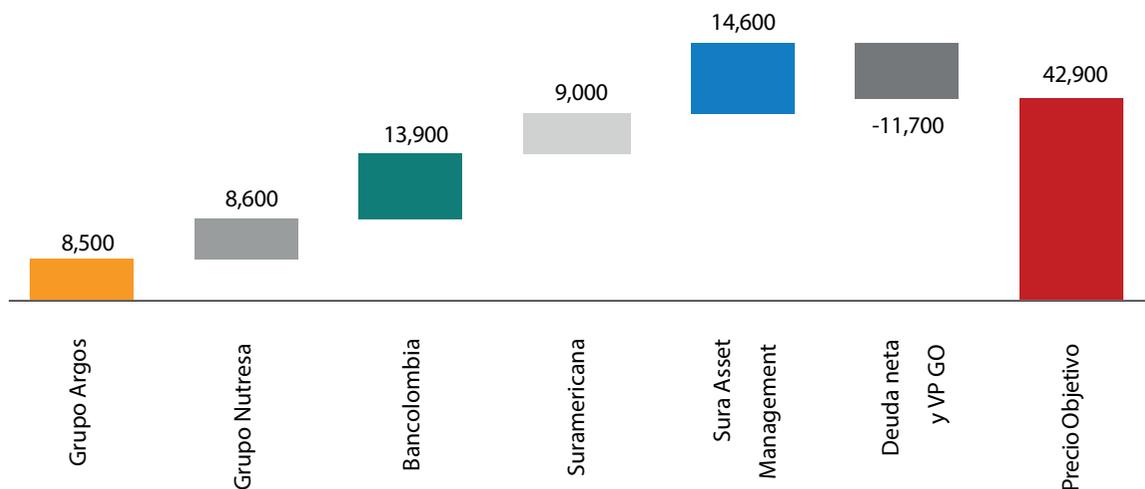


Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

de ROAE de 10.4% que se expandirá gradualmente hasta 13.2% en 2020, significando un crecimiento de 20.7% en la utilidad para 2019 y de 15.4% en 2020. En cuanto a Grupo Argos, que viene de

varios años con cifras golpeadas por el desempeño negativo de su filial Cementos Argos también esperamos un cambio de tendencia; para Cementos Argos estimamos un crecimiento de 24% en la

► Descomposición de valor



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores



Otro de los aspectos que destaca a Bancolombia y que debería contribuir a su objetivo de ser cada vez más eficiente, es la apuesta que ha venido realizando en materia de digitalización e incorporación de nuevas tecnologías a su operación, lo cual está en línea con las tendencias de los principales bancos a nivel global.

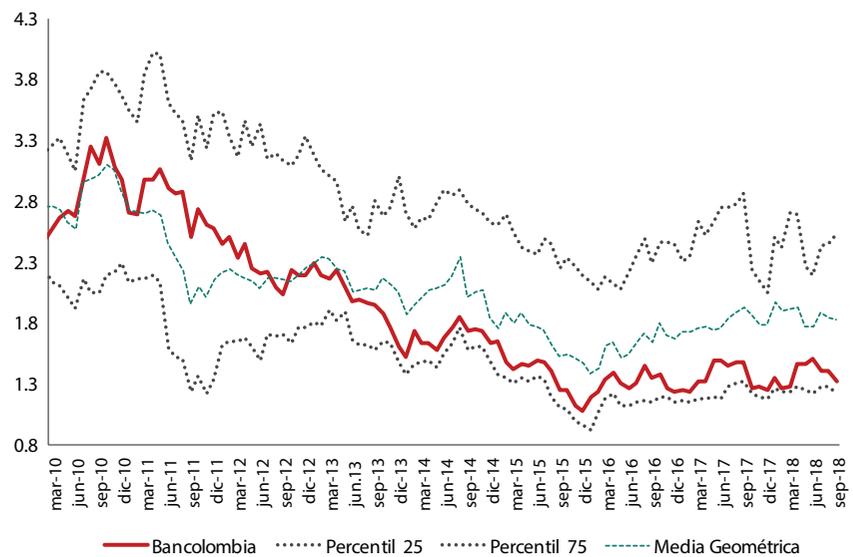
utilidad, que sumado a un desempeño positivo en las demás compañías impulsarían la utilidad de Grupo Argos un 11% anual. Así los ingresos por método de participación de Grupo Sura (que incorporan los resultados de Bancolombia, Nutresa y Grupo Argos) se incrementarían 19% en 2019.

BANCOLOMBIA – Inicia el repunte en la rentabilidad

La decisión de incluir a Bancolombia dentro de nuestra selección de *Top Picks 2019* se fundamenta en la alta expectativa de recuperación del sector financiero en Colombia, sumado a las mejores estimaciones de los distintos indicadores del banco, a su capacidad de aprovechar su posicionamiento como marca líder en sus mercados y a que el activo no debería sufrir los efectos de falta de liquidez que sí presentan otros emisores, lo cual también podría resultar en un repunte más rápido que el de otros títulos.

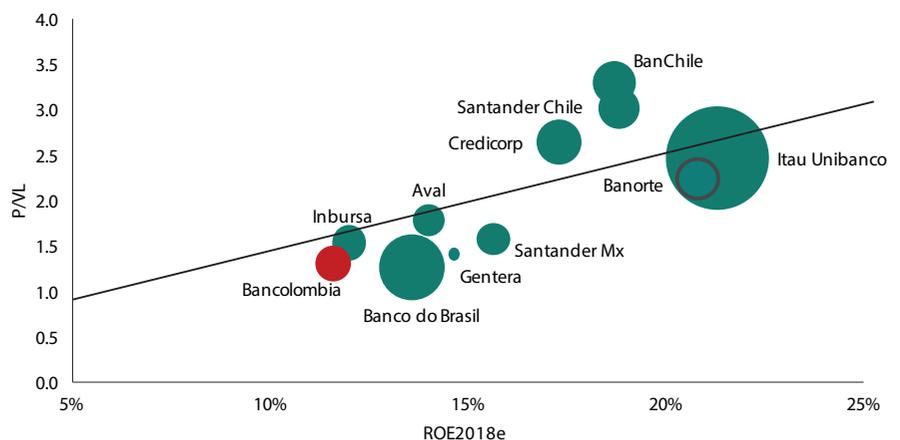
Tras tres años de desaceleración económica y un 2017 que pasará a la historia reciente como uno de los años de peores resultados del sector bancario, finalmente Colombia ha empezado a mostrar cifras que respaldan la expectativa de mejor desempeño macro y de recuperación del sector financiero. Por el lado del crecimiento de la economía, nuestra estimación de crecimiento del PIB para 2019 es de 3.2%, donde dicha expansión resultaría en un mejor desempeño de los dis-

► Relación P/VL Bancolombia vs pares regionales



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

► Relación P/VL vs. ROE 2018e



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

► **Liquidez Bancolombia vs. otros emisores**

Acción	Diferencial precio compra - venta
PfBancolombia	0.26%
Ecopetrol	0.33%
Grupo Éxito	0.38%
Grupo Nutresa	0.53%
PfGrupo Aval	0.54%
Grupo Sura	0.54%
Celsia	0.60%
Bancolombia	0.64%
Corficol	0.67%
Avianca	0.69%
PfDavivienda	0.77%
Banco de Bogotá	0.95%
ETB	1.33%
Grupo Aval	1.41%
Concreto	2.07%
Promigas	3.71%

Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

► **Plataformas digitales**



Fuente: Página web Compañía

tintos sectores económicos y un mayor dinamismo en el crecimiento de la cartera de créditos, que estimamos crecerá alrededor del 7.5% en 2019 y en el caso de Bancolombia, le permitiría al banco consolidar su posición de líder del mercado local, logrando un crecimiento de cartera en línea con el mercado en 2019.

Sumado al mayor crecimiento de cartera, las estrategias de mitigación de deterioros de cartera que ha venido presentando el Grupo y la culminación de algunos casos puntuales en la modalidad comercial que han impactado la calidad de los activos, le permitirán a Bancolombia mejorar significativamente en distintas métricas. Por el lado de la rentabilidad, estimamos que el ROAE se ubique en 12.2% para 2019, lo cual implicaría una mejora de casi 200 pbs frente a nuestra estimación para 2018, permitiéndole al banco acercarse más a sus pares regionales. Por el lado de la calidad de los activos, estimamos que dicho indicador medido a 30 días se ubicará en 4.9% para cierre de 2019, a lo cual se suma un costo del riesgo de 2.1%, reflejando una mejora considerable de cerca de 40 pbs frente a nuestra estimación de 2018.

Otro de los aspectos que destaca a Bancolombia y que debería contribuir a su objetivo de ser cada vez más eficiente, es la apuesta que ha venido realizando en materia de digitalización e incorporación de nuevas tecnologías a su operación, lo cual está en línea con las tendencias de los principales bancos a nivel global. En este ámbito, el banco ha venido implementando distintas estrategias y aplicaciones, como *Invesbot* y billeteras móviles, que le han permitido lograr que alrededor del 51% de sus clientes acudan a los canales digitales que provee el banco, lo cual genera eficiencias de costos. Bancolombia ha reiterado la importancia estratégica de las inversiones en tecnología y planea inversiones de ~COP 150 mil millones en este tipo de iniciativas en los próximos dos años.

Si bien la liquidez se ha convertido en una gran limitación para un importante número de emisores que hacen parte del mercado local, Bancolombia es uno de los pocos títulos que no han sentido el impacto de esta variable, siendo una de las compañías de mayor participación en el COLCAP (18.5% teniendo

en cuenta ambos títulos) negociando en promedio COP 29,700 millones diarios (incluyendo ordinarias y preferenciales) en lo corrido del año y donde además estimamos que dicha ponderación se mantendría prácticamente inalterada en el mediano plazo.

Adicionalmente, Bancolombia es uno de los pocos emisores colombianos con presencia en el mercado accionario americano a través de su ADR listado en la Bolsa de Nueva York, lo cual le permite tener mayor visibilidad y ser de fácil acceso para los inversionistas internacionales.

En línea con lo anterior, basados en la relación P/VL y el ROE2018e, Bancolombia se muestra como un activo barato a nivel relativo (P/VL 1.30x) frente a sus comparables en Latinoamérica (P/VL 1.77x), convirtiéndose en un emisor atractivo para aquellos inversionistas que buscan exposición al sector financiero en la región, lo cual toma aún mayor importancia al incorporar la relevancia que siguen tomando los flujos internacionales en el desempeño de los activos locales.



GRUPO ARGOS - Portafolio de oportunidades transversales

La decisión de incluir nuevamente a Grupo Argos dentro de nuestra selección de *Top Picks 2019* se fundamenta en la diversidad de oportunidades y la complementariedad (materiales, construcción, energía y desarrollo urbano) que presenta un portafolio de inversiones estructurado estratégicamente para capturar las oportunidades y necesidades en materia de infraestructura (vial, energética, aeroportuaria, inmobiliaria) en el país, razón por la cual hemos titulado nuestro reporte de Grupo Argos: “un portafolio de oportunidades transversales”. Adicionalmente, el fuerte, y en nuestra opinión, exagerado descuento que presenta la acción frente a su valor justo, que adicionalmente se ha ampliado en lo corrido del 2018 (-26% a

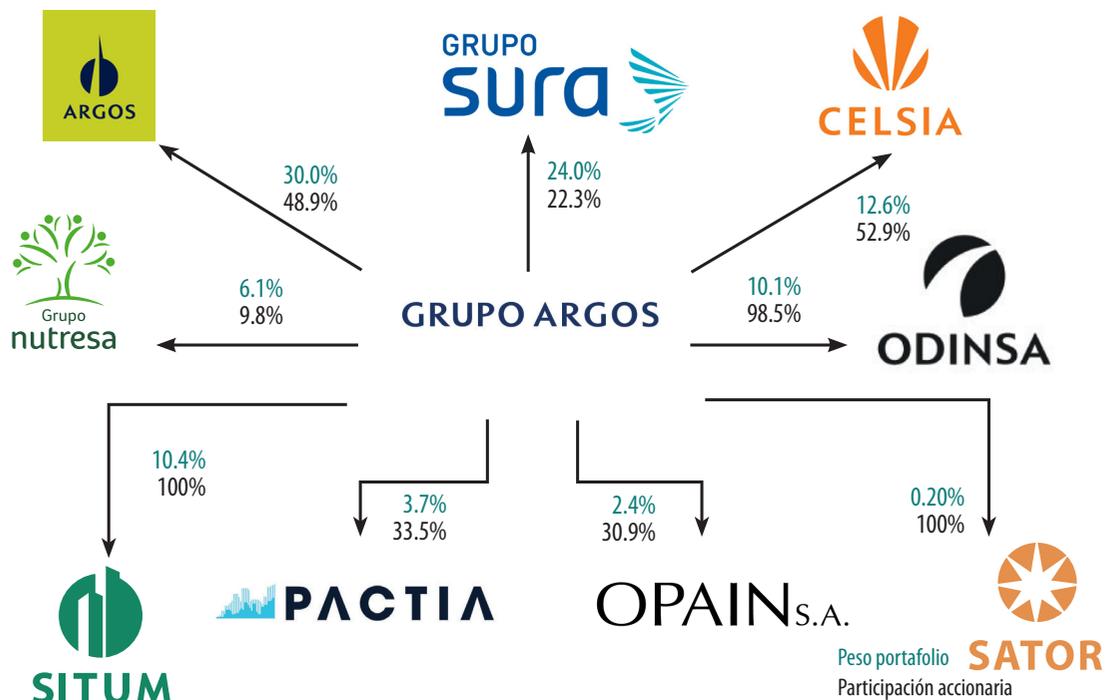
octubre 9), representa una oportunidad de inversión bastante atractiva para el 2019. Dicho esto, consideramos que los precios actuales acentúan nuestra tesis de inversión pues si en el pasado estimábamos que el bajo desempeño del título era resultado de la falta de reconocimiento del valor de las inversiones menos líquidas, a los precios actuales lo que es evidente es que el mercado no está reconociendo ni siquiera el valor justo de los activos más líquidos. En línea con esto, actualmente el *spread* entre el valor a mercado del portafolio de inversiones de Grupo Argos y el valor de la acción se ubica en 15%, muy por encima de su descuento histórico (~6.8%).

La transversalidad de las oportunidades que mencionamos resulta del mejor desempeño que estimamos presentarán todos los principales segmentos del grupo, soportado por la capacidad de ejecución del rol de holding y un portafolio cada vez más simplificado. Entre las inversiones que tendrían un mejor desempe-

ño y deberían contribuir al repunte de los resultados está Cementos Argos, un activo que tuvo un 2017 y un primer semestre de 2018 con algunas complejidades pero que en definitiva, parece estar superando aspectos y eventos como la fuerte caída de los precios del cemento en Colombia y las investigaciones por parte de la SIC, por lo cual estimamos que el 2019 traería crecimientos en utilidades superiores al 20% que se transmitirían a Grupo Argos a través de mayores dividendos y mejores resultados consolidados. A esto se suma la sólida dinámica que presenta la regional de Estados Unidos, que ya aporta el ~58% de los ingresos, la cual también a partir de 2018 empezará a percibir los beneficios del programa de ahorro y eficiencias BEST, el cual ha probado ser muy exitoso en Colombia.

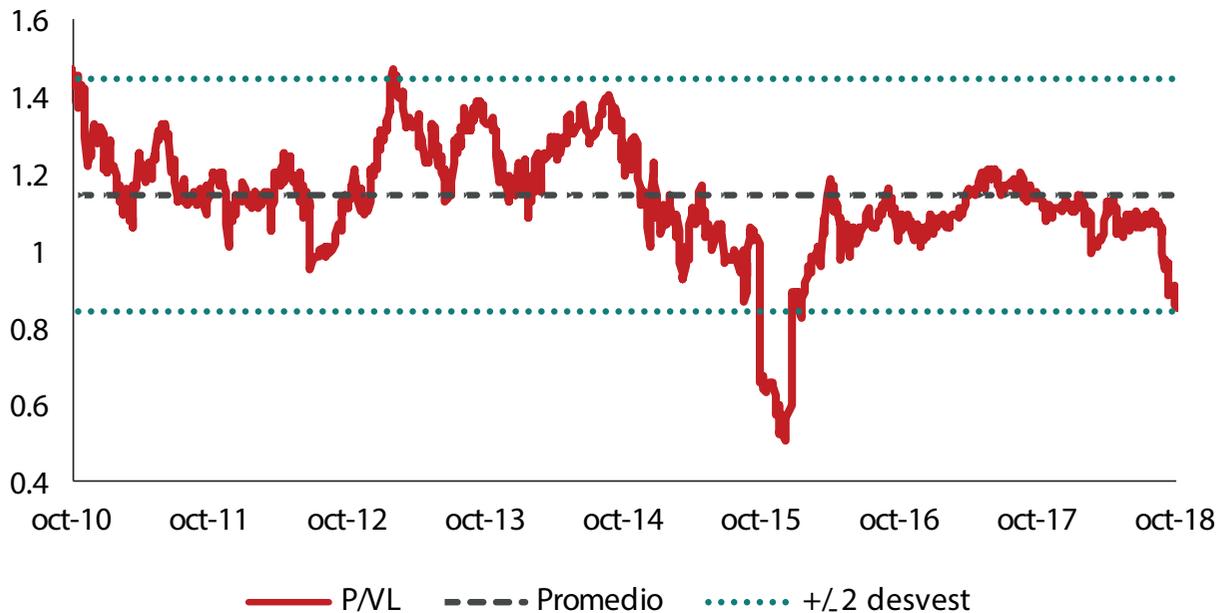
Otra de las inversiones y posiblemente la que podría mostrar la mejor dinámica de crecimiento en los próximos años es Odinsa. El brazo de infraestructura de Grupo Argos concentra el segmento de

► Participaciones portafolio de inversiones



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

► **Relación histórica P/VL**



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

Otra de las inversiones y posiblemente la que podría mostrar la mejor dinámica de crecimiento en los próximos años es Odinsa. El brazo de infraestructura de Grupo Argos concentra el segmento de concesiones, tanto viales como aeroportuarias.

concesiones, tanto viales como aeroportuarias. Su portafolio aeroportuario está en una etapa madura, donde las inversiones recientes y la entrada en funcionamiento de distintas obras de ampliación le han permitido mantener saludables tasas de crecimiento de tráfico local e internacional, tanto en su operación del Aeropuerto El Dorado, como del Aeropuerto de Quito en Ecuador. Dichas concesiones aeroportuarias cuentan con tasas de retornos altas, cercanas al 30% y a primer semestre de 2018 mostraron un crecimiento anual en ingresos del 14%, manteniendo un margen EBITDA muy saludable (34% a 1S18). A los aeropuertos actuales se podría sumar el desarro-

llo del nuevo aeropuerto de Cartagena, donde Odinsa sería la cabeza del grupo gestor que busca ejecutar este proyecto que se encuentra en etapa de prefactibilidad y que tendría en su etapa inicial, la capacidad de movilizar 9 millones de pasajeros al año. Dicho proyecto conllevaría inversiones de ~USD 600 millones y podría entrar en operación en 2025.

Por otro lado, su portafolio de concesiones viales refleja estabilidad en su generación de flujos de caja con niveles de tráfico diario promedio estables, donde además su proyecto de Pacífico II (Bolímbolo – La Pintada) en el cual tiene una participación del 78.8%, es uno de los de

mejor desempeño del Programa de 4G en Colombia con un nivel de avance en la ejecución del 49% a 2T18 y a medida que vaya completando sus distintas unidades funcionales estimamos que la generación de flujos de caja operacionales continuarán creciendo y podrán seguir apalancando la ejecución de los proyectos. De igual forma, Odinsa ha expresado públicamente que cuenta con varios proyectos de infraestructura en el *pipeline* que podrían seguir representando crecimiento y valor para este segmento.

Por otro lado, una de las inversiones de Grupo Argos que mayor cuestionamiento ha tenido es el de las tierras para desa-



rollo inmobiliario. Si bien, la liquidez de estos activos podría ser menor que la de otras inversiones estratégicas y de portafolio, esto no implica que no tengan ningún valor. Por el contrario, dada su ubicación estratégica en áreas potenciales para el crecimiento turístico y de vivienda (Barú y Barranquilla), su tamaño (~4,500 hectáreas) y las oportunidades de sinergias con otras inversiones (Pactia), consideramos que es un activo altamente valioso para el Grupo, aportando el 10% del valor de la holding y generando flujos de caja anuales entre COP 100 mil y COP 150 mil millones mediante la venta de terrenos. Esto significa que en un escenario hipotético y de extrema acidez en el que consideráramos que estas tierras no tienen ningún valor, nuestro P.O. de Grupo Argos sería de COP 18,900, muy por encima de los precios reconocidos por el mercado hoy en día.

Por otro lado, el Fondo de Capital Privado Pactia, en el cual Grupo Argos controla el 33.5%, se ha consolidado

como uno de los vehículos inmobiliarios de mayor importancia en Colombia, con un portafolio diversificado de activos generadores de renta y más de 720 mil m² de área arrendable. La inversión en Pactia podría beneficiar adicionalmente a Grupo Argos mediante una eventual desinversión para levantar recursos e invertir en proyectos más estratégicos para el Grupo, como el desarrollo de proyectos de infraestructura.

En el caso de las inversiones en energía de Grupo Argos, Celsia ha logrado estabilizarse tras los efectos del fuerte fenómeno de "El Niño" en 2016. Sus resultados han evidenciado una mayor normalización, con márgenes EBITDA superiores al 30%, que estimamos se mantendrán en el corto plazo y largo plazo, y continuarían siendo un aporte importante a los resultados de la holding (21% de los ingresos y el 15% de la utilidad neta durante 2017). Por otro lado, existen una serie de factores exógenos y endógenos que Celsia podría aprovechar durante los

próximos años, tales como el efecto positivo en precios de la energía dados los retrasos en la entrada de operación de Hidroituango y la incorporación de proyectos adicionales de generación solar que traerían consigo beneficios tributarios, teniendo en cuenta la ley 1715 del 2014 que incentiva este tipo de proyectos. De igual manera la entrada en operación de la regasificadora de Cartagena en 2016 y la implementación del precio marginal de escasez, reducen los riesgos asociados a nuevos fenómenos de El Niño.

Finalmente, el 30% del valor del portafolio proviene del enroque con Grupo Sura (otro de nuestros *Top Picks 2019*) y Nutresa, dos holdings fuertemente posicionadas en mercados donde tienen participaciones líderes y que al igual que Grupo Argos evidencian descuentos significativos frente a sus valores fundamentales, lo que permitiría que a medida que el mercado incorpore su mayor valor, el reconocimiento a Grupo Argos también podría materializarse. ●

UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA

3



2019: TEMPORADA DE DESCUENTOS

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
- > El Cóndor
- > Grupo Argos
- > Grupo Aval
- > Grupo Energía Bogotá
- > Grupo Éxito
- > Grupo Nutresa
- > Grupo Sura
- > ISA
- > Patrimonio Estrategias Inmobiliarias

Avianca Holdings

Preparando el 2020

El paro de pilotos de 2017 tuvo un importante impacto en las métricas de rentabilidad de la compañía, que sumado al incremento en el costo de combustibles ha llevado a que los ratios de deuda y liquidez de esta se ubiquen en niveles similares a 2015. En 2019, la compañía se enfocará en eficiencias y en aplazar/cancelar el crecimiento de su flota. En un escenario con precios de combustible estables, sin sobrecostos posteriores al 3T18 y *yields* recuperándose lentamente; los ingresos y EBITDAR se incrementarían en 7% y 16% respectivamente. No obstante, dado el riesgo que persiste por variables como el refinanciamiento de los bonos internacionales a 2020, la incertidumbre en CAPEX y la posible fusión con Avianca Brasil, recomendamos SUBPONDERAR.

Aspectos para destacar

- **Estimamos un Precio Objetivo 2019FA de COP 2,380/acción.** En esta actualización el P.O. refleja: i) la eliminación de los sobrecostos generados por el paro de pilotos; ii) eficiencias en costos por el hangar de mantenimiento y reparaciones de Rionegro y la adquisición de SAI operadora terrestre del Dorado; iii) la ampliación de la capacidad a mercados internacionales; iv) recuperaciones en los *yields*, y v) precios de combustible estables, con una referencia WTI en USD 66/bl 2018-2020.
- **Además de enfocar su estrategia a la reducción de los *Cask-Exfuel* para el 2019, las métricas de endeudamiento y liquidez mejorarán.** Durante el 2017, la compañía empezó a exhibir eficiencias en costos que se vieron opacadas por el paro de pilotos y un mayor costo de combustible. Para 2019, esperamos que los efectos del paro desaparezcan y se logre compensar parte de los incrementos de los combustibles con eficiencias operacionales, con lo que el margen EBITDAR se ubicaría en 20%. Acorde a esto, estimamos mejoras en las métricas de endeudamiento a 2019; Deuda Neta ajustada/EBITDAR 5.4x desde 6.25x y EBITDA/intereses 3.7x desde 2.9x.
- **Negociaciones para cancelar compromisos de aviones y refinanciar bonos internacionales del 2020 serán claves para el futuro de la compañía:** Los compromisos de CAPEX y deuda para 2020 alcanzarían ~USD 1,500 mm, más del doble del Flujo de Caja Operativo proyectado para el periodo, por lo que la refinanciación de la deuda con vencimiento en ese año y renegociaciones de aplazamiento y cancelaciones de aviones se vuelven pieza fundamental para la estructura de capital de la compañía. En un escenario en el que Avianca se igualara en órdenes de aviones a los pares latinoamericanos, se podrían realizar cerca de 65 cancelaciones que ayudarían a mitigar el riesgo.

¿Por qué SUBPONDERAR?

Si bien nuestro Precio Objetivo expone un potencial de valorización del 13.6% dada la expectativa de recuperación durante 2019 y 2020, existen presiones de liquidez importantes a corto plazo cuya solución depende de la negociación con sus proveedores y acreedores. Por lo anterior, cambiamos nuestra recomendación a SUBPONDERAR.



SUBPONDERAR Precio Objetivo: 2,380

Potencial: 13.6%

Riesgo: ALTO

Cierre: COP 2,095

Sector: Aerolíneas

PFAVH CB

Bloomberg: COAR <GO>

Ricardo Sandoval

Analista sector Aerolíneas
rsandoval@corredores.com
Ext. 92257

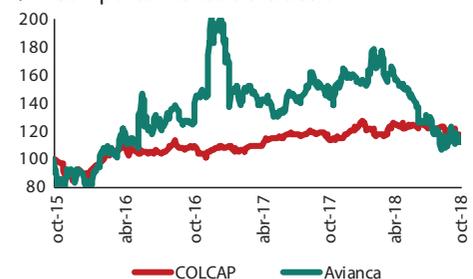
Katherine Ortiz

Analista Senior Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (USD mm):	708 mm
Flotante:	43.7%
Dividendo 2019e (COP):	80
Retorno por dividendo:	3.8%
% COLCAP:	0.76%
# Acciones	997 mm
P/VL actual:	0.58x
P/U actual:	43.5x
EV/EBITDA actual:	6.6x
Último Precio:	2,095
Max 52 semanas:	3,340
Min 52 semanas:	1,980

Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

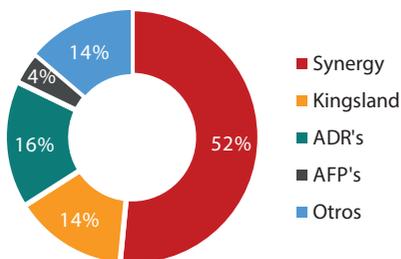


Avianca Holdings / Ficha técnica

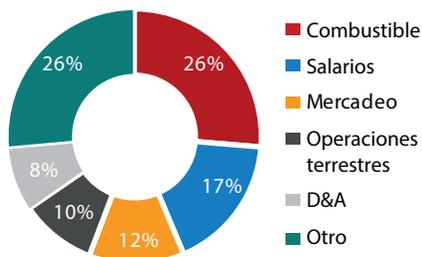
Descripción de la compañía: Avianca Holdings es una compañía líder en Latinoamérica, resultado de la fusión entre Aero-vías del Continente Americano y Taca. Opera más de 6,000 vuelos semanales a más de 100 destinos en más de 28 países en todo el mundo; la compañía es miembro del programa Star Alliance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

de 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 2018e



Comparables (Datos actuales)

Compañías	Mkt Cap	EV/EBITDAR	EV/EBITDAR
Latam Airlines	5,616	6.52	5.77
Copa	3,241	7.63	6.78
Gol	921	6.19	5.55
Aeroméxico	950	6.01	-
Delta	39,129	5.21	4.83
Southwest	35,355	6.18	5.57
Continental	23,883	5.50	5.33
American Airlines	18,241	6.95	6.34
Alaska Air	8,361	5.97	4.84
Spirit	3,108	6.85	5.74
Westjet	1,775	4.98	4.53
JetBlue	5,941	4.89	4.02
Allegiant	2,035	7.29	7.40
Hawaiian	1,930	4.93	4.35
Air Canada	5,583	3.29	2.86
Ryanair	15,070	6.68	7.21

- ▶ **Presidente:** Hernán Rincón
- ▶ **Vicepresidente Financiero:** Roberto Held
- ▶ **IR:** Luca Pfeifer
- ▶ **Página web:** www.aviancaholdings.com

Resumen

USD miles	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Acciones en circulación (mm)	997	997	997	997	997
Cap. Bursátil (USD mm)	1,195,632	985,298	707,550	707,550	707,550
Precio (USD/Acción)	1.20	0.98	0.71	0.71	0.71
VL (USD/Acción)	1.41	1.42	1.39	1.50	1.57
UPA (USD/Acción)	0.04	0.08	0.03	0.10	0.12
EV Ajustado* (USD millones)	6,295,565	6,179,833	5,976,554	6,019,556	6,182,207
Deuda Neta+offbalance (USD mm)	5,099,933	5,194,535	5,344,953	5,387,955	5,550,607
P/VL	0.9x	0.7x	0.5x	0.5x	0.5x
P/U	27.1x	12.0x	24.3x	6.9x	5.7x
EV/EBITDAR	7.5x	7.0x	6.6x	5.7x	5.3x

Balance general consolidado

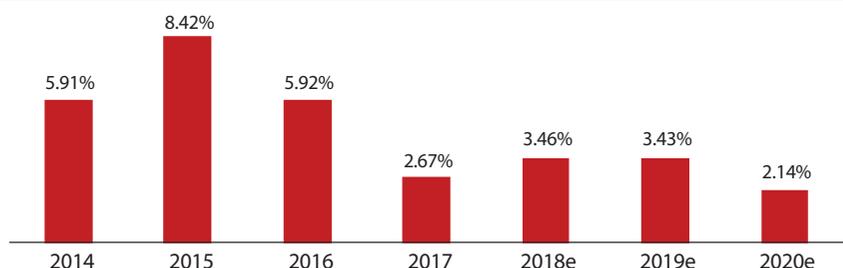
USD miles	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Activo Corriente	1,016,486	1,271,016	1,332,891	1,403,839	1,511,285
Activo No Corriente	5,334,849	5,590,380	6,284,142	6,883,081	7,492,107
Activos	6,351,335	6,861,396	7,617,033	8,286,921	9,003,392
Pasivo Corriente	1,691,202	1,911,039	2,143,082	2,034,856	2,698,921
Pasivo no Corriente	3,238,872	3,610,657	4,084,091	4,347,883	3,900,554
Pasivos	4,930,074	5,521,696	6,227,173	6,786,910	7,435,014
Patrimonio	1,421,261	1,340,700	1,389,860	1,500,010	1,568,378
Pasivo+Patrimonio	6,351,335	6,862,396	7,617,033	8,286,921	9,003,392
Deuda + offbalance/ Patrimonio	3.6x	3.9x	4.0x	3.8x	3.8x
Deuda Neta Ajustada / EBITDAR	5.6x	5.3x	5.3x	4.6x	4.2x

Estado de resultados consolidado

USD miles	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Pasajeros	3,285,217	3,550,160	3,961,310	4,228,472	4,519,490
Carga y otros	853,121	891,524	962,192	1,050,104	1,148,480
Ingresos Operacionales	4,138,338	4,441,684	4,923,503	5,278,577	5,667,970
Gastos Operacionales	3,879,868	4,148,039	4,653,044	4,904,250	5,258,613
Utilidad Operacional	258,470	293,645	270,458	374,327	409,357
Margen Operacional	6%	7%	5%	7%	7%
Utilidad Neta	44,186	82,032	29,120	102,875	123,976
EBITDA	528,016	607,058	647,082	788,640	885,141
EBITDAR	842,509	885,830	909,000	1,052,101	1,168,070

*Precio de Cierre del 19/10/2018

Crecimiento de la capacidad medida en sillas disponibles por Km



Hipótesis de valor

> Estrategia enfocada a reducir los costos excluyendo combustibles (*cask-exfuel*).

i) La inauguración del centro de mantenimiento y reparaciones de Rionegro; ii) el traslado de las operaciones totales del puente aéreo al aeropuerto El Dorado; iii) la reciente adquisición de SAI, empresa que se encarga de las operaciones terrestres en El Dorado, y iv) las ampliaciones de la capacidad a destinos internacionales hacen parte de las medidas que la compañía ha tomado para mejorar su estructura de costos y llevar los *cask-exfuel* cada vez más cerca del promedio de sus pares. Consecuentemente, es de reconocer la positiva evolución de los *cask-exfuel* que pasaron de USD 7.48 cent. en 2014 a USD 6.56 cent. en 2016 antes de que el paro de pilotos generara sobrecostos en el negocio. Para 2017 resaltamos que el *cask* y *cask-exfuel* promedio en Latinoamérica¹ fue de USD 7.1 cent. y 5.7 cent. respectivamente, mientras que Avianca registró USD 8.6 cent. y 6.7 cent., mostrando espacio para eficiencias que esperamos se reflejen en 2019 una vez se terminen los sobrecostos del paro.

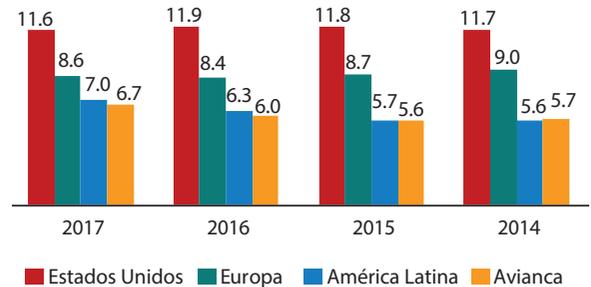
> Anuncio de negociaciones para cancelar órdenes de aviones tiene como objetivo aliviar presiones de liquidez y crear valor.

Avianca cuenta con unos compromisos de incorporación de flota significativamente altos (132 aviones entre 2018 y 2025), cuando sus pares latinoamericanos¹ en promedio tienen órdenes por 84 aviones. Además, la aerolínea posee una de las flotas más jóvenes, 6.7 años, cuando para 2017 las aerolíneas europeas y norteamericanas contaban con una vida media de 8.6 y 11.6 años. Es de resaltar también que el 2017 mostró que los *yields* pagados en estos dos mercados (Europa y Norteamérica) fueron más altos que los observados en Latinoamérica, a pesar de que este tiene una flota más joven. Dado este escenario y que recientemente la aerolínea anunció aplazamientos y cancelaciones de órdenes de aviones, en un ejercicio donde igualamos la vida media de la flota (en 2023) a la de sus pares norteamericanos (11.6 años) y a las órdenes de aviones de sus pares latinoamericanos, las cancelaciones podrían alcanzar los 65 aviones. Aunque no consideramos que lo anterior sea una tarea fácil, de lograrlo se liberarían presiones de liquidez y disminuirían los intereses generados por la deuda futura de aeronaves.

> En 2019 Avianca retornará a la senda de reducción de apalancamiento.

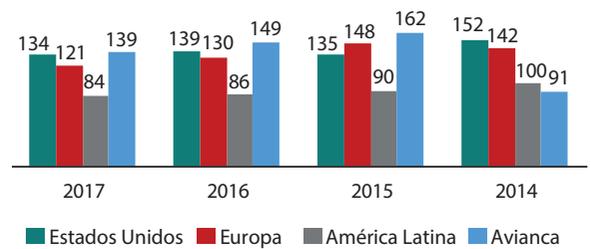
Durante las últimas jornadas de negociación, el precio de la acción ha presentado importantes caídas dados los desgastes de métricas de endeudamiento a 2T18 y un posible deterioro adicional para el 3T18. No obstante, el escenario proyectado para 2019 muestra una importante reducción del apalancamiento de la firma en comparación con lo que sería el cierre de 2018, vía crecimiento del EBITDAR y no prepagado de deuda. Deuda Neta ajustada/EBITDAR 2018e de 6.1x vs. 5.4x 2019e.

Vida promedio de aeronaves (años)



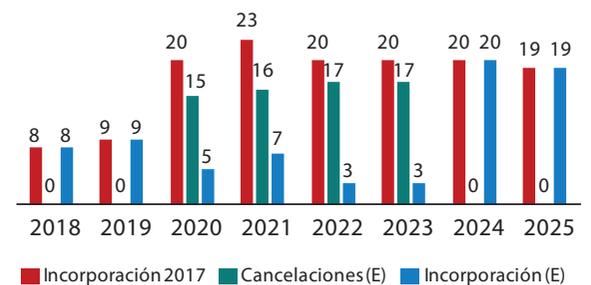
Fuente: Capital IQ

Órdenes promedio de aviones



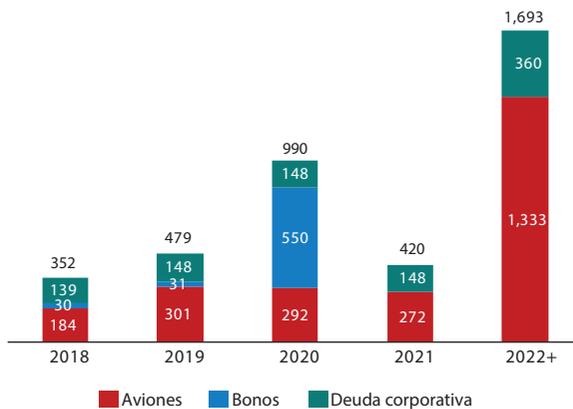
Fuente: Capital IQ

Órdenes de Aviones



Fuente: Davivienda Corredores

1. Cinco compañías como muestra: Copa Holdings, LATAM Airlines Group, Grupo Aero-méxico, Azul y Avianca Holdings.

**Perfil de vencimientos 2T18 (USD mm)**

Fuente: Avianca Holdings

Huella geográfica

Fuente: Avianca Holdings

Riesgos

- **Presiones de liquidez obligarían a refinanciar deuda con vencimiento a 2020.** Para 2020 el flujo de caja operacional (FCO) proyectado es de ~ USD 700 mm. No obstante, los compromisos en este año totalizan ~ USD 1,500 mm distribuidos en vencimientos de deuda por USD 990 mm y compromisos de CAPEX por USD 500 mm. Consecuentemente, la compañía deberá empezar a gestionar durante el 2019 los vencimientos de deuda en un entorno que puede ser poco favorable dadas las condiciones financieras más apretadas a nivel global ante los incrementos de tasa de la Reserva Federal y los mayores *spreads* cobrados a la deuda emergente.
- **Cancelación de flota estaría sujeta estrictamente a las negociaciones con Airbus.** El año 2015 fue un momento históricamente difícil para las aerolíneas con operaciones en América Latina, donde el débil desempeño de las economías por las caídas en los precios de los *commodities* golpeó fuertemente los *yields* y las proyecciones futuras del crecimiento del sector. Resultado de lo anterior, Avianca en su momento negoció con su proveedor (Airbus) el aplazamiento de sus compras futuras de aviones y no cancelaciones por posibles multas. Años después, si bien el panorama de crecimiento económico ha mejorado, las presiones de liquidez y métricas de endeudamiento estarían forzando una nueva negociación, para evaluar el aplazamiento e inclusive cancelaciones de nueva flota. Dichas negociaciones son cruciales para la mejoría en los indicadores de la compañía y por lo tanto, el no llegar a un acuerdo favorable se consolida como uno de los mayores riesgos de la inversión en Avianca. Vale la pena mencionar que la cancelación de flota podría generar multas o sanciones que no están contempladas en nuestra valoración.
- **Posible fusión con OceanAir (Avianca Brasil) agregaría números rojos a la operación consolidada.** Los últimos cinco años han sido especialmente difíciles para el sector de aerolíneas en Brasil, castigadas por la depreciación del BRL, un entorno macroeconómico y político turbulento y una estructura de costos denominada en dólares. Por lo anterior, OceanAir presentó pérdidas netas por cuatro años consecutivos (2013-2016), lo que ahora se refleja en un patrimonio negativo en su balance general (2017 de USD -8.4 mm). Si bien en el 2017 se registró una utilidad neta de USD 13.5 mm esta se debió específicamente a un tema impositivo, pues se presentó una pérdida operacional por USD -8.25 mm y estimamos que un EBITDAR de USD 225 mm llevando a un Deuda Neta Ajustada / EBITDAR de 6.88x para 2017.
- **Rumores de venta por parte de Advent International de su participación en Lifemiles y entrada de Puntos Colombia podrían afectar valor del negocio.** En agosto de 2015 Advent International pagó USD 344 mm por una participación del 30% en Lifemiles, lo que dejó a esta compañía con una referencia de valor de ~USD 1,150 mm, cuando Avianca Holdings matriz con 70% de participación tiene un valor de mercado de USD 708 mm. Ahora bien, rumores de mercado indican una intención de venta por parte de Advent International que pondrían un nuevo valor de referencia para esta compañía que actualmente aporta de manera significativa a las utilidades de su matriz. Finalmente, también hay que considerar la entrada al mercado de un nuevo competidor: Puntos Colombia, apoyado por Grupo Éxito y Bancolombia.

La compañía deberá empezar a gestionar durante el 2019 los vencimientos de deuda en un entorno que puede ser poco favorable dadas las condiciones financieras más apretadas a nivel global ante los incrementos de tasa de la Reserva Federal y los mayores *spreads* cobrados a la deuda emergente.

Proyecciones

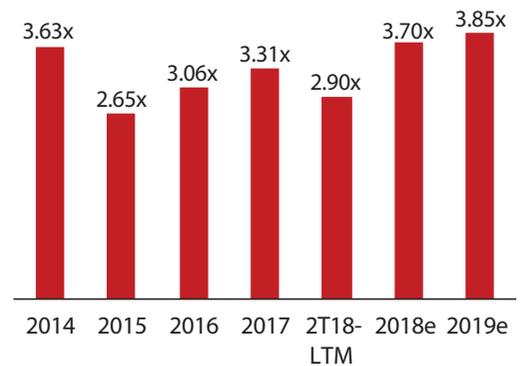
- **Ingresos:** Estimamos los ingresos consolidados 2019 de Avianca en USD 5,279 mm mostrando un incremento del 7% frente a nuestro estimado 2018 de USD 4,924 mm con base en i) una recuperación de los pasajeros transportados en el mercado doméstico, y ii) un incremento moderado tanto en los pasajeros transportados en el mercado internacional como en los *yields* de la operación consolidada.
- **EBIT-EBITDAR:** Aunque hacia delante vemos un crecimiento plano de los ingresos, es de resaltar que después de eliminar los sobrecostos del paro de pilotos y suponiendo un escenario plano en los precios del crudo (WTI USD 65/bl 2019), los márgenes de rentabilidad volverán a tener una tendencia positiva. De esta forma, esperamos para el 2019 un margen EBIT de 7.1% y un margen EBITDAR de 19.9%. Posteriormente (2020), esperamos que las mejoras en los márgenes sean reducidas; en cifras, el EBITDAR 2019 y 2020 se ubicarían respectivamente en USD 1,052 mm y 1,168 mm.
- **Utilidad neta:** De la mano de las mejoras operacionales, el margen neto tendrá también una tendencia positiva, con el limitante de unos gastos por intereses que no se reducirán en años posteriores, pues el desapalancamiento de la firma se daría vía crecimiento y no prepagos de deuda. Por lo tanto, esperamos un margen neto de 1.9% para 2019 y 2.2% para 2020.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

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 2018, 2019 y 2020 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. Resaltamos que basados en la expectativa futura del múltiplo en la compañía y pares comparables, y realizando un ajuste por margen EBITDAR, el múltiplo utilizado es de 6.2x para 2019.

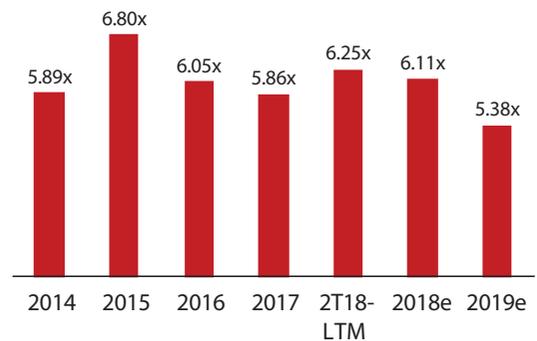
En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un P. O. 2019 FA de USD 6.35/ ADR (COP 2,380/acción), con un potencial de valorización de 13.6%. Cambiamos nuestra recomendación a SUBPONDERAR y asignamos un riesgo MUY ALTO a nuestra valoración teniendo en cuenta las presiones de liquidez, los niveles de endeudamiento y lo que implicaría una fusión con OceanAir (Avianca Brasil). Adicionalmente, agregamos que nuestra valoración no incorpora ningún

EBITDA / Intereses



Fuente: Avianca Holdings | Cálculos: Davivienda Corredores

Deuda neta OFF Balance / EBITDAR



Fuente: Avianca Holdings | Cálculos: Davivienda Corredores



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.

Resumen de la valoración		
Resumen de Valoración	2019	2020
Múltiplo fwd objetivo EV/EBITDAR(*)	6.2	5.8
Forward EBITDAR	1,052	1,168
EV ajustado (*)	6,562	6,814
Forward Deuda Neta ajustada + minoritarios (*)	5,875	5,907
Valor del Patrimonio	687	907
VF (USD/ADR)	5.5	7.2
VF (COP/acción)	2,066	2,700
Tasa de cambio	3,012	3,021
Promedio (USD/ADR)		6.4
Promedio (COP/acción)		2,380

* Ajustado con Deuda OFF Balance

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 6.4x, por lo cual un incremento de 0.1x se traduce en un aumento del Precio Objetivo de COP 70/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 600/acción.

		EBITDAR				
		-6%	-3%	0%	3%	6%
Múltiplo EV/ EBITDAR	-0.3	1,080	1,680	2,270	2,870	3,510
	-0.1	1,170	1,760	2,360	2,960	3,550
	0	1,190	1,780	2,380	3,020	3,620
	0.1	1,200	1,850	2,450	3,040	3,640
	0.3	1,290	1,890	2,480	3,130	3,730

Precio del petróleo vs. Tasa de cambio

Estimamos el impacto que tendría en la valoración un cambio en el precio promedio del petróleo, partiendo de un escenario base promedio 2019-2020 de USD 66/ bbl y cambios en la tasa de cambio partiendo de un escenario de 3,012 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 360/acción. En contraste, un incremento de COP 100 en la tasa de cambio se traduce en un cambio del precio objetivo en COP 80/acción.

		Tasa de cambio (Base=3,012 COP/USD)				
		-200	-100	0	100	200
Petróleo Promedio 2019-2020 USD 66	2	1,900	1,930	2,020	2,100	2,190
	1	2,080	2,110	2,200	2,280	2,370
	0	2,260	2,290	2,380	2,460	2,550
	-1	2,440	2,470	2,560	2,640	2,730
	-2	2,620	2,650	2,740	2,820	2,910

Bancolombia

Inicia el repunte en la rentabilidad

Bancolombia cerraría 2018 con un retroceso en las utilidades de 6.5% anual, no obstante para 2019 y 2020 el crecimiento sería de 20.7% y 15.4% respectivamente lo que llevaría a una expansión en la rentabilidad de 300pbs en los próximos dos años. Un ajuste a la baja en los gastos en provisiones, sumado a los beneficios que se derivan del adecuado control de gastos operacionales, un competitivo costo de fondeo y el inicio de la recuperación gradual en la rentabilidad soportan la inclusión de Bancolombia a nuestro portafolio de *Top Picks* con una recomendación de SOBREPONDERAR.

Aspectos para destacar

- **Para finalizar 2019, estimamos un Precio Objetivo para Bancolombia de COP 34,400/acción.** Nuestro ejercicio de valoración es resultado de: i) un crecimiento anual de 6.11% en la cartera consolidada, ii) unos ingresos netos por interés de COP 10.6 bn, presentando un incremento anual de 3.57%, iii) utilidad neta 2019E de COP 2.89 bn, aumentando 20.68% anual, ROAE de 12.2%, iv) costo del *equity* de 12.9%.
- **Prevedemos mejores cifras para 2019.** Varios hechos nos llevan a pensar que el banco mejorará en términos de resultados y rentabilidad. Por un lado, durante 2017 y la primera mitad de 2018 los resultados se han visto fuertemente golpeados por el deterioro de la cartera (fruto de la dinámica económica y casos puntuales a nivel corporativo) que ha llevado el indicador de calidad y costo de crédito a niveles muy elevados (no vistos desde el año 2009), con la consecuencia natural sobre la rentabilidad del banco; estimamos que Bancolombia ya alcanzó su punto más alto en costo del crédito (2.5%) e inicie una recuperación hasta situarse en niveles más acordes a condiciones de la economía. Por otro lado, una recuperación económica gradual, acompañada de incentivos como las bajas tasas de interés por parte del Banco de la República, derivarían en un impulso al crecimiento de la cartera.
- **Plataformas digitales contribuirían a lograr mayores eficiencias.** El banco ha logrado lanzar varias estrategias para incursionar en formatos digitales para facilitar varios procesos, tanto para sus clientes como para sus funciones internas. De esta forma, Bancolombia lograría reducir sus costos operativos, pasando de 50.9% en su indicador de eficiencia para el primer semestre de 2018 a 48.9% en 2019. Además, el banco tiene una meta para 2020 donde los ingresos por parte de estos formatos innovadores deberán ser del 8% del total de los ingresos, para cierre de 2017 este indicador se encontraba en 3.4% de los ingresos brutos.

¿Por qué SOBREPONDERAR?

Un mejor entorno económico, el inicio de la recuperación en la rentabilidad, el abaratamiento relativo en múltiplos forward (P/VL 2019 FA de 1.17x y P/E de 9.8x) y un potencial de valorización de 13.91% en un emisor de alta liquidez son razones suficientes para invertir en Bancolombia.



SOBREPONDERAR
Precio Objetivo: 34,400

Potencial: 13.91%
Riesgo: MEDIO
Cierre: COP 30,200
Sector: Financiero

BCOLO CB
PFBLOLO CB

Bloomberg: COAR <GO>

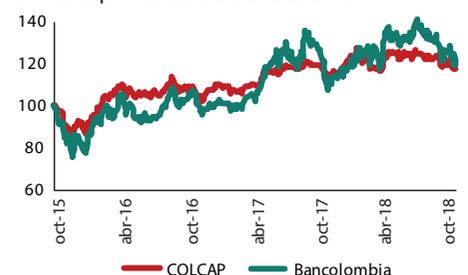
Julián Felipe Amaya
Analista sector Financiero
jamaya@corredores.com
Ext. 92473

Katherine Ortiz
Analista Senior Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP):	29.07 bn
Flotante:	53.54%
Dividendo 2019e (COP):	1,080
Retorno por dividendo:	3.58%
% COLCAP:	6.36%
# Acciones	962 mm
P/VL actual:	1.28x
P/U actual:	11.78x
Último Precio:	30,200
Max 52 semanas:	36,140
Min 52 semanas:	27,020

Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

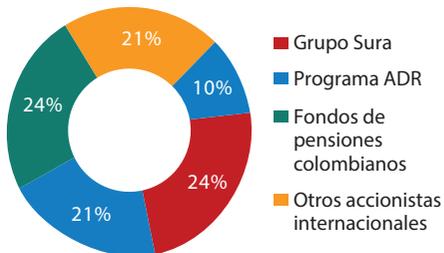


Bancolombia / Ficha técnica

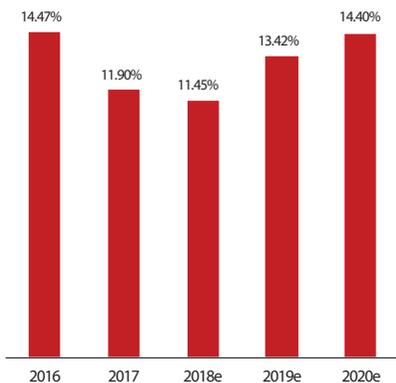
Descripción de la compañía: Fundado en 1945 como Banco Industrial Colombiano S.A., Bancolombia (BVC:BCOLOM; BV-C:PFBCOLO; NYSE:CIB) es hoy uno de los principales grupos financieros de Colombia. Bancolombia cuenta con una participación de mercado del 27% en Colombia, consolidándose

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.

Composición accionaria



Evolución ROAE



Comparables (P/VL vs ROE) fwd 19

Banco	P/VL	ROE
Credicorp	2.7x	20.1%
Banco de Chile	3.2x	18.8%
Banco Santander	3.3x	19.2%
ITAU	2.4x	19.0%
Inbursa	1.4x	15.3%
Bradesco	1.9x	14.9%
DaviVienda	1.5x	13.2%
Bogotá	1.3x	12.6%
BCI	2.0x	13.0%
Bancolombia	1.4x	11.9%
Promedio	2.0x	15.3%

- ▶ **Presidente de la JD:** David Emilio Bojanini García
- ▶ **Presidente:** Juan Carlos Mora Uribe
- ▶ **Vicepresidente Financiero:** Jaime Velásquez Botero
- ▶ **IR:** Alejandro Mejía Jaramillo
- ▶ **Webpage:** www.grupobancolombia.com

Resumen

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Acciones en circulación (millones)	962	962	962	962	962
Cap. Bursátil (COP millones)	26,142,458	28,835,573	29,047,175	29,047,175	29,047,175
Precio (COP/acción)*	27,180	29,980	30,200	30,200	30,200
VL (COP/acción)	22,112	24,030	24,137	25,269	27,539
UPA (COP/acción)	2,979	2,666	2,493	3,009	3,474
P/VL	1.2x	1.2x	1.3x	1.2x	1.1x
P/U	9.1x	11.2x	12.1x	10.0x	8.7x

Balance general consolidado

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Caja y Depósitos Interbancarios	16,216,907	15,523,123	14,790,237	15,694,355	16,851,575
Inversiones	2,904,752	17,942,312	17,618,081	18,695,064	20,272,092
Cartera Neta	145,125,575	152,244,991	158,013,316	167,672,579	180,035,882
Otros Activos	32,013,810	18,197,785	27,068,046	28,643,272	30,698,646
Total Activos	196,261,044	203,908,211	217,489,680	230,705,270	247,858,195
Depósitos	124,965,867	133,043,806	136,909,650	145,278,858	155,990,965
Obligaciones	48,818,197	46,434,855	56,086,818	59,766,076	63,923,600
Total Pasivos	173,784,064	179,478,661	192,996,469	205,044,934	219,914,565
Patrimonio	21,267,583	23,112,964	23,215,410	24,304,424	26,487,741
Pasivos+Patrimonio+Int. Min.	196,261,044	203,908,211	217,489,680	230,705,270	247,858,195

Estado de resultados consolidado

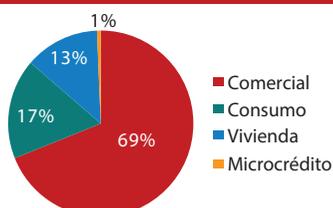
COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ingreso neto por interés	9,695,705	10,452,691	10,267,310	10,633,734	11,414,936
Ingreso neto por comisiones	2,318,964	2,504,193	2,622,631	2,782,951	2,988,151
Ingresos operacionales	10,947,332	11,220,216	10,815,559	11,508,194	12,719,799
Gastos en provisiones	-2,731,152	-3,461,845	-3,900,428	-2,738,501	-2,621,361
Utilidad neta	2,865,328	2,563,780	2,398,253	2,894,227	3,341,007
Margen neto	26.2%	22.8%	22.2%	25.1%	26.3%

Indicadores financieros

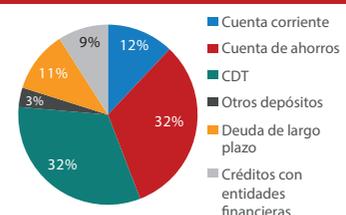
COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Margen neto de interés NIM	6.0%	6.1%	5.8%	5.8%	6.0%
Eficiencia	51.0%	49.2%	49.0%	48.9%	48.8%
Calidad	3.3%	4.6%	5.3%	5.1%	4.9%
Cubrimiento	125.9%	107.5%	126.0%	123.0%	126.0%
Gasto en provisiones/Cartera	1.9%	2.3%	2.5%	2.1%	1.9%
Patrimonio/Activos	10.8%	11.3%	10.7%	10.5%	10.7%
Cartera/Activos	73.9%	74.7%	72.7%	72.7%	72.6%
Depósitos/Cartera	86.1%	87.4%	86.6%	86.6%	86.6%
ROAA	1.5%	1.3%	1.2%	1.3%	1.5%
ROAE	14.5%	11.9%	10.4%	12.2%	13.2%

*Precio de Cierre del 19/10/2018

Composición cartera



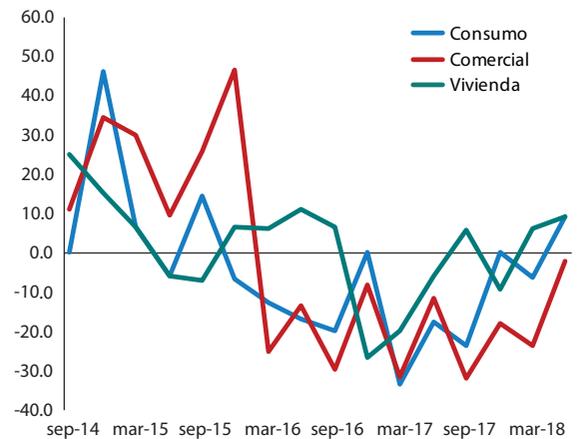
Fondeo



Hipótesis de valor

- > **Luego de tres años de desaceleración de la economía, cifras evidencian que la recuperación inició.** En los últimos años el comportamiento de la economía del país ha sido desafiante, al punto que 2017 finalizó con un crecimiento del PIB de 1.8%, el más bajo desde el año 2009. El deterioro de la capacidad de consumo de los hogares por el incremento del IVA derivó en un freno en la industria local y un muy lento crecimiento de la cartera comercial. Por su parte, el 2019 se proyecta como un mejor año en términos macroeconómicos en Colombia; la economía pasaría de crecer 1.8% en 2017 a 2.6% en 2018 y 3.2% en 2019, lo que se traduciría en un dinamismo mayor en la cartera, un freno en el deterioro de la calidad de la cartera y por ende en un incremento del indicador de rentabilidad de los bancos. Vale la pena destacar que en lo corrido del año, la percepción por parte de los bancos de demanda de crédito ha presentado una importante recuperación, señal positiva de lo que podría venir. Con esto estimamos que el ROAE de Bancolombia pase de 10.4% en 2018 a 12.2% en 2019 y 13.2% en 2020.
- > **Liderazgo en Colombia y Centroamérica representa una diversificación en su modelo de negocio.** Bancolombia ostenta una posición líder en los mercados donde opera; actualmente es el número uno en participación de mercado sobre la cartera en Colombia y El Salvador y el número dos en Panamá. En Colombia, el banco es particularmente fuerte en la modalidad comercial donde su participación de mercado se ha ubicado cerca del 33% en promedio en los últimos años, y en la hipotecaria con 20% en promedio en el mismo período. Por su parte, recientemente ha fortalecido su participación de mercado en el segmento de consumo cuyo crecimiento ha superado ampliamente a sus pares (+20% en promedio 2016-1518 vs. 12% del sector) lo cual le ha permitido afianzar su liderazgo y constituye una ventaja competitiva a la hora de aprovechar las oportunidades que se derivan de una economía en vías de desarrollo y en proceso de recuperación.
- > **Estrategias para mitigar el impacto de deterioro en la calidad han rendido frutos.** Mientras la rentabilidad del banco se ha visto impactada por los elevados gastos en provisiones, varios factores compensaron parcialmente este impacto: i) la fuerte dinámica de crecimiento de la cartera de consumo (segmento en la participación de mercado, así de 13% se pasó a 16.5% en los últimos dos años) ha contribuido a defender el margen de intermediación, el cual se ha mantenido estable a pesar de la progresiva reducción de tasas por parte del Banco de la República, ii) el ritmo favorable de incremento de los ingresos por comisiones, que pasaron a representar el 13% de los ingresos operativos netos a 17.5% en 2T18 y se estima que a 2020 alcancen 20% ante las estrategias de profundización en banca seguros y la estructuración de nuevos servicios financieros, y iii) un adecuado control de los gastos administrativos, lo que se refleja en un indicador de eficiencia que para el cierre de 2017 se situó en 49.2% y podría reducirse a 48.8% en 2020 ante el espacio de mejora que se tiene principalmente en Centroamérica.

Percepción de demanda por créditos



Fuente: Banco de la República

Participación de mercado por país

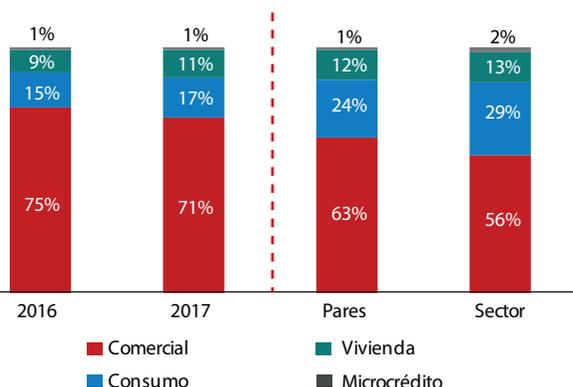
Colombia		El Salvador		Panamá	
Bancolombia	26%	Bancolombia	26%	Banco general	17%
Davivienda	15%	Davivienda	15%	Bancolombia	10%
Bogotá	13%	Scotiabank	12%	Global Bank	7%
BBVA	11%	BAC	14%	BAC	8%
Occidente	6%	Cuscatlán	8%	Banesco	4%

Fuente: Bancolombia



Riesgos

Composición de la cartera



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia | Cálculos: Davivienda Corredores

> **Rentabilidad de Bancolombia inferior a sus pares comparables.** El continuo deterioro en la calidad de la cartera que resultó del débil panorama macroeconómico en Colombia durante los últimos años, sumado a una mayor capitalización de utilidades y emisiones de acciones con el consecuente incremento del patrimonio, han derivado en una rentabilidad del Bancolombia inferior a sus pares en Colombia. En lo corrido de 2018, el ROAE de Colombia se ubica en 8.3% (en Banistmo 9.7%, Banco Agromercantil Guatemala 4.1%, Banco Agrícola del Salvador 9.8%) y esperamos que a nivel consolidado el año cierre en 10.4%, nivel considerablemente inferior a sus pares comparables (15.3%) e incluso por debajo del costo de capital de nuestra valoración (12.8%). Aunque anticipamos una mejora en la rentabilidad en los años posteriores, hacia cifras más cercanas a los de sus pares en Colombia (14%-16%), no esperamos una expansión más allá de 14.5% en nuestro horizonte de valoración lo que llevaría a las acciones a continuar transando a un múltiplo P/VL inferior al de sus pares.

Acciones	Peso MSCI Colombia	Composición Acciones Ord-Pf
PF Bancolombia	21.13%	53% - 47%
Ecopetrol	18.04%	100% - 0%
Grupo Sura	13.47%	81% - 19%
Bancolombia	10.67%	53% - 47%
Grupo Argos	8.70%	75% - 25%
ISA	8.12%	100% - 0%
Cemargos	7.23%	85% - 15%
PF Grupo Aval	6.55%	68% - 32%
PF Grupo Sura	6.10%	81% - 19%

Fuente: MSCI

> **Propuesta de cambio metodológico del MSCI impactaría el desempeño de las acciones ordinarias y preferenciales de Bancolombia.** Actualmente, el MSCI está evaluando la posibilidad de realizar un cambio en la metodología de selección y ponderación de activos; ya no solo se tomará en cuenta el tamaño de las compañías (capitalización bursátil) y su flotante libre, sino que se propone incluir un factor que mida el derecho a voto en cada uno de los emisores. Lo anterior podría tener un impacto negativo en la participación dentro del índice de los emisores que hoy hacen parte del MSCI y cuyo capital está compuesto por acciones ordinarias y preferenciales. En el caso colombiano, de aprobarse la propuesta el emisor más afectado sería Banco Colombia dada su estructura de capital actual compuesta en un 53% por acciones ordinarias y 47% por preferenciales. Adicionalmente, las propuestas de incrementar y/o incluir la participación de otros países (China, Argentina y Arabia Saudita) dentro del índice podría afectar la participación de Colombia en el índice, perjudicando de esta forma ambas acciones de Bancolombia.

> **Cambio en la estructura de la cartera hacia una mayor participación de la cartera de consumo podría derivar en un costo de crédito más alto de forma estructural.** La cartera de consumo de Bancolombia ha crecido de forma sostenida durante los últimos años a un ritmo superior al sistema lo que ha llevado a que esta modalidad pasara de representar el 14% de la cartera total en 2014 a 17.5% en la actualidad. Si bien este comportamiento es positivo en cuanto a participación de mercado, también representa un riesgo para la calidad de la cartera, en particular porque el crecimiento del crédito de consumo se ha dado en medio de un entorno de bajo crecimiento económico en el cual la capacidad de pago de los hogares se ha reducido. Adicionalmente, el costo de crédito de esta modalidad es superior al comercial e hipotecario, por lo que no anticipamos que el costo de crédito se reduzca a su media histórica.

Bancolombia ostenta una posición líder en los mercados donde opera; actualmente es el número uno en participación de mercado sobre la cartera en Colombia y El Salvador y el número dos en Panamá. En Colombia, el banco es particularmente fuerte en la modalidad comercial donde su participación de mercado se ha ubicado cerca del 33%.

Proyecciones

- > **Cartera de créditos:** Un crecimiento económico estimado de 3.2% y una inflación de 3.6% para 2019 permitiría un aumento de 7.2% en la cartera para Colombia. Por otra parte, para la cartera en USD estimamos un crecimiento de 4.2%, lo que nos llevaría a un crecimiento en la cartera consolidada de 6.1%
- > **Ingresos netos por interés:** Los ingresos por intereses se ubicarían en COP 15.97 bn a 2019, presentando un crecimiento anual de 3.57%, influenciados por una contracción en el margen de intermediación. Por otra parte, un incremento de 12.1% en los gastos por interés llevaría los ingresos netos por interés del periodo a situarse en COP 10.63 bn (3.57% A/A), lo que ubicaría el NIM de Bancolombia en 5.8% a 2019.
- > **Calidad, costo de crédito y eficiencia:** Contemplamos un indicador de calidad de 4.9% al finalizar 2019. Asimismo, contemplamos un decrecimiento de 12.4% en los gastos por provisiones debido a que el remanente en provisiones que tienen que hacer los bancos por casos corporativos puntuales es poco. Por otra parte, esperamos una reducción de 10 pbs en el indicador de eficiencia, ubicándose en 48.9% para 2019, gracias a que el banco ha implementado procesos de automatización en el *back office*.
- > **Utilidad Neta y ROAE:** Estimamos una utilidad neta de COP 2.89 bn para 2019 (+20.7% A/A) que llevaría a que el ROAE para este año se ubique en 12.2%, un incremento de 180 pbs frente a lo estimado en 2018.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

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), cuyo peso es del 30%.

Ingreso Residual

A través de esta metodología hemos obtenido un valor justo 2019FA de COP 34,400/acción, utilizando un costo de capital de 12.9%.

Múltiplos de Valoración

Esta metodología utiliza el múltiplo de P/VL 2019E @1.36x, de las entidades comparables con Bancolombia. En este sentido, el valor de Bancolombia sería COP 35,000/acción.

Método	Peso	2019FA
Ingreso residual	70%	34,100
P/VL (ajustado por ROE)	30%	35,000
Precio Objetivo 2019 FA	100%	34,400



Nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2019FA de COP 34,400/acción, equivalente a un margen de apreciación de 13.91% y una recomendación de SOBREPONDERAR. 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.

WACC vs. Crecimiento a perpetuidad (g)

Nuestro primer ejercicio de sensibilidad contempla variaciones en el costo del *equity* y crecimiento a perpetuidad. Resulta 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 12.9%				
		1.0%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.0%
G = 3.7%	-2.0%	30,900	32,300	33,700	35,400	37,200
	-1.0%	31,100	32,500	34,000	35,800	37,700
	0.0%	31,200	32,700	34,400	36,300	38,400
	1.0%	31,400	33,000	34,900	36,900	39,300
	2.0%	31,600	33,400	35,400	37,700	40,500

Calidad de la cartera vs. Cobertura

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

		Calidad 4.94%				
		2.0%	1.0%	0.0%	-1.0%	-2.0%
Cobertura 119%	-30.0%	33,800	34,500	35,100	35,700	36,300
	-15.0%	33,200	34,000	34,800	35,500	36,300
	0.0%	32,600	33,500	34,400	35,300	36,200
	15.0%	32,100	33,100	34,100	35,100	36,100
	30.0%	31,400	32,600	33,800	34,900	36,100

Tasa efectiva vs. Eficiencia

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

		Tasa efectiva de impuestos 33%				
		2.0%	1.0%	0.0%	-1.0%	-2.0%
Eficiencia a 48.9%	2.0%	32,300	32,700	33,100	33,500	33,800
	1.0%	33,000	33,300	33,700	34,100	34,500
	0.0%	33,600	34,000	34,400	34,800	35,200
	-1.0%	34,200	34,700	35,100	35,500	35,900
	-2.0%	34,900	35,300	35,700	36,200	36,600

Banco de Bogotá

Calidad de la cartera su mayor fortaleza

En los últimos años el banco se vio afectado por el fuerte gasto por provisiones y el lento crecimiento de la cartera comercial lo cual ha sido una constante a nivel local. No obstante, para 2019 esperamos que esta tendencia se revierta, debido a la gestión conservadora para preservar la calidad de la cartera de comercial que ha adoptado el banco. Además, estimamos que las provisiones derivadas de casos puntuales finalicen en 2018. De esta manera esperamos que las métricas de rentabilidad y calidad de la cartera empiecen a mostrar una tendencia más favorable.

Aspectos para destacar

- **Nuestra valoración sugiere un Precio Objetivo 2019 FA de COP 79,400/acción.** Dentro de nuestros pronósticos para 2019 resaltamos lo siguiente: i) utilidad neta de COP 1.98 bn, al crecer 22% con respecto a la utilidad de 2018E; ii) crecimiento de cartera neta de 5.8% anual, apoyado por una mayor demanda por crédito y una reducción de los gastos por provisiones; iii) ingresos netos por interés de COP 6.9 bn, con un crecimiento de 2.0% anual y representando un margen neto de interés (NIM, por sus siglas en inglés) de 5.23% (-29 pbs anual), y iv) gasto en provisiones de COP 2.3 bn, costo de crédito de 2.0% y eficiencia de 49.7%.
- **Mayor apetito por crédito mitigaría contracción en el NIM en 2019.** Con el fin del ciclo de reducción de la tasa de política monetaria, los bancos han logrado reducir los costos de fondeo; sin embargo, la capacidad que tienen para continuar haciéndolo en el segundo semestre de 2018 e inicios de 2019 será mucho más limitada, mientras que las tasas de captación aún tienen espacio para seguir disminuyendo; por lo que esperamos que el margen neto de interés para 2019 presente una contracción, al pasar de 5.5% en 2018 a 5.2%. No obstante, la mejor dinámica que esperamos tenga la economía ayudaría a mitigar este efecto negativo para los bancos, donde estimamos un crecimiento anual de la cartera de 7.3% para 2019.
- **Sinergias en Colombia y diversificación en Centroamérica presentan grandes oportunidades.** Pronosticamos que el indicador de eficiencia siga teniendo un buen comportamiento, debido a las sinergias que está llevando a cabo Banco de Bogotá con el resto de los bancos de Grupo Aval, donde se lograron reducir varios costos por unificación de las operaciones en el *back office*. De esta forma, estimamos que para 2019 este indicador se sitúe en 49.7%. Del mismo modo, esperamos que hacia adelante la operación en Centroamérica presente un mayor avance que la operación de Colombia en este frente dado su mayor retraso. En el segundo trimestre de 2018 este indicador se ubicaba en 52.6% en Centroamérica.

¿Por qué NEUTRAL?

A pesar de la baja liquidez de la acción y los choques coyunturales en Nicaragua, se mantendrá la recuperación en las métricas de rentabilidad, crecimiento y eficiencia del banco en medio de mayores tasas de crecimiento en Colombia y su plan de control de gastos y eficiencias.



NEUTRAL
Precio Objetivo: 79,400

Potencial: 17.1%
Riesgo: MEDIO
Cierre: COP 67,800
Sector: Financiero
BOGOTA CB

Bloomberg: COAR <GO>

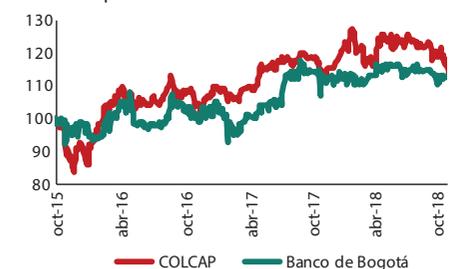
Julián Felipe Amaya
Analista sector Financiero
jamaya@corredores.com
Ext. 92473

Katherine Ortiz
Analista Senior Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP):	22.46 bn
Flotante:	26.2%
Dividendo 2019e (COP):	3,420
Retorno por dividendo:	5.04%
% COLCAP:	2.74%
# Acciones	331 mm
P/VL actual:	1.36x
P/U actual:	10.73x
Último Precio:	67,800
Max 52 semanas:	71,000
Min 52 semanas:	64,200

Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

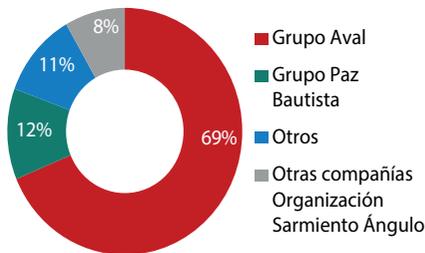


Banco de Bogotá / Ficha técnica

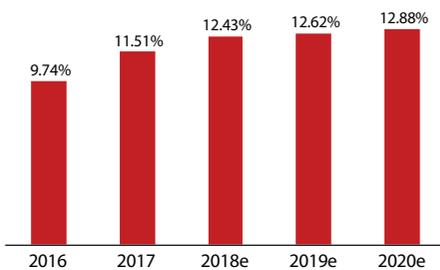
Descripción de la compañía: Banco de Bogotá es la institución financiera con mayor trayectoria en Colombia, iniciando operaciones en 1870. En la actualidad, Banco de Bogotá tiene cobertura en todo el territorio nacional ofreciendo un completo portafolio de productos y servicios financieros. Es el banco 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, donde tiene operaciones en Costa Rica, Guatemala, Honduras, Nicaragua, El Salvador y Panamá.

Composición accionaria



Evolución del ROAE



Comparables (ROE vs PVL) actuales

Banco	P/VL	ROE
Credicorp	1.8x	18.1%
Banco de Chile	2.3x	19.0%
Banco Santander	2.2x	17.3%
ITAU	1.8x	18.7%
Santander México	1.8x	15.8%
Bradesco	1.4x	17.4%
Davienvenda	1.1x	15.7%
Bancolombia	1.1x	12.2%
BCI	1.5x	14.7%
Bogotá	1.3x	10.7%
Mediana	1.8x	17.3%

Resumen

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Acciones en circulación (millones)	331	331	331	331	331
Cap. Bursátil (COP millones)	19,943,089	22,348,186	22,460,822	22,460,822	22,460,822
Precio (COP/acción)*	60,200	67,460	67,800	67,800	67,800
VL (COP/acción)	49,534	51,929	53,023	56,322	59,974
UPA (COP/acción)	12,818	5,759	5,651	5,978	6,515
P/VL	1.2x	1.3x	1.3x	1.2x	1.1x
P/U	4.7x	11.7x	12.0x	11.3x	10.4x

Balance general

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Caja y Depósitos Interbancarios	17,400,700	16,924,600	16,922,246	18,201,147	19,755,660
Inversiones	12,594,000	13,907,000	14,974,456	16,106,153	17,481,738
Cartera Neta	97,169,400	104,243,800	108,565,765	116,770,637	126,743,717
Otros Activos	14,267,300	14,313,800	14,577,377	16,300,903	17,985,559
Total Activos	141,431,400	149,389,200	155,039,844	167,378,839	181,966,674
Depósitos	93,676,700	100,947,300	103,892,040	111,743,695	121,287,437
Otros pasivos	30,515,800	30,249,700	32,516,951	35,831,044	39,567,410
Total Pasivos	124,192,500	131,197,000	136,408,992	147,574,739	160,854,847
Patrimonio	16,409,700	17,203,100	17,565,637	18,658,381	19,868,255
Pasivos+Patrimonio+Int. Min.	141,430,600	149,389,100	155,039,844	167,378,839	181,966,674

Estado de resultados

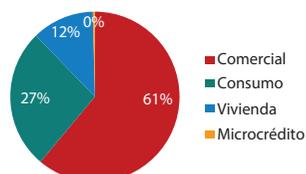
COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ingreso neto por interés	6,134,500	6,720,800	6,787,713	6,926,186	6,973,180
Ingreso neto por comisiones	3,603,900	3,839,000	4,173,059	4,488,439	4,837,450
Ingresos operacionales netos	9,738,400	10,559,800	10,960,772	11,414,625	11,810,630
Gastos en provisiones	-1,783,700	-2,360,500	-2,265,777	-2,349,550	-2,311,680
Utilidad neta	4,246,200	1,907,700	1,872,024	1,980,448	2,158,368
Margen neto	69.2%	28.4%	27.6%	28.6%	31.0%

Indicadores

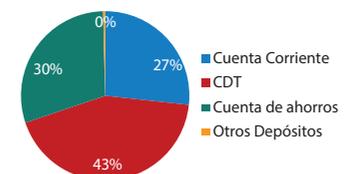
COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Margen neto de interés NIM	5.9%	6.0%	5.5%	5.4%	5.5%
Eficiencia	68.5%	51.4%	50.0%	49.7%	49.5%
Calidad (90 días)	2.7%	3.5%	3.3%	3.0%	2.9%
Cubrimiento	88.2%	85.8%	110.0%	111.9%	113.8%
Gasto en provisiones/Cartera	1.8%	2.3%	2.1%	1.9%	1.8%
Patrimonio/Activos	11.6%	11.5%	11.3%	11.1%	10.9%
Cartera/Activos	68.7%	69.8%	70.0%	69.8%	69.7%
Depósitos/Cartera	96.4%	96.8%	95.7%	95.7%	95.7%
ROA	3.0%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
ROAE	9.7%	11.5%	12.4%	12.6%	12.9%

*Precio de Cierre del 19/10/2018

Composición cartera



Fondeo

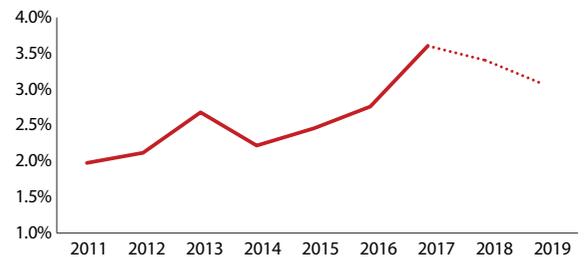


- ▶ **Presidente JD:** Luis Carlos Sarmiento Gutiérrez
- ▶ **Presidente:** Alejandro Figueroa Jaramillo
- ▶ **Vice Financiero:** María Luisa Rojas Giraldo
- ▶ **Webpage:** www.bancodebogota.com

Hipótesis de valor

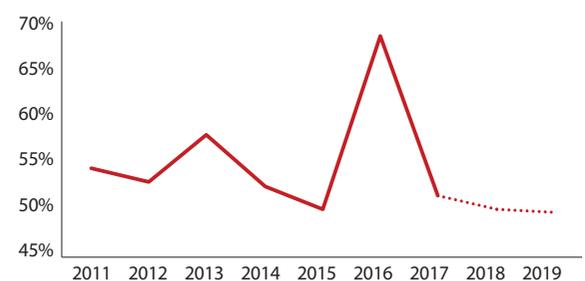
- > **Crecimiento saludable de la economía.** Tras varios años de un entorno desafiante de la economía del país, en el que el sector financiero se vio fuertemente afectado desde la perspectiva de crecimiento de su cartera, a raíz del deterioro en la capacidad de consumo de los hogares, y por las presiones del alto gasto por provisiones que se ha visto desde finales de 2017 e inicios de 2018, este panorama podría estar llegando a su fin, y ya se habrían hecho la mayor parte de las provisiones necesarias para cubrir el deterioro de la cartera por casos corporativos puntuales. De esta forma, proyectamos que el 2019 será un mejor año para el sector financiero en general, en el que se espera que la economía colombiana crezca 3.2% en 2019, después de haber crecido 1.8% en 2017 y 2.7% en 2018e. Para Banco de Bogotá esperamos que esto se traduzca en un mayor ROAE para 2019, pasando de 12.4% en 2018e a 12.6% en 2019.
- > **Centroamérica, un vehículo para la diversificación.** Para el segundo semestre de 2018, el 45.2% de la cartera de Banco de Bogotá provenía de Centroamérica, la operación en esta región ha ayudado a mitigar el lento crecimiento que ha tenido la cartera doméstica, sobre todo la comercial que pesa ~60%, donde la cartera comercial en Centroamérica ha crecido 7.7% anual para el segundo semestre de 2018, mientras que la doméstica ha retrocedido 1.9%. Para 2019 estimamos que la cartera comercial externa se situó en COP 21.1 bn. Igualmente, hacia adelante esperamos que la rentabilidad de la región continúe mejorando teniendo en cuenta el nivel actual de eficiencia que presenta, en comparación con la operación colombiana.
- > **Implementación de Basilea III traería beneficios en los indicadores de solvencia.** Tras conocerse el Decreto 1477 publicado por el Ministerio de Hacienda el 6 de agosto del 2018, en el que se establecen parámetros de niveles de capital para el sector bancario en Colombia más similares a los de los bancos internacionales, los directivos del banco mencionaron que la reducción de cerca del 15% en los activos ponderados por riesgo les daría mayor capacidad para cumplir con las exigencias adicionales que emitirá la Superintendencia Financiera de Colombia una vez desarrolle las instrucciones previstas en el Decreto.
- > **Ventaja de pertenecer al Grupo Aval se empieza a reflejar en sinergias.** Banco de Bogotá hace parte del conglomerado financiero más grande de Colombia, donde forman parte otros bancos como Banco de Occidente, Banco AV Villas y Banco Popular, igualmente, también hacen parte otras entidades como Porvenir y Corficolombiana. Uno de los grandes beneficios de hacer parte de este gran conglomerado es la capacidad que tienen de reducción de costos operativos y comerciales de forma conjunta. Así mismo, al usar las mismas redes de oficinas y cajeros automáticos que los otros bancos del Grupo Aval, es posible optimizar la operación mediante una mayor oferta de sus productos financieros.

Calidad de la cartera



Fuente: Banco de Bogotá | Cálculos: Davivienda Corredores

Eficiencia



Fuente: Banco de Bogotá | Cálculos: Davivienda Corredores

**Liquidez de la acción del Banco de Bogotá vs. otras acciones**

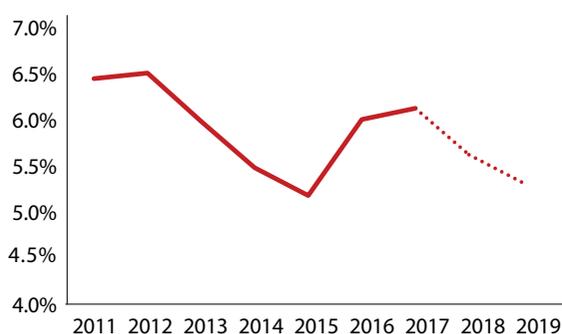
Acción	Volumen Promedio diario COP millones
Ecopetrol	29,336
Preferencial Bancolombia	21,126
Bancolombia	12,265
Preferencial Grupo Aval	6,153
Preferencial Davivienda	5,074
Corficolombiana	4,092
Banco de Bogotá	870
Grupo Aval	397
ETB	333
Concreto	242

Fuente: Bloomberg

Operaciones de BAC Credomatic

País	Utilidades	Cartera
Costa Rica	38.1%	28.0%
Guatemala	13.7%	17.8%
Honduras	15.9%	10.8%
Nicaragua	14.3%	8.5%
El Salvador	8.1%	10.3%
Panamá	10.0%	24.6%

Fuente: Grupo Aval

Margen Neto de Interés (NIM)

Fuente: Banco de Bogotá | Cálculos: Davivienda Corredores

Riesgos

- > **Baja liquidez de la acción, un riesgo para la materialización de nuestro P. O.** Banco de Bogotá es uno de los emisores con más bajo nivel de liquidez del índice COLCAP, el volumen promedio diario de negociación de la acción desde 2017 ha sido de tan solo 870 mn, que comparado con otras especies es relativamente bajo. Adicionalmente, el diferencial entre el precio de compra y venta de la acción es mucho más amplio que en otros activos de renta variable. En el mercado esto supone una mayor volatilidad en el precio de la acción, dificultando la ejecución de las transacciones.
- > **Coyuntura nicaragüense podría significar un deterioro adicional en la cartera.** Consideramos importante tener en cuenta la situación política y social por la que está pasando el pueblo nicaragüense, donde la crisis generalizada en el país ha causado el paro de algunas industrias. La operación de Nicaragua dentro de Centroamérica representaba el 8.5% de la cartera para 2017 y el 14.3% de las utilidades, por lo que consideramos que de persistir esta situación en el país, podría representar un deterioro tanto de las utilidades del banco como de la calidad de la cartera.
- > **Crecimiento de la cartera comercial.** El 58% de la cartera bruta del banco corresponde al segmento comercial, que en lo corrido del año ha sido el segmento que ha presentado peor desempeño, teniendo un retroceso de 0.2% anual. Si bien esto fue una estrategia tomada por el banco para mejorar la calidad de su cartera, también este efecto se dio por la coyuntura macroeconómica que atravesaba el país. En este sentido creemos pertinente darle seguimiento a la evolución de este segmento.
- > **Investigaciones relacionadas al proyecto de Ruta del Sol II.** Las investigaciones asociadas a posibles prácticas anticompetitivas por pagos de sobornos en la adjudicación del proyecto de Ruta del Sol II continúan en curso, aun después de la reversión de la concesión al INVÍAS. Tras conocerse la reapertura de cargos por parte de la SIC en septiembre de 2018, donde se vinculó al Grupo Aval en algunas imputaciones y a directivos de Episol, Corficolombiana y Grupo Aval, ha aumentado la incertidumbre sobre la controladora del banco.

Proyecciones

- > **Cartera de créditos:** Estimamos que la cartera neta se ubicaría en COP 116.8 bn al finalizar 2019. La cartera colombiana presentaría un crecimiento anual de 8.8% (la cual constituye el 56.5% de la cartera) y la cartera internacional se incrementaría 6.8%.
- > **Ingresos netos por intereses e ingresos por comisiones:** Proyectamos un crecimiento anual de 2.04% en los ingresos netos por interés para 2019, el cual deriva en un NIM de 5.4%, 10 pbs menos que lo estimado para 2018, debido a un menor margen de intermediación que se presentará en el 2019 por el inicio del ciclo contraccionista. Asimismo, los ingresos por comisiones se ubicarían en COP 4.5 bn para 2019 (mostrando un crecimiento anual de 7.6%) en razón de una mejora en el consumo de los hogares que volvería a incentivar un mayor uso de las tarjetas de crédito.

Banco de Bogotá hace parte del conglomerado financiero más grande de Colombia. Uno de los grandes beneficios de hacer parte de este gran grupo es la capacidad que tienen de reducción de costos operativos y comerciales de forma conjunta.

- > **Calidad y Eficiencia:** Estimamos una mejora de 30 pbs en la calidad de la cartera, ubicándose en 3.0% para 2019. Por su parte, consideramos que el indicador de eficiencia en Centroamérica continuaría limitando los mejores resultados en este indicador, con lo cual nuestra estimación es de 49.7% para 2019.
- > **Utilidad Neta y ROAE:** Proyectamos una utilidad neta de COP 1.98 bn para 2019, un crecimiento de 5.8% frente a lo estimado en 2018 (COP 1.87 bn), considerando un gasto en provisiones de COP 2.0 bn, que disminuye 9.5% frente al gasto estimado en provisiones para 2018, debido a la terminación de la provisión necesaria para cubrir eventos corporativos puntuales. Lo anterior llevaría el costo de crédito desde 2.10% (estimado para 2018) hasta 2.00% en 2019. De esta forma, el ROAE del banco se ubicaría en 12.6% en 2019 frente a 12.4% considerado para 2018.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

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), cuyo peso es del 30%.

Ingreso Residual

A través de esta metodología hemos obtenido un valor justo 2019 FA de COP 80,800/acción, utilizando un costo del *equity* (K_e) de 12.8%.

Múltiplos de Valoración

Utilizando un múltiplo de P/VL 2019E @1.40x (ajustado por ROE), el valor justo se ubicaría en COP 76,000/acción.

Método	Peso	2019FA
Ingreso residual @12.7%	70%	80,800
P/VL (ajustado por ROE) @1.40x	30%	76,000
Precio Objetivo 2019 FA	100%	79,400

Nuestro ejercicio de valoración sugiere un precio objetivo 2019 FA de COP 79,400/acción, equivalente a un margen de apreciación de 17.11% 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.

**WACC vs. Crecimiento a perpetuidad (g)**

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 12.8%				
		1.0%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.0%
G = 3.7%	-2.0%	70,800	73,800	77,100	80,700	84,800
	-1.0%	71,500	74,600	78,100	82,000	86,400
	0.0%	72,200	75,600	79,400	83,600	88,500
	1.0%	73,100	76,800	81,000	85,700	91,200
	2.0%	74,200	78,200	82,900	88,400	94,700

Calidad de la cartera vs. Cubrimiento

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

		Calidad 3.0%				
		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%
Cubrimiento 112%	-30.0%	78,600	79,100	79,500	80,100	80,600
	-10.0%	78,000	78,700	79,400	80,400	81,200
	0.0%	77,500	78,400	79,400	80,400	81,500
	10.0%	76,800	78,200	79,300	80,800	82,000
	30.0%	76,200	77,800	79,300	80,900	82,400

Tasa de impuestos vs. Indicador de eficiencia

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

		Tasa de impuestos 33%				
		1.0%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.0%
Eficiencia 49.7%	2.0%	75,000	75,000	76,700	77,400	78,500
	1.0%	76,400	77,200	78,100	78,900	79,900
	0.0%	77,800	78,700	79,400	80,400	81,300
	-1.0%	79,100	80,000	80,800	81,700	82,700
	-2.0%	80,400	81,400	82,200	83,200	84,300

Celsia

Mejor preparada para El Niño

La compañía ha concentrado su estrategia corporativa en el desarrollo de proyectos de generación solar, que en los próximos cuatro años ampliarán la capacidad instalada en un 10% (~200 MW). Adicionalmente, después de Hidroituango, la UPME¹ estima que a partir del 2022 es probable que la demanda supere la energía en firme que ofrece el sistema, por lo que recientemente ha lanzado nuevas subastas de ENFICC² que favorecen la creación y/o aumento de capacidad de plantas térmicas ya existentes. Lo anterior también mejoró el panorama de precios en bolsa y contratos y abre espacios para que proyectos como Porvenir II sean reconsiderados. Finalmente, cambios regulatorios y de infraestructura acotan el riesgo financiero generado ante un eventual fenómeno de El Niño, por lo que asignamos una recomendación NEUTRAL.

Aspectos para destacar

- **Nuestro Precio Objetivo para cierre 2019 es COP 5,150/acción.** Revisamos nuestro escenario base de precios de energía al alza dada la coyuntura actual del mercado colombiano dado el retraso de Hidroituango, incluimos los proyectos solares a desarrollar por la compañía y los beneficios tributarios que traen consigo. Con esto, estimamos un TACC 2018 - 2027 de ingresos de 3.6%, EBITDA de 4.4% y utilidad neta de 6.5%. El WACC de nuestra valoración es de 9.34%, y el gradiente de perpetuidad de 3.5%.
- **Positivo panorama para generadoras y menor riesgo por fenómeno de El Niño favorecen a la compañía.** Lo sucedido en Hidroituango abre posibilidades de inversión para las empresas generadoras. Adicionalmente, la implementación del precio marginal de escasez y la entrada en operación de la regasificadora de Cartagena acotan el riesgo financiero ante un eventual nuevo fenómeno de El Niño, pues se asegura el suministro de gas para Zona Franca Celsia (ZFC) y se mejora el precio al cual se reconoce la generación por Obligaciones de Energía en Firme (OEF).
- **Cambios regulatorios en distribución de energía demandarían mayor CAPEX para mantener o aumentar ingresos.** Recientemente, la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG) cambió el esquema de remuneración del negocio de distribución, el cual entraría en vigencia a partir del 2019. El cambio establece una Base Regulada de Activos (BRA) que disminuirá acorde a las depreciaciones y sobre la cual se iniciaría a remunerar el negocio.

¿Por qué NEUTRAL?

A pesar de contar con una exposición innovadora al sector eléctrico a través de proyectos solares, una matriz energética diversificada y un menor riesgo por cambios regulatorios; el potencial de valorización no es significativo frente al expuesto por el índice COLCAP y otras acciones del mercado local.



NEUTRAL

Precio Objetivo: 5,150

Potencial: 22.3%
 Riesgo: MEDIO
 Cierre: COP 4,210
 Sector: Servicios Públicos
 CELSIA CB

Bloomberg: COAR <GO>

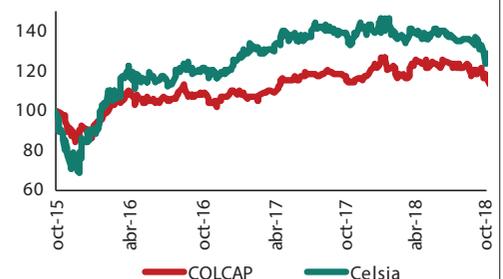
Ricardo Sandoval
 Analista sector Servicios Públicos
 rsandoval@corredores.com
 Ext. 92257

Katherine Ortiz
 Analista Senior Renta Variable
 kortiz@corredores.com
 Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP):	4.5 bn
Flotante:	48.8%
Dividendo 2019e (COP):	178
Retorno por dividendo:	4.2%
% COLCAP:	2.38%
# Acciones	1,070 mm
P/VL actual:	1.1x
P/U actual:	16.7x
EV/EBITDA actual:	7.3x
Último Precio:	4,210
Max 52 semanas:	4,860
Min 52 semanas:	4,110

Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

1 UPME: Unidad de Planeación Minero-Energética.

2 ENFICC: Energía Firme para el Cargo por Confiabilidad.

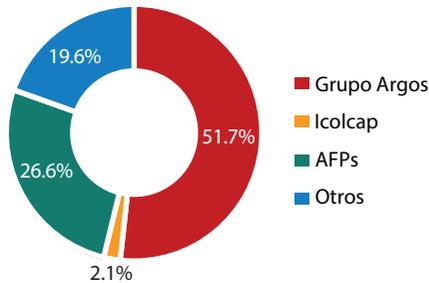


Celsia / Ficha técnica

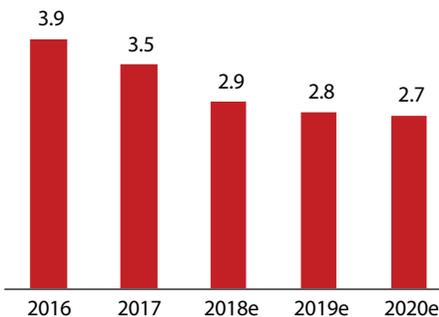
Descripción de la compañía: Celsia es una compañía integrada de servicios públicos especializada en la generación y distribución de energía eléctrica. Actualmente, la empresa se posiciona como la cuarta generadora más grande del país, con 2,399 MW de capacidad instalada provenientes de 26 centrales de generación en

Colombia (77%), Panamá (21%) y Costa Rica (2%). Igualmente, por medio de su participación en la Empresa de Energía del Pacífico, EPSA, (62%) participa en los negocios de generación, transmisión, distribución y comercialización de energía eléctrica en los departamentos de Valle del Cauca, Tolima, Cauca.

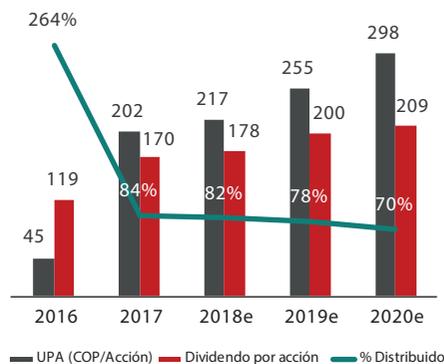
Composición accionaria



Total Deuda EBITDA



Utilidad por acción y distribución de dividendos



- ▶ **Presidente:** Ricardo Sierra
- ▶ **Vicepresidente Financiero:** Esteban Piedrahíta
- ▶ **IR:** Jesús Cadavid
- ▶ **Página web:** www.celsia.com

Resumen

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Acciones en circulación (miles mm)	740.0	740.0	1,070.0	1,070.0	1,070.0
Cap. Bursátil	2,978,500	3,522,400	4,504,584	4,504,584	4,504,584
Precio (COP/Acción)*	4,025	4,760	4,210	4,210	4,210
VL (COP/Acción)	4,217	4,274	3,829	3,931	4,050
UPA (COP/Acción)	45	202	217	255	298
Total Deuda	4,046,156	3,953,209	3,268,282	3,333,648	3,567,003
Deuda Neta	3,883,916	3,778,580	2,993,640	3,039,937	3,283,131
EV	8,136,506	8,566,786	8,631,598	8,677,895	8,921,089
EV/EBITDA	7.9x	7.6x	7.7x	7.2x	6.8x
P/VL	1.0x	1.1x	1.1x	1.1x	1.0x
Precio Utilidad	N.A	23.6x	19.4x	16.5x	14.1x
Retorno por dividendos	2.9%	3.6%	4.2%	4.8%	5.0%
Dividendo por acción	119	129	170	178	200

Balance general consolidado

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Total Activos	9,743,763	9,854,973	10,091,638	10,194,333	10,574,908
Total Pasivos	5,349,238	5,418,079	5,064,897	5,058,313	5,311,229
Patrimonio e interés minoritario	4,394,525	4,436,894	5,026,741	5,136,020	5,263,680
Deuda Total/Patrimonio	0.9x	0.9x	0.7x	0.6x	0.7x
Deuda Total/EBITDA	3.9x	3.5x	2.9x	2.8x	2.7x
Deuda Neta/EBITDA	3.8x	3.4x	2.7x	2.5x	2.5x
ROE	0.8%	3.4%	4.6%	5.3%	6.1%
ROA	0.3%	1.5%	2.3%	2.7%	3.0%

Estado de resultados consolidado

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ingresos Operacionales	3,794,910	3,094,036	3,349,288	3,581,842	3,667,555
Costo de ventas	-2,910,281	-2,099,640	-2,349,610	-2,476,642	-2,453,552
Utilidad Bruta	884,629	994,396	999,678	1,105,200	1,214,004
Gastos adm. y comercial.	-242,189	-237,425	-234,409	-262,198	-268,473
Utilidad Operacional	642,440	756,970	765,269	843,002	945,531
UNAI	317,393	446,545	519,149	594,913	694,961
Impuesto a la renta e Int. Minoritario	-284,396	-297,398	-286,860	-321,714	-375,813
Utilidad Neta	32,997	149,147	232,289	273,199	319,148
EBITDA	1,031,375	1,123,681	1,115,822	1,198,931	1,309,978
Margen Bruto	23.3%	32.1%	29.8%	30.9%	33.1%
Margen Operacional	16.9%	24.5%	22.8%	23.5%	25.8%
Margen EBITDA	27.2%	36.3%	33.3%	33.5%	35.7%
Margen Neto	0.9%	4.8%	6.9%	7.6%	8.7%

*Precio de Cierre del 19/10/2018

Hipótesis de valor

- **Retraso en la entrada de operación de Hidroituango, mejora panorama de precios de la energía a corto y mediano plazo.** Para finales del 2018 se esperaba que el principal proyecto de generación del país, Hidroituango, entrara a operar y al ser culminado en 2019 representara el 14% de la capacidad de generación nacional. No obstante, diferentes problemas de carácter geológico y de regulación ambiental llevaron el proyecto a un retraso de mínimo tres años para iniciar operaciones e inclusive, según expertos, existe una probabilidad de que este proyecto no entre a la matriz energética del país. Lo anterior mejoró el panorama de precios de los contratos de energía que esperamos se mantengan al alza hasta el año 2022-2023 cuando se estima que Hidroituango inicie sus operaciones.
- **A 2022 se espera aumentar la capacidad instalada en ~200 MW (9%) a través de proyectos de generación solar, diversificando su matriz energética.** En los próximos cuatro años esperamos que Celsia desarrolle cuatro proyectos solares (~160 MW) en Colombia y dos (~40 MW) en Panamá. Por lo tanto, al 2022 la capacidad instalada sería de ~2,600 MW, compuesta en un 46.4% por fuentes hidrológicas, 43.7% térmicas y 9.9% renovables solar-eólica. Es de mencionar que, aunque en nuestro ejercicio de valoración no incluimos el proyecto Porvenir II con capacidad de 352 MW; de presentarse un escenario de no entrada del proyecto Hidroituango, este probablemente podría ser desarrollado.
- **Beneficios de la Ley 1715 de 2014 le permitirían a la compañía deducir COP ~ 245 mil mm en impuesto de renta entre 2019 y 2026.** La inversión en proyectos solares trae consigo cuatro beneficios: i) exclusión de IVA en la compra de equipos y otros; ii) exención de aranceles para maquinaria y otros; iii) depreciación acelerada, y 4) deducción del 50% del CAPEX sobre la renta líquida gravable para el pago del impuesto a la renta; respecto a este último estimamos que se traducirá en un beneficio de impuestos que estará concentrado en los años 2021-2022, en los que la tasa efectiva de impuestos sería de 24% y 21% respectivamente.
- **Regasificadora de Cartagena e implementación del precio marginal de escasez, acotan el riesgo financiero ante un nuevo fenómeno de El Niño.** En los últimos 67 años Colombia ha enfrentado 21 fenómenos climáticos de este tipo, prácticamente uno cada tres años. Por lo anterior, la entrada en operación de la regasificadora de Cartagena aseguró a Zona Franca Celsia (ZFC) el suministro de gas necesario para su operación en caso de un nuevo fenómeno de El Niño, de tal forma que no sea necesario utilizar combustibles líquidos que aumentan de manera importante el costo de generación. Adicionalmente, la nueva regulación que establece el precio marginal de escasez (PME) reconoce de manera adecuada los costos de generación y deja a un lado los valores teóricos antes empleados para las termoeléctricas, cuando se genera energía por cumplimiento de OEF (Obligaciones de Energía en Firme).

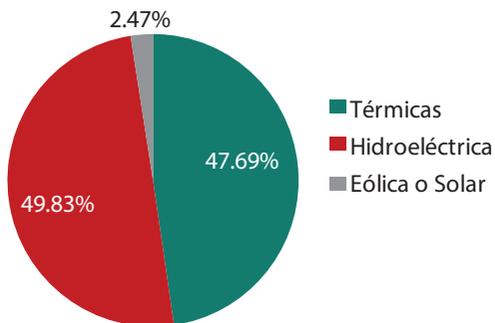
Capacidad instalada y proyectos de generación

Plantas	Región	Capacidad	
		Instalada MW	Tecnología
Flores IV y I	Atlántico	610	Termo
Merilétrica	Santander	167	Termo
Hidromontañas	Antioquia	20	Hidro
Río Piedras	Antioquia	20	Hidro
Alto Anchicayá	Valle del Cauca	355	Hidro
Bajo Anchicayá	Valle del Cauca	74	Hidro
Salvajina	Cauca	285	Hidro
Calima	Valle del Cauca	132	Hidro
Hidroprado	Tolima	51	Hidro
Cucuana	Tolima	58	Hidro
Alto Tuluá	Valle del Cauca	20	Hidro
Bajo Tuluá	Valle del Cauca	20	Hidro
Amaime	Valle del Cauca	20	Hidro
Río Frio I y II	Valle del Cauca	12	Hidro
Nima I y II	Valle del Cauca	7	Hidro
Rumor	Valle del Cauca	3	Hidro
Río Cali y II	Valle del Cauca	2	Hidro
Bahía las Minas	Panamá	160	Termo
Bahía las Minas	Panamá	120	Termo
Dos Mares	Panamá	118	Hidro
Cativá	Panamá	87	Termo
Guanacaste	Costa Rica	50	Eólica o Solar
Celsia Solar Yumbo	Valle del Cauca	10	Eólica o Solar
Total capacidad instalada		2,399	
San Andres 2016	Antioquia	20	Hidro
Bolivar	Bolivar	10	Eólica o Solar
Espinal	Tolima	10	Eólica o Solar
Valledupar	Cesar	60	Eólica o Solar
Chicamocha	Santander	80	Eólica o Solar
Gualaca	Panamá	19	Eólica o Solar
Prudencia	Panamá	19	Eólica o Solar
Proyectos		218	
Otros Proyectos			
Porvenir II 2018	Antioquia	352	Hidro

Fuente: Celsia

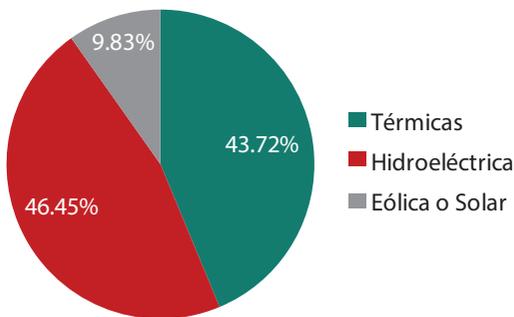


Capacidad Instalada en MW por tipo de generación (Plantas actuales)



Fuente: Celsia

Capacidad Instalada en MW por tipo de generación (Plantas actuales + proyectos)



Fuente: Celsia.

Proyectos solares



Fuente: Celsia.

Riesgos

- **Recientes incrementos en el precio del gas natural licuado (GNL) aumentan costos de generación, reduciendo márgenes de rentabilidad.** Al igual que los precios del crudo, los del GNL han presentado incrementos importantes durante los últimos cinco meses, alcanzando los niveles de finales de 2014 (promedio de mercado USD 10.8/mmbtu). Si bien durante el último trimestre, la generación térmica suplida por ZFC se ha registrado a precio de reconciliación reconociendo los incrementales costos por el aumento del precio del GNL, el EBITDA de la compañía ha iniciado a mostrar presiones leves por el aumento de la participación de la generación térmica. Hacia adelante, la curva *forward* de mercados asiáticos muestra que las presiones en precio podrían continuar durante 2019, para después aplanarse durante 2020.
- **Cambio regulatorio para negocio de distribución de energía exigirá mayor CAPEX para mantener o incrementar ingresos y EBITDA.** El reciente cambio en la regulación para el negocio de distribución establece inicialmente una Base Regulatoria de Activos (BRA) que fijará la CREG y sobre la cual se remunerará el negocio de distribución; Celsia estima que su BRA inicial alcanzaría COP 1.99 bn por lo que se deberá estar atento a si el cálculo de la CREG presenta alguna desviación importante de la estimación. Posteriormente, dicha BRA disminuirá acorde a la depreciación calculada bajo los supuestos teóricos de la vida útil de activos que estime el ente regulador y se incrementará acorde al plan de inversiones de la compañía que tendrá como límite superior el 8% del total de la BRA. Lo anterior, además de acotar el crecimiento de la BRA y por ende de los ingresos, también significa que se deberán reemplazar activos de manera más rápida, así estos permanezcan en buenas condiciones para operar cuando su valor neto en libros llegue a cero, pues en este punto será un activo que no generará ingresos. Por lo tanto, la demanda de CAPEX para generar ingresos y EBITDA será mayor con la presente regulación que con la anterior.

- **Finalización de contratos.** i) ENFICC de Merieléctrica en Colombia, y ii) de potencia y energía de Bahía Las Minas (BLM) en Panamá, obliga a renovaciones donde las condiciones pueden ser diferentes. Dichos contratos que aseguran un ingreso para las dos plantas térmicas, finalizan en noviembre de 2019 y diciembre de 2018 respectivamente. En Colombia consideramos que el panorama del sistema con el retraso de Hidroituango limitaría el riesgo para Merieléctrica; no obstante, es la primera vez que Celsia se encuentra negociando la renovación de un contrato de energía y potencia en Panamá para BML, que en su media genera anualmente USD 18 mm en EBITDA.

Proyecciones

- **Precios de la energía:** Dados los sucesos en Hidroituango, el escenario de precios ha mejorado para el mediano plazo. No obstante, teniendo en cuenta que a largo plazo la hidroeléctrica Ituango entraría en operación, mantenemos una senda plana desde el año 2021. Los precios de los contratos se incrementan en un promedio de 6%

En los próximos cuatro años esperamos que Celsia desarrolle cuatro proyectos solares (~160 MW) en Colombia y dos (~40 MW) en Panamá. Por lo tanto, al 2022 la capacidad instalada sería de ~2,600 MW.

hasta el año 2021, en el que se mantienen constantes en COP 201/kWh y el precio de bolsa alcanza un promedio de COP 126/kWh

> **Ingresos-EBITDA:** Para cierre de 2018 los ingresos se incrementarán 8% frente a 2017 y mostrarán un TACC de 3.6% 2018 - 2027. Por otro lado, el margen EBITDA se ubicará en 33% para los años 2018 y 2019, ~ 300 pbs menos al registrado en el 2017 en el que se presentaron oportunidades comerciales puntuales dados los precios de la energía en bolsa en Panamá y los precios del gas. Posteriormente, el margen EBITDA se mantendría alrededor del 35%.

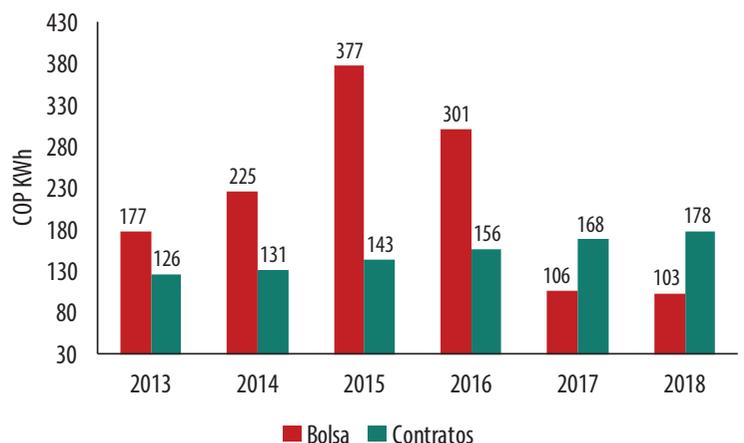
> **Utilidad Neta:** Teniendo en cuenta: i) un menor gasto financiero dados los prepagos de deuda realizados con la emisión de acciones del 1T 2018, ii) la disminución de la tasa de renta para el próximo año, y iii) los beneficios de impuestos generados por los proyectos solares, esperamos que el margen neto se ubique alrededor de 10% para el 2021, año en el que se ejercerán las mayores deducciones de renta por proyectos solares y después converja a alrededor del 9%. La utilidad neta para el 2018 sería de COP 232,000 mm y su TACC 2018 - 2027 de 6.5%.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Para estimar el valor de Celsia utilizamos la metodología de flujo de caja descontado que compone el 70% de nuestro Precio Objetivo y utilizamos un múltiplo EV/EBITDA 2019e de 8.5x que representa el restante 30%. Los parámetros utilizados para la valoración fueron los siguientes: WACC 9.3%, Beta apalancado de 1.05, un costo de capital de 13.5% y un gradiente de 3.5%.

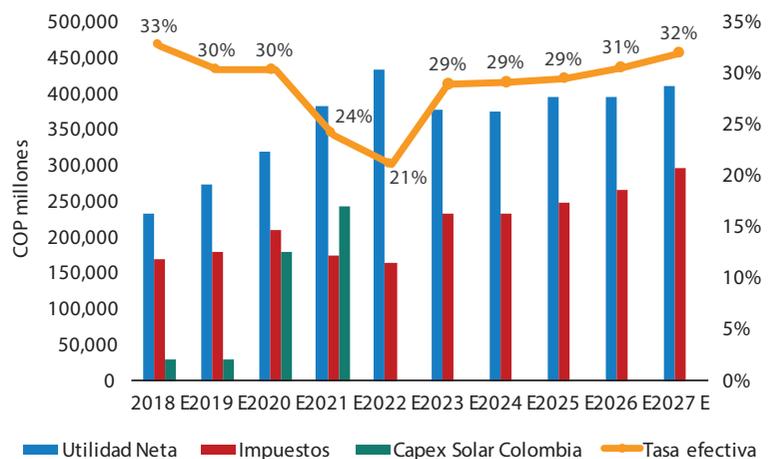
En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2019 FA de COP 5,150/acción, que ofrece un potencial de valorización de 22.3% a los precios actuales a los que transa la acción, por lo cual asignamos una recomendación de NEUTRAL. Resaltamos que los riesgos asociados a fenómenos

Precios de la energía



Fuente: XM

Utilidad neta y beneficios de impuestos



Fuente: Davivienda Corredores



climáticos han disminuido de manera importante en vista de la implementación de la planta regasificadora de Cartagena y la nueva metodología del precio marginal de escasez.

MÚLTIPLOS	PESO	2019FY
FCL	70.0%	5,130
EV/EBITDA	30.0%	5,250
P.O/Acción		5,150

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 50 pbs en el WACC significaría una disminución de COP 500 en el P. O., mientras que una disminución de 50 pbs en el gradiente significaría una reducción de COP 330/acción.

		WACC= 9,3%				
		1.0%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.0%
G = 3,5%	-1.0%	3,780	4,120	4,520	4,990	5,520
	-0.5%	3,990	4,370	4,820	5,340	5,950
	0.0%	4,220	4,650	5,150	5,750	6,480
	0.5%	4,500	4,990	5,560	6,270	7,120
	1.0%	4,820	5,380	6,050	6,880	7,930

Precio de la energía en bolsa vs. Contratos

Celsia tiene una exposición positiva frente a los precios de los contratos, pues un incremento de 5% más que compensa una caída en la misma magnitud de los precios en bolsa. Un incremento del 5% en nuestra senda de precios de contratos, representa un incremento de COP 600/acción, mientras que el mismo movimiento en los precios de bolsa significa COP 170/acción.

		Precios de la energía en bolsa				
		-10.0%	-5.0%	0.0%	5.0%	10.0%
Precios de la energía en contratos	-10.0%	4,120	4,280	4,440	4,610	4,780
	-5.0%	4,410	4,580	4,740	4,910	5,080
	0.0%	4,830	4,990	5,150	5,320	5,490
	5.0%	5,430	5,590	5,750	5,920	6,100
	10.0%	6,280	6,450	6,620	6,790	6,960

Cementos Argos

Fortaleciendo los cimientos

El buen desempeño de la regional de Estados Unidos, sumado a la recuperación del sector de la construcción en Colombia, son los principales fundamentos para reiterar nuestra recomendación de SOBREPONDERAR. En adelante esperamos que EE.UU. continúe siendo la principal fuente de crecimiento de Cemargos, apalancada en un contexto de mayor rentabilidad y una mejor dinámica de la construcción. De igual manera, reconocemos que los riesgos de una lenta recuperación en Colombia y la mayor competencia en Panamá, podrían continuar generando presiones en los precios y volúmenes.

Aspectos para destacar

- **Actualizamos el Precio Objetivo 2019FA a COP 10,400/acción.** Teniendo en cuenta la incorporación de los resultados financieros del primer semestre de 2018, el desempeño de las economías en las que tiene presencia Cemargos y una guía más conservadora, revisamos nuestras principales estimaciones, sin que se presentaran cambios demasiado significativos frente a nuestra última actualización y de esta manera estimamos un Precio Objetivo para cierre de 2019 de COP 10,400/acción y reiteramos nuestra recomendación de SOBREPONDERAR. Se resalta que la valoración se realizó con una estimación de WACC de 9.1% y una tasa de crecimiento perpetuo del 3.3%.
- **Los resultados de BEST continuarían generando mejoras estructurales.** Tras dos años desde el inicio de la implementación del programa de sostenibilidad y eficiencia BEST, Cemargos ha logrado generar mejoras operacionales significativas, las cuales han resultado en una reducción en la estructura de costos de alrededor de ~USD 12/tonelada de cemento en Colombia desde que inició el programa. Debido al éxito de esta iniciativa, Cemargos ha comenzado la implementación de iniciativas de este tipo en la regional de EE.UU, las cuales inicialmente podrían generar ahorros anuales de ~USD 10 mm, que resultarían en mejoras de la rentabilidad de dicha regional.
- **Los riesgos operacionales no desaparecen completamente.** El sector de la construcción en Colombia aún no muestra un claro repunte, por lo cual una recuperación más lenta de la esperada podría generar presiones adicionales a los volúmenes y precios del mercado local. Adicionalmente, la operación de Panamá continuaría enfrentando el efecto de la lenta dinámica del sector de la construcción y las presiones de precio, consecuencia de la mayor competencia que generan las importaciones.

¿Por qué SOBREPONDERAR?

Si bien reconocemos que el sector de la construcción no está presentando su mejor desempeño en los últimos años y que existen riesgos de una lenta recuperación, consideramos que el precio actual no reconoce las diferentes mejoras operacionales y la capacidad de capturar las oportunidades de crecimiento que tiene Cementos Argos como jugador relevante en las distintas latitudes en las que está presente.



SOBREPONDERAR Precio Objetivo: 10,400

Potencial: 42%
Riesgo: MEDIO
Cierre: COP 7,300
Sector: Industrial
CEMARGOS CB

Bloomberg: COAR <GO>

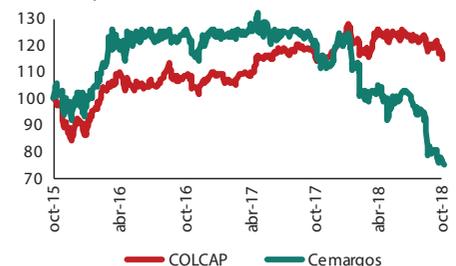
Rodrigo Sánchez
 Analista Senior Renta Variable
 wsanchez@corredores.com
 Ext. 92110

Katherine Ortiz
 Analista Senior Renta Variable
 kortiz@corredores.com
 Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP):	9.9 bn
Flotante:	36.8%
Dividendo 2019e (COP):	236
Retorno por dividendo:	3.2%
% COLCAP:	1.4%
# Acciones	1,361 mm
P / VL actual:	1.4x
P / U actual:	206.0x
EV / EBITDA actual:	11.6x
Último Precio:	7,300
Max 52 semanas:	11,860
Min 52 semanas:	7,130

Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

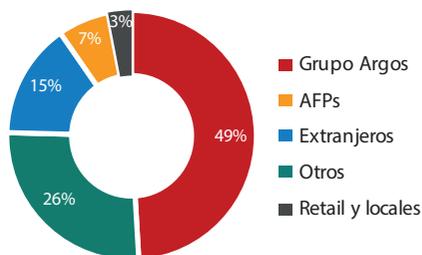


Cementos Argos / Ficha técnica

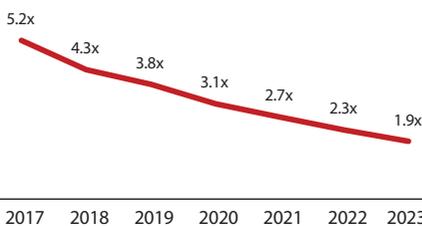
Descripción de la compañía: Cementos Argos produce cemento, concreto y agregados en Colombia, EE.UU. y el Caribe. Adicionalmente, realiza exportaciones de cemento y clínker a 39 países. La compañía es líder en el mercado colombiano, con una participación de mercado cercana a 45%, mientras que en la región 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 tras la adquisición en Virginia Occidental, cuenta con el 10% de la capacidad instalada de cemento del país y es el cuarto jugador más importante.

Composición accionaria



Deuda Total /EBITDA



Comparables (Datos actuales)

Compañía	EV/EBITDA 12M	EV/EBITDA 2019	P/U 12M	P/U 2019
Unacem Saa	6.4	5.9	14.9	13.6
Cementos Pacas-C	9.0	8.7	11.8	11.6
Grupo Cementos	7.8	6.9	21.2	16.0
Cemex Sab-Cpo	6.7	6.5	15.5	13.0
Cemex Latam Hold	6.6	6.3	12.0	10.9
Acc Ltd	11.0	12.1	21.1	21.4
Ultratech Cement	15.1	13.2	26.3	25.4
Indocement Tungg	9.0	10.5	14.3	14.7
Semen Indonesia	8.0	8.2	11.3	12.4
Holcim Indonesia	8.6	7.5	16.5	26.1
Heidelbergcement	6.2	6.3	10.8	9.8
Italcementi	7.8	6.9	25.4	25.3
Buzzi Unicem Spa	6.7	6.5	13.7	11.0
Vulcan Materials	10.1	7.6	24.5	20.1
Martin Mar Mtls	8.7	7.0	16.6	18.1
Cementos Argos	10.5	9.3	23.1	20.8
Mediana	8.6	8.1	17.4	16.9

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

Resumen

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Acciones en circulación (mm)	1,361	1,361	1,361	1,361	1,361
Cap. Bursátil	16,139,920	15,677,224	9,934,352	9,934,352	9,934,352
Precio (COP/Acción)*	11,860	11,520	7,300	7,300	7,300
VL (COP/Acción)	6,130	5,904	6,360	6,384	6,751
UPA (COP/Acción)	309	-9	203	252	374
Total Deuda	7,313,237	7,378,144	7,073,249	6,708,112	6,395,449
Deuda Neta	6,781,571	6,854,395	6,155,392	5,916,366	5,521,307
Deuda Neta / EBITDA	4.1x	4.8x	3.7x	3.3x	2.7x
EV	23,652,649	23,276,879	16,819,674	16,585,579	16,208,205
EV/EBITDA	14.3x	16.4x	10.1x	9.3x	8.0x
P/VL	1.9x	2.0x	1.1x	1.1x	1.1x
P/U	38.4x	NM	36.0x	29.0x	19.5x
Retorno por dividendos	1.7%	1.9%	3.1%	3.2%	3.3%
Dividendo por acción	200	218	228	236	244
Volumen cemento (miles ton)	13,976	16,275	16,965	17,770	18,611
Volumen concreto (miles de m ³)	11,273	10,590	12,083	12,865	13,463

Balance general consolidado

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Total Activos	19,156,803	18,782,916	19,246,130	19,376,131	19,842,422
Total Pasivos	10,083,224	10,003,575	9,860,772	9,952,881	9,902,273
Interés minoritario	731,158	745,260	729,930	734,861	752,545
Patrimonio	8,342,421	8,034,081	8,655,427	8,688,389	9,187,603
Deuda Total/Patrimonio	0.9x	0.9x	0.8x	0.8x	0.7x
Deuda Total/EBITDA	4.4x	5.2x	4.3x	3.8x	3.1x
Deuda Neta/EBITDA	4.1x	4.8x	3.7x	3.3x	2.7x
ROE	5.0%	-0.2%	3.2%	3.9%	5.5%
ROA	2.2%	-0.1%	1.4%	1.8%	2.6%

Estado de resultados consolidado

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ingresos Operacionales	8,517,382	8,532,913	9,287,963	9,892,924	10,705,377
Costo de ventas	6,595,353	6,970,156	7,475,446	7,851,778	8,380,411
Utilidad Bruta	1,922,029	1,562,757	1,812,517	2,041,146	2,324,966
Gastos adm. y comercial.	962,683	938,064	971,360	1,019,037	1,084,562
Utilidad Operacional	982,361	692,902	923,485	1,022,109	1,240,404
UNAI	669,866	290,192	521,757	611,871	852,918
Impuesto a la renta	107,354	212,964	142,489	161,914	225,886
Utilidad Neta	419,970	-12,546	275,785	342,540	509,572
EBITDA	1,651,749	1,421,790	1,657,504	1,785,155	2,034,863
Margen Bruto	22.6%	18.3%	19.5%	20.6%	21.7%
Margen Operacional	11.5%	8.1%	9.9%	10.3%	11.6%
Margen EBITDA	19.4%	16.7%	17.8%	18.0%	19.0%
Margen Neto	4.9%	-0.1%	3.0%	3.5%	4.8%

*Precio de Cierre del 19/10/2018

Hipótesis de valor

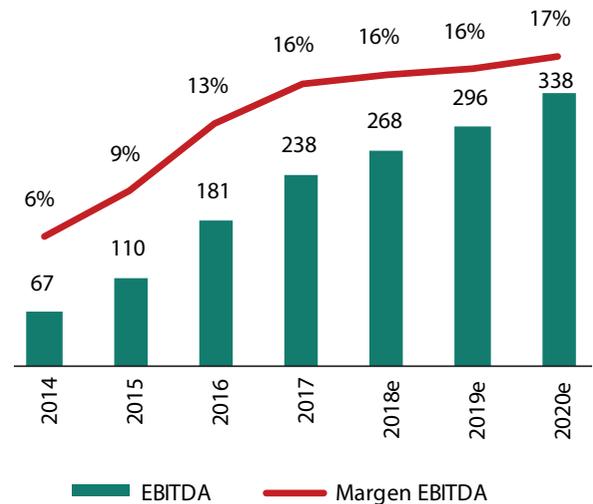
➤ **Estados Unidos se erige como el pilar de crecimiento.** Entre el 2009 y el 2018, EE.UU. pasó de aportar el ~27% al ~53% de los ingresos consolidados de Cemargos. Las estrategias de crecimiento orgánico e inorgánico han posicionado a la Compañía como un fuerte jugador en el país, lo cual le debería continuar permitiendo capturar crecimiento a corto y largo plazo. El posicionamiento de Cemargos en EE.UU., como el segundo mayor productor de concreto y el cuarto mayor productor de cemento, lo ubican en una posición privilegiada y con la capacidad instalada suficiente (9.6 mm t de cemento y 13 mm m³ de concreto) para absorber una mayor demanda de materiales, producto de un gasto superior en construcción en el país, el cual a julio de 2018 crecía anualmente el 5.6%. A esta dinámica de la construcción se suman planes como el *Infrastructure for Rebuilding America* (USD 1,500 mm) o el aún más ambicioso, pero aún poco detallado, *Infrastructure Plan* de Trump (USD 1.5 bn).

➤ **La diversificación geográfica continúa siendo una pieza fundamental.** El desempeño reciente de las operaciones de Cemargos en países como Puerto Rico, Honduras y las Antillas ha permitido compensar los periodos contractivos de la construcción y la mayor competencia en países como Panamá y Colombia. A esto se suma que los rezagos en infraestructura y vivienda en Centro América y el Caribe han creado alicientes para que los planes de gobierno de cada país incorporen mayores inversiones en el sector, las cuales han podido ser capitalizadas por Cemargos, dada su fuerte presencia local que se beneficia del limitado número de competidores en dichas regiones, mitigando así las presiones por competencia. Al desempeño operacional se suma la generación de ingresos en monedas diferentes al peso colombiano, lo cual permite la cobertura natural de los riesgos cambiarios, incluyendo aquellos asociados a la deuda financiera de la compañía (~52% en USD).

➤ **Colombia muestra mejoras perspectivas.** Si bien el sector de la construcción en Colombia ha mostrado un pobre desempeño en los últimos trimestres, con un decrecimiento anual del PIB de construcción para el 2T18 del 7.6%, unas mejores cifras macro, la finalización del ciclo electoral, la reducción en tasas de interés y en general un sentimiento positivo frente al desempeño de la economía, deberían ser catalizadores positivos a corto y a largo plazo que permitan la recuperación tanto en precios como en volúmenes de materiales. A esto se suma la expectativa de que 2019 y 2020 sean realmente años de mayor dinámica para la ejecución de los proyectos de 4G, en los cuales Cemargos, como líder del mercado, cuenta con una participación asegurada de alrededor del 70% de las unidades funcionales adjudicadas, lo cual significaría requerimientos de ~350,000 toneladas de materiales por año.

➤ **Los indicadores de apalancamiento empezarían a ceder.** La compañía cuenta con un alto nivel de apalancamiento (Deuda/EBITDA) de 5.2x a 2017, resultado del financiamiento tomado para la adquisición

EBITDA (USD mm) y margen EE.UU



Fuente: Cementos Argos | Davivienda Corredores

Capacidad instalada de Cementos Argos

Capacidad instalada	Cemento (mm ton)	Concreto (mm m ³)
EE.UU	9.6	13.0
Colombia	8.7	3.8
Centro América y el Caribe	4.7	0.9
Total	23.0	17.7

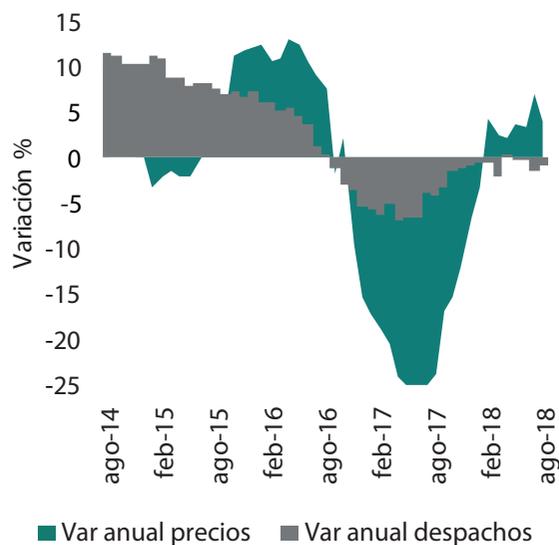
Fuente: Cementos Argos



de la planta de Martinsburg. No obstante, estimamos que la recuperación del EBITDA y las desinversiones contribuirán a una disminución del *ratio* por debajo de 3.0x para 2021, lo cual limita a corto plazo la posibilidad a nueva actividad de M&A y exige mayor disciplina a la administración.

Riesgos

Despachos y precios del cemento Colombia



Fuente: DANE

Ventas en Colombia (COP miles de mm)	2017
Cemargos	2,270
Cemex Colombia*	1,697
Holcim	559
Ultracem	281
Cementos San Marcos	171
Cementos Tequendama	105
Mosaban (Fortecem)	30
Cementos Vallenato (cem. y calizas de la paz)	30
Oriente Sogamoso	28
Víctor M. Ríos	3

* Tasa de cambio COP/USD 3,000

Fuente: Emis

> Una menor demanda limitaría el crecimiento de los márgenes operativos.

Si bien los márgenes de rentabilidad en EE.UU. han mostrado un repunte de más de 200 pbs (margen EBITDA) en los últimos 12 meses, otras regionales han evidenciado compresiones significativas en la rentabilidad, consecuencia de factores que podrían persistir en el largo plazo como la lentitud en la entrada en ejecución de algunas obras, la mayor competencia extranjera (importaciones) y los aumentos de capacidad instalada de los jugadores locales. A pesar de que Cemargos cuenta con un alto componente de diversificación regional, algunas operaciones en Centro América, como la panameña, cuentan con márgenes de rentabilidad comparativamente altos frente a otras regionales, haciéndolas altamente atractivas para los competidores extranjeros (principalmente China y Turquía), que están dispuestos a ofrecer precios más competitivos, resultando en fuertes presiones a los precios y consecuentemente a los márgenes de rentabilidad, lo cual estimamos es una tendencia que va a persistir, por lo menos en el corto plazo.

> Lenta recuperación de la construcción y retrasos adicionales de los proyectos de infraestructura de 4G.

A pesar de que el consenso del mercado concuerda en que Colombia ya habría entrado en una senda económica expansiva y que los años 2019-2020 deberían ser picos en la ejecución de proyectos de Cuarta Generación, una recuperación más lenta de la esperada y retrasos adicionales en cierres financieros e inicio de ejecución de obras de infraestructura podrían acentuar el mal desempeño reciente del sector de materiales. A lo anterior se suman algunos indicadores de exceso de oferta inmobiliaria, que a pesar de que muestran una tendencia favorable, siguen ubicándose por encima de los registros históricos promedio, lo cual podría desincentivar la pronta reactivación de la actividad edificadora.

> El riesgo reputacional podría continuar materializándose.

A pesar de que las compañías vinculadas a la investigación por cartelización empresarial en el mercado de cemento ya pagaron las multas impuestas por la SIC (USD 25 millones cada una), el efecto de dichas investigaciones ha resultado en una mayor desconfianza por parte del mercado frente a los proveedores de materiales del sector de la construcción, incluyendo a Cemargos. Respecto a este tema, ya que los hechos que llevaron a la investigación ocurrieron en Colombia, no consideramos muy probable, pero tampoco podemos descartar, que entes de control en EE.UU. puedan sancionar de alguna manera a Cemargos, dadas sus operaciones en dicho país. A esto se suma también el mal momento reputacional que atraviesa el sector de la construcción en Colombia en general, con algunos de los principales y más importantes constructores y proyectos del país relacionados con hechos de corrupción, lo cual ha generado aún más desconfianza y ha creado obstáculos y retrasos adicionales a su desarrollo normal. De momento, creemos que

El posicionamiento de Cemargos en EE.UU., como el segundo mayor productor de concreto y el cuarto mayor productor de cemento, lo ubican en una posición privilegiada y con la capacidad instalada suficiente para absorber una mayor demanda de materiales.

la recuperación en la confianza del sector dependerá de varios aspectos, como los pagos pendientes a los bancos por Ruta del Sol y la conclusión de investigaciones por la adjudicación de algunos proyectos de infraestructura.

- > **El endeudamiento financiero podría seguir limitando las utilidades a corto plazo.** Si bien estimamos que bajo condiciones normales los indicadores de apalancamiento deberían tender a mejorar, debido a la creciente competencia en la industria y la limitada demanda, una estrategia de crecimiento inorgánico podría ser una alternativa que requeriría la toma de endeudamiento adicional que posiblemente resultaría en aumentos de los gastos financieros y consecuentemente deterioraría la rentabilidad a corto plazo.

Proyecciones

- > **Ingresos-EBITDA:** Actualizamos nuestras estimaciones teniendo en cuenta principalmente la incorporación de los resultados a 2T18, el nuevo *guidance* de la compañía en cuanto a desempeño de las regionales y requerimientos de Capex y el bajo desempeño en Colombia.
Estimamos ingresos consolidados para 2018 de COP 9.3 bn (+8.8% anual), donde la caída de volúmenes en Colombia resultaría en un crecimiento de ingresos en la regional del 5.6% anual, mientras que EE.UU. presentaría una expansión del 9.6%. En EBITDA, estimamos COP 1.6 billones para 2018 con un margen de 17.8%, de los cuales cerca de COP 800,000 mm provendrían de la regional de EE.UU. mientras que Colombia y CCA aportarían alrededor de COP 400,000 mm y COP 590,000 mm, respectivamente.
- > **Utilidad Neta:** Teniendo en cuenta que el pago de la multa impuesta por la SIC de ~USD 25 mm fue realizado en el 2T18, estimamos que la utilidad neta para el 2018 se ubicaría en ~COP 275,000 mm, sin presentar cambios muy significativos frente a nuestras estimaciones anteriores.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Para estimar el valor de Cementos Argos utilizamos una metodología de flujo de caja descontado (70% del P.O.) y una valoración ponderada por los múltiplos EV/EBITDA 2019e y P/U 2019e (30% del P.O.). Los parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 9.1%, Beta apalancado de 1.0, Ke de 12.4% y crecimiento a perpetuidad (g) de 3.3%.



En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2019FA de COP 10,400/acción, ofreciendo un potencial de valorización del 42% frente a los precios actuales a los que transa la acción, por lo cual reiteramos nuestra recomendación de SOBREPONDERAR. Resaltamos que los riesgos asociados a nuestra valoración están principalmente relacionados con las operaciones en Colombia, dada la reciente lentitud y la pérdida de confianza del sector de la construcción, a lo cual se suma la presión por competencia de internacionales y locales.

Resumen de la valoración		
Método	Ponderación	P.O. 2019
Flujo de Caja Libre	70%	11,600
EV/EBITDA 2019e	20%	9,400
Precio Utilidad 2019e	10%	4,000
Precio Objetivo		10,400

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 600 en el P. O., mientras que una reducción de 30 pbs en el g resultaría en una disminución de COP 400/acción.

		WACC=9.1%				
		0.6%	0.3%	0.0%	-0.3%	-0.6%
g=-3.3%	-0.6%	8,700	9,100	9,600	10,200	10,800
	-0.3%	9,000	9,500	10,000	10,500	11,200
	0.0%	9,300	9,800	10,400	11,000	11,700
	0.3%	9,600	10,200	10,800	11,500	12,300
	0.6%	10,000	10,600	11,300	12,100	12,900

Precio del cemento vs. Volumen de cemento en Colombia

Evaluamos el impacto en el P. O. frente a un mayor/menor crecimiento de los volúmenes y precios del cemento en Colombia. Un incremento de 30 pb en el crecimiento del volumen significaría un incremento de COP 600 en el P. O., al igual que un aumento de 30 pb en los precios del cemento.

		Crecimiento volumen cemento CO				
		-0.5%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.5%
Crecimiento precio cemento CO	-0.5%	8,600	9,000	9,500	1,000	10,400
	-0.3%	9,000	9,300	9,800	10,400	10,800
	0.0%	9,500	9,800	10,400	11,200	11,500
	0.3%	10,000	10,400	11,200	11,700	12,100
	0.5%	10,400	10,800	11,500	12,100	12,700

Cemex Latam Holdings

Una estructura sólida pese a la adversidad

A la mayor competencia y la lenta recuperación del sector de la construcción en Colombia se suman los desafiantes panoramas en algunos países de Centro América, razón por la cual hemos reducido nuestro Precio Objetivo. No obstante, e incluso bajo un escenario mucho más conservador frente a nuestras estimaciones previas, CLH continúa manteniendo una estructura financiera sólida, por lo cual reiteramos nuestra recomendación de SOBREPONDERAR. De igual manera, esperamos que la recuperación económica y una estabilización de las demás regionales, le permitirá a la cementera retomar su senda de crecimiento a mediano plazo.

Aspectos para destacar

- **Actualizamos el Precio Objetivo 2019FA a COP 10,500/acción.** Incorporando los últimos registros referentes a precios y volúmenes, en conjunto con una guía mucho más conservadora, revisamos a la baja nuestras estimaciones en todas las regionales de CLH, salvo Costa Rica. Dicha actualización resultó en cambios negativos en todas las líneas del P&G y de esta manera estimamos un Precio Objetivo para cierre de 2019 de COP 10,500/acción, manteniendo nuestra recomendación de SOBREPONDERAR. Se resalta que la valoración se realizó con una estimación de WACC de 9.2%.
- **Los múltiplos de valoración reflejan un castigo significativo, ubicándolos muy por debajo de los niveles de la industria.** Los retrocesos presentados por la acción durante 2018 acentúan aún más el descuento que presenta el título frente a sus comparables. A 2019e la acción se transa a múltiplos EV/EBITDA y Precio/Utilidad de 6.2x y 11.9x respectivamente, ofreciendo descuentos de 28% y 25% a nivel relativo.
- **Maceo continúa siendo un interrogante.** Consideramos que el mercado estaría principalmente castigando a CLH por la incertidumbre que aún genera la investigación por el caso de la planta de Maceo, sobre la cual no se conoce el desenlace definitivo. De igual forma, reiteramos que ningún escenario de nuestro modelo incorpora la entrada en operación de Maceo, la cual según la información dada por la Compañía continúa presentando demoras por distintos requerimientos asociados a su licenciamiento. Sin embargo, estimamos que incluso en el escenario que CLH reconociera el deterioro total de las inversiones hechas en Maceo (USD 350 mm), el precio actual de negociación del título continuaría evidenciando un descuento excesivo.

¿Por qué SOBREPONDERAR?

Si bien aún persisten los riesgos asociados al desarrollo de la planta de Maceo y su licenciamiento, a la lenta recuperación y a la creciente competencia en todas las regionales, consideramos que el precio actual subestima la rentabilidad y la capacidad de desapalancamiento de CLH. Por lo tanto, dado el potencial de valoración que ofrece la acción frente a nuestro Precio Objetivo asignamos una recomendación de SOBREPONDERAR.



SOBREPONDERAR
Precio Objetivo: 10,500

Potencial: 98%
Riesgo: ALTO
Cierre: COP 5,300
Sector: Industrial
CLH CB

Bloomberg: COAR <GO>

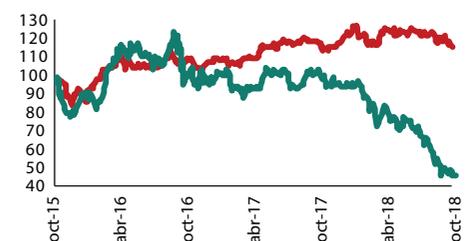
Rodrigo Sánchez
Analista Senior Renta Variable
wsanchez@corredores.com
Ext. 92110

Katherine Ortiz
Analista Senior Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (USD):	983 mm
Flotante:	23.7%
Dividendo 2019e (COP):	0
Retorno por dividendo:	0%
% COLCAP:	0.8%
# Acciones	556.8 mm
P / VL actual:	0.6x
P / U actual:	37.1x
EV / EBITDA actual:	5.1x
Último Precio:	5,300
Max 52 semanas:	11,640
Min 52 semanas:	5,000

► Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

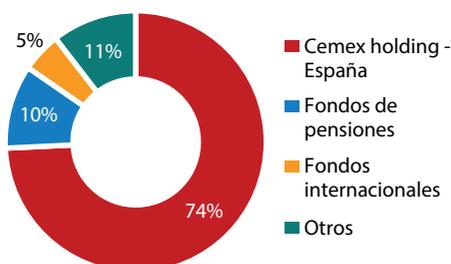


Cemex Latam Holdings / Ficha técnica

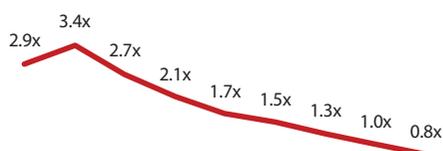
Descripción de la compañía: Cemex Latam Holdings es una compañía subordinada indirectamente de Cemex S.A.B de C.V., uno de los principales actores en el negocio de fabricación de cemento, concreto y agregados a nivel global. El grupo de compañías subordinadas de Cemex Latam Holdings son las unidades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

Composición accionaria



Deuda Neta / EBITDA



2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023 2024 2025

Comparables (Datos actuales)

Compañía	EV/EBITDA 12M	EV/EBITDA 2018	P/U 12M	P/U 2018
Cemargos	9.9	10.7	16.7	21.5
Union Andina	6.4	6.6	14.8	14.8
Cementos Pacasmayo	8.8	9.2	17.3	18.5
Grupo Chihuahua SA	7.2	7.9	13.3	16.7
Cemex SAB de CV	6.7	6.8	11.9	12.9
ACC Ltd	11.7	11.8	22.8	24.0
UltraTech Cement Ltd	13.7	16.4	26.9	30.1
Indocement	12.1	11.5	19.3	19.1
Semen Indonesia	8.8	8.5	14.7	13.0
Holcim Indonesia	7.6	9.1	9.1	26.1
HeidelbergCement AG	6.6	6.3	9.6	10.5
Italcementi SpA	6.9	7.8	15.6	25.3
Buzzi Unicem SpA	6.5	6.9	11.4	11.9
CLH	6.4	7.5	12.4	19.1
Mediana	8.5	9.1	15.4	18.9

- ▶ **Presidente CLH:** Jaime Muguero
- ▶ **Presidente Cemex Colombia:** Ricardo Naya Barba
- ▶ **IR:** Pablo Antonio Gutierrez
- ▶ **Página web:** www.cemexlatam.com

Resumen

USD miles	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Acciones en circulación (mm)	556.8	556.8	556.8	556.8	556.8
Cap. Bursátil	2,094,890	2,050,390	983,717	983,717	983,717
Precio (COP/Acción)*	11,300	11,000	5,300	5,300	5,300
VL (USD/Acción)	2.64	2.76	2.85	3.00	3.18
UPA (USD/Acción)	0.25	0.08	0.09	0.15	0.18
Total Deuda	1,014,099	960,341	902,651	766,720	660,789
Deuda Neta	969,192	915,187	848,483	760,603	657,571
Deuda Neta / EBITDA	2.3x	2.9x	3.4x	2.7x	2.1x
EV	3,068,895	2,970,487	1,838,666	1,750,732	1,647,732
EV/EBITDA	7.2x	9.6x	7.4x	6.2x	5.4x
P/VL	1.4x	1.3x	0.6x	0.6x	0.6x
P/U	15.0x	44.4x	19.1x	11.9x	9.9x
Retorno por dividendos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividendo por acción	0	0	0	0	0
Volumen cemento (miles ton)	7,215	7,058	6,533	6,768	6,906
Volumen concreto (miles de m3)	3,072	2,896	2,672	2,767	2,808
Volumen de agregados (miles ton)	7,285	6,981	6,614	6,852	6,976

Balance general consolidado

USD miles	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Total Activos	3,294,646	3,293,989	3,233,109	3,206,049	3,222,082
Total Pasivos	1,820,735	1,750,944	1,636,979	1,527,196	1,444,420
Patrimonio e interés minoritario	1,473,911	1,543,045	1,596,131	1,678,854	1,777,663
Deuda Total/Patrimonio	0.7x	0.6x	0.6x	0.5x	0.4x
Deuda Total/EBITDA	2.4x	3.1x	3.6x	2.7x	2.2x
Deuda Neta/EBITDA	2.3x	2.9x	3.4x	2.7x	2.1x
ROE	9.5%	3.0%	3.2%	4.9%	5.6%
ROA	4.2%	1.4%	1.6%	2.6%	3.1%

Estado de resultados consolidado

USD miles	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ingresos Operacionales	1,315,326	1,242,897	1,143,014	1,237,013	1,309,256
Costo de ventas	-676,860	-653,137	-680,147	-724,654	-760,533
Utilidad Bruta	638,466	536,120	462,867	512,360	548,723
Gastos adm. y comercial.	-296,000	-305,284	-292,339	-313,563	-327,942
Utilidad Operacional	312,247	151,489	162,297	190,232	211,404
UNAI	248,062	83,733	87,608	140,785	167,990
Impuesto a la renta	-107,793	-37,322	-35,752	-57,453	-68,556
Utilidad Neta	139,769	46,411	51,503	82,764	98,757
EBITDA	423,650	310,327	249,918	281,664	305,876
Margen Bruto	48.5%	43.1%	40.5%	41.4%	41.9%
Margen Operacional	23.7%	12.2%	14.2%	15.4%	16.1%
Margen EBITDA	32.2%	25.0%	21.9%	22.8%	23.4%
Margen Neto	10.6%	3.7%	4.5%	6.7%	7.5%

*Precio de Cierre del 19/10/2018

Hipótesis de valor

> El mercado mantiene un castigo difícil de justificar frente al valor justo del activo.

A pesar de que la compañía ha presentado resultados negativos durante los últimos trimestres, incluso por debajo de la expectativa del mercado, CLH continúa generando flujos de caja positivos que le permiten continuar reduciendo su apalancamiento y consolidando una estructura financiera sólida, la cual, según nuestras estimaciones, podría soportar eventuales *one-offs* relacionados con el deterioro de las inversiones realizadas en la planta de Maceo (COP 1,850/acción) y aun así su valor justo se mantendría por encima del valor de mercado actual. Adicionalmente, con los precios actuales, la relación Precio a Valor en libros se ubica en 0.6 veces, lo cual respalda nuestra tesis de castigo excesivo frente al valor fundamental.

> La rentabilidad continúa siendo subestimada a nivel relativo.

Si bien es cierto que las condiciones del mercado de materiales en la mayoría de los mercados en los que tiene presencia la Compañía han venido presentando distintos retos, los indicadores de rentabilidad de CLH siguen estando por encima de la media de sus pares regionales (Margen EBITDA CLH a 2T18: 22.6% vs. 19% de sus comparables). Adicionalmente, a 2019e la acción se transa a múltiplos EV/EBITDA y Precio/Utilidad de 6.2x y 11.9x respectivamente, ofreciendo descuentos de 28% y 25% frente a sus comparables.

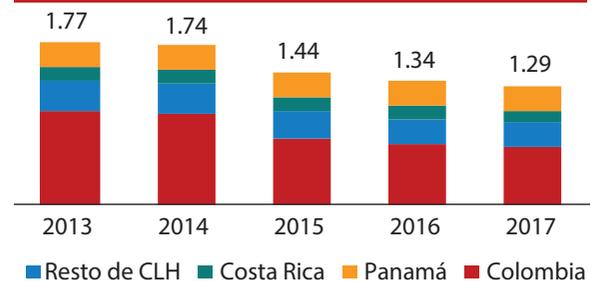
> La recuperación económica y del sector de la construcción debería materializarse a partir de 2019.

En Colombia, distintos factores como la caída de la actividad edificadora y los retrasos en el inicio de algunas obras de infraestructura han afectado la dinámica del sector, que a 2T18 presentó un fuerte retroceso anual de 7.6%. Sin embargo, la recuperación económica, la reducción de las tasas de interés, algunos programas de vivienda del nuevo gobierno, los menores niveles de sobreoferta de oficinas, la conclusión del ciclo electoral y el comienzo de la etapa constructiva de varios proyectos, deberían contribuir a la recuperación de la demanda de materiales, donde CLH continúa posicionado como el segundo jugador más relevante del país. De hecho, respecto a los proyectos de 4G que ya han adjudicado los contratos de materiales para sus unidades funcionales, CLH cuenta con una participación de alrededor del 30%, lo cual implicaría volúmenes de despachos asociados a estos proyectos de entre 150,000 m³ y 160,000 m³ de concreto por año.

> La estrategia de desapalancamiento continúa su curso.

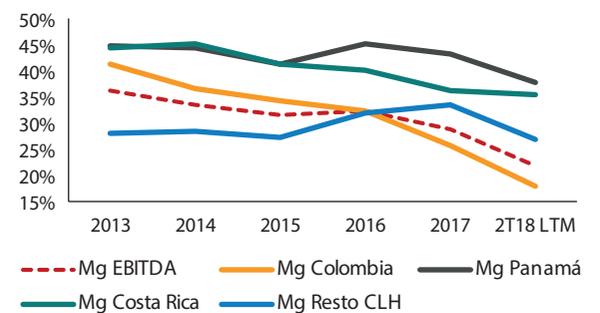
A pesar de la lenta recuperación que ha presentado Colombia y la coyuntura en países como Panamá y Nicaragua, CLH sigue evidenciando trimestre a trimestre su capacidad operacional de generación de caja, lo cual también es resultado de menores inversiones. Con base en esta capacidad de generación, la Compañía ha continuado y planea continuar llevando a cabo su estrategia de desapalancamiento, lo cual le daría oportunidades de crecimiento orgánico e inorgánico a mediano y largo plazo. De igual manera, con una estructura menos apalancada (Deuda Neta/EBITDA 2019e: 2.7x), no descartamos que hacia 2021-2022, tal como lo

Ingresos (USD miles de millones)



Fuente: CLH

Margen EBITDA por regional



Fuente: CLH



ha expresado el *management* y tras alcanzar una relación Deuda Neta/ EBITDA de 1.6x, la Compañía busque devolver valor a sus accionistas a través de dividendos o que su controlante decida expandir sus operaciones a nivel internacional a través de CLH.

Riesgos

- > **Maceo sigue siendo el mayor interrogante.** A pesar de que la restricción en capacidad instalada es un riesgo que a mediano plazo podría tener un impacto negativo, los principales riesgos asociados a Maceo no son fáciles de cuantificar, entre los cuales se destacan: i) riesgo reputacional dadas las irregularidades encontradas en la adquisición de predios y licencias, ii) incertidumbre respecto al proceso llevado a cabo por la Fiscalía y a los requerimientos hechos por el Departamento de Justicia de EE.UU. a la matriz de CLH, que podrían resultar en gastos relacionados con depreciación de activos sin uso e *impairments* adicionales a los ya registrados, y iii) multas asociadas al proceso de extinción de dominio que, de efectuarse, impactarían la generación de utilidades.
- > **Recuperación del sector de la construcción más lenta de la esperada.** Si bien durante los últimos trimestres, la economía colombiana ha venido evidenciando signos de recuperación y estabilidad tras varios años de desaceleración, los indicadores asociados a la construcción aún presentan rezagos significativos. Consecuentemente, un escenario de muy lenta recuperación para el sector podría poner presiones adicionales a los precios y los volúmenes de los materiales, que en últimas extenderían el periodo de bajo desempeño de algunas regionales. De igual manera, demoras adicionales en la entrada en ejecución de obras de 4G generan riesgos a la baja.
- > **Importaciones y excesos de capacidad instalada podrían generar mayor presión en precios.** Dados los actuales excesos de oferta de materiales en Colombia, aumentos de capacidad instalada podrían poner presión adicional a los precios. La entrada en operación de proyectos como la planta en Río Claro en 2019 o 2020, de propiedad de Cementos Molins y Corona (1.3 mm/t), generarían choques adicionales al mercado cementero. Suplementariamente, mayores importaciones de clinker y producto terminado o aumento de importaciones de China y Turquía, podrían seguir contribuyendo al ambiente competitivo, dificultando la capacidad para incrementar precios y expandir la rentabilidad.
- > **Centroamérica con retos muy diversos.** Aunque las perspectivas de algunas operaciones como las de Costa Rica y Guatemala son favorables, otros países afrontan algunos obstáculos particulares. Por un lado, la operación de Panamá, que aporta el ~20% de los ingresos, atraviesa un momento difícil, donde eventos como el paro del sector de la construcción en 2018 y el continuo incremento de la competencia local y extranjera (importaciones) ponen presiones sobre la rentabilidad de las operaciones. Sin embargo, creemos que Panamá podrá mantener márgenes por encima de las demás operaciones de CLH, donde una reducción gradual del 1% anual en el margen EBITDA hasta 2027 tendría un impacto en nuestra estimación de valor de COP ~1,900/acción. Por otro lado, la situación política y social de Nicaragua se ha convertido en un reto y una incertidumbre constante para la industria.

Capacidad instalada en Colombia

Cementerías Colombia	Capacidad (miles Ton / año)
Cementos Argos	8,700
Cemex Colombia	5,500
Holcim	2,000
Ultracem	1,000
Tequendama	480
Oriente Sabanagrande	480
San Marcos	400
Mosaban (Fortecem)	400
Víctor M. Ríos	200
Oriente Sogamoso	150
Vallenato	130
G&J (Patriota)	60
Tairona	25
Total	19,525

Fuente: Dinero | Compañías

Según nuestras estimaciones, CLH podría soportar eventuales *one-offs* relacionados con el deterioro de las inversiones realizadas en la planta de Maceo (COP 1,850/acción) y aun así su valor justo se mantendría por encima del valor de mercado actual.

Protestas continuas y una crisis generalizada han causado la suspensión de algunos proyectos y dado que no parece haber una pronta solución, es probable que el impacto a dicha operación persista a corto y mediano plazo.

Proyecciones

- > **Ingresos-EBITDA:** Actualizamos nuestras estimaciones teniendo en cuenta la incorporación de los resultados a 3T18 y la nueva guía de la Compañía, en la cual se incorporaron mayores caídas de volúmenes y precios en la mayoría de las regionales, exceptuando Costa Rica. Esto principalmente debido a una lenta dinámica de recuperación en Colombia, una reducción de márgenes en Panamá y una expectativa negativa en países como Nicaragua.

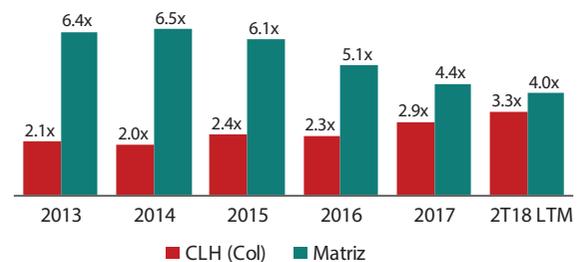
Estimamos ingresos consolidados para 2019 de USD 1,143 mm (-8% anual), con una reducción anual promedio del 7% en todos los tipos de materiales y un precio promedio del cemento en Colombia de USD 112 por tonelada. En EBITDA estimamos USD 250 millones para 2018 con un margen de 21.9% ante caídas del EBITDA en casi todas las regionales.

- > **Utilidad Neta:** Teniendo en cuenta que Cemex Latam Holdings realizó el pago de la multa impuesta por la SIC en 2017, dicho efecto base resulta en un crecimiento estimado del margen neto de 120 pbs, el cual se ubicaría en 4.5% para 2018e.
- > **Apalancamiento financiero:** A pesar de que estimamos que la estrategia de desapalancamiento es sostenible, teniendo en cuenta la capacidad de generación de flujo de caja libre, una reducción de cerca de USD 60 millones en el EBITDA frente a 2017, estimamos que el indicador Deuda Neta/EBITDA se ubicaría en 3.4x para finales de 2018, para posteriormente retomar su senda de desapalancamiento hacia niveles de 1.7x en 2021.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

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 2019E (20% del P. O.) y P/U 2019E (10% del P. O.). Los parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 9.2%, Beta apalancado de 1.3, costo del *equity* (Ke) de 11.8% y crecimiento a perpetuidad (g) de 3.6%.

Apalancamiento de Cemex Latam y su casa matriz



Fuente: Cemex, CLH



En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2019FA de COP 10,500/acción, que aún ofrece potencial de valorización a los precios actuales a los que transa la acción, por lo cual reiteramos nuestra recomendación de SOBREPONDERAR. Resaltamos que los riesgos asociados a nuestra valoración están principalmente relacionados con las operaciones en Colombia (~47% de los ingresos para 2019e) respecto a la recuperación del sector de la construcción y a la materialización de algún riesgo asociado con Maceo, y en Centro América en relación con la estabilización económica, política y social de cada país.

Resumen de la valoración		
Método	Ponderación	P. O. 2019
Flujo de Caja Libre	70%	11,600
EV/EBITDA 2019e	20%	8,400
Precio Utilidad 2019e	10%	6,800
Precio Objetivo		10,500

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 500 en el P.O.; mientras que una reducción de 30 pbs, una disminución de COP 600/acción.

		WACC=9.2%				
		0.6%	0.3%	0.0%	-0.3%	-0.6%
G = 3.6%	-1.0%	8,600	8,900	9,400	9,800	10,300
	-0.5%	9,000	9,400	9,900	10,500	11,000
	0.0%	9,500	10,000	10,500	11,200	11,800
	0.5%	10,000	10,600	11,200	12,000	12,800
	1.0%	10,700	11,400	12,100	13,000	14,000

Precio del cemento en Colombia vs. Precio del cemento en Panamá

Evaluamos el impacto en el P.O. frente a un mayor/menor crecimiento de los precios del cemento en Colombia y Panamá. Un incremento de 1% por año en el crecimiento de los precios en Colombia significaría un incremento de COP 1,700 en el P. O., mientras que un aumento del 1% anual en los precios del cemento en Panamá significaría un incremento de COP 900 en el P. O.

		Precio del cemento en Colombia (COP)				
		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%
Precio cemento en Panamá	-2.0%	6,200	7,500	8,900	10,300	11,100
	-1.0%	6,800	8,200	9,700	11,200	12,000
	0.0%	7,500	9,000	10,500	12,200	13,100
	1.0%	8,200	9,700	11,400	13,300	14,300
	2.0%	8,900	10,700	12,500	14,500	15,600

Concreto

Un entorno desafiante

Con un portafolio diversificado de actividades de construcción e inmobiliarias, Concreto se mantiene como uno de los principales y más experimentados jugadores del sector en Colombia, con un importante volumen de contratos asegurados para ejecutar durante los próximos años. Sin embargo, la formulación de pliegos por parte de la SIC respecto a posibles prácticas anticompetitivas y la incertidumbre que genera Hidroituango son importantes factores de riesgo que seguirán impactando el desempeño futuro de Concreto, por lo cual, a pesar del alto potencial de valorización, reafirmamos nuestra recomendación en NEUTRAL.

Aspectos para destacar

- **Actualizamos el Precio Objetivo 2019FA a COP 1,540/acción.** Teniendo en cuenta la incorporación de los resultados financieros a 2T18, la ejecución del *backlog* para los próximos años en la cual excluimos los COP 280,000 mm asociados al contrato de Vía Pacífico, el avance en la ejecución de algunas concesiones y la reducción de la participación que tiene Concreto en Pactia. El resultado es un P. O. para el cierre de 2019 de COP 1,540/acción y una recomendación de MANTENER. Resaltamos que la valoración se realizó bajo una metodología de Suma de Partes.
- **El descuento parece ser excesivo frente a su valor fundamental.** A pesar de ser una compañía reconocida principalmente por su actividad constructora, Concreto también participa en otros segmentos que aportan una parte significativa de su valor fundamental y que no se estarían reconociendo en su totalidad por el mercado. Es el caso de Pactia, uno de los principales vehículos inmobiliarios de Colombia y del cual Concreto controla el 41%. Esta inversión aporta COP 939/acción a nuestra estimación de valor de Concreto. A esto se suma el aporte que hace el segmento de concesiones viales, el cual es de COP 336/acción.
- **El riesgo reputacional, Hidroituango, el endeudamiento a corto plazo y la liquidez son grandes obstáculos.** A la apertura de pliegos contra Concreto y algunos directivos por posible colusión en la adjudicación de la APP del tercer carril Bogotá-Girardot, se suma la incertidumbre asociada a los problemas de Hidroituango, la concentración de deuda en el corto plazo y la baja liquidez del título, los cuales son eventos y hechos que han generado alta volatilidad en la acción y por lo tanto, a pesar del importante potencial de valorización, justifican nuestra recomendación de NEUTRAL con un riesgo alto.

¿Por qué NEUTRAL?

A pesar de que consideramos que el valor de mercado está muy alejado del fundamental y el potencial de valorización actual de Concreto es uno de los más altos en nuestro espectro de coberturas, dadas las condiciones de riesgo mencionadas acerca de la acción, nuestra recomendación para este título está dirigida principalmente a aquellos inversionistas con vocación de largo plazo y con un perfil de riesgo agresivo.



NEUTRAL
Precio Objetivo: 1,540

Potencial: 367%
Riesgo: MUY ALTO
Cierre: COP 330
Sector: Construcción
CONCONC CB

Bloomberg: COAR <GO>

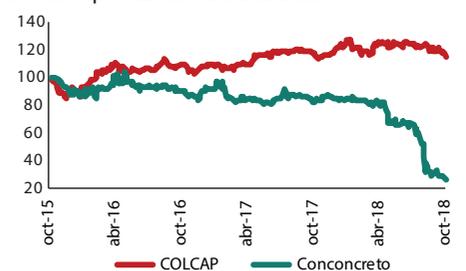
Rodrigo Sánchez
Analista Senior Renta Variable
wsanchez@corredores.com
Ext. 92110

Katherine Ortiz
Analista Senior Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (USD):	374 mm
Flotante:	46.2%
Dividendo 2019e (COP):	0
Retorno por dividendo:	0%
% COLCAP:	0.09%
# Acciones	1,151 mm
P / VL actual:	0.3x
P / U actual:	4.8x
EV / EBITDA actual:	5.5x
Último Precio:	330
Max 52 semanas:	1,035
Min 52 semanas:	305

Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

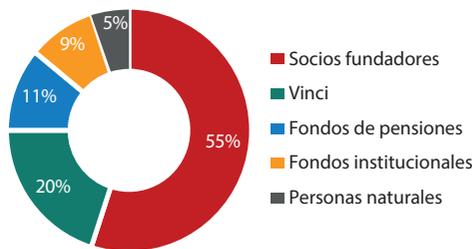


Concreto / Ficha técnica

Descripción de la compañía: Concreto es una de las compañías más importantes y de mayor trayectoria (57 años de experiencia) en el desarrollo y construcción de proyectos de edificación e infraestructura en Colombia; Concreto cuenta, además, con un portafolio de inversiones a largo plazo. Dentro de este segmen-

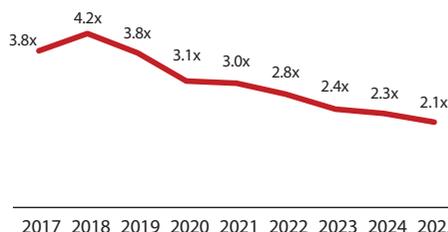
to se encuentra el negocio inmobiliario que se desarrolla a través del Fondo de Capital Privado Pactia (segundo por activos a nivel nacional), la operación y mantenimiento de concesiones viales, e Industrial Concreto y Participaciones, que incorporan compañías relacionadas al sector de la construcción.

Composición accionaria



Fuente: Concreto

Deuda Total / EBITDA



Fuente: Concreto

Comparables (Datos actuales)

Compañía	EV/EBITDA 12M	EV/EBITDA 2018	P/U 12M	P/U 2018
Emp Ica	7.0	7.4	4.3	4.4
Salfacorp	10.0	11.8	10.9	13.0
Besalco	8.7	9.5	26.3	26.1
Salini Impregilo	3.4	3.6	6.9	8.6
Obrascon Huarte	6.3	6.5	5.6	6.1
Ferrovial Sa	18.9	19.8	28.6	31.5
Strabag Se-Br	3.8	3.6	12.0	11.8
Vinci Sa	8.3	8.6	13.7	14.0
Osjib Holdings Co	5.5	6.1	13.9	15.4
Concreto Sa	3.8	4.2	4.1	4.1
Mediana	7.6	8.1	12.6	13.5

- ▶ **Presidente:** Juan Luis Aristizábal
- ▶ **Vicepresidente Financiero:** Hebert Agudelo
- ▶ **IR:** Alejandro Villegas Cañas
- ▶ **Página web:** www.concreto.com

Resumen

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Acciones en circulación (mm)	1,134	1,134	1,134	1,134	1,134
Cap. Bursátil	1,259,023	1,122,912	374,304	374,304	374,304
Precio (COP/Acción)*	1,110	990	330	330	330
VL (COP/Acción)	1,170	1,221	1,303	1,364	1,436
UPA (COP/Acción)	81	70	82	82	93
Total Deuda	923,136	933,269	795,687	732,878	732,640
Deuda Neta	398,653	549,908	496,813	505,673	477,850
EV	1,661,494	1,676,188	874,485	883,345	855,522
EV/EBITDA	6.9x	7.6x	4.2x	3.7x	3.5x
P/VL	0.9x	0.8x	0.3x	0.2x	0.2x
P/U	13.7x	14.2x	4.0x	4.0x	3.5x
Retorno por dividendos	2.4%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividendo por acción	26.9	14.6	0.0	0.0	0.0
Backlog	3,133,587	2,394,703	1,500,455	1,412,668	1,519,380

Balance general consolidado

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Total Activos	3,253,492	3,096,803	2,970,449	3,087,465	3,189,632
Total Pasivos	1,906,969	1,708,033	1,489,005	1,537,135	1,557,405
Interés minoritario	3,819	3,368	3,368	3,368	3,368
Patrimonio	1,342,704	1,385,403	1,478,077	1,546,962	1,628,860
Deuda Total/Patrimonio	0.7x	0.7x	0.5x	0.5x	0.4x
Deuda Total/EBITDA	3.8x	4.2x	3.8x	3.1x	3.0x
Deuda Neta/EBITDA	1.7x	2.5x	2.4x	2.1x	2.0x
ROE	7.7%	5.7%	6.3%	6.0%	6.5%
ROA	3.2%	2.5%	3.1%	3.0%	3.3%

Estado de resultados consolidado

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ingresos Operacionales	1,471,645	1,483,539	970,849	1,109,479	1,122,663
Costo de ventas	1,271,696	1,337,713	807,890	922,329	933,289
Utilidad Bruta	199,949	145,826	162,959	187,150	189,373
Gastos adm. y comercial.	87,593	18,773	27,705	38,800	38,790
Utilidad Operacional	112,356	127,053	135,254	148,349	150,584
UNAI	150,383	105,814	116,943	115,632	132,152
Impuesto a la renta	46,556	26,946	23,611	22,756	26,378
Utilidad Neta	103,827	78,867	93,332	92,876	105,774
EBITDA	240,987	219,945	210,507	237,467	244,174
Margen Bruto	13.6%	9.8%	16.8%	16.9%	16.9%
Margen Operacional	7.6%	8.6%	13.9%	13.4%	13.4%
Margen EBITDA	16.4%	14.8%	21.7%	21.4%	21.7%
Margen Neto	7.1%	5.3%	9.6%	8.4%	9.4%

*Precio de Cierre del 19/10/2018

Hipótesis de valor

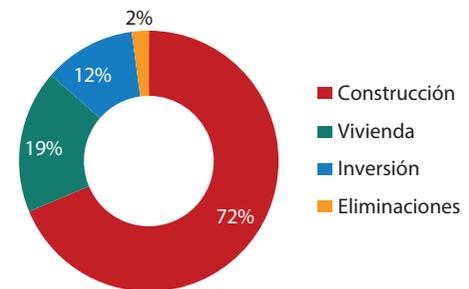
> **Diversidad en actividades de construcción es un factor diferenciador.** Si bien gran parte de la trayectoria de Conconcreto se ha concentrado en la construcción de edificaciones, vivienda y otras obras civiles como puentes y represas, durante los últimos años la compañía también se ha consolidado como uno de los principales constructores y operadores viales del país gracias a su participación en concesiones como Medellín-Caño Alegre, Bogotá-Los Alpes y Bogotá-Girardot, las cuales comprenden conjuntamente alrededor de 500 km de vías. Además, la alianza estratégica con el grupo francés Vinci, el cual cuenta con una participación accionaria del 20% en Conconcreto y que es considerado uno de los principales jugadores a nivel mundial en el sector de la construcción, le ha permitido a Conconcreto fortalecer su capacidad de desarrollo de obras de gran envergadura. El aporte que realiza la construcción a nuestra estimación de valor de Conconcreto es de COP 840/acción.

> **Pactia se mantiene como pieza clave y complementaria para Conconcreto.** Con la entrada gradual del Fondo de Pensiones Protección a Pactia, Conconcreto ha reducido su participación en el Fondo Inmobiliario (42.1% en la actualidad). Sin embargo, el crecimiento de activos y del valor del fondo ha consolidado a Pactia como la inversión individual de mayor importancia para Conconcreto, aportando ~COP 940/acción en nuestra estimación, lo cual implica que los precios actuales a los que se negocia Conconcreto no reconocen siquiera el valor de Pactia. Adicionalmente, dada la naturaleza de cada negocio, Conconcreto (constructor) y Pactia (administrador), la complementariedad de estos negocios es evidente, donde también participa un importante socio estratégico como Grupo Argos.

> **El backlog aseguraría los ingresos de los próximos años.** A junio de 2018, la compañía contaba con un *backlog* de COP 2.3 bn (COP 2.1 bn ajustado por la parte relacionada a Vía Pacífico), equivalente al 170% de los ingresos de construcción y vivienda de 2017, el cual bajo condiciones normales debería ejecutarse en alrededor de 2.2 años. Adicionalmente, con el cierre financiero ANI y el avance de la construcción de Vía 40 Express (tercer carril Bogotá-Girardot), que se estima tome alrededor de 60 meses, los resultados de la actividad constructora también deberían mantener una dinámica favorable para los próximos años. De igual manera, basados en la información publicada por la SIC respecto a la formulación de pliegos contra el concesionario a cargo de Vía 40, de momento no se conoce si la investigación pudiese resultar en alguna afectación para el desarrollo normal del contrato. Sin embargo, no se puede descartar en la totalidad un evento de este tipo.

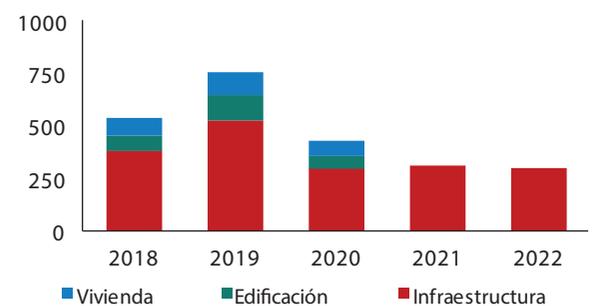
> **Crecimiento sostenido a lo largo del tiempo.** En 2010, año en el que Conconcreto realizó la oferta de 72 mm de acciones con un precio de suscripción de COP 1,315/acción, su patrimonio total alcanzaba los COP 246,000 mm, mientras que a junio de 2018 este registro alcanzaba los COP 1.41 bn, reflejando la evolución y el crecimiento significativo

Ingresos por segmento a 2017



Fuente: Conconcreto

Backlog por ejecutar (COP mm)



Fuente: Conconcreto

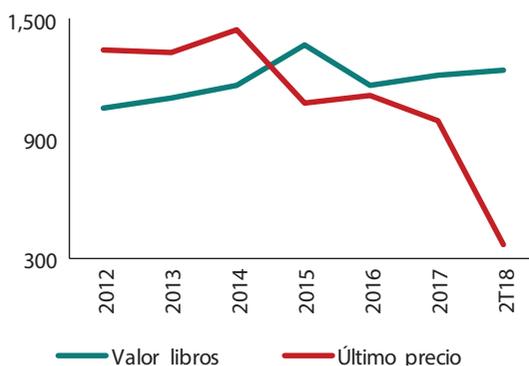


que ha presentado la estructura financiera de la constructora y que a su vez evidencia el no reconocimiento de dicho crecimiento en el valor del título. De igual forma, utilizando como base los registros al 2T18, el valor patrimonial por acción de Concreto es COP 1,245, el cual está muy por encima de los precios actuales de negociación del título y en nuestra opinión evidencian un descuento excesivo, sin dejar de reconocer los riesgos intrínsecos que tiene la compañía.

Riesgos

- **Aún no se conoce el resultado de la formulación de pliegos por el tercer carril Bogotá-Girardot.** El pasado 14 de agosto, la SIC informó la apertura de pliegos contra un grupo de compañías y personas naturales que habrían estado vinculadas a hechos de colusión en la adjudicación de la APP del tercer carril Bogotá-Girardot. En la información publicada por la SIC, se hace mención a la posibilidad de que se impongan multas a cada uno de los agentes del mercado hasta por COP 78,124 mm, lo cual resultaría en una reducción de COP 70/acción en nuestra estimación de valor por multa que se impusiera a las compañías de Concreto. Adicionalmente, vale la pena mencionar que el valor que aporta Vía 40 (APP tercer carril Bogotá-Girardot) en nuestro modelo de valoración es de COP 170/acción y los aportes patrimoniales hechos en dicho proyecto a 2T18 equivalen a COP 43,189 mm (COP 40/acción). De momento, se desconocen los tiempos y resolución que pueda tener el proceso, pero dado que la indagación preliminar tuvo inicio hace alrededor de dos años, el proceso podría tomar un tiempo máximo de tres años más bajo condiciones normales. Adicionalmente, la apertura de pliegos también vinculó a cuatro de los principales directivos de Concreto, incluyendo a su presidente, Juan Luis Aristizábal.
- **El impacto de Hidroituango también se desconoce.** Tras seis meses desde el inicio de los problemas que ha presentado la hidroeléctrica, aún se desconoce el impacto financiero que estas demoras y posibles sobrecostos podrían generar al consorcio constructor, en el cual Concreto participa con un 35%. Dado que alrededor del 95% de la obra ya se ha ejecutado, no esperamos afectaciones financieras significativas, particularmente al considerar que EPM cuenta con una póliza de Todo Riesgo por USD 2,550 mm, que cubre al consorcio constructor. Sin embargo, no se puede descartar la posibilidad de multas o investigaciones por parte de la ANLA o algún otro ente de control, respecto a lo cual la compañía ha manifestado tranquilidad, dado que se siguieron los procesos normales durante la construcción.
- **El riesgo de liquidez de la acción se ha materializado.** Concreto es una acción de baja liquidez, donde en promedio durante los últimos 12 meses (a cierre de septiembre de 2018) ha negociado COP 148 mm diarios. Adicionalmente, durante el periodo entre junio y septiembre, el *bid-ask spread* ha sido de 4.1% frente a un promedio durante el año (a septiembre) de 2.5%. Asimismo, del 1 de mayo al 30 de septiembre, el monto total negociado de la acción es de COP 9,882 mm, lo que equivale apenas al ~0.7% del valor patrimonial de Concreto y ha llevado a una caída de 65% en el precio de la acción, lo que evidencia que al ser una acción tan poco líquida, cualquier punta de negociación puede afectar sustancialmente el precio del título.

Valor en libros vs. último precio por acción (COP)

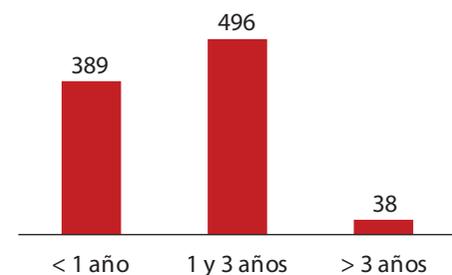


Fuente: Bloomberg

Del 1 de mayo al 30 de septiembre, el monto total negociado de la acción es de COP 9,882 mm, lo que equivale apenas al ~0.7% del valor patrimonial de Conconcreto y ha llevado a una caída de 65% en el precio de la acción.

> **El endeudamiento es un factor de constante monitoreo.** Si bien los indicadores de apalancamiento, excluyendo ~COP 30,000 millones en caja restringida, se encuentran en niveles sostenibles (Deuda Neta/EBITDA de 2.8x a 2T18), dada la coyuntura reciente frente a la investigación de la SIC y los problemas generalizados del sector de la construcción, la capacidad de Conconcreto de reperfilarse su deuda de corto plazo, que equivale al ~42% de la deuda total, podría generar limitaciones de liquidez para la compañía. Sin embargo, teniendo en cuenta su inversión en Pactia, Conconcreto podría eventualmente evaluar la venta de una porción de dicho activo, mitigando de manera parcial este riesgo.

Perfil de vencimientos de deuda (COP mil mm)



Fuente: Conconcreto

Proyecciones

> **Ingresos-EBITDA:** Actualizamos nuestras estimaciones teniendo en cuenta los proyectos actuales en ejecución, los nuevos proyectos contratados y un *backlog* promedio de COP 2.1 bn para el periodo de valoración (2019-2027), considerando el nivel promedio en los últimos años. Adicionalmente, dada la implementación de normas contables (NIIF 15), ya no se realiza el registro de los ingresos y costos de los contratos por administración delegada como se hacía hasta 2018 y ahora únicamente registramos la utilidad de dichos contratos, lo cual no tiene un impacto en la generación de utilidad del segmento de construcción, pero sí resulta en márgenes de rentabilidad mayores, dada la menor base de ingresos. Estimamos un EBITDA de COP 219.000 mm para 2018, con un margen del 21.3%. La distribución del EBITDA continuaría concentrada en construcción (56%) e inversiones (38%).

> **Utilidad Neta:** Teniendo en cuenta la incorporación de las normas contables mencionadas, estimamos un margen neto del 9.8% para el 2018, equivalente a un registro de COP 100.000 mm.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Para estimar el valor de Conconcreto, utilizamos la metodología de Suma de Partes, que explicamos a continuación:

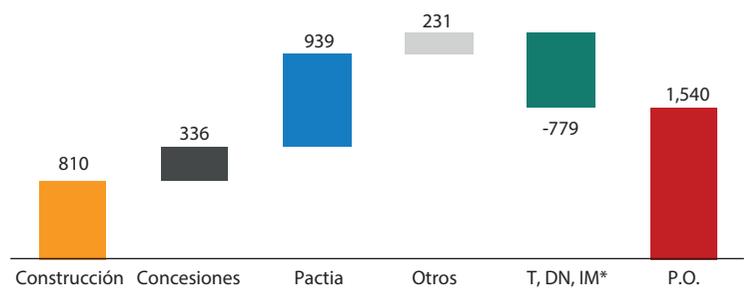
1. Valoración del negocio de construcción, incluido el segmento de vivienda, por medio del flujo de caja libre descontado con un WACC de 9.7%, Beta apalancado de 0.88, costo del *equity* de 11.6% y un crecimiento a perpetuidad de 3%.
2. Valoración de Pactia mediante el flujo de caja libre descontado, con un WACC de 9.99%, Beta apalancado de 0.9, costo del *equity* de 11.7% y un crecimiento a perpetuidad igual al *cap-rate* de 6.5%.



3. Valoración de las concesiones viales CCFC, Devimed y Vía 40 Express (Bogotá-Girardot) como un *project finance* del flujo de caja del accionista. En el caso de Vía Pacífico (Buga-Buenaventura), dicha concesión no fue incluida en la suma de partes, dada la suscripción con la ANI del Acta de Ocurrencia de una Casual de Terminación Anticipada por mutuo acuerdo e inicio de Etapa de Reversión.
4. Otras inversiones fueron incluidas al valor en libros al cierre de junio de 2017.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2019FA de COP 1,540/acción, ofreciendo un alto potencial de valorización frente a los precios actuales a los que transa la acción. Sin embargo, dados los riesgos asociados a la apertura de pliegos relacionados con el proceso de Vía 40, reafirmamos nuestra recomendación NEUTRAL.

Composición de valor (COP/Acción)



* Impuestos, deuda neta e interés minoritario

Negocio (COP mm)	Valor 2019	Valor por acción 2019	Participación
Construcción	918,490	810	35%
Concesiones Viales	381,195	336	15%
Pactia	1,064,959	939	41%
Otros	262,577	231	10%
Total negocios	2,627,220	2,316	100%
Impuestos	374,379	330	
Deuda total	732,878	646	
Caja	227,205	200	
Interes Min.	3,368	2.97	
Total Concreto	1,743,800	1,540	
#Acciones (mm)	1,134		
Valor/acción	1,540		

Backlog construcción vs. Valor Pactia

Evaluamos el cambio en el P. O. frente a variaciones en el *backlog* de construcción y en el valor de Pactia. Un incremento del 12% en el *backlog* significaría un aumento de COP 170 en el P. O., mientras que un aumento del 10% en nuestra estimación de valor de Pactia significaría un incremento de COP 80/acción.

		Backlog promedio: COP 2.1 billones				
		-24%	-12%	0%	12%	24%
Valor Pactia	-10%	1,100	1,270	1,440	1,610	1,790
	-5%	1,150	1,320	1,490	1,660	1,830
	0%	1,200	1,370	1,540	1,710	1,880
	5%	1,240	1,410	1,580	1,760	1,930
	10%	1,290	1,460	1,630	1,800	1,970

Corficolombiana

Construyendo en medio de la turbulencia

El inicio de los proyectos de 4G que están en cabeza de Corficolombiana (dos de los cuales ya se encuentran en construcción) y la consolidación de sus inversiones en el sector de energía y gas son sin duda importantes catalizadores de valor para el futuro a mediano y largo plazo de la *holding*. Sin embargo, a corto plazo la persistencia de los riesgos, algunos ya materializados, asociados al desplome del puente Chirajara y a Ruta del Sol, donde aún se desconoce el resultado de los pliegos de cargos por prácticas anticompetitivas formulados por la SIC y si esto podría traer impactos adicionales para Corficolombiana, pueden continuar justificando un amplio descuento frente a su valor justo.

Aspectos para destacar

- **Actualizamos el Precio Objetivo 2019FA a COP 34,300/acción y reiteramos la recomendación NEUTRAL.** Incorporamos el alcance de las etapas constructivas de las concesiones de 4G, donde estimamos que al cierre de 2019 se habría ejecutado en promedio el ~34% de la construcción de los cuatro proyectos de 4G, resaltando que para que se logre dicho desarrollo, los proyectos que aún no han comenzado obras (Covioriente y Covimar) deberán empezar su construcción en 2019. De igual manera hemos incorporado el incremento de la participación accionaria de Corficolombiana en GEB y su nuevo P. O. (2019FA COP 2,400), al igual que el efecto de la emisión de acciones llevada a cabo durante el 2018.
- **La diversificación continúa siendo un pilar del portafolio.** El portafolio de inversiones en energía y gas continúa aportando un porcentaje significativo dentro del valor intrínseco de Corficolombiana, donde la participación en dicho sector le permite al *holding* beneficiarse de la capacidad de generación de flujos constantes y predecibles, que brindan estabilidad a la estructura financiera de Corficolombiana. De igual manera, la decisión de incrementar la participación accionaria en GEB, al pasar del 3.6% al 5.2%, consolida a Corficolombiana como uno de los grupos más importantes en un sector defensivo, como el de los servicios públicos.
- **La turbulencia por Ruta del Sol persiste.** Tras casi dos años desde que se conoció la apertura de investigaciones contra el Consorcio Ruta del Sol, finalmente la SIC formuló pliegos de cargos que podrían dar lugar a sanciones. A pesar de que aún se desconoce el resultado final del proceso, dado que la SIC ha mencionado las posibles sanciones económicas, el impacto en nuestra valoración ante el pago de multas por un valor total de COP 234,000 mm sería de ~COP 900/acción.

¿Por qué NEUTRAL?

Consideramos que el precio actual no reconoce el valor justo de la compañía, incluso descontando el efecto de posibles multas; estimamos que a futuro Corficolombiana seguirá presentando mejores resultados financieros, impulsados por el sector de la infraestructura. Sin embargo, la incertidumbre que rodea las investigaciones que atañen a la compañía la convierte en una inversión de alto riesgo.



NEUTRAL
Precio Objetivo: 34,300

Potencial: 59.5%
Riesgo: ALTO
Cierre: COP 21,500
Sector: Holdings
CORFICOLCF CB
Bloomberg: COAR <GO>

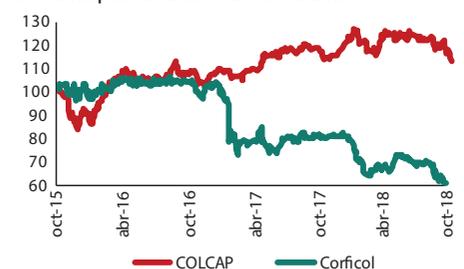
Rodrigo Sánchez
Analista Senior Renta Variable
wsanchez@corredores.com
Ext. 92110

Katherine Ortiz
Analista Senior Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP):	5.0 bn
Flotante:	58.2%
Dividendo 2019e (COP):	570
Retorno por dividendo:	2.7%
% COLCAP:	2.2%
# Acciones	238 mm
P/VL actual:	1.4x
P/U actual:	12.8x
EV/EBITDA actual:	7.0x
Último Precio:	21,500
Max 52 semanas:	28,800
Min 52 semanas:	21,000

Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg



Corficolombiana / Ficha técnica

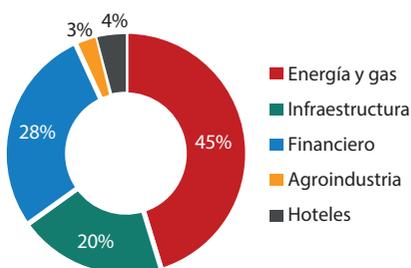
Descripción de la compañía: Corporación financiera líder en Colombia en términos de activos, patrimonio e ingresos. Su actividad principal es la gestión activa de su cartera de renta variable a través de inversiones controladas y no controladas en sectores estratégicos, incluyendo infraestructura, energía, 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 45% y 20% del valor de los activos y 68% y 27% del EBITDA de la corporación, respectivamente.

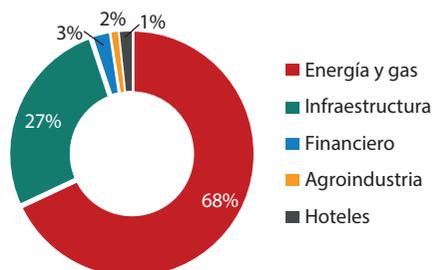
Composición accionaria



Valor en libros de las inversiones



Distribución de EBITDA



- ▶ **Presidente:** María Lorena Gutiérrez
- ▶ **Vicepresidente de Inversiones:** Gustavo Ramírez
- ▶ **IR:** Adriana del Pilar González
- ▶ **Página web:** www.corficolombiana.com

Energía y gas



Infraestructura



Agroindustria



Hotelería



Financiero



Resumen

COP Millones	2014	2015	2016	2017	2T18UDM
Acciones en circulación (mm)	221.7	231.1	231.7	233.7	237.9
Cap. Bursátil	7,491,078	8,055,946	8,568,807	6,765,248	6,038,379
Precio (COP/Acción)	33,792	34,859	36,984	28,529	25,326
VL (COP/Acción)	20,676	12,416	13,020	13,731	14,919
UPA (COP/Acción)	2,249	2,010	1,303	708	1,426
P/VL	1.63x	2.81x	2.84x	2.08x	1.70x
P/U	15.03x	17.34x	28.39x	32.24x	15.08x

Balance general consolidado

COP Millones	2014	2015	2016	2017	2T18UDM
Portafolio de inversiones	7,298,518	8,820,129	8,293,831	8,422,283	8,650,134
Cartera neta	870,278	993,985	2,418,891	2,447,618	2,344,974
Otros activos	800,292	10,115,165	9,846,941	10,286,115	10,477,352
Total Activos	8,969,088	19,929,279	20,559,663	21,156,016	21,472,460
Depósitos	2,770,907	4,085,344	3,846,793	4,094,365	3,974,996
Otros pasivos	1,606,649	11,220,332	11,763,991	11,782,188	11,908,182
Total Pasivos	4,377,556	15,305,676	15,610,784	15,876,553	15,883,178
Interés minoritario	8,001	1,754,280	1,932,383	2,023,262	2,032,252
Patrimonio	4,583,532	2,869,323	3,016,496	3,256,201	3,557,030

Estado de resultados consolidado

COP Millones	2014	2015	2016	2017	2T18UDM
Ingreso neto por intereses	368,215	-193,744	-200,903	-23,918	-5,014
Ingresos del portafolio	273,344	5,438,740	6,758,110	5,788,225	5,897,887
Provisiones	27,062	28,165	59,701	93,415	88,895
Total ingresos	614,498	5,216,831	6,497,506	5,670,892	5,803,978
Gastos operacionales	75,202	4,100,239	5,411,406	4,718,233	4,608,477
Utilidad antes de impuestos	539,296	1,116,592	1,086,100	952,659	1,195,501
Utilidad neta	498,457	464,485	301,795	210,808	394,897

Hipótesis de valor

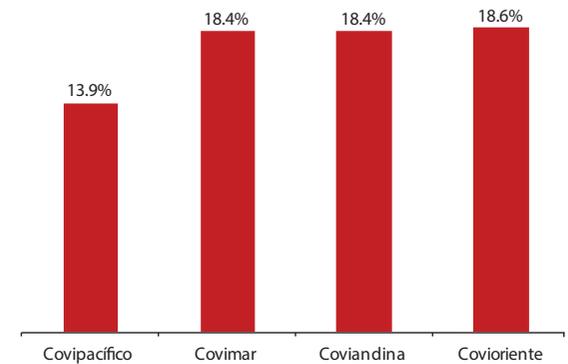
> **La infraestructura se mantiene como pilar estratégico para el desarrollo del país.** Si bien el sector de la construcción ha presentado durante los últimos trimestres un desempeño relativamente pobre, el nuevo Gobierno ha reiterado la importancia de la infraestructura en el desarrollo del país y en particular la trascendencia que tiene una ejecución dinámica de los proyectos de 4G, en los cuales Corficolombiana está posicionada como uno de los principales concesionarios del ambicioso programa. Si bien la ejecución de los proyectos en su gran mayoría se encuentra en una etapa temprana, Corficolombiana ya ha logrado demostrar la experiencia en el sector a través de proyectos de 4G, pero también a partir de las otras cuatro concesiones viales que tiene a su cargo y que se encuentran en plena operación. Vale la pena mencionar que dado que se estima la terminación de la concesionaria Coviandes (tramo el Tablón - Chirajara) durante el 2019, nuestra valoración ya no incorpora ningún aporte de esta compañía.

> **Inicio de obras aporta en valor y resultados.** A pesar de que a junio de 2018, apenas dos de las cuatro concesiones de 4G a cargo de Corficolombiana han dado inicio a su etapa de construcción, los resultados trimestrales de la compañía han evidenciado un aporte significativo de dichos proyectos, ya que Corficolombiana aparte de ser la concesionaria a cargo de la administración de la vía, también cumple con las funciones de construcción o EPC (Engineering procurement and construction), lo cual le genera un margen adicional que estimamos se seguirá reflejando en los resultados en los próximos ~5 años. De igual manera, se espera que las otras dos concesiones de 4G comiencen obras durante el 2019, siempre y cuando se logren solucionar los trámites que están pendientes para su inicio (licencias ambientales, diseños pendientes de aprobación, cierres financieros, etc.).

> **Las inversiones en energía continúan brindando estabilidad.** De manera individual, Promigas continúa siendo la inversión de mayor valor para Corficolombiana, la cual aparte de beneficiarse de flujos predecibles y constantes, le permiten a la *holding* mitigar parcialmente la volatilidad en resultados que puede presentar el segmento de infraestructura, el cual es poco predecible durante la etapa de construcción. En adición a Promigas, tras el proceso de democratización llevado a cabo por el distrito sobre su participación en GEB, Corficolombiana se consolidó como uno de los principales accionistas de la compañía al incrementar su participación accionaria desde 3.6% hasta 5.2%, lo cual acentúa la relevancia que puede tomar Corficolombiana en las decisiones tomadas por GEB, ya que cuentan con un puesto en la Junta Directiva.

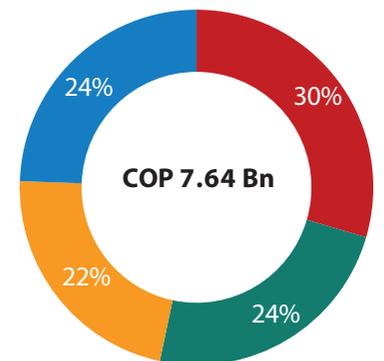
> **Un portafolio diversificado que aporta valor.** Corficolombiana es uno de los *holdings* colombianos de mayor diversificación, con inversiones mayoritarias y minoritarias en más de 50 compañías de diferentes industrias. Si bien la infraestructura y la energía constituyen los principales generadores de valor de Corficolombiana, las contribuciones que realizan los segmentos hotelero, agroindustrial y financiero son altamente valiosas, generando efectos favorables por diversificación y/o por generación de rentabilidad.

TIR Estimada proyectos de 4G



Fuente: Cálculos | Corredores Davivienda

Capex Total - Proyectos 4G



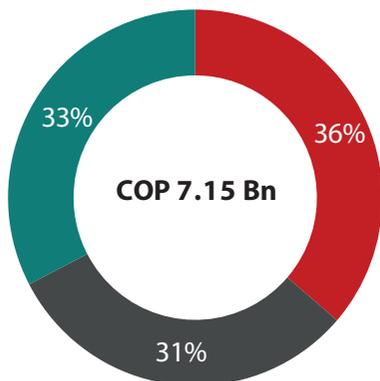
■ Covipacífico ■ Comivar
■ Covioriente ■ Coviandina

Fuente: Corficolombiana | Corredores Davivienda



Riesgos

Vigencias futuras - Proyectos 4G



■ Covipacífico ■ Comivar ■ Covioriente

Fuente: Corficolombiana | Corredores Davivienda

> **Los problemas por Ruta del Sol aún no llegan a su fin.** A pesar de que durante el segundo semestre de 2017 se concluyó la reversión del contrato de concesión de Ruta del Sol II al INVÍAS, las investigaciones asociadas a las supuestas prácticas anticompetitivas por pagos de sobornos en la celebración de contratos y el aprovechamiento de un conflicto de intereses continúan en curso y tras la apertura de cargos por parte de la SIC en septiembre de 2018, las multas para Corficolombiana y Episol podrían llegar a COP 73,000 mm por cada imputación. Adicionalmente, la SIC también vinculó al Grupo Aval en algunas imputaciones y a directivos de Corficolombiana, Aval y Episol, lo cual aumenta el ruido asociado a este caso, tanto para el *holding* como para su controladora. Finalmente, el proceso de liquidación del contrato aún no ha concluido, por lo cual la Corporación está expuesta a que deba reconocer *impairments* adicionales a los ya registrados, relacionados con las inversiones que se alcanzaron a realizar en el proyecto. El valor del contrato que aún no se ha provisionado es de ~COP 92,000 mm, lo que en nuestra estimación de valor de Corficolombiana equivale a ~COP 400/acción. Otro de los riesgos que se ha materializado para gran parte de las concesionarias que gestionan proyectos de infraestructura está relacionado con el efecto colateral que creó el escándalo de Odebrecht, por el cual algunas instituciones financieras, con el fin de mitigar riesgos similares al materializado en Ruta del Sol, han decidido detener parcial o totalmente su financiación a proyectos de este tipo. Sin embargo, vale la pena mencionar que Corficolombiana atenúa este efecto gracias al respaldo financiero del Grupo Aval.

> **La construcción es riesgosa *per se*.** Si bien estimamos que la infraestructura será la principal fuente de crecimiento de Corficolombiana en los próximos años, las complejidades de este tipo de proyectos resultan evidentes. Al ser Colombia un país con una geografía de alta complejidad para la construcción, las demoras, sobrecostos y demás factores que pueden afectar el desarrollo no son un riesgo menor, incluso para compañías con experiencia en este segmento como Corficolombiana. Este tipo de complejidades se han hecho indudables en distintas obras en el país y particularmente en la concesión de Covian-des, de la cual hace parte el puente de Chirajara, el cual se desplomó a comienzos del 2018 y sobre el cual aún no se conoce con certeza el impacto financiero, ya que aparte de los costos de reconstrucción, posiblemente las demoras en la entrega de la obra conlleven sanciones monetarias.

Precio vs. Doble apalancamiento

		Actual: 152%
Indicador de doble apalancamiento	190%	30,500
	180%	31,800
	170%	33,000
	160%	34,300
	150%	35,500
	140%	36,700
	130%	38,000

Fuente: Corredores Davivienda

> **Dilución y doble apalancamiento.** A pesar de que consideramos que la emisión de acciones realizada en 2018 favorece los indicadores de apalancamiento, es evidente que para los inversionistas, particularmente los minoritarios, las necesidades continuas de capital y los aportes de *equity* que requerirá Corficolombiana durante los próximos años generan un riesgo de dilución continuo, al cual se suma la política de repartición de dividendos en acciones de la corporación. Sin embargo, reconocemos que este levantamiento de capital (COP 991,000 mm) era necesario para que Corficolombiana pudiese reducir su indicador de doble apalancamiento a niveles menos agresivos y contar con recursos suficientes para realizar los aportes necesarios que requerirán sus concesiones durante 2018 y 2019 (COP 1 bn).

Proyecciones

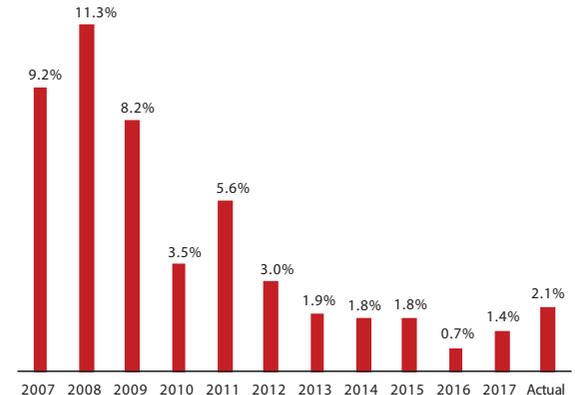
- > **Concesiones viales:** Estimamos el valor de las ocho concesiones viales que controla Corficolombiana, de las cuales cuatro son de cuarta generación (Coviandina, Covimar, Covipacífico y Covioriente) y cuatro de primera y tercera generación (CCFC, Epiandes, Pisa y Panamericana). De dicho ejercicio resaltamos: i) las concesiones, distintas a las de 4G, tienen duraciones fijas y cuentan con ingresos mínimos garantizados por tarifas y tráfico; ii) tres de las cuatro concesiones de 4G, exceptuando Coviandina, cuentan con vigencias futuras asignadas y sus ingresos por peajes son ajustados tanto por las expectativas inflacionarias como por incrementos especiales, que se pueden presentar según las condiciones estipuladas en cada contrato o por la entrega de unidades funcionales. Adicionalmente, la duración de cada contrato dependerá del tiempo en el cual el concesionario alcance el VPIP.
- > **Energía y Gas:** Mantenemos nuestras estimaciones del segmento de transporte y distribución de gas; 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 4.18 bn al cierre de 2019 y crecerían a una TACC de 3.2% durante el periodo 2018-2025. El margen EBITDA se ubicaría en promedio en 33% impulsado por la planta regasificadora y la entrada en operación del gasoducto de Canacol de 100 MMpcd.
- > **Segmento financiero y doble apalancamiento:** Estimamos que el negocio de tesorería logrará mantener la dinámica de recuperación evidenciada durante el primer semestre del año, tras varios periodos de deterioro. En cuanto al doble apalancamiento de la *holding*, esperamos un descenso de alrededor de 20 pp frente al registro de junio (152%) para lo que resta del 2018 como resultado de la emisión de acciones, pero debido a las necesidades de *equity* de las concesiones, estimamos que el indicador volverá a niveles cercanos al 160% para finales de 2019. De igual manera, vale la pena mencionar que nuestro modelo ya no incorpora el negocio del banco en Panamá, debido al reciente anuncio de realizar la liquidación voluntaria de la entidad.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Hemos utilizado la metodología de Suma de Partes, que describimos así:

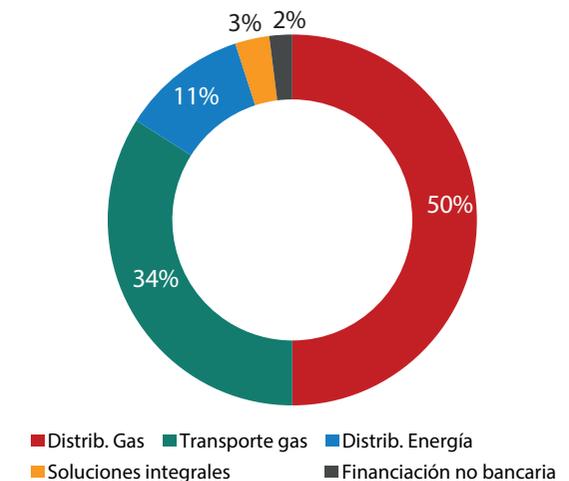
1. Infraestructura: Valoramos las concesiones viales como un *project finance* del flujo de caja del accionista a un Ke de 12.3%, tomando como referencia una estructura de capital de 70% *equity* y 30% de deuda.
2. Valoración de Promigas a través de flujo de caja libre y múltiplos con un WACC de 9.9% y un crecimiento a perpetuidad de 2.5%.
3. Valoración del segmento financiero y hotelero a partir de múltiplos.
4. Para el valor del negocio financiero directo, pronosticamos el resultado neto de esta unidad y lo traemos a valor presente con un Ke de 12.3%.
5. Compañías de agroindustria y otras inversiones fueron incluidas a valor en libros al cierre de 2017 o a junio de 2018.
6. El endeudamiento de la *holding* fue calculado a partir del indicador de doble apalancamiento del 160%, 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 Ke de 12.9%.

Dividend Yield Histórico excluyendo dividendos en acciones



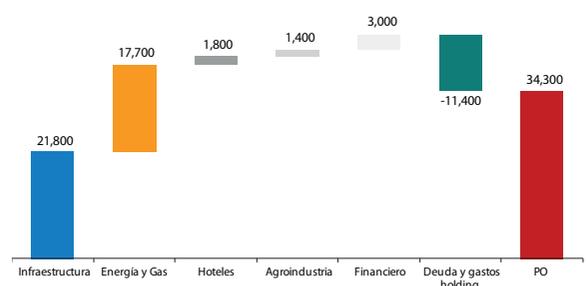
Fuente: Corficolombiana | Bloomberg

Ingresos por segmento - Promigas



Fuente: Promigas

Composición del valor





En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un P.O. 2019FA de COP 34,300/acción, ofreciendo un potencial de valorización del 59.5%, pero que debido a los riesgos inherentes a la investigación por Ruta del Sol II, asignamos una recomendación NEUTRAL.

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

Evaluamos el cambio en el P. O. frente a cambios del spread de la deuda sobre el IPC, partiendo de un escenario base de 8% y el crecimiento del tráfico promedio diario de las concesiones de 4G. Como resultado, un incremento de 50 pbs en el spread de deuda significaría una disminución en el P. O. de COP 600/acción, mientras que una disminución de 50 pbs crecimiento anual del TPD tendría un impacto negativo de COP 1,600/acción.

		Spread sobre el IPC de la deuda				
		1.0%	0.5%	0.0%	-0.50%	1.0%
TPD concesiones 4G	-1.5%	29,700	30,000	30,400	30,700	29,700
	-0.5%	32,200	32,500	32,900	33,200	32,200
	0.0%	33,600	33,900	34,300	34,600	33,600
	0.5%	35,100	35,500	35,800	36,100	35,100
	1.5%	38,600	38,900	39,200	39,600	38,600

Composición de valor

Compañía	Participación	Metodología	Valor participación 2019	Valor por acción	Peso en el portafolio
Infraestructura			6,097,003	21,800	46.8%
Pisa	88.3%	DCF	718,992	2,600	5.7%
CCFC	50.5%	DCF	94,097	300	0.7%
Episol	94.9%	DCF	5,241,150	18,800	41.1%
- Covipacífico	49.9%	DCF	384,097	1,600	3.6%
- Covimar	60.0%	DCF	231,453	1,000	2.2%
- Covioriente	100.0%	DCF	1,120,663	4,400	9.9%
- Coviandina	100.0%	DCF	2,155,097	6,300	14.2%
- Panamericana	100.0%	DCF	158,161	600	1.3%
Epiandes	59.7%	DCF	-	-	0.0%
Tibitoc	33.0%	Valor en libros	20,295	100	0.2%
Aerocali	45.0%	Valor en libros	22,469	100	0.2%
Energía y Gas			4,949,291	17,700	38.7%
Gascope	91.9%	Valor en libros	803	-	0.0%
Promigas	50.3%	Valor en libros	3,761,870	13,500	29.5%
GEB	5.2%	Precio Objetivo	1,141,404	4,100	9.0%
Gas Natural	1.7%	Precio por acción OPA	45,214	200	0.4%
Hoteles			509,080	1,800	3.9%
Hotel Estelar	84.9%	P/VL adj. por ROE@1.5x	473,392	1,700	3.7%
Santamar	84.6%	P/VL adj. por ROE@1.1x	35,687	100	0.2%
Agroindustria			388,257	1,400	3.1%
Pajonales	98.1%	Valor en libros	132,218	500	1.1%
Unipalma	54.5%	Valor en libros	75,672	300	0.7%
Valora	100.0%	Valor en libros	180,366	600	1.3%
Sector Financiero			185,256	700	1.5%
Corficolombiana Panama	100.0%	P/VL adj. por ROE@1.2x	-	-	0.0%
Fiduciaria Corficolombiana	100.0%	P/VL adj. por ROE@1.85x	97,511	300	0.7%
Leasing Corficolombiana	100.0%	P/VL adj. por ROE@1.0x	75,974	300	0.7%
Casa de Bolsa	39.0%	P/VL adj. por ROE@1.0x	11,770	-	0.0%
Otras inversiones		Valor en libros	141,145	500	1.1%
Negocio financiero directo		Dividendos descontados	490,831	1,800	3.9%
Deuda y gastos de la holding			3,184,825	11,400	
(-) Deuda Neta			2,078,199	7,400	
(-) VP Gastos administrativos			1,106,626	4,000	
Valor del Equity				34,300	

Ecopetrol

Con alternativas no convencionales

Los rápidos incrementos en el precio del crudo han impulsado el precio de la acción más allá de su valor fundamental. Si bien Ecopetrol cuenta con una de las operaciones más rentables a nivel global, consideramos que un escenario más positivo que 2018 en términos de margen EBITDA es poco probable. Adicionalmente, el limitante de valor más importante para la compañía continúa siendo las reservas que cuentan con una vida media de 7.1 años. Finalmente, nuestro ejercicio de sensibilidad expone que el mercado está reconociendo el precio de un escenario demasiado positivo por lo que recomendamos SUBPONDERAR.

Aspectos para destacar

- **Actualizamos el P.O 2019FA a COP 3,590/acción.** En esta actualización: i) la senda de precios del crudo para la valoración aumentó en promedio 6 USD/bbl para el periodo 2018-2028 ante positivas revisiones de la EIA; ii) el spread de venta entre la canasta de crudos de Ecopetrol y el Brent se redujo dada la exitosa campaña comercial de la compañía, iii) la producción que llega a un máximo de 752 mil bbl/día en 2020 a raíz de los proyectos de recobro mejorado e inicia su declinación, iv) IRR 2018 pasaría de 124% a 145% donde el factor precio explica ~100% y v) el aumento en la capacidad de refinación dado el desempeño de Reficar.
- **Aunque el potencial de valorización continúa siendo negativo, ¿qué explicaría el actual precio de mercado?** Para entender las fuertes valorizaciones que se han presentado y lo que puede llegar a estar implícito en el precio de la acción, ampliamos nuestro análisis de sensibilidad. Así, un incremento del Brent de USD 10/bbl frente a nuestra senda base (promedio 2018-2028 USD 76/bbl) estaría justificando un precio de COP 4,080. Por otro lado, en términos relativos la eventual aprobación de los yacimientos no convencionales (YNC) agregaría reservas suficientes para eliminar el riesgo de reservas, ajustar la compañía a sus pares comparables y probablemente justificar las valorizaciones actuales.
- **Precio actual refleja una profunda confianza del mercado en los proyectos de la compañía.** Durante el año las valorizaciones del precio de la acción se han dado de manera rápida descontando positivas perspectivas que después la compañía se ha encargado de cumplir. En caso de existir un revés del cumplimiento de estas perspectivas o reversiones en los precios del crudo, el ajuste del precio podría ser igual de rápido.

¿Por qué SUBPONDERAR?

El precio actual de mercado podría ya estar incorporando escenarios más positivos de precio del crudo o variables como los Yacimientos no Convencionales que desde el punto de vista fundamental aún conservan un alto grado de incertidumbre, dado el alto nivel de desaprobación ciudadana y el arduo camino que deberán recorrer para ser políticamente aceptados.



SUBPONDERAR Precio Objetivo: 3,590

Potencial: -9.1%
Riesgo: MUY ALTO
Cierre: COP 3,950
Sector: Petróleo
ECOPETL CB

Bloomberg: COAR <GO>

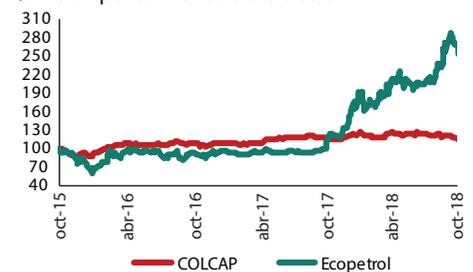
Ricardo Sandoval
 Analista sector Petróleo
 rsandoval@corredores.com
 Ext. 92257

Katherine Ortiz
 Analista Senior Renta Variable
 kortiz@corredores.com
 Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP):	162.4 bn
Flotante:	8.8%
Dividendo 2019e (COP):	201
Retorno por dividendo:	5.1%
% COLCAP:	19.1%
# Acciones	41,117 mm
P / VL actual:	3.2x
P / U actual:	15.4x
EV / EBITDA actual:	7.0x
Último Precio:	3,950
Max 52 semanas:	4,160
Min 52 semanas:	1,490

Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

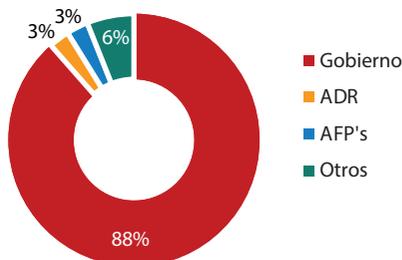


Ecopetrol / Ficha técnica

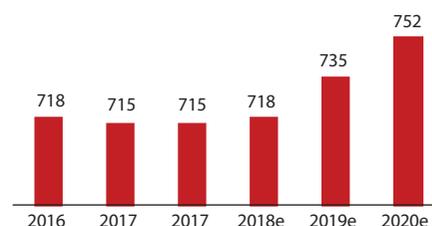
Descripción de la compañía: Ecopetrol S.A. (ECOPETL: BVC) es la única compañía colombiana de petróleo crudo y gas natural verticalmente integrada con operaciones de exploración, producción, transporte y refinación de crudo. Mantiene operaciones principalmente en Colombia además de tener exposición en Brasil, México

y la Costa del Golfo de Estados Unidos. Actualmente su plan de exploración se concentra en YNC, proyectos de recobro mejorado y búsqueda de crecimiento inorgánico. Ecopetrol es una de las mayores 40 compañías petroleras del mundo y una de las cuatro principales compañías petroleras en América Latina.

Composición accionaria



Producción bruta diaria



Comparables (Datos actuales)

Compañía	EV/EBITDA 19	P/U 19
SINOPEC CORP-H	4.07 x	10.15x
BP PLC	4.31 x	9.72x
ROYAL DUTCH SH-A	4.72 x	8.68x
EXXON MOBIL CORP	8.22 x	17.11x
IMPERIAL OIL	8.82 x	15.49x
LUKOIL	2.99 x	4.38x
TOTAL SA	3.62 x	8.06x
PETROCHINA-H	5.51 x	13.62x
CHEVRON CORP	6.23 x	17.64x
ENI SPA	3.02 x	10.13x
HUSKY ENERGY INC	4.87 x	16.60x
ROSNEFT	3.27 x	4.36x
PETROBRAS-PREF	4.17 x	5.90x
SUNCOR ENERGY	6.86 x	13.52x
CONOCOPHILLIPS	6.20 x	19.72x
ANADARKO PETROLEO	5.12 x	20.71x
CNOOC	3.51 x	9.29x
OCCIDENTAL PETE	7.09 x	28.92x
APACHE CORP	4.85 x	21.39x
ECOPETROL	5.73x	11.41x
Mediana	4.85x	13.52x

- ▶ **Presidente:** Felipe Bayón
- ▶ **Vicepresidente Financiero:** Jaime Caballero Uribe
- ▶ **IR:** Andrés Felipe Sánchez
- ▶ **Página web:** www.ecopetrol.com.co

Resumen

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Acciones en circulación (miles mm)	41.1	41.1	41.1	41.1	41.1
Cap. Bursátil	56,741,046	90,867,907	162,410,965	162,410,965	162,410,965
Precio (COP/Acción)*	1,380	2,210	3,950	3,950	3,950
VL (COP/Acción)	1,102.20	1,173.86	1,301.75	1,440.11	1,585.32
UPA (COP/Acción)	38	161	320	346	363
Total Deuda	52,222,598	43,548,879	37,793,827	32,481,332	31,011,093
Deuda Neta	43,812,658	35,602,248	26,469,337	21,375,751	19,021,785
EV	102,199,046	128,097,322	198,817,960	193,746,758	191,428,151
EV/EBITDA	5.7x	5.6x	6.0x	5.7x	5.4x
P/VL	1.3x	1.9x	2.9x	2.7x	2.4x
Precio Utilidad	36.3x	13.7x	12.4x	11.4x	10.9x
Retorno por dividendos	0.0%	1.7%	4.0%	5.1%	5.3%
Dividendo por acción	0	23	89	201	208
Producción (kbpd)	718	715	718	735	752
Reservas 1P (mmbpe)	1,598	1,660	1,767	1,588	1,481
Vida de las reservas 1P (años)	6.8	7.1	7.4	6.5	5.9
Precio Crudo Brent	45	55	74	71	72

Balance general consolidado

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Total Activos	121,307,418	120,674,533	125,264,070	126,899,388	129,482,593
Total Pasivos	75,987,700	70,893,228	70,025,855	65,949,614	62,527,168
Patrimonio e interés minoritario	45,319,718	49,781,305	55,238,215	59,121,220	61,278,469
Deuda Total/Patrimonio	1.2x	0.9x	0.7x	0.5x	0.5x
Deuda Total/EBITDA	2.9x	1.9x	1.1x	0.9x	0.9x
Deuda Neta/EBITDA	2.4x	1.5x	0.8x	0.6x	0.5x
ROE	3.5%	13.3%	23.8%	24.1%	24.4%
ROA	1.3%	5.5%	10.5%	11.2%	11.5%

Estado de resultados consolidado

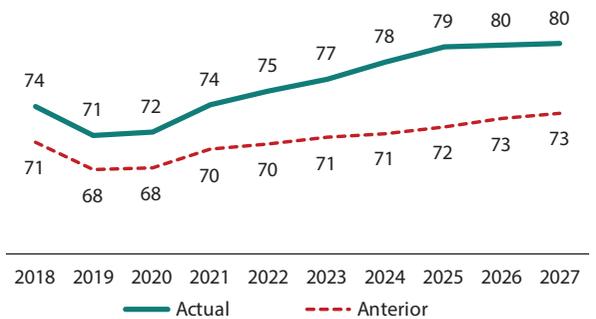
COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ingresos Operacionales	47,732,350	55,210,224	67,659,881	70,675,538	73,325,683
Costo de ventas	34,236,571	36,893,474	39,564,523	41,803,815	43,540,550
Utilidad Bruta	13,495,779	18,316,750	28,095,358	28,871,723	29,785,134
Gastos adm. y comercial.	5,242,809	2,812,155	3,146,238	3,286,469	3,409,703
Utilidad Operacional	8,252,970	15,504,595	24,949,119	25,585,254	26,375,431
UNAI	7,060,732	13,036,866	22,721,267	23,449,946	24,608,674
Impuesto a la renta e interés minoritario	5,496,023	6,416,454	9,575,122	9,227,012	9,682,944
Utilidad Neta	1,564,709	6,620,412	13,146,145	14,222,935	14,925,730
EBITDA	18,018,000	23,075,000	33,124,482	34,250,100	35,309,511
Margen Bruto	28.3%	33.2%	41.5%	40.9%	40.6%
Margen Operacional	17.3%	28.1%	36.9%	36.2%	36.0%
Margen EBITDA	37.7%	41.8%	49.0%	48.5%	48.2%
Margen Neto	3.3%	12.0%	19.4%	20.1%	20.4%

*Precio de Cierre del 19/10/2018

Hipótesis de valor

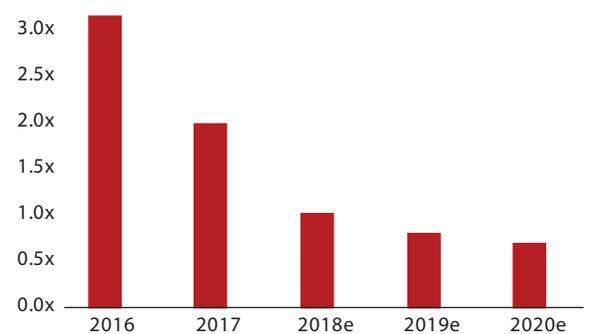
- **Esfuerzos del Ministerio de Minas y Energía para aumentar el conocimiento nacional sobre los yacimientos no convencionales (YNC), son claves para su aprobación.** Aunque el potencial en reservas de los YNC es relativamente conocido y hace parte del plan de negocio hace varios años, su aprobación y desarrollo se ha dificultado dada la impopularidad del tema. Frente a esto, el Ministerio de Minas ha realizado propuestas estratégicas como: i) la creación de un comité multidisciplinario para analizar los YNC, ii) revisar la regulación que existe para desarrollar *fracking* en compañía de expertos nacionales e internacionales, iii) proponer inicialmente pruebas piloto bajo la supervisión de diferentes comités e iv) incluso campañas en redes sociales para llegar directamente a la población. Lo anterior, consideramos aumenta la probabilidad de desarrollo de los YNC.
- **Segmento de refinación supera expectativas, Reficar logró carga superior a su capacidad técnica por un trimestre completo.** Después de los resultados para el segundo trimestre del 2018, se aclaró que la capacidad técnica de Reficar tiene una desviación de +/- 10%; por lo que el factor de carga podría ser mayor al 100% durante uno o varios trimestres. En vista de lo anterior, asumimos un factor de uso del 99% en el largo plazo desde el 95% que asumíamos anteriormente. Adicionalmente, para la carga de la refinería de Cartagena se han utilizado crudos nacionales en proporciones mayores, lo que genera un impacto doble pues disminuye la necesidad de importaciones de crudos y productos y aumenta la exposición al mercado doméstico. Esto ha permitido capturar el valor de una operación integrada en la cadena petrolera local que ahora es autosuficiente en diésel y tiene una independencia del 90% en gasolina. Para 2018, proyectamos una caída en las importaciones (productos y crudos) de ~30%. Consecuentemente, estimamos que Ecopetrol tendrá una de las operaciones más rentables a nivel global con un margen EBITDA del 49%, mientras que la demanda interna de productos refinados seguiría presionando las importaciones y el margen EBITDA convergirá a un 47%.
- **Acelerado desapalancamiento amplía posibilidades de expansión inorgánica y junto a una menor tasa impositiva impulsarán la utilidad neta de la compañía.** La fuerte generación de caja llevaría al indicador Deuda Neta/EBITDA para 2018, 2019 y 2020 a 0.8x, 0.65x y 0.53x respectivamente. En un escenario en donde Ecopetrol lleva su endeudamiento a una razón Deuda Neta/EBITDA de 2.5x para 2018 y 2020, la compañía contaría con un disponible (caja y equivalentes + espacio de deuda) para adquisiciones/inversiones de USD 23,000 mm y USD 27,000 mm, respectivamente. Cabe mencionar que, si bien para 2018 ya se tiene un relevante potencial para adquisiciones/inversiones, dadas las reducidas oportunidades de crecimiento inorgánico durante los últimos dos años se han realizado prepagos de deuda por ~ COP 8 billones y repartido dividendos por COP 3.7 billones. Dichos prepagos han disminuido los gastos financieros que junto a la disminución de la tasa impositiva impulsarán la utilidad neta de la compañía hasta COP 12.96 billones en 2018 lo que

Cambio en escenario de precio Brent (USD/VL)



Fuente: Davivienda Corredores

Deuda neta/EBITDA



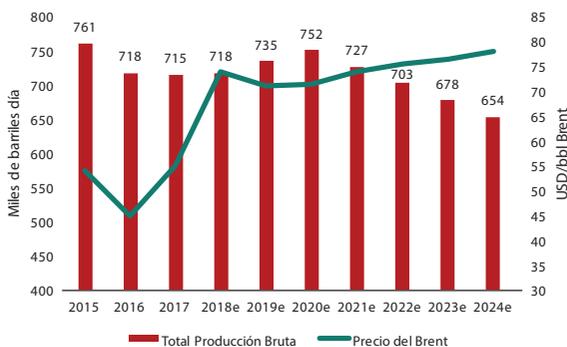
Fuente: Ecopetrol | Cálculos: Davivienda Corredores



representaría un dividendo de COP 201/acción en 2019 asumiendo un reparto de utilidades de 64%.

Riesgos

Producción diaria vs. Precio del Brent



Fuente: Ecopetrol | Cálculos: Davivienda Corredores

- > **Reversiones en el precio del crudo.** Dados los incrementos en el precio del crudo la OPEP y Rusia han decidido dar vía libre una vez más al incremento en su producción; ejemplo de esto es que, a pesar de la continua caída de la producción iraní y venezolana, la OPEP completó con septiembre cuatro incrementos mensuales continuos. Siguiendo esta línea, consideramos que los niveles de precios actuales (Brent USD 85/bbl) impulsarían la producción global, lo que en un escenario de desaceleración económica podría llevar a escenarios de sobreoferta y por lo tanto a reversiones en el precio del crudo
- > **Problemas de orden público podrían continuar afectando la producción en años posteriores, así como las consultas previas y consultas populares.** Los años 2017 y 2018 han estado marcados por problemas de orden público que han afectado la producción de la compañía. Mientras que para el 1T17 el oleoducto Caño Limón-Coveñas estuvo cerrado por 46 días debido a voladuras, golpeando la producción nacional 7% trimestralmente, para 1T18 grupos de personas irrumpieron en algunos campos lo que generó esta vez un impacto de 4% trimestral. Finalmente, de acuerdo a 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.
- > **A pesar de tener capacidad de crecimiento, las oportunidades en países donde se tiene presencia son reducidas.** Pese a incluir una mejor senda del petróleo, una positiva adición de reservas a través de recobro mejorado y la campaña exploratoria 2017 – 2020 con una tasa de éxito de conversión a reservas del 25%, el riesgo de las reservas sigue latente, el rezago frente a sus pares comparables es pronunciado; para el año 2027 a Ecopetrol le quedarían 1.7 años de vida de reservas vs 7.1 años de vida a cierre de 2017. De esta forma, aunque Ecopetrol contaría con un alto disponible para adquisiciones/inversiones en el 2020, no se perciben oportunidades significativas en Estados Unidos, México o Brasil. Por otra parte, el desarrollo de los descubrimientos del plan de exploración actual tomará entre 5 y 10 años dependiendo si son *onshore* u *offshore*, lo que dejaría a la compañía con los yacimientos no convencionales (YNC) como los más opcionados.
- > **Composición futura de la producción (petróleo – gas) podría cambiar.** Teniendo en cuenta las reservas de la compañía, 61% petróleo (1,014 mm bpe) y 39% gas y NGL (645 mm bpe) y su producción bruta anual 83% petróleo (~198 mm bpe), 17% gas (~42 mm bpe), Ecopetrol cuenta con una vida de reservas de 5.12 años de crudo y 15.5 años de gas a cierre de 2017. Considerando lo anterior, resaltamos que el negocio del gas es más estable pero el *netback* generado es más bajo al obtenido por el petróleo. Por lo tanto, Ecopetrol se tendrá que concentrar en agregar reservas de crudo para mantener la composición de su producción y márgenes en los años por venir. Hacia adelante, es difícil prever que la composición del negocio continuará como está actualmente ya que no se comparte la división de los recursos contingentes.

El desarrollo de nuevas reservas del plan exploratorio actual podría tomar entre 5 a 10 años en arrojar resultados positivos. Esto dejaría la compañía más enfocada en los yacimientos no convencionales (YNC).

Proyecciones

- > **Ingresos:** Dados los incrementos en el precio del crudo, estimamos que Ecopetrol cerrará el año 2018 con ingresos por COP 67.66 bn. Posteriormente, los ingresos de la compañía estarán impulsados principalmente por el incremento de la producción, dados los resultados del programa de recobro mejorado y una relativa estabilidad en los precios del Brent. De esta forma el TACC de ingresos 2018-2027 sería de 2.6%, donde los incrementos más relevantes se darían hasta el año 2021, momento en que la producción alcanzaría un pico para posteriormente iniciar un periodo de declinación.
- > **EBITDA:** Estimamos un EBITDA de COP 33.12 bn para el año 2018, lo que representa un margen de 49%. Consideramos que durante 2018 y 2019, Ecopetrol tendrá sus mejores años en términos de margen EBITDA pues la producción nacional de productos refinados cubrirá casi al 100% la demanda local de gasolina, diesel y otros destilados medios. Posteriormente, el crecimiento de la demanda local volverá a presionar las importaciones de productos y por ende el margen EBITDA de la compañía, haciendo que este se estabilice alrededor del 47% en el largo plazo.
- > **Utilidad Neta:** Finalmente estimamos una utilidad neta de COP 13.12 bn, lo que representa un margen neto del 19.4%. Con estos resultados, Ecopetrol repartiría un dividendo anual de COP 201 / acción. Hacia adelante, estimamos que el margen neto de la compañía se mantendrá en niveles altos y mejorará en el corto plazo, dada una menor tasa impositiva y el menor gasto por intereses dado el desapalancamiento de la compañía.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Para estimar el valor de Ecopetrol utilizamos una metodología de flujo de caja descontado (70% del Precio Objetivo) y una valoración ponderada por los múltiplos EV/ EBITDA 2019E y P/U 2019E (30% del Precio Objetivo). Los principales parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 11.4%, Beta apalancado de 1.0 y crecimiento a perpetuidad (G) de 1.3%.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2019FA de COP 3,590 / acción, que representa un retorno negativo de -9.1% frente al precio actual del mercado, por lo cual asignamos una recomendación de SUBPONDERAR. Resaltamos que los



riesgos asociados a nuestra valoración están principalmente relacionados con la volatilidad del precio del crudo y los avances relacionados con la aprobación de metodologías de producción no convencional en Colombia.

Metodología	Ponderación	2019
FCL	70%	3,380
EV/EBITDA fwd	15%	3,480
P/E fwd	15%	4,680
Precio Objetivo		3,590

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 100 pbs en el WACC significaría una disminución de COP 240/acción en el P. O., mientras que una disminución de 40 pbs en el gradiente representaría una disminución de COP 100/acción.

		WACC (Base=11.4%)						
		3.0%	2.0%	1.0%	0.0%	-1.0%	-2.0%	-3.0%
G (Base 1.3%)	-1.3%	2,850	2,990	3,150	3,330	3,550	3,800	4,110
	-0.8%	2,890	3,030	3,200	3,410	3,640	3,920	4,270
	-0.4%	2,930	3,090	3,270	3,490	3,750	4,060	4,460
	0.0%	2,990	3,150	3,350	3,590	3,880	4,240	4,700
	0.4%	3,040	3,220	3,450	3,710	4,040	4,460	5,000
	0.8%	3,100	3,310	3,550	3,850	4,230	4,720	5,390
	1.3%	3,180	3,410	3,690	4,030	4,480	5,080	5,930

Precio promedio del Brent vs. Producción

Evaluamos el impacto en el P. O. frente a cambios en el precio del crudo Brent y a variaciones en la producción. Un incremento de USD 5/bbl en nuestra senda base representa un incremento de COP 240 en el precio por acción. Por otro lado, un aumento en la producción de 10.000 barriles/día rep.

		Precio Promedio BRENT (Base=USD 76/bl)						
		-20	-10	-5	0	5	10	20
Producción barriles día	-40,000	2,640	3,000	3,220	3,450	3,690	3,940	4,450
	-20,000	2,710	3,070	3,290	3,520	3,760	4,010	4,520
	-10,000	2,750	3,100	3,330	3,560	3,790	4,050	4,560
	0	2,790	3,140	3,360	3,590	3,830	4,080	4,590
	10,000	2,830	3,180	3,400	3,630	3,870	4,110	4,630
	20,000	2,870	3,220	3,430	3,660	3,900	4,150	4,660
	30,000	2,900	3,250	3,470	3,700	3,940	4,180	4,700

El Cóndor

El nuevo gigante de las concesiones viales

La eficiencia con la cual ha alineado los objetivos de sus dos principales negocios le permitirán generar una base de ingresos complementaria y diversificada, en un sector que tiene un amplio potencial de crecimiento hacia adelante, soportando nuestra expectativa de generación de valor para los accionistas en el mediano y largo plazo. Si bien la compañía tendrá que afrontar los riesgos por los que pasa el sector, la empresa está en capacidad de superar la pérdida de credibilidad que ha tenido el sector en medio de la materialización de riesgos de construcción y corrupción, y el desfase frente a lo que estimamos es su valor justo, son razones suficientes para invertir en la compañía.

Aspectos para destacar

- **Atractivo potencial de valorización, incluso frente a su valor en libros.** A cierre de 2T18, el valor en libros de la compañía se ubicaba en COP 1,576/acción, ~43% por encima del valor de la acción en el mercado. Estimamos que al cierre de 2018 este se ubique en COP 1,689/acción, creciendo 7.2% anual, lo que evidencia el descuento no solo frente a nuestro Precio Objetivo, sino frente a su valor patrimonial. Si bien hay que reconocer que este descuento obedece no solo a la iliquidez de la acción, sino al riesgo que representa para una compañía pequeña la operación y mantenimiento de un portafolio de concesiones de COP 2.7 billones, consideramos que éste ha sido más que descontado en el precio actual de la acción.
- **Gestión destacable del portafolio de 4G.** A pesar de la pérdida de confianza que han tenido los inversionistas sobre el sector, El Cóndor ha logrado hacer el cierre financiero de sus proyectos de 4G y cuenta con una estrategia claramente definida para fondear los aportes de *equity* sin necesidad de recurrir a deuda o a una capitalización. Adicionalmente, al tener experiencia en el sector de la construcción se convierte en un objetivo de gran atractivo para un jugador internacional que busque invertir y aprovechar la rentabilidad de este segmento.
- **Limitado respaldo patrimonial hace imperativo el éxito de los proyectos.** Además de la baja liquidez de la acción, la materialización de un riesgo reputacional, legal o de construcción de gran magnitud, podría diluir gran parte del valor de la compañía, teniendo en cuenta su tamaño y liquidez actual. En este sentido, llevar a cabo los proyectos sin contingencias se convierte prácticamente en un imperativo para sus inversionistas.

¿Por qué ATRACTIVA?

A través de su liderazgo y experiencia en el sector de la construcción, El Cóndor generará a mediano plazo una base diversificada y complementaria de ingresos, lo que sumado al amplio potencial de valorización que exhibe la acción, incluso al tener en cuenta un descuento por iliquidez, así como su desfase frente a su valor patrimonial, soportan nuestra recomendación.



ATRACTIVA
Precio Objetivo: 2,400

Potencial: 134.15%

Riesgo: ALTO

Cierre: COP 1,025

Sector: Construcción

ELCONDOR CB

Bloomberg: COAR <GO>

Rodrigo Sánchez

Analista Senior Renta Variable
wsanchez@corredores.com
Ext. 92110

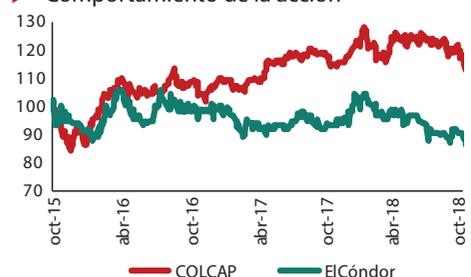
Katherine Ortiz

Analista Senior Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP):	589 mil mm
Flotante:	20%
Dividendo 2019e (COP):	54
Retorno por dividendo:	5.27%
# Acciones	574 mm
P/VL actual:	0.64x
P/U actual:	3.18x
EV/EBITDA actual:	10.24
Último Precio:	1,025
Max 52 semanas:	1,235
Min 52 semanas:	1,020

Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

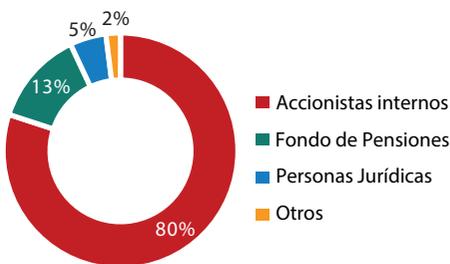


El Cóndor / Ficha técnica

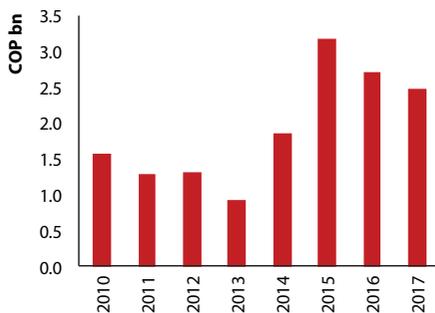
Descripción de la compañía: El Cóndor se dedica a la construcción y operación de concesiones viales con 39 años de experiencia en estos segmentos. La compañía ha ejecutado proyectos de urbanismo, ferroviarios, hidroeléctricos y mineros en Colombia. Se especializa en la construcción de vías, túneles,

puentes, viaductos, obras en concreto, minería a cielo abierto y la gestión y operación de concesiones viales, aeroportuarias y de servicios públicos. Actualmente es uno de los participantes más importantes de los proyectos de 4G que se van a elaborar en el país.

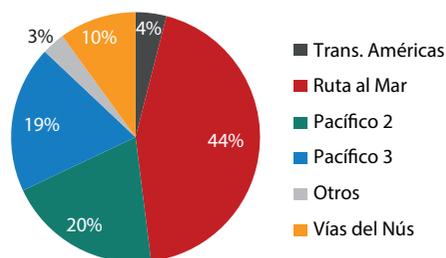
Composición accionaria



Backlog histórico



Composición Backlog 2018



- ▶ **Presidente:** Luz María Correa
- ▶ **Vicepresidente Financiero:** Alejandro Correa Restrepo
- ▶ **IR:** Samuel Martínez Correa
- ▶ **Webpage:** www.elcondor.com

Resumen

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Acciones en circulación (mil mm)	574	574	574	574	574
Cap. Bursátil (COP mm)	614,571	666,264	585,833	585,833	585,833
Precio (COP/acción)*	1,070	1,160	1,020	1,020	1,020
VL (COP/acción)	1,348	1,604	1,688	1,803	1,903
UPA (COP/acción)	324	322	112	136	119
EV (COP mm)	995,397	1,169,371	1,081,687	1,085,545	1,184,366
Deuda neta** (COP mm)	380,825	503,107	495,854	499,712	598,533
EBITDA** (COP mm)	70,320	119,259	121,375	160,618	186,218
P/VL	0.8x	0.7x	0.6x	0.6x	0.5x
P/U	3.3x	3.6x	9.1x	7.5x	8.6x
EV/EBITDA	14.2x	9.8x	8.9x	6.8x	6.4x

**Cifras de los EEFF separados

Balance general separado

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Efectivo y equivalentes	169,663	20,755	36,167	18,465	25,390
Otros activos	1,524,141	1,971,415	2,191,379	2,416,569	2,688,474
Total Activos	1,693,804	1,992,170	2,227,546	2,435,034	2,713,865
Obligaciones financieras	550,488	523,861	532,021	518,177	623,923
Otros pasivos	369,229	546,834	726,149	881,369	997,040
Total Pasivos	919,717	1,070,695	1,258,169	1,399,547	1,620,963
Total Patrimonio	774,087	921,474	969,377	1,035,488	1,092,902
Pasivo+Patrimonio	1,693,804	1,992,170	2,227,546	2,435,034	2,713,865

Estado de resultados separado

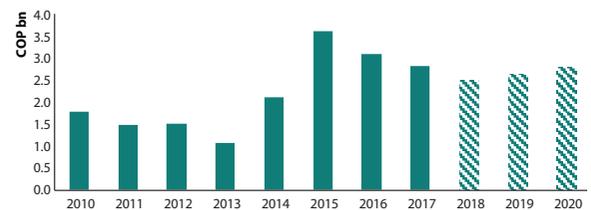
COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ingresos Operacionales	361,633	603,429	758,593	852,463	980,563
Utilidad Bruta	66,680	98,011	127,684	143,484	165,046
Margen Bruto	18.4%	16.2%	16.8%	16.8%	16.8%
EBITDA	70,320	119,259	121,375	160,618	186,218
Margen EBITDA	19.4%	19.8%	16.0%	18.8%	19.0%
Utilidad Neta	185,923	184,908	64,309	78,370	68,060
Margen Neto	51.4%	30.6%	8.5%	9.2%	6.9%
Deuda Total/Patrimonio	0.7x	0.6x	0.5x	0.5x	0.6x
Deuda Total/EBITDA	7.8x	4.4x	4.4x	3.2x	3.4x
Deuda Neta/EBITDA	5.4x	4.2x	4.1x	3.1x	3.2x
ROE	24.0%	20.1%	6.6%	7.6%	6.2%
ROA	11.0%	9.3%	2.9%	3.2%	2.5%

*Precio de Cierre del 19/10/2018

Hipótesis de valor

- **Precio actual de la acción no estaría incorporando flujos de concesiones viales.** Si bien el valor de El Cóndor puede descomponerse en 2 segmentos (el negocio de Construcción y el de Concesiones Viales) consideramos que el precio actual de la acción está reconociendo sólo parcialmente el valor justo del negocio de construcción (que estimamos en COP 2,370/acción), lo cual abre una oportunidad para aprovechar el potencial de crecimiento del portafolio de concesiones viales, el cual ganaría representatividad pasando del 29% del valor total de la compañía en 2019 a 32% en 2020 y 47% en 2021. De igual manera, al cierre del 2T18 el valor en libros de la compañía se ubicaba en COP 1,576/acción, ~53% por encima del valor de la acción en el mercado. Teniendo en cuenta que los aportes de *equity* durante el periodo 2018-2021 representan el 40% del patrimonio actual, esperamos que éste se duplique durante los próximos 8 años (TACC 2018-2026 8.56%).
- **Concesiones viales de 4G ofrecen ganancias en dos frentes.** Con la adjudicación de los proyectos 4G Pacífico II, Pacífico III, Ruta al Mar y Vías del Nus, El Cóndor se beneficia, por un lado, del *backlog* asociado a la construcción de las obras y, por otro, del flujo de caja que generan las concesiones para sus accionistas. Vale la pena destacar que estas cuatro concesiones representan el 75% del *backlog* total de la compañía, y si bien los proyectos tendrían poca relevancia dentro del valor total en 2019 (29%), consideramos que su participación se triplicaría durante los próximos dos años.
- **Estructura de los proyectos limita riesgos en Pacífico II y III.** Además de ser de los proyectos más avanzados del programa de 4G, las concesiones viales Pacífico II y III tienen asignadas vigencias futuras que garantizan la incorporación de recursos, eliminando el riesgo de tráfico para El Cóndor; así, además de los ingresos por recaudo de peaje, la concesión recibiría recursos contingentes en caso de que el recaudo no alcance ciertos niveles mínimos, así como recursos garantizados que no tienen espacio de modificación en el futuro, algunos de ellos denominados en dólares, limitando a su vez el riesgo cambiario.
- **Avance y desempeño sobresaliente en su portafolio de proyectos.** El Cóndor ha demostrado tener las capacidades necesarias para desarrollar sus proyectos de 4G. La experiencia que tiene en el negocio de construcción le ha permitido avanzar incluso por encima del cronograma de obras y ha conseguido la financiación necesaria para hacer el cierre financiero de los proyectos 4G adjudicados (excluyendo el proyecto Cesar-La Guajira que está en liquidación y el proyecto APP Llanos que se encuentra en reestructuración). Adicionalmente, resaltamos que El Cóndor no requeriría endeudamiento financiero para realizar los aportes de *equity* de las concesiones, pues los COP 360 mil mm necesarios para este fin vendrían de i) Los flujos de la reversión de la concesión Cesar-La Guajira (COP 200 mil mm); ii) Dividendos de la Transversal vial de las Américas y Hatovial (~COP 60 mil mm), y ii) La caja disponible actualmente (COP 120 mil mm).

Evolución del Backlog



Fuente: El Cóndor | Cálculos Davivienda Corredores

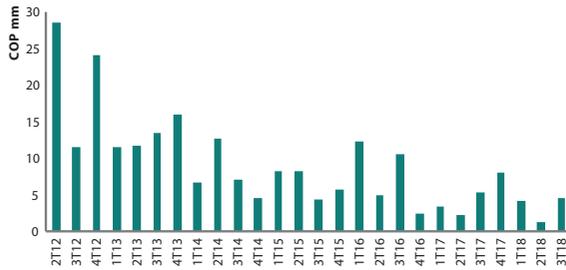
Concesión	EPC	Participación	Valor (COP mil mm)
Ruta al Mar	100%	50%	277,724
Pacífico 3	48%	48%	188,062
Pacífico 2	50%	21%	42,904
Vías del Nus	21%	21%	61,934
Los Llanos	11%	11%	19,950

Fuente: El Cóndor



Riesgos

Volumen de negociación promedio trimestral

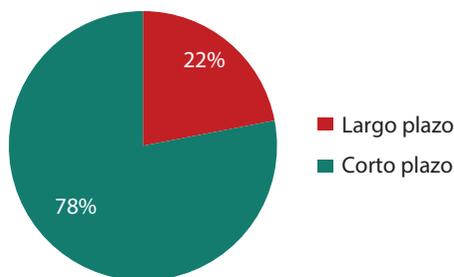


Fuente: Bloomberg

> **Bajo nivel de liquidez de la acción se podría traducir en alta volatilidad.** El Cóndor, cuenta con un volumen promedio diario de negociación de COP 122 millones, el cual ha disminuido desde la emisión de acciones hecha en 2012. Adicionalmente, la iliquidez de la compañía se refleja en el *bid-ask spread*, el cual asciende a 3.91%, en comparación con las acciones más liquidas del índice (0.26% para Ecopetrol y 0.27% para la acción preferencial de Bancolombia), y a su vez se traduce en una mayor volatilidad de la acción. De esta manera, es importante tener presente que una posición en El Cóndor puede tomar un tiempo considerable en llevarse a cabo, dada la baja liquidez, así como la debida formación del precio de la acción.

> **Tamaño de la compañía limita su capacidad para enfrentar riesgos legales y de infraestructura significativos.** Al participar como constructor y operador, El Cóndor se expone a riesgos por dos vías, pues no solo sería el responsable de asumir un menor tráfico en los proyectos de Iniciativa Privada, sino también de una eventual falla de ingeniería. Si bien consideramos que la compañía tiene la experiencia suficiente para desarrollar los proyectos sin contratiempos, el éxito de los mismos es imperativo, pues dado el tamaño de El Cóndor (Patrimonio de la controladora: COP 915 mil mm), los riesgos de construcción y legales podrían tener un impacto material significativo generando obstáculos para acceder al financiamiento y presionando la posición de caja. De igual manera, consideramos necesario monitorear las prácticas de gobierno corporativo de los socios para prevenir riesgos legales y reputacionales.

Perfil deuda financiera



Fuente: El Cóndor

> **Elevado endeudamiento a corto plazo.** A cierre del segundo trimestre del 2018, el 78% de la deuda financiera es de corto plazo y continuaría de esta manera durante los próximos años, pues el capital de trabajo de construcción se financiaría con deuda al menos hasta que las concesiones empiecen a generar dividendos. Consideramos que la estructura de la deuda representa un riesgo para la liquidez de la compañía y podría incluso traducirse en una menor distribución de utilidades para los accionistas. Adicionalmente, y teniendo en cuenta que el indicador de apalancamiento Deuda Neta/EBITDA se ubica en 3.75x, creemos que el espacio para mayor financiación a través de deuda es limitado, y podría implicar hacia adelante la búsqueda de un socio estratégico o la venta de proyectos de rentabilidades menos atractivas.

> **Exposición de los proyectos de Iniciativa Privada a riesgo de tráfico podría limitar su rentabilidad.** La estructuración de las concesiones viales de 4G de Iniciativa Privada se realiza a partir del crecimiento estimado del tráfico de vehículos y del incremento de las tarifas indexado a la inflación, con crecimientos superiores una vez finalizada la construcción. Teniendo en cuenta que los proyectos de Iniciativa Privada no cuentan con vigencias futuras garantizadas por el Gobierno Nacional, un tráfico menor al estimado es asumido en su totalidad por el concesionario. De igual forma, la dificultad en imponer tarifas o cumplir con los plazos estipulados en los contratos puede derivar en un mayor lapso de tiempo para alcanzar el VPIP.

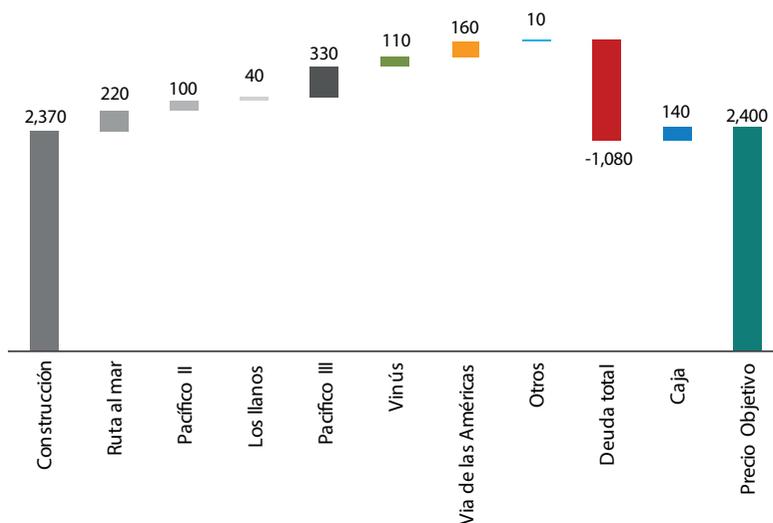
El Cóndor ha demostrado tener las capacidades necesarias para desarrollar sus proyectos de 4G. La experiencia que tiene en el negocio de construcción le ha permitido avanzar incluso por encima del cronograma de obras.

Proyecciones

Para estimar el valor de El Cóndor utilizamos la metodología de suma de partes que explicamos a continuación:

1. Valoración del negocio de construcción, por medio del flujo de caja libre descontado con un WACC de 9.45%, Beta apalancado de 0.68, costo del *equity* en pesos de 10.4% y un crecimiento a perpetuidad de 3%.
2. Valoración de las concesiones viales Pacífico II, Pacífico III, Ruta al Mar y Vías del Nus como un *project finance* del flujo de caja del accionista a un K_e de 13.5%.

Descomposición de valor (COP/acción de El Cóndor)



Fuente: Cálculos Davivienda Corredores

En conclusión, estimamos un Precio Objetivo 2019FA de COP 2,400/acción con un potencial de valorización de 134.15%. De esta manera, asignamos una recomendación de ATRACTIVA, soportada en el amplio potencial de valorización frente a nuestro P.O, teniendo en cuenta que además de ser una compañía con una amplia trayectoria en el sector de la construcción, incrementaría la generación de valor para sus accionistas de manera significativa a mediano plazo. 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 y el tamaño de la compañía, dado que el valor patrimonial podría verse afectado significativamente ante la materialización de riesgos legales y/o de ingeniería.



Análisis de sensibilidad

WACC vs. Crecimiento a perpetuidad (g)

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=9.5%				
		1.0%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.0%
G = 3%	-1.0%	1,950	2,060	2,190	2,340	2,510
	-0.5%	2,020	2,140	2,290	2,460	2,650
	0.0%	2,100	2,240	2,400	2,590	2,820
	0.5%	2,190	2,350	2,530	2,750	3,010
	1.0%	2,300	2,480	2,690	2,940	3,260

Backlog promedio vs. Margen EBITDA de construcción

Este ejercicio mide la sensibilidad de nuestro Precio Objetivo frente a variaciones en el *backlog* promedio utilizado en el periodo de estudio y el nivel del margen EBITDA del negocio de construcción.

		Backlog promedio: COP 2.82 billones				
		-24.0%	-12.0%	0.0%	12.0%	24.0%
Margen EBITDA Construcción	-5.0%	1,700	1,960	2,230	2,490	2,750
	-1.0%	1,810	2,090	2,370	2,650	2,930
	0.0%	1,830	2,120	2,400	2,690	2,970
	1.0%	1,860	2,150	2,440	2,730	3,010
	5.0%	1,970	2,270	2,580	2,880	3,190

Grupo Argos

Un portafolio de oportunidades transversales

Ante un panorama más próspero para todos los sectores en los que tiene presencia el Grupo, el comportamiento de las inversiones, tanto para aquellos segmentos que han presentado retos importantes (consumo y materiales) como para aquellos que han mostrado una mejor dinámica (energía e infraestructura), debería reflejar una senda mucho más positiva durante los próximos años. Adicionalmente, su posicionamiento de liderazgo en los distintos segmentos, le debería permitir capturar oportunidades de crecimiento orgánicas, dado que los niveles de apalancamiento de algunas inversiones podrían limitar la actividad de M&A.

Aspectos para destacar

- **Actualizamos el Precio Objetivo 2019FA a COP 21,600/acción.** Teniendo en cuenta la incorporación de los resultados a 2T18, los distintos ajustes a los precios objetivo de las inversiones estratégicas y de portafolio, los cambios en la participación en Pactia y la adopción de nuevas metodologías contables en la valoración de activos inmobiliarios, estimamos un P. O. para cierre de 2019 de COP 21,600/acción, reiterando nuestra recomendación de SOBREPONDERAR y manteniendo el activo como *Top Pick*. Se resalta que la valoración se realizó bajo una metodología de Suma de Partes.
- **La diversidad de las inversiones y el potencial del portafolio se mantienen como premisas de valor.** Respecto a nuestra última estimación del valor justo de Grupo Argos, algunas de las inversiones han continuado mostrando una evolución importante, lo cual ha resultado en menor dependencia en compañías específicas como Cemargos y Grupo Sura, mientras que las inversiones en sectores como el de infraestructura a través de Odinsa y de energía a través de Celsia han tomado mayor relevancia en el portafolio y en la generación de resultados. Adicionalmente, destacamos que a pesar de los retos de cada una de las inversiones, dado el momento del ciclo económico, la estabilización de algunas operaciones y el avance en la ejecución de algunos proyectos, durante los próximos años los resultados de Grupo Argos también deberían reflejar un mejor desempeño.
- **El apalancamiento seguirá siendo factor de continuo monitoreo.** Si bien estimamos que a nivel consolidado GA podrá seguir desapalancándose a niveles por debajo de 3.0x en deuda neta/EBITDA, los requerimientos de capital, dadas las etapas constructivas de algunas obras de Odinsa, requerirán recursos que podrían ralentizar la recuperación de estos *ratios*.

¿Por qué SOBREPONDERAR?

Grupo Argos cuenta con un portafolio estructurado para capturar las oportunidades en sectores estratégicos y claves para la recuperación económica, enfocando su estrategia en inversiones consolidadas y con potencial de crecimiento. Consideramos que los retrocesos recientes no están justificados a nivel fundamental, incluso bajo escenarios ácidos y sí acentúan nuestra tesis de inversión, la cual debería materializarse a medida que se reconozca el valor del portafolio.



SOBREPONDERAR
Precio Objetivo: 21,600

Potencial: 41%
Riesgo: MEDIO
Cierre: COP 15,320
Sector: Holdings
GRUPOARGOS CB
Bloomberg: COAR <GO>

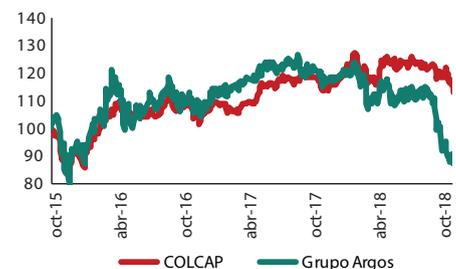
Rodrigo Sánchez
Analista Senior Renta Variable
wsanchez@corredores.com
Ext. 92110

Katherine Ortiz
Analista Senior Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP):	13.1 bn
Flotante:	47.8%
Dividendo 2019e (COP):	346
Retorno por dividendo:	2.2%
% COLCAP:	4.5%
# Acciones	857 mm
P/VL actual:	0.8x
P/U actual:	21.4x
EV/EBITDA actual:	8.1x
Último Precio:	15,320
Max 52 semanas:	21,400
Min 52 semanas:	14,900

Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

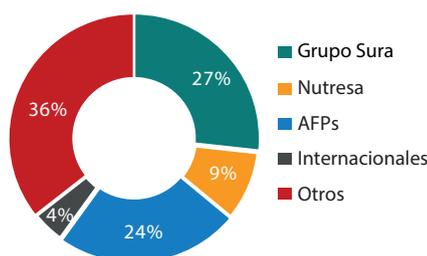


Grupo Argos / Ficha técnica

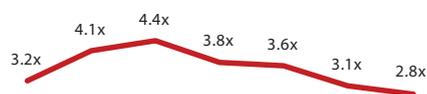
Descripción de la compañía: Grupo Argos es una de las sociedades de inversión más grandes de Colombia con un portafolio de inversiones cercano a COP 20.8 billones. La compañía invierte principalmente en tres sectores: industrial a través de su participación del 49% en Cementos Argos, energético a través del

53% en la participación en Celsia e Infraestructura, a través de su participación de 99.8% en Odinsa. Grupo Argos también tiene inversiones en servicios financieros y alimentos a través de su participación en Grupo Sura, Bancolombia y el Grupo Nutresa.

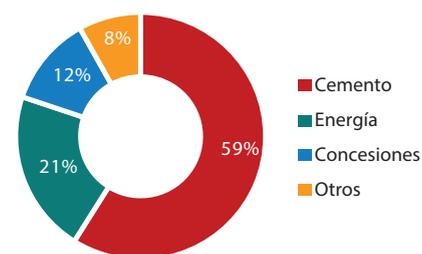
Composición accionaria



Deuda Neta / EBITDA



Ingresos por segmento 2018e



Resumen

COP millones	2015	2016	2017	2018e	2019e
Acciones en circulación (mm)	818	857	857	857	857
Cap. Bursátil	13,258,890	16,527,340	17,898,904	13,132,720	13,132,720
Precio (COP/Acción)*	16,200	19,280	20,880	15,320	15,320
VL (COP/Acción)	18,074	18,206	18,719	18,453	19,099
UPA (COP/Acción)	399	688	712	934	1,032
Total Deuda	13,245,987	15,278,765	16,731,876	15,822,973	15,417,256
Deuda Neta	11,574,169	13,357,293	14,105,984	13,231,495	12,955,351
EV	32,930,247	37,912,401	40,265,929	34,912,010	34,935,039
EV/EBITDA	12.5x	10.7x	10.4x	8.1x	7.6x
P/VL	0.9x	1.1x	1.1x	0.8x	0.8x
P/U	40.6x	28.0x	29.3x	16.4x	14.8x
Retorno por dividendos	1.7%	1.5%	1.5%	2.1%	2.3%
Dividendo por acción	268	287	310	328	346

Balance general consolidado

COP millones	2015	2016	2017	2018e	2019e
Total Activos	42,080,401	44,749,574	47,567,948	47,705,306	49,374,992
Total Pasivos	18,895,949	21,114,978	22,260,800	23,338,972	24,155,836
Interés minoritario	8,097,188	8,027,768	8,261,041	8,547,795	8,846,968
Patrimonio	14,792,611	15,606,828	16,046,107	15,818,539	16,372,188
Deuda Total/Patrimonio	0.9x	1.0x	1.0x	1.0x	0.9x
Deuda Total/EBITDA	5.0x	4.3x	4.3x	3.6x	3.4x
Deuda Neta/EBITDA	4.4x	3.8x	3.6x	3.1x	2.8x
ROE	2.2%	3.8%	3.8%	5.1%	5.4%
ROA	0.8%	1.3%	1.3%	1.7%	1.8%

Estado de resultados consolidado

COP millones	2015	2016	2017	2018e	2019e
Ingresos Operacionales	12,700,304	14,552,884	14,573,579	15,765,642	16,781,819
Costo de ventas	9,724,072	10,431,474	10,319,275	11,152,574	11,871,414
Utilidad Bruta	2,976,232	4,121,410	4,254,304	4,613,069	4,910,405
Gastos adm. y comercial.	1,246,469	1,664,774	1,733,771	1,656,302	1,770,670
Utilidad Operacional	1,729,763	2,456,636	2,520,533	2,956,766	3,139,735
UNAI	896,514	1,485,034	1,441,448	1,739,688	1,847,342
Impuesto a la renta	248,195	353,032	534,865	556,700	591,149
Utilidad Neta	326,830	589,466	610,659	800,323	884,913
EBITDA	2,632,757	3,540,156	3,864,858	4,336,138	4,590,658
Margen Bruto	23.4%	28.3%	29.2%	29.3%	29.3%
Margen Operacional	13.6%	16.9%	17.3%	18.8%	18.7%
Margen EBITDA	20.7%	24.3%	26.5%	27.5%	27.4%
Margen Neto	2.6%	4.1%	4.2%	5.1%	5.3%

*Precio de Cierre del 19/10/2018

- ▶ Presidente: Jorge Mario Velásquez
- ▶ VP Finanzas Corporativas: Alejandro Piedrahita
- ▶ IR: Natalia Agudelo
- ▶ Página web: www.grupoargos.com

Hipótesis de valor

Cementos Argos (P. O. COP 10,400/acción | 30.0% portafolio)

El buen desempeño de la regional de Estados Unidos, la materialización de una recuperación en los próximos años del sector de la construcción en Colombia y la disipación de los eventos asociados al “cartel del cemento” fortalecen nuestras expectativas positivas respecto al desempeño futuro de Cemargos. Adicionalmente, la consolidación de los programas de eficiencia en Colombia y Estados Unidos deberían, hacia adelante, permitirle a la cementera recuperar sus márgenes de rentabilidad. Sin embargo, reconocemos la persistencia de los riesgos no operacionales, como la lentitud en la entrada en ejecución de algunos proyectos de infraestructura en Colombia y las presiones en precio y volúmenes, resultantes de la creciente oferta de las importaciones de materiales en Panamá y Colombia. A esto se suma el hecho de que aún existen ruidos reputacionales que no se han superado completamente.

Celsia (P. O. COP 5,150/acción | 12.6% portafolio)

Luego de un periodo de estabilización tras el fuerte fenómeno de “El Niño” en el 2016, los resultados de Celsia han mostrado una mayor normalización y no estimamos fluctuaciones muy significativas a corto plazo. Sin embargo, Celsia debería aprovechar una serie de condiciones como: i) retrasos en la entrada de operación de Hidroituango, los cuales mejorarían el panorama de precios de la energía a corto y mediano plazo; ii) una mayor diversificación de su matriz energética a través de la incorporación de proyectos adicionales de generación solar que también traerían consigo beneficios tributarios para la generadora, debido a la implementación de leyes que buscan incentivar este tipo de proyectos, y iii) un menor riesgo ante un eventual fenómeno de “El Niño” dada la entrada en operación de la regasificadora de Cartagena –SPEC– y la implementación del precio marginal de escasez.

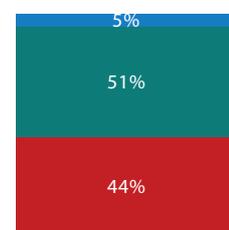
Odinsa (10.1% portafolio) y Opain (2.4% portafolio)

Tras la consolidación de su participación en Odinsa (98.5% del capital accionario) y en Opain directa e indirectamente, Grupo Argos continúa apostándole 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 este tipo. Tras las desinversiones en algunos activos de generación de energía, en puertos y en algunas concesiones, Odinsa se ha concentrado principalmente en la ejecución y gestión de proyectos de infraestructura vial y aeroportuaria, los cuales dada la duración de las concesiones se convierten en generadores de caja a largo plazo.

Las métricas de endeudamiento de Odinsa, que a 2T18 registraron una relación Deuda Neta/EBITDA de 7.1x, podrían mantenerse en niveles altos por los próximos años, dado que algunas de sus concesiones se encuentran en etapa de construcción (Pacífico II) o podrían iniciar su etapa constructiva en los próximos trimestres (Malla Vial del Meta). Por lo anterior, la necesidad de realizar aportes durante los próximos años (COP 400,000 mm de equity para Pacífico II hasta 2020), reduce la capacidad de mediano

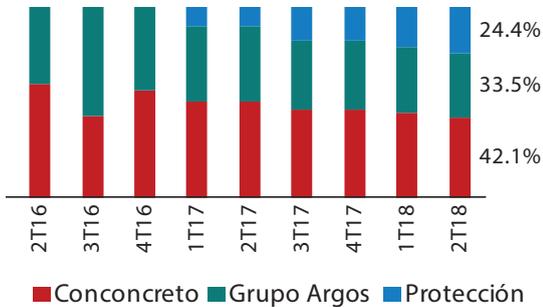
Algunas de las inversiones han continuado mostrando una evolución importante, lo cual ha resultado en menor dependencia en compañías específicas como Cemargos y Grupo Sura.

Composición de valor Odinsa



■ Concesiones Viales ■ Conc. Aeroportuarias
■ Otras inversiones

Fuente: Davivienda Corredores

**Composición accionaria Pactia**

Fuente: Grupo Argos | Concreto

plazo de disminuir el apalancamiento. Esto reafirma la posibilidad de que Odinsa requiera una capitalización, ya sea a través de aportes de Grupo Argos o de terceros.

Pactia (3.7% portafolio)

Con la entrada gradual del Fondo de Pensiones Protección a Pactia, Grupo Argos ha reducido su participación en el Fondo Inmobiliario (33.5% en la actualidad). Sin embargo, el crecimiento en activos y en el valor del fondo ha consolidado a Pactia como uno de los vehículos inmobiliarios de mayor importancia del país, que a 2T18 registra un área bruta arrendable total de 722,000 m². Adicionalmente, dada la naturaleza del negocio de Pactia y el portafolio de tierras de Grupo Argos, las oportunidades para desarrollo y utilización de estos activos es evidente.

Grupo Sura (P. O. 42,900 | 24.0% portafolio)

Grupo Sura cuenta con una estrategia orientada a generar valor a través de la consolidación y rentabilización de su portafolio de inversiones. Su fuerte posicionamiento en los segmentos de banca (Bancolombia), seguros (Suraamericana) y de administración de pensiones (SUAM), le permite capturar las dinámicas de crecimiento económico en los países donde tiene presencia. De igual manera y a pesar de que algunas de las operaciones internacionales aún no generan retornos en exceso de los costos del patrimonio, el Grupo se ha enfocado en lograr una gestión más eficiente a través de desinversiones de activos no estratégicos, un plan de reducción y reperfilamiento de deuda, entre otras estrategias, las cuales estimamos le deberían permitir mejorar sus niveles de rentabilidad a mediano plazo.

Desarrollo inmobiliario (10.4% portafolio)

Teniendo en cuenta la adopción de estándares contables internacionales NIIF, utilizamos para nuestro ejercicio de valoración el precio razonable de los avalúos de los activos para desarrollo inmobiliario, que suman aproximadamente 4,500 hectáreas. Este cambio metodológico lo hicimos dado que los avalúos se hacen de forma continua y reflejan de manera más precisa su valor de mercado estimado. Adicionalmente, incluimos aquellas tierras que han sido urbanizadas y están en inventario, las cuales por sus condiciones pueden ser desinvertidas.

En el escenario que excluyésemos los terrenos en nuestro ejercicio de valoración, la reducción del Precio Objetivo de Grupo Argos sería de COP 2,700/acción, lo cual implica que incluso bajo este escenario hipotético, los precios de mercado actuales a los que se negocia el título seguirían estando por debajo de su valor justo.

Nutresa (P. O. COP 31,000/acción | 6.1% portafolio)

Tras dos años marcados por un entorno económico retador, la dinámica de consumo en Colombia ha retornado a una senda positiva que beneficiaría el desempeño de Nutresa, como líder del mercado. Adicionalmente, el resultado de las reducciones de costos y la sólida participación en la cadena de producción le permiten a Nutresa tener gran margen de maniobra y de adaptabilidad ante los cambios en las dinámicas de mercado. De igual manera, dadas las retadoras metas que tiene el Grupo Nutresa para 2020, las posibilidades de buscar una expansión a través de estrategias de M&A son un factor a monitorear.

A pesar de los retos de cada una de las inversiones, dado el momento del ciclo económico, la estabilización de algunas operaciones y el avance en la ejecución de algunos proyectos, durante los próximos años los resultados de Grupo Argos también deberían reflejar un mejor desempeño.

Otras inversiones (0.8% portafolio)

A pesar de la desinversión de Grupo Argos en EPSA en 2018 (0.6% del portafolio), las inversiones directas en este activo y en el negocio de carbón a través de Sator (0.2% del portafolio) continúan aportando diversificación al portafolio y a los resultados. De igual manera, Grupo Argos sigue percibiendo el valor de EPSA a través del control en Celsia. Adicionalmente, durante el primer semestre de 2018, las operaciones del sector de carbón aportaron alrededor del 3.5% de la utilidad consolidada del Grupo Argos.

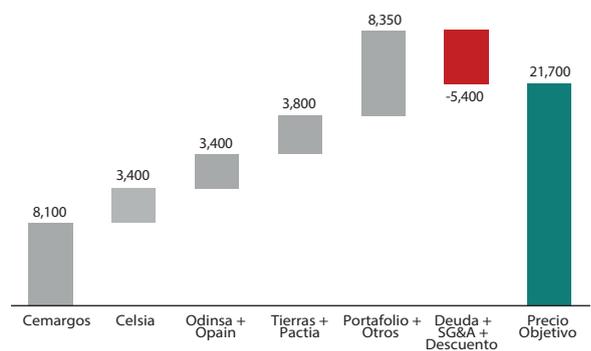
Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

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

1. Descuento histórico de 6.8%, teniendo en cuenta el promedio de los últimos cinco años del valor al que ha transado GA vs. su portafolio en el mercado.
2. Utilizamos los Precios Objetivo de Cemargos, Grupo Nutresa, Celsia y Grupo Sura.
3. Incluimos en nuestra valoración a Pactia y Opain mediante ejercicios de Flujo de Caja Libre Descotado.
4. Los activos del portafolio inmobiliario fueron incluidos a valor razonable a 2017, incluyendo los activos urbanizados disponibles para desinversión.
5. Odinsa fue valorada mediante una metodología de Suma de Partes, incorporando los segmentos de concesiones viales, aeroportuarias y otras inversiones.
6. En el ejercicio de valoración se incluye la deuda neta de la *holding* al primer semestre de 2018 y el valor presente de los gastos administrativos descontados a un Ke de 13.0%.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2019FA de COP 21,600/acción, ofreciendo un significativo potencial de valorización a los precios actuales a los que transa la acción, por lo cual reafirmamos nuestra recomendación de SOBREPONDERAR. Resaltamos que buena parte del desempeño futuro y de los riesgos asociados a nuestra valoración están relacionados con las operaciones de Odinsa y el desarrollo y ejecución de sus distintas concesiones. De igual manera, el comportamiento de los segmentos cementero y de energía seguirán siendo un factor de continuo monitoreo, dada su significancia para el valor del portafolio y de su aporte a los resultados financieros.

Composición de valor (COP/Acción)



Fuente: Corredores Davivienda

**Composición de valor**

Compañía	Precio Objetivo (COP/acción)	Valor (COP mm)	Peso portafolio
Cemargos	10,400	6,944,566	30.0%
Grupo Sura	42,900	5,565,058	24.0%
Celsia	5,150	2,916,756	12.6%
Odinsa	11,950	2,339,022	10.1%
Nutresa	31,000	1,402,557	6.1%
Situm		2,415,182	10.4%
Pactia		846,104	3.7%
Opain		562,816	2.4%
EPSA	20,300	131,938	0.6%
Sator		42,213	0.2%
Total Inversiones		23,166,211	
Deuda Neta		1,783,235	
VP GO		1,480,548	
Valor del portafolio neto		19,902,429	
Descuento histórico		6.8%	
Valor del portafolio con descuento		18,543,093	
Número de acciones (mm)		857	
Precio Objetivo		21,600	

Precio de Cemargos vs. Precio Grupo Sura

Evaluamos el cambio en el Precio Objetivo frente a variaciones en el P. O. de Cemargos y el de Grupo Sura (COP 10,400 y COP 42,900 respectivamente). De esta manera, un incremento de 10% en el precio objetivo de Cemargos se reflejaría en un incremento de COP 700/acción en nuestro P. O., mientras que un incremento de 10% en el precio de Grupo Sura se traduciría en un aumento en el precio de COP 600/acción.

		Cemargos = COP 10,400				
		-20%	-10%	0%	10%	20%
Grupo Sura = COP 42,900	-20%	18,900	19,700	20,400	21,200	21,900
	-10%	19,500	20,300	21,000	21,800	22,500
	0%	20,100	20,900	21,600	22,400	23,200
	10%	20,700	21,500	22,300	23,000	23,800
	20%	21,300	22,100	22,900	23,600	24,400

Precio de Pactia vs. Precio Situm

Evaluamos el cambio en el Precio Objetivo frente a variaciones en el valor de Pactia y el de Situm. De esta manera, un incremento de 15% en el valor de Pactia se reflejaría en un aumento de COP 100/acción en nuestro P. O., mientras que un incremento de 15% en el precio de Situm resultaría en un aumento en el precio de COP 300/acción.

		Pactia				
		-30%	-15%	0%	15%	30%
Situm	-30%	20,600	20,700	20,900	21,000	21,100
	-15%	21,000	21,100	21,300	21,400	21,500
	0%	21,400	21,500	21,600	21,800	21,900
	15%	21,800	21,900	22,000	22,200	22,300
	30%	22,200	22,300	22,400	22,600	22,700

Grupo Aval

Capitalizando su estrategia digital

La retadora coyuntura en Colombia impactó la rentabilidad del Grupo en los últimos años, no obstante también derivó en una importante transformación de su estrategia de ventas y procesos de optimización de costos y gastos que hacia adelante y de la mano de la recuperación de la economía se traducirán en catalizadores de valor. Esperamos que el Grupo lidere la sostenida recuperación del sector a nivel local y que las operaciones de Centroamérica mantengan su contribución positiva a la generación de utilidades en lo que resta de 2018 y 2019. Sin embargo, ante los riesgos reputacionales y financieros que se derivan de las investigaciones relacionadas con la concesión de Ruta del Sol II nuestra perspectiva es cautelosa frente al desempeño de la acción.

Aspectos para destacar

- **Para finalizar 2019, estimamos un Precio Objetivo para Grupo Aval de COP 1,380/acción.** Nuestro ejercicio de valoración es resultado de i) un crecimiento anual de 6.7% en la cartera consolidada; ii) unos ingresos netos por interés de COP 10.9 bn, presentando un incremento anual de 2.52%; iii) utilidad neta 2019E de COP 2.92 bn, aumentando 13.1% anual, ROAE de 16.4%, y iv) costo del *equity* de 12.6%.
- **Iniciativas de control de costos continuarían favoreciendo la eficiencia.** La compañía está implementando diferentes iniciativas de control de costos, donde se destacan las innovaciones digitales diseñadas para optimizar procesos de recaudo/cobro, migración de ventas a canales de menor costo y la optimización de la red de sucursales. Aunque ha pasado poco tiempo desde que estas iniciativas iniciaron su implementación ya se han obtenido resultados positivos (cierre de 71 oficinas YTD 2018 y reducción de nómina). En este sentido, preveemos que los costos crezcan a un menor ritmo que los activos, esperando una mejora de 5 a 10 pbs en la relación costo a activos para 2018 y de 10 a 20 pbs en 2019.
- **Importantes riesgos continúan en el radar.** Aunque en términos operacionales nuestra perspectiva es positiva hacia adelante, consideramos importante mantener en el radar importantes riesgos sobre los cuales no es posible cuantificar el impacto en el precio de la acción: i) resultado de los diferentes procesos de investigación relacionados con la concesión Ruta del Sol II y Corficolombiana; ii) impacto del cambio metodológico del MSCI que busca incorporar la estructura de capital (derecho a voto de las acciones) en la ponderación del índice (Grupo Aval sería el segundo emisor más afectado después de Bancolombia).

¿Por qué NEUTRAL?

Aunque la acción presenta un espacio de valorización atractivo y la perspectiva en sus cifras es positiva, reconocemos que el mercado mantendrá una postura conservadora a la espera del desenlace de las investigaciones relacionadas con Ruta del Sol II (el riesgo financiero y reputacional aún es difícil de cuantificar).



NEUTRAL
Precio Objetivo : 1,380

Potencial: 23.21%
Riesgo: ALTO
Cierre: COP 1,120
Sector: Financiero
AVAL CB
PFAVAL CB
Bloomberg: COAR <GO>

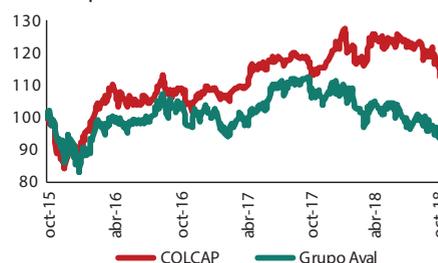
Julián Felipe Amaya
Analista sector Financiero
jamaya@corredores.com
Ext. 92473

Katherine Ortiz
Analista Senior Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP):	24.95 bn
Flotante:	48.7%
Dividendo 2019e (COP):	51
Retorno por dividendo:	4.55%
% COLCAP:	0.60%
# Acciones	22 mil mm
P/VL actual:	1.58x
P/U actual:	12.97x
Último Precio:	1,120
Max 52 semanas:	1,380
Min 52 semanas:	1,105

Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

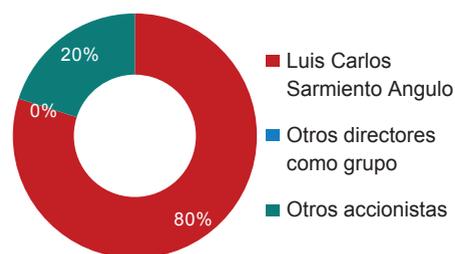


Grupo Aval / Ficha técnica

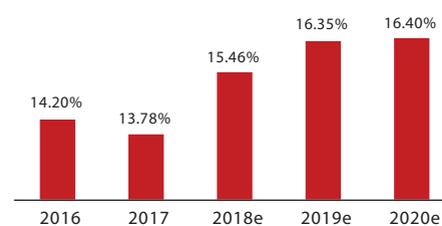
Descripción de la compañía: Grupo Aval es el principal conglomerado financiero colombiano, conformado por Banco de Bogotá, Banco de Occidente, Banco Popular, Banco AV Villas, la Sociedad Administradora de Pensiones y Cesantías Porvenir S.A. y cuenta con una participación en Corficolombiana a través de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

Composición accionaria



ROAE



Comparables (ROE vs. P/VL) Fwd 2019

Banco	P/VL	ROE
Credicorp	1.8x	18.1%
Banco de Chile	2.3x	19.0%
Banco Santander	2.2x	17.3%
ITAU	1.8x	18.7%
Santander México	1.8x	15.8%
Bradesco	1.4x	17.4%
Davivienda	1.1x	15.7%
BCI	1.5x	14.7%
Bancolombia	1.1x	12.2%
Grupo Aval	1.7x	15.7%
Mediana	1.8x	17.3%

Resumen

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Acciones en circulación (millones)	22,281	22,281	22,281	22,281	22,281
Cap. Bursátil (COP millones)	29,856,563	28,965,322	24,954,739	24,954,739	24,954,739
Precio (COP/acción)	1,340	1,300	1,120	1,120	1,120
VL (COP/acción)	700	731	743	835	912
EPS (COP/acción)	96	101	116	131	143
P/VL	1.9x	1.8x	1.5x	1.3x	1.2x
P/U	14.0x	12.9x	9.7x	8.6x	7.9x

Balance general consolidado

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Disponible	22,193,000	22,336,800	22,768,669	24,293,788	26,083,519
Inversiones netas	27,629,400	28,923,300	31,348,324	33,448,136	35,912,271
Cartera neta	150,898,700	160,754,300	164,850,241	175,892,446	188,850,499
TOTAL ACTIVOS	224,073,600	236,538,000	246,008,523	265,736,651	269,765,265
Depósitos	143,887,100	154,885,200	158,831,599	169,470,656	181,955,614
Otros pasivos	55,527,400	55,782,200	60,797,736	67,170,232	73,313,953
PASIVO	199,414,500	210,667,400	219,629,335	236,640,888	255,269,566
PATRIMONIO	15,601,600	16,287,000	16,550,788	18,609,024	20,330,613
Pasivos+Patrimonio+Int. Min.	215,025,158	226,963,983	236,189,951	255,260,399	275,610,666

Estado de resultados consolidado

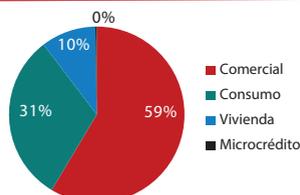
COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ingreso neto por interés	9,154,600	10,514,100	10,585,467	10,852,440	11,748,578
Ingreso Neto por comisiones	4,270,500	4,579,200	4,839,874	5,154,335	5,527,680
Ingresos operacionales netos	13,425,100	15,093,300	15,425,341	16,006,775	17,276,258
Gastos en provisiones	-2,827,600	-4,027,600	-3,324,254	-3,005,224	-3,158,611
Utilidad Neta	2,139,900	2,243,800	2,583,954	2,922,174	3,192,136
Margen neto	23.4%	21.3%	24.4%	26.9%	27.2%

Indicadores

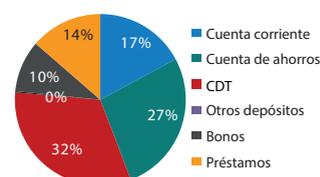
COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Margen neto de interés NIM	5.3%	5.8%	5.6%	5.4%	5.4%
Eficiencia	49.6%	47.8%	47.0%	46.5%	46.5%
Calidad	3.0%	3.9%	3.8%	3.7%	3.6%
Cubrimiento	91.5%	86.7%	100.0%	102.3%	104.6%
Gasto en provisiones/Cartera	1.9%	2.5%	2.0%	1.7%	1.7%
Patrimonio/Activos	7.0%	6.9%	6.7%	7.0%	7.5%
Cartera/Activos	67.3%	68.0%	67.0%	66.2%	70.0%
Depósitos/Cartera	95.4%	96.3%	96.3%	96.3%	96.3%
ROA	1.0%	0.9%	1.1%	1.1%	1.2%
ROAE	14.2%	13.8%	15.5%	16.4%	16.4%

*Precio de Cierre del 19/10/2018

Composición cartera



Fondeo

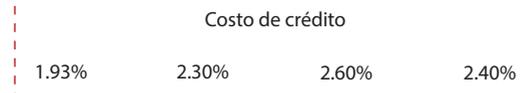
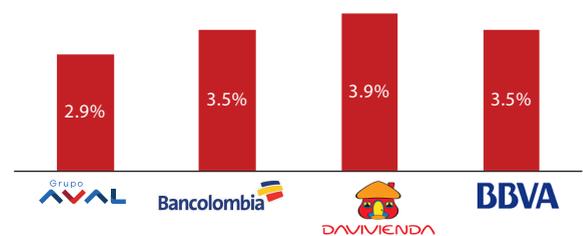


- ▶ **Presidente de J. Dir.:** Luis Carlos Sarmiento Angulo
- ▶ **Presidente:** Luis Carlos Sarmiento Gutierrez
- ▶ **Vicepresidente Senior Financiero:** Diego Solano
- ▶ **Vicepresidente IR y Jurídico:** Tatiana Uribe
- ▶ **Website:** www.grupoaval.com.co

Hipótesis de valor

- **Sector financiero presentaría un cambio de tendencia.** En los últimos años se ha evidenciado una continua disminución de la rentabilidad como resultado del desafiante comportamiento de la economía del país. El deterioro de la capacidad de consumo de los hogares por el incremento del IVA derivó en un freno en la industria local y un muy lento crecimiento de la cartera comercial. No obstante, el crecimiento del PIB habría alcanzado en 2017 su punto más bajo de crecimiento (1.8%) y empezaría una recuperación paulatina; para 2019 se proyecta un aumento de 3.2% en el PIB, lo que se traduciría en un dinamismo mayor en el frente comercial, un freno en el deterioro de la calidad de la cartera y por ende en un incremento en el indicador de rentabilidad de los bancos. Estimamos que el ROAE de Grupo Aval pase de 13.5% en 2017 a 15.5% en 2018 y 16.3% en 2019.
- **Métricas de calidad de cartera en mejores niveles que sus pares en Colombia.** Los bancos del Grupo Aval han priorizado la calidad de la cartera sobre el crecimiento, como resultado han perdido participación de mercado. Lo anterior ha sido evidente principalmente en la modalidad comercial, donde en 2017 dicha participación se redujo 230 pbs. Esto sin embargo, ha repercutido positivamente en los indicadores de calidad cuyo deterioro ha sido menor que en el sistema y permitiría que la recuperación en la rentabilidad se materialice más pronto que en otros bancos del sector ante un menor costo del crédito.
- **Los cuatro bancos del Grupo cumplirían cómodamente con requerimientos de Basilea III.** El 6 de agosto de 2018 el Ministerio de Hacienda publicó el Decreto 1477, que introduce la implementación gradual de los elementos de Basilea III pendientes de implementación. Esta norma permitirá que las agencias calificadoras y analistas puedan comparar mejor los niveles de capital de los bancos colombianos con los de pares internacionales. Al respecto, los directivos del Grupo han mencionado que como consecuencia de una reducción de ~15% en los activos ponderados por riesgo, los bancos tendrían la capacidad suficiente para cumplir con los ratios requeridos.
- **Diversificación Corficolombiana y Porvenir.** Grupo Aval es dueño del 75.7%* de Porvenir, el principal fondo de pensiones de Colombia (44.2% de los AUMs en Colombia), que en 2017 alcanzó utilidades de COP 429 mil mm equivalentes a un ROE de 25.7%. La contribución a la utilidad de Porvenir ha mitigado de forma importante la desaceleración en los bancos y continuará representando una diferencia clave en los ingresos por comisiones vs. sus pares Bancolombia y Davivienda. A lo anterior se suma su exposición al sector real a través de Corficolombiana, filial que si bien ha visto impactado sus resultados por los hechos relacionados con la concesión vial Ruta del Sol II, estimamos que a partir de 2019 volverá a contribuir positivamente y de forma importante a los resultados financieros.

Calidad de la Cartera (+90 días vencidos) - Junio 30, 2018



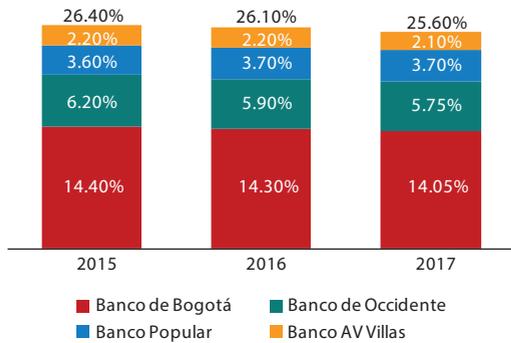
Fuente: Grupo Aval

Compañías pertenecientes a Grupo Aval

	porvenir	Banco de Bogotá	Banco de Occidente	banco popular	Banco AV Villas	Corficolombiana	Grupo Aval
Préstamos Netos	38,484	9,009	6,068	3,469	927	54,015	
Activos	49,678	12,616	8,012	4,450	7,325	80,028	
Depósitos	33,348	8,558	5,738	3,448	1,356	51,849	
Pasivos	43,687	11,192	7,087	3,935	5,418	71,406	
Patrimonio Total	5,991	1,424	926	515	1,907	8,622	

Fuente: Grupo Aval

* Incluye participación de Banco de Bogotá y Banco de Occidente

**Participación de Grupo Aval en activos**

Fuente: Grupo Aval

Margen neto interés (NIM)

Fuente: Grupo Aval

Riesgos

- > **Ruta del Sol continúa siendo el dolor de cabeza.** Aunque en el segundo semestre de 2017 se concluyó la reversión del contrato de concesión de Ruta del Sol II al INVÍAS, las investigaciones continúan y el riesgo reputacional y financiero sobre Corficolombiana y Grupo Aval se mantiene. Recientemente se dio apertura de cargos por parte de la SIC, donde se vinculó por primera vez al Grupo Aval y algunos de sus directivos de manera directa lo cual aumenta el ruido asociado a este caso, tanto para el *holding* como para Corficolombiana. Finalmente, el proceso de liquidación del contrato aún no ha concluido, por lo cual Corficolombiana está expuesta a reconocer *impairments* adicionales (del contrato el monto que aún no se ha provisionado asciende a ~COP 92 mil mm) lo que asociado a las posibles multas podría significar impactos en la utilidad que no tenemos incorporados en nuestras estimaciones.
- > **Ley de financiamiento podría poner en riesgo dinámica de la cartera.** El Ministerio de Hacienda busca aumentar el recaudo en 2019 con la ley de financiamiento para lo cual contempla diferentes medidas, entre las que se destaca extender el IVA a toda la canasta familiar, eliminación de gastos del Gobierno y ampliar la base de declarantes. Esta medida podría limitar la expansión de la economía, generar presiones en la inflación y poner en riesgo la recuperación del consumo de los hogares con su consecuente efecto en la demanda de crédito de consumo y en el costo de la cartera.
- > **Pérdida de participación de mercado y riesgos para el NIM.** Con el fin de proteger el costo del crédito, Grupo Aval mantuvo una posición conservadora en el otorgamiento de crédito que sumado a una fuerte competencia en el sector derivó en una reducción en su participación de mercado cercana a 150 pbs en los últimos dos años. Por su parte, ha concentrado sus esfuerzos en segmentos como el hipotecario y consumo a costa de descuentos en sus tasas de interés de colocación lo que sumado a una política monetaria expansiva por parte del Banco de la República que no ha terminado de traducirse a las tasas de colocación podría impactar el margen neto de interés.

Proyecciones

- > **Cartera de créditos:** En una base anual, la cartera consolidada a 2019 crecería 6.7%. Asimismo, la cartera comercial tendría un crecimiento de 10.6% (mostrando un repunte de 310 pbs frente al crecimiento de esta en 2018E), 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 2019 se presentaría un crecimiento anual de 2.52% en los ingresos netos por interés, ubicándolos en COP 10.85 bn, influenciados por una contracción en el margen de intermediación, por el inicio del ciclo contraccional que se presentará en el año. Lo anterior llevaría a que el NIM se consolide en 5.40% frente a 5.60% estimado en 2018.
- > **Calidad y Eficiencia:** Estimamos un indicador de calidad y de eficiencia del Grupo para 2019 en 3.7% y 46.5% respectivamente, frente a

La contribución a la utilidad de Porvenir ha mitigado de forma importante la desaceleración en los bancos y continuará representando una diferencia clave en los ingresos por comisiones vs. sus pares Bancolombia y Davivienda.

3.79% y 47.0% considerados para 2018. 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 1.7%, desde 2.0% a 2019E.

> **Utilidad Neta y ROAE:** A 2019 estimamos que Grupo Aval alcance una utilidad de COP 2.92 bn, un crecimiento anual de 13.1% por una recuperación del crecimiento de la cartera y bajo gasto por provisiones.

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), cuyo peso es del restante 30%

Método	Peso	2019 FA
Ingreso residual	70%	1,390
P/VL (ajustado por ROE) @1.63x	30%	1,360
Precio Objetivo 2019 FA	100%	1,380

Ingreso Residual

A través de esta metodología hemos obtenido un valor justo 2019FA de COP 1,390/acción, utilizando un costo de capital de 12.6%.

Múltiplos de Valoración

Esta metodología utiliza el múltiplo de P/VL 2019E @1.63x, de las entidades comparables con Grupo Aval. En este sentido, el valor de Grupo Aval sería COP 1,360/ acción.

Nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2019FA de COP 1,380/acción, equivalente a un margen de apreciación de 23.21% y una recomendación NEUTRAL. Asignamos un riesgo ALTO 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.

**Ke vs. Crecimiento a perpetuidad (g)**

Evaluamos el cambio en el P. O. frente a variaciones en el Ke y el crecimiento a perpetuidad (g). Un incremento de 5% en el Ke significaría una disminución de COP 210 en el P. O., mientras que una disminución de 5% representaría un incremento de COP 350/acción.

		Ke 12.6%				
		5.0%	1.0%	0.0%	-1.0%	-5.0%
G = 3.7%	-5.0%	1,150	1,230	1,320	1,420	1,550
	-1.0%	1,160	1,260	1,370	1,500	1,680
	0.0%	1,170	1,260	1,380	1,540	1,730
	1.0%	1,170	1,280	1,410	1,580	1,810
	5.0%	1,210	1,370	1,620	2,030	2,890

Calidad de la cartera vs. Indicador de eficiencia

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 3.7% y un indicador de eficiencia de 46.5%.

		Calidad 3.7%				
		2.0%	1.0%	0.0%	-1.0%	-2.0%
Eficiencia 46.5%	10.0%	1,100	1,100	1,110	1,110	1,110
	5.0%	1,240	1,240	1,240	1,250	1,260
	0.0%	1,370	1,380	1,380	1,390	1,400
	-5.0%	1,510	1,520	1,530	1,530	1,530
	-10.0%	1,650	1,660	1,660	1,670	1,670

Grupo Energía Bogotá

Democratización, una limitante temporal

La mayor liquidez de la acción durante 2018 frente a los años anteriores, una mayor ponderación dentro del COLCAP y el atractivo dividendo entregado durante el año, hacen parte de la tesis de inversión que se cumplió. Para 2019, el rápido crecimiento de Cálidda y la mejor perspectiva de precios de la energía que benefician a Emgesa, impulsarán el valor de la compañía. No obstante, el remanente de acciones por enajenar en posesión del Distrito de Bogotá después de la segunda etapa del proceso de democratización es la principal limitante para que el mercado pueda reconocer un mayor precio de la acción, lo cual nos lleva a cambiar nuestra recomendación de Sobreponderar a Neutral, con lo cual excluimos a GEB de nuestro portafolio *Top Picks*.

Aspectos para destacar

- **Nuestro Precio Objetivo para cierre 2019 es COP 2,400/acción.** El portafolio de la compañía se mantiene subvalorado acorde a nuestro modelo de valoración por partes. Emgesa, Codensa y TGI constituyen el 76% del valor del portafolio, siendo Emgesa la compañía que más aporta valor con un 34% del total. Sobre las otras inversiones actualizamos el valor de Gas Natural Fenosa acorde a la transacción con Brookfield y mantenemos Promigas al precio base de venta de COP 5,201/acción.
- **En medio de la alta competencia por capital, el Distrito de Bogotá mantiene ~863 millones de acciones para enajenar (~COP 1.7 billones).** Al hacer un recuento de todos los procesos de ofertas accionarias durante 2018, el monto total alcanzaría USD 3,500 mm, la mayor cifra desde el año 2011 (USD 5,159 mm). Lo anterior es reflejo de la creciente competencia por capital, que para 2019 se mantendría con tres procesos de enajenaciones accionarias vigentes: el Gobierno nacional vendiendo Colombia Telecomunicaciones - COLTEL - (~COP 2.3 bn), el Distrito de Bogotá vendiendo Grupo Energía Bogotá - GEB - (~COP 1.7 bn) y Empresas Públicas de Medellín - EPM - vendiendo su participación en Interconexión eléctrica - ISA - (~COP 1.6 bn), para un total de ~USD 1,900 mm. Esto podría extender el periodo de venta del remanente de acciones del Distrito limitando valorizaciones futuras.
- **Principales riesgos de inversión son de tipo regulatorio.** El cambio regulatorio en el negocio de distribución de energía demandará más CAPEX a Codensa para mantener el crecimiento de sus ingresos y EBITDA, además de limitar la participación de dividendos. Por otro lado, la revisión del esquema de remuneración de transporte de gas, que se estima entre en vigencia para 2020, presionaría los márgenes de rentabilidad de TGI.

¿Por qué NEUTRAL?

A pesar de todavía contar con un portafolio subvalorado, un atractivo retorno por dividendos y capacidad de crecimiento a través de TGI y Cálidda; el proceso de enajenación por parte del Distrito limitaría la materialización de la tesis de inversión.



NEUTRAL

Precio Objetivo: 2,400

Potencial: 20.9%
Riesgo: MEDIO
Cierre: COP 1,985
Sector: Servicios Públicos
EEB CB

Bloomberg: COAR <GO>

Ricardo Sandoval

Analista sector Servicios Públicos
 rsandoval@corredores.com
 Ext. 92257

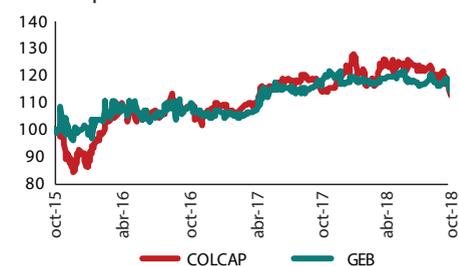
Katherine Ortiz

Analista Senior Renta Variable
 kortiz@corredores.com
 Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP):	18.2 bn
Flotante:	14.1%
Dividendo 2019e (COP):	130
Retorno por dividendo:	6.5%
% COLCAP:	5.9%
# Acciones	9,181 mm
P/VL actual:	1.6x
P/U actual:	11.8x
EV/EBITDA actual:	9.6x
Último Precio:	1,985
Max 52 semanas:	2,095
Min 52 semanas:	1,960

Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

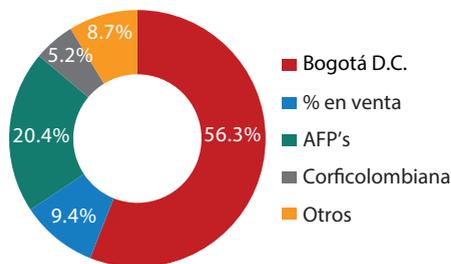


GEB / Ficha técnica

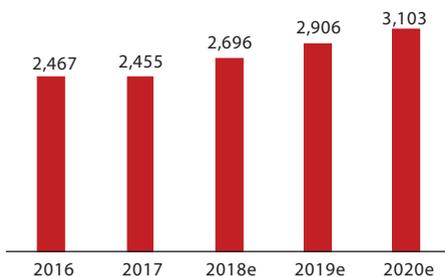
Descripción de la compañía: El Grupo de Energía de Bogotá ha logrado consolidarse como el primer grupo empresarial en el sector energético colombiano. Su casa matriz es la Empresa de Energía de Bogotá, dedicada al transporte de energía eléctrica. En el negocio del transporte y distribución de gas natural, 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 TRECISA. Dispone de un portafolio de inversiones en empresas del sector energético en Colombia, como Emgesa, Codensa, Gas Natural, Promigas, EEC, EMSA e ISA.

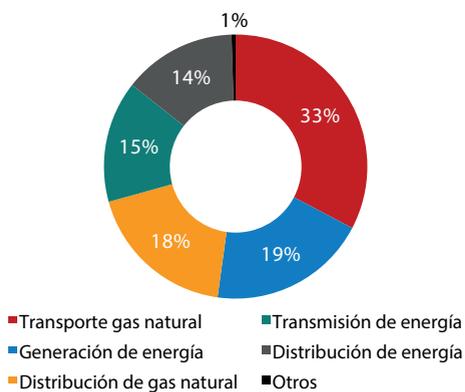
Composición accionaria



EBITDA incluyendo dividendos COP mm



Distribución del EBITDA



- ▶ **Presidente:** Astrid Álvarez
- ▶ **Vicepresidente Financiero:** Felipe Castilla
- ▶ **IR:** Valeria Marconi
- ▶ **Página web:** www.grupoenergiadebogota.com

Resumen

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Acciones en circulación (mm)	9,182	9,182	9,182	9,182	9,182
Cap. Bursátil	15,802,222	18,364,000	18,226,270	18,226,270	18,226,270
Precio (COP/Acción)*	1,721	2,000	1,985	1,985	1,985
VL (COP/Acción)	1,269	1,303	1,354	1,410	1,470
UPA (COP/Acción)	140	163	180	201	213
EV	23,418,033	26,062,845	25,631,943	25,644,795	25,729,782
Deuda Bruta	8,961,098	8,883,761	8,642,023	8,605,606	8,722,986
Deuda Neta	7,238,084	7,313,162	7,047,261	7,050,873	7,130,165
P/VL	1.36x	1.53x	1.47x	1.41x	1.35x
P/U	12.3x	12.2x	11.0x	9.9x	9.3x
EV/EBITDA	9.49x	10.62x	9.51x	8.83x	8.29x

Balance general consolidado

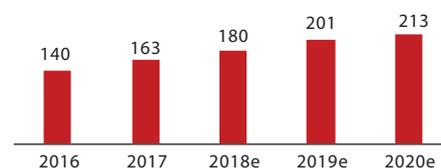
COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Activo Corriente	2,545,297	3,345,611	3,586,471	3,694,066	3,788,190
Activo No Corriente	20,944,501	20,442,790	20,606,332	21,224,522	21,765,323
Activos	23,489,798	23,788,401	24,192,804	24,918,588	25,553,514
Pasivo Corriente	1,189,780	1,184,738	1,178,762	1,199,618	1,208,456
Pasivo No Corriente	10,269,368	10,637,512	10,583,858	10,771,113	10,850,473
Pasivos	11,459,148	11,822,250	11,762,621	11,970,730	12,058,929
Patrimonio	11,652,923	11,966,151	12,430,183	12,947,858	13,494,584
Pasivo + Patrimonio	23,112,071	23,788,401	24,192,804	24,918,588	25,553,514
Intres Minoritario	377,727	385,683	358,412	367,652	373,346
Deuda Bruta/ Patrimonio	76.9%	74.2%	69.5%	66.5%	64.6%
Deuda Bruta/ EBITDA*	3.63x	3.62x	3.21x	2.96x	2.81x

Estado de resultados consolidado

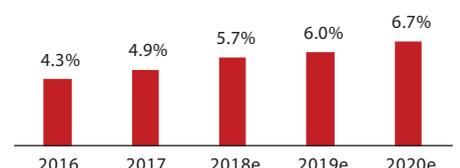
COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Transmisión Eléctrica	274,508	339,347	442,667	489,354	508,928
Transporte de Gas	1,316,145	1,221,394	1,266,789	1,313,393	1,390,613
Distribución Gas Natural	1,542,174	1,761,679	1,865,533	2,108,797	2,298,588
Ingresos Operacionales	3,132,827	3,322,420	3,574,989	3,911,543	4,198,129
Costos y Gastos de Ventas	2,053,309	2,220,156	2,305,476	2,507,691	2,716,189
Utilidad Operacional	1,079,518	1,102,264	1,269,513	1,403,853	1,481,940
Margen Operacional	34.5%	33.2%	35.5%	35.9%	35.3%
Utilidad Neta	1,288,984	1,500,121	1,657,257	1,848,839	1,952,595
Margen Neto	41.1%	45.2%	46.4%	47.3%	46.5%
EBITDA*	2,466,860	2,455,225	2,695,793	2,905,768	3,103,041

*EBITDA incluye ingreso por dividendos; precio de cierre del 19/10/2018

UPA (COP/Acción)



Rentabilidad del Dividendo



Hipótesis de valor

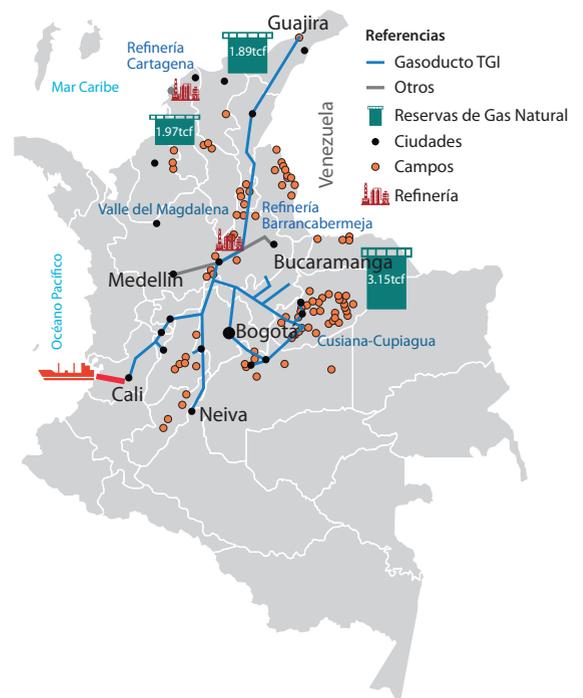
- **Rápido crecimiento de Cálida y mejora en la curva de precios de la energía impulsa el valor de la compañía.** Cálida ha sorprendido al alza nuestras estimaciones de conexiones de clientes, logrando un crecimiento más rápido del inicialmente previsto; en el 2016 se conectaban trimestralmente en promedio 23,000 clientes residenciales; en 2017, 34,000 y ahora, en lo que va del 2018, el promedio trimestral de conexiones es de 40,000. Adicionalmente, dada la coyuntura que atraviesa Colombia debido a los retrasos en la entrada en operación de Hidroituango, revisamos al alza la curva de precios de la energía en bolsa y contratos, lo que llevará a Emgasa a presentar mejores resultados a los inicialmente previstos.
- **Regasificadora del Pacífico podría ser adjudicada en 2019.** Aunque existen cuestionamientos como: i) quién asumirá el costo del proyecto, ii) si es competitiva la inversión, pues tendría la misma capacidad de regasificación (400 MMpcd) que la planta de Cartagena, pero costaría aproximadamente 4x más (CAPEX de SPEC USD 150 mm vs. USD 400 mm + USD 250 mm de CAPEX de gasoducto), y iii) la extensa longitud y trazado del gasoducto (105 km) que podrían limitar la ejecución del proyecto por temas con comunidades, la UPME avanza en las definiciones para seleccionar el inversionista al que se le adjudicaría el proyecto. Esperamos que TGI participe en la subasta junto a un socio estratégico, y de resultar adjudicatario esto podría ser un catalizador positivo en el valor de la compañía, ya que jalonaría su crecimiento de largo plazo a nivel local y mitigaría la pérdida de participación de mercado.
- **Importante incremento en la liquidez de la acción podría llevarla a ser incluida nuevamente en el HCOLSEL.** En septiembre de 2017 la acción del Grupo Energía Bogotá (GEB) fue eliminada del índice accionario S&P Colombia Select, replicado por el ETF HCOLSEL, al no cumplir con el criterio de liquidez calculado a esa fecha. Un año después, dados los anuncios del Distrito de Bogotá sobre su enajenación y el inicio de cobertura por parte de otros agentes del mercado nacional e internacional, la acción pasó de presentar un volumen diario medio de ~COP 1,600 mm en 2017 a ~COP 3,000 mm en 2018. Lo anterior la está ubicando cerca del punto de inclusión del índice mencionado y de ser incluida, en un estimativo previo se generarían flujos de compra cercanos a COP 40,000 mm.
- **Acuerdo de accionistas ya entró en vigencia, mejorando los estándares de Gobierno corporativo.** El Distrito Capital suscribió y aprobó el Acuerdo de Accionistas que derivaría en mejores estándares de Gobierno Corporativo. Algunos beneficios serán: i) accionistas minoritarios podrán convocar a reuniones de la Asamblea General de Accionistas, ii) una junta directiva más independiente, iii) un proceso de selección para el presidente de la sociedad, y iv) existirán decisiones como la distribución a título de dividendos de utilidades retenidas o reservas constituidas en ejercicios anteriores que requerirán votos favorables de por lo menos el 70% de los accionistas.

Presencia en Latam

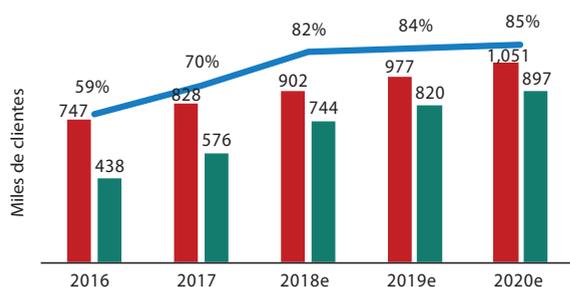


Fuente: GEB

Red de gasoductos de TGI



Fuente: TGI

**Crecimiento Cálida**

■ Clientes Potenciales ■ Clientes Totales — Ratio de Penetración

Fuente: GEB | Davivienda Corredores

	2018e	2019e	2020 e
Ingresos COP mm			
TGI	1,298,093	1,415,345	1,546,797
Cálida	1,706,313	1,836,090	1,973,578
Emgesa	3,579,177	3,824,150	3,959,673
Codensa	5,004,575	5,377,133	5,750,859
EBITDA COP mm			
TGI	1,022,572	1,145,269	1,266,716
Cálida	406,391	441,900	483,540
Emgesa	2,178,466	2,329,877	2,445,906
Codensa	1,519,412	1,727,947	1,793,533
Utilidad neta COP mm			
TGI	309,710	389,942	459,316
Cálida	179,469	200,800	222,901
Emgesa	1,061,201	1,232,348	1,325,860
Codensa	607,295	756,099	770,883

Fuente: Davivienda Corredores

- > **Emisor de naturaleza defensiva y con un atractivo retorno por dividendos:** Los negocios regulados del emisor ofrecen ingresos y EBITDA con crecimientos estables y defensivos. Adicionalmente, la compañía cuenta con un atractivo retorno de dividendos que desde el 2014 supera ampliamente al consolidado del COLCAP; para 2019 proyectamos un dividendo de COP 130/acción, que representaría una rentabilidad de 6.5%.

Riesgos

- > **Cambios regulatorios para la remuneración del transporte de gas podrían entrar en vigencia a partir del 2020.** La revisión del esquema de remuneración incluye: disminuciones en el WACC regulatorio (actual: 15.55%), un nuevo modelo para determinar el costo eficiente de la infraestructura y cambios en los procedimientos para el remplazo de activos cuando estos cumplen su vida útil, entre otros; todo esto, según estima la compañía, presionaría los márgenes de rentabilidad una vez entre en vigencia. Hay que mencionar que la revisión del esquema de remuneración que debería realizarse cada cinco años, generalmente se retrasa. La pasada revisión tarifaria estuvo vigente por nueve años 2003-2012 cuando el nuevo esquema entró en vigencia.
- > **Cambio regulatorio en el negocio de distribución de energía demandará más CAPEX en Codensa.** El reciente cambio en la regulación para el negocio de distribución establece inicialmente una Base Regulatoria de Activos (BRA) que fijará la CREG y sobre la cual se remunerará el negocio de distribución. Posteriormente, dicha BRA disminuirá acorde a la depreciación calculada bajo los supuestos teóricos de la vida útil de activos que estime el ente regulador y se incrementará acorde al plan de inversiones de la compañía, que tendrá como límite superior el 8% del total de la BRA. Lo anterior, además de acotar el crecimiento de la BRA y por ende de los ingresos, también significa que se deberán remplazar activos de manera más rápida, así estos permanezcan en buenas condiciones para operar cuando su valor neto en libros llegue a cero, pues en este punto será un activo que no generará ingresos. Por ende, en Codensa el CAPEX pasaría de COP 650,000 mm y COP 750,000 mm en 2016 y 2017 respectivamente a COP 1 bn anuales a partir de 2018, lo que llevará el apalancamiento Deuda Neta/EBITDA de 0.9x en 2018 a 1.4x en 2022. Lo anterior aumentará el gasto financiero disminuyendo la utilidad neta prevista en nuestra anterior publicación y también la tasa de repartición de dividendos, que pasaría de 75% a 60% en 2019 lo que afectaría el flujo de dividendos que recibiría GEB.
- > **Diferencias entre el Grupo Enel y GEB serán llevadas a tribunal de arbitramento.** Recientemente se dieron a conocer las tensiones que se están presentando entre ambos socios respecto a varios temas. El primero de ellos son los dividendos por parte de Codensa, pues como lo mencionábamos antes, esperamos que dado el mayor CAPEX, el porcentaje de reparto de dividendos futuros se reduzca, lo que al parecer, según un comunicado de GEB, estaría incumpliendo los Acuerdos Marco de Inversión. El segundo sería el cambio de imagen que se está dando a Emgesa y Codensa pues se agrega la palabra Enel antes del nombre de las dos empresas y no se menciona a GEB. Finalmente, el tercero sería la expansión del negocio de generación, ya que este se daría

En Codensa el CAPEX será de COP 1 bn anual a partir de 2018, lo que llevaría la Deuda Neta/EBITDA de 0.9x a 1.4x en 2022. Lo anterior aumentará el gasto financiero, disminuirá la utilidad neta prevista anteriormente y también la tasa de repartición de dividendos, que pasaría de 75% a 60% en esta filial.

a través de Enel Green Power y no Emgesa vehículo de ambos socios. Esta es la primera vez que observamos tensiones entre los dos socios, a lo cual se deberá estar atento en caso de que dicha disputa jurídica termine afectando los intereses comerciales y financieros de GEB.

Proyecciones

- > **Ingresos:** Esperamos que los ingresos para el 2018 y 2019 se ubiquen en COP 3.57 bn y COP 3.91 bn respectivamente, creciendo 8% y 9% anual, impulsados sobre todo por el negocio de transmisión de energía y distribución de gas natural dada la entrada en operación de nuevos proyectos y la conexión de nuevos clientes en Perú. Posteriormente, esperamos que el incremento de la tarifa establecida por el plan quinquenal de Cálidda, más un ritmo de conexión de ~40,000 clientes residenciales trimestrales en Perú y la entrada de proyectos de transmisión impulsen los ingresos que en 2020 deberían superar los COP 4 bn.
- > **EBITDA:** Esperamos un aumento del EBITDA de 10%, 8% y 7% para 2018, 2019 y 2020 respectivamente. El incremento cada vez menor del EBITDA refleja el menor pago de dividendos por parte de Codensa y una leve reducción de los márgenes operacionales de TGI acorde al cambio regulatorio en el esquema de transporte de gas.
- > **Utilidad Neta:** La utilidad neta para 2019 sería de COP 1.85 bn, beneficiada por la mejora en el margen operacional y la reducción de la tasa efectiva impositiva. Hacia adelante el margen neto se mantendría por encima del 45%, donde esperamos que el desapalancamiento de la compañía, pase de una Deuda/EBITDA ajustado de 3.21x en 2018 a 2.81x en 2020, lo que implica menores gastos por intereses.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Para estimar el valor de Grupo Energía Bogotá 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) y una valoración por múltiplos (P/VL, EV/EBITDA) o por su valor en libros en el resto de las compañías en las que el grupo tiene participación.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2019 FA de COP 2,400/acción. Los parámetros utilizados para la valoración de las compañías se describen en la siguiente tabla:



Resumen de valoración

Empresa	Metodología de valoración	Valor (COP mm)	% Participación GEB	Valor para GEB (COP mm)	Valor por acción para GEB
EEB Transmisión	DCF	1,368,844	100%	1,368,844	149
TRECSA	VL	538,479	95.3%	513,170	56
TGI	DCF	5,064,595	100%	5,063,076	552
CALIDDA	DCF	2,683,603	60%	1,610,162	175
CONTUGAS	VL	217,584	100%	217,584	24
Total Controladas		9,873,104		8,772,835	956
Emgesa	DCF	17,340,399	52%	8,932,039	973
Codensa	DCF	11,208,424	52%	5,800,360	632
Gas Natural	Precio última transacción	2,685,003	25%	670,982	73
Promigas	Precio de venta	5,902,345	16%	922,992	101
REP	VL	520,349	40%	208,140	23
CTM	VL	1,354,138	40%	541,655	59
EMSA	EV/EBITDA	397,874	16%	64,575	7
GEBBRAS	EV/EBITDA	496,819	51%	253,378	28
Total No Controladas		39,905,351		17,394,120	1,895
Valor Inversiones				26,166,956	2,850
Deuda				3,528,954	
Caja+Inv. Temporales				889,695	
VP Gastos Administrativos				1,464,425	
Valor Equity				22,063,271	
Número de acciones				9,181	
Precio Objetivo por acción				2,400	

Valor de TGI ante presiones en el margen EBITDA y la tasa de cambio

Dado que sus ingresos están atados al USD y el riesgo regulatorio vigente en TGI podría significar una disminución del margen EBITDA, sensibilizamos el valor de la compañía frente a estas dos variables. Una disminución de 200 pbs en el margen EBITDA 2018-2027 resultaría en una caída de COP 46 en el valor de la acción de GEB y una caída de COP 100 en la TRM significaría una disminución de COP 5.

Valor de TGI		Margen EBITDA (Base prom 2018-2027= 80%)				
		-4%	-2%	0%	2%	4%
TRM (Base prom 2018-2027 = COP 3,041)	-200	2,309	2,353	2,398	2,442	2,487
	-100	2,305	2,350	2,395	2,440	2,485
	0	2,308	2,354	2,400	2,446	2,492
	100	2,314	2,362	2,409	2,456	2,503
	200	2,323	2,371	2,420	2,468	2,517

Grupo Éxito

Liderando el cambio del sector

En línea con nuestra expectativa 2018 ha sido el año de inflexión en los resultados corporativos, las utilidades consolidadas cerrarían el año con un crecimiento superior al 200%. Aun así, este sería apenas el inicio en la recuperación de los resultados financieros lo que se evidencia en el abaratamiento relativo en los múltiplos *forward*; actualmente, Grupo Éxito transa a un múltiplo P/U LTM de 49.0x, no obstante el P/U 2018 desciende a 19.4x, P/U 2019 a 16.4x y P/U 2020 a 14.3x, mostrando un descuento exagerado frente al promedio de sus pares (21.1x). Pese a la expansión de las cifras financieras, y acorde a la caída del mercado, el potencial de valorización se ha incrementado ofreciendo a los inversionistas un nivel de entrada que descuenta de forma amplia los diferentes riesgos a los que se expone la compañía.

Aspectos para destacar

- **Estimamos un Precio Objetivo 2019FA de COP 19,800/acción.** Nuestro precio incorpora una estimación valor justo para i) GPA de BRL 90/acción a una tasa WACC de 12.1%, ii) Via Varejo de BRL 28/ acción a un WACC de 12.1%, y iii) un valor para la operación de Colombia, Uruguay y Argentina de COP 12,700/ acción a un WACC de 9.8%. Así, el valor está compuesto en un 39% por Brasil, y 61% el resto de las operaciones.
- **Estrategias para hacer frente a cambios disruptivos en patrones de consumo van en la dirección correcta.** La fuerte competencia del sector y los cambios de tendencia en los consumidores forzaron a replantear la estrategia de expansión. Así, Grupo Éxito ha tomado lo mejor de la experiencia internacional; *cash & carry*, omnicanalidad, modelos de experiencia y calidad (Carulla Fresh Market y Éxito wow), entre otros, como iniciativas de diferenciación en el mercado centradas en una expansión rentable y con miras a la sostenibilidad a largo plazo.
- **Entorno macroeconómico mejora en Colombia y en Brasil, pero persisten riesgos.** En Colombia luce alentadora la recuperación macroeconómica que ya ha empezado a materializarse; el consumo de los hogares repuntaría desde 1.8% en 2017 a 2.7% en 2018 y 3.3% en 2019. Lo mismo sucede en Brasil donde las cifras macroeconómicas siguen mostrando señales positivas (crecimiento del PIB de -3.5%, 1.0 y 1.5% en 2016, 2017 y 2018E respectivamente). No obstante, los riesgos que se derivan de la reforma tributaria en Colombia (ampliación de la base gravable IVA), de la necesidad de reformas estructurales en Brasil (ejemplo: reforma pensional) que garanticen su sostenibilidad fiscal y recuperación económica, y la coyuntura actual que se presenta en Argentina serán temas claves para monitorear en 2019.

¿Por qué SOBREPONDERAR?

Diferentes escenarios de riesgo como gobierno corporativo, menor participación de mercado, reforma tributaria y devaluación del real brasileño se encuentran sobre descontados en el precio del mercado actual. Por el contrario, las cifras ya mostraron su punto de inflexión lo que sumado al abaratamiento relativo y un amplio potencial de valorización, aun en un escenario de supuestos ácidos, nos lleva a mantener una perspectiva positiva.



SOBREPONDERAR
Precio Objetivo: 19,800

Potencial: 38.66%

Riesgo: ALTO

Cierre: COP 14,280

Sector: Consumo

EXITO CB

Bloomberg: COAR <GO>

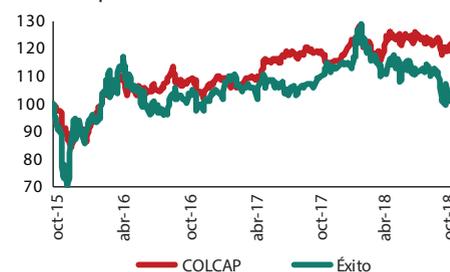
Julián Felipe Amaya
Analista sector Consumo
jamaya@corredores.com
Ext. 92473

Katherine Ortiz
Analista Senior Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP):	6.39 bn
Flotante:	35.44%
Dividendo 2019e (COP):	423
Retorno por dividendo:	1.70%
% COLCAP:	2.96%
# Acciones	447.6 mm
P/VL actual:	0.95x
P/U actual:	50.23x
EV/EBITDA actual:	6.20x
Último Precio:	14,280
Max 52 semanas:	18,740
Min 52 semanas:	13,960

Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

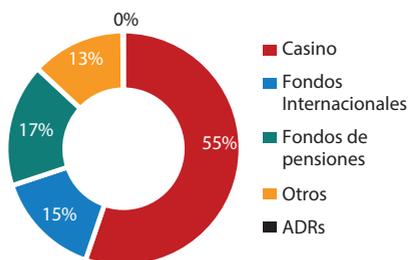


Grupo Éxito / Ficha técnica

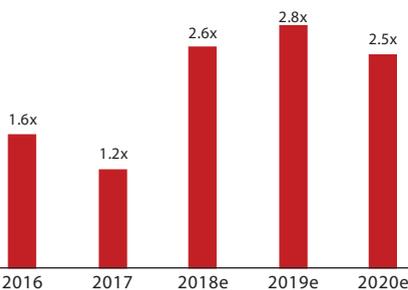
Descripción de la compañía: Grupo Éxito es una compañía presente en cuatro países de Suramérica: en Brasil con Grupo Pão de Açúcar, en Uruguay con Grupo Disco y Grupo Devoto y en Argentina con Libertad. Su estrategia multiformato y multimarca lo convierten en el líder de los hipermercados con las marcas 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 Assai y Surtimayorista.

Composición accionaria



Deuda Neta / EBITDA



Comparables (Datos actuales)

Compañía	Capitalización Bursátil	EV/EBITDA 12M	EV/EBITDA 2019E
Walmart de México	49,675	15.9x	10.2x
Soriana S.A.	3,122	6.7x	7.5x
Grupo Pao de Açúcar	5,672	10.0x	6.3x
Chedraui	2,026	7.7x	5.9x
Cencosud	6,435	7.0x	7.4x
Lojas Americanas SA	6,616	12.6x	9.6x
InRetail Peru Corp	2,622	13.6x	8.1x
Mediana	5,672	10.0x	7.5x
Promedio	10,881	10.5x	7.9x

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

Resumen

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Acciones en circulación (millones)	448	448	448	448	448
Cap. Bursátil (COP millones)	6,669,304	7,412,327	6,391,790	6,391,790	6,391,790
Precio (COP/acción)*	14,900	16,560	14,280	14,280	14,280
VL (COP/acción)	17,251	17,515	15,687	16,101	16,533
UPA (COP/acción)	97	486	737	869	1,001
Deuda Total	9,958,704	8,924,222	5,549,037	5,617,726	6,720,630
Deuda Neta	3,840,860	3,642,604	8,093,829	8,384,508	8,509,928
Deuda neta/ EBITDA	1.6x	1.2x	2.6x	2.8x	2.5x
Deuda / Patrimonio	0.2x	0.2x	1.2x	1.2x	1.1x
P/VL	0.9x	0.9x	0.91x	0.89x	0.86x
P/U	153.2x	34.0x	19.4x	16.4x	14.3x
EV/EBITDA	8.9x	7.3x	8.7x	9.7x	8.9x
EV/VENTAS	0.4x	0.4x	0.5x	0.5x	0.5x
Retorno por dividendos	4.5%	0.3%	1.7%	3.3%	3.4%
Dividendo por acción	676	49	243	486	502

Balance general consolidado

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Activo Corriente	32,644,699	33,960,011	30,097,871	30,587,763	32,516,012
Activo No Corriente	29,852,867	30,555,536	30,255,994	33,991,527	38,067,012
Total Activos	62,497,566	64,515,547	60,353,866	64,579,290	70,583,023
Pasivo Corriente	30,856,886	32,289,247	32,023,198	32,882,873	34,015,044
Pasivo No Corriente	12,529,471	12,493,946	6,510,193	7,480,710	9,614,973
Total Pasivos	43,386,357	44,783,193	38,533,392	40,363,584	43,630,017
Patrimonio	7,721,687	7,839,568	7,021,793	7,206,945	7,400,170
Pasivos+ Patrimonio+int. Min.	62,497,566	64,515,547	60,353,866	64,579,290	70,583,023
Pasivos/Activos	69.4%	69.4%	63.8%	62.5%	61.8%
Deuda Neta/EBITDA	1.6x	1.2x	2.6x	2.8x	2.5x
ROE	0.6%	2.8%	4.7%	5.4%	6.1%
ROA	0.1%	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%

Estado de resultados consolidado

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ingresos operacionales	51,639,433	56,442,803	52,986,405	55,900,770	60,263,290
Brasil	36,391,545	41,272,009	37,888,683	40,761,318	44,459,109
Colombia	11,417,886	11,111,008	10,782,573	10,551,689	10,925,911
Uruguay	2,402,427	2,612,979	2,843,216	3,087,863	3,340,873
Argentina	1,392,888	1,466,820	1,471,933	1,499,899	1,537,397
Costo de ventas	-39,099,555	-42,412,180	-39,140,004	-41,599,239	-44,629,854
Utilidad bruta	12,539,878	14,030,623	13,846,400	14,301,531	15,633,436
Margen bruto	24.3%	24.9%	26.1%	25.6%	25.9%
Gastos operacionales	10,961,607	11,899,060	10,907,921	11,525,790	12,397,732
Utilidad operacional	1,578,271	2,131,563	2,938,480	2,775,741	3,235,704
Margen operacional	3.1%	3.8%	5.5%	5.0%	5.4%
Utilidad neta	43,528	217,713	330,107	388,867	448,125
Margen neto	0.1%	0.4%	0.7%	0.6%	0.7%
EBITDA	2,464,463	3,164,989	3,126,282	2,954,520	3,417,203
Margen EBITDA	4.8%	5.6%	5.9%	5.3%	5.7%

*Precio de Cierre del 19/10/2018

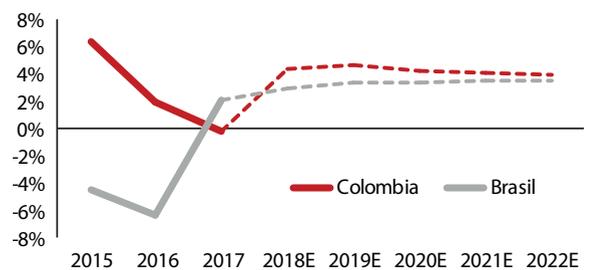
Hipótesis de valor

- > **Formatos innovadores apalancan el crecimiento y hacen frente a la competencia.** Acorde a las nuevas dinámicas del mercado y basado en experiencias internacionales exitosas, Grupo Éxito trajo el formato *Cash & Carry* a Colombia bajo la marca Surtimayorista, un formato con bajos costos operacionales y Capex, con el cual ha logrado duplicar las ventas en los almacenes convertidos (17 para cierre de 2018). Lanzó el modelo *Fresh Market* en Colombia, Brasil y Uruguay, con una destacable acogida (actualmente en Colombia los *Fresh Market* representan el 7% de las ventas de Carulla y se espera que al cierre de 2018 alcancen 12%), e introdujo la oferta Precio Insuperable en más de 200 categorías de productos. Estas estrategias han permitido avanzar en una expansión rentable que contribuye a la preservación de la participación de mercado y los márgenes operacionales en medio de agitada competencia.
- > **Estrategia omni-canal y negocios complementarios crecen a pasos de gigante.** Sin duda, la forma de comprar de las personas está cambiando, los clientes son quienes eligen cómo, cuándo y dónde comprar, así, con el objetivo de generar una experiencia de compra diferenciadora al conocer los intereses de los clientes y generar mayor cercanía y retención de clientes, Éxito ha diseñado canales de comercio directo tales como *market place*, *e-commerce*, catálogos digitales, entre otros, que sumados a la exitosa alianza con Rappi (domicilios) presentaron un crecimiento en las ventas de 17% en 2017 y de 30% en el primer semestre del 2018 en Colombia. Destacamos el segmento de domicilios con 1.2 mm de entregas en el 1S18, de las cuales el 73% se realizó a través de Rappi. Lo anterior, sumado al portafolio de negocios complementarios: tarjeta de crédito, viajes, seguros y negocio inmobiliario con centros comerciales en Colombia, Brasil y Argentina, cuyos ingresos continuarían presentando crecimiento en ingresos de dos dígitos, representan una clara ventaja competitiva.
- > **Monetización del tráfico como la palanca de crecimiento.** A través de negocios complementarios y el programa de fidelización "Puntos Colombia" se amplía el potencial de monetización del tráfico e intangibles de la compañía. El programa de fidelización constituye la primera coalición entre un *retailer* y un banco en Latam e inició con 10 mm de clientes, un número mayor a los afiliados a Lifemiles con 8.3 mm de usuarios. Por su parte, el vehículo inmobiliario Viva malls (Grupo Éxito tiene una participación de 51%) continúa consolidándose y completará 434 mil m² de GLA al cierre de año, con un portafolio valorado en COP 1.6 bn de 2018 en el momento de la transacción con el FIC –Fondo Inmobiliario Colombia– (este vehículo aún se encuentra valorado por el método de costo en los estados financieros).
- > **Crecimiento de gastos administrativos y de ventas por debajo de la inflación beneficiados por planes de productividad.** De cara al desafiante entorno competitivo, Grupo Éxito ha implementado iniciativas para controlar el crecimiento del SG&A, tales como optimización de la red logística, ahorros en consumo de energía, control de las



Fuente: Grupo Éxito

Evolución ventas minoristas



Fuente: Latin Focus



mermas, desarrollo de colaboradores multifuncionales, con las cuales logró reducir esta línea como porcentaje de las ventas en cerca de 150 pbs. Lo anterior, sumado a unos costos controlados ha permitido la expansión de los márgenes operacional y EBITDA en las diferentes regiones, lo cuales esperamos que se expandan 55 pbs y 60 pbs respectivamente a nivel consolidado en el 2019.

Riesgos

> **Retos fiscales en Brasil y riesgos por volatilidad del real.** Luego de una década de una dinámica económica sobresaliente (2002-2013), a raíz de la caída de los *commodities* Brasil vivió la peor recesión de su historia y en 2015 el PIB se contrajo 3.8%. En 2017 inició su recuperación (PIB de +0.7%), impulsado por ajustes fiscales, derivando en un beneficio para la demanda interna y externa. Para 2018, se estima que la recuperación continúe y el PIB repunte hasta 1.5% y en 2019 alcance 2.5%. No obstante, a raíz de los escándalos de corrupción se ha generado una creciente desconfianza hacia la clase política que ha puesto en riesgo la consolidación fiscal, y por lo pronto la aprobación de reformas cruciales como la pensión están en veros. Así, la tasa de cambio ha sido una de las más volátiles de los mercados emergentes en lo corrido del año y el crecimiento económico comienza a mostrar señales de debilidad. Lo anterior pone en riesgo la recuperación sostenida y el aporte positivo y creciente de los resultados de Brasil.

> **Formatos de descuento aún podrían seguir capturando participación de mercado.** En los últimos años el sector Retail en Colombia ha vivido una revolución. La desaceleración de la economía, devaluación de la moneda, reforma tributaria, entre otros, se convirtieron en el escenario propicio para el crecimiento del formato *Hard Discount* (D1, Ara y Justo y Bueno) que hace menos de seis años no existía y en la actualidad representa el 12% del mercado en Colombia, duplicando su participación en los últimos dos años. En el primer semestre del año, siete de cada diez hogares colombianos hicieron compras en las tiendas de descuento y D1 alcanzó 800 tiendas; Justo y Bueno, 549 y Ara, 430 (Éxito cuenta con 559 almacenes, de los cuales 197 pertenecen al formato *discount* y 13 a *cash and carry*). Vale la pena destacar que estos competidores no han reportado utilidades desde su creación y aún tienen un gran reto para rentabilizar sus operaciones.

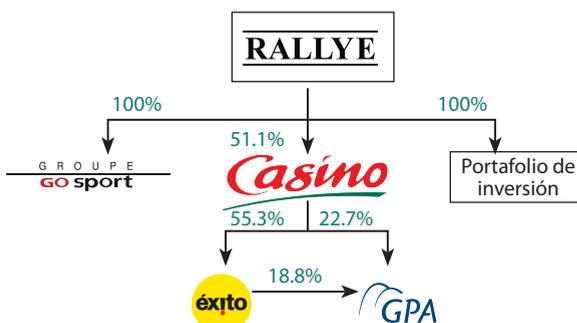
> **Desconfianza en accionista mayoritario –Casino– llevaría a que la acción mantenga un descuento.** La compleja estructura societaria, el elevado endeudamiento de Casino y de Rallye (accionista mayoritario de Casino con el 51%) y las transacciones que han destruido valor para los accionistas minoritarios, siguen poniendo a pensar al mercado frente a cuál será su siguiente movida para hacer frente a las necesidades de caja para cumplir con sus obligaciones, y si esta podría representar de nuevo un riesgo para los minoritarios. Así, la acción sigue respondiendo a eventos corporativos de sus accionistas mayoritarios y los inversionistas continúan asignando un descuento por gobierno corporativo. Consideramos que si bien este riesgo está acotado por los niveles de apalancamiento a nivel separado de Éxito, este descuento se mantendrá mientras Casino continúe como accionista, por lo que una eventual venta del activo sin lugar a dudas será un catalizador para la acción.

Comparativo retailers Colombia

COP mil mm	Ventas	EBITDA	Utilidad Neta
Éxito	10,922	464	218
Olimpica	5,776	343	123
Cencosud	3,829	145	(53)
D1	3,125	(43)	(69)
La 14	1,516	91	16
Ara	1,439	(254)	(346)
Pricesmart	1,083	48	13
Justo y Bueno	772	(111)	(164)

Cifras a cierre de 2017

Fuente: EMIS



Fuente: Rallye | Casino | Grupo Éxito

Con el objetivo de generar una experiencia de compra diferenciadora al conocer los intereses de los clientes y generar mayor cercanía y retención de clientes, Éxito ha diseñado canales de comercio directo tales como *market place*, *e-commerce*, catálogos digitales, entre otros.

Proyecciones

- > **Ingresos:** Nuestras proyecciones de ingresos principalmente contemplan lo siguiente: i) Ingresos operacionales de COP 10.5 bn en Colombia, presentando un decrecimiento anual de 2.1%, el cual estaría afectado por la ley de financiamiento y los hard discounters; ii) ingresos de BRL 52.6 mil mm en GPA, que en COP representarían COP 40.8 bn, creciendo 7.6% frente a lo estimado en 2018 (COP 37.9 bn), derivados de un comportamiento favorable en Assaí y la continua recuperación de las ventas mismos metros en Multivarejo.
- > **EBITDA:** Hemos estimado un EBITDA recurrente consolidado de COP 2.95 bn para 2019, reduciéndose 5.49% con respecto a 2018, con lo cual el margen EBITDA consolidado se situaría en 5.29%, frente a 5.90% estimado para 2018. Asimismo, consideramos que el EBITDA en GPA se ubicará alrededor de COP 2.1 bn para 2019, con un margen EBITDA de 5.2%, disminuyendo 10 puntos básicos frente a lo estimado en el año anterior (6.2%). Para Colombia calculamos un EBITDA de COP 534 mil mm, con un margen EBITDA de 5.1% para dicho periodo, incrementándose 20 pbs frente a 2018.
- > **Utilidad Neta:** La utilidad neta continuaría presentando una recuperación en los años venideros. 2018 cerraría en COP 330 mil mm y en 2019 COP 389 mil mm creciendo 17.8% anual.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

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 9,100/acción, y ii) como resultado de una valoración por medio de Flujo de caja descontado, estimamos un valor de 12,000/acción para Grupo Éxito utilizando un WACC de 9.8%, beta de 0.7, costo del *equity* de 12% y perpetuidad de 3.0%.

Para finalizar, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2019FA de COP 19,800/acción, equivalente a un margen de apreciación de 38.66% y una recomendación de SOBREPONDERAR. Asignamos un riesgo ALTO a nuestra valoración, debido a la alta competencia de los hard discounters, los retos que se presentarán en Brasil y la complejidad de estructura de capital de Casino.



Suma de partes	
Valor GPA 2019E (BRL/Acción)	90
Valor GPA (BRL mil mm)	23,962
Participación Grupo Éxito	18.8%
Valor participación Grupo Éxito en GPA (COP mil mm)	4,505
Valor Participación GPA (COP/Acción)	9,100
Valor Grupo Éxito FCL@9.8% 2019e	12,000
Precio Objetivo 2019FA sin descuento	21,100
Descuento por <i>holding</i>	6.25%
Precio Objetivo 2019FA	19,800

WACC vs. Crecimiento a perpetuidad (g)

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 = 9.8%				
		1.00%	0.50%	0.00%	-0.50%	-1.00%
G = 3.0%	-0.5%	17,300	18,200	19,100	20,200	21,500
	-0.2%	17,600	18,500	19,500	20,700	22,000
	0.0%	17,800	18,800	19,800	21,000	22,500
	0.2%	18,100	19,000	20,200	21,400	22,900
	0.5%	18,500	19,500	20,600	22,000	23,700

Valor acción GPA vs. Descuento por *holding*

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 2019 de BRL 90 (y variaciones de +/- 5% y 10%) y un descuento por *holding* de 6.25%, debido a que este es el descuento promedio al que han transado las *holdings* en Colombia (Grupo Sura y Grupo Argos).

		Valor acción GPA BRL 90				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
Descuento por <i>holding</i> 6.25%	1.0%	18,700	19,100	19,600	19,900	20,400
	0.5%	18,800	19,200	19,700	20,000	20,500
	0.0%	18,900	19,300	19,800	20,200	20,600
	-0.5%	19,000	19,400	19,900	20,300	20,700
	-1.0%	19,100	19,500	20,000	20,400	20,800

Grupo Nutresa

Fuente de innovación

Después de un entorno macroeconómico retador de los últimos años, eficientes estrategias de cobertura de materias primas y con sólidas metas para reducción de costos le permitieron a Nutresa afrontar la coyuntura retadora. Para 2019 esperamos que el panorama sea mucho más favorable para la compañía, donde un mayor consumo por parte de los hogares llevará a incrementar los volúmenes de venta, lo que junto a los esfuerzos para reducir gastos soportan nuestra perspectiva positiva de creación de valor de Nutresa. De esta manera, asignamos una recomendación de SOBREPONDERAR.

Aspectos para destacar

- **Estimamos un Precio Objetivo 2019FA de COP 31,000/acción.** Nuestras principales estimaciones para 2019 son: i) ingresos que crecen 4.0% en 2019, se ubican en COP 9.3 bn, producto de un crecimiento anual en volúmenes y precios de 2.66% y 1.3% respectivamente; ii) EBITDA creciendo a una tasa anual de 4.53% y margen EBITDA que se sitúa en 12.1%; iii) utilidad neta de COP 484 mil mm, aumentando 9.7% 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 representa 27% del valor total a un precio promedio de los últimos 12 meses de COP 19,870/acción y COP 38,400/acción respectivamente.
- **Nutresa tendría que recurrir a crecimiento inorgánico para alcanzar su meta de ventas para 2020.** La meta que se planteó Nutresa para cierre de este quinquenio fue duplicar las ventas hechas en 2013, es decir, llegar a COP 11.8 bn, manteniendo el margen EBITDA dentro del rango de 12% y 14%. Estimamos que para 2020 Nutresa no alcanzaría estos niveles de ventas si solo recurriera a crecimiento orgánico, pues tendría que generar un TACC en ingresos de ~10%. Asimismo, destacamos que el desapalancamiento paulatino que ha venido teniendo Nutresa, le daría la capacidad para realizar alguna adquisición que le permita alcanzar su mega.
- **Sólida participación en la cadena de producción permite a Nutresa tener gran margen de maniobra.** Nutresa cuenta con gran capacidad de adaptabilidad debido a su participación en numerosos países con ocho segmentos de negocio para ofrecer, donde cuenta con amplia red de distribución. Adicionalmente, ha estado en la capacidad de contrarrestar los nuevos competidores, como lo son los *hard disounters*, a través de alianzas más tradicionales.

¿Por qué SOBREPONDERAR?

Diversificación geográfica y de productos ofrecidos han posicionado a Nutresa como una de las empresas más sólidas de la región. Lo anterior, junto a los esfuerzos que hace para generar valor para sus accionistas en el largo plazo y potencial de valorización atractivo soporta nuestra recomendación.



SOBREPONDERAR Precio Objetivo: 31,000

Potencial: 31.24%
Riesgo: MEDIO
Cierre: COP 23,620
Sector: Consumo
NUTRESA CB

Bloomberg: COAR <GO>

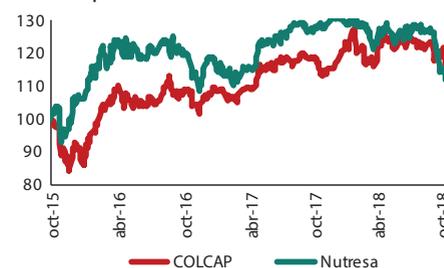
Julián Felipe Amaya
 Analista sector Consumo
 jamaya@corredores.com
 Ext. 92473

Katherine Ortiz
 Analista Senior Renta Variable
 kortiz@corredores.com
 Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP):	10.87 bn
Flotante:	44.1%
Dividendo 2019e (COP):	592
Retorno por dividendo:	2.51%
% COLCAP:	6.05%
# Acciones	460.1 mm
P/VL actual:	1.29x
P/U actual:	25.24x
EV/EBITDA actual:	12.76x
Último Precio:	23,620
Max 52 semanas:	28,000
Min 52 semanas:	23,380

Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

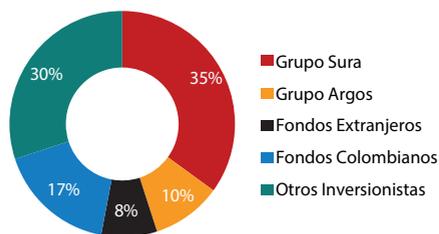


Grupo Nutresa / Ficha técnica

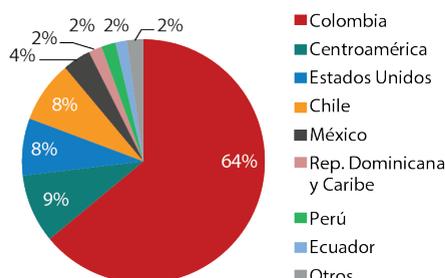
Descripción de la compañía: Grupo Nutresa, antes Grupo Nacional de Chocolates, es la empresa líder en alimentos procesados en Colombia (60.6% participación de mercado) y uno de los jugadores más relevantes del sector en América Latina. Opera 8 líneas de negocio: cárnicos, chocolates, galletas, café, pastas, helados, bebidas instantáneas 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.

dos, bebidas instantáneas 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.

Composición accionaria



Participación en ventas por país 2019e



Comparables (Datos actuales)

Compañía	Market Cap (USD mm)	EV/12M EBITDA	EV/EBITDA 2019e
M Dias Branco	3,584	14.3x	11.1x
Grupo Herdez	929	9.8x	9.0x
Alicorp	2,718	12.0x	9.2x
BRF	4,682	15.2x	7.5x
Bimbo	9,690	10.7x	8.2x
Gruma	5,481	10.6x	9.3x
Mafrig Global Foods	836	21.8x	5.2x
Kraft	67,786	29.0x	9.9x
Hershey	21,371	12.8x	12.6x
Kellogg Co.	23,806	12.9x	11.8x
General Mills	25,638	14.0x	11.6x
Mondelez	62,739	17.3x	13.6x
Ebro Foods	3,324	12.0x	9.2x
Mediana Alimentos	5,481	12.9x	9.3x
Mediana Alim. Consumidor	2,385	13.7x	11.8x
Mediana Global	4,879	13.5x	9.5x
Nutresa	3,693	9.4x	10.9x

Resumen

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Acciones en circulación (millones)	460	460	460	460	460
Cap. Bursátil (COP millones)	11,457,074	12,800,635	10,868,116	10,868,116	10,868,116
Precio (COP/acción)*	24,900	27,820	23,620	23,620	23,620
VL (COP/acción)	18,140	18,164	18,521	18,906	19,365
Utilidad por acción (COP)	860	913	959	1052	1152
P/VL	1.4x	1.5x	1.3x	1.3x	1.2x
P/U	29.0x	30.5x	24.6x	22.5x	20.5x
EV/EBITDA	11.2x	10.9x	9.1x	8.7x	8.2x
EV/Ventas	1.3x	1.3x	1.1x	1.1x	1.0x

*Precio de Cierre del 19/10/2018

Balance general consolidado

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Disponible	219,322	435,643	434,059	406,223	405,756
Propiedad, plata y equipo	3,383,513	3,395,671	3,386,321	3,373,125	3,359,804
Otros activos	10,096,719	10,341,019	10,588,241	11,029,895	11,645,866
Total Activos	13,699,554	14,172,333	14,408,622	14,809,243	15,411,426
Obligaciones Financieras	3,125,118	3,008,444	2,990,012	2,918,063	2,846,114
Otros pasivos	2,189,476	2,233,635	2,857,463	3,151,230	3,611,948
Total Pasivos	5,314,594	5,242,079	5,847,475	6,069,293	6,458,062
Patrimonio	8,346,719	8,357,524	8,521,951	8,699,190	8,910,328
Pasivos+ Patrimonio+Int.Min.	13,699,554	14,172,333	14,408,622	14,809,243	15,411,426
Pasivos/Activos	39.0%	37.0%	41.0%	41.0%	42.0%
Obligaciones Financieras/EBITDA	3.0x	2.9x	2.8x	2.6x	2.4x
ROE	4.7%	5.0%	5.2%	5.6%	6.0%
ROA	2.9%	3.0%	3.1%	3.3%	3.4%

Estado de resultados consolidado

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ventas	8,676,640	8,695,604	8,950,456	9,307,675	9,827,467
Cárnicos	2,008,905	1,829,516	1,871,748	1,948,938	2,060,652
Galletas	1,752,315	1,771,265	1,839,688	1,911,714	2,017,076
Chocolates	1,441,504	1,468,839	1,504,897	1,566,248	1,655,329
Café	963,632	1,002,296	990,614	1,030,102	1,088,052
Helados	438,438	423,550	396,006	409,485	430,185
Pastas	286,999	293,753	298,181	309,894	327,146
TMLUC	982,166	978,545	1,043,543	1,084,313	1,142,382
Alimentos al Consumidor	657,034	696,955	743,067	773,972	818,597
Costo de Venta	-4,966,031	-4,855,635	-5,016,471	-5,185,574	-5,475,165
Utilida Bruta	3,710,609	3,839,969	3,933,985	4,122,100	4,352,301
Gastos operacionales	2,895,638	3,065,444	3,155,286	3,295,798	3,479,854
Utilidad operacional	814,971	774,525	778,699	826,302	872,448
Utilida neta	395,734	420,207	441,459	484,079	530,227
EBITDA	1,028,953	1,044,179	1,078,904	1,127,792	1,196,914
Margen Bruto	42.8%	44.2%	44.0%	44.3%	44.3%
Margen operacional	9.4%	8.9%	8.7%	8.9%	8.9%
Margen EBITDA	11.9%	12.0%	12.1%	12.1%	12.2%

► **Presidente:** Carlos Ignacio Gallego
 ► **Vicepresidente Financiero:** Jose Domingo Penagos

► **IR:** Catherine Chacón
 ► **Webpage:** www.gruponutresa.com

Hipótesis de valor

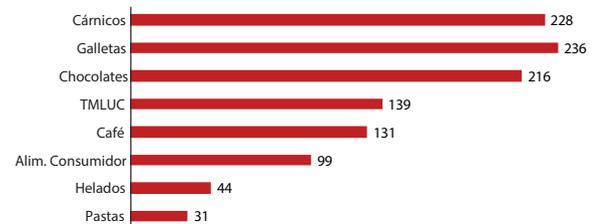
- **Nutresa cuenta con un amplio portafolio de 18 marcas líderes en Colombia y la región.** La compañía cuenta con 8 líneas de negocio establecidas en 46 plantas diferentes dentro de 14 países con redes de distribución hacia 81 países. Tiene un reconocimiento internacional, ratificándose nuevamente como la segunda empresa más sostenible del sector de alimentos, donde se evalúan aspectos como salud y nutrición. En este aspecto, Nutresa se plantea la meta de incrementar su portafolio de productos que cumplan con los estándares de perfil saludable, sustentados en innovación y renovación, por lo que uno de sus principales pilares de crecimiento se hace a través de productos innovadores. Nutresa tiene como meta mantener por lo menos el 15% de sus productos destinados para este fin, para el segundo semestre este rubro representó el 20.2%, ejemplo de adaptación a los cambiantes patrones de consumo.
- **Recuperación de la economía llevaría a incrementar volúmenes de venta.** En el primer semestre de 2018 se han observado señales de recuperación en el consumo, y en particular en Nutresa los volúmenes de venta han incrementado. En este periodo Nutresa presentó un incremento de 3.8% anual en sus volúmenes de venta. Para 2019 esperamos que esta buena dinámica se mantenga, donde estimamos que los volúmenes se incrementen en 2.66%. De igual forma, la buena gestión de la compañía para reducir sus costos, junto al adecuado manejo de coberturas, tanto físicas como financieras, para reducir la volatilidad de las materias, han permitido que la empresa conserve su liderazgo en la industria y la rentabilidad durante el ambiente retador de los últimos años.
- **Buena gestión de la cadena de suministro permitiría capitalizar nuevas oportunidades y controlar riesgos.** Para el cierre de 2017, Nutresa había llevado a cabo 457 iniciativas de abastecimiento estratégico que le permitieron lograr un ahorro de COP 86 mil mm, bajo esta metodología de abastecimiento estratégico buscan implementar la digitalización de algunos de sus canales de ventas, así como la implementación gradual de procesos de facturación digital. Con esto, Nutresa trata de llegar de una mejor forma al consumidor; ha logrado implementar el negocio de Novaventa, el cual cuenta con más de 150 mil mamás empresarias para ofrecer sus productos a través de un canal más directo hacia el consumidor.
- **Reducción de impacto ambiental podría presentarse como una oportunidad.** Una de las metas que se plantean para 2020 es la disminución de material de empaque, al igual que el aprovechamiento de los residuos, esto significaría para Nutresa la optimización de sus operaciones, ya que esperan reducir en 12% el uso de empaques/toneladas producidas teniendo en cuenta la producción de 2010. Adicionalmente, el aprovechamiento de los residuos le ha permitido a Nutresa la recuperación de material, como por ejemplo en el segmento de helados que anualmente genera un beneficio de COP 34 millones, al reusar 19,200 kg de crema en su planta de helados en Bogotá.

Ingresos por línea de negocio 2019e en COP mil mm



Fuente: Davivienda Corredores

EBITDA por línea de negocio 2019e en COP mil mm

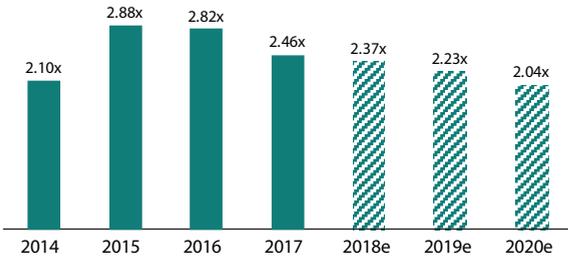


Fuente: Davivienda Corredores



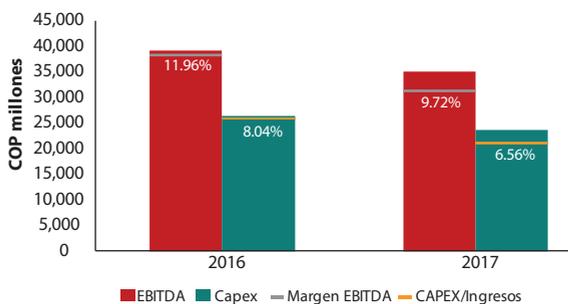
Riesgos

Evolución deuda neta/EBITDA



Fuente: Nutresa | Cálculos Davivienda Corredores

Cifras de Grupo El Corral



Fuente: EMIS

- > **Cumplimiento de la meta de ventas para 2020 vía crecimiento inorgánico, principal aspecto para monitorear durante 2019.** La meta que se planteó Nutresa para cierre de este quinquenio fue de duplicar las ventas hechas en 2013, es decir COP 11.8 bn, manteniendo el margen EBITDA dentro del rango de 12% y 14%. Para 2020 estimamos que Nutresa logre obtener ingresos operacionales de COP 9.8 bn, vía crecimiento orgánico. De esta forma, consideraríamos importante monitorear durante 2019 posibles adquisiciones que pudiera hacer la compañía, ya que creemos que ante el espacio de endeudamiento (estimamos que la relación de deuda neta/EBITDA, termine el 2018 en 2.37x y en 2.23x en 2019, por lo que con un endeudamiento de COP 1.5 bn alcanzaría un apalancamiento de 3.5x) y el mejor comportamiento que va a tener la economía y sobre todo el sector, podría haber mayor disposición y espacio para realizar alguna compra de activos. Al respecto, vale la pena destacar la competencia por activos en el sector que podrían significar múltiplos de adquisición elevados y por lo tanto, una transacción dilutiva para los actuales accionistas.
- > **Creación de valor en el negocio de alimentos al consumidor continúa siendo un gran reto.** Una de las grandes apuestas para el crecimiento fue la adquisición de El Corral en 2015 por COP 750 mil mm, no obstante, las condiciones de la economía y una elevada competencia ante la proliferación de hamburguesas artesanales ha significado para Nutresa una gran inversión de capital para mantener su nivel de ventas. Para 2017, el CAPEX fue de COP 23.7 mil millones (6.56% de las ventas netas de El Corral) vs. COP 27.2 mil mm de flujo de caja operativo. A lo anterior se suma el importante crecimiento de los gastos de ventas que pasaron de representar el 49% de las ventas en 2015 al 57% lo que ha implicado una gran presión sobre los márgenes de rentabilidad y derivó en pérdidas netas de COP 8.6 mil mm en 2016. Nuestra perspectiva frente a esta línea de negocio se mantiene conservadora.
- > **Cambio de comportamiento y prácticas de consumo presentan un reto adicional.** A raíz de una mayor preocupación a nivel global sobre la salud del consumidor, se ha generado un mayor nivel de conciencia sobre la alimentación y regulación de los productos alimenticios. Como consecuencia, los productores de alimentos como Nutresa se han tenido que adecuar a este nuevo tipo de mentalidad de los consumidores y de las regulaciones de cada país. Para estos ha sido necesario adecuar varios de sus productos según la reglamentación del país, asumiendo mayores costos en la recomposición de sus empaques o del mismo producto, tendencia que prevemos continúe en los próximos años.
- > **Pequeños competidores cada vez con mayor participación de mercado.** La entrada de participantes como los *hard discounters* con su estrategia de precios bajos ha impactado el volumen de ventas de Nutresa. Adicionalmente, la compañía ha tenido que implementar estrategias para contrarrestar a estos competidores, ya que ha tenido que ofrecer sus productos en tamaños más pequeños para no perder territorio. Asimismo, ha recurrido a canales de venta mucho más pequeños (Nutresa ha implementado desde 2016 el programa Bambú), el cual ofrece una mayor competencia a través del canal tradicional como los minimercados. Este canal ha generado, desde su implementación, ingresos cercanos a COP 20 mil millones.

- **Atentos a la reforma tributaria o Ley de Financiamiento.** El Gobierno publicará en los próximos días la Ley de financiamiento (reforma tributaria) que contemplaría, según medios de comunicación, una ampliación de la base gravable del IVA. Al respecto destacamos que actualmente el 60% de la canasta de Nutresa se encuentra gravada con IVA del 19% por lo que el impacto en precios es limitado. Sin embargo, el consumo de los hogares si podría resentirse y moderar su dinámica de recuperación en 2019.

Proyecciones

- **Ingresos:** Estimamos ingresos de COP 9.31 bn para 2019, con un crecimiento de 4.0% anual. Dicho crecimiento anual por línea sería: i) 4.1% en Cárnicos, 3.9% en Galletas, 4.1% en Chocolates, 4.0% en Café, 3.4% en Helados, 3.9% en Pastas, 3.9% en TMLUC y 4.2% en Alimentos al Consumidor; ii) revisión del PIB para 2019 a 3.2% e inflación a 3.6%. Esperamos un *mix* de ventas similar al 2018, en donde la línea de Cárnicos y Galletas estarían aportando el 21% de los ingresos cada uno, mientras que Chocolates y Café estarían aportando el 17% y 11% respectivamente
- **EBITDA:** Proyectamos un margen EBITDA de 12.1% para 2019. Esto corresponde a un EBITDA de COP 1.13 bn, aumentando 4.5% anual. Hemos estimado un incremento de los costos de venta de 1.9%, dadas las nuevas proyecciones de inflación. Contemplamos un aporte de 20% del EBITDA por parte de Cárnicos, mientras que Galletas, Chocolates y Café estarían aportando el 21%, 20% y 12% respectivamente.
- **Utilidad Neta:** Esperamos una utilidad de COP 484 mil mm para 2019, lo que representa un incremento de 10% anual, en razón de la recuperación que estimamos en los volúmenes de venta de Nutresa, que se refleja en un aumento de 4.7% en su utilidad bruta y una reducción de 2.3% en los gastos financieros, que se ubicarían en COP 288 mil mm para el periodo.

La meta que se planteó Nutresa para cierre de este quinquenio fue de duplicar las ventas hechas en 2013, es decir, COP 11.8 bn, no vemos posible, alcanzarla vía crecimiento orgánico por lo que podrían materializarse nuevas adquisiciones.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

- **FCL para el negocio de alimentos:** El valor justo 2019FA obtenido es COP 31,000/acción. Los parámetros usados son: WACC de 9.5%, Beta de 0.7, costo del *equity* de 10.6% y perpetuidad de 3.0%.
- **Portafolio de inversión:** Para calcular el valor del portafolio de inversión utilizamos el precio de las acciones ordinarias de Grupo Argos y Grupo Sura, teniendo en cuenta el promedio de los últimos doce meses, siendo de COP 19,870 y COP 38,400, respectivamente. Así, el valor del portafolio se ubica en COP 3,867,496 mm, que equivale a COP 8,400 de nuestro Precio Objetivo, representando el 27%.
- **Múltiplos de Valoración:** Esta metodología utiliza los siguientes múltiplos: EV/EBITDA 2019E de 10x, EV/VENTAS 2019E de 1.7x y P/U 2019E de 17.4x al que transan los pares de Nutresa.

Método	Peso	PO 2019
FCL @9.5%	70%	31,300
EV/EBITDA 2019E @10x	10%	27,400
EV/VENTAS 2019E @1.7x	10%	37,000
P/U 2019E @17.4x	10%	26,700
Precio Objetivo 2019 FA	100%	31,000



Para finalizar, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2019FA de COP 31,000/acción, equivalente a un margen de apreciación de 31.24% 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.

WACC vs. Crecimiento a perpetuidad (g)

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 = 9.5%				
		1.0%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.0%
G = 3%	-0.2%	28,000	29,300	30,700	32,300	34,200
	-0.1%	28,200	29,400	30,800	32,500	34,500
	0.0%	28,300	29,600	31,000	32,700	34,700
	0.1%	28,400	29,800	31,200	33,000	35,000
	0.2%	28,600	29,900	31,400	33,200	35,400

Sensibilidad de precios del portafolio de inversión

Las inversiones de Nutresa en Grupo Argos y Grupo Sura representan el 27% de nuestro Precio Objetivo y están incluidas en nuestra valoración a Precio Objetivo de cada uno de los emisores.

		Grupo Argos COP 19,870				
		-20%	-10%	0%	10%	20%
Grupo Sura COP 38,400	-20%	29,300	29,700	30,000	30,400	30,700
	-10%	29,800	30,200	30,500	30,900	31,200
	0%	30,300	30,700	31,000	31,400	31,700
	10%	30,800	31,200	31,500	31,900	32,200
	20%	31,300	31,700	32,000	32,400	32,700

Volumen de ventas vs. Margen EBITDA

Medimos la sensibilidad que tendría nuestro Precio Objetivo frente a cambios en volúmenes de venta y el margen EBITDA, ya que consideramos que estas variables son las más importantes para enfocarnos durante 2019.

		Margen EBITDA				
		-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
Ventas	-10%	27,800	29,300	30,700	32,100	33,500
	-5%	28,000	29,400	30,900	32,300	33,700
	0%	28,200	29,600	31,000	32,500	33,900
	5%	28,300	29,800	31,200	32,600	34,100
	10%	28,500	29,900	31,400	32,800	34,200

Grupo Sura

Las oportunidades en un solo lugar

Ocho años han pasado desde que la *holding* dio el gran paso en su expansión internacional con la adquisición de los activos de ING, desde entonces rentabilizar sus operaciones ha sido el principal desafío al que se ha enfrentado, y aunque a la fecha algunas de estas no alcanzan niveles de rentabilidad superiores al costo del capital, lo que ha rezagado el precio de sus acciones, sí reconocemos que la compañía desde el último año empezó a transitar hacia un crecimiento rentable. Consideramos que llegó el momento de invertir en la compañía y así aprovechar la generación de valor que se derivará del crecimiento inorgánico y la expansión en su rentabilidad.

Aspectos para destacar

- **Actualizamos el Precio Objetivo 2019FA a COP 42,900/acción.** El valor del *holding* está compuesto por 27% de SUAM, 25% Bancolombia, 16% Grupo Argos, 16% Suramericana y 16% Nutresa. En esta actualización incluimos la salida del negocio previsional y las recientes desinversiones de portafolio
- **Una estrategia direccionada a generar valor.** En 2017 Grupo Sura revisó su direccionamiento estratégico a partir de la necesidad de consolidar y rentabilizar los negocios del portafolio. Desde entonces ha enfocado sus esfuerzos en la gestión eficiente de sus recursos a través de i) la optimización del portafolio vía desinversión de activos no estratégicos (y activos con ROE < KE) por USD 300 millones en 2017 y USD 232 millones en 2018, ii) una estructura de capital eficiente mediante un plan de reducción y reperfilamiento de deuda, pago de dividendo en acciones, coberturas cambiarias, entre otros iii) establecer criterios de asignación de capital que generen valor y monitoreo constante de indicadores de las compañías. Aunque el tiempo es poco para evaluar el éxito de su estrategia, sin duda es evidente que las acciones tomadas hasta ahora van en la dirección correcta.
- **Atractivo descuento vs. valor de su portafolio y expectativas de mejores resultados financieros de sus partes.** El descuento al que transa Grupo Sura frente a la suma de sus partes a valor de mercado se encuentra cerca a sus máximos históricos, y alejado de la media de los últimos años aun cuando las acciones que componen su portafolio también se han desvalorizado evidencia de una gran oportunidad. A lo anterior se suma que para 2019 esperamos que las utilidades de Bancolombia se incrementen 21.4%, de Suramericana 13.4%, de Grupo Argos 10.6% y de SUAM 4.3% lo que sumado a unos gastos controlados permitiría una evolución positiva en la utilidad.

¿Por qué SOBREPONDERAR?

La adaptación de la estrategia a las condiciones cambiantes de la industria, expectativas de expansión en su rentabilidad, un considerable desfase entre el precio de mercado y su valor fundamental, y un atractivo descuento frente a su portafolio en el mercado constituyen el escenario propicio para favorecer la inversión en este activo.



SOBREPONDERAR
Precio Objetivo: 42,900

Potencial: 29.9%
Riesgo: MEDIO
Cierre: COP 33,020
Sector: Holdings
GRUPOSUR CB
PFRGRUPSUR CB
Bloomberg: COAR <GO>

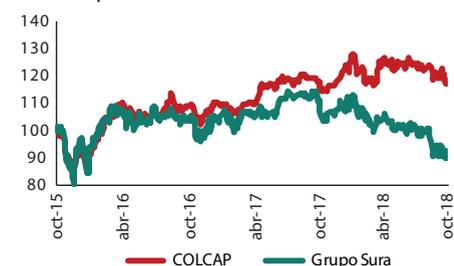
Julián Felipe Amaya
Analista sector Holdings
jamaya@corredores.com
Ext. 92473

Katherine Ortiz
Analista Senior Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP):	18.96 bn
Flotante:	51.5%
Dividendo 2019e (COP):	545
Retorno por dividendo:	1.65%
% COLCAP:	7.21%
# Acciones	575 mm
P/VL actual:	0.8x
P/U actual:	11.75x
Último Precio:	33,020
Max 52 semanas:	41,840
Min 52 semanas:	32,500

Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

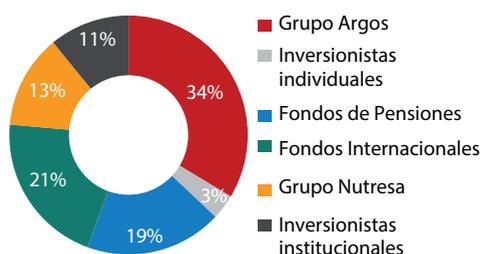


Grupo Sura / Ficha técnica

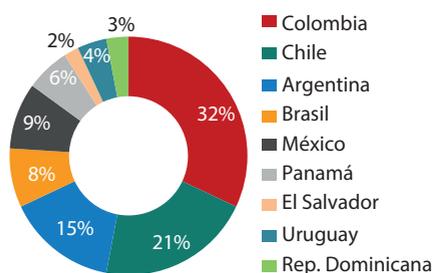
Descripción de la compañía: Grupo Sura es una *holding*, listada en la Bolsa de Valores de Colombia, LATIBEX –mercado español para valores latinoamericanos– y cuenta con dos programas de ADR's en Estados Unidos para sus acciones ordinarias y preferenciales. Posee un portafolio de inversiones agrupado 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.

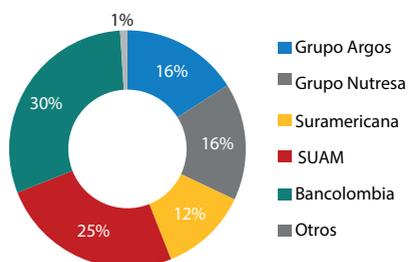
Composición accionaria



Activos bajo administración por país



Portafolio de inversiones



Resumen

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Acciones en circulación (mm)	575	575	575	575	575
Cap. Bursátil (COP mm)	21,691,533	23,187,501	18,998,791	18,998,791	18,998,791
Precio (COP/Acción)*	37,700	40,300	33,020	33,020	33,020
VL (COP/Acción)	39,385	41,416	42,054	44,797	46,823
UPA (COP/Acción)	2,510	2,183	1,948	2,363	3,155
P/VL	1.0x	1.0x	0.8x	0.7x	0.7x
P/U	15.0x	18.5x	17.0x	14.0x	10.5x

Balance general consolidado

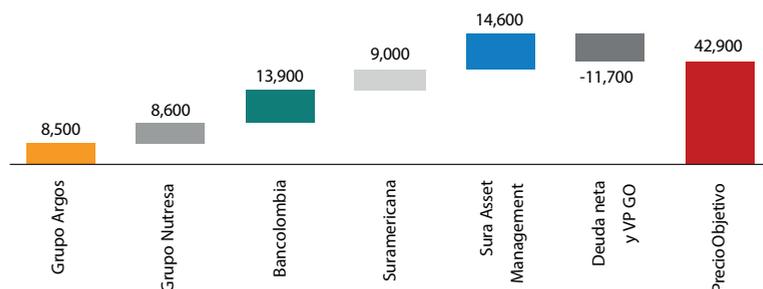
COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Efectivo y equivalentes	2,066,959	1,588,289	1,639,273	1,724,679	1,849,029
Otros Activos	65,750,082	67,420,621	68,853,328	71,242,213	73,744,671
Total Activos	67,817,041	69,008,910	70,492,602	72,966,892	75,593,700
Reservas técnicas	25,989,614	26,195,224	24,178,192	24,447,537	24,726,797
Otros pasivos	16,431,600	16,587,125	19,683,960	20,151,801	21,216,285
Total Pasivos	42,421,214	42,782,349	43,862,152	44,599,338	45,943,082
Patrimonio	22,661,228	23,829,521	24,196,495	25,774,833	26,940,628
Minoritarios	2,734,599	2,397,040	2,433,954	2,592,721	2,709,990
Pasivos+Patrimonio+Int. Min.	67,817,041	69,008,910	70,492,602	72,966,892	75,593,700
ROE	6.4%	5.3%	4.6%	5.3%	6.7%
ROA	2.1%	1.8%	1.6%	1.9%	2.4%

Estado de resultados consolidado

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Primas retenidas	10,832,013	11,981,524	10,238,592	11,160,065	12,387,672
Ingresos por Comisiones	2,184,046	2,342,755	2,477,041	2,799,056	3,137,742
Prestación de Servicios	2,318,945	2,809,297	3,357,841	3,660,047	3,691,889
Ingresos totales	18,982,938	20,461,774	18,802,351	20,610,466	22,479,925
Siniestros retenidos	5,250,935	6,497,641	6,235,861	6,797,088	7,544,768
Gastos totales	16,881,032	18,610,843	17,265,368	18,746,084	19,990,811
Ganancia antes de impuestos	2,101,907	1,850,931	1,536,983	1,864,381	2,489,114
Ganancia Neta	1,671,658	1,373,771	1,309,164	1,588,034	2,120,165
Ganancia de la controladora	1,444,463	1,256,256	1,120,749	1,359,484	1,815,031
Margen Neto	7.6%	6.1%	6.0%	6.6%	8.1%

*Precio de Cierre del 19/10/2018

Resumen de la valoración (COP/acción)



► **Presidente:** David Bojanini
 ► **Vicepresidente Financiero:** Ricardo Jaramillo
 ► **IR:** Juan Carlos Gómez
 ► **Página web:** www.gruposura.com.co

Hipótesis de valor

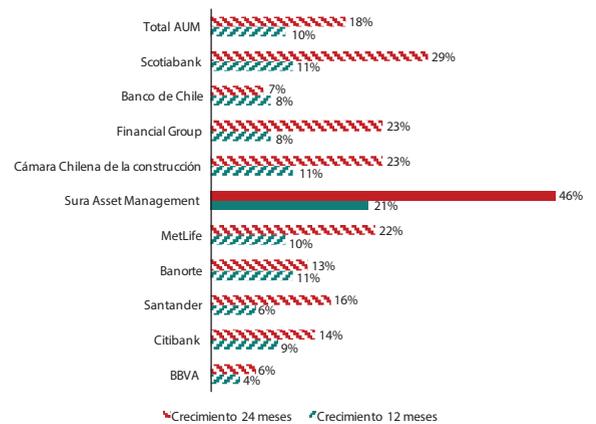
> **Sura Asset Management – SUAM (27% del portafolio).** La rentabilidad de SUAM se mantiene débil (7.5% a cierre de 1S18), no obstante esperamos que este indicador inicie una expansión más acelerada y que la contribución de la filial a la caja de la *holding* vía dividendos se incremente a un TACC de 9% (2016-2028). Para cierre de 2019 el ROAE se verá favorecido en 250pbs de las desinversiones adelantadas en activos de baja rentabilidad, en particular por la venta del negocio de rentas vitalicias en Chile que se cerraría en el 4T18 (por USD 232 mm), la venta de seguros SURA Perú en 2017 (por USD 268 mm) y de SUAM en Perú (USD 276.3 mm), líneas de negocio que además de tener indicadores de rentabilidad menores ayudarán al desapalancamiento y beneficiarán la generación de valor. Adicionalmente, destacamos la evolución positiva del negocio voluntario producto de la consolidación de la marca SURA en la región, la estrategia de digitalización, y la innovación constante en su oferta de productos, que anticipamos le permitirá incrementar su participación de mercado y capturar el valor de la baja penetración de la industria.

Por último, reconocemos los riesgos que se derivan de los cambios regulatorios, reformas pensionales, la tendencia a la baja en las comisiones del segmento mandatorio, y la volatilidad de los mercados de capitales que pueden limitar en el corto y mediano plazo la generación de valor.

> **Bancolombia (P.O 34,400 | 25% del portafolio).** Varios hechos nos llevan a pensar que el banco mejorará en términos de resultados y rentabilidad. La cartera vencida empezó a disminuir su ritmo de crecimiento (estimamos que Bancolombia ya alcanzó su punto más alto en costo del crédito en 2.4%) y diferentes indicadores económicos dan señales de recuperación de la economía. Lo anterior sumado a los beneficios que se derivan del adecuado control de gastos operacionales, un competitivo costo de fondeo y el inicio de una recuperación gradual en la rentabilidad soportan nuestra expectativa de que sus resultados financieros beneficien el desempeño de Grupo Sura vía un mayor aporte por método de participación y dividendos. Para 2019 estimamos que la utilidad de Bancolombia alcance COP 2.9 bn creciendo 21.4% y el ROAE se sitúe en 12.2%. Finalmente destacamos la inclusión de Bancolombia a nuestro portafolio de *Top Picks* con una recomendación de SOBREPONDERAR.

> **Grupo Argos (P.O 21,600 | 16% del portafolio).** Ante un panorama más favorable para los sectores económicos en los que tiene presencia la *holding*, el comportamiento financiero, tanto para los segmentos que han presentado retos importantes (consumo, financiero y de materiales) como para aquellos que han mostrado una mejor dinámica (energía e infraestructura), debería reflejar una senda positiva durante los próximos años, lo cual beneficiaría los resultados de la *holding*. Sin embargo, los retos particulares en distintos sectores, sumado a los altos niveles de apalancamiento de algunas inversiones, podrían limitar su desempeño. Grupo Argos cuenta con un portafolio bien estructurado para capturar las oportunidades en sectores estratégicos y clave

AUMs Voluntario

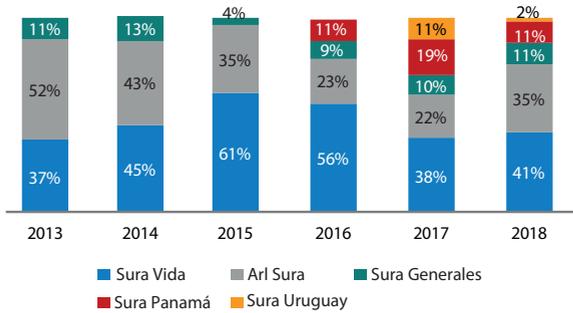


Fuente: Sura Asset Management

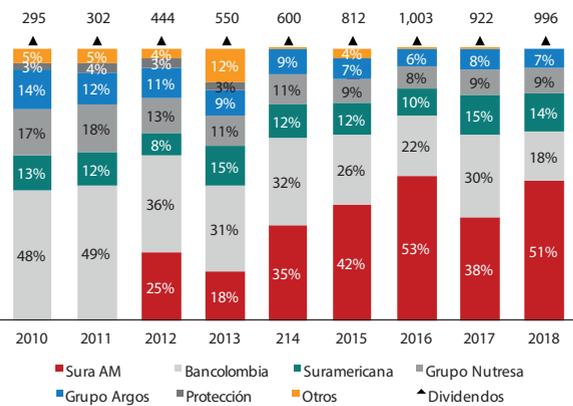
Participación de Grupo Sura en la región



Fuente: Grupo Sura

**Histórico de dividendos Suramericana**

Fuente: Suramericana

Histórico de dividendos Grupo Sura

Fuente: Grupo Sura

> **Suramericana (16% del portafolio).** Las compañías de Suramericana mantienen un robusto desempeño operacional. El crecimiento sostenido en la emisión de primas (TACC 11.1% 2013-2018), el continuo desarrollo de eficiencias en costos y una adecuada diversificación de los ingresos entre diferentes líneas de negocio han contribuido a la sólida rentabilidad de la operación de seguros en Colombia y a la continua captura de participación de mercado (20% a 24% en la última década). El TACC del flujo de dividendos que recibió Suramericana de sus subsidiarias entre 2014 y 2017 fue de +18.2%. Por otra parte, se ha avanzado en la integración y transferencia del modelo de negocio a las nuevas filiales de seguros de Latam lo que derivó en un crecimiento en las utilidades de éstas de 38% anual en 2017 y 17% en lo corrido de 2018. Lo anterior sumado a la decisión estratégica de no participar en el negocio de rentas vitalicias llevaría a que la rentabilidad de la aseguradora se incremente 150 pbs en 2019 hasta 14.5%.

> **Nutresa (P.O 31,000 | 16% del portafolio).** Después de un entorno macroeconómico retador de los últimos años, eficientes estrategias de cobertura de materias primas y con sólidas metas para reducción de costos le permitieron a Nutresa afrontar la coyuntura retadora. Para 2019 esperamos que el panorama sea mucho más favorable para la compañía, donde un mayor consumo por parte de los hogares llevará a incrementar los volúmenes de ventas, lo que junto a los esfuerzos para reducir gastos soportan nuestra perspectiva positiva de creación de valor de Nutresa. De esta manera, asignamos una recomendación de SOBREPONDERAR.

Valoración y sensibilidad al Precio Objetivo

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

- > Descuento histórico de 4%, teniendo en cuenta el promedio de los últimos cinco años del valor al que ha transado Grupo Sura vs. su portafolio en el mercado.
- > Utilizamos los Precios Objetivo para final de 2019 de Grupo Argos, Banacolombia y Grupo Nutresa.
- > Incluimos en nuestra valoración a Suramericana y SUAM mediante un ejercicio de exceso de retorno (ingreso residual) para Suramericana, incorporando en la valoración de Suramericana los activos de RSA. Mientras que para SUAM utilizamos la metodología de dividendos descontados.
- > Ajustamos la deuda de Grupo Sura con la última información disponible.
- > Otras inversiones están incluidas al valor en libros.

Las compañías de Suramericana mantienen un robusto desempeño operacional. El crecimiento sostenido en la emisión de primas (TACC 11.1% 2013-2018), el continuo desarrollo de eficiencias en costos y una adecuada diversificación de los ingresos entre diferentes líneas de negocio han contribuido a la sólida rentabilidad de la operación de seguros en Colombia y a la continua captura de participación de mercado (20% a 24% en la última década).

Inversiones	Acciones	Precio Objetivo	Valor (COP mm)	Peso portafolio	Participación
Grupo Argos	229,295,179	21,600	4,952,776	16%	26.6%
Grupo Nutresa	161,807,155	31,000	5,016,022	16%	34.9%
Bancolombia	235,108,823	34,400	8,087,744	25%	44.2%
Suramericana		1.5x	5,213,982	16%	81.1%
Sura Asset Management		1.1x	8,519,799	27%	83.6%
Otras inversiones			127,747	0.4%	
Total inversiones			31,918,069		
Deuda neta			4,983,936		
PV GO			911,825		
Valor del portafolio neto			26,022,309		
Descuento histórico			4.00%		
Valor del portafolio con descuento			24,981,416		
Número de acciones			582		
Precio Objetivo			42,900		

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2019FA de COP 42,900/acción. Consideramos que el impulso que dará a los resultados Suramericana con su continua captura de participación de mercado, sumado a la recuperación de Sura Asset Management. Adicionalmente, la mayor contribución que darían Grupo Argos, Bancolombia y Grupo Nutresa al portafolio de la *holding*, soportarían nuestra recomendación de SOBREPONDERAR, toda vez que esperamos que nuestra tesis de inversión se siga materializando permitiendo capturar el potencial de valorización frente al precio actual de la acción.

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 (34,400 y 21,600 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 300/acción.



		Bancolombia COP 34,400				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
Grupo Argos COP 21,600	-10%	40,800	41,400	42,100	42,800	43,400
	-5%	41,200	41,800	42,500	43,200	43,900
	0%	41,600	42,300	42,900	43,600	44,300
	5%	42,000	42,700	43,300	44,000	44,700
	10%	42,400	43,100	43,700	44,400	45,100

Valor Suramericana vs. Valor de Sura Asset Management

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 +500/acción y paralelamente, una disminución de 5% en el valor de SUAM se reflejaría en una disminución de COP 700/acción.

		Suramericana				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
SUAM	-10%	40,700	41,100	41,500	41,900	42,400
	-5%	41,400	41,800	42,200	42,700	43,100
	0%	42,100	42,500	42,900	43,400	43,800
	5%	42,800	43,200	43,600	44,100	44,500
	10%	43,500	43,900	44,300	44,800	45,200

ISA

Conectados al crecimiento

El desempeño financiero de ISA durante el 2017 fue destacable y aunque en lo que va del 2018 la apreciación del peso colombiano vs. el real brasileño (principalmente) y el peso chileno han tenido un impacto negativo, hacia delante la compañía cuenta con un sólido portafolio de proyectos que suma más de COP 14 bn en inversiones y que generarían ingresos anuales por ~COP 1.7 bn para 2023. Adicionalmente, el pago de la RBSE en Brasil agregaría a la generación de caja de CTEEP ~BRL 1,450 mm anuales por los próximos ocho años abriendo espacio para un crecimiento orgánico e inorgánico donde la principal premisa será la rentabilidad. Aunque reconocemos un potencial de valorización atractivo, en vista que EPM, su segundo accionista mayoritario, busca enajenar su participación (10.17% ~COP 1.5 bn), nuestra recomendación se mantiene en NEUTRAL.

Aspectos para destacar

- **Actualizamos el Precio Objetivo 2019FA a COP 15,000/acción.** Para esta entrega actualizamos los pagos de la RBSE dentro de la RAP de ISA CTEEP, adicionamos los nuevos proyectos en Brasil, Chile y Colombia, además de reconocer el CAPEX destinado a las concesiones en Chile. Nuestro escenario base utiliza un WACC de 9.1% y un gradiente a perpetuidad de 3.2%.
- **Amplio portafolio de proyectos y disponibilidad de caja para crecer orgánica e inorgánicamente soportan el desarrollo a mediano y largo plazo.** El CAPEX de proyectos para desarrollar de la compañía pasó de ~COP 9 bn a ~COP 14 bn desde inicio del 2017 hasta lo que va del 2018, ampliando la perspectiva de ingresos futuros a través de nuevos proyectos que entrarán en operación. Adicionalmente, el pago de la Red Básica del Sistema Existente (RBSE) dejará excedentes de caja que podrán ser invertidos en los proyectos de transmisión en Brasil o en la compra de activos que pertenezcan al *core* del negocio, como Transener en Argentina. Finalmente, de no encontrarse inversiones con rentabilidades atractivas y acordes a las ya presentadas por la compañía, estimamos que el excedente de caja será utilizado para el pago de deuda o un mayor reparto de dividendos que mejorarían substancialmente.
- **Factores externos a la compañía limitan valorizaciones futuras de la acción.** El mercado accionario colombiano se encuentra en una importante competencia por capital donde se tienen tres procesos de enajenaciones accionarias vigentes: i) el Gobierno nacional vendiendo Coltel, ii) el Distrito de Bogotá vendiendo GEB y iii) EPM vendiendo ISA. Dichos procesos en total alcanzan ~USD 1,900 mm. Dado lo anterior, la oferta de acciones de EPM podría mantenerse por un periodo extendido limitando valoraciones significativas en el precio de ISA.

¿Por qué NEUTRAL?:

A pesar de contar con un potencial de valorización atractivo y capacidad de crecimiento, la venta de EPM pondría una limitante al valor de la acción en bolsa que consideramos sería superado solo con un catalizador fuerte de corto plazo que hasta el momento no es previsible.



NEUTRAL

Precio Objetivo: 15,000

Potencial: 17.2%

Riesgo: MEDIO

Cierre: COP 12,800

Sector: Servicios Públicos

ISA CB

Bloomberg: COAR <GO>

Ricardo Sandoval

Analista sector Servicios Públicos
rsandoval@corredores.com
Ext. 92257

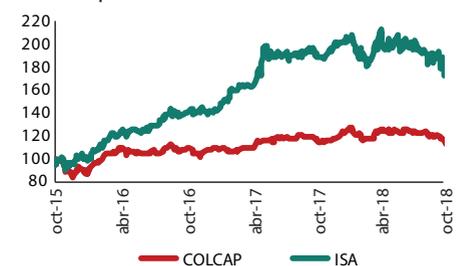
Katherine Ortiz

Analista Senior Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP):	14.2 bn
Flotante:	37.1%
Dividendo 2019e (COP):	580
Retorno por dividendo:	4.5%
% COLCAP:	5.9%
# Acciones	1,108 mm
P/VL actual:	1.4x
P/U actual:	10.4x
EV/EBITDA actual:	8.2x
Último Precio:	12,800
Max 52 semanas:	15,100
Min 52 semanas:	12,200

Comportamiento de la acción



Fuente: Bloomberg

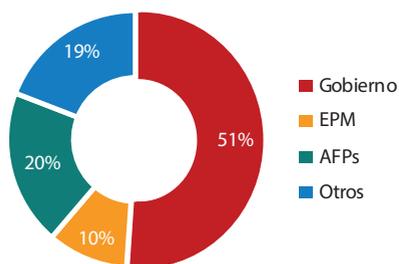


ISA / Ficha técnica

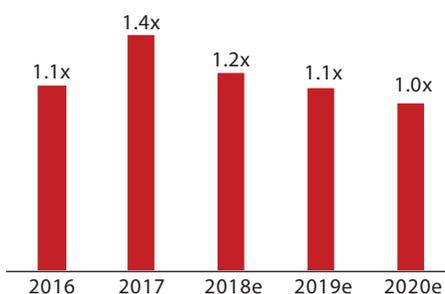
Descripción de la compañía: ISA, directamente y a través de sus 43 empresas filiales y subsidiarias, adelanta importantes proyectos en Sistemas de Infraestructura Lineal que impulsan el desarrollo en el continente. Para lograrlo, focaliza sus actividades en los negocios de Transporte de Energía Eléctrica, Tecnologías de Informa-

ción y Telecomunicaciones, Concesiones Viales y Gestión de Sistemas de Tiempo Real. Los Sistemas de Infraestructura Lineal de ISA se extienden de ciudad en ciudad y de país en país, punto a punto, contribuyendo al desarrollo de los habitantes de Colombia, Brasil, Perú, Chile, Bolivia, Ecuador, Argentina, Panamá y América Central.

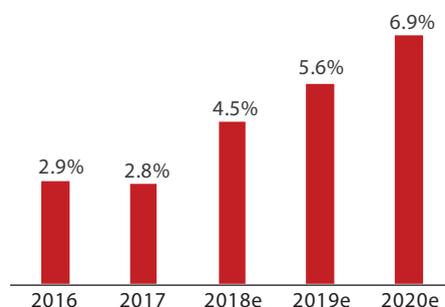
Composición accionaria



Precio / Valor en libros



Rentabilidad de dividendos



Resumen

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Acciones en circulación (mm)	1,107.7	1,107.7	1,107.7	1,107.7	1,107.7
Cap. Bursátil	11,054,625	15,729,026	14,178,277	14,178,277	14,178,277
Precio (COP/Acción)*	9,980	14,200	12,800	12,800	12,800
VL (COP/Acción)	8,905	9,892	11,026	11,858	12,905
UPA (COP/Acción)	1,929	1,298	1,045	1,317	1,631
Total Deuda	12,471,425	15,689,028	15,557,792	15,588,660	15,542,357
Deuda Neta	11,324,664	14,159,558	13,935,540	14,152,874	13,812,335
EV	29,426,910	37,355,069	35,090,062	34,374,086	33,100,237
EV/EBITDA	3.3x	8.4x	8.4x	7.3x	5.8x
P/VL	1.1x	1.4x	1.2x	1.1x	1.0x
Precio Utilidad	5.2x	10.9x	12.2x	9.7x	7.8x
Retorno por dividendos	2.9%	2.8%	4.5%	5.6%	6.9%
Dividendo por acción	288	392	542	580	718

Balance general consolidado

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Total Activos	38,508,385	43,408,501	42,753,815	42,512,755	42,283,328
Total Pasivos	21,596,907	24,984,979	24,702,089	24,652,685	24,406,158
Patrimonio e interés minoritario	16,911,478	18,423,522	18,051,725	17,860,070	17,877,170
Deuda Total/Patrimonio	0.7x	0.9x	0.9x	0.9x	0.9x
Deuda Total/EBITDA	1.4x	3.5x	3.7x	3.3x	2.7x
Deuda Neta/EBITDA	1.3x	3.2x	3.4x	3.0x	2.4x
ROE	12.6%	13.1%	9.5%	11.1%	12.6%
ROA	5.5%	3.3%	2.7%	3.4%	4.3%

Estado de resultados consolidado

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ingresos Operacionales	11,892,626	6,954,265	6,514,638	7,178,933	8,650,110
Costo de ventas	2,657,136	2,499,854	2,562,805	2,616,109	3,194,974
Utilidad Bruta	9,235,490	4,454,411	3,951,834	4,562,824	5,455,136
Gastos adm. y comercial.	732,256	327,486	386,746	450,040	404,143
Utilidad Operacional	8,503,234	4,126,925	3,565,087	4,112,785	5,050,994
UNAI	7,469,893	3,260,106	2,498,660	3,146,447	4,084,656
Impuesto a la renta e interés minoritario	5,333,264	1,822,170	1,340,586	1,688,139	2,278,421
Utilidad Neta	2,136,629	1,437,936	1,158,073	1,458,308	1,806,235
EBITDA	8,923,823	4,430,597	4,154,062	4,721,171	5,676,843
Margen Bruto	77.7%	64.1%	60.7%	63.6%	63.1%
Margen Operacional	71.5%	59.3%	54.7%	57.3%	58.4%
Margen EBITDA	75.0%	63.7%	63.8%	65.8%	65.6%
Margen Neto	18.0%	20.7%	17.8%	20.3%	20.9%

* Precio de Cierre del 19/10/2018

- ▶ **Presidente:** Bernardo Vargas Gibsone
- ▶ **Vicepresidente Financiero:** John Bayron Arango Vargas
- ▶ **IR:** Gloria Velázquez
- ▶ **Página web:** www.isa.co

Hipótesis de valor

- **Plan de inversiones cuenta con 33 proyectos que entrarán en operación entre 2018 y 2023, generando ingresos por ~COP 1.7 bn.** La compañía aumentó significativamente sus inversiones en el corto plazo al pasar de ~COP 9 bn en inicios de 2017 a más de ~COP 14 bn en el segundo trimestre de 2018. Consecuentemente, los ingresos esperados por la entrada de proyectos ahora alcanzan COP 1.7 bn cuando antes la cifra era de ~COP 700,000 mm, donde la reactivación de las inversiones en Brasil ha sido la principal razón del crecimiento.
- **El pago de las indemnizaciones por la Red Básica del Sistema Existente (RBSE) en Brasil generará caja que permitirá competir en subastas de transmisión o aumentar pago de dividendos.** En agosto de 2017 comenzó a realizarse el pago de la indemnización RBSE, incluida en el Ingreso Anual Permitido (RAP –Receita Anual Permitida–) de su filial brasileña ISA CTEEP. Dicho pago, estimamos, agregará a la caja de CTEEP anualmente ~BRL 1,450 millones disponibles para invertir en Brasil, donde se esperarían subastas (hasta 2024) por el orden de BRL 13,000 mm. Por otra parte, de no realizarse inversiones relevantes para utilizar la caja, observaríamos prepagos de deuda y/o un mayor reparto en dividendos.
- **Crecimiento inorgánico también sería una opción, Argentina y México los dos mercados objetivo.** El historial de crecimiento inorgánico que ha expuesto la compañía en el transcurso de los años demuestra su disciplina de capital para adquirir participaciones estratégicas en compañías líderes de mercado como CTEEP. Ahora, la compañía abiertamente ha mostrado su interés en participar de la venta de Transener, una compañía de transmisión de Argentina, propiedad del Gobierno nacional que posee el 52.6% (USD 254 mm a precios de mercado) y/o trabajar conjuntamente en proyectos de transmisión con la Comisión Federal de Electricidad en México. A pesar que consideramos como positivo el hecho de que se estén analizando dichas operaciones, pues el historial de fusiones y adquisiciones de ISA es destacable, estas transacciones no están contempladas en nuestra valoración.
- **El reciente auge de las energías renovables solar y eólica a gran escala aumentarían las necesidades de conexión.** En el mundo, diferentes países están buscando la manera de diversificar la matriz de generación con fuentes renovables no convencionales como lo son la energía solar y eólica, con el propósito de reducir la huella de carbono anual. En el caso colombiano existen beneficios de ley que impulsan este tipo de generación, por lo que recientemente se han dado a conocer proyectos a gran escala tanto solares como eólicos que podrían generar necesidades de conexiones nuevas al SIN.
- **Altas metas de crecimiento logradas en periodos de tiempo mucho más cortos a los propuestos.** En los últimos casi seis años ISA ha logrado quintuplicar su utilidad neta, llevar su ROE consolidado al 13.5% desde el 4.5% que registraba en 2012 y aumentar su EBITDA en

Proyectos en ejecución

Filial	Nombre del proyecto	Fecha Entrada	Ingresos anuales MM USD
INTERCHILE	Pan de Azúcar - Polpaico	1T18	32
	LT Nueva Pan de Azúcar - Polpacio	2T20	5
	SE Cardones, Maintecillo y Pan de Azúcar	4T20	4
INTERCOLOMBIA	SE San Antonio	2T18	7
	La Hermosa - Esmeralda	3T18	1
	Subestación Ituango	3T18	42
	Cerromatoso-Chinú-Copey	3T18	14
	Subestación Montería	4T18	9
	Bahía de Transformación El Bosque	4T18	0
	Copey - Cuestecitas - Fundación	4T20	18
	Tercer transformador SE Sogamoso	2T19	1
	Transformador SE Ocaña	2T19	2
CTEEP	IEITAÚNAS (L21)	1T22	14
	IEAIMORÉS(L3)	1T22	22
	IEPARAGUAÇU (L4)	1T22	32
	ERB(L1)	3T22	81
	IETIBAGI(L5)	3T22	6
	IEITAQUERÉ(L6)	3T22	14
	IEITAPURA(L25)	3T22	3
IEAGUAPEÍ(L29)	3T22	16	
TRAN-SELCA	Ampliación SE Nueva Barranquilla	4T18	PD
	Ampliación subestación Ternera	4T18 *	PD
	Conexión Urabá	1T19	PD
REP	Ampliación 18	1T19	2
	Ampliación 19	2T19	1
CTM	SE Carapongo y enlaces	1T18	7
	Mantaro - Nueva Yanango y Carapongo	4T21	41
INTERVAL	Ruta Del Loa	2023	33
	Ruta del Maule	2017	32
	Ruta del Maipo	2022	47
	Ruta del Bosque	2018	33
	Ruta de la Araucanía	2018	19
	Ruta de los Ríos	2018	19
Total			559

* Proyectos con gestión de ampliación de plazo; *datos estimados

Fuente: ISA, CREG

**Subastas de transmisión en Brasil**

Lotes	RAP Inicial BRL mm	RAP contratada BRL mm	% de descuento	Ganador
1	114.7	38.2	66.7%	Consórcio Columbia (CTEEP participación de 50%)
2	31.1	14.9	51.9%	Zopone Engenharia e Comércio
3	205.1	85.1	58.5%	Sterlite Power Grid Ventures Limited
4	60.0	25.7	57.2%	Sterlite Power Grid Ventures Limited
5	10.5	5.4	48.8%	Consórcio BR Energia / Enind Energia
6	17.4	10.9	37.5%	Consórcio Lyon Energia
7	133.3	52.5	60.6%	Sterlite Power Grid Ventures Limited
8	12.3	8.0	35.0%	Consórcio BR Energia / Enind Energia
9	16.7	7.9	52.8%	CPFL Geração de Energia
10	38.8	10.1	73.9%	CTEEP
11	19.7	7.2	63.4%	Consórcio Lyon Energia
12	52.3	25.3	51.6%	Sterlite Power Grid Ventures Limited
13	11.1	5.0	54.9%	Consórcio Lux Luz
14	9.8	5.2	47.0%	Consórcio Lux Luz
15	91.2	61.6	32.4%	Sterlite Power Grid Ventures Limited
16	10.6	5.8	45.3%	F3C Empreendimen- tos e Participações
17	19.2	9.4	51.4%	Consórcio Lyon Energia
18	10.2	7.8	23.6%	Consórcio Trans- missão e Ess Energias Renováveis
19	78.3	33.5	57.2%	Energisa
20	65.6	31.4	52.1%	Sterlite Power Grid Ventures Limited

Fuente: ANEEL

un 40% frente a lo registrado en 2012; sobrepasando lo planteado en su plan estratégico 2012-2020 (triplicar la utilidad del 2012) desde el año 2017.

Riesgos

- > **Venta de acciones por parte del segundo accionista mayoritario, EPM, limitarían valorizaciones.** Posterior a la emergencia de Hidroituango, Empresas Públicas de Medellín (EPM) decidió enajenar alrededor de COP 4 bn en activos, dentro de los cuales se encuentra su participación accionaria de 10.17% en ISA. Este paquete accionario tendría un valor de ~COP 1.5 bn a precios de mercado y dado que su valor es ~40% de los activos totales por enajenar, esta debería realizarse durante 2019. Lo anterior, implicaría una oferta de acciones significativamente grande que a corto plazo llevaría a que las valorizaciones proyectadas difícilmente sean reconocidas por el mercado. Adicionalmente, vale la pena mencionar que ISA es la encargada de la línea de transmisión entre Hidroituango y el SIN, que en un caso extremo podría llegar a no ser necesaria.
- > **Riesgos de cambios regulatorios continúan en nuestro radar.** En términos regulatorios aún persisten riesgos en Colombia y Brasil. En Brasil es importante monitorear: i) el impacto de la demora en el pago del 15% de la remuneración de la RBSE; ii) el proceso de revisión tarifaria periódica ante las protestas por las tarifas de energía en Brasil; iii) la propuesta que circula en el Congreso de Brasil relacionada con la posibilidad de expandir el periodo de pago de la RBSE de 8 a 20 años que podría impactar el flujo de caja de la compañía y llevarla a cubrir sus compromisos de inversión no con la caja futura de los pagos, sino con deuda. En Colombia continuamos monitoreando el cambio del esquema de remuneración de transmisión de energía, del cual se esperan noticias en el corto plazo.
- > **A pesar de contar con amplio espacios de caja para invertir en Brasil, la alta competencia en subastas de transmisión dificultaría un crecimiento rentable.** En Brasil, la alta competencia por los proyectos de transmisión de energía ha llevado a que se presenten fuertes descuentos sobre la RAP inicialmente ofrecida por parte del Gobierno en cada uno de los proyectos de transmisión; en las últimas dos subastas los descuentos promedio fueron de 51% y 64%. Lo anterior podría llevar a ISA a ofrecer descuentos agresivos para crecer de manera orgánica, ejemplo de esto son los últimos dos proyectos ganados por la compañía, ofreciendo descuentos de 73.9% y 66.7%. A futuro, si bien CTEEP contará con la caja para invertir, realizar inversiones igual de rentables a las que tiene actualmente podría llegar a ser difícil dada la alta competencia del sector.
- > **Mayor expectativa de participación ciudadana podría afectar la planeación y ejecución de proyectos.** Si bien es el sector de la construcción el que mostró una crisis institucional asociada a escándalos de corrupción, la expectativa de mayores exigencias en vigilancia y control de proyectos públicos aumentó en general. Además del fuerte uso de las redes sociales por parte de la ciudadanía que genera presiones sobre las compañías e inclusive el Gobierno nacional.

En Brasil, la alta competencia por los proyectos de transmisión de energía ha llevado a que se presenten fuertes descuentos sobre la RAP inicialmente ofrecida por parte del Gobierno en cada uno de los proyectos de transmisión; en las últimas dos subastas los descuentos promedio fueron de 51% y 64%.

Proyecciones

- > **Ingresos – Margen EBITDA:** Para 2018, los ingresos mostrarían un leve descenso del 6% impulsado por los efectos cambiarios y el menor ingreso financiero de las cuentas por cobrar en las concesiones de Chile. Posteriormente, con un panorama cambiario más estable, nuevos proyectos entrando en operación y el pago de la RBSE, los ingresos tendrían incrementos importantes durante 2019 y 2020 del 10% y 20%, respectivamente.

En cuanto al margen EBITDA, este variaría inicialmente dada la ejecución de las inversiones en proyectos y los ingresos por construcción que estos generan, aun así, descontando este efecto, a largo plazo observamos una estabilización alrededor del 66%.

- > **Utilidad Neta:** Dada la disponibilidad de caja, la deuda de la compañía debería tender a mantenerse, estable a menos que se adquieran compromisos de deuda mayores por un crecimiento o adquisición que no esté contemplado (por ejemplo, Transener). Lo anterior, más un escenario de impuestos más favorable, nos lleva a proyectar una utilidad neta de COP 1.5 bn para 2019 y COP 1.9 bn para 2020 que representan márgenes del 20% y 22%, respectivamente.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Para estimar el valor de ISA utilizamos la metodología de flujo de caja descontado. Los parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: un Beta apalancado de 0.9, WACC de 9.1% y un gradiente de 3.2%. Además, ajustamos el valor del interés minoritario en el valor estimado que ISA recibiría por las indemnizaciones de la RBSE.

Descomposición del valor (COP mm)	2019FY
+ Valor presente FCL	16,044,285
+ VP Valor Residual	16,577,103
+ Disponible	1,815,224
- Ob. Financieras	-16,057,863
- Int. Minoritario	-1,789,712
Total valor	16,589,037
# acciones (millones)	1,108
Precio Objetivo	15,000



En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2019 FA de COP 15,000/acción, que ofrece un potencial de valorización a los precios actuales a los que transa la acción de 17.2%. Si bien esto es atractivo y reconocemos el potencial de la compañía para ampliar su valor mediante nuevos proyectos o adquisiciones, factores exógenos limitan el valor de la acción y por tanto asignamos una recomendación de NEUTRAL. Resaltamos que nuestra valoración no contempla una adquisición de Transener u otros activos de importante valor.

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 50 pbs en el WACC significaría una disminución de COP 1,950 en el P. O., mientras que una disminución de 50 pbs representaría un aumento de COP 2,330/acción.

		WACC (Base = 9.1%)				
		1.0%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.0%
G (Base 3.2%)	-1.0%	9,780	11,160	12,740	14,560	16,680
	-0.5%	10,510	12,040	13,790	15,830	18,240
	0.0%	11,360	13,050	15,000	17,330	20,110
	0.5%	12,330	14,230	16,460	19,140	22,400
	1.0%	13,470	15,620	18,200	21,340	25,260

BRL/COP vs. CLP/COP

Dada la reciente volatilidad cambiaria consideramos relevante conocer qué efectos tendría sobre nuestro P. O. las desviaciones sobre las sendas bases de tasa de cambio. Una apreciación del real en COP 40 representaría un aumento de COP 140 sobre nuestro P. O. mientras que un incremento de 0.25 en el CLP/COP significaría un incremento de COP 390 sobre nuestro P. O.

		BRL/COP (Prom 18-27 = 832)				
		-80	-40	0	40	80
CLP/COP (Prom. 18-27 = 4.95)	-0.50	14,020	14,140	14,270	14,390	14,510
	-0.25	14,390	14,520	14,640	14,760	14,880
	0.00	14,770	14,890	15,000	15,140	15,260
	0.25	15,140	15,270	15,390	15,510	15,630
	0.50	15,520	15,640	15,770	15,890	16,010

PEI

Más de una década de liderazgo inmobiliario

Iniciamos recientemente cobertura del Patrimonio Estrategias Inmobiliarias –PEI– con un Precio Objetivo 2019FA de COP 10,900,000 por título y una recomendación NEUTRAL con un riesgo MEDIO. Nuestra recomendación se basa en la capacidad histórica del vehículo inmobiliario de capitalizar oportunidades de inversión a largo plazo en un ambiente cada vez más competitivo, manteniendo altas tasas de ocupación. A esto se suma la oportunidad de participar en el principal vehículo inmobiliario del país, el cual cuenta con niveles de apalancamiento sostenibles y que debido a su naturaleza le permiten distribuir retornos a sus inversionistas de manera consistente.

Aspectos para destacar

- Márgenes de rentabilidad acordes con los niveles de la industria soportan nuestra tesis.** Históricamente, el PEI ha logrado mantener indicadores de rentabilidad relativamente estables, donde la Utilidad Operativa Neta (NOI, por sus siglas en inglés) ha evidenciado márgenes entre el 79% y el 85%, mientras que sus principales comparables en la región registran márgenes promedio del 80%. Adicionalmente, durante los últimos cuatro años, el margen EBITDA del PEI ha estado en niveles entre el 65% y el 72%, mientras que sus comparables mantienen niveles entre el 64% y el 76%.
- Una gestión activa y contratos de larga duración permiten mantener bajos niveles de vacancia.** Los niveles históricos de ocupación económica de los activos administrados por el PEI han estado alrededor del 96.5%, mientras que los niveles de ocupación de sus comparables regionales están alrededor del 90%. Dicha ocupación ha sido lograda a través de la diversificación geográfica y por tipo de activo, la cual se ha visto beneficiada con contratos de arrendamiento de larga duración (7.8 años en promedio) y altos niveles de retención (superiores al 90%). Adicionalmente, estrategias comerciales como *buy & lease back* aportan a la capacidad de retención de clientes.
- Oportunidad de diversificación en un sector poco explorado.** Si bien las inversiones en bienes raíces son una práctica altamente tradicional, vehículos inmobiliarios como el PEI son relativamente novedosos en Colombia al brindar acceso a un portafolio de más de 130 activos en diferentes ciudades del país, lo cual genera un efecto favorable por diversificación y volatilidad, más aún al considerar que en promedio el Beta de activos similares en la región es de 0.52.

¿Por qué NEUTRAL?

Consideramos que el precio actual ya incorpora el desempeño en el mediano plazo del activo, a lo cual se suma la creciente competencia de otros vehículos del Sector Inmobiliario. Esto bajo el escenario en el que el PEI no realizara adquisiciones adicionales y teniendo en cuenta la creciente competencia de vehículos similares en el país.



NEUTRAL

Precio Objetivo: 10,900,000

Potencial: 8%

Riesgo: MEDIO

Cierre: COP 10,116,859

Sector: Inmobiliario

Bloomberg: COAR <GO>

Rodrigo Sánchez

Analista Senior Renta Variable

wsanchez@corredores.com

Ext. 92110

Katherine Ortiz

Analista Senior Renta Variable

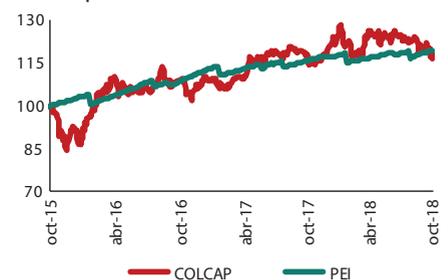
kortiz@corredores.com

Ext. 92134

Información del título

Cap. Bursátil (COP):	3.6 bn
Flujo distribuible (COP):	416,170
Retorno por flujo:	4.1%
% COLCAP:	N.A.
# TEIS	353,649
P/VL actual:	1.0x
P/U actual:	14.4x
EV/EBITDA actual:	22.0x
Último Precio:	10,116,859
Max 52 semanas:	10,116,859
Min 52 semanas:	9,752,391

Comportamiento del título



Fuente: Bloomberg

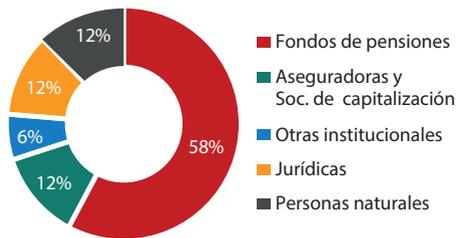


PEI / Ficha técnica

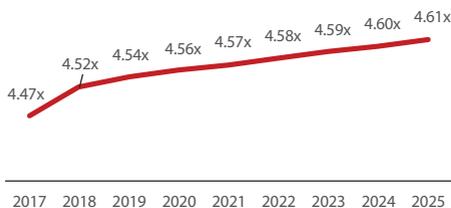
Descripción de la compañía: El Patrimonio Estrategias Inmobiliarias - PEI - es un vehículo de inversión administrado por PEI Asset Management. El PEI es el principal vehículo inmobiliario en Colombia con alrededor de COP 4.7 bn en activos administrados generadores de renta en los segmentos comercial, corporativo,

bodegas y activos especializados, con presencia en 30 ciudades y municipios del país. El PEI funciona bajo una figura similar a la de las fiducias inmobiliarias internacionales, donde la rentabilidad proviene tanto de la valorización de los activos, como de los flujos repartidos con regularidad.

Composición accionaria



Deuda Total/EBITDA



Comparables (Datos actuales)

Compañía	EV / EBITDA 12M	EV / EBITDA 2019E	PU 12M	PU 2019E
FIBRA UNO	16.6	12.8	9.0	11.7
BR PROPERTIES	14.1	NA	13.2	18.4
FIBRA DANHOS	17.6	13.5	8.1	13.9
FIBRA MACQUARIE	11.7	10.3	9.1	8.0
FIBRA INN	12.9	10.7	29.3	26.3
FIBRA HOTEL	9.2	5.7	15.4	10.6
FIBRA HD SERV	NA	NA	13.4	NA
FIBRA MTY SAPI	15.3	NA	12.1	NA
FIBRA SHOP	15.1	11.7	2.9	9.4
FDO INV IMOB BTG	NA	19.1	4.8	NA
FVIA 16	NA	10.5	36.5	16.4
KINGSTON PROP	43.4	NA	31.0	NA
PEI	19.3	19.5	11.5	11.2
Mediana	17.5	12.6	15.1	14.0

- ▶ **Presidente:** Jairo Alberto Corrales
- ▶ **Vicepresidente Financiero:** Andrés Felipe Ruíz
- ▶ **IR:** Jimena Maya
- ▶ **Página web:** www.pei.com.co

Resumen

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
TEIS en circulación (miles)	178	354	354	354	354
Cap. Bursátil	1,688,471	3,504,504	3,577,817	3,577,817	3,577,817
Precio (COP/TEIS)	9,493,365	9,909,554	10,116,859	10,116,859	10,116,859
VL (COP/TEIS)	12,094,654	9,909,557	10,296,950	10,716,727	11,146,268
UPA (COP/TEIS)	1,477,484	777,859	871,546	897,530	935,504
Total Deuda	841,896	1,008,819	1,093,361	1,142,671	1,189,521
Deuda Neta	757,385	936,589	989,363	1,053,962	1,104,422
EV	1,688,472	3,504,505	4,672,749	4,909,011	4,909,011
EV/EBITDA	12.5x	15.9x	19.3x	19.5x	18.8x
P/VL	0.8x	1.0x	1.0x	0.9x	0.9x
P/U	6.4x	12.7x	11.6x	11.3x	10.8x
Retorno por flujos	6.3%	4.7%	4.6%	4.4%	4.6%
Flujos distribuibles por título (COP)	590,151	416,170	484,153	477,752	505,963
AUMs	3,597,000	4,585,000	4,658,772	4,868,882	5,068,507
GLA (mts ²)	647,811	854,773	869,353	869,353	869,353
Vacancia económica	4.5%	3.9%	3.3%	3.6%	3.7%
Cap rate*	6.1%	6.9%	6.4%	6.3%	6.3%

Balance general consolidado

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Total Activos	3,597,236	4,585,007	4,831,595	5,033,721	5,236,801
Total Pasivos	1,446,106	1,080,502	1,190,088	1,243,761	1,294,934
Patrimonio e interés minoritario	2,151,131	3,504,505	3,641,506	3,789,960	3,941,867
Deuda Total/Patrimonio	0.4x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x
Deuda Total/EBITDA	6.2x	4.6x	4.5x	4.5x	4.6x
Deuda Neta/EBITDA	5.6x	4.3x	4.1x	4.2x	4.2x
ROE	12.2%	7.8%	8.5%	8.4%	8.4%
ROA	7.3%	6.0%	6.4%	6.3%	6.3%

Estado de resultados consolidado

COP millones	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Ingresos operacionales	209,905	343,253	366,302	381,773	397,014
Gastos operacionales	49,741	71,609	75,946	79,536	83,108
Utilidad operativa neta (NOI)	160,164	271,644	290,356	302,237	313,906
Gastos administrativos	24,914	51,888	48,684	50,740	52,766
EBITDA	135,250	219,756	241,672	251,497	261,140
Gastos financieros netos	45,456	101,124	74,884	79,599	79,464
Flujo de caja de operación	89,794	118,631	166,788	171,898	181,676
Inversión en Capital de Trabajo	-18,349	-46,448	-22,297	-2,519	-2,507
CAPEX	5,685	23,780	17,865	5,460	5,250
Flujo de caja distribuible	102,458	141,300	171,220	168,957	178,933
Margen NOI	76.3%	79.1%	79.3%	79.2%	79.1%
Margen EBITDA	64.4%	64.0%	66.0%	65.9%	65.8%
Margen desp. de gasto financiero	42.8%	34.6%	45.5%	45.0%	45.8%

* El Cap rate fue calculado como el cociente entre el NOI y el promedio del valor de los activos del año calculado y el año anterior

* Precio al cierre de 19/10/2018

Hipótesis de valor

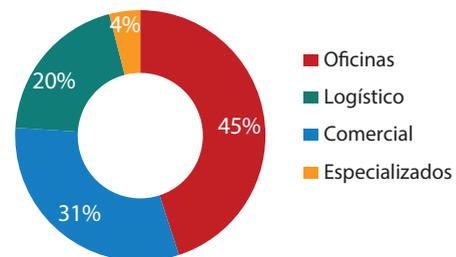
> **El factor de diversificación y la baja volatilidad son atributos diferenciadores.** Los vehículos inmobiliarios como el PEI, conocidos como REITs (Real Estate Investment Trust), se han convertido en una alternativa de inversión atractiva a nivel global, particularmente por el efecto de diversificación que brindan las inversiones en activos inmobiliarios frente a otros activos considerados como de mayor riesgo. De igual manera, al ser el vehículo inmobiliario de mayor tamaño en el país con cerca de COP 4.7 bn en AUMs, el PEI logra llegar a un amplio número de activos en los segmentos comerciales, corporativos, logísticos y especializados, a lo cual se suma el factor geográfico al tener presencia en 30 ciudades del país. Otro de los elementos favorables de los REITs es que estos vehículos no tienen carga por impuesto de renta, lo cual beneficia los flujos distribuidos a los tenedores de los títulos y consecuentemente la rentabilidad percibida. Adicionalmente, la distribución de dichos flujos es de carácter obligatorio con frecuencia semestral (se plantea una frecuencia trimestral a futuro), lo cual permite tener una materialización constante de la rentabilidad del vehículo.

> **Gestión comercial, baja concentración y calidad de los arrendatarios permite bajos niveles de vacancia.** El PEI es uno de los vehículos inmobiliarios a nivel regional que mantiene niveles de vacancia más bajos (~3.9%) frente a sus comparables regionales (~11%). Este bajo nivel de vacancia se considera el resultado de una gestión comercial directa, ya que en la mayoría de sus activos, el PEI es el administrador directo del inmueble, lo cual también se refleja en su capacidad de ajustar los valores promedio de los arriendos hasta cerca de un 1% por encima de los registros anuales de inflación. De igual manera, el PEI ha logrado mantener contratos de largo plazo, los cuales promedian vigencias de 7.8 años, lo que reduce la rotación de arrendatarios y permite conservar niveles de ocupación y retención estables. Otro de los factores que contribuyen a la mitigación del riesgo de cambio en los niveles de vacancia es que el PEI cuenta con un portafolio de baja concentración por cliente, con ~980 arrendatarios en una amplia variedad de sectores económicos.

> **No hay riesgo por desarrollo.** El PEI, a diferencia de otros vehículos inmobiliarios, únicamente participa y adquiere inmuebles que ya estén culminados, por lo cual no afronta los riesgos asociados con el desarrollo de los proyectos y le permite al vehículo conocer de antemano las cualidades de cada uno de los activos que va a adquirir. Adicionalmente, como parte de su estrategia comercial, el PEI utiliza estrategias como *buy & lease back*, que le posibilitan aumentar sus activos bajo administración, manteniendo sus niveles de ocupación sin mayores cambios y logrando vincular arrendatarios financieramente sólidos.

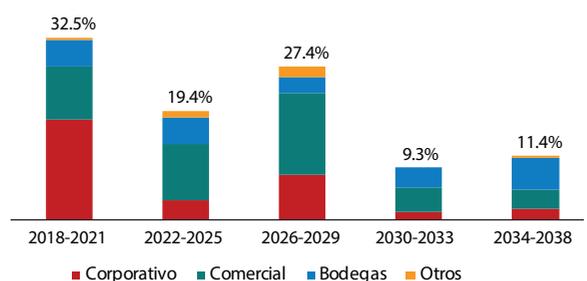
> **Endeudamiento por debajo de los parámetros mínimos exigidos.** El PEI cuenta con un límite de endeudamiento (relación deuda/patrimonio) del 65%. Sin embargo, desde su constitución, los registros de cierre de año del PEI en relación con esta métrica nunca han sobrepasado el 39%, lo que aún le daría espacio a la compañía de utilizar apalancamiento para financiar sus operaciones. Adicionalmente, tras la emisión de bonos en agosto de 2018, el portafolio cambió su perfil

Ingresos por tipo de activo 2018e



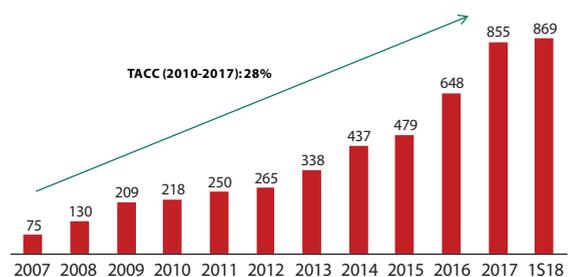
Fuente: Corredores Davivienda

Maduración contratos de arrendamiento como % de ingresos



Fuente: PEI AM

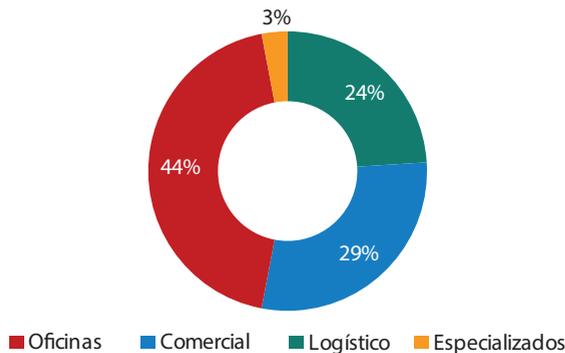
Área bruta arrendable (miles m²) - GLA



Fuente: PEI AM



Área bruta arrendable por segmento



Fuente: PEI AM

de vencimientos, al pasar en el 1S18 de una concentración en el corto plazo del 73% al ~35% tras la emisión de bonos.

Riesgos

- > **La creciente competencia es el principal reto.** Si bien el PEI es el vehículo local con mayor volumen de AUMs y de mayor valor patrimonial entre sus competidores, la creación de nuevos vehículos inmobiliarios y la consolidación de algunos ya existentes ha venido poniendo presión en los márgenes de rentabilidad de la compañía durante los últimos años. El *Cap Rate* (NOI/Valor de los Activos) entre el periodo 2010-2017 perdió en promedio ~44 pbs anualmente y en 2017 se ubicó en 6.9%. De igual manera, durante los últimos siete años, los márgenes NOI y EBITDA se han contraído anualmente en promedio ~32 pbs y ~72 pbs respectivamente, lo cual también es la consecuencia natural del importante crecimiento en activos que ha presentado el PEI (TACC 2010-2017: 33.5%). Finalmente, la competencia por los activos de mayor atractivo pone presión sobre las condiciones de adquisición de nuevas propiedades y consecuentemente sobre los márgenes de las nuevas inversiones y la vacancia económica. De manera similar, el mantener la base de arrendatarios requiere inversiones continuas que se planean a lo largo del tiempo para el activo.
- > **Cambios regulatorios.** Dado que la figura de REITs en Colombia es relativamente nueva y que en realidad aún no cuentan con un régimen regulatorio amplio y específico, este tipo de vehículos no están exentos de nuevas regulaciones que pueden afectar su desempeño, incluyendo el tamaño de los vehículos, los requerimientos de ingeniería y calidad de los inmuebles, los esquemas de distribución de recursos a los tenedores o los límites de endeudamiento, entre otros. Adicionalmente, cambios relacionados con las valoraciones de los inmuebles y con la tasación de los impuestos prediales de los activos pueden tener un impacto en los gastos operacionales de los vehículos.
- > **Deterioro de los activos.** Si bien el desgaste de los activos es natural, deterioros superiores a los normales respecto a la vida útil estándar pueden resultar en altos requerimientos de inversión que podrían afectar la rentabilización de los inmuebles. Adicionalmente, hechos fortuitos y daños por desastres naturales son un riesgo natural de la actividad inmobiliaria. Sin embargo, este riesgo es mitigado a través de la utilización de seguros de todo riesgo y daño material.
- > **Dilución y liquidez.** Dado que históricamente el PEI ha financiado su crecimiento a través de la consecución de recursos por emisión de TEIS, el riesgo de dilución es permanente, a pesar de que los inversionistas tienen derecho de preferencia en todas las emisiones de títulos participativos. Sin embargo, el efecto dilutivo frente al valor intrínseco de cada título continuará dependiendo de la calidad, las condiciones y el desempeño de los activos que son adquiridos con dichos recursos. De igual manera, debido a la liquidez de los títulos, que en 2017 negociaron en el mercado secundario en promedio COP 4,857 mm diarios, su liquidez podría ser comparada con un activo de renta variable listado en Colombia con liquidez media. Adicionalmente, desde hace algunos meses en Colombia existe un proyecto que busca otorgar a títulos como los del PEI, que actualmente se negocian en la Rueda de Renta Fija del Sistema de la Bolsa de Valores de Colombia, las condiciones y beneficios que tienen los activos negociados en la Rueda de Renta Variable.

Los vehículos inmobiliarios como el PEI, conocidos como REITs, se han convertido en una alternativa de inversión atractiva a nivel global, particularmente por el efecto de diversificación que brindan las inversiones en activos inmobiliarios frente a otros activos considerados como de mayor riesgo.

Proyecciones

- > **GLA (Gross leasable area):** Dado que cada tipo de activo de propiedad del PEI cuenta con condiciones particulares (costo de adquisición, vacancia, tamaño, ubicación, tipo, etc.), no hemos proyectado incrementos del área bruta arrendable o emisiones adicionales de títulos participativos, por lo cual utilizamos un GLA base de 869,353 m², correspondiente al dato reportado al 2T18. Respecto a la valorización de los activos que son reconocidos en el estado de resultados proyectado, su crecimiento está indexado a las expectativas de inflación.
- > **Ingresos operacionales:** Nuestras proyecciones de ingresos por Uso de Inmuebles están basadas en ajustes anuales por IPC+0.9% del precio promedio de arrendamiento por metro cuadrado de todos los activos del PEI. El *spread* respecto a la inflación corresponde al ajuste anual promedio realizado por el PEI en sus contratos de arrendamiento. Adicionalmente, el resultado del ingreso potencial por metro cuadrado es ajustado por un nivel de vacancia económica del 3.6%, equivalente a los niveles promedio de vacancia informados en los últimos 18 meses, los cuales están menos de 10 pbs por encima del promedio reportado durante los últimos cuatro años y medio.
- > **Utilidad operativa neta (NOI):** Dado que consideramos que el principal riesgo que afronta el PEI es la alta competitividad entre vehículos inmobiliarios, estimamos que, los esfuerzos requeridos para mantener los actuales niveles de vacancia y de ajuste a los precios de los arriendos, tendrán un impacto negativo en los gastos operativos del vehículo, por lo cual en nuestras estimaciones los márgenes NOI y EBITDA continuarán reduciéndose de manera lenta pero gradual, a medida que el PEI y los demás vehículos inmobiliarios deban incurrir en mayores gastos operacionales para mantener sus indicadores operacionales en los niveles que hemos proyectado.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Para estimar el valor del PEI utilizamos dos metodologías tradicionales en la valoración de REITs, con una ponderación equivalente al 50% para cada una. La primera metodología corresponde a un flujo de caja de operación ajustado (FFOA) descontado y la segunda a una metodología por Valor del Activo Neto - Net Asset Value (NAV). Los principales parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: Ke 9.48%, Beta apalancado de 0.52, el cual se basa en comparables regionales, y crecimiento a perpetuidad (g) de 6.18%, equivalente al *Cap Rate* estimado.



En conclusión, nuestro ejercicio de valoración resulta en un Precio Objetivo 2019FA de COP 10,900,000/TEIS, ofreciendo un potencial de valorización del 7.7% (11.8% incluyendo el flujo distribuible), frente al precio de negociación actual del título, por lo cual asignamos una recomendación NEUTRAL. Resaltamos que el PEI es un activo que brinda un buen grado de diversificación y que los riesgos asociados a nuestra valoración están principalmente relacionados con el desempeño operacional de los activos administrados por el PEI. De igual manera, reiteramos que el tamaño del vehículo podrá variar a un ritmo diferente al proyectado, dependiendo principalmente de las emisiones futuras de TEIS y de las condiciones de los activos que se adquieran con dichos recursos.

Resumen de la valoración		
Método	Ponderación	P.O. 2019
Flujo de Caja Libre	50%	11,014,000
EV/EBITDA 2019e	50%	10,787,000
Precio Objetivo		10,900,000

Costo del Patrimonio (Ke) vs. Crecimiento a perpetuidad (g)

Evaluamos el cambio en el P. O. frente a variaciones en el Ke y el crecimiento a perpetuidad (g). Un incremento de 30 pbs en el Ke significaría una disminución de COP 550 mil en el P. O., mientras que una disminución de 20 pbs en la tasa de crecimiento a perpetuidad resulta en una disminución de COP 300 mil en el P. O.

		Ke = 9.5%				
		10.1%	9.8%	9.5%	9.2%	8.9%
g = 6.2%	5.8%	9,497,284	9,888,955	10,343,924	10,878,927	11,517,177
	6.0%	9,681,912	10,107,805	10,606,453	11,198,297	11,912,226
	6.2%	9,885,464	10,350,953	10,900,778	11,560,211	12,365,744
	6.4%	10,111,005	10,622,685	11,233,048	11,973,778	12,891,748
	6.6%	10,362,303	10,928,355	11,611,107	12,450,906	13,509,125

Ajuste anual de los arriendos vs. Vacancia económica

Evaluamos el impacto en el P. O. frente a un mayor/menor ajuste anual en el precio de los arriendos y en el nivel de vacancia económica del vehículo. Un incremento de 45 pbs en el ajuste anual del valor de los arriendos significaría un incremento de COP 280 mil en el P. O., al igual que una reducción de 50 pbs en la vacancia económica resultaría en un aumento de COP 103 mil en el P. O.

		Ajuste anual arriendos = IPC + 0.9%				
		0.0%	0.5%	0.9%	1.4%	1.8%
Vacancia = 3.6%	4.6%	10,207,130	10,444,549	10,696,003	10,962,144	11,243,655
	4.1%	10,298,335	10,540,782	10,797,534	11,069,258	11,356,649
	3.6%	10,391,047	10,638,622	10,900,778	11,178,197	11,471,589
	3.1%	10,485,309	10,738,115	11,005,786	11,289,016	11,588,533
	2.6%	10,581,168	10,839,312	11,112,610	11,401,773	11,707,542

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA
DE COLOMBIA



DAVIVIENDA

www.davivienda.com



DAVIVIENDA
Corredores ■

www.daviviendacorredores.com

Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa filial del Banco Davivienda S.A.