LA ECONOMÍA _DE TODOS

Una mirada al futuro de Colombia y las inversiones

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

EL LIBRO **2022**

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

DAVIVIENDA | DAVIVIENDA Corredores

LA ECONOMÍA Y SUS SECTORES

EL LIBRO 2022

LA ECONOMÍA Y SUS SECTORES

RESUMEN 2022

En 2021 el crecimiento económico en Colombia ha venido sorprendiendo al alza. Estimamos un incremento del 8.9%. Para 2022, proyectamos una desaceleración que llevaría el crecimiento a 3.4%, en un contexto en el que se plantean grandes retos tales como: el manejo prudente de finanzas públicas, el proceso electoral, las expectativas alcistas de la inflación y el incremento de las tasas de interés.

I. INTRODUCCIÓN _

Después de año y medio de haberse iniciado la emergencia por el covid-19, el mundo continúa atravesando por una serie de etapas en las que parecieran resolverse algunos problemas pero generarse otros. En principio, en este período podemos distinguir cuatro etapas: en primer lugar se observó la etapa de confinamientos estrictos, fase que si bien fue corta generó la mayor recesión mundial desde la Gran Depresión. Esta etapa se caracterizó por la formulación de agresivos paquetes monetarios y fiscales para compensar los efectos adversos que la falta de movilidad representó para los ingresos de muchos hogares y empresas.

En una segunda fase se llevó a cabo el restablecimiento de actividades, especialmente manufactureras, mediante protocolos que incluyeron el distanciamiento y controles a la movilidad. En esta fase se produjo una recuperación de la producción global -sin observarse crecimientos anuales positivos- y con enormes asimetrías (buen desempeño del sector agropecuario y ciertas actividades de comercio, como la venta de equipos de cómputo, y una afectación profunda de la mayor parte de los servicios, en especial del turismo).

Una tercera fase, registrada a comienzos de 2021, se caracterizó por el inicio en la aplicación de vacunas, especialmente en países desarrollados, y el retorno gradual de algunos servicios. Se observó entonces un relajamiento de las normas de distanciamiento. Finalmente, podemos señalar una cuarta fase caracterizada por el logro de tasas de crecimiento anuales positivas, cierto estancamiento en la aplicación de vacunas (debido a la reticencia de algunos grupos a recibir los compuestos) y el desborde inflacionario en la mayor parte de los países del mundo. En esta etapa, especialmente en el mundo emergente, se ha dado inicio al desmonte de las agresivas políticas económicas (monetarias y fiscales) que se iniciaron en la primera etapa.

Uno de los hechos a destacar en 2021 tiene que ver con que terminaremos con un crecimiento mucho más elevado en Colombia y otros países de América Latina del que habíamos contemplado hace apenas algunos meses. Este buen resultado está asociado a varios factores, entre los que se destacan la ausencia de confinamientos después de febrero de este año y los avances en el proceso de vacunación comparados con los de otras regiones como África y el Sudeste Asiático. También hay que destacar como causa del buen desempeño económico en nuestro país la ejecución de un paquete fiscal ambicioso, tal vez demasiado desde el punto de vista de la sostenibilidad de la deuda.

Los retos hacia adelante son, sin embargo, muchos y de gran magnitud. En el plano doméstico se destaca el enorme aumento de la deuda pública y lo que esto significa desde el punto de vista de las limitaciones en los próximos años para el manejo fiscal. Los retos en materia social también son descomunales pues hay que recordar que por efecto de la pandemia la pobreza monetaria en Colombia aumentó del 35.7% en 2019 al 42.5% el año pasado.

En el plano internacional, una de las preocupaciones que viene tomando fuerza en los últimos meses es la posibilidad de una estanflación, es decir, un período de bajo crecimiento con alta inflación. Sin duda si se presentara una situación de esta naturaleza estaríamos hablando de una quinta fase en el manejo de la pandemia que tendría enormes consecuencias para el bienestar global. Más adelante en este capítulo volveremos sobre este tema.

El mundo emergente ya inició el desmonte de sus políticas expansivas

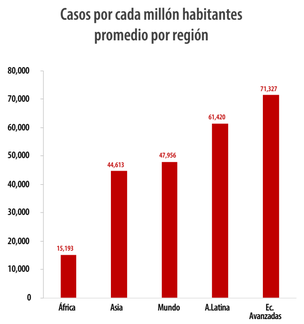
En la búsqueda de la vacuna contra el covid-19

Recuadro No. 1

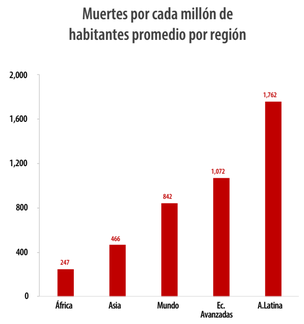
Los primeros casos de covid-19 se presentaron a finales del 2019 en China, aunque sobre la raíz del contagio aún no se tiene certeza. Conocerla ayudaría a combatirlo, sin embargo para algunos sectores políticos tanto en Estados Unidos como en China el tema se ha convertido en una extensión de la tensión política, dando lugar a acusaciones mutuas.

Estudios de la Organización Mundial de la Salud (OMS), investigaciones independientes y/o afiliadas a gobiernos, creen más probable que se haya presentado una infección inicial en un animal, como un murciélago, y que se haya pasado a un animal intermedio antes de llegar al ser humano. Sin embargo, también hay quienes consideran que pudo no existir este eslabón intermedio. Con una probabilidad baja algunos estudios ven la posibilidad de una fuga de un laboratorio y con muy baja o nula de que haya sido producto de la ingeniería genética.

Hallar al culpable parece ocupar un lugar importante en la lista para algunas organizaciones sociales y/o políticas debido al alto número de muertes y contagios, que alcanzan al 6 de octubre de 2021 un total de 4.83 millones y 236.34 millones, respectivamente. Es importante mencionar que el impacto de la pandemia ha tenido un efecto diferenciado en los países, con picos que no necesariamente se encuentran sincronizados, debido a la aparición de nuevas mutaciones, diferentes medidas de contención del contagio, diversos grados de disciplina en el autocuidado de la población y distintos ritmos de vacunación.



Fuente: Our World in Data. Corte: Octubre 7 2021



Fuente: Our World in Data. Corte: Octubre 7 2021

En general, se observa que los países avanzados han podido apoyar en mayor medida a su población[1], lo cual pudo mitigar el aumento del número de contagios, además de realizar campañas de vacunación más rápidas en comparación con los países de menores ingresos. Punto que ha sido clave dado que las vacunas han demostrado su eficiencia, aunque sea temporal, en la reducción de casos sintomáticos y en las muertes por esta enfermedad. Las variantes del virus conocidas hasta septiembre de 2021 van de la alpha a la mu, destacándose la variante delta que actualmente genera incrementos en contagios y muertes en países como Estados Unidos, aprovechando la renuencia de una parte de la población a vacunarse. Este ha sido uno de los mayores inconvenientes que han encontrado las campañas de vacunación.

Precisamente sobre este tema, encuestas a nivel mundial muestran que los países con mayor proporción de la población que no planea vacunarse son: Estados Unidos (31%), Hong Kong (26%) y Alemania (26%). En contraste los países con menor población renuente son Malasia (3%), Singapur (4%) y Arabia Saudita (5%)[2].

[1] Según el Monitor Fiscal 2021 del FMI, las economías avanzadas proporcionaron un apoyo fiscal directo e indirecto equivalente al 28 por ciento de su PIB, mientras las economías emergentes 7% y los países en desarrollo de bajos ingresos 2% del PIB.

[2] Encuestas realizadas entre agosto y septiembre de 2021 y recopiladas por la alianza *Imperial College London* y YouGov.

La renuencia ha llevado a la adopción de medidas más punitivas, como en Estados Unidos, donde las empresas privadas de más de 100 personas pueden requerir la vacunación de sus empleados o un testeo semanal.

Por otra parte, y confirmando la brecha entre países ricos y pobres, en algunos países especialmente de ingresos altos, se han venido aplicando refuerzos[3], mientras que en otros la población completamente inmunizada no alcanza a representar el 1%[4]. La aparente reducción en la efectividad de la vacuna a medida que transcurre el tiempo después de la última dosis o frente a algunas variantes ha hecho evidente que las vacunas actuales son susceptibles de mejora.

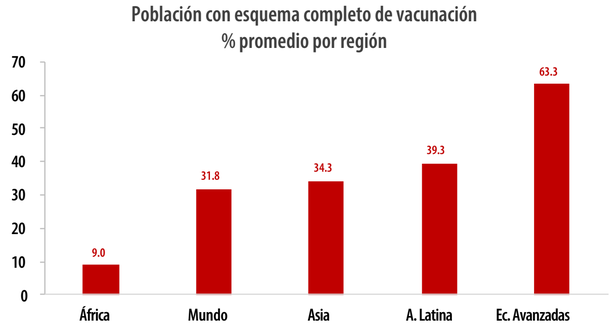
En materia de tratamientos, a la fecha se conoce el aprobado por el *Food and Drug Administration* (FDA), que reduce la severidad de los casos y la mortalidad cuando es administrado en las primeras etapas de la enfermedad (Remdesivir), pero debe ser aplicado por vía intravenosa y bajo supervisión médica. A pesar de que existen otros tratamientos en Autorización de Uso de Emergencia (EUA), la esperanza se centra en Molnupiravir, cuyo estudio se conoció en

[3] Israel se encuentra en campaña de aplicación de terceras dosis. En Reino Unido las terceras dosis de Pfizer se administran a personas mayores a 50 años, adultos jóvenes con comorbilidades y empleados del sector de salud. En Estados Unidos se aprobó el 17 de septiembre la tercera dosis de Pfizer para adultos mayores a 65 y población en riesgo.

[4] Países como República del Congo o Yemen.

octubre de 2021, que reduciría hasta en un 50% los casos severos y la mortalidad, además que podría ser tomado por vía oral.

La búsqueda de una vacuna mejorada ha sido objeto de investigación por parte de la comunidad científica, que ha



* Esquema completo = aplicación completa de dosis especificadas para cada tipo de vacuna, sin incluir terceras dosis.
Fuente: Our World in Data. Corte: octubre 7 2021

logrado hacer avances que podrán ser usados como vacunas universales frente a varios tipos de coronavirus, entre los que se incluyen: el covid-19, SARS, entre otros[5].

Por el momento el futuro de la pandemia parece incierto. Desde el punto de vista de una vacuna mejorada, como las mencionadas anteriormente, se especula que podrían estar disponibles en un año o año y medio. Mientras tanto países como Israel anunciaron que se preparan para aplicar una cuarta dosis.

La recuperación económica y la restauración de las condiciones sociales previas a la pandemia también son inciertas.
Puesto que, los esfuerzos de reducción de la pobreza realizados en muchos países emergentes en las últimas décadas parecen haber sido borrados en los últimos meses[6]. A su vez, las tendencias de consumo tardarían en encontrar una "nueva normalidad", empujando a diferentes industrias a reinventarse. Adicionalmente, los impactos en la salud mental, el desarrollo de los niños, la igualdad de género y brecha en la educación podrían ser persistentes en el tiempo.

En algunos países la población inmunizada no llega al **1%**

[5] Se conocen de este tipo las vacunas en diseño por parte de Duke University, Caltech y University of Cambridge, las cuales a finales de agosto de 2021 aún no empezaban ensayos clínicos en humanos.
[6] El Banco Mundial estima que la pobreza extrema, medida como ingresos inferiores a USD 1.9 al día se incrementó en 97 millones de personas a nivel mundial en 2020, aumentando por primera vez desde 1990.

II. PRINCIPALES FACTORES DE RIESGO PARA LA ECONOMÍA EN 2022

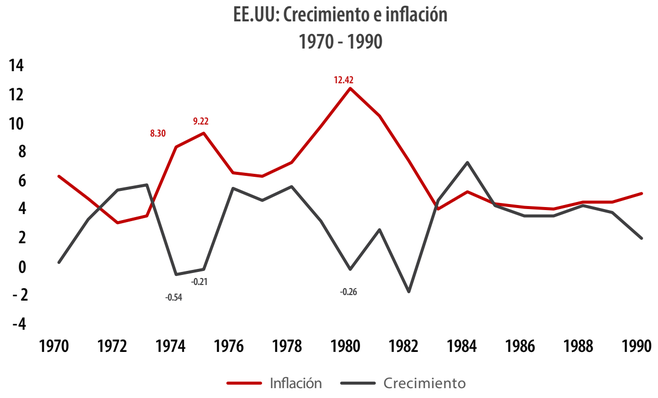
A continuación incluimos una serie de factores de riesgo[7] que podrían afectar el desenvolvimiento de la economía colombiana y mundial en los próximos meses:

- **Los riesgos de estanflación en el mundo**

La combinación de bajo crecimiento y alta inflación es tremendamente compleja porque dificulta el manejo de la política monetaria: mientras la inflación alta exigiría aumentar tasas de interés, el bajo crecimiento demandaría una política monetaria expansiva.

En la historia económica reciente, particularmente en los años setentas, el mundo tuvo que enfrentar dos shocks petroleros, cuando algunos países productores restringieron la oferta de crudo para aumentar los precios. El primer shock petrolero se materializó en un incremento de los precios del petróleo de USD 3.48 por barril en 1973 a USD 8.3 en 1974.

El segundo shock se presentó en 1979 con aumentos de precios que llegaron a USD 9.74 ese año y USD 12.42 por barril en 1980. En ambos casos, la inflación promedio en Estados Unidos se disparó, lo que terminó por generar recesiones modestas en ese país (-0.54% en 1974, -0.21% en 1975 y -0.36% en 1980).



Fuente: FED St. Louis, FRED

[7] 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.

Los mecanismos por los cuales una inflación persistente puede llevar a una recesión son varios. En primer lugar, las autoridades monetarias responden al incremento en precios con aumentos de tasas de interés, lo que termina por afectar la demanda y el crecimiento. El incremento en las tasas de interés suele guardar una relación negativa con el comportamiento de la renta variable lo que a su vez genera una caída en la riqueza, la confianza y la disposición a gastar. Por otra parte, el propio incremento en los precios reduce el poder adquisitivo de aquellos ingresos que no pueden reajustarse, deteriorando el consumo.

De la experiencia de los años setenta, principalmente en los Estados Unidos, podemos deducir que la posibilidad de una estanflación está vinculada con varios factores entre los que se destacan los siguientes: a) los orígenes de la inflación, la persistencia e intensidad del proceso inflacionario, b) la sofisticación de los mecanismos de indexación de precios y c) la capacidad que tiene el mundo de recuperar sostenidos niveles de producción. Algunos analistas ponen de manifiesto elementos políticos, como la pérdida de importancia de los sindicatos, a la hora de determinar la transitoriedad del fenómeno.

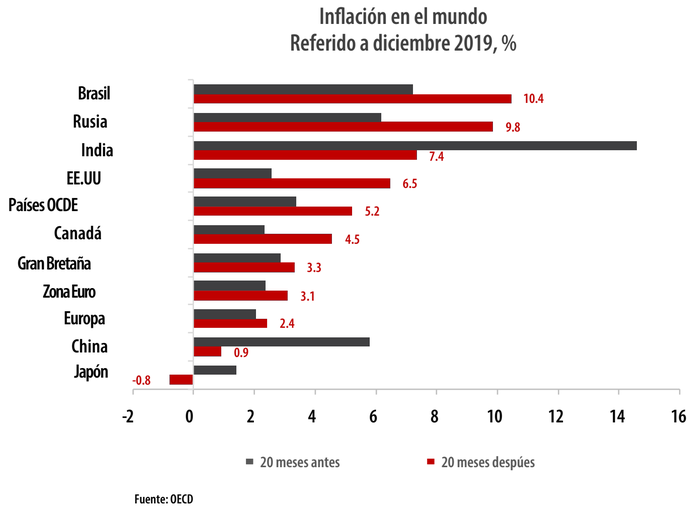
Es importante mencionar que, al menos en las principales economías del mundo, los temas de política económica son bien diferentes a los que existían en los años setenta, destacándose un bajo poder relativo de los sindicatos, así como una incidencia moderada de los mecanismos de indexación.

Por lo expresado anteriormente y por las expectativas de los precios de las materias primas y de la inflación que se analizan más adelante, pensamos que la estanflación tiene una probabilidad moderada. Sin embargo, es importante destacar que el nivel de pedidos a nivel global presenta una corrección hacia abajo en los últimos meses y que, de todos modos, el mundo crecerá menos en 2022 frente al crecimiento observado en 2021. A este respecto, el FMI estima que el crecimiento mundial se moderará de 5.9%, en este año, a 4.9% el próximo año.

- **El problema inflacionario en el mundo**

Comprender la naturaleza del fenómeno inflacionario es clave para evaluar si la estanflación es una posibilidad real.

El rebrote inflacionario a nivel global que hemos observado en los últimos meses no tiene precedentes desde la década de los setentas. Para observarlo adecuadamente, y teniendo en cuenta que por efecto de la recesión mundial en 2020 se generaron inflaciones anormalmente bajas que pueden generar un efecto base muy fuerte, decidimos tomar para una muestra de países y zonas geográficas la variación del IPC respecto a los 20 meses antes de diciembre de 2019 y los 20 meses después. De esta forma evitamos la comparación frente a 2020 que fue un año de bajas inflaciones en el mundo en general. Los resultados de este ejercicio se pueden observar en el siguiente gráfico.



Fuente: OECD

Se aprecia que salvo tres notables excepciones, las principales zonas geográficas registran un crecimiento importante en los precios al consumidor[8]. Es especialmente notoria la aceleración de la inflación en Brasil, Rusia y Estados Unidos.

Los orígenes del problema inflacionario en el mundo son diversos. Por una parte, se observaron en 2020 y buena parte del 2021 importantes programas de estímulo monetario y fiscal en la mayoría de los países. De especial importancia ha sido el paquete monetario aplicado en Estados Unidos, que superó con creces el aplicado durante la crisis financiera de 2008-2009. A este respecto, en una encuesta del *National Association of Business Economics* de agosto pasado, el 49% de los economistas encuestados consideró que la política fiscal adoptada en EEUU era demasiado expansionista; esta proporción contrasta con el 34% que se había manifestado en este sentido en marzo pasado. Así mismo, en cuanto a la política monetaria, el 52% la consideró demasiado expansionista; la misma proporción en mayo de 2021 había sido del 26%. Naturalmente, la aparición de vacunas contra el covid-19 en la primera mitad de este año puede haber hecho redundante alguna parte de los estímulos que se tenían.

[8] El caso de la India es especialmente diferente en razón al desajuste macro que esa economía vivió en 2019 a raíz de la crisis financiera y la devaluación de la rupia.

De otra parte, hay que recordar que existen fuertes problemas de oferta derivados de los confinamientos y de la falta de sincronía en las olas de covid-19 que se han dado alrededor del mundo. Así las cosas, mientras los puertos en América están abiertos, algunas semanas después un barco puede encontrar complicaciones para atracar en puertos europeos o asiáticos. Así mismo, con los confinamientos se paralizó el mantenimiento de barcos y la construcción de naves, lo que ha complicado mucho la logística de transporte internacional. Todos estos problemas se reflejan en ineficiencias, tiempos muertos, ausencia de cargas de compensación y por lo tanto elevados incrementos en los precios de los fletes.

De otra parte, es importante señalar que a consecuencia de la pandemia, las tasas de participación laboral[9] en varios países del mundo han disminuido. Esto sucede debido a multiples razones entre las que se destacan: a) la imposibilidad física de salir a laborar durante los períodos de cuarentena, b) como resultado de programas de apoyo monetario, muchos hogares han retrasado su vuelta al mercado laboral contando con medios que aseguran su subsistencia, c) en el caso particular de las mujeres, el retrazo en la vuelta al sistema de educación presencial de los niños ha obligado a que ellas deban asumir la atención y el cuidado de los infantes en casa, reteniendo esta oferta potencial de trabajo. Por estas y otras razones adicionales, durante este proceso de recuperación económica, muchos empleadores se quejan de la falta de disponibilidad de recurso humano, generando una presión alcista en los salarios.

Tal como lo menciona el FMI en su último reporte de estabilidad financiera, la consecuencia práctica para los países emergentes de que la inflación mundial sea persistente y no transitoria, como hasta ahora se ha sostenido, es que aumente la exposición al riesgo de un ajuste abrupto en las condiciones de financiamiento externo. Esto se produciría por un ajuste más rápido de las tasas de interés en los países, reduciendo los flujos de capital a países emergentes y exacerbando las presiones sobre la sostenibilidad de la deuda.

[9] La tasa de participación laboral se define como la relación entre la población económicamente activa y la población en edad de trabajar.

- **Clima social para la inversión.**

Una de las dificultades evidentes que se tiene para proyectar el 2022 está relacionada con la interacción entre los fenómenos económicos y políticos. Las marchas que se observaron en varias partes del mundo en este año, incluyendo el paro nacional de abril-mayo en Colombia, demuestran que en condiciones de precariedad económica los agentes pueden llegar a activar su rol político. Esto puede tener desenlaces difíciles de prever con consecuencias económicas muy disímiles. Durante 2021, sorprendió el resultado presidencial en Perú y la conformación de la Asamblea Constitucional en Chile. Colombia enfrenta un proceso electoral el próximo año que genera incertidumbre, que de por sí frena la toma de decisiones de inversión, y que podría tener consecuencias de largo plazo sobre el arreglo institucional del país.

Es importante destacar que el país perdió el grado de inversión en 2021, lo que traerá consecuencias en muchos frentes económicos. En esencia, la base de inversionistas que está dispuesta a financiar a la economía colombiana es menor, pero además, quienes vengan exigirán retornos superiores. La consecuencia natural de ambos sucesos es que se reduce el flujo de recursos en moneda extranjera, por lo que se merman los recursos destinados a la inversión. Tanto el gobierno saliente como el que lo suceda deberán ser muy responsables sobre la situación, de tal manera que se respete el manejo macroprudencial en la corrección de los problemas estructurales de la economía colombiana, evitando así que estos alcancen mayor gravedad.

- **Continúan los riesgos de sobrevaluación del mercado accionario.**

En nuestro informe del año anterior señalamos la fuerte preocupación que existe en relación con la posibilidad de una sobrevaluación del precio de las acciones en los países desarrollados, en particular en los Estados Unidos. Esta preocupación, que en algún momento fue reconocida por el propio Fondo Monetario Internacional, continúa vigente; máxime cuando se anticipa que dado el desempeño de la economía estadounidense las tasas de interés deberán aumentar en un

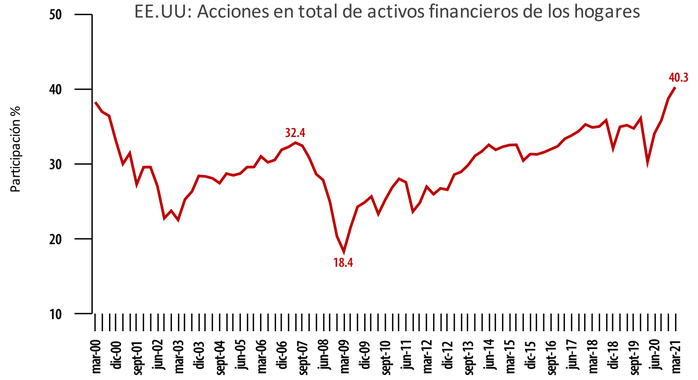
futuro cercano[10]. Si bien los indicadores disponibles para medir el grado de sobre o subvaluación en el mercado accionario son imperfectos, el CAPE (*Cyclicaly Adjusted Price Earnings Ratio*) desarrollado por el premio nobel de economía Robert Schiller, suele tomarse como un indicativo al respecto. En este caso, las cifras a cierre de septiembre sugieren que el indicador alcanzó un valor de 38.09, cifra que no se veía desde noviembre del 2000, momento a partir del cual los precios de las acciones caían en forma considerable.

EE.UU: Razón CAPE*

*CAPE = *Cyclicaly Adjusted Price Earnings Ratio*
Fuente: http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm Corte: septiembre 2021

[10] Los canales por los cuales las tasas de interés afectan el mercado accionario son variados. En primer lugar, recuérdese que el precio de una acción corresponde, en principio, al valor presente de los flujos descontados de utilidades de las empresas. En la medida que las tasas de interés aumentan, este flujo descontado disminuye. Además, hay que tener en cuenta que en períodos de bajas tasas de interés el gasto de intereses

Las causas de la sobrevaluación del mercado accionario en Estados Unidos se han asociado a las bajas tasas de interés que han prevalecido a raíz del covid-19 y al relativamente fácil acceso al mercado por parte de inversionistas poco sofisticados que han inyectado considerables recursos. A este factor también ha contribuido el menor capital con el que se puede entrar al mercado accionario en comparación con inversiones alternativas como la del mercado inmobiliario. La cantidad de inversionistas en ese mercado es la más alta de la historia, al igual que la participación de las inversiones en renta variable dentro del total de activos financieros de los hogares.



de las empresas disminuye, pero al aumentar las tasas las presiones de los costos financieros aumentan, generando menores utilidades. Finalmente, debe recordarse que un aumento en la tasa de interés desestimula el consumo y la inversión real, con lo cual desde el punto de vista de la demanda se generan menores estímulos al crecimiento y por lo tanto a la generación de utilidades de las empresas.

Teniendo presente que la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos deberá darse en forma gradual en los próximos meses, es inevitable que empecemos a ver alguna corrección bajista en el mercado accionario de ese país. Nos encontramos a la expectativa de que ese aterrizaje sea moderado y no ponga en juego el proceso de recuperación global.

- **Economía china: enfrentando cambios estructurales**

En los últimos años la economía del gigante asiático ha venido enfrentando cambios estructurales importantes. Como es bien sabido, a consecuencia de la política del hijo único, iniciada en 1979 y oficialmente terminada en 2015, el crecimiento de la población es hoy en día es muy bajo, con lo cual el país se ha visto abocado a un aumento progresivo de la edad de la población y, muy seguramente, a una pérdida de productividad.

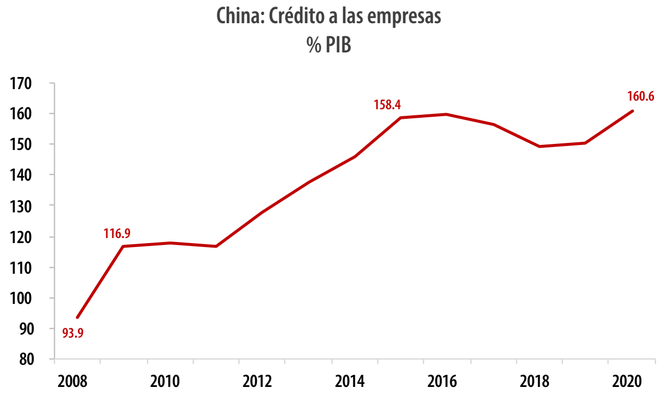
Este fenómeno, que ya hemos comentado en documentos de años anteriores, adquiere especial protagonismo a raíz del reciente escándalo de la segunda compañía constructora en ese país -Evergrande- la cual entró en cesación de pagos el pasado mes de septiembre. Cuando se analizan las causas de la situación de la empresa, se encuentra que desde 2017 el mercado inmobiliario y de nuevas construcciones en China viene disminuyendo y que las perspectivas para los próximos años, e incluso décadas, son de crecimientos mucho más modestos.

La crisis de Evergrande también pone de manifiesto otra dura realidad para el país. Según cifras del Banco Internacional de Pagos, la deuda de las empresas chinas como proporción del PIB aumentó de 93.9% en 2008 -ya de por sí una cifra bastante grande- a 160.6% en 2020. Esta es la cifra más grande para una economía emergente y una de las más altas a nivel mundial. Algunos expertos en el tema sugieren que el fuerte apalancamiento de las empresas es el resultado de las bajas rentabilidades de las inversiones, que hacen que la proporción de la inversión financiada con utilidades retenidas sea proporcionalmente muy baja.

La baja rentabilidad de algunas empresas del Estado en China es un fenómeno de vieja data[11], pero al parecer el fenómeno

[11] Recuérdese las llamadas “Empresas Zombie”.

también se extiende a empresas privadas.
En el caso de las empresas estatales, la Comisión de Supervisión y Administración de Activos Estatales del Consejo de Estado (SASAC) calculaba en 2016 que existían 2041 empresas de ese tipo, pero las cifras superaban a las 10,000 cuando se incluían empresas supervisadas por otras entidades. Algunos cálculos de entidades no oficiales hablaban de 20,000 empresas[12] con estas características.



Fuente: Banco de Pagos Internacionales - BIS

Otro de los elementos que permite pensar que el crecimiento del gigante continuará moderándose en los próximos años tiene que ver con la guerra comercial con los Estados Unidos. Este tema también ha llamado la atención en nuestros dos informes anteriores y se puede resumir en que este último país ha señalado al país asiático de incumplir normas que tienen que ver con la propiedad intelectual, la transmisión forzada de conocimiento a empresas locales sin el pago de contraprestaciones, la eliminación de requisitos de desempeño a las empresas que se instalen en su territorio e incluso el otorgamiento de subsidios estatales a empresas ineficientes. La guerra comercial con Estados Unidos, tal como advertimos en el informe anterior, representa uno de los puntos en los que ha habido continuidad absoluta entre la administración Trump y la correspondiente al presidente Biden.

Por último, vale la pena destacar que desde el congreso del Partido Comunista Chino en 2017, las autoridades del país han expresado su deseo explícito de enfocarse exclusivamente en los objetivos de crecimiento para incluir variables como el

[12] Véase al respecto https://elpais.com/economia/2019/10/25/actualidad/1572013007_420519.html

mejoramiento de la productividad, la eficiencia, descarbonizar el uso de energía (el país es el mayor consumidor mundial de este combustible altamente contaminante), propender por la estabilidad financiera y la búsqueda de una prosperidad común (obtener un desarrollo equitativo). Es claro que algunos de estos objetivos, en particular los que tienen que ver con mejorar el medio ambiente, están produciendo un menor crecimiento en el corto plazo.

El gigante asiático ha venido enfrentado cambios estructurales

- **Riesgos asociados a un menor nivel de inversión.**

Cuando se mira el comportamiento de la economía colombiana en los primeros seis meses de 2021, se observan varias características que llaman la atención, la primera es que sin duda se obtiene un crecimiento frente al año 2019. Este es un hecho positivo que debemos destacar en la medida en que los análisis que se tenían al comenzar el año sugerían que Colombia no alcanzaría el nivel de PIB obtenido en 2019 sino hasta el año 2022. Sin embargo, cuando se analizan las fuentes de crecimiento, se encuentra que fue el consumo de los hogares, con un crecimiento del 5.8%, y el consumo del gobierno, con un crecimiento del 10.8%, los que explicaron esta dinámica. Por el contrario, la inversión registró una caída del 13%.

La reducción de la inversión en el mundo a raíz del covid-19 no es algo de extrañar. Muchas de las actividades no esenciales se vieron afectadas producto de la pandemia, sin embargo, en casos como el de nuestro país este proceso ha adquirido proporciones significativas que lamentablemente tendrán consecuencias sobre

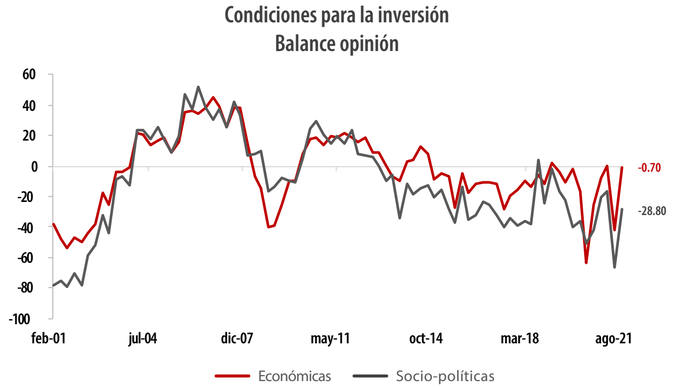
el crecimiento en el largo plazo.
A continuación, se analizan las razones para esperar un dinamismo rezagado de esta variable para el próximo año:

- En los últimos años, la tasa de cambio real del peso colombiano ha mostrado una importante corrección alcista, fruto, inicialmente, de la caída de los precios del petróleo y posteriormente del aumento en el riesgo país como resultado del fuerte tamaño del déficit fiscal, que se generó a raíz de la emergencia del covid-19 y a los hechos posteriores que incluyeron el retiro del proyecto de reforma tributaria en abril pasado y de la pérdida del grado de inversión que ha sufrido el país en los últimos meses por parte de las calificadoras S&P y Fitch.

Teniendo en cuenta que la mayor proporción de los bienes de capital que se emplean en Colombia son importados, el aumento de la tasa de cambio incrementa a su vez el costo de la maquinaria y equipo importados, reduciendo la inversión. Consideramos que la inversión en maquinaria y equipo aumentará en 2021 apenas un 7.8% después de haber caído un -10.3% en 2020; además, su crecimiento en 2022 podría ser de apenas un 4%.

- En abril de 2021, se registró en nuestro país un hecho muy particular. Una central de trabajadores, unida a una agremiación de profesores estatales, convocó en medio del inicio de la tercera ola de covid-19 a un paro nacional con el propósito de protestar por la presentación de un nuevo proyecto de reforma tributaria originado en el Ministerio de Hacienda[13]. Al llamado de los dos actores mencionados se unió un grupo de colombianos, la mayoría de ellos jóvenes, afectados por la pandemia, quienes en forma sincera protestaron con la esperanza de dar soluciones a sus problemas. Lamentablemente, las circunstancias fueron aprovechadas por grupos violentos que bajo el amparo de la protesta protagonizaron hechos vandálicos que afectaron en forma considerable la infraestructura pública y privada con especial énfasis en el departamento del Valle y la ciudad de

[13] El proyecto en realidad no tuvo una discusión seria y no se entendió que jugaba un papel redistributivo muy importante por medio del cual los grupos de mayores ingresos y aquellos menos afectados por la pandemia correrían con la mayor carga tributaria en beneficio de los grupos de menores ingresos y más afectados por la situación.



Fuente: Fedesarrollo

Bogotá.

Las consecuencias del paro nacional sobre el clima de inversión fueron muy severas. De acuerdo con la encuesta de Fedesarrollo, los balances entre el porcentaje de los empresarios que consideran que la situación económica y socio-política era favorable o desfavorable para invertir alcanzó en mayo pasado a uno de sus puntos más bajos en la historia: en el caso del clima socio-político el dato obtenido fue más bajo que el alcanzado en los momentos más críticos de la pandemia, sólo superado por la aguda crisis que se registró al comenzar el siglo.

Si bien las cifras de agosto mejoraron, consideramos que los hechos registrados adelantaron el debate político que normalmente se hubiera dado a partir del último trimestre del año, generando polarización política y aumentando la incertidumbre.

En estas condiciones consideramos que muchos proyectos de inversión serán aplazados hasta tener mayor claridad no solo sobre el rumbo político, sino también sobre el devenir social que el país discurra en los próximos meses.

- Por otra parte, debemos destacar un evento relacionado con la reforma tributaria que finalmente fue aprobada por el Congreso y que consideramos va a mejorar la atractividad del país para la inversión extranjera. Al respecto, hay que recordar que la Misión de Expertos en Materia tributaria, que fue convocada por el gobierno, llegó a la conclusión de que el sistema impositivo en Colombia se caracterizaba por una carga excesiva de impuestos sobre las empresas en detrimento de impuestos progresivos a las personas naturales. Esto restaba competitividad al país a la hora

de atraer inversiones de capital y no generaba los incentivos adecuados para retener las inversiones de los colombianos para quienes resultaba más rentable desplazar sus inversiones al extranjero. La alta dependencia de los impuestos a las empresas tampoco ha permitido que los impuestos a los hogares se utilicen como mecanismos de redistribución del ingreso en uno de los países con más alto coeficiente Gini[14] en el hemisferio occidental.

Lamentablemente, lo ocurrido con la reforma tributaria llevó al país a una situación en la que la única reforma plausible fue aquella en la que escasamente se afectaron los impuestos a las personas y recargaron aún más los impuestos a las empresas. El costo derivado es un fuerte desestímulo a la inversión.

- Como resultado de varios factores que se discutirán a continuación el país perdió en 2021 el grado de inversión, lo que implica una reducción de la base de inversionistas que está dispuesta a venir a nuestro país y un aumento en los rendimientos que exigen aquellos que continúan prestando sus recursos. Considerando ambos efectos, las tasas de interés en dólares que se están cobrando a los inversionistas que invierten en nuestro país son mayores ahora de lo que eran hace un año. Este incremento en los costos de financiamiento, que tendrá un mayor impacto en la medida en que las autoridades monetarias en Estados Unidos y Europa den pasos adicionales para normalizar su política, implican un mayor costo de uso del capital y por lo tanto deben tener un inevitable impacto en la reducción de la inversión en Colombia.

Durante 2021 Colombia perdió el grado de inversión para dos de las tres principales calificadoras internacionales de riesgo. La primera reducción se llevó a cabo el 19 de mayo por parte de S&P y la segunda el 1 de julio por parte de Fitch. Son varias las razones por las cuales se tomó esta decisión entre las que se destacan las siguientes:

a) Colombia no ha podido resolver algunos problemas de vieja data como la excesiva dependencia del petróleo y la incapacidad de diversificar la base exportadora de nuestro país. El petróleo ha demostrado ser una de las materias primas más sensibles a los cambios en la actividad económica mundial, con lo cual se genera una dependencia muy elevada de los ciclos de crecimiento global

[14] El coeficiente de Gini es una medida económica que sirve para calcular la desigualdad de ingresos que existe entre los ciudadanos de un territorio, normalmente de un país.

sobre nuestro país.
b) El país registró en 2020 una caída significativa en ingresos tributarios a la par de un incremento importante en el gasto para mitigar los efectos de la pandemia en la población más vulnerable. La consecuencia lógica de esta situación fue un crecimiento de la deuda, que pasó de 52% como proporción del PIB en 2019 a 64% en 2020; lo que se traduce en que los niveles de riesgo en términos de la capacidad del gobierno nacional para cumplir a cabalidad con el servicio de la deuda aumentaron.

c) Las calificadoras de riesgo habían puesto sus ojos en el anunciado proyecto de reforma estructural que finalmente se cayó. Esta iniciativa estaba siendo elaborada hacía varios meses y había recibido el insumo de la comisión de expertos internacionales en materia tributaria el 22 de marzo. La reforma atendía las observaciones en el sentido de balancear mejor la carga tributaria de las empresas y de los hogares y contemplaba la instauración de los llamados impuestos ecológicos.

A pesar de incorporar varios elementos sanos para las finanzas públicas ante el paro y las expresiones sociales de inconformidad que surgieron, el dos de mayo se anunció el retiro de la iniciativa y al día siguiente el Ministro de Hacienda renunció. Si bien el gobierno nacional logró la aprobación de una reforma tributaria que se puso a consideración del Congreso el 20 de julio y que se sancionó el pasado 14 de septiembre, las calificadoras de riesgos S&P y Fitch han destacado que no consideran que esta reforma sea estructural. Además, han indicado que no está claro que necesariamente promueva la competitividad del país en el largo plazo.

d) Si bien el movimiento social que produjo el paro nacional de abril-mayo fue aplacado por la propia preocupación de la población por el uso de la violencia y el vandalismo, y por los temores ante la desinstitucionalización del país, no se descarta que el malestar social retorne en el futuro y que la resolución de los problemas exacerbados por el covid-19 retome causes desconocidos. Esta falta de predictibilidad en el funcionamiento de las instituciones del país es otro de los argumentos señalados por las calificadoras al generar incertidumbre.

El país perdió el grado de inversión en 2021

¿Las transferencias monetarias desincentivan la participación laboral?

Recuadro No. 2

En abril del año 2020, como consecuencia de la crisis económica originada por los estrictos confinamientos para contrarrestar la propagación del covid-19, el gobierno de los Estados Unidos implementó transferencias monetarias directas a las personas que perdieron sus puestos de trabajo. En algunas ocasiones esas transferencias a los hogares afectados por la crisis alcanzaron a sobrepasar el salario mínimo de ese país. Por esta razón se generó un incentivo a la disminución en la participación laboral, pues muchas personas se quedaron en casa recibiendo subsidios del gobierno ya que equiparaba en algunas situaciones el salario mínimo.

Tasa global de participación
Cifras desestacionalizadas

Fuente: DANE | U.S. Bureau of Labor Statistics.

En momentos en los que la economía se mantenía paralizada, las consecuencias de este fenómeno no eran notorias. Actualmente, con la reactivación de muchos sectores económicos, los empresarios enfrentan un problema de escasez de mano de obra especialmente en los trabajos no calificados. Este fenómeno se puede ver en el comportamiento de la Tasa Global de Participación (porcentaje de la población que trabaja o busca trabajo sobre la población en edad de trabajar), que en abril de 2020 cayó a 60.2%, cuando en febrero era de 63.3%. Por otro lado, el último dato registrado, del mes de agosto de 2021, muestra que la Tasa Global de Participación (TGP) es de tan solo el 61.7%, reflejando la poca recuperación de este indicador a pesar de tener un récord de casi 11 millones de ofertas de trabajo a finales de julio.

Vale la pena tener en cuenta que el pasado 6 de septiembre expiraron los subsidios por desempleo a la par de la recuperación del mercado laboral. Esto significa que más de 7 millones de personas dejaron de recibir esta transferencia, lo que podría reactivar el mercado de trabajo. No obstante, las preocupaciones de las personas por el covid-19 y las afectaciones de la variante Delta pueden ralentizar este dinamismo del mercado laboral.

En el caso colombiano, el Gobierno Nacional en el mes de marzo de 2020, tras la crisis económica desatada por los confinamientos, inició transferencias mensuales monetarias por $160,000 a cerca de 3 millones de hogares vulnerables. Este giro monetario equivale a menos de la quinta parte del salario mínimo mensual legal vigente, por lo que creemos que no es un incentivo para que los beneficiarios dejen de trabajar o buscar trabajo. Actualmente este programa de transferencias a las personas más vulnerables se encuentra financiado hasta diciembre del año 2022, gracias al proyecto de Ley de Inversión Social que prolongó su duración.

Por su parte, la TGP en Colombia ha presentado una mayor recuperación frente a la de Estados Unidos, luego de que cayera a su mínimo histórico de 51.85% en abril del año 2020. En el mes de agosto del presente año esta cifra fue de 61.23%; si bien este nivel es menor al registrado en febrero del presente año (61.47%), esta reducción se puede explicar por los temores a contagiarse en los picos de la pandemia y por el miedo a las manifestaciones violentas asociadas al Paro Nacional.

Finalmente, creemos que la reducción en la TGP en Colombia comparada con los niveles previos a la pandemia se puede explicar por algunos temores de las personas a salir de sus casas por temas relacionados con el covid-19 y, en algunos casos, porque un miembro del hogar tuvo que dejar de trabajar para dedicarse a los cuidados del hogar, mas no por los subsidios que está entregando el Gobierno Nacional para ayudar a mitigar los estragos de la pandemia vía Ingreso Solidario, puesto que este monto de dinero se mantiene constante durante los tres años de vigencia, perdiendo poder adquisitivo paulatinamente.

Se generó un incentivo a la disminución en la participación laboral

III. PRODUCTO INTERNO BRUTO _

El año 2021 trajo consigo el reto de consolidar la recuperación económica mientras continúa la lucha para prevenir una nueva expansión del covid-19 y se adelanta el proceso de vacunación. A pesar de que en los primeros meses del año vivimos nuevos periodos de aislamiento preventivo, de menor duración en comparación con los de 2020, y de las fuertes protestas presentadas entre abril y mayo, la economía alcanzó un crecimiento de 8.8% en el primer semestre del año y anticipamos que en la segunda mitad del año mantendrá una tendencia similar que le permitirá lograr un crecimiento de 8.9% en el año completo.

Esta proyección es mucho más optimista de la que teníamos al iniciar el año (5.3%). Para 2022, estimamos una fuerte moderación del crecimiento con una expansión de tan solo 3.4%.

Colombia alcanzaría crecimiento de 8.9% en 2021

Para 2022 estimamos un crecimiento de 3.4%

La magnitud de las recuperaciones será heterogénea, toda vez que no todos los sectores se afectaron en la misma medida ni al mismo tiempo por cuenta de la pandemia. Un ejemplo claro es la rama explotación de minas y canteras, la única de las 12 grandes ramas sobre la que se avizora una contracción en 2021. Al respecto, conviene señalar que nuestro supuesto sobre los precios del petróleo para cierre de 2021 indica una cotización promedio del BRENT de 68.4 USD/Barril, en tanto que para 2022 se prevé una cotización promedio de 67 USD/Barril, acompañada de menor volatilidad. Este factor y unas condiciones operativas más favorables sustentan una mejor perspectiva para la rama de minas y canteras el próximo año.

A continuación, nos adentramos en los resultados de las proyecciones del PIB por el lado del gasto y de los sectores, haciendo énfasis en los rubros de mayor relevancia en la actual coyuntura.

PIB por el lado del gasto
Variación anual

Variables	2021 (e)	2022 (p)
Importaciones	18.4%	6.9%
Consumo total	10.6%	3.3%
Consumo de los hogares	4.4%	3.1%
Consumo del gobierno	9.4%	3.3%
Formación bruta de capital	10.9%	6.3%
Exportaciones	16.5%	5.0%
Producto Interno Bruto	**8.9%**	**3.4%**

(e) estimaciones (p): proyecciones
Fuente: DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

- ## Consumo de los hogares

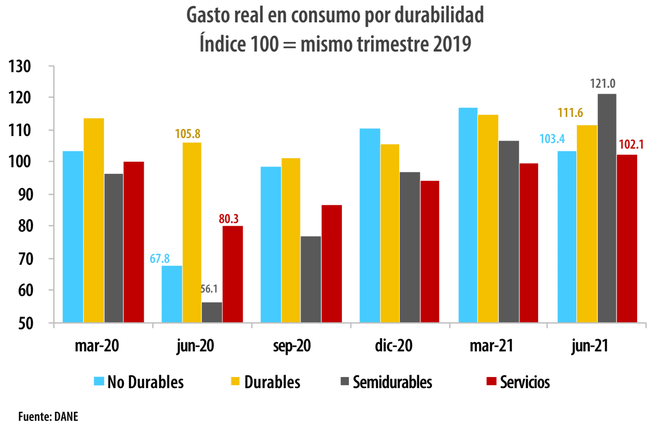
El consumo de los hogares es el principal determinante del gasto en la economía y, por ende, de la demanda interna en Colombia pues representa algo más de dos terceras partes del producto. Durante el primer semestre de 2021 el consumo de los hogares registró un crecimiento anual de 12.3%, siendo el tercer componente más dinámico dentro de los que conforman el PIB por el lado del gasto.

Cuando se compara este mismo componente con su valor real del primer semestre de 2019 se observa que el crecimiento alcanza 5.8%, es decir, que durante el primer semestre de 2021 se consiguió superar el valor real del consumo en el periodo similar más reciente previo a la pandemia.

Cabe recordar que el consumo de los hogares se vio seriamente afectado durante 2020 como consecuencia de las medidas de aislamiento que se adoptaron para hacer frente a la propagación del covid-19. Son varios los canales por los que estas medidas afectaron este agregado macroeconómico. En primer lugar, la destrucción de empresas y empleos, fuente de ingresos del grueso de la población colombiana, menguó la capacidad adquisitiva de los consumidores y en consecuencia el gasto realizado por ellos. Detrás de este efecto vino el deterioro en la confianza sobre la situación económica del país, que alcanzó en el trimestre abril-junio de 2020 las lecturas más bajas en la historia del indicador. Este fenómeno se reflejó en una caída importante del gasto de los hogares el año pasado, por lo que la baja base de comparación amplificó el crecimiento anual de este agregado en el primer semestre de 2021.

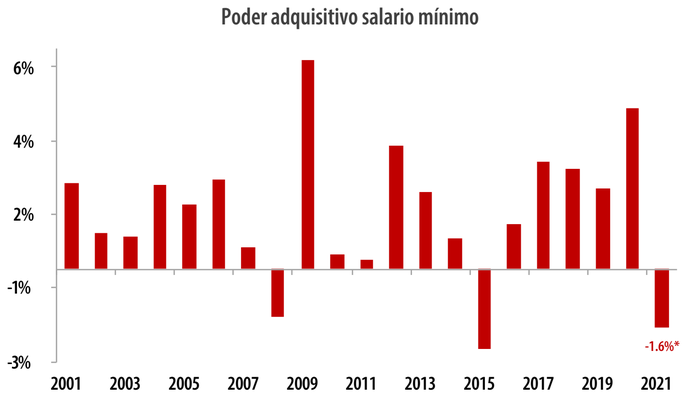
Según la durabilidad de los bienes, el crecimiento anual en la primera mitad de 2021 estuvo jalonado principalmente por el gasto en bienes semidurables y durables, que crecieron a un ritmo de 51.9% y 28.6% respectivamente. En segunda instancia, el crecimiento año corrido del gasto en servicios alcanzó 12.1%, mientras que el rubro con menor dinámica fue el gasto en bienes no durables, que con una expansión de 3.2% en este mismo periodo, se destaca por ser el único rubro que siguió creciendo aún durante la pandemia.

Esperamos que durante el segundo semestre del presente año se continúen observando crecimientos en los diferentes rubros que conforman el gasto de los hogares como parte de la tendencia a la normalización de la actividad de los últimos meses, aunque desde luego, una base de comparación más alta registrada en la segunda mitad de 2020 hará que estos crecimientos se moderen. Mejores datos del mercado laboral, bajas tasas de interés y la realización de tres días sin IVA durante el último trimestre del año estimularían el consumo de los hogares en la segunda mitad de 2021.



Fuente: DANE

En todo caso, la creciente inflación registrada en los últimos meses, que estimamos cerraría el año en niveles cercanos al 5%, se convierte en un factor contrario al crecimiento del gasto. De acuerdo con nuestra estimación, el poder adquisitivo del salario mínimo se reduciría en 2021 por primera vez en seis años, con una brecha de 1.6 puntos porcentuales entre el aumento en el salario mínimo y la inflación. De esta manera, el gasto de los hogares cerraría 2021 con una expansión del orden de 10.6%.



*Inflación de 2021 estimada por DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos
Fuente: DANE | Ministerio del Trabajo.

Las perspectivas sobre 2022 son menos favorables. Si bien el próximo año se espera seguir creciendo, habrá un desgaste significativo que se traduciría en una expansión del gasto de los hogares de 3.3%, mucho más cercano al débil crecimiento promedio observado en la década inmediatamente anterior a la pandemia (3.6%).

Los factores que incidirán en este desempeño son unos tipos de interés menos favorables que los observados en 2021, los cuales desestimularían un mayor endeudamiento de los colombianos, una inflación elevada que impactará negativamente la confianza de los consumidores y un mercado laboral que, si bien empieza a mostrar síntomas importantes de recuperación, seguirá deprimido por cuenta de los cambios en la estructura capital-trabajo que han adelantado las empresas y un entorno tributario menos amigable para las inversiones.

Los 3 días sin IVA estimularían el consumo

- **Consumo del Gobierno**

En 2020 el consumo del gobierno alcanzó un crecimiento de 3.7%, cifra que mostró una desaceleración frente a la expansión de 5.3% registrada en 2019. Durante el primer semestre de 2021, este rubro logró incrementos de 7.6% y 10.8% frente al mismo periodo de 2020 y 2019, respectivamente. Teniendo en cuenta la continuación del proceso de normalización de la actividad económica iniciado el año pasado y la terminación de algunas de las ayudas entregadas para mitigar los efectos de la pandemia, esperamos que durante el segundo semestre el consumo del gobierno se desacelere y finalice el año con un crecimiento anual de 4.4%.

Para 2022 proyectamos un crecimiento para este rubro de 3.1%, que resulta ser inferior a nuestra estimación de 2021. Esto responde principalmente a la finalización del proceso de desmonte de ayudas establecidas para mitigar los efectos de la pandemia, entre las que se destacan el Programa de Apoyo al Empleo Formal (PAEF), que tiene vigencia hasta diciembre de 2021, y las medidas para garantizar la atención en salud que fueron financiadas durante la vigencia 2020 y 2021 con recursos provenientes del Fondo de Mitigación de Emergencias (FOME).

A lo anterior se suma el compromiso adquirido por el Gobierno con la adopción de medidas de austeridad, cuya obligación quedó establecida en la Ley de Inversión Social, y la realización de procesos electorales.

Sobre estos dos últimos puntos, recordemos que el próximo año se llevarán a cabo las elecciones presidenciales y legislativas, ante lo cual deberán implementarse las restricciones en materia de contratación al sector público estipuladas en la Ley de Garantías, hecho que contribuirá a la ralentización del crecimiento del gasto público en el país.

Con el fin de conocer más información sobre los aspectos que pueden impactar el consumo del gobierno lo invitamos a consultar la sección de finanzas públicas en este documento.

Compromiso del gobierno para adoptar medidas de austeridad

- **Formación bruta de capital**

La inversión registró una caída de -20.3% en 2020, un fuerte retroceso después de haber logrado un crecimiento de 3.8% en 2019. Durante la primera mitad de 2021 este rubro mostró un incremento de 13.7% y a pesar de que esta cifra resulta ser positiva, como mencionamos en la sección anterior, cuando comparamos su comportamiento frente el mismo periodo de 2019 observamos una caída de -13%. A pesar de que nuestras expectativas muestran que durante el segundo semestre del año continuará el proceso de recuperación económica, anticipamos el inicio de la desaceleración de la inversión, de manera que su crecimiento anual será de 10.9%.

Como lo planteamos en la sección anterior, la inversión en la economía colombiana está altamente expuesta a varios factores de riesgo y esperamos que sus efectos se hagan evidentes a lo largo de los próximos años. Para 2022 estimamos un crecimiento de apenas el 6.3%. Aquí debemos resaltar que el alto nivel de la tasa de cambio es uno de los principales factores que anticipamos influirá en la ralentización de la inversión, pero esta podría acentuarse en la medida en que durante el proceso electoral que se realizará en esta vigencia se presenten como posibles ganadores candidatos de posiciones políticas extremas. El impacto sobre la inversión será más alto en la medida que exista mayor incertidumbre en cuanto a la continuidad de políticas de ajuste macroeconómico y se reduzca de forma significativa la confianza en el país.

La inversión está expuesta a varios factores de riesgo

Proyecciones PIB por ramas de actividad
Variación anual

Variables	2021 (e)	2022 (p)
Agricultura, ganaderia y caza	3.4%	5.4%
Explotación minas y canteras	1.2%	5.3%
Industria manufacturera	15.2%	6.4%
Suministro electricidad, gas y agua	3.6%	1.8%
Construcción	10.4%	9.0%
Comercio, transporte y hoteles	17.9%	4.7%
Información y comunicaciones	7.6%	1.8%
Actividades financieras y de seguros	2.9%	4.3%
Actividades inmobiliarias	2.0%	2.2%
Actividades profesionales, científicas y técnicas	5.0%	3.4%
Admo pública, educación y salud	4.6%	2.0%
Actividades artísticas y de los hogares	32.9%	2.6%
Producto Interno Bruto	**8.9%**	**3.4%**

(e) estimaciones (p): proyecciones
Fuente: DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

- **Agricultura, ganadería, caza, pesca y silvicultura**

El primer semestre del año 2021 fue positivo para el sector agropecuario, presentando un crecimiento del 3.8% comparado con el mismo semestre del año 2020. El crecimiento de este sector estuvo jalonado por el buen desempeño de la ganadería y los cultivos agrícolas, asociado a la mayor exportación de ganado y a las buenas condiciones climáticas. En cuanto al sector cafetero, la producción se vio levemente afectada por un exceso de lluvias en algunas zonas del país, pero debido a disminuciones en la oferta de grano proveniente de Brasil los precios internacionales del café se han mantenido elevados, moderando un poco la disminución de la producción en el país y acumulando una caída del 0.63% en el primer semestre del año comparada con el mismo periodo de tiempo de 2020.

Para el año 2021 esperamos que el sector agropecuario tenga un crecimiento del 3.4%. Así mismo, que el sector cafetero continúe creciendo en lo que resta del año a causa de los buenos precios internacionales y las presiones en la tasa de cambio.

En la ganadería, el continuo aumento en las exportaciones y la demanda interna de carne para consumo han dinamizado el sector y este podría presentar un crecimiento del 7.07% en el año 2021. Por el lado de los cultivos, la reactivación económica de establecimientos como hoteles y restaurantes han incrementado la demanda de alimentos fuera del hogar y jalonado el comportamiento de este sector, lo que le permitiría un crecimiento de 1.34% en el presente año.

Por su parte, para el año 2022 esperamos que el sector crezca 5.4%. El sector de cultivos presentaría una leve expansión anual de 0.13%, el sector de ganadería un crecimiento de 5.41% y el sector cafetero de 36.55%. El sector ganadero se verá impulsado por una mayor exportación de carne bovina y una mayor demanda de comidas fuera del hogar. En cuanto a la producción de café, se espera que en el 2022 la producción anual vuelva a niveles de 14 millones de sacos, teniendo en cuenta los altos precios internacionales del grano. Es importante resaltar que los altos precios de los insumos, abonos y fertilizantes para el sector agropecuario pueden afectar los costos de producción y aumentar el precio del bien final, generando un desincentivo al consumo y esto podría ralentizar el crecimiento del sector agropecuario.

Altos precios de insumos pueden afectar costos de producción

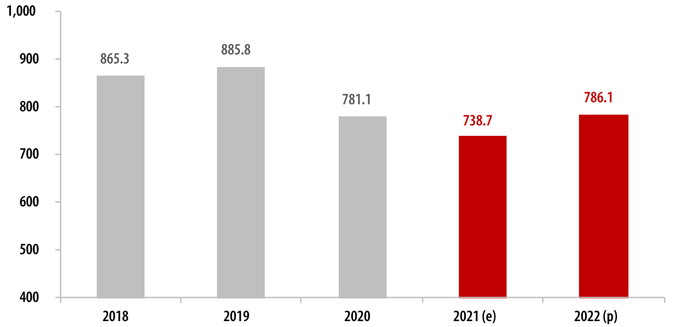
- **Explotación de minas y canteras**

La rama de minas y canteras fue la única de las 12 grandes agrupaciones que componen el PIB por el lado de la oferta en registrar una contracción anual durante el primer semestre de 2021. La caída en este periodo fue de -5.1% frente a lo observado en el primer semestre de 2020, resultado de un decrecimiento de -14.8% en el primer trimestre y un crecimiento de 7.1% en el segundo. Este desempeño es aún más preocupante cuando se tiene en cuenta que el periodo base de comparación, es decir el primer semestre de 2020, ya había registrado una contracción.

El pobre desempeño de la actividad en este sector fue resultado, principalmente, de la disminución en la extracción de petróleo que pasó de 812.8 mil barriles diarios en el primer semestre de 2020 a 729.8 mil barriles diarios en el mismo periodo del presente año (-10.2%) y una reducción de -5.5% en los volúmenes producidos de carbón. Por otro lado, el aumento de 34.9% en la producción de oro del primer semestre contribuyó a atenuar buena parte de la caída del sector, mientras la producción de ferroníquel se redujo -9.8% y la de gas natural aumentó 3.9%.

Se espera que para el segundo semestre la producción de petróleo consiga recuperarse a niveles en torno a los 747.5 mil barriles diarios, por lo que cerraría 2021 con 738.7 mil barriles promedio al día. El crecimiento más importante provendrá de la extracción de carbón, pues los altos precios del mineral y un entorno de operación libre de huelga, a diferencia del que se tuvo en el segundo semestre del año pasado, harán que en el segundo semestre de este año la producción de carbón se expanda 44%, por lo que cerraría el año con 56.6 millones de toneladas, 14.7% más que la obtenida en 2020.

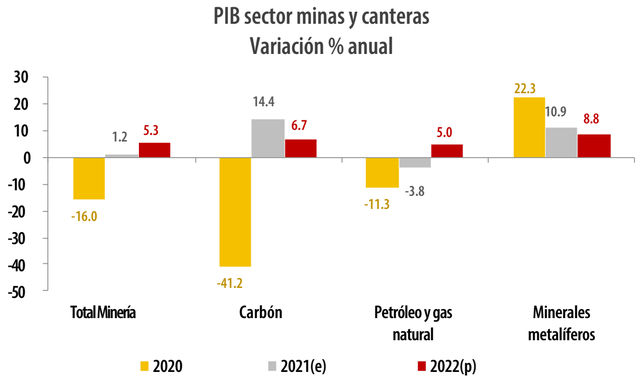
Producción petróleo
Miles de barriles diarios promedio



(e): Estimado, (p): Proyectado
Fuente: ANH | Estimaciones DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

Debe anotarse que en lo referente a la producción de ferroníquel esperamos un crecimiento de 24.8% en el segundo semestre, que se traduciría en uno de 5.7% al cierre del año, mientras que la producción de oro caería -2.6% en el segundo semestre, como consecuencia de un techo de producción ligado a la capacidad de los yacimientos en el país; esto permitiría cerrar el año con un crecimiento de 12.8% en la extracción del metal.

Finalmente, la producción de gas natural comercializado cerraría el año con un crecimiento de 3.9%, producto de una modesta recuperación en el tercer y cuarto trimestre frente a lo observado en el segundo, pero aún ligeramente por debajo de los niveles pre-pandemia como consecuencia de una menor demanda del recurso en los diferentes segmentos. Como resultado del desempeño sectorial descrito anteriormente, la rama de minas y canteras se expandiría apenas 1.2% en 2021.



(e): Estimado, (p): Proyectado
Fuente: ANH | Estimaciones DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

Las proyecciones muestran que habrá un rebote tardío que tendría lugar en 2022, aún así, la magnitud de la expansión, del orden de 5.3%, no compensaría la caída observada en la rama en 2020. En el caso del petróleo, la producción se estaría recuperando 6.4% en el siguiente año, en línea con los estímulos de un mercado que ofrecería mejores cotizaciones y menor volatilidad. En el caso del carbón, proyectamos un escenario de incrementos en la producción basado en un mejor dinamismo de la economía mundial y la demanda asociada a esta materia prima. En lo referente al ferroníquel, la extracción del mineral no mostró mayor sensibilidad a los efectos de la pandemia y bajo un contexto de mejores cotizaciones de las materias primas la producción ascendería 7.4% el próximo año. El gas natural tendría un leve crecimiento de 1.8% el próximo año, en línea con el desempeño esperado de la economía colombiana. Finalmente, anticipamos nuevas expansiones en la extracción de oro, fruto de la explotación de nuevos yacimientos ya concesionados, lo que le permitiría incrementar el volumen extraído en 5.6% durante 2022.

Estimamos crecimiento en el sector minero de 5.3% en 2022

- **Industria manufacturera**

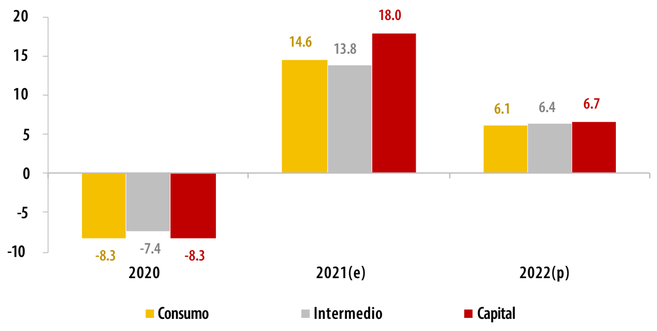
El 2021 ha sido un año de recuperación excepcional para las actividades manufactureras. Tras haberse desplomado -12.8% anual en el primer semestre de 2020, en los primeros seis meses de 2021 el sector creció 18.2%, el segundo mayor crecimiento entre las 12 ramas que conforman el PIB, después de la rama que agrupa las actividades artísticas, de entretenimiento y otras de servicios. El mayor crecimiento se presentó en la producción de bienes de capital que se expandió 28.7% en este periodo, mientras la producción de bienes intermedios lo hizo a una tasa de 18.7% y la de bienes de consumo a 13.8%.

Específicamente, los subsectores relacionados con hilatura, confección de prendas de vestir, accesorios y la fabricación de calzado, la fabricación de "otro tipo de equipo de transporte" (distinto a vehículos automotores y motocicletas), la fabricación de equipo eléctrico y la fabricación de minerales no metálicos fueron los que jalonaron el fuerte crecimiento que tuvo el sector en la primera mitad del año. Solo 8 de los 39 subsectores considerados en las actividades manufactureras enfrentaron variaciones anuales negativas en la primera mitad del año, dentro de los que encontramos: la fabricación de carrocerías y remolques para vehículos automotores (-17.3%), la elaboración de azúcar y panela (-15.2%), elaboración de productos de panadería (-5.9%), elaboración de productos de molinería (-5.5%), la fabricación de jabones y detergentes (-4.0%), la trilla de café (-3.2%), la elaboración de productos lácteos (-2.0%) y la fabricación de papel, cartón y sus productos (-1.1%).

Esperamos un segundo semestre con buena dinámica en las tres grandes agrupaciones de bienes manufacturados, con el repunte más notable proviniendo de los bienes de consumo (14.2%), seguido de los bienes intermedios (7.3%) y finalmente los bienes

de capital (4.5%), lo que permitiría cerrar el año con un crecimiento de 15.2% en el valor agregado de este sector. Nuestras estimaciones incorporan un nivel de actividad económica agregada que, a pesar de la senda de recuperación que viene transitando, se debilitaría en el cuarto trimestre del año por cuenta del agotamiento del efecto base de comparación y un crecimiento de la inflación.

PIB industria manufacturera por tipo bien
Variación % anual



(e): Estimado, (p): Proyectado
Fuente: ANH | Estimaciones DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

Proyectamos un crecimiento de menor magnitud en la producción manufacturera en 2022, 6.4%, liderado por un crecimiento en los bienes de capital (6.7%), seguido de los bienes intermedios (6.4%) y en menor medida por los bienes de consumo (6.1%). La base de estas predicciones se encuentra en un menor crecimiento de la actividad económica agregada nacional y global el próximo año, unas condiciones de política monetaria más restrictivas que las que se tienen hoy y un escenario de confianza menoscabado por las distorsiones provenientes de resultados empresariales menos favorables, del alto desempleo en el mercado laboral y de variables externas como la tasa de cambio.

Los riesgos que se tienen identificados, y que podrían condicionar el crecimiento del próximo año, vienen en primera instancia de un menor dinamismo del previsto en la actividad económica, tanto local como global, que podría darse tanto por efecto de nuevas olas de contagio de covid-19, como por el aumento de la inflación y por la simple incapacidad del mercado de continuar retomando a la velocidad esperada una mayor utilización de su capacidad productiva.

En el frente local, preocupa además el ajuste que el sector pueda realizar en materia de inversiones y personal contratado para enfrentar unas condiciones de financiamiento más duras y unas tasas impositivas menos amigables. En última instancia, el precio elevado de las materias primas y una tasa de cambio que se mantiene alta también generan unas condiciones desfavorables a la producción manufacturera.

Preocupa el ajuste en materia de inversiones

- **Construcción**

Es conveniente recordar que el sector de construcción está compuesto por tres subsectores: edificaciones, obras civiles y actividades especializadas para la construcción, cuyas participaciones en 2020 fueron 49.4%, 30.3% y 20.6% respectivamente.

En el primer semestre de este año, el sector creció 3.6% frente a la caída de -25.9% observada en igual periodo de 2020. Este comportamiento fue el resultado, en gran medida, del crecimiento observado en el subsector de edificaciones, que registró un incremento de 6.0%, fruto fundamentalmente de la fuerte caída observada en igual periodo del año anterior. El repunte en el sector de edificaciones se vio opacado por la caída de -0.7% en el subsector de obras civiles. Es importante resaltar que el sector no se ha recuperado del fuerte impacto de las medidas restrictivas para frenar el covid-19 sobre la economía del país. Esto se refleja en que frente a 2019 el sector cae -25.9%, con un decrecimiento de -23.5% en edificaciones, de -30.5% en obras civiles y de -24.9% en actividades especializadas para la construcción.

Nuestros cálculos sugieren que en la segunda parte del año el sector consolidado presentará un crecimiento con respecto al año anterior, sin embargo, esto no sería suficiente para alcanzar una recuperación frente a 2019. La tasa de crecimiento del segundo semestre de 2021 llegaría a 18.6%, lo que le permitiría al sector cerrar el año con una expansión de 10.4% En lo que al sector de edificaciones se refiere, consideramos que la segunda parte del año registrará un aumento de 7.6%, con lo cual cerraría 2021 con un incremento de 8.9%.

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 importancia para explicar el comportamiento futuro del subsector de edificaciones. En lo corrido del año, hasta septiembre, las ventas de vivienda nueva han presentado un muy buen comportamiento con un crecimiento de 48.4% frente al año anterior. El segmento de ventas de vivienda VIS presenta un crecimiento del 48%, en tanto que el de NO VIS lo hace al 48.6%. A pesar de que estos crecimientos se vieron impulsados por fuertes caídas del mismo periodo del año anterior, al comparar 2021 con lo ocurrido en 2019, observamos incrementos de 31.3% (56.8% en VIS y 22.2% en NO VIS).

Este buen comportamiento se observa desde los últimos meses del 2020, impulsado principalmente por los subsidios gubernamentales a la compra de vivienda, tanto para VIS como para un rango inferior al NO VIS. En la medida que las ventas han sido sobresalientes, esperamos un buen desempeño de las entregas futuras y, por consiguiente, del valor agregado del sector.

Entregas estimadas de vivienda

2021

Tipo	Unidades	Millones
No VIS	50,897	19,886,366
VIS	89,018	10,045,077
Total	**139,915**	**29,931,443**

2022

Tipo	Unidades	Millones
No VIS	64,093	23,569,189
VIS	130,487	15,584,176
Total	**194,580**	**39,153,365**

Fuente: Galeria Inmobiliaria

Otro indicador líder para la actividad edificadora es el crecimiento de los metros cuadrados licenciados. Hay que destacar que en lo corrido del año los metros cuadrados licenciados crecieron 44.9% con respecto a igual periodo del año anterior, sin embargo, el indicador aún no se recupera a niveles pre pandemia, pues al compararlo frente a 2019 se observa una caída de -1.5%.

Para 2022, nuestra proyección del sector consolidado es una expansión real de 9.0%. Esta recuperación del sector estaría liderada por el subsector de edificaciones. En efecto, de acuerdo con nuestras proyecciones, se espera que la construcción de edificaciones registre un crecimiento de 10.8%. Entre las razones para prever este comportamiento se encuentran el fuerte impulso de las ventas de vivienda nueva y las entregas programadas para 2022, que presentan un crecimiento de 19.2% frente a 2021. Hay que destacar que las edificaciones no residenciales van a presentar resultados muy modestos, incluso negativos, en la medida que existe una amplia vacancia en oficinas y locales comerciales a raíz de la pandemia.

Finalmente, en cuanto a obras civiles se espera un incremento de 7.6% impulsado por los programas de infraestructura de carreteras mediante tres programas principales: Programa de construcción de vías a cargo del Invias (con recursos por cerca de $2.3 billones en 2021 y de $1.1 billones en 2022), Vías para la legalidad ($1.5 billones en 2021) y el Programa de Reactivación 2.0, con inversiones cercanas a $0.5 billones. Este último está conformado por vías terciarias en departamentos y municipios y hace uso de los recursos del Programa Nacional de Regalías. Adicionalmente se destacan programas de transporte masivo a nivel local (Ibagué, Medellín y Cali) además de tres troncales de Transmilenio en Bogotá. Esta última ciudad se beneficiará de las obras asociadas a la construcción del metro.

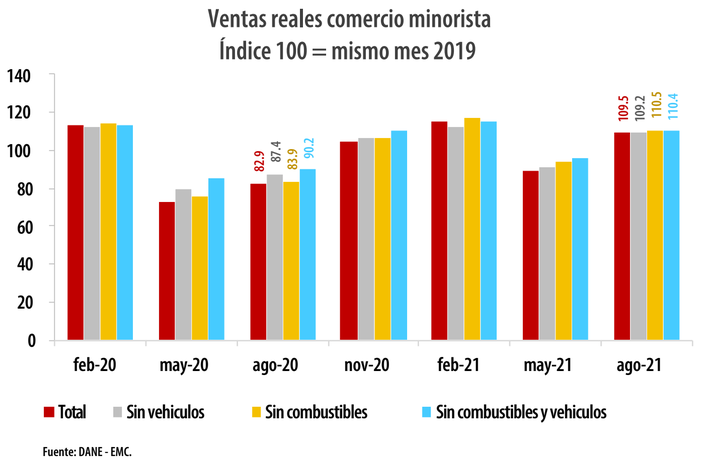
En 2022 la construcción mostrará una aceleración

- **Comercio, reparación de vehículos, almacenamiento, transporte, alojamientos y servicios de comida**

Esta agrupación fue la tercera de mayor expansión en el primer semestre de 2021, y por su importancia relativa en el PIB (participa con 15.6%), la que más contribuyó a la caída del producto en este lapso (2.4 p.p.). Tras iniciar el año en terreno negativo (-0.9% de variación anual en primer trimestre), en el segundo trimestre del año la cuenta que agrupa las actividades de comercio, reparación de vehículos, almacenamiento, transporte, alojamientos y servicios de comida rebotó 40.3%. De esta manera, al finalizar el semestre el macrosector registró un crecimiento anual de 15.7%, que en todo caso no compensa la caída de -16.8% observada en el mismo periodo de 2020.

En las actividades de comercio, las ventas minoristas del sector crecieron 18.1% el primer semestre, jalonadas especialmente por los bienes agrupados en vehículos, sus repuestos y los combustibles, los artículos de ferretería, las prendas de vestir y textiles y el equipo de informática y telecomunicaciones para uso doméstico.

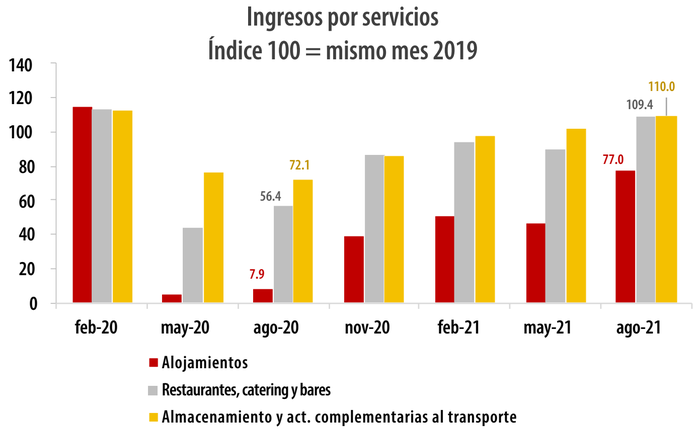
Por el contrario, los bienes agrupados en alimentos y víveres en general, en libros, papelería, periódicos, revistas y útiles escolares y en bebidas no alcohólicas son aquellos que experimentaron decrecimiento y por lo tanto contribuyeron negativamente a la variación de las ventas minoristas en lo corrido de 2021.



Fuente: DANE - EMC.

En materia de almacenamiento y transporte, la afectación dejada por la pandemia socavó la operación del sector. En lo que respecta a ingresos, por ejemplo, las empresas dedicadas al almacenamiento y actividades complementarias al transporte consiguieron un crecimiento nominal anual de 11.2% la primera mitad del año. Cuando se revisa este resultado en relación con el mismo periodo de 2019, el crecimiento nominal es apenas de 2.4%. Según la Aeronáutica Civil, los pasajeros transportados se incrementaron hasta los 11.24 millones en la primera mitad del año frente a los 8.87 millones de pasajeros que volaron en igual lapso de 2020; esto representa un crecimiento de 26.8% en el tráfico de pasajeros en los primeros seis meses del año, frente a lo que conviene resaltar que se observa una tendencia creciente en los últimos meses. La carga transportada por vía aérea fue de 412.6 mil toneladas entre enero y junio de este año, en contraste con los 329.4 mil toneladas movilizadas hace un año, una variación de 25.3%. Así mismo, las cifras del Ministerio de Transporte dan cuenta de un aumento de 11% en materia de carga movilizada por carretera, mientras los pasajeros transportados por el transporte público en zonas urbanas cayeron 6% en el periodo considerado.

En el caso de los servicios de comida, de acuerdo con la Encuesta Mensual de Servicios del DANE, los ingresos de este segmento aumentaron nominalmente un 33.4% anual en los primeros seis meses del año, resultado insuficiente para compensar la caída de -32% del año pasado, por lo que los ingresos de este subsector fueron en el primer semestre de este año 9.2% inferiores a los obtenidos durante el mismo periodo de 2019.



Fuente: DANE - EMC.

Los alojamientos tuvieron peor suerte. De acuerdo con el DANE, el crecimiento anual de los ingresos reales durante la primera mitad de 2021 frente al mismo periodo de 2020 alcanzó 19.2%, insuficiente para compensar la caída de -51.3% que registraron estas actividades en el mismo lapso de 2020. A modo de balance, lo que se observa es que las actividades de alojamiento percibieron en la primera mitad del año 41.9% menos ingresos en términos reales que los alcanzados durante los primeros seis meses de 2019, configurando este sector como uno de los más afectados y rezagados dentro del tejido económico nacional.

Esperamos que al cierre del año el macrosector de comercio, reparación de vehículos, transporte, almacenamiento, alojamientos y servicios de comida pueda consolidar la recuperación que viene mostrando en los indicadores mensuales asociados a estas actividades como consecuencia, principalmente, de la buena dinámica en el consumo de los hogares. En este sentido, la agrupación cerraría el año con una expansión de 17.9%, donde las tres jornadas de días sin IVA que tendrán lugar durante el último trimestre del año estimularían aún más la dinámica comercial.

Aún así, la pérdida de poder adquisitivo a consecuencia del desborde inflacionario, sobre la que se comentó en una sección anterior, incide negativamente en el gasto y la confianza de los consumidores, lo que afectaría en algún grado el crecimiento de este conjunto de actividades en los últimos meses de 2021.

En 2022 este macrosector conseguiría expandirse 4.7% anual, una importante moderación que se sustenta en tres elementos: (i) la disipación del efecto rebote, pues se tendría una base de comparación (2021) más cercana a la capacidad productiva efectiva; (ii) una inflación elevada que menoscaba el apetito comprador de los consumidores; y (iii) menor endeudamiento por cuenta de aumentos en las tasas de interés y un nivel de ingresos de los hogares aún debilitado que dificultaría el acceso al crédito.

Los riesgos de este conjunto de actividades son análogos a los detallados para la industria manufacturera: menor dinamismo que el esperado en la actividad económica global o local, una inflación aún más elevada de la que se tiene prevista, aumentos en las tasas de interés que juegan en contra del endeudamiento de los hogares y una tasa de cambio elevada que encarezca el costo de los bienes importados.

Este conjunto de factores podría ofrecer condiciones aún más desfavorables que las que se tienen previstas, especialmente si la velocidad en los ajustes es mayor de la esperada.

Este sector enfrenta los mismos riesgos de la industria

- **Actividades financieras y de seguros**

Al cierre de 2020 el sector financiero y asegurador registró un crecimiento anual de 2.1%, siendo este un valor inferior al reportado un año atrás de 6.3%, pero ubicándose como la segunda actividad con mejor comportamiento en el año. Este desempeño se fundamenta en el desarrollo de medidas gubernamentales como el Programa de Apoyo a Deudores (PAD) y los recursos destinados por el Fondo Nacional de Garantías al programa Unidos por Colombia, así como las medidas de liquidez tomadas por el Banco de la República que permitieron un flujo adecuado de crédito a pesar del fuerte choque económico generado por la pandemia de covid-19. Esto se refleja en el crecimiento anual de 8% que registró la cartera durante dicho año. En adición a estos factores, el reporte de inclusión financiera da cuenta del impulso que la pandemia imprimió en materia de acceso a productos financieros, pues al cierre del año el 87.8% de adultos contaba con al menos uno de dichos productos aumentando 5.3 puntos porcentuales frente al año anterior y superando la meta que el Plan Nacional de Desarrollo contemplaba para 2022.

Durante el primer semestre de 2021, las actividades financieras y de seguros crecieron 4.1% anual, lo cual representa un comportamiento positivo y con tendencia a estabilización, pero con valores por debajo de la mayoría de los sectores de la economía que se benefician de un efecto de baja base de comparación. El primer semestre se caracterizó por contar con la vigencia de los programas de apoyo gubernamentales que se extendieron hasta agosto del presente año; sin embargo, la variación anual de las carteras mostró una ralentización en la mayoría de los segmentos con un crecimiento anual de 1.6% en el primer semestre del año, siendo el crédito de vivienda el más resiliente (6.4%) y el comercial el más afectado, con una caída de 0.5% anual.

Es conveniente conocer también lo acontecido en la industria aseguradora. Del total de los activos del sector, dicha industria participa con cerca del 11%, mientras que del total de utilidades alcanzaba el 16% al cierre de 2020, participación que se ha venido reduciendo hasta cerca del 12% en el primer semestre de 2021, en medio de afectaciones por el incremento de la liquidación de siniestros.

En particular, información del gremio asegurador revela que los siniestros incurridos han tenido un incremento anual de 25.3% en el primer semestre del año, lo que ha afectado los resultados del sector.

En cuanto a las perspectivas de cierre de 2021, esperamos que las actividades financieras y de seguros presenten un crecimiento de 1.8% en el segundo semestre del año, con lo que el crecimiento para todo 2021 superaría el valor del año anterior alcanzando el 2.9%.

El desempeño del sector estaría impactado por altos niveles de siniestralidad en el sector asegurador, mientras que los programas de apoyo gubernamental no tendrían más vigencia, restringiendo un mayor crecimiento de dichas actividades.

Para el segundo semestre de 2021, anticipamos una variación anual de 5.4% de la cartera, con un impulso del segmento de vivienda (11.1%) y de consumo (10.4%).

Finalmente, para 2022 esperamos que el crecimiento anual del sector se acelere hasta 4.3%, siendo la segunda parte del año la de mejor comportamiento, favorecida por la reducción de la incertidumbre electoral que podría retrasar algunos planes de inversión. Durante 2022 proyectamos un crecimiento anual de 11.9% de la cartera, siendo el crédito de consumo el que reportaría el mejor desempeño, con un crecimiento anual de 18.5%, seguido del de vivienda que crecería 11.1% frente a 2021.

El desempeño del sector está impactado por una alta siniestralidad

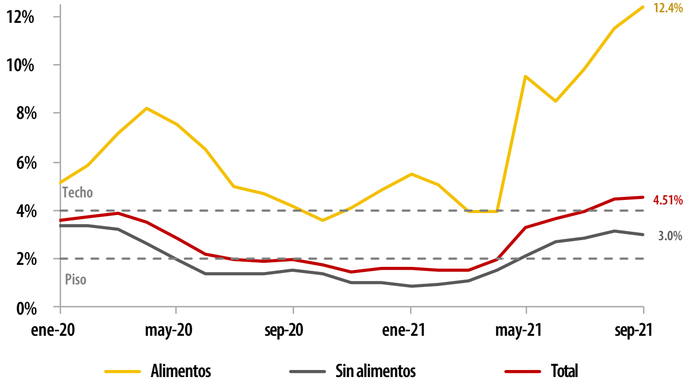
IV. INFLACIÓN _

A principios del 2021 aún existía mucha incertidumbre en las proyecciones de inflación para el final del año debido a los picos de la pandemia y las restricciones a la movilidad que se podrían generar. En enero la encuesta de Expectativas de inflación del Banco de la República mostraba que los analistas, en promedio, esperaban que la inflación del 2021 cerrara en 2.69%, mientras que en la última encuesta (octubre) se espera que la inflación cierre el año en 4.88%. El fuerte incremento en la expectativa de inflación para finales de año obedece a mejores perspectivas de crecimiento económico para el país, incrementos en la tasa de cambio, el choque del Paro Nacional al precio de los alimentos y aumentos en los costos de las materias primas, los fertilizantes y otros del sector productivo en general.

Como ya se señaló en la sección dos de este capítulo, la tendencia creciente de la inflación no ha sido un fenómeno exclusivo de Colombia, sino que ha sido un comportamiento global.

El incremento en el precio de las materias primas, factores climáticos adversos y problemas en las cadenas de suministro, entre otros, han generado algunas presiones inflacionarias a nivel mundial. Adicionalmente, a nivel local se le suman factores como el Paro Nacional y la fuerte devaluación del peso colombiano. A continuación, se destacan algunos puntos importantes que han impactado la inflación a lo largo del año en curso:

Inflación anual



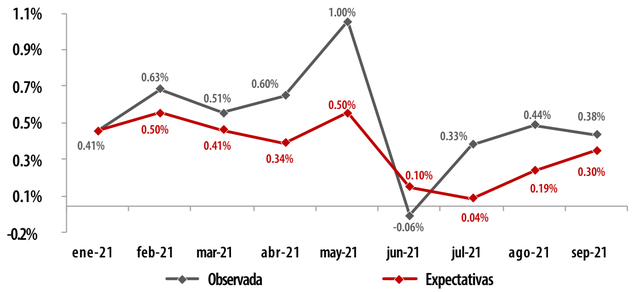
Fuente: DANE

En marzo la inflación mensual sorprendió al alza a los analistas, tras lo que se generaron aumentos continuos de la expectativa sobre la inflación para el final del año. En este mes, la división de alojamiento y servicios públicos presenta una fuerte contribución positiva por el aumento de los cánones de arrendamiento y de los servicios públicos como la electricidad y el acueducto. Por otro lado, la llegada al país de un nuevo operador de telefonía móvil al mercado de telecomunicaciones presionó las tarifas a la baja en la división de información y comunicación.

En abril la inflación continuó sorprendiendo al alza a los analistas y repuntó de manera considerable la inflación anual. La división de alimentos y bebidas no alcohólicas presentó la mayor contribución del mes por incrementos importantes en la carne de res y la papa. Así mismo, aportó de manera positiva la división de alojamiento y servicios públicos debido a la contribución de los arriendos, reflejando la normalización de las tarifas de estos. Por el contrario, de manera negativa se presentó un rezago en la disminución de las tarifas de telecomunicaciones debido a temas de facturación.

En el mes de mayo, debido al desabastecimiento de algunos bienes a causa de los bloqueos viales en el transcurso del Paro Nacional, la inflación mensual aumentó fuertemente. En particular, la división de alimentos y bebidas no alcohólicas explicó la mayor parte de la inflación del mes, por incrementos importantes en la carne de res, las papas, las frutas frescas, la carne de aves y los huevos. Así mismo, la división de restaurantes y hoteles presentó una contribución positiva por la necesidad de traspasar los precios al consumidor dado el aumento en los precios de los alimentos.

Expectativas de inflación vs inflación observada



Fuente: Banco de la República - Encuesta mensual de expectativas y DANE

Para junio, la inflación sorprendió negativamente a los analistas por cuenta del rebote de los alimentos y bebidas no alcohólicas, luego de la finalización de los bloqueos y el restablecimiento de la normalidad en el abastecimiento de las principales ciudades del país. Es importante resaltar que la disminución en los precios de los alimentos fue bastante inferior al alza presentada en mayo por los bloqueos viales, por incrementos en la tasa de cambio que incentivaron la exportación de carne de res, junto con aumentos en el precio de la carne de ave y huevos fruto de la muerte de millones de aves ponedoras y de consumo.

En julio, la inflación nuevamente se movió al alza. En esta ocasión, las mayores contribuciones provinieron de las divisiones de alojamiento y servicios públicos, restaurantes y hoteles, junto con los alimentos y bebidas no alcohólicas. Julio fué el tercer mes consecutivo en el que la inflación anual se ubicó dentro del rango meta del Banco de la República (2%-4%), aunque su valor (3.97%) estuvo muy cerca del límite superior de ese rango meta.

Septiembre fue el séptimo mes del año en el que la inflación mensual sorprendió al alza a los analistas.

Para este mes el alojamiento y los servicios públicos, la división de alimentos y bebidas no alcohólicas, junto con el transporte, explicaron en su mayoría el comportamiento de la inflación del periodo. Por el contrario, la división de educación presionó a la baja gracias la implementación de gratuidad en las matrículas de educación superior para instituciones públicas a los estratos 1, 2 y 3.

Para finales del 2021 esperamos que las presiones alcistas en los alimentos continúen dados los aumentos en los precios de las materias primas y el incremento sostenido en el precio de fertilizantes, abonos e insumos agrícolas. En Davivienda calculamos que la inflación anual en alimentos a diciembre del presente año será de 14.00%, de 3.42% sin alimentos y de 5.09% en la inflación total. Es importante señalar, sin embargo, que esta cifra podría ser más alta aún si en lo que resta del año el gobierno vuelve a realizar ajustes en los precios de la gasolina.

Por otro lado, para finales del presente año e inicios del 2022 no se descartan aumentos en el precio de los combustibles por parte del Ministerio de Minas y Energía si siguen las presiones por la tasa de cambio y el precio del petróleo Brent.
Dado lo anterior, se espera que la inflación total al finalizar el 2022 sea de 3.67%, la de alimentos de 7.20% y sin alimentos de 2.94%.

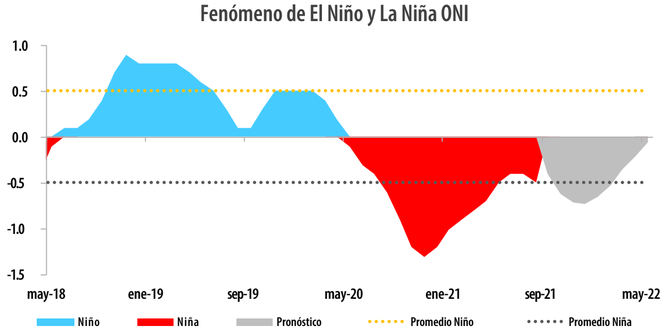
Proyección inflación anual

Año	Alimentos	Sin alimentos	Total
2021(e)	14.00%	3.42%	5.09%
2022(p)	7.20%	2.94%	3.67%

(e): Estimado, (p): Proyectado
Fuente: Estimaciones DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

En cuanto a fenómenos climáticos, el indicador *Oceanic Niño Index* (ONI) que mide la temperatura del Pacífico Sur y suele ser un buen indicador de seguimiento relativo al fenómeno de El Niño o La Niña, sugiere que estamos atravesando un fenómeno moderado de lluvias. Adicionalmente, las proyecciones que recopila la *National Oceanic and Atmospheric Administration* de los Estados Unidos para el indicador ONI, sugieren que el nivel de lluvias podría incrementar hasta sobrepasar el promedio del fenómeno de la Niña en el último trimestre del presente año.
Así mismo, se puede esperar que el nivel de lluvias disminuya a

mediados del segundo trimestre del 2022. De acuerdo con la información anterior, creemos que el factor climático no tendrá mayor influencia en la inflación del año 2022.



Fuente: NOAA.

No descartamos aumentos de precios en combustibles para inicios de 2022

V. POLÍTICA MONETARIA _

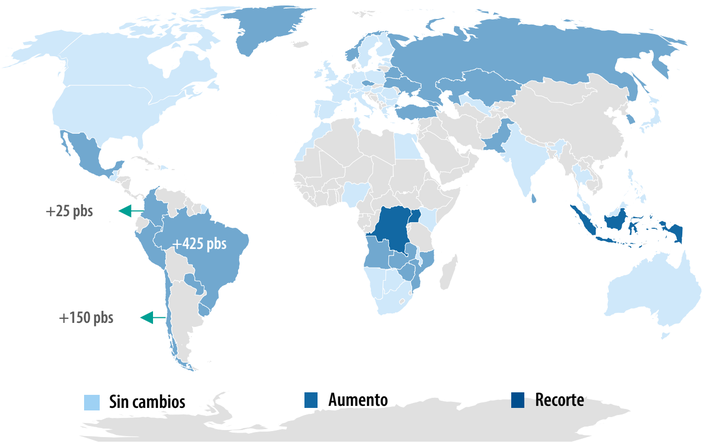
Como es bien conocido, durante 2020, y ante la emergencia desatada por la pandemia del covid-19, el Banco de la República debió realizar importantes esfuerzos para garantizar la liquidez del sistema financiero además de reducir los costos del crédito para aliviar la situación de los deudores. Como parte de este último esfuerzo, la tasa de política monetaria se redujo de 4.25%, que estaba vigente desde abril de 2018, hasta 3.75 a partir del 30 de marzo de 2020. Mediante sucesivas reducciones, esta tasa se llevó a 1.75 a partir del 28 de septiembre de 2020. Así mismo, el esfuerzo por aumentar la liquidez fue muy agresivo llevando al Banco emisor a realizar operaciones novedosas como la compra de títulos de deuda privada (Certificados de depósito expedidos por las entidades financieras y títulos representativos de cartera de los bancos). Como resultado de esta política, el saldo de las operaciones activas de regulación monetaria del Banco pasó de $23.8 billones en diciembre de 2019 a $39.9 billones al finalizar el mes de abril de 2020.

La mayor liquidez se otorgó a través de la compra de TES, Operaciones Repo y la inversión en títulos de deuda privada. Este último saldo alcanzó los 8.4 billones al finalizar abril de 2020, en contraste con el valor nulo de este saldo antes de la pandemia.

En lo corrido de 2021 la normalización de la política monetaria se ha venido dando en forma paulatina. A julio pasado[15] el saldo de las inversiones en títulos de deuda privada había descendido a $2.0 billones. Además, el saldo de TES que había ascendido hasta $19.9 billones en abril de 2020, ya estaba en 10.4 billones. Por último, en su reunión del pasado 30 de septiembre la junta fue unánime en su propósito de iniciar un proceso de aumento de tasas de interés y elevó por primera vez en 14 meses su tasa. El pasado 29 de octubre tomó además la decisión de aumentar en 50 puntos básicos su tasa de política. Es importante destacar que el proceso de normalización monetaria que viene haciendo el Banco de la República se está llevando a cabo simultáneamente por parte de otros bancos centrales en países emergentes y que el cambio de política obedece a la recuperación económica que hemos visto en este año, así como al crecimiento de la inflación.

[15] La comparación se realiza frente a los niveles observados en julio dado que como resultado de la asignación de DEGs al Banco de la República en agosto y la venta equivalente de dólares que esta institución realizó al Ministerio de Hacienda a cambio de TES, los saldos de las operaciones de control monetario variaron significativamente en agosto.

Cambios en política monetaria en 2021



Corte: 13 de octubre de 2021
Fuente: Bloomberg Finance LP

En cuanto a la política a aplicar en 2022 podrían formularse dos preguntas: 1. ¿Cuál sería el ritmo de ajuste de la tasa de intervención? y 2. ¿A qué nivel se espera que llegue esta tasa? En principio, nosotros esperamos que el proceso de normalización continúe llevando la tasa a un nivel ligeramente positivo en términos reales[16]. Con base en la decisión de la Junta Directiva del Banco de la República del pasado mes de octubre y la decisión de este organismo de aumentar las proyecciones de crecimiento para 2021 y 2022 es previsible que los incrementos de tasas en los próximos meses se hará de a cincuenta puntos básicos por reunión decisoria de política monetaria. Así las cosas, la tasa de interés de cierre para este año sería de 3.0% alcanzando un 4.5% hacia mediados del año 2022.

Claramente, este estimativo dependerá de la evolución de las dos variables objetivo del banco central: la inflación y el crecimiento. *Una inflación o un crecimiento superiores a los que hemos presentado en este documento podría llevar al Banco de la República a aumentar el ritmo de crecimiento de sus tasas e incluso su nivel.*

Sin embargo, dada la incertidumbre que hemos planteado relativa al entorno internacional, en particular sobre los efectos adversos de la inflación a nivel internacional y doméstico, consideramos que el Banco de la República continuará adelantando incrementos superiores a los comentados.

Es importante destacar que este proceso de normalización monetaria tomará un buen tiempo y que el Banco de la República ha sido claro en que en 2022 no se eliminará el estímulo monetario sino que se reducirá.

En 2022 se reducirá el estímulo monetario

[16] En la actualidad con una tasa de inflación cercana a 4.5% la tasa de interés real es ampliamente negativa.

VI. SECTOR EXTERNO _

Los efectos de la pandemia los pudimos observar en diferentes ámbitos de las economías a nivel global. Las actividades del sector externo tuvieron una fuerte afectación en 2020 derivadas de las medidas de aislamiento preventivo y a las restricciones del tránsito internacional de mercancías y pasajeros. Desde entonces, y de la mano de la flexibilización de estas medidas, comenzamos a ver la reactivación de las actividades del sector externo a pesar de que a la fecha persisten algunos aspectos que se constituyen como barreras a la recuperación de este tipo de actividades, como por ejemplo los cierres temporales de algunos puertos, el aumento en los precios de los fletes de transporte marítimo y la escasez de containers para el transporte de mercancías.

Teniendo en cuenta lo anterior y bajo un contexto de crecimiento de la economía colombiana, la recuperación de su demanda externa, que estimamos sería de 6.2% en 2021 después de una caída de una caída de -5.8% en 2020, un precio promedio del barril de petróleo de USD 68 por barril y la devaluación de la tasa de cambio, anticipamos que el déficit de cuenta corriente de Colombia será de 4.9% del PIB (USD -14,582 millones) en 2021. Este aumento es un reflejo de la recuperación de la actividad económica a nivel global y muestra un deterioro frente al déficit de 3.6% del PIB (USD -9,927 millones) registrado en 2020.

A nivel de sus componentes, en la cuenta de bienes y servicios esperamos en 2021 un aumento de su déficit, pasando de USD -13,375 millones en 2020 a USD -15,752 millones en 2021. Esta cifra recoge los efectos esperados de varios factores. Por parte de las exportaciones de bienes destacamos el crecimiento de la demanda externa de Colombia que estimamos será de 6.2%, después de que en 2020 registró una caída de 5.8%. A esto se suma la tendencia creciente de los precios de las materias primas como el petróleo, el carbón y el café (ver recuadro No. 3), que en conjunto cuentan con una participación superior al 50% dentro del total de exportaciones colombianas, y la devaluación del peso colombiano que favorece las ventas externas del país.

Aquí vale la pena destacar el desempeño que han tenido las exportaciones no tradicionales en lo corrido del año: entre enero y agosto de 2021 sumaron USD 11,906 millones, registrando un incremento de 26.1% y de 19.4% frente al mismo periodo de 2020 y de 2019, respectivamente. Este comportamiento ha sido impulsado especialmente por mayores exportaciones, principalmente de productos plásticos, productos químicos, manufacturas de metales y aparatos eléctricos.

Por el lado de las importaciones, de la mano de la reactivación económica surge la necesidad de que el país pueda contar con insumos y materia primas, lo cual impulsaría el aumento de las compras externas de bienes intermedios, mientras que las importaciones de bienes de consumo y de bienes de capital tendrían un crecimiento moderado, reflejando los efectos del aumento de la tasa de cambio.

Con relación a servicios anticipamos un incremento tanto en las exportaciones como en las importaciones, sin embargo, es importante mencionar que el hecho de que algunos países continúen con restricciones al acceso de pasajeros internacionales hace que la recuperación del transporte y el turismo internacional sea más lenta si la comparamos con el comercio internacional de bienes. Para la cuenta de ingreso primario (saldo neto entre los ingresos y egresos por pago de la renta de los factores), estimamos para 2021 un déficit de USD -8,555 millones, cifra que muestra un aumento de USD 3,211 millones frente al año anterior. El deterioro de este balance se daría como consecuencia de las mayores utilidades generadas por compañías extranjeras gracias a la recuperación del crecimiento del país, pero que a su vez verían su monto afectado al reexpresarlas en dólares dada la devaluación del peso colombiano.

En cuanto a las transferencias (ingreso secundario) se mantienen como el único rubro con un balance positivo y estimamos que su saldo ascendería a USD 9,725 millones en 2021, registrando un incremento de USD 832 millones frente al año anterior y que anticipamos se dará como resultado de la reactivación económica a nivel global, en especial en Estados Unidos y España, países que son los principales orígenes de los recursos que ingresan a Colombia por este concepto.

Resumen Balanza de Pagos
Millones USD

Rubro	2020	2021 (e)	2022 (p)
Cuenta corriente	-9,927	-14,582	-12,621
1. Bienes y servicios	-13,371	-15,752	-13,866
2. Renta de los factores (Ingreso primario)	-5,343	-8,555	-9,065
3. Transferencias (Ingreso secundario)	8,788	9,725	10,310
Cuenta Financiera	-8,319		
Errores y omisiones	1,608		

(e): estimaciones, (p): proyecciones
Fuente: Banco de la República y estimaciones DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

Para el año 2022, anticipamos una mejoría del balance externo frente a 2021 y proyectamos un déficit de cuenta corriente de -4.1% del PIB (USD -12,621 millones). En el escenario que planteamos para 2022, asumimos que no será necesario implementar nuevas restricciones para atender nuevos picos de la pandemia, lo cual permitirá finalizar el proceso de normalización de la actividad económica. Anticipamos que en el próximo año se lograrán solventar los problemas de disponibilidad de containers, se reducirán los costos de los fletes y tiempos de tránsito que hoy en día afectan las importaciones y exportaciones, lo cual permitiría la reconstrucción de los inventarios de materias primas.

Por otra parte, en la medida en que se siga avanzado en el proceso de vacunación de la población a nivel global esperamos que se levanten las restricciones de tránsito de pasajeros internacionales que a la fecha persisten. Teniendo en cuenta lo anterior, proyectamos que la cuenta de bienes y servicios cerrará el año con un saldo negativo de USD 13,866.

Para la renta de los factores proyectamos en 2022 un balance negativo de USD -9,065 millones, mostrando un moderado aumento frente al año anterior. Este resultado se origina en nuestra expectativa de que la economía colombiana mantenga un crecimiento positivo de su actividad económica y una devaluación de su tasa de cambio, aunque en magnitudes más moderadas frente a las esperadas para 2021.

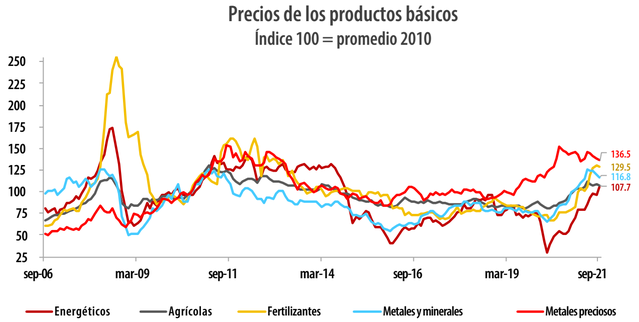
Finalmente, para las transferencias estimamos un balance de USD 10,310 millones para 2022, mostrando un aumento de USD 585 millones frente al año anterior, lo cual refleja un buen comportamiento de las economías de donde provienen la mayoría de los recursos por este concepto.

Para 2022 anticipamos una mejoría del balance externo

¿Hacia dónde van los precios de los productos básicos?
Recuadro No. 3

Los productos básicos son de gran importancia para la economía global pues constituyen los insumos fundamentales para la producción de bienes de mayor valor. Los precios de estas mercancías suelen experimentar fuertes oscilaciones en los mercados internacionales debido al nivel de homogeneización que las caracteriza. Los productos básicos, también denominados commodities, son vitales para muchos países en desarrollo toda vez que han basado buena parte de su economía, y en especial su comercio externo, en la producción y exportación de bienes primarios o con transformaciones de bajo valor agregado.

El Banco Mundial construye índices de precios para tres grandes grupos de productos básicos: (i) Energéticos, (ii) No energéticos, y (iii) Metales preciosos. Recurriendo a estos índices, se encuentran durante los últimos 15 años cuatro periodos prolongados de ascenso para los energéticos y los metales. A los tres primeros periodos sobrevino una fase mucho más acelerada de descenso, mientras que el cuarto periodo, el de la recuperación de la crisis del covid-19, se encuentra marcado por un crecimiento acelerado en los precios que, en el caso de los energéticos y los fertilizantes, no evidencia todavía haber alcanzado el pico.



Fuente: Banco Mundial - Pink Sheet

Para los bienes agrícolas, los metales preciosos y los fertilizantes se identifican tres periodos de ascenso: (i) el que culmina con la crisis financiera internacional de 2008, (ii) el que se extiende entre principios de 2009 y 2011 y (iii) el que se viene experimentando desde junio de 2020, a medida que avanza la recuperación global de la pandemia de covid-19, excepto para el caso de los metales preciosos, que venían creciendo desde el segundo semestre de 2018 y con la llegada de la pandemia aceleraron la valorización de sus cotizaciones. A la luz de los datos de los últimos meses, los precios de este último grupo parecen haber alcanzado un tope.

Los productos **energéticos** fueron el grupo más afectado por la pandemia, que derrumbó los precios de este índice 55.2% entre el trimestre marzo-mayo de 2019 y el mismo periodo de 2020. Vale la pena recordar que el petróleo de referencia BRENT descendió hasta los 23.34 USD/Barril en promedio durante abril del año pasado. Desde entonces los precios han escalado, superando los 83 USD/Barril en las últimas semanas, cotizaciones que no se observaban desde el desplome de los precios en 2014.

En el gas natural, el precio de referencia en Europa pasó de 2.14 USD/mmbtu en el trimestre marzo-mayo de 2020 a 7.39 USD/mmbtu en el mismo periodo de 2021, ascendiendo hasta 22.84 USD/mmbtu en septiembre pasado, un crecimiento de 245.8% y 968.3% respectivamente. El alza en las cotizaciones de carbón también ha sido creciente, pasando de 59.26 USD/Tonelada métrica en el periodo marzo-mayo de 2020 a 98.06 USD en el mismo periodo de este año y ascendiendo hasta 185.69 USD/Tonelada métrica en septiembre pasado, crecimientos de 65.5% y 213.3% respectivamente.

El alza acelerada de las cotizaciones que se ha observado en los últimos meses deriva de un descalce entre oferta y demanda en un mundo que ha empezado a demandar hidrocarburos y carbón más rápido de lo previsto en su camino a la recuperación. Entretanto, la oferta no ha podido reactivarse de la misma manera por cuenta de las restricciones operativas que permanecen como mecanismo preventivo ante la pandemia de covid-19 y los problemas derivados de estas restricciones que obstaculizan la cadena logística global y que se traducen en incrementos de tres dígitos en los costos de los fletes.

El índice de precios de los energéticos alcanzó en septiembre 106 puntos y aunque la expansión es notable, está lejos de su máximo histórico de 173.43 alcanzado en julio de 2008, cuando el petróleo referencia BRENT se cotizó en promedio a 133.9 USD/Barril, el carbón a 180 USD/Tonelada métrica y el gas natural se cotizaba a 11.15 USD/mmbtu en Estados Unidos y 14.37 USD/mmbtu en Europa.

El índice de precios agrícolas alcanzó el máximo histórico en febrero de 2011 debido a la subida de los precios del café, el té, el aceite de palma y el trigo, que llegaron a presentar crecimientos anuales de entre 77% y 182% por cuenta de las malas cosechas en los años anteriores; de la subida en el precio del petróleo, que encareció insumos y transporte; de los menores inventarios agrícolas en Estados Unidos y la Unión Europea, y de políticas más restrictivas a la exportación de alimentos ante la escasez relativa global. Para esa época, los precios de los fertilizantes también se encontraban en aumento y como insumo básico en la producción agrícola presionó también al alza las cotizaciones de estos bienes. Los precios de los fertilizantes tienen el rango más amplio de oscilación.

Hacia agosto de 2008 el índice del Banco Mundial que pondera cinco tipos de fertilizantes se ubicó en 256.1 puntos, el máximo histórico de este grupo y el valor más alto entre los diferentes índices de bienes básicos de la entidad multilateral.

Previo a la llegada de la pandemia, el índice de precios de los bienes agrícolas se encontraba en torno a los 85 puntos, mientras el de los fertilizantes se aproximaba a 73 puntos. Aunque durante los meses de abril y mayo de 2020 se observaron caídas leves por cuenta de los efectos de la pandemia, desde entonces ambos índices no han parado de crecer dado el encarecimiento de diferentes insumos como el petróleo y los problemas logísticos que dificultan el transporte y su disponibilidad en los diferentes centros de acopio alrededor del mundo. El índice de precios de los fertilizantes pasó de 71.49 puntos en el trimestre marzo-mayo de 2020 a 129.49 puntos en septiembre pasado, un crecimiento de 81.1%, mientras el índice agrícola creció 30.2% en el mismo lapso.

La canasta de **metales y minerales** salió relativamente bien librada de la pandemia.

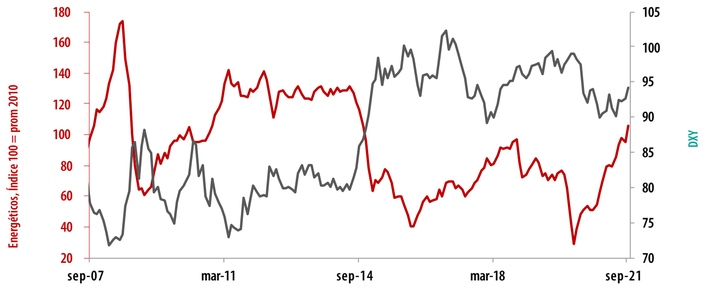
Aunque se experimentaron caídas temporales en los precios, fueron mucho menores que las observadas en los energéticos y la recuperación fue también más rápida. En efecto, entre mayo de 2020 y el mismo mes de 2021 el índice que recoge el precio de estos bienes no paró de crecer, como resultado de una economía que empezó a recuperarse más rápido de lo previsto y unas cadenas de producción y suministro que no pudieron responder tan rápido a la reactivación de la demanda. Aunque desde junio los precios parecen haberse estabilizado, lo cierto es que entre el periodo marzo-mayo de 2020 y el mismo periodo de 2021 los precios experimentaron un alza de 73.7%. Cuando se compara el mismo período base con septiembre de este año se observa una variación de 73%, lo que sugiere un agotamiento de la escalada en los precios de los metales. En el caso de los metales preciosos, se venían observando crecimientos importantes en sus precios durante los últimos años, jalonados especialmente por la cotización del oro que se valorizó 63.8% entre agosto de 2018 y el mismo mes de 2020. Desde agosto del año pasado el precio de los metales preciosos ha tenido algunas correcciones, aunque se mantiene en niveles históricamente altos, llevando el índice de este grupo de metales a 136.52 puntos en septiembre.

Algunos bienes básicos muestran importantes correlaciones negativas con el precio del dólar.

El caso más representativo es el de la canasta de energéticos, con una correlación históricamente alta (superior al 70%) frente al índice DXY. La razón de esta correlación radica en que el dólar funge como moneda de refugio.

Como buena parte del dinero que apalanca los mercados se invierte en títulos o empresas cuyo desempeño depende directa o indirectamente de lo que ocurre con los precios de los commodities, en cuanto se eleva la incertidumbre, los inversionistas recurren a un activo refugio como el dólar estadounidense, en detrimento de las inversiones y la especulación en empresas o títulos relacionados directa e indirectamente con el precio de estos bienes. Salvo contadas excepciones como el oro, los precios de los commodities se encuentran correlacionados generalmente de forma negativa con el DXY, por lo que medidas que afecten el precio de esa divisa, como cambios en la postura monetaria de Estados Unidos, pueden derivar en shocks al mercado de productos básicos.

Productos básicos energéticos vs. DXY



Fuente: Pink Sheet - Banco Mundial, Bloomberg Finance LP

En el caso del oro, el DXY conserva una correlación de asociación "mediana" positiva (entre el 30% y el 40% según el periodo analizado), pues al igual que el dólar, el oro es regularmente utilizado como un activo refugio. En todo caso, el oro sigue siendo preferido en los periodos en los que el dólar es menos atractivo para los inversionistas y viceversa, razón por la cual su correlación no es tan alta.

En síntesis, tres factores han estado presionando al alza las cotizaciones de los productos básicos en el periodo de recuperación de la pandemia de covid-19: en primer lugar, la demanda, que de la mano con una recuperación económica que ha surgido más rápido de lo previsto, ha requerido también de mayores volúmenes de materias primas para aumentar los niveles de producción. En segundo lugar, problemas de oferta, pues derivado de la pandemia se quebraron empresas en todo el mundo, lo que generó una disminución en la capacidad productiva global. En el caso de los bienes agrícolas, el fenómeno de La Niña, que ha estado presente con gran intensidad desde el año pasado, también ha generado afectaciones en los cultivos y por ende en la oferta agrícola. En tercer lugar, los problemas logísticos, que han generado escasez global de contenedores y encarecimiento de hasta tres dígitos porcentuales en los precios de los fletes.

Las **proyecciones** de la mayor parte de los analistas coinciden actualmente en que los precios de buena parte de las materias primas están altos de manera transitoria, pues en la medida en que se consiga superar los diferentes obstáculos de atención a la demanda que se tienen hoy, estos tenderían a presentar correcciones a la baja.

Aún para los bienes sobre los que no se tienen previstas correcciones prontas en el precio, las nuevas valorizaciones tendrán que ser cuando menos muy moderadas.

Es aquí donde recobra importancia la previsión sobre la duración de la fase ascendente en la que nos encontramos y cuál sería la cota superior, si la hay en el corto plazo, para los precios de los diferentes productos.

En el caso del petróleo, los analistas consultados por Bloomberg esperaban a finales de septiembre una cotización promedio del BRENT en 2021 de 69.79 USD/Barril y para 2022 ascendería hasta 70.98 USD/Barril. Estas previsiones suponen crecimiento de la economía global tanto en 2021 como en 2022, normalización en las cadenas de suministro, menores restricciones a la movilidad por cuenta de la pandemia y la recuperación del transporte aéreo que ha sido el segmento más rezagado entre los que más usan el *commodity*.

Pronósticos Banco Mundial: precios de commodities*
USD nominales

		2019	2020	2021 (pr)	2022 (pr)	2023 (pr)	
Agrícolas	Café (Arábiga)	2.88	3.32	3.50	3.55	3.60	(1)
	Azúcar	0.28	0.28	0.34	0.35	0.35	(1)
	Aceite de palma	601	752	975	983	992	(2)
Fertilizantes	DAP	306	312	450	425	400	(2)
	Roca de fosfato	88.0	76.1	90.0	91.9	93.8	(2)
	Cloruro de potasio	255.5	217.8	205.0	210.7	216.5	(2)
	TSP	295	265	410	380	360	(2)
	Urea	245.3	229.1	300.0	303.9	307.9	(2)
Energéticos	Carbón (AUS)	77.9	60.8	78.0	76.1	74.2	(2)
	Petróleo	61.4	41.3	56.0	60.0	61.0	(3)
	Gas natural (EE.UU.)	2.57	2.01	2.80	2.87	2.95	(4)
Metales Preciosos	Oro	1,392	1,770	1,700	1,600	1,550	(5)
	Plata	16.2	20.5	25.0	22.0	20.0	(5)
Metales y minerales	Cobre	6,010	6,174	8,500	7,500	7,555	(2)
	Mineral de hierro	93.8	108.9	135.0	100.0	98.3	(6)
	Niquel	13,914	13,787	16,500	16,000	16,146	(2)
	Aluminio	1,794	1,704	2,000	2,050	2,075	(2)

* Última actualización: abril de 2021.

(1) $/kg
(2) $/Ton. Métrica
(3) $/Barril

Fuente: Pink Sheet - Banco Mundial.

(4) $/Miles de millones de BTU
(5) $/Onza
(6) $/Ton. Métrica seca

En el caso de los bienes agrícolas, tanto el Banco Mundial como la FAO consideran que el alza experimentada en los precios de la mayor parte de estos bienes en los últimos dos años es estructural, por lo que no se prevén correcciones, sino más bien aumentos más moderados de los precios de estos bienes en los próximos años, con crecimientos anuales entre el 0.1% y el 3% entre 2022 y 2025. En la misma línea, el FMI anticipa que 2021 cerraría con crecimientos de 27.8% en el índice de alimentos y 14.1% en el índice de bebibles, mientras en 2022 las alzas serían de 1.9% y 5.8% respectivamente.

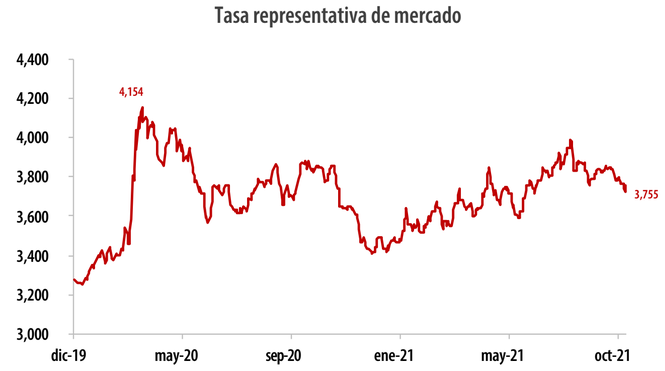
Los metales (incluidos los metales preciosos) y los fertilizantes son los bienes básicos sobre los que se esperan correcciones significativas. El Banco Mundial estima que las desvalorizaciones de estas mercancías serán entre -5% y -12% en el caso de los metales preciosos, mientras en los demás metales el rango va entre -3% y -26% según el tipo de metal, aunque sobre el aluminio se prevén nuevas subidas en el precio. El FMI declaró que espera un aumento en el índice de precios de los metales de entre 40% y 50% al cierre de 2021, mientras la corrección en 2022 implicaría una reducción en torno al 7%.

Colombia se beneficia de los altos precios del petróleo, el carbón y el café, por lo que las elevadas cotizaciones favorecen una mejora en la balanza comercial. En materia fiscal, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público señaló en junio de este año que por cada dólar que aumente el precio del petróleo por encima del estimado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo, el recaudo del Estado se incrementaría cerca de $0.5 billones, mientras que por cada 100 mil barriles diarios adicionales el aumento sería de $3 billones.

El aumento de precios de algunas materias primas sería transitorio

VII. TASA DE CAMBIO _

La tendencia de la tasa de cambio frente al dólar fue ascendente a lo largo de prácticamente todo el 2021. El año inició en $3,432 pesos por dólar y al finalizar el mes de septiembre alcanzó los $3,834.7. En los primeros nueve meses del año se alcanzó un máximo de $3,998.3, el día 10 de agosto.



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Corte: 15 de octubre de 2021

Para entender las causas de la devaluación del peso en 2021 debemos reiterar que en el corto plazo el comportamiento de la divisa norteamericana responde a tres variables principales (enfoque que hemos llamado La Triada): a) el riesgo país, b) el precio del petróleo y c) la devaluación o revaluación del dólar a nivel mundial. El aumento de la tasa de cambio en Colombia tiene estrecha relación con el aumento del riesgo país tanto de las primas de mercado como por efecto de la pérdida del grado de inversión por parte de las calificadoras Standard & Poor´s y Fitch. Esta situación obedece a que Colombia es uno de los pocos países emergentes que optaron por continuar las políticas fiscales expansivas en 2021 con lo cual la deuda sigue incrementándose en forma significativa.

En lo corrido de octubre de 2021 hemos visto una moderada apreciación del peso colombiano. Esto se debe a varios factores entre los que se destacan el aumento en los precios del petróleo y la monetización de los créditos tomados por Ecopetrol para pagar

la compra de ISA; así como la venta de cerca de USD 2,950 millones por parte del Banco de la República al gobierno a cambio de TES. Así las cosas, a nuestro modelo de los determinantes de corto plazo de la tasa de cambio se deben agregar los movimientos de compra y venta de dólares por parte del Gobierno nacional quien maneja una caja inusualmente alta de dólares por las operaciones comentadas. En septiembre pasado, el Gobierno Nacional vendió USD 2,244.9 en el mercado, la segunda cifra más alta en los últimos años después de las ventas récord efectuadas en mayo de 2020.

Para los próximos meses esperamos que las ventas del gobierno sigan ejerciendo una presión bajista acentuada por la desaceleración en la economía que estamos previendo para el próximo año y que deberá reflejarse en una menor demanda por importaciones y en una disminución del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. Sin embargo, debemos recordar que a raíz de la pérdida del grado de inversión la base de inversionistas dispuestos a venir al país es menor, lo que deberá generar alguna presión alcista en el mercado cambiario.

Así mismo, esperamos que los precios del petróleo sufran una corrección a la baja como resultado del aumento de la oferta de los países que no hacen parte de la Organización de Países Productores de Petróleo (Opep). Adicionalmente, el recorte del programa de estímulo monetario por parte de la FED debería continuar generando la apreciación del dólar a nivel global lo que de acuerdo con nuestro modelo (La Triada) significaría una devaluación del peso.

En atención a lo anterior, esperamos que las tasas de cambio se sitúen en niveles muy semejantes a los alcanzados en 2021. Con precaución deberá evaluarse el impacto que sobre la tasa de cambio pudiera llegar a tener un resultado electoral que lleve al poder a un candidato no percibido como amigable con las políticas de mercado.

La tasa de cambio alcanzó un máximo de **$3,998.3**

¿Qué pasó con la calificación de riesgo soberano de Colombia?

Recuadro No. 4

La pandemia generada por el covid-19 y las medidas implementadas para mitigar sus impactos se convirtieron en uno de los mayores retos que han enfrentado los gobiernos a nivel mundial en los últimos años. Tuvimos la oportunidad de ver como los diferentes gobiernos decidieron aumentar sus gastos para entregar ayudas a la población vulnerable, proteger el empleo y promover la recuperación de la actividad económica. A raíz de este tipo de acciones se presentó un deterioro generalizado de las finanzas públicas y algunos países vieron afectada su calificación de riesgo soberano.

En el año 2020 y en lo corrido de 2021, las principales agencias calificadoras de riesgo anunciaron el recorte de calificación para 28 países en promedio, y tal como se puede observar en la tabla, tan solo 6 de ellos perdieron el grado de inversión, incluyendo a Colombia.

Acciónes calificadoras de riesgo

Entidad	Acción	2020	2021*	Países afectados
Fitch	Aumento calificación	3	2	
	Entrega grado inversión	*0*	*0*	
	Recorte calificación	29	5	
	Retiro grado inversión	*3*	*1*	*Aruba, Colombia, Marruecos, San Marino*
Moody's	Aumento calificación	5	8	
	Entrega grado inversión	*0*	*3*	
	Recorte calificación	25	8	
	Retiro grado inversión	*2*	*0*	*Bahamas, Sur África*
S&P	Aumento calificación	3	3	
	Entrega grado inversión	*0*	*0*	
	Recorte calificación	21	2	
	Retiro grado inversión	*0*	*2*	*Colombia, Marruecos*

* Información para el periodo comprendido entre enero y septiembre.

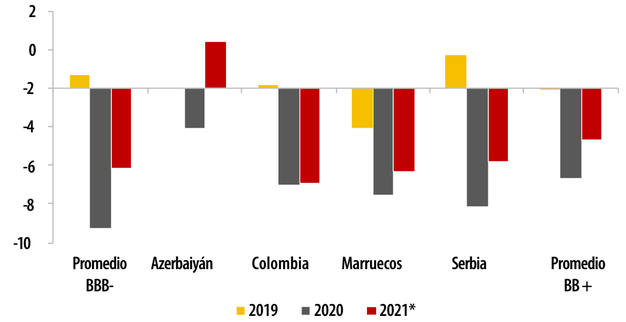
Fuente: Calificadoras de riesgo

El pasado mes de mayo S&P anunció su decisión de recortar la calificación de Colombia de BBB- a BB+ y de asignarle una perspectiva estable, siendo esta la primera agencia en retirar el grado de inversión a nuestro país. Al mismo tiempo, decidió mantener en BBB la calificación de riesgo para la deuda de largo plazo emitida en moneda local.

El principal argumento detrás de esta decisión fue el retiro del proyecto de ley de reforma estructural que el Gobierno presentó ante el Congreso y que generó un gran descontento en la población, tal como mencionamos en la primera parte de este documento. Para S&P dicho proyecto mostraba el compromiso del Gobierno con la sostenibilidad de las finanzas públicas y, a pesar de que anticipaban modificaciones, tenían la expectativa de que se generarían ingresos tanto temporales como permanentes que contribuirían con el proceso de mejoramiento de la situación fiscal del país. A pesar de los esfuerzos adicionales del Gobierno para concertar una nueva reforma, para esta calificadora se redujeron las posibilidades de que el país lograra la implementación de ajustes estructurales en materia fiscal en el corto plazo.

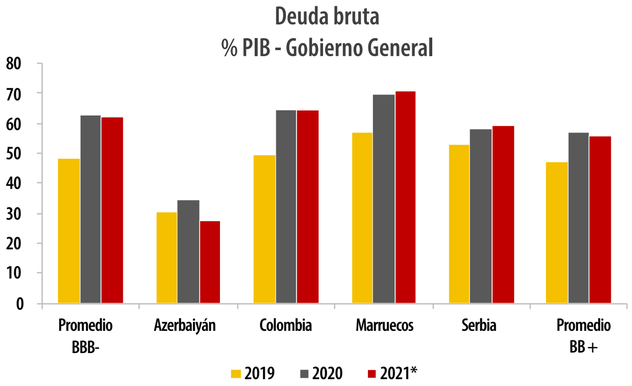
A continuación, presentamos algunas cifras fiscales de Colombia comparadas con aquellas de los países que hoy en día S&P clasifica como BBB-[17] y BB+[18]. Las calificaciones de riesgo soberano son opiniones sobre la capacidad de los gobiernos para atender sus compromisos asociados a su deuda, las cuales no solo se basan en la situación de las finanzas públicas de un país, tienen en cuenta otros aspectos macroeconómicos, aspectos institucionales y sociales de cada país. Dentro de esta última categoría podemos encontrar la situación de orden público, la fortaleza de las instituciones públicas y la capacidad del gobierno para implementar medidas en los momentos que lo considere necesario. Es importante tener esto presente al momento de revisar las siguientes gráficas.

Balance fiscal
% PIB - Gobierno General

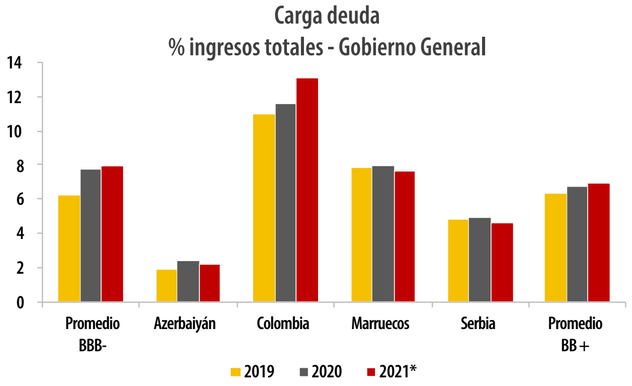


* Proyecciones
Fuente: Capital IQ, Risk Sovereign Indicators

[17] Al corte de septiembre de 2021, los países que S&P califica como BBB- son: Chipre, Croacia, Curazao, India, Kazajstán, Monserrat, Rumania, Rusia y Trinidad y Tobago.
[18] Al corte de septiembre 30 de 2021, los países que S&P califica como BB+ son: Azerbaiyán, Colombia, Marruecos y Serbia.



* Proyecciones
Fuente: Capital IQ, Risk Sovereign Indicators



* Proyecciones
Fuente: Capital IQ, Risk Sovereign Indicators

Posterior a esto, en julio, la calificadora Fitch dio a conocer su decisión de recortar de BBB-[19] a BB+[20] la calificación de riesgo soberano de Colombia y cambió su perspectiva de negativa a estable, convirtiéndose en la segunda calificadora que le retiró el grado de inversión a Colombia. La principal razón para adoptar esta decisión fue el deterioro que han sufrido las finanzas públicas del país, lo cual se refleja en un incremento del déficit fiscal del Gobierno General, de -2.6% del PIB en 2019 a -7.2% del PIB en 2020, y en el incremento de 13.6p.p con el que la deuda pública neta del Gobierno General llegó a 58.3% del PIB al cierre del 2020. Esta última cifra contrasta frente a la mediana estimada para los países que Fitch califica como BBB- y BB+ , las cuales ascienden a 54.2% y 59.1%, respectivamente. A esto se suma la situación en torno al primer proyecto de reforma tributaria que terminó siendo retirada del Congreso y la menor confianza que tienen en que el Gobierno logre iniciar el proceso de reducción de su deuda en los próximos años. Teniendo esto en cuenta, coinciden con la percepción de S&P en cuanto a la reducción de las posibilidades de que Colombia logre realizar ajustes fiscales de carácter estructural en el corto plazo.

[19] Al corte de septiembre 30 de 2021, los países que Fitch califica como BBB- son: Chipre, Croacia, India, Italia, México, Panamá, Rumania y Uruguay.
[20] Al corte de septiembre 30 de 2021, los países que Fitch califica como BB+ son: Azerbaiyán, Colombia, Macedonia, Marruecos, Paraguay, San Marino y Serbia.

Ambas entidades proyectan que los ajustes que podrá realizar el país en materia fiscal en los próximos años y en especial en el 2022 serán de una menor magnitud en comparación con las metas establecidas por el Gobierno y coinciden en establecer que puede darse un nuevo recorte de la calificación de Colombia en el evento de que el país no logre contener el deterioro de sus finanzas públicas y la deuda pública continúe aumentando.

Contener el deterioro fiscal ayudará a evitar nuevos recortes de calificación

VIII. FINANZAS PÚBLICAS _

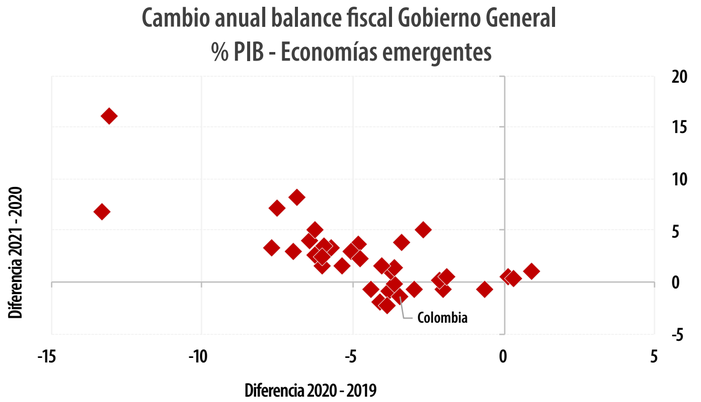
A lo largo del año pasado observamos un fuerte deterioro de las finanzas públicas a lo largo del mundo como resultado de las medidas establecidas para mitigar los efectos de la pandemia. Colombia no fue ajena a esta situación, el déficit fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC) pasó de ser -2.5% del PIB en 2019 a -7.8% del PIB en 2020, mientras que su deuda bruta pasó de representar 50.3% del PIB a 64.8% PIB en el mismo período de tiempo. Este gran deterioro se dio como resultado de las medidas implementadas para mitigar los efectos de la pandemia y promover la recuperación de la actividad económica.

En la actualidad nuestro país enfrenta el reto de volver a llevar sus finanzas públicas a una senda de mejoramiento en la cual logre reducir el déficit fiscal e inicie el proceso de reducción de su deuda pública en el mediano plazo, en un contexto en donde el Gobierno se ha convertido en una fuente importante de ayudas para la población vulnerable y las empresas afectadas.

Como se ha mencionado en varias oportunidades en este texto, dos de las tres principales agencias calificadoras adoptaron la decisión de reducir la calificación de riesgo soberano de Colombia y le retiraron el grado de inversión.

Ante esta situación, en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) se planteó como meta del GNC aumentar su déficit hasta -8.6% del PIB para 2021, sorprendiendo con un deterioro del balance fiscal por segundo año consecutivo. Después de la magnitud de los esfuerzos fiscales realizados a nivel global en 2020, Colombia se convirtió en uno de los países emergentes, junto con Algeria, Bulgaria, Chile, Filipinas y Tailandia, que decidió continuar con el aumento de sus gastos durante el presente año y retrasar la implementación del ajuste fiscal, limitando aún más la capacidad de respuesta del Gobierno para responder ante nuevos choques externos, situación que añade una vulnerabilidad adicional a la economía colombiana.

En la siguiente tabla se presentan los principales rubros del balance fiscal del GNC.



Fuente: FMI - Monitor fiscal

Como se puede observar, para 2021 se plantea un incremento anual de 17.5% en los ingresos del GNC como resultado, principalmente, de la aceleración de la actividad económica en el país y de la recuperación de los precios internacionales del petróleo, que impactan de forma positiva los ingresos tributarios y los ingresos por concepto de excedentes de capital.

Por parte de los gastos, se estima un incremento anual de 19.4%, principalmente, asociado a gastos para atender la pandemia que no fueron ejecutados en la vigencia anterior como, por ejemplo, la compra de vacunas contra el covid-19. Adicionalmente, están los gastos de inversión, donde se incluyen los recursos que el Gobierno asignó para la implementación del programa de reactivación económica denominado "Compromiso por Colombia", así como los mayores recursos destinados al pago de intereses.

Sobre estas cifras es importante hacer una salvedad: los supuestos utilizados por el Gobierno para su construcción resultaron ser conservadores en especial aquellos para 2021. Como ya lo planteamos, estimamos que la economía colombiana alcanzaría un crecimiento de 8.9% en 2021, situación que generaría un mayor nivel de recaudo tributario. Ante esta situación, surge el interrogante de cómo el Gobierno debería hacer uso de esos recursos adicionales y nosotros coincidimos con la postura dada a conocer por el Comité de la Regla Fiscal, que recomienda iniciar el ajuste de sus finanzas antes de destinarlos a nuevos gastos.

Balance fiscal Gobierno Nacional Central*

Rubro	2021	2022	2021	2022	Var % Anual
	$ Billones		% PIB		21 / 20
Ingresos totales	**179.2**	**194.0**	**16.2**	**16.2**	**8.3%**
Tributarios	151.1	170.0	13.7	14.2	0.1
Proyecto Inv. Social	0.6	3.4	0.1	0.3	4.7
No tributarios	1.4	1.5	0.1	0.1	0.1
Fondos especiales	1.4	1.5	0.1	0.1	0.1
Recursos de capital	25.3	20.7	2.3	1.7	-0.2
Gastos totales	**275.0**	**277.5**	**24.8**	**23.2**	**0.0**
Intereses	36.8	41.3	3.3	3.5	0.1
Funcionamiento	197.0	204.4	17.8	17.1	0.0
Inversión	30.1	25.4	2.7	2.1	-0.2
Proyecto Inv. Social	11.1	6.3	1.0	0.5	-0.4
Balance total	**-95.8**	**-85.6**	**-8.6**	**-7.0**	**-0.1**
Balance primario	**-59.0**	**-42.2**	**-5.3**	**-3.5**	**-0.3**

* Cifras proyectadas
Fuente: Ministerio Hacienda, MFMP 2021

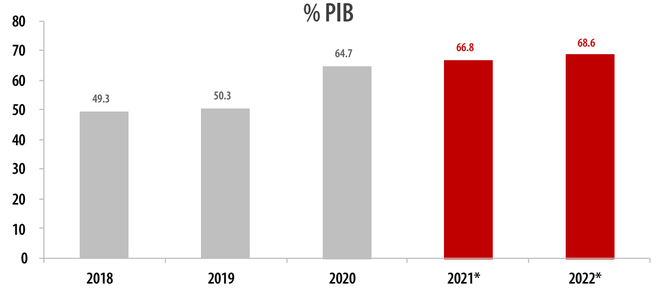
Por su parte, para la vigencia 2022 se estableció como meta un déficit del GNC del 7.0% respecto al PIB, mostrando una reducción de apenas el 1.7% del PIB frente a 2021.

Para lograr esto se estima un aumento de 8.2% en los ingresos totales del GNC, que resulta de un mayor recaudo tributario, impulsado, principalmente, por el buen desempeño económico en 2021. Adicionalmente, se espera comenzar a recibir recursos derivados de las medidas implementadas con la "Ley de Inversión Social", sin embargo, es importante recordar que una gran parte del recaudo esperado no se generará en este año ya que proviene del aumento de la tasa de tributación a las empresas y por lo tanto solo será efectivo desde 2023. Por parte de los gastos, se anticipa un crecimiento de tan solo 0.9% ya que se iniciará el desmonte de los estímulos entregados por el Gobierno y la continuación de las medidas de austeridad, cuyo efecto resulta ser compensado por el aumento en las transferencias del Sistema General de Participaciones y transferencias para atender el pasivo pensional.

De forma similar a lo observado con el déficit fiscal, la deuda bruta del GNC también mostró un fuerte deterioro, pasó de representar 50.3% del PIB en 2019 a 64.8% del PIB en 2020 y de acuerdo a las estimaciones oficiales llegaría a ser 66.8% y 68.6% del PIB en 2021 y 2022, respectivamente.

Estos últimos incrementos reflejan la decisión de extender los estímulos para la recuperación de la actividad económica en el país y atender los reclamos de gasto social de la población, sumándose a los factores de cuestionamiento que han surgido sobre la capacidad de Colombia para sostener su deuda si esta se mantiene con una trayectoria creciente. Recordemos que a pesar de que existen países con niveles de deuda superiores a los de Colombia, los recursos que se requieren para cubrir el servicio de la deuda representan cerca del 15% de sus ingresos, lo cual limita de forma significativa el gasto público en el país.

Deuda bruta Gobierno Nacional Central
% PIB



* Proyecciones
Fuente: Ministerio de Hacienda, MFMP 2021

Para finalizar, queremos hacer un breve comentario adicional sobre la "Ley de Inversión Social" que fue aprobada recientemente. Al principio de este documento comentamos que la propuesta inicial de reforma tributaria presentada por el Gobierno no fue bien recibida por la población. Ante las protestas desatadas se adoptó la decisión de presentar una reforma previamente concertada y que se convirtió en la "Ley de Inversión Social". Gracias a las medidas incluidas en esta Ley se espera generar un recaudo cerca de $15 billones y un recaudo transitorio de $2.7 billones, sin embargo, desde ya se anticipa la necesidad de realizar una nueva reforma tributaria en los próximos años. Esta situación, en conjunto con la disposición para continuar con los ajustes requeridos en materia fiscal, se constituyen en los principales retos que deberá enfrentar la próxima administración para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Reto 2022: garantizar sostenibilidad finanzas públicas

Resumen Proyecciones Macroeconómicas

I. Producto Interno Bruto por actividad económica

(Variación anual)

Variables	2021 (e)	2022 (p)
Agricultura, ganaderia y caza	3.4%	5.4%
Explotación minas y canteras	1.2%	5.3%
Industria manufacturera	15.2%	6.4%
Suministro electricidad, gas y agua	3.6%	1.8%
Construcción	10.4%	9.0%
Comercio, transporte y hoteles	17.9%	4.7%
Información y comunicaciones	7.6%	1.8%
Actividades financieras y de seguros	2.9%	4.3%
Actividades inmobiliarias	2.0%	2.2%
Actividades profesionales, científicas y técnicas	5.0%	3.4%
Admo pública, educación y salud	4.6%	2.0%
Actividades artísticas y de los hogares	32.9%	2.6%
Producto Interno Bruto	**8.9%**	**3.4%**

II. Producto Interno Bruto por el lado del gasto

(Variación anual)

Variables	2021 (e)	2022 (p)
Importaciones	18.4%	6.9%
Consumo total	10.6%	3.3%
Consumo de los hogares	4.4%	3.1%
Consumo del gobierno	9.4%	3.3%
Formación bruta de capital	10.9%	6.3%
Exportaciones	16.5%	5.0%
Producto Interno Bruto	**8.9%**	**3.4%**

III. Balanza de Pagos

(Millones USD)

Rubro	2021 (e)	2022 (p)
Cuenta corriente	-14,582	-12,621
1. Bienes y servicios	-15,752	-13,866
2. Renta de los factores (Ingreso primario)	-8,555	-9,065
3. Transferencias (Ingreso secundario)	9,725	10,310

VI. Otras variables domésticas

Variables	2021 (e)	2022 (p)
Tasa intervención Banco de la República (fin periodo)	1.92%	3.42%
Inflación anual	5.09%	3.67%
Tasa de cambio (promedio)	3,719	3,830
Devaluación (promedio)	0.7%	3.0%

V. Otras variables internacionales

(Promedio anual)

Variables	2021 (e)	2022 (p)
Federal funds rate (limite superior - promedio anual)	0.25%	0.25%
Prime rate (promedio anual)	3.3%	3.3%
Petróleo (U$/brr promedio anual - referencia Brent)	68.7	67.0

(e): Estimado, (p): Proyectado

Fuente: Estimaciones DAVIVIENDA - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

EL LIBRO 2022

¿EN QUÉ INVERTIR?

CONTEXTO:
¿EN QUÉ PARTE DEL CICLO ESTAMOS?

ACTIVOS
FINANCIEROS

RESUMEN 2022

La normalización de la política monetaria global será uno de los elementos principales a tener en cuenta al momento de tomar decisiones de inversión, en un entorno en el que las presiones inflacionarias se han hecho más notorias y persistentes, sumándose a un rebote de la actividad económica más fuerte de lo anticipado. En mercados internacionales, consideramos que la renta fija enfrentará un escenario muy retador, por lo que nos inclinamos a favorecer la inversión en acciones en los portafolios. En renta fija local, consideramos que una vez se defina el rumbo político del país, el desempeño será positivo y, dadas las tasas de rentabilidad que podría alcanzar, se abriría una oportunidad de inversión muy atractiva de largo plazo. Finalmente, en acciones locales estimamos que el desempeño de casi todas las compañías bajo análisis mantendrá la tendencia positiva evidenciada en los últimos trimestres, lo que soporta nuestra expectativa frente al desempeño del mercado.

Davivienda Corredores

¿EN QUÉ PARTE DEL CICLO ECONÓMICO ESTAMOS? _

La expansión de la economía se mantendrá

- Tras la recesión económica derivada de la pandemia del COVID-19, las respuestas extraordinarias de política monetaria y fiscal facilitaron el proceso de recuperación; especialmente en economías avanzadas, donde incluso el ciclo económico parece haber retomado algunas características de una etapa de crecimiento maduro.

- En Estados Unidos, la moderación de la confianza de los consumidores y de las expectativas de crecimiento económico, junto con altos precios de los activos financieros, la vivienda y las bajas primas de riesgo de crédito son algunos factores que respaldan este hecho.

- En medio de disrupciones sobre las cadenas de suministros, que han presionado al alza los precios de insumos y bienes finales, ha cobrado especial relevancia evaluar la probabilidad de ocurrencia de un periodo de estanflación.

- Aunque se identifican diferentes factores de riesgo para la dinámica económica global, pareciera que el ciclo de expansión puede mantenerse dado el nivel de tasas de interés reales negativas y la holgura del mercado laboral, entre otros factores.

De cara a la toma de decisiones de inversión para el año 2022, es relevante abordar la pregunta de cuál es el orden económico global que ha seguido a la pandemia del COVID-19 y que, en el marco de casi dos años, ha venido transformando la visión de los inversionistas sobre la dinámica de los mercados.

Este ejercicio, que parte del esfuerzo por comprender los impactos económicos derivados tanto del choque mismo como de las respuestas de política para contenerlo, debería facilitar el propósito de capturar las oportunidades de inversión en el contexto actual.

Aunque para tal fin se propone la identificación de tendencias vigentes en el contexto económico global, el énfasis ocasional en casos particulares como el de la economía estadounidense nos permitirá aclarar el panorama aquí presentado.

Se debe notar que el contexto económico previo a la aparición del COVID-19 recogía las características del fin de un ciclo expansivo de la economía. Efectivamente, durante el año 2019 factores como: i) la desaceleración del crecimiento económico global (que de hecho en ese año fue de 2.8%, frente al promedio de los últimos años más cercano al 4%), ii) las valoraciones demasiado justas de los activos financieros y unas primas de riesgo particularmente comprimidas y, iii) el aumento de la deuda a nivel global, encajaban en un contexto que anticipaba este fin del ciclo expansivo de la economía y planteaba dudas sobre la posibilidad de ocurrencia de una recesión.
Así, el inicio de la crisis sanitaria en el primer trimestre de 2020 fungió también como el catalizador de un nuevo periodo de crisis económica. A pesar de los esfuerzos para contener la propagación de la enfermedad, el número de fallecidos a nivel global se acerca a 5 millones de acuerdo con cifras de la Universidad Johns Hopkins, y esta sigue pesando en mayor medida en aquellos países con menor avance en la vacunación a nivel global.

Pero también en el frente económico, por la incertidumbre del mismo fenómeno, la imposición de restricciones a la movilidad y el cese de actividades productivas significó una contracción económica global sin precedentes, siendo de -3.2% en 2020, superior a la observada en la Crisis Financiera Global de 2007-2009 (cuando la economía mundial cayó -0.1%).

No obstante, las respuestas para hacer frente a la crisis sanitaria permitieron que, a lo largo del año 2021, se consolidara un camino de recuperación económica importante que se describe a continuación.

I. UNA RECUPERACIÓN EN DOS ETAPAS_

I.I. 1S21: De grandes estímulos

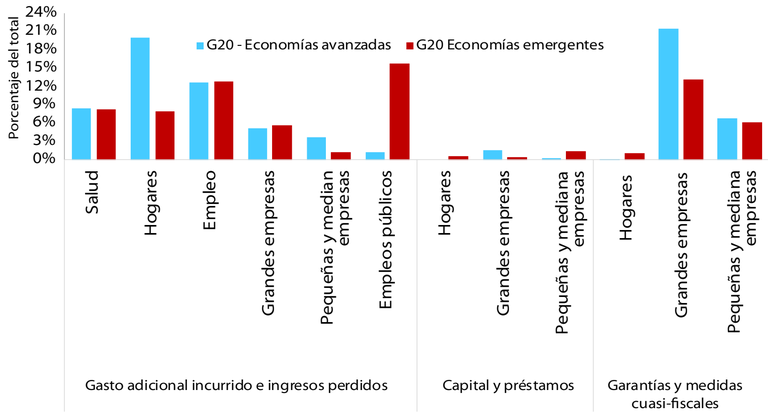
Aunque menos de dos años después de la aparición del COVID-19 como fenómeno global, difícilmente se concedería que han quedado atrás los impactos económicos y sanitarios derivados, se debe reconocer que el proceso de recuperación de las economías ha sido, en gran parte, más acelerado y positivo frente a lo inicialmente presupuestado.

Lo anterior es consecuencia sin duda de los grandes esfuerzos en materia fiscal y monetaria que tuvieron lugar en lo corrido del año 2020 y todavía en el primer semestre del presente año.

Sobre el frente fiscal, el FMI ha consignado cómo los esfuerzos para hacer frente a la crisis sanitaria se concentraron en medidas para la protección del empleo, el robustecimiento del sistema de salud y de la vacunación contra el COVID-19 y la facilitación de liquidez a los hogares.

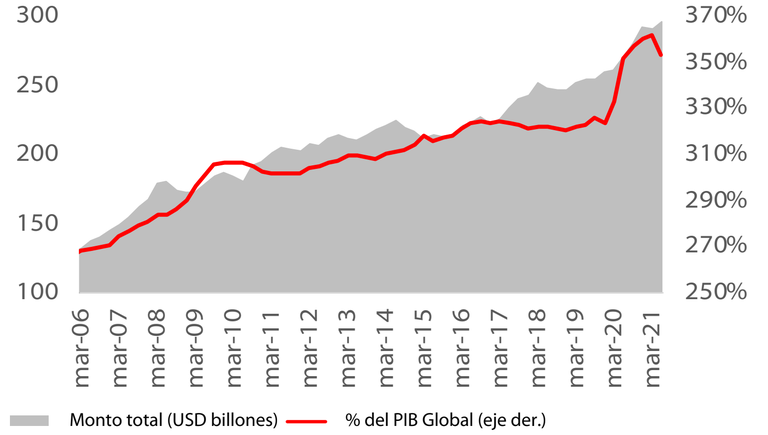
Con información con corte al 1T21, se estima que en economías avanzadas, como la de Japón, el gasto fiscal incurrido desde el inicio de la pandemia representó el 54.9% de su PIB, seguido de esfuerzos de otras grandes economías como las de Estados Unidos y Alemania, de 26.8% y 20.3% del PIB, respectivamente. De hecho, entidades como el Instituto de Finanzas Internacionales (o IIF por sus siglas en inglés) han documentado de manera más general este incremento histórico de la deuda global total, estimando que al término del segundo cuarto de 2021 esta alcanzó USD 296 billones, el equivalente al 353% del PIB mundial.

Clases de beneficiaros



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Deuda global



Fuente: Instituto de Finanzas Internacionales

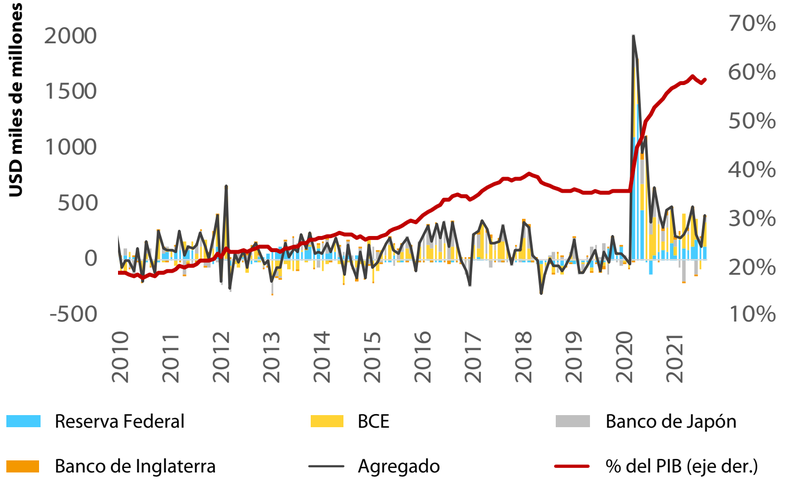
9,0

Desde el frente monetario, también se ha reportado cómo bancos centrales en economías avanzadas como las de Estados Unidos y la Zona Euro continuaron expandiendo sus hojas de balance a ritmos sin precedentes. Lo anterior, se dio en el marco de sus programas de compra de activos como herramientas para favorecer la liquidez del mercado en un contexto retador como el del COVID-19.

Sin embargo, la expansión ha sido tal que hasta el primer semestre del año, la hoja de balance del Banco Central Europeo llegó a EUR 7.87 billones (el equivalente al 66.9% del PIB de la Zona Euro), mientras que la de la Reserva Federal totalizó los USD 8.07 billones (o el 36.8% del PIB en Estados Unidos). En el caso de este último, la dinámica de compras ha llegado a superar la emisión mensual en deuda pública del Tesoro americano.

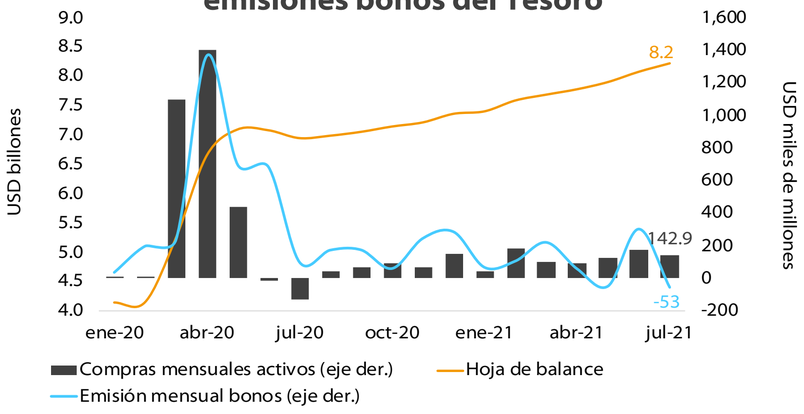
Compras de activos de principales emisores representa el 58.7% de su PIB

Cambio en la hoja de balance de los principales bancos centrales



Fuente: Fondo Monetario Internacional

Balance de activos Fed versus emisiones bonos del Tesoro



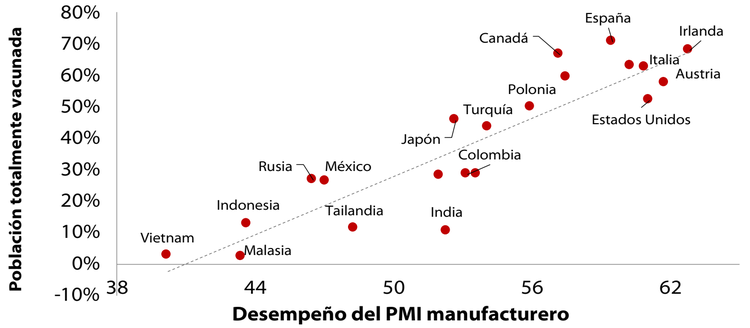
Fuente: Bloomberg.

Lo cierto es que, en un contexto de reactivación, esto permitió una evolución muy favorable de las perspectivas de crecimiento y con ellas de recuperación, que para países como Estados Unidos supuso el retorno a niveles de PIB prepandémicos tan pronto como al cierre del primer semestre del año.

Pero también entre los países con un avance significativo de sus programas de vacunación, se observó un repunte importante de la dinámica del sector manufacturero y de servicios que, medidos por el PMI, alcanzaron lecturas máximas históricas del indicador en países como el Reino Unido y economías como la de la Zona Euro hacia el mes de junio.

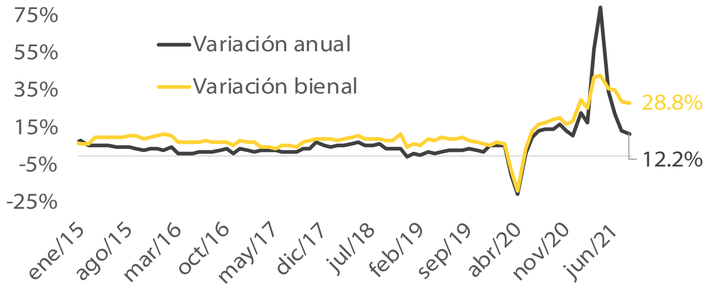
De hecho, la dinámica manufacturera resulta particular y atípica de un periodo de crisis, toda vez que el aplazamiento de decisiones de consumo (sobre todo en bienes durables) no se materializó. Sin embargo, es un hecho que los esfuerzos para hacer frente a la crisis sanitaria permitieron que el consumo de bienes se mantuviese resiliente e incluso creciera en términos tanto anuales como bienales hacia la primera parte del año.

Desempeño manufacturero y progreso en la vacunación



Fuente: Our World in Data y IHS Markit | Datos con corte al 30/08/2021.

Consumo de bienes durables en Estados Unidos



Fuente: FRED.

I.II. 2S21: De vuelta al ciclo maduro de crecimiento de la economía

Hacia la segunda mitad del año, el ritmo de recuperación de la economía global perdió cierto ímpetu a la vez que, con la aparición de nuevas variantes más contagiosas del virus, se reanimaron algunos temores asociados al impacto de los casos de COVID-19. En este proceso, la aproximación o las respuestas de política para hacer frente al avance de la enfermedad fueron determinantes para el orden económico que ha caracterizado esta segunda fase de recuperación.

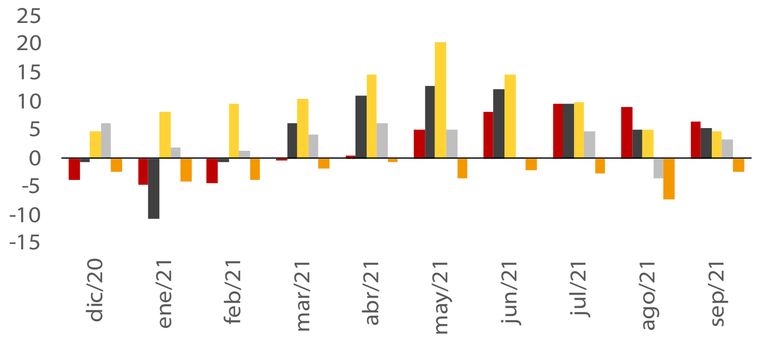
En el caso de las economías del hemisferio occidental, el aumento en casos de contagio ya no necesariamente se tradujo en nuevos cierres de sus actividades productivas. Es cierto que el ritmo de expansión de los sectores manufacturero y de servicios se moderó con el aumento en las cifras de COVID-19, sin embargo estos sectores se mantuvieron en terreno expansivo, a la luz de las cifras de PMI.

Sin embargo, este impacto fue más profundo en las economías orientales y llevó nuevamente el PMI a niveles contractivos, donde las respuestas de política aún reflejaron una menor tolerancia al aumento en casos de contagio y países como China han procedido a la reimposición estricta de medidas para contener la enfermedad. Lo anterior, supuso el cierre parcial de actividades productivas y de algunos de sus principales puertos marítimos, con lo que el aumento de los costos de los fletes desde China hacia diferentes partes del mundo aumentó de pronto a ritmos sin precedentes.

Puntualmente, se ha documentado cómo frente a las tarifas promedio de fletes durante el año 2019, los costos de transporte desde China hacia el este de Estados Unidos y a Latinoamérica han aumentado en 345% y 507%, respectivamente.

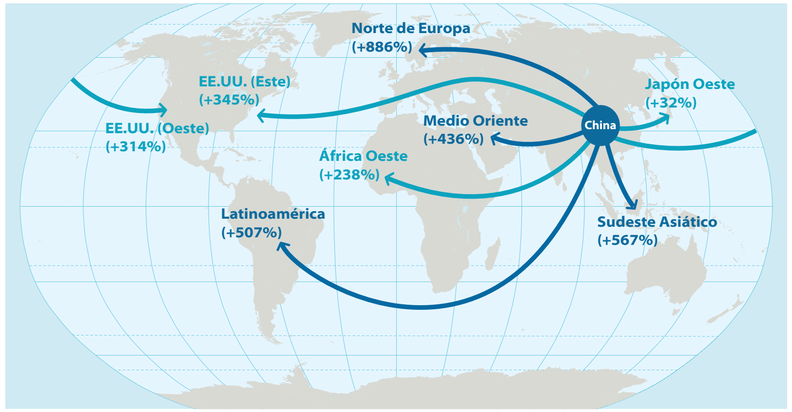
La pandemia sigue pesando sobre la dinámica normal del comercio global

PMI de servicios
(diferencia respecto a nivel clave de 50 puntos)



Fuente: IHS Markit.

Tarifas de fletes
(Cambio porcentual frente a tarifas promedio de 2019)

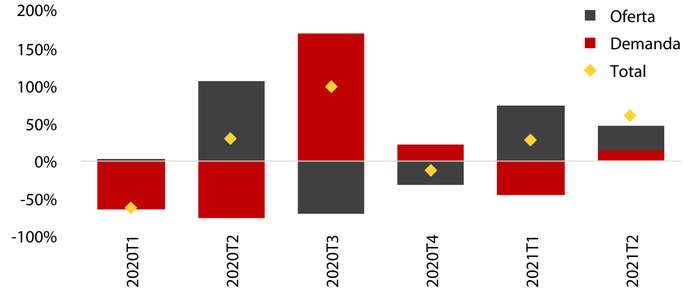


Fuente: The Economist con información de Clarksons research

En materia inflacionaria, en el 2021 se anticipaba un repunte significativo de la dinámica de los precios. Lo anterior incorporaba los efectos base de comparación, toda vez que el contraste de la situación económica actual de reactivación frente al contexto económico de hace un año hacia previsible este incremento. En la medida que hacía la segunda parte del año este efecto ha venido disipándose, la pregunta que ha cobrado relevancia en este periodo es qué tanto más podrán subir los precios dados los amplios estímulos otorgados durante la primera fase de recuperación.

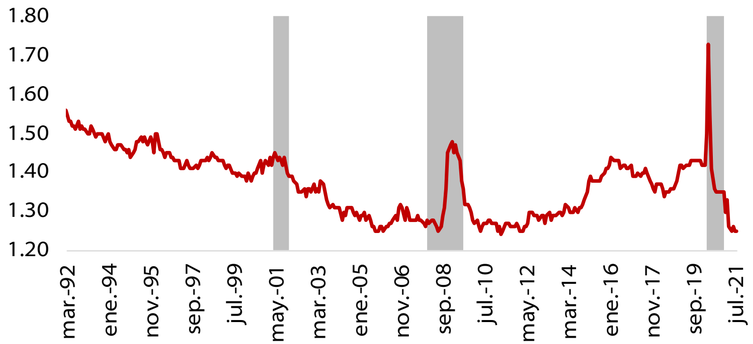
De hecho, en este contexto, el repunte inflacionario también ha respondido a la dinámica de desequilibrios entre la oferta y la demanda: Mientras que las medidas para otorgar mayor liquidez a los hogares favorecieron la demanda de bienes, las empresas implementaron medidas más consecuentes con el inicio de un nuevo periodo de crisis. Así, por ejemplo, desacumularon inventarios ante la expectativa de una reducción previsible en el consumo. La realidad es que cuando se evalúan estos, relativo a la dinámica de ventas minoristas observada hacia el tercer trimestre del año, se observa que la relación de inventarios a ventas se mantiene en los niveles más bajos desde que se tiene registro en países como Estados Unidos.

Factores ligados a incrementos en costos de transporte



Fuente: Fondo Monetario Internacional | Con información de *Haver Analytics*.
Incrementos en precios asociados al desempeño del *Baltic Dry Index*.

Estados Unidos: Ratio de inventarios a ventas



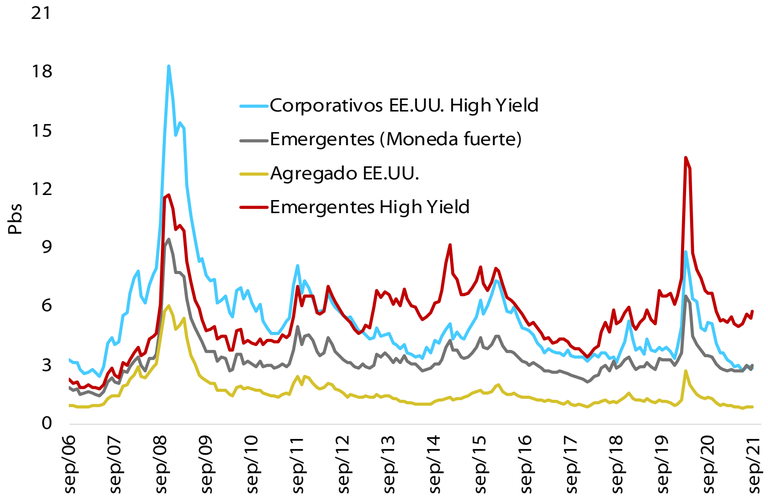
Fuente: FRED.

En medio de este repaso, puede afirmarse que el periodo que ha seguido a la aparición del COVID-19 ha transitado de una etapa de recesión a una de recuperación y, en la actualidad, parece haber retomado las características de una etapa madura de crecimiento de la economía.

Prueba de lo anterior es, por ejemplo, el hecho de que el entorno actual de bajas tasas de interés ha alentado el incremento de obligaciones financieras tanto de carácter público como privado, hecho que ha perpetrado una dinámica de alta carga de la deuda a nivel global. Entre tanto, incluso los riesgos de crédito incorporados en los *spreads* o primas de riesgo de títulos *High Yield* han venido ajustándose hasta retornar a sus niveles prepandémicos.

La economía retomó algunas características de una etapa madura del ciclo

Spreads de principales índices de renta fija



Fuente: Índices de Bloomberg Barclays

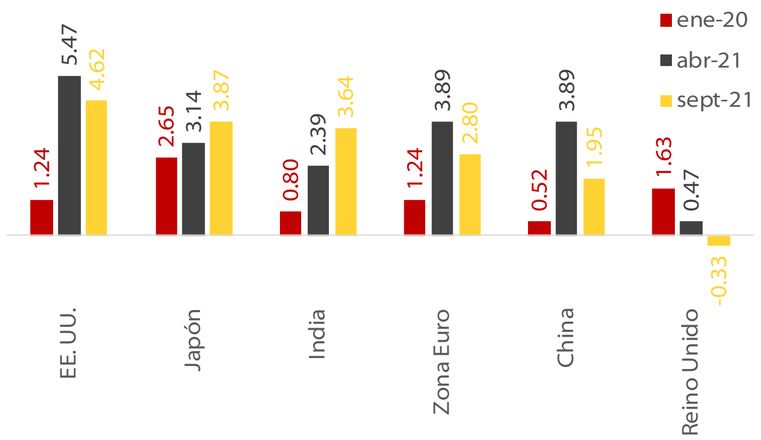
En cuanto a las valoraciones de los activos financieros, entidades como el Fondo Monetario Internacional han notado cómo se ha mantenido un desajuste frente a sus valores justos que, si bien se ha moderado en la segunda parte del año, permanece relativamente alto para la gran mayoría de economías desarrolladas. En el caso del mercado inmobiliario, de hecho, esto ha significado que en economías como las de Estados Unidos, el crecimiento real del precio de la vivienda desde el inicio de la pandemia ha sido casi del 10%, pero incluso en casos como los de Nueva Zelanda este incremento es del 19.7%.

Por último, parece que el entorno económico descrito hasta el momento estipula que –más allá de los efectos base incorporados en la magnitud de los rebotes esperados sobre el crecimiento económico en 2021–, la dinámica de crecimiento de mediano y largo plazo de los países debería ser más moderado.

Este hecho, pronto se ha trasladado a la evolución en las expectativas de crecimiento económico global, que desde el auge en las revisiones de crecimiento efectuadas hacia el mes de julio, comenzaron a ajustarse a la baja. En su última actualización del *World Economic Outlook*, el FMI ha consignado ahora una expectativa de crecimiento global de 5.9% en 2021, inferior en 0.1pps frente al mismo pronóstico de julio. En este mismo, para el promedio de economías avanzadas la expectativa de crecimiento se encuentra ahora 0.4pps por debajo de la consignada en julio. Finalmente, en el caso de Estados Unidos, la revisión a la baja fue más drástica, en 1pp (hasta 6%).

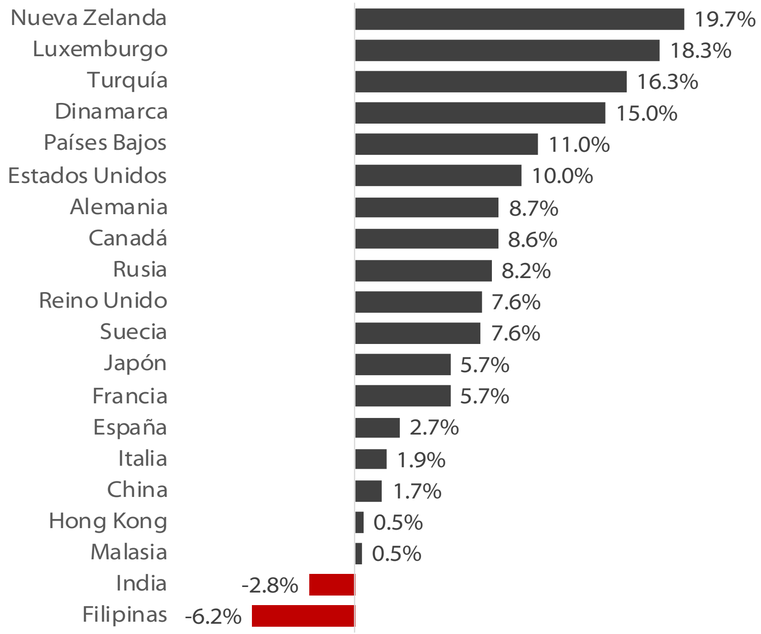
El FMI espera un crecimiento global en 2021 de **5.9%**

Desajustes en precios de los activos



Fuente: Fondo Monetario Internacional | Desajustes relativos a fundamentales; desviaciones estándar de retornos mensuales.

Crecimiento real del precio de la vivienda (4T19 vs 1T21)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

II.EL NUEVO ORDEN ECONÓMICO:

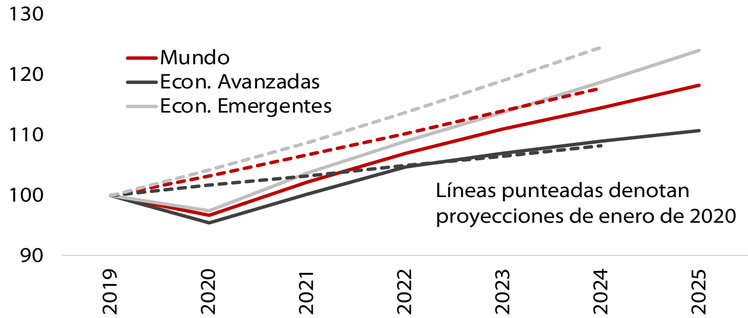
¿AD PORTAS DE UN PERIODO DE ESTANFLACIÓN?

Si bien el proceso de recuperación temprano de la crisis del COVID-19 estuvo ampliamente soportado por políticas extraordinarias tanto desde el frente fiscal como monetario, aún es cierto que en el marco de las proyecciones de crecimiento mundial persiste la preocupación de que más allá de que la economía global haya retomado una senda de crecimiento, en el largo plazo esta no sea suficiente para retornar a los niveles de crecimiento desde la dinámica proyectada en 2019, antes del inicio de la pandemia.

Dicho de otra forma, que el crecimiento económico sea positivo nuevamente este año puede no ser suficiente para recuperar los niveles de actividad económica que se proyectaban en ausencia de este choque, por lo que superar las secuelas derivadas de este requerirá que el crecimiento sea significativo y sostenido en los próximos años.

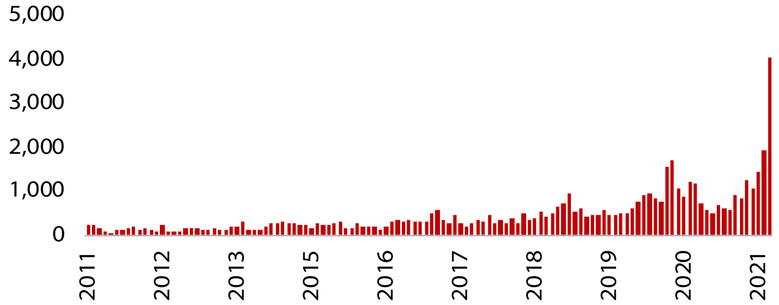
En particular, desde la segunda parte del año, con la aparición de nuevas olas de contagio y las disrupciones presentes entre oferta y demanda, se ha hecho evidente el vínculo entre las preocupaciones sobre el crecimiento económico y la persistencia de altas presiones inflacionarias. Esto ha aparecido en el radar de los inversionistas bajo el nombre de "estanflación".

Senda proyectada del producto vs. estimaciones prepandémicas (Base 100 = 2019)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Menciones en publicaciones en la terminal de Bloomberg de la palabra estanflación



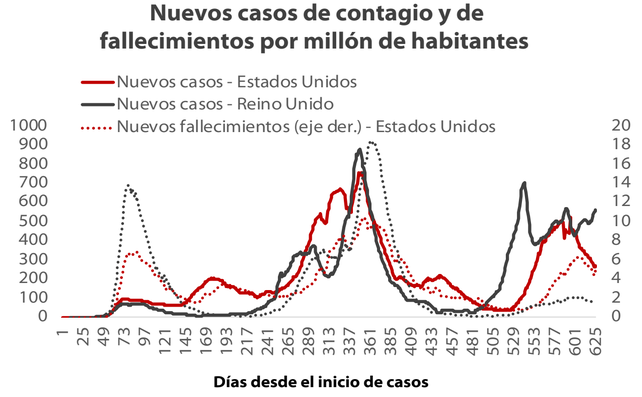
Fuente: Bloomberg.

De hecho, las menciones a inflación como el mayor riesgo de cola sobre el panorama económico se duplicaron entre octubre y septiembre, de acuerdo con las encuestas que realiza regularmente el *Bank of America* a grandes fondos. En la misma, comienza a evidenciarse un cambio en la perspectiva de los inversionistas de que las presiones alcistas sobre el nivel de los precios podría ser más persistente (38% de las respuestas ahora frente a 28% en septiembre) que transitoria. Sin embargo, ¿hasta qué punto ha venido recogiendo el panorama económico global los elementos que nos permitirían anticipar una dinámica de estanflación? La presente pregunta es una que invita a pensar en términos de prospectiva sobre los múltiples factores que deberían materializarse y persistir en el tiempo para perpetuar una dinámica de bajo crecimiento económico y alta inflación. Esta segunda parte tratará de recoger y discutir sobre los elementos que constituyen un riesgo ante la posibilidad de ver este escenario materializarse.

Fuente: Bank of America | GFMS octubre 2021.

II.I. El COVID-19 como nueva normalidad: En la medida que la enfermedad por COVID-19 sigue pesando sobre la confianza de los hogares y, en general, sobre el desempeño económico mundial, vale la pena preguntarse hasta qué punto este fenómeno seguirá siendo un factor determinante en las perspectivas de crecimiento económico mundial.

Fuente: Encuesta Global a Administradores de Fondos - BofA



Fuente: Our World in Data. Datos con corte al 13/10/2021| Línea sólida denota nuevos casos, mientras que línea punteada (eje der.) denota nuevos fallecimientos.Media móvil de 7 días

Es un hecho que incluso en países con grandes avances en materia de vacunación, la dinámica de repunte en contagios no ha cesado. Un primer ejemplo es el del Reino Unido (cuya población totalmente vacunada asciende a 65% del total). Sin embargo, el aumento en casos de COVID-19 no necesariamente se ha traducido en un repunte significativo de los fallecimientos asociados a la enfermedad.

Por otra parte, entre los meses de julio y agosto, en Estados Unidos tuvo lugar una tercera ola de contagios con un impacto todavía importante sobre el número de fallecidos por cada 100 habitantes. No obstante, lo anterior se dio en un contexto de retorno a la normalidad en el que algunas tendencias en materia de movilidad reflejan cómo el tránsito hacia parques (+23.4%) y hacia tiendas y farmacias (+3.0%) se ubica en el presente por encima de su dinámica prepandémica.

Aún persiste una alta incertidumbre sobre la evolución del virus y sus potenciales impactos derivados, en un contexto en el que cada vez más organismos de salud concuerdan en que la erradicación de este se ha hecho cada vez más improbable. Sin embargo, el hecho de que el retorno a la normalidad no se esté traduciendo en un desborde significativo del número de fallecidos no solo respalda la efectividad de la vacunación a la hora de reducir el riesgo de muerte por esta enfermedad, sino las perspectivas de que el crecimiento mundial podría ser todavía robusto a pesar de su persistencia.

Crecimiento mundial se mantendría a pesar de persistencia del COVID-19

II.II. La persistencia de presiones inflacionarias: A propósito del aumento en los costos de los fletes citado anteriormente, organismos como la OCDE han discutido sobre la posibilidad de que las disrupciones asociadas en las cadenas de suministros puedan persistir todavía en el corto plazo y con ellas una dinámica inflacionaria alta que no cese. De hecho, para las economías del G20, la entidad anticipa que las presiones sobre los precios de las materias primas y de los costos de transporte se mantengan todavía hacia el tercer trimestre de 2022.

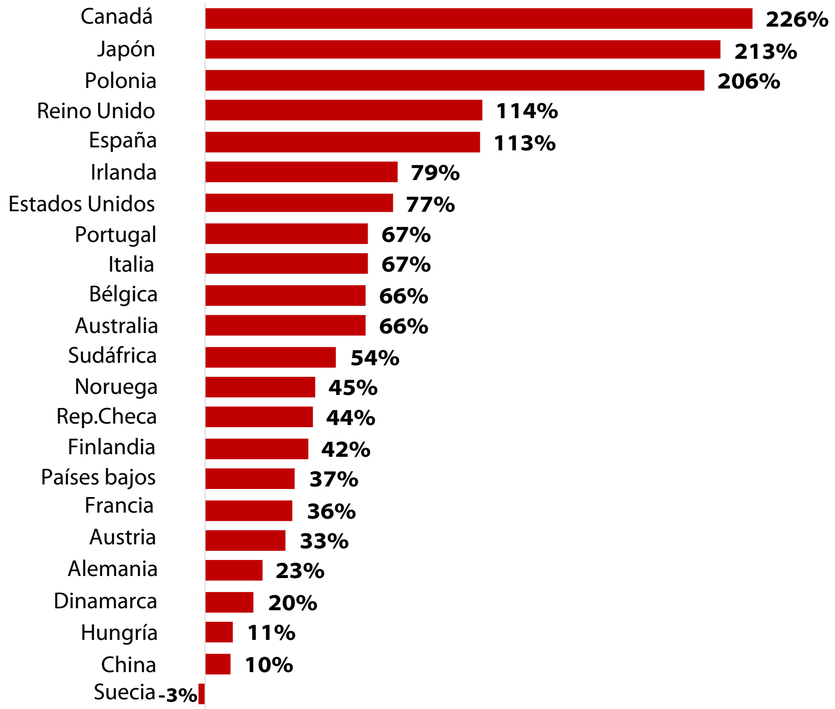
Entre tanto, del lado de la demanda se debe notar que en medio de la incertidumbre que aún generan tanto la evolución de la pandemia como de las condiciones financieras, los hogares mantienen un exceso de ahorro significativo en el presente.

Los hogares mantienen un exceso de ahorros significativo

Sin embargo, en la medida que se disipen los elementos que impactan todavía de manera negativa la confianza de los consumidores, es de esperarse una tendencia de desahorro significativa que podría elevar la demanda y con esta aún más las presiones inflacionarias vigentes.

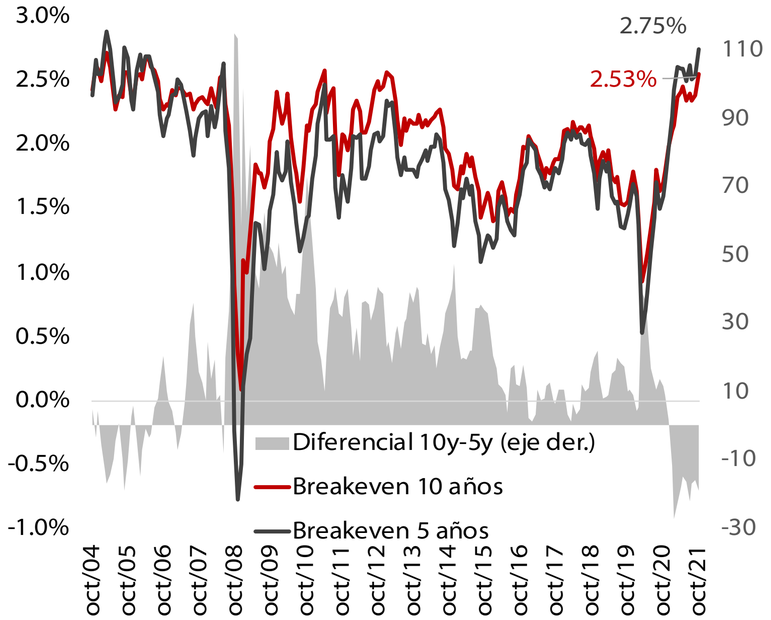
De hecho, la tendencia de los *Breakeven inflation* en Estados Unidos se ha mantenido al alza, lo que refleja que las expectativas de inflación de más largo plazo han continuado aumentando. Incluso así, cuando se observa el diferencial entre las expectativas a 10 y a 5 años sobre el nivel de los precios, este aún se mantiene en terreno negativo. Lo anterior quiere decir que los agentes aún ven una moderación en el comportamiento de la inflación en el tiempo. Con esto, la dinámica actual aún no ha ido en detrimento de la credibilidad de la Reserva Federal, toda vez que se mantiene la percepción de que con la dilución de desequilibrios entre la oferta y la demanda, la inflación en los próximos años debería ceder.

Exceso acumulado de ahorros*



Fuente: Fondo Monetario Internacional | *Se calcula como el monto ahorrado por los hogares entre el 1T20 y el 1T21 relativo a la tendencia lineal de ahorros entre el 2017 y el 2019.

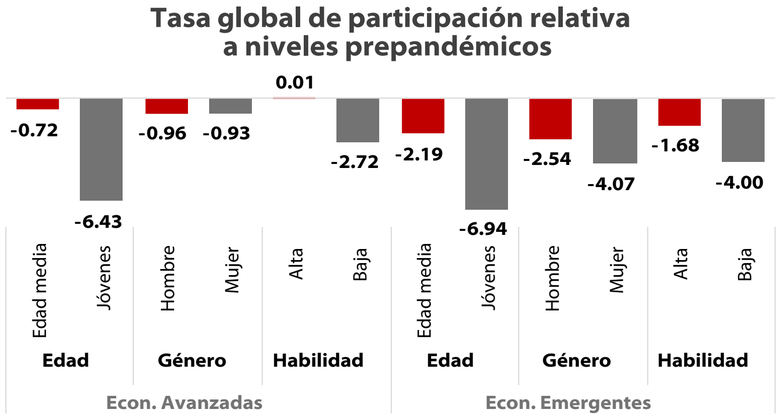
Expectativas de inflación en Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

II.III. ***Jobless Recovery:*** La dinámica de cierres sobre la actividad económica determinada por el inicio de la pandemia pesó fuertemente sobre el mercado laboral. Aunque el rebote de la actividad económica ha venido de la mano con un progreso sustancial en materia de recuperación de puestos de trabajo, es un hecho que la recuperación del mercado laboral se ha mantenido rezagada frente a la del producto, configurando lo que muchos han denominado como una recuperación sin empleo - *Jobless recovery*.

En general, la oferta laboral aún permanece muy por debajo de sus niveles prepandémicos, dado que muchas personas decidieron salir de manera anticipada de la fuerza laboral por la vigencia de temores asociados al virus, mientras que muchas otras no se han reincorporado a este, toda vez que el proceso de recuperación continúa pesando en mayor medida sobre los trabajadores menos calificados o donde se han intensificado algunas brechas de género. Este fenómeno, transversal a economías desarrolladas y emergentes, ha sido más profundo en el caso de las segundas.



Fuente: Fondo Monetario Internacional con información de la OIT y la OCDE.

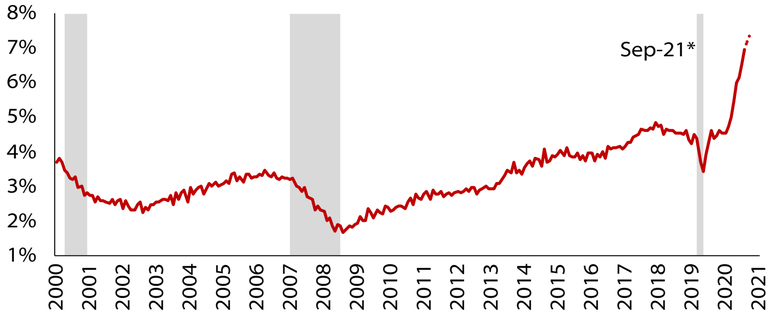
Fuente: Fondo Monetario Internacional.

En países como Estados Unidos, en el momento más crítico de la pandemia, se perdieron más de 20 millones empleos, hecho que llevó la tasa de desempleo desde un mínimo de 50 años de 3.5% hasta 14.1%. En todo caso, la robusta reapertura económica ha favorecido el aumento de la demanda laboral en ese país, fenómeno que de hecho que mantiene cierta presión sobre los salarios de los trabajadores.

Sin embargo, no es clara ni la amplitud ni la persistencia de esta dinámica. Aunque en el corto plazo no se anticipa que el mercado laboral en países como Estados Unidos retomen su dinamismo prepandémico, factores como el aumento de la vacunación deberían eliminar los temores asociados a reincorporarse al mercado laboral y otros como el vencimiento de subsidios al desempleo deberían aumentar el costo de oportunidad de las personas que aún no se han reincorporado a este.

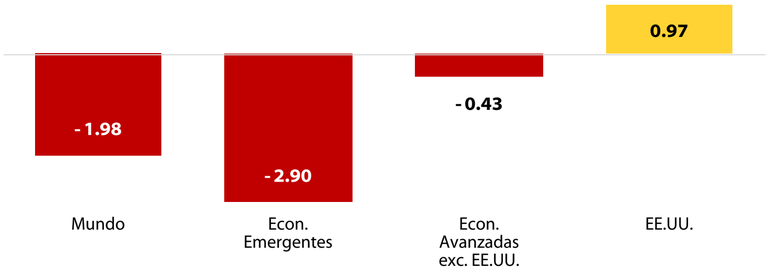
Si bien se espera que la dinámica del mercado laboral tarde en retomar su dinámica prepandémica, la alta demanda por trabajadores debería motivar la recuperación del empleo todavía hacia finales del presente año y a lo largo del año 2022, incluso a niveles superiores a los estimados en ausencia del choque económico por la pandemia.

Tasa de apertura de empleos



Fuente: Bureau of Labor Statistics via Macrobond; y cálculos de los autores a partir de los datos del Indeed Hiring Lab. Nota: Tasa de apertura de empleos es la apertura de empleos como porcentaje del empleo total más la apertura de nuevos puestos. Tasa de transición de desempleado a empleado es el porcentaje de desempleados en el mes previo que están empleados en el mes siguiente. *Apertura de puestos de trabajo para agosto y septiembre están estimados con base en datos del Indeed Hiring Lab Job postings.

Pérdida en empleos relativa a tendencia prepandémica*



Fuente: Fondo Monetario Internacional |*Se muestra la diferencia entre las proyecciones a 2024 efectuadas en enero 2020 y octubre 2021 en materia de empleo.

II.IV. Una potencial normalización anticipada de la política monetaria global: La dinámica inflacionaria observada en lo corrido del año en Estados Unidos ha comenzado a motivar un cambio de perspectivas de algunos de los miembros de su banco central en cuanto al espacio temporal contemplado para mantener su tasa de política monetaria en el rango actual. Sin embargo, especialmente entre las economías avanzadas, la expectativa de los agentes es que aún en el corto plazo se mantendría un entorno de tasas reales negativas, que debería mantener los costos de financiamiento de los hogares bajo y así un entorno económico de amplios estímulos a la demanda.

Entre las economías emergentes, por el contrario, el riesgo de un aumento anticipado de las tasas de interés ha comenzado a materializarse, dado que la recuperación más robusta de la economía y de la demanda interna se ha traducido en un aumento de las presiones inflacionarias.

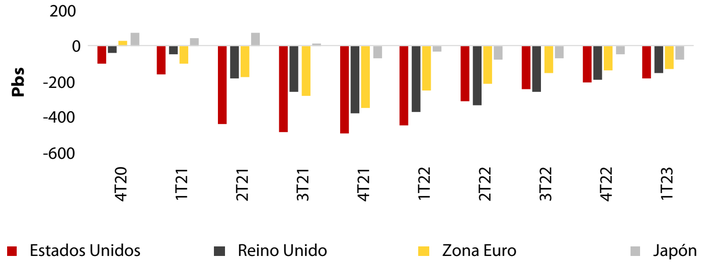
De hecho, entre los pares regionales, Brasil ya acumula una subida de su tasa de 575pbs, mientras que otros como Chile y Perú lo han hecho en 225pbs y 125pbs, respectivamente. A esto se suma el hecho de que las expectativas vigentes incorporan que este proceso de normalización persistiría en los meses a venir, hasta niveles cercanos o incluso por encima de las tasas neutrales de estos países. Lo anterior, precisamente en un contexto en el que la recuperación económica requiere del apoyo monetario, modera las perspectivas de crecimiento en adelante.

II.V. La deuda global permanece cerca de niveles máximos históricos: Se ha insistido en que muy a pesar de la alta carga de la deuda, tanto a nivel corporativo como soberano, la crisis actual no ha resultado en una serie de *defaults* o impagos. Al contrario, el entorno de bajas tasas de interés ha favorecido la refinanciación de obligaciones financieras y un aumento de la deuda global.

Entidades como el Fondo Monetario Internacional han consignado que, todavía en 2021, la deuda bruta de los gobiernos generales para el promedio de economías desarrolladas permanecerá 17.8pps por encima de sus niveles de 2019, mientras que en el caso de las economías emergentes este incremento será de 9.6pps. Particularmente para las segundas, los vencimientos de obligaciones hasta 2022 rondan los USD 8 billones. Lo anterior podría limitar las perspectivas de crecimiento en la medida que la alta carga de la deuda limite el aumento de la inversión en el corto y mediano plazo.

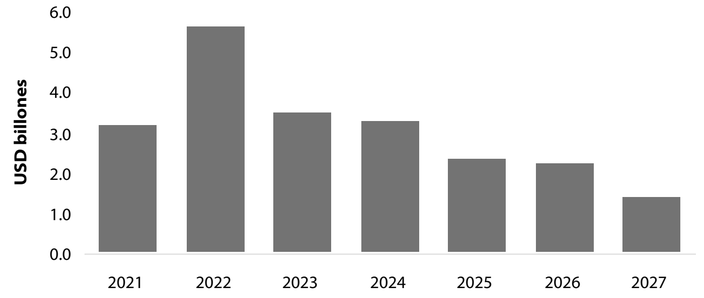
De hecho, investigaciones (ver Ma Guonan; *China's high and rising corporate debt* (2019)) sugieren que frente al promedio mundial (23.6%), en países como China la inversión como proporción del PIB en el periodo prepandémico era superior al 40%. Sin embargo, esta permanecía ampliamente financiada por deuda (la deuda corporativa como porcentaje del PIB era de 113.7% hacia el mismo periodo), más que con recursos propios. Lo anterior, sienta las alarmas sobre la sostenibilidad de esta dinámica en el tiempo y explica la volatilidad reciente de los mercados ante un aumento de los riesgos de crédito de algunos emisores en sectores claves como el de bienes raíces en ese país.

Evolución esperada de tasas reales en economías avanzadas



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores.

Vencimiento de bonos/obligaciones en el agregado de mercados emergentes



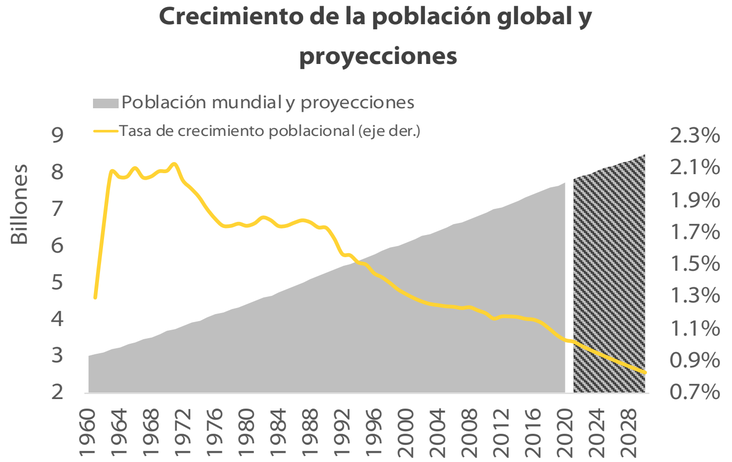
Fuente: IIF | Global Debt Monitor - Septiembre 2021.

II.VI. Disminución en las tendencias de crecimiento globales y poblacionales: Otros factores estructurales que amenazan el potencial de crecimiento en los años a venir son los relacionados con las tendencias de crecimiento globales y poblacionales que se han acentuado en el contexto de la pandemia.

Por un lado, se encuentra la dinámica de desglobalización. Efectivamente, luego de una tendencia de crecimiento del comercio global a lo largo de 5 siglos, esta se estancó en los años que siguieron a la Crisis Financiera Global (2007-2009) e incluso en el año 2016 mostraron por primera vez un cambio de tendencia. Esto último fue además consistente con el auge de políticas proteccionistas sobre el comercio. Con el inicio de la pandemia, esta tendencia se ha fortalecido, toda vez que las medidas para contener la propagación del virus supusieron el cierre de fronteras y la limitación del comercio que, si bien ha seguido un proceso de normalización, ha sentado un malestar sobre la interdependencia de las cadenas de suministro que se mantienen saturadas.

Por otro lado, en cuanto a las tendencias demográficas, es un hecho que la tasa de crecimiento poblacional a nivel global continúa reduciéndose. Este factor, determinante en materia de productividad, sienta un precedente sobre el crecimiento potencial a esperar en el mediano plazo.

Fuente: *Our World in Data* con información de Estevadeordal, A., Frantz, B., & Taylor, A. (2003). *The Rise and Fall of World Trade*,1870-1939. *The Quarterly Journal of Economics*,118(2), 359 - 407.



Fuente: Banco Mundial y *Our World in Data* con proyecciones de fertilidad media calculada por las Naciones Unidas.

III.MODERACIONES EN LAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO

NO IMPLICAN EL FIN DEL CICLO EXPANSIVO

Es un hecho que el auge económico observado durante la primera parte del año fue un fenómeno transitorio y guiado por el amplio abanico de estímulos en materia fiscal y monetaria. Sin embargo, es apenas previsible que el ritmo de crecimiento observado durante ese periodo no sea sostenible en el largo plazo.

En línea con esto, hacia la segunda parte del año se ha notado cierta moderación en las perspectivas de crecimiento. Sin embargo, este hecho no debe confundirse necesariamente con una expectativa negativa del desempeño económico en adelante.

En el balance de factores económicos que podrían guiar a la economía global a un panorama de 'estanflación', hemos notado que persisten razones para creer que el crecimiento económico global podría mantener un ritmo sostenido y positivo en los años a venir.

Así, por ejemplo, el espacio que permanece sobre la recuperación del mercado laboral, en un contexto de crecimiento económico, anticipa una mayor reincorporación de individuos a actividades productivas. Adicionalmente, el hecho de que los niveles de inventarios en países como Estados Unidos permanezcan en niveles mínimos históricos anticipa un repunte de la inversión para reducir el déficit actual. Finalmente, y si bien se citó como un riesgo ante la posibilidad de que la inflación persista en el tiempo, el hecho de que los hogares acumulen excesos de ahorro es una señal de que la demanda podría mantenerse fuerte, una vez estos empiecen a desacumularlos.

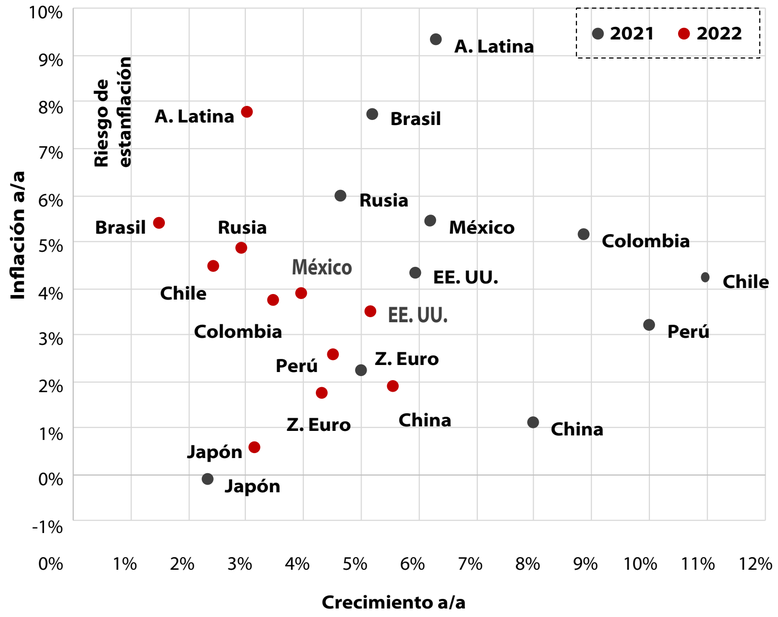
A propósito de la inflación, aunque se anticipe que esta se mantendría alta en el corto plazo, su dinámica permanece explicada en gran medida por disrupciones en las cadenas de suministros y por factores asociados a la recuperación económica. De hecho, al excluir rubros más volátiles como los energéticos y los alimentos, los niveles de los precios parecen más moderados.

En el balance de riesgos presentados en esta primera sección, aún se debe reconocer la mayor vulnerabilidad que mantienen particularmente las economías emergentes ante dinámicas como las de la alta carga de la deuda y la posibilidad de una normalización anticipada de la política monetaria.

En muchos casos las perspectivas de crecimiento de corto plazo no serán suficientes para alcanzar los niveles de producción o empleo prepandémicos. Así, aunque esta etapa de crecimiento maduro de la economía otorgue un espacio de expansión en el corto plazo, es un hecho que tras la aparición de la pandemia y sus impactos económicos derivados, los riesgos de caer en un escenario de estanflación han aumentado para muchas de estas economías.

Los riesgos de estanflación han aumentado para muchas economías

Evolución de las expectativas de inflación y crecimiento



Fuente: Fondo Monetario Internacional y estimaciones internas para Colombia.

Factor de riesgo	Escenario
Incertidumbre sobre la evolución de la pandemia	La vacunación a nivel global ha servido para moderar las cifras de contagios y muertes por COVID-19. Sin embargo, las nuevas mutaciones del virus y la proporción de la población no vacunada podrían representar un riesgo sobre la recuperación económica y los sistemas de salud.
Inflación demasiado alta y persistente	Más allá de los altos niveles de precios esperados en 2021 por un "efecto base estadístico", la inflación ha aumentado de manera significativa como consecuencia de presiones de oferta, ante disrupciones en las cadenas de suministros observadas a nivel global. Adicionalmente, del lado de la demanda, un entorno de bajas tasas de interés ha motivado un mayor consumo de los hogares. Aunque las autoridades de los diferentes bancos centrales insisten en que las presiones inflacionarias deberían ceder en los próximos meses, las expectativas de inflación comienzan a anticipar que esta podría ser más persistente de lo presupuestado. A nivel corporativo, esto representa riesgos significativos en la medida que podría presionar los márgenes de rentabilidad de las compañías.
Normalización monetaria global anticipada	En línea con fuertes presiones inflacionarias, los bancos centrales podrían seguir aumentando sus tasas de interés y podrían retirar estímulos monetarios. Esto afectaría el proceso de recuperación económica en un momento en el que los niveles de empleo se mantienen por debajo de lo deseado en economías desarrolladas y emergentes. Adicionalmente, se podrian generar presiones en la capacidad de financiamiento de algunas economías emergentes.
Valoraciones altas de los activos financieros y reales	Las importantes valorizaciones acumuladas en los precios de las acciones y la vivienda en economías desarrolladas representan un riesgo. Ahora, con menores estímulos monetarios y fiscales y un posible cambio de las expectativas de los agentes ante los riesgos que permanecen sobre el panorama económico, podrían presentarse correcciones a la baja en los precios de los diferentes activos. Así, entidades como el Fondo Monetario Internacional han advertido sobre la tendencia de estos activos a permanecer por encima de sus valores justos, cuando se les contrasta frente a sus fundamentales.
Procesos electorales y transiciones políticas	Es un hecho que los periodos de elecciones, presidenciales o legislativas, aumentan la incertidumbre de los mercados ante la posibilidad de cambios en los modelos económicos o políticos. Esto representa un riesgo para los activos a la espera de las elecciones que se llevarán a cabo a nivel local e internacional en los próximos meses. Chile, Argentina, Colombia y Brasil adelantarán procesos de este tipo.
Alta carga de la deuda a nivel global	Incluso desde antes del inicio de la crisis sanitaria ya la carga de deuda pública y privada, tanto en economías desarrolladas como emergentes, planteaba dudas sobre su sostenibilidad. Los altos niveles de deuda a nivel global y las perspectivas de mayores tasas de interés para los próximos años representan un riesgo que podría resultar en impagos o *defaults* de emisores soberanos o corporativos. Será importante monitorear los vencimientos de obligaciones financieras de economías emergentes para el 2021 y 2022, que según el IIF ascienden a USD 8 billones.
Desempeño del dólar a nivel global	Lo más probable es que el dólar se mantenga fuerte a nivel global en el 2022, en un entorno de mayores tasas de los Tesoros y menor liquidez en dólares ofrecida por la Reserva Federal. Adicionalmente, el dólar mantendrá su rol como moneda de reserva y, en un año con riesgos acumulados a nivel global, el apetito por dólares podría permanecer alto. Sin embargo, será importante monitorear de cerca el comportamiento de la divisa estadounidense, que servirá como termómetro del apetito por riesgo global, y mejores perspectivas para las economías emergentes, en un año que sigue siendo de recuperación económica.
El desempeño de la economía china y su impacto en el contexto económico global	China se ha consolidado como un destino de inversión cada vez más relevante a nivel global, no solo por ser la segunda economía de mayor tamaño sino por sus altas tasas de crecimiento y por sus avances en tecnología, investigación y desarrollo. Sin embargo, los riesgos han venido aumentando recientemente a raíz de la regulación a empresas tecnológicas en ese país, por las dinámicas de alto apalancamiento de algunos emisores en sectores claves como el de bienes raíces y por los cambios estructurales que podrían representar menores tasas de crecimiento a futuro.

ACTIVOS INTERNACIONALES: GRAN RETO PARA LA RENTA FIJA

GRAN RETO PARA LA RENTA FIJA_

Activos Internacionales

- Las expectativas sobre tasas de interés a nivel global son al alza y el espacio de valorización de los activos de renta fija luce reducido, por lo que recomendamos mantener una duración baja para protegerse ante estas subidas.
- En un panorama con riesgos para la economía global, las compañías de EE.UU. se posicionan como un buen destino de inversión de corto plazo, aunque no son ajenas a factores de riesgo.
- En un entorno de altos niveles de deuda y mayores costos de financiamiento, la mejor estrategia sigue siendo la calidad financiera. Diversificar en economías emergentes es recomendable por mayores expectativas de crecimiento en el largo plazo y valoraciones relativamente bajas.
- El comportamiento del dólar a nivel global servirá como termómetro para determinar si la exposición a economías emergentes debe ser mayor.

Desaceleración e inflación en el mundo

En el mundo se han venido presentando problemas de oferta por mayores costos laborales, de financiamiento, de materias primas y de transporte. Estos factores de oferta han empezado a generar presiones inflacionarias y perspectivas de desaceleración económica, a pesar del buen dinamismo de la demanda agregada a nivel global. Algunos han denominado este escenario como un problema de estanflación y su probabilidad de ocurrencia ha aumentado significativamente en los últimos meses. Vale la pena entonces reconocer este escenario probable y, como tal, identificar el

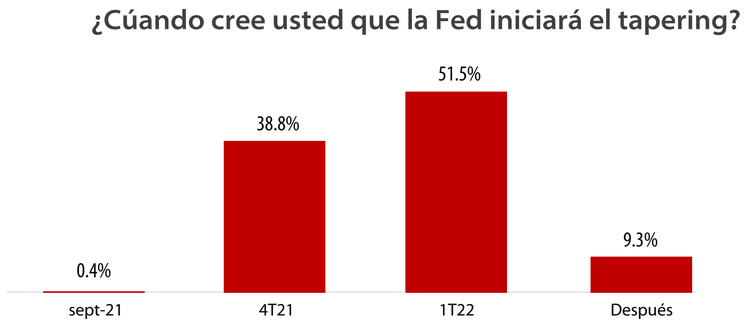
Inflación global por participación en el PIB	4.45%

Normalización monetaria iniciaría antes de lo proyectado

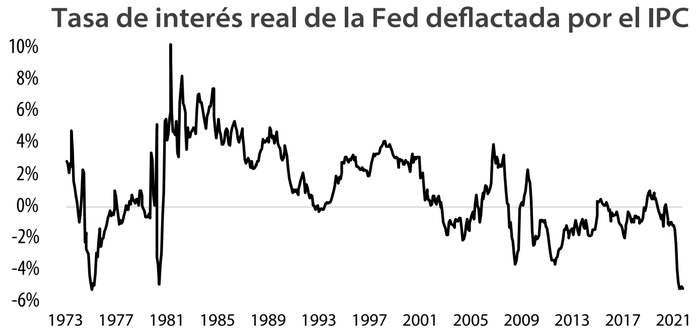
comportamiento que podrían tener los activos.

En medio de este panorama positivo en términos de crecimiento y de presiones inflacionarias de corto plazo, las expectativas de que se mantengan los amplios niveles de liquidez y estímulos monetarios han venido moderándose en los últimos meses. Los mercados globales han estado monitoreando de cerca las declaraciones de los encargados de la política monetaria a nivel global, y en EE.UU. ha sido determinante el cambio de postura que ha tenido la Reserva Federal en términos de sus herramientas de política. Recientemente, se ha abierto la puerta a moderar los niveles de liquidez, lo que por supuesto ha generado expectativas de que la Fed disminuya su ritmo de compra de activos antes de lo pronosticado inicialmente.

En términos de tasas de interés, también se han incrementado las expectativas de subida en las tasas de fondos federales en Estados Unidos, aunque en menor proporción. Actualmente, la tasa de interés real de política monetaria, deflactada por el **Índice de Precio al Consumidor** (IPC) se encuentra en niveles mínimos desde 1975, mientras la regla de Taylor que sigue la Fed sugiere una tasa de fondos federales del 6.23%. Aunque en varios momentos del tiempo, la tasa que sugiere esta regla se ha ubicado por encima del



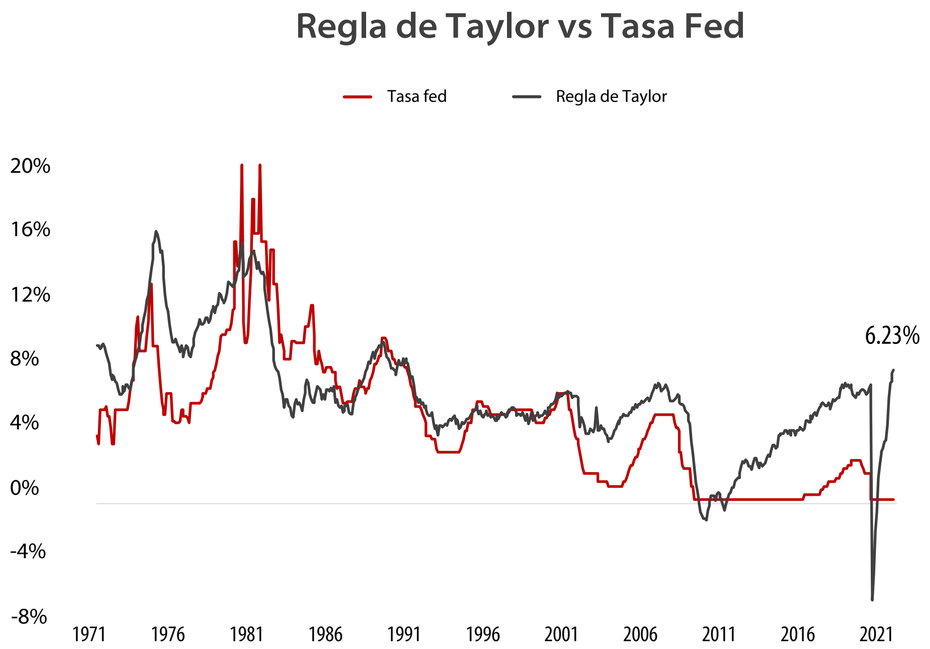
Fuente: Cornerstone Macro. Encuesta a clientes.



Fuente: Bloomberg

nivel efectivo de la tasa de política monetaria sin representar subidas de la Fed, hay que resaltar que esta tasa se ubica en un máximo desde inicios de los años 90. Para tener en cuenta, esta tasa se calcula a partir de variables relacionadas con los objetivos de política de la Fed y, probablemente, esta subida se explique principalmente por el comportamiento de la inflación y en menor medida por la recuperación que ha presentado el empleo frente a los niveles del año pasado.

Esto no necesariamente sugiere que la Reserva Federal inicie una senda de subidas en la tasa de interés en los próximos meses, pero probablemente las expectativas de mayores tasas seguirán ajustándose en el 2022. Esto es importante por los efectos que pueda tener sobre las tasas de los Tesoros en EE.UU. y sobre los activos de renta fija que presentan una amplia sensibilidad y relación con estos activos de deuda pública, que sirven como referencia en el mercado estadounidense y a nivel global. Bajo esta perspectiva, parece que el espacio de valorización de los activos de deuda será moderado durante el próximo año, no solo en EE.UU. sino que también a nivel global, donde en general las tasas de interés reales se encuentran en niveles mínimos.

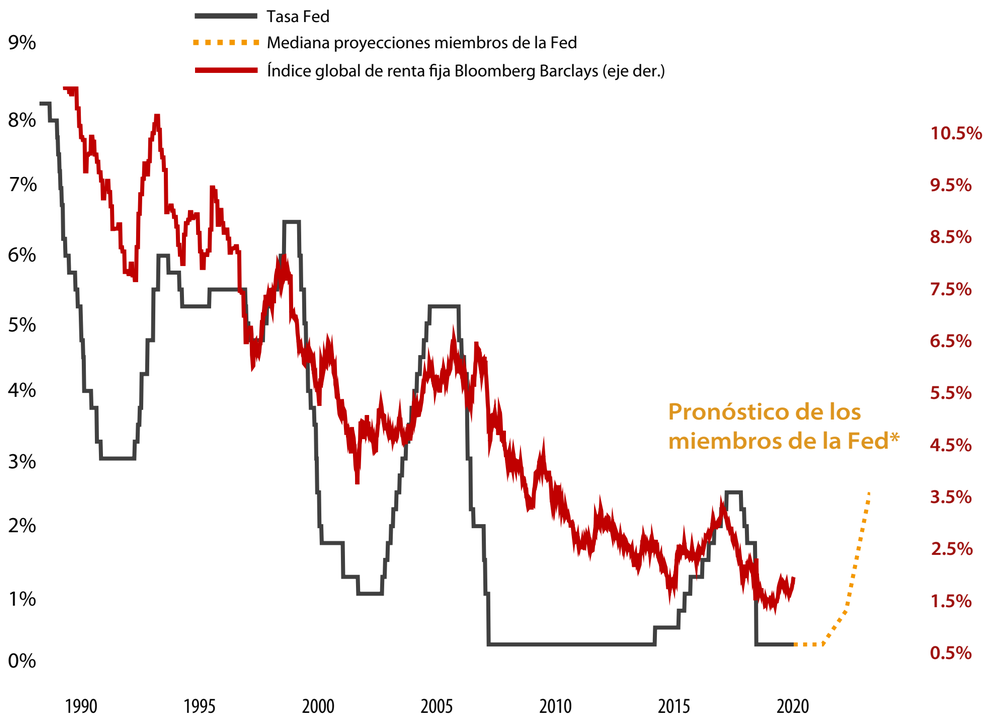


Fuente: Bloomberg

Es probable que la tasa de los Tesoros a 10 años se mantenga presionada al alza y supere el nivel del 2% para el 2022. Además de las expectativas de mayores tasas del emisor estadounidense, será relevante el posible aumento del límite de la deuda pública, que representaría mayores emisiones y una presión alcista adicional para la tasa de rendimiento de los Tesoros. Ante la subida de esta tasa de referencia, el espacio de valorización para los activos de renta fija luce reducido y los riegos están inclinados al alza.

Un riesgo adicional para los activos de renta fija, es el efecto que pueda tener el *tapering* (menor ritmo de compra de activos) de la Fed sobre sus valoraciones durante los próximos meses. En el *tapering* anunciado a inicios del 2013 y ejecutado a finales del mismo año, los activos de renta fija a nivel global presentaron desvalorizaciones importantes. Esto representa un comportamiento natural, en la medida que los bancos centrales inyectan liquidez negociando precisamente este tipo de activos. En ese caso, cuando los bancos centrales dejan de comprar o compran activos de renta fija a un menor ritmo, estos presentan

Índice de renta fija global vs Tasa Fed



Fuente: Bloomberg

*Senda estimada con base en el Dot Plot de la Reserva Federal

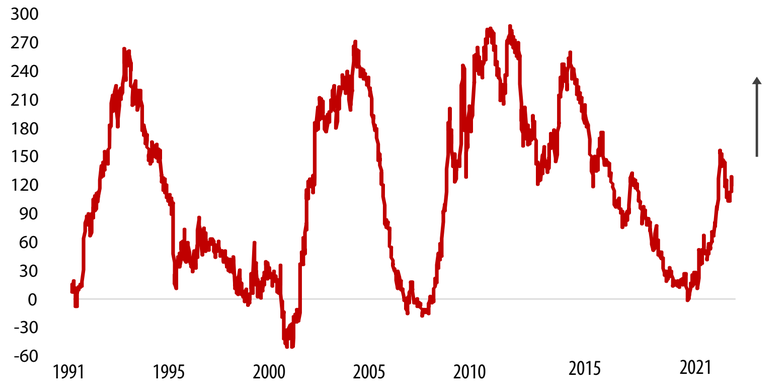
desvalorizaciones generalizadas.

Recomendamos acortar duración para protegerse ante subidas en las tasas

En general, parece que el espacio de valor para los mercados de deuda luce reducido luego de la importante valorización observada por la pandemia. Además, parece que el diferencial entre las tasas de largo y corto plazo tiene espacio para seguir aumentando en los próximos meses. Con esto, recomendamos mantener una posición defensiva frente a los activos de renta fija, con una menor duración para protegerse frente a las subidas en

Spread 10-2 años de los Tesoros **119** pbs

Spread 10 años vs 2 años de los Tesoros (pbs)



Fuente: Bloomberg

las tasas a nivel global.

En un panorama de incertidumbre en términos de crecimiento, las compañías de EE.UU. se posicionan como un buen destino de inversión de corto plazo, aunque no son ajenas a factores de riesgo.

Ante la acumulación de riesgos económicos a nivel global, vale la pena identificar el mejor destino de inversión en medio de un panorama que sigue siendo retador. Si bien las cifras de COVID-19 han venido aumentando principalmente en economías desarrolladas, recientemente esta tendencia se ha moderado y, en el caso de EE.UU., se han presentado retrocesos en los casos de contagio y de muertes. Además, el país norteamericano ha mostrado de manera general un alto nivel de resiliencia en términos de los efectos económicos de la pandemia. Por ejemplo, aunque los últimos meses han estado marcados por altas cifras de contagio y hospitalización, esto no ha representado nuevas afectaciones sobre sectores que naturalmente se podrían ver afectados, como el de restaurantes. Además, en términos de inversión privada, la recuperación frente a los niveles Pre-Covid ha sido favorable y rápida frente a las dinámicas de crisis pasadas, volviendo a los niveles del 4T19 en el 2T21.

Valorización S&P500 en lo corrido del 2021 **23%**

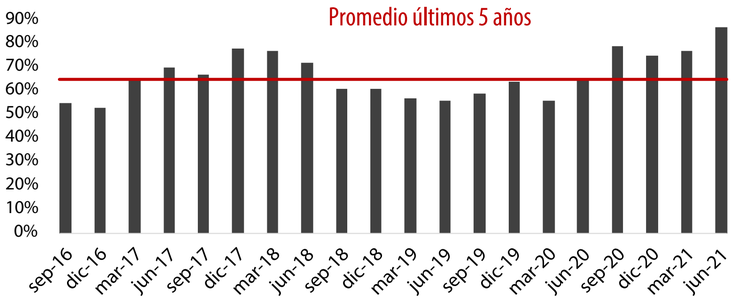
En un entorno de tasas bajas, con espacios reducidos de rentabilidad para la renta fija y con riesgos por la normalización monetaria a nivel global, la resiliencia de la economía estadounidense posiciona a las acciones de este país como el grupo de activos más atractivo para el 2022. En lo corrido de este año se han presentado valorizaciones importantes en el índice S&P500, acumulando una subida cercana al 23% en el momento en el que se escribió este documento. Entre otras cosas, esto se debe al buen desempeño de las compañías y a los resultados positivos que han presentado trimestralmentelas mismas.

Incluso, el porcentaje de compañías que presentó ingresos trimestrales por encima de las expectativas registró un máximo histórico en el 2T21, así como el porcentaje de ingresos trimestrales por encima del esperado para el total de las compañías.

Invertir en acciones, una costumbre para los estadounidenses

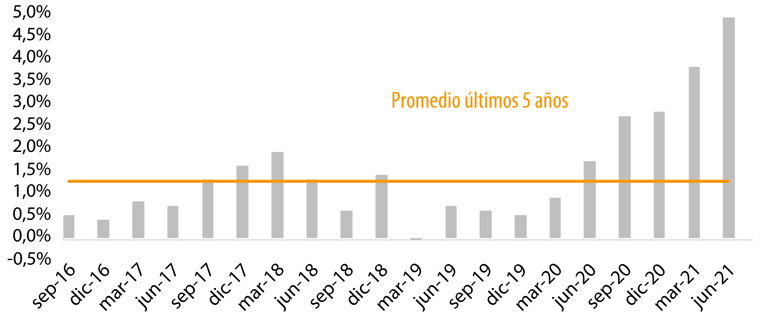
Un buen motivo adicional para mantener exposición a las acciones estadounidenses es la creciente participación de los hogares en la bolsa, sin importar el desempeño relativo y absoluto que hayan presentado los índices en los últimos años. Incluso, en momentos de incertidumbre sobre el crecimiento, las correcciones que presentan las acciones son moderadas y anteceden generalmente una recuperación rápida. Durante la pandemia se han presentado excesos de ahorro en los hogares americanos, que se han destinado de manera importante a inversiones en el mercado de renta variable local. A pesar de que las valoraciones en este país lucen relativamente apretadas, el apetito por invertir en la bolsa todavía sugiere un espacio de valorización moderado para estos activos.

Porcentaje de compañías del S&P 500 reportando ingresos trimestrales por encima de las expectativas



Fuente: FactSet

Sorpresa trimestral en los ingresos de las compañías del S&P 500

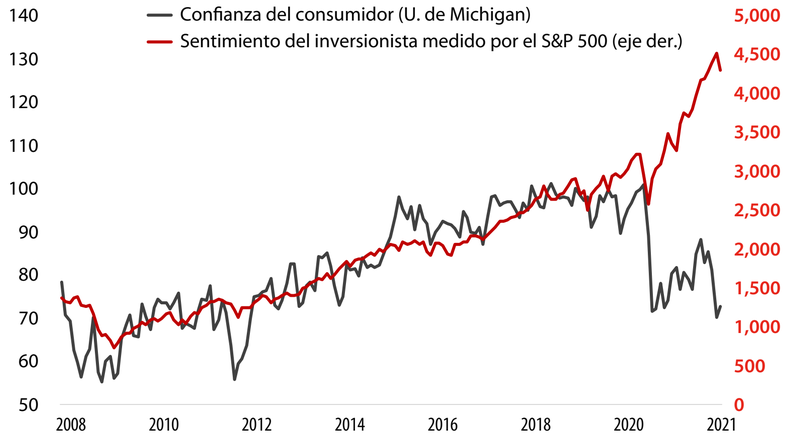


Fuente: FactSet

Aunque la confianza de los consumidores se mantiene baja, e incluso ha caído recientemente con el aumento en los casos de COVID-19, el apetito por invertir se mantiene alto. De hecho, se puede observar una pérdida en la fuerte relación que ha presentado históricamente la confianza de los consumidores y el sentimiento de los inversionistas. Este sentimiento medido por el comportamiento del precio de las acciones ha seguido aumentando sin importar las preocupaciones en términos de consumo. Esta divergencia podría representar un riesgo en el corto plazo, por lo que no se descartan correcciones a la baja de las acciones estadounidenses para el 2022. Sin embargo, mientras las tasas de interés se mantengan en terreno negativo en términos reales y los activos de renta fija se encuentren relativamente caros, las acciones pueden mantener un buen desempeño.

Crecimiento del gasto personal año corrido **10.7%**

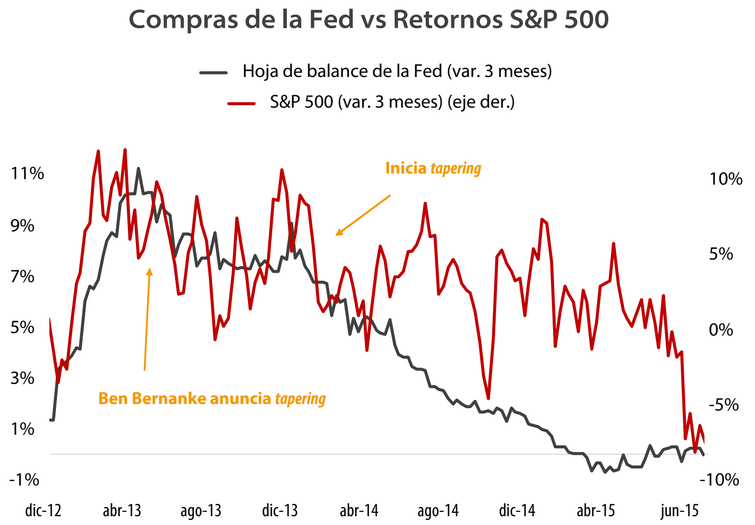
Confianza de los consumidores vs Sentimiento de los inversionistas



Fuente: Bloomberg

Efecto moderado del *tapering* sobre la renta variable

Uno de los grandes cuestionamientos en esta coyuntura económica, donde posiblemente veamos contracciones monetarias durante el próximo año, es el efecto que puede tener la disminución en la liquidez sobre las acciones. A diferencia de los activos de renta fija (que son los que compran y venden los bancos centrales), el efecto de una contracción monetaria es menos directo y su canal de transmisión es por medio de la liquidez disponible en el mercado. Naturalmente, menores niveles de liquidez se traducen en menos recursos para invertir en activos financieros, incluyendo a las acciones. Vale la pena revisar el comportamiento de las acciones en momentos de normalización monetaria pasados. Cuando la Fed insinuó el posible *tapering* en mayo del 2013, esto no tuvo efectos sobre la dinámica de las acciones y estas mantuvieron una senda positiva de valorización. Entre tanto, cuando el banco central inició la moderación en el ritmo de compra de activos, las acciones se valorizaron a un menor ritmo, pero de todas maneras siguieron valorizándose. Por otro lado, la disminución en la hoja de balance de la Fed que inició en la última parte del 2017 no tuvo efectos sobre las acciones ni cuando fue anunciada ni cuando fue ejecutada. En ambos casos, el buen desempeño de la economía compensó la potencial caída de las acciones.

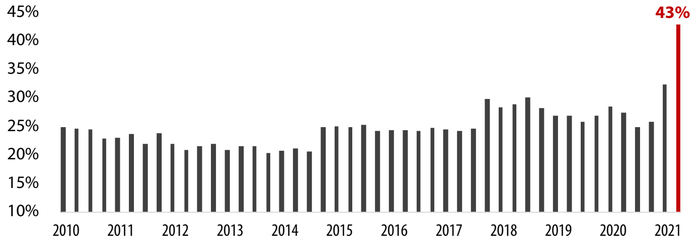


Fuente: Bloomberg

Riesgos a nuestra perspectiva

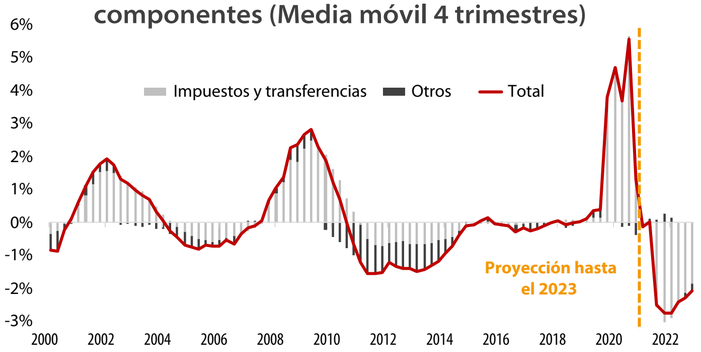
En términos relativos, EE.UU. luce como un destino de inversión atractivo por su resiliencia en términos de crecimiento y por el apetito que se mantiene elevado para invertir en el mercado accionario. Sin embargo, las acciones en este país acumulan valorizaciones importantes y no se deben descartar correcciones en los próximos meses, aunque esto no implicaría el inicio de un mercado bajista. Otro de los riesgos es el bajo dinamismo en la recuperación del mercado laboral, con una tasa de desempleo que se mantiene por encima de los niveles del 2019; lo que por supuesto eleva las presiones sobre las compañías. En las últimas llamadas de resultados trimestrales se presentó un importante aumento en las menciones sobre empleo y salarios. Por otro lado, la política fiscal expansiva ha tenido efectos económicos positivos en los últimos trimestres, pero con la posibilidad de que se aumenten los impuestos, es posible que el efecto sea negativo de aquí en adelante. De todas maneras, hay que mencionar que los riesgos asociados al mercado laboral y a la política fiscal los presentan la mayoría de economías desarrolladas y emergentes.

Porcentaje de empresas del Russell 3000 que mencionan "salarios" o "trabajo" en sus llamadas trimestrales de resultados



Fuente: Goldman Sachs Global Investment Research

Impacto de la política fiscal sobre el PIB por componentes (Media móvil 4 trimestres)



Fuente: Hutchins Center, Brookings Institution

Ante una coyuntura retadora, lo más recomendable es mantener una posición defensiva y estar expuesto a las compañías con mejores indicadores de liquidez y de solvencia.

Aunque nuestra recomendación es tener mayor exposición en activos de renta variable, consideramos que, ante los riesgos y la incertidumbre relacionada con el crecimiento global, sigue siendo importante mantener una posición defensiva. En una coyuntura de alto endeudamiento y mayores costos de financiación, es importante estar invertido en compañías con buenos índices de solvencia y liquidez, que estén más preparadas para responder a sus obligaciones financieras en momentos de incertidumbre y posible desaceleración económica.

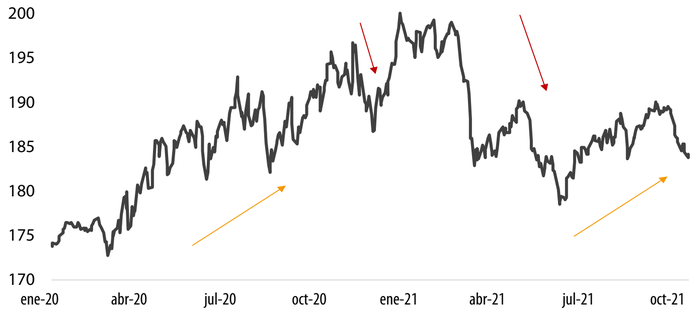
Societe Generale calcula un índice que mide el desempeño relativo de las compañías del S&P500 con mejor hoja de balance, frente a las que tienen peores índices. Según este índice, las compañías con hojas de balance sólidas han acumulado mayores valorizaciones a nivel relativo desde que inició la pandemia. Sin embargo, ha habido momentos en los que las compañías con hojas de balance débiles presentaron un mejor desempeño, en episodios de alto apetito por riesgo que favorecieron en mayor medida a los activos más riesgosos. Se puede identificar el mes de noviembre del 2020, cuando los avances de las farmacéuticas para aprobar vacunas contra el COVID-19 resultaron en un repunte del apetito por riesgo. De la misma manera, en los primeros meses de este año cuando la economía estadounidense presentó señales de recuperación que superaban las expectativas, las compañías con hojas de balance débiles lo hicieron mejor.

En los últimos meses, la incertidumbre relacionada con el COVID-19 y las preocupaciones por un escenario de desaceleración han resultado nuevamente en mayores valorizaciones para las compañías sólidas.
Bajo un escenario de expectativas de recuperación económica, pero con elevados factores de incertidumbre por desaceleración, altos niveles de deuda y mayores costos de financiamiento, es importante mantener una posición defensiva en acciones. Entre las compañías que por lo general presentan índices favorables en su hoja de balance están las tecnológicas y las del sector financiero.

Ganadores y perdedores por inflación y mayores tasas

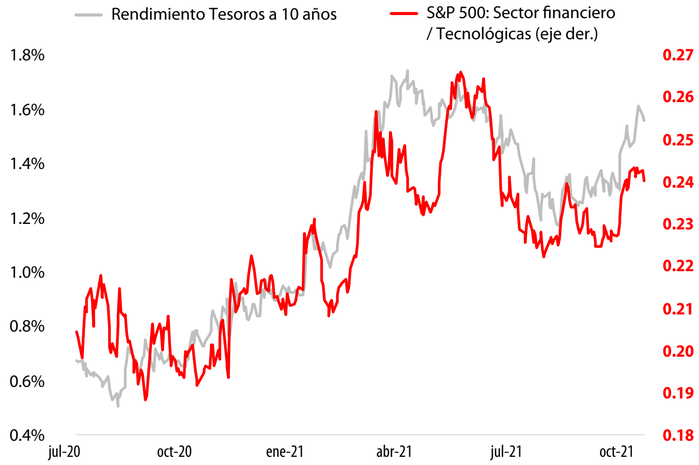
Es difícil pensar en compañías que puedan tener un mejor desempeño en un entorno de mayores tasas de interés, porque esto implica mayores costos de financiamiento en general. En el caso de los bancos, todo depende de la diferencia entre sus tasas de colocación y sus tasas de fondeo. Un aumento en las tasas de interés de la Reserva Federal disminuiría esta diferencia si los bancos no ajustaran sus tasas. Sin embargo, naturalmente el aumento se da de tal manera que los beneficios de estas compañías aumentan o por lo menos se mantienen. En general, el desempeño de estas acciones, relativo a las tecnológicas, ha estado alineado con el comportamiento de las tasas de los Tesoros.

Índice de Societe Generale:
Hojas de balance sólidas vs débiles en EE.UU.



Fuente: Societe Generale

Compañías financieras relativo
a las tecnológicas vs Tesoros a 10 años

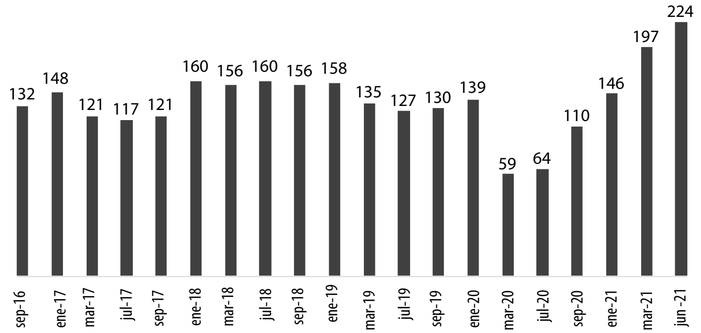


Fuente: Blooomberg

De todas maneras, todavía no se espera que la Fed suba sus tasas de interés en los próximos meses, por lo que pueden ser más atractivos para la segunda parte del 2022.

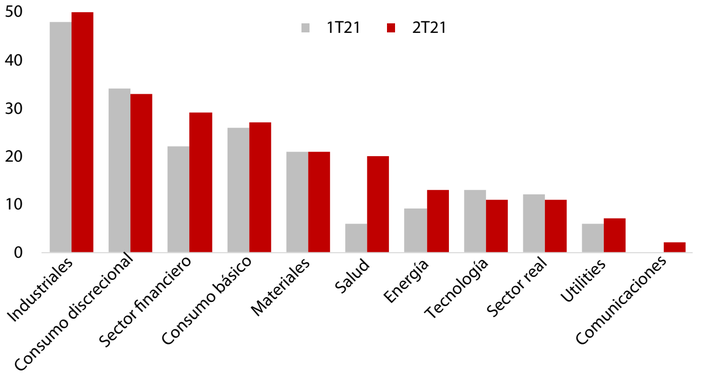
Para contrastar esta recomendación, algunos de los sectores que se verían menos favorecidos por mayores tasas de interés y presiones inflacionarias son los que tienen menores capacidades de trasladar estos costos a sus consumidores. Por ejemplo, el sector de utilities junto con el sector real presentan dificultades para aumentar sus ingresos en la misma velocidad que sus costos, lo que disminuye sus márgenes de utilidad en un escenario de mayores precios y tasas de interés. Aunque el número de veces que las empresas hablan de inflación en sus llamadas de resultados ha aumentado de manera generalizada, en estos sectores el aumento ha sido menor, precisamente por su baja capacidad de aumentar sus precio

Número de veces que se menciona la palabra "inflación" en las llamadas de resultados trimestrales de las compañías del S&P 500



Fuente: FactSet

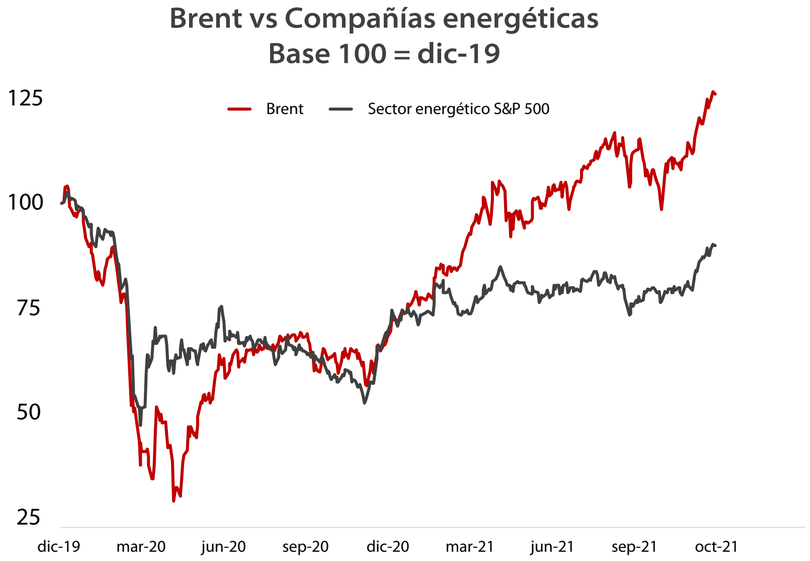
Menciones de la palabra "inflación"por sectores



Fuente: FactSet

Sector energético luce atractivo a pesar de desaceleración económica

A pesar de ser un sector cíclico y muy ligado a las perspectivas de crecimiento global y al nivel de actividad económica, el sector de la energía parece tener espacio de valorización en los próximos meses. Actualmente los precios del petróleo han presentado valorizaciones importantes y se han mantenido altos por disrupciones en oferta global y por un buen comportamiento de la demanda. Se espera que la oferta se recupere de manera muy gradual y esto permitiría que los precios se mantengan altos en el corto plazo. Parece poco probable que se presenten presiones alcistas de manera sostenida por la recuperación gradual que presentaría la oferta de la OPEP+ y el mismo EE.UU. en los próximos meses. Adicionalmente, las curvas de futuros se mantienen invertidas, generando incentivos a ofrecer petróleo en el mercado, en vez de almacenarlo para venderlo a un menor precio en el futuro, teniendo en cuenta además los costos de almacenamiento. Sin embargo, se espera que los precios del petróleo se mantengan altos para los próximos meses, lo que sugiere un buen desempeño para estas compañías.



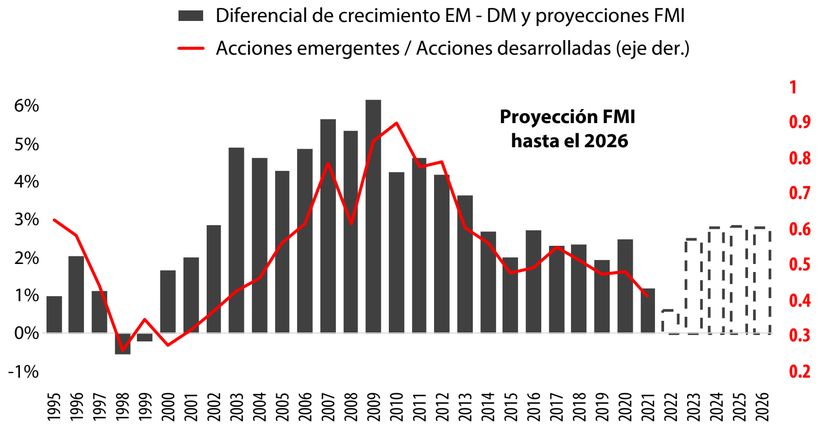
Fuente: Blooomberg

Precio del petróleo descendería en 2022

Diversificar en economías emergentes es recomendable por mayores expectativas de crecimiento en el largo plazo y un precio relativo de los activos más bajo.

En un horizonte de largo plazo (5 años adelante), esperando con optimismo una situación de normalidad luego de años de incertidumbre, las economías emergentes lucen atractivas y ofrecen un componente de diversificación. Esto, debido a que para estas economías se pronostican mayores tasas de crecimiento y probablemente mayores retornos en términos de tasa de interés para los activos de renta fija y un mayor potencial de valorización para las acciones. Por ahora, el 2022 sigue siendo un año de incertidumbre, donde todavía es importante mantener una amplia diversificación y mayor exposición a economías desarrolladas.

Economías emergentes vs desarrolladas: Diferencial de crecimiento y desempeño de acciones



Fuente: Blooomberg | FMI

Mercados emergentes, con gran potencial pero importantes riesgos

Mayores tasas en economías emergentes para diversificar inversiones

Las presiones inflacionarias no han sido un factor exclusivo de EE.UU. y en las economías emergentes también se han presentado subidas de los precios por encima de los niveles deseados. Excluyendo la escasez de empleados en los mercados laborales, las razones son las mismas; mayores costos de materias primas, subidas en las tasas de interés y mayores costos de transporte, entre otras cosas. Adicionalmente, el fortalecimiento del dólar a nivel global y el aumento en los precios de los fletes han generado presiones sobre los bienes importados. A diferencia de EE.UU., las economías emergentes han iniciado su proceso de normalización monetaria y, en algunos casos, ya se han presentado subidas importantes en las tasas de interés.

Proporción de la deuda global con rendimiento negativo **+17%**

Por supuesto, las economías que en promedio presentan mayores devaluaciones en su moneda y presiones inflacionarias son las que más han subido su tasa de interés.

Por otro lado, en economías desarrolladas todavía hay una proporción importante de la deuda con rendimientos negativos. En un entorno de tasas bajas a nivel mundial, los inversionistas podrían encontrar valor en economías emergentes como estrategia de diversificación, aprovechando las mayores tasas que estas economías ofrecen. Sin embargo, existen riesgos asociados al crecimiento que mantendrían un espacio de valorización reducido para las inversiones en economías emergentes. De hecho, los flujos a estas economías han venido disminuyendo en los últimos meses por algunas señales de

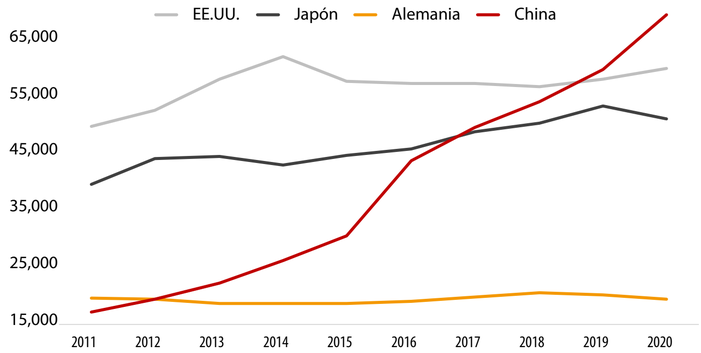
desaceleración global y por los riesgos inflacionarios.

China presenta riesgos, pero sigue siendo un destino atractivo para las inversiones

Vale la pena hacer una revisión de los mercados y la economía en China, por la relevancia que ha venido ganando esta economía en los últimos años y porque se posiciona como un destino atractivo para invertir. Los avances tecnológicos en el país asiático han sido significativos en la última década y China es el país con mayor número de aplicaciones en la Organización Mundial de Propiedad Intelectual para patentar sus nuevos inventos. Muy en línea con esto, los inversionistas a nivel global han venido aumentando su exposición a los mercados chinos en los últimos años, comprando activos tanto de renta fija como de renta variable. Aunque todavía se mantiene lejos de EE.UU., el mercado de deuda en China ha venido aumentando de manera significativa y ha superado por casi el doble al tamaño del mercado de la Zona Euro y por muchas más veces los mercados de Japón y el Reino Unido.

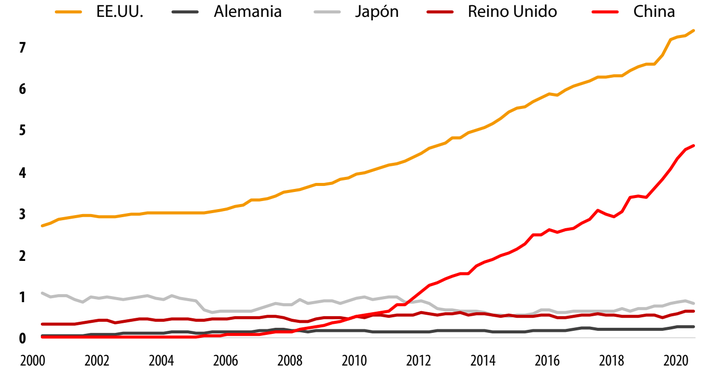
En términos económicos, China también ha sido relativamente resiliente y en el 2020 presentó una variación positiva del PIB a

Aplicaciones anuales para patentes



Fuente: Organización Mundial de la Propiedad Intelectual

Tamaño de mercado de deuda corporativa (USD bn)



Fuente: BIS

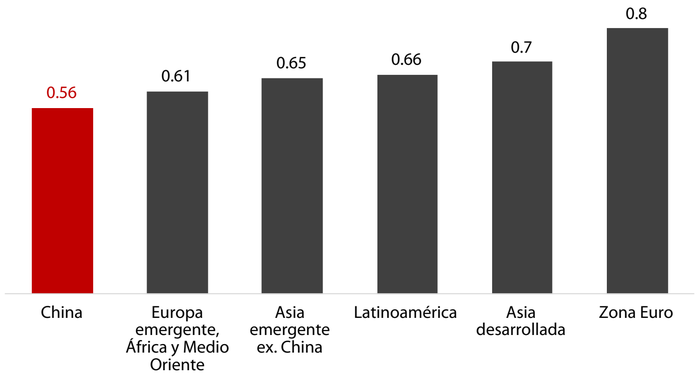
pesar de la pandemia y sus limitaciones económicas.

Al igual que las demás economías del mundo, China en el 2020 impulsó su economía por medio de gasto e inversiones públicas, aunque el aumento de su déficit fue más moderado frente a años pasados. Incluso, en el 2021 el déficit fiscal de China ha caído significativamente, resaltando los esfuerzos fiscales que está haciendo el país asiático y moderando el impacto que pueda llegar a tener la normalización fiscal para los próximos años. Incluso, hay quienes consideran que el gobierno chino tiene un amplio espacio para estimular la economía en lo que resta de este 2021, en caso de que se presenten señales de desaceleración.

Una buena estrategia de diversificación

Como ya lo hemos mencionado previamente, el panorama económico sigue siendo incierto y, por lo tanto, es importante mantener inversiones diversificadas. En el mercado de deuda será importante mantener exposición en títulos de menor duración, como ya lo hemos mencionado. Por otro lado, en los mercados accionarios a nivel global, los índices presentan cierto nivel de correlación con las acciones en EE.UU., al ser el mercado

Correlación de los mercados accionarios con el S&P 500*



Fuente: Bloomberg. *Correlación de retornos semanales desde el 2010.

accionario principal de referencia.

No obstante, la relación que presenta el mercado chino es relativamente baja al comprarse con otros mercados que son mucho más sensibles a las variaciones del S&P500, ofreciendo un mayor componente relativo de diversificación.

Acciones chinas lucen baratas frente a sus pares estadounidenses

En lo corrido de este año, las acciones chinas han tenido un mal desempeño por las expectativas de regulación del gobierno y por las medidas que podrían resultar en menores márgenes para las compañías. Sin embargo, las buenas tasas de crecimiento que sigue presentando la economía china y el amplio apetito de los inversionistas globales por estar expuestos a este país sugieren que estas correcciones son una buena oportunidad de entrada. Por ejemplo, al comparar las valoraciones de las compañías tecnológicas en China frente a sus pares estadounidenses, estas lucen atractivas. Además, los avances en tecnología e investigación

Valoraciones de las compañías tecnológicas en China y EE.UU.

Compañía	Precio/Ganancias (P/E)	Precio/Valor en libros (P/B)	Precio/Ventas (P/S)
Tesla	373.4	29.2	16.8
JD.com	83.7	3.6	0.9
Amazon	60.1	15.2	3.9
Netflix	54.6	18.0	9.1
Alphabet Google	37.7	8.1	8.9
NetEase	36.2	4.8	5.2
Apple	29.9	39.2	7.4
Facebook	28.1	7.8	10.3
Alibaba	25.8	3.0	3.8
Tencent	20.2	4.5	7.1
Baidu	18.9	1.2	2.9
Xiaomi	16.2	3.1	1.8

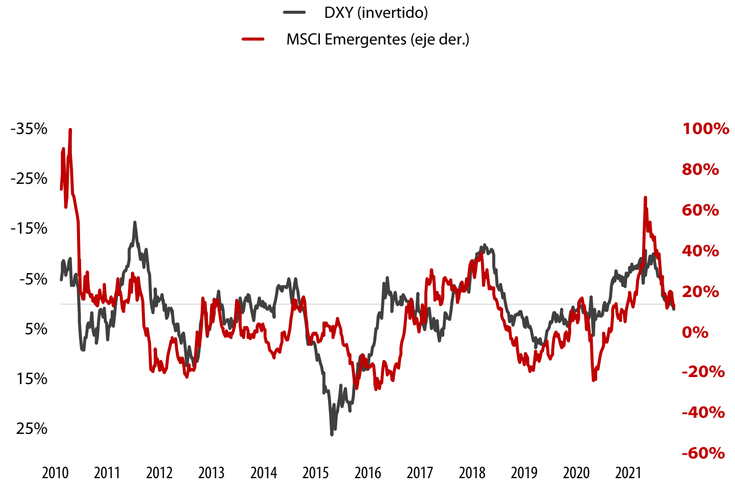
Fuente: Bloomberg

sugieren buenas rentabilidades para los próximos años.

El comportamiento del dólar a nivel global servirá como termómetro para determinar si la exposición a economías emergentes debe ser mayor.

Lo más probable es que el dólar se fortalezca a nivel global en el 2022, en un entorno de mayores tasas de los Tesoros y menor liquidez en dólares ofrecida por la Reserva Federal. Adicionalmente, el dólar mantendrá su rol como moneda de reserva y en un año con riesgos acumulados a nivel global, el apetito por dólares podría permanecer alto. Esta perspectiva de dólar fuerte en el mundo, además está alineada con la recomendación de tener exposición en EE.UU. para el próximo año, aumentando el rendimiento esperado medido en otra moneda. Sin embargo, será importante monitorear de cerca el comportamiento de la divisa estadounidense, que servirá como termómetro del apetito por riesgo global en un año que sigue siendo de recuperación económica. Si por el contrario la tendencia del dólar es a la baja y empieza a mostrar señales de debilidad, la

Dólar vs Acciones emergentes (retornos anuales)



Fuente: Bloomberg

RENTA FIJA COLOMBIA: ESPERANDO UNA OPORTUNIDAD DE LARGO PLAZO

Davivienda Corredores

ESPERANDO UNA OPORTUNIDAD DE LARGO PLAZO__

Renta Fija Colombia

- El 2022 estará marcado por una normalización monetaria, tanto en desarrollados como emergentes, dado el rebote más fuerte de las economías y las presiones más pronunciadas y persistentes de la inflación.
- Esto marcará un entorno difícil para la renta fija a nivel global, incluida la colombiana, aunque identificamos algunas oportunidades.
- Contexto político 2021 - 2022 mantendrá la volatilidad sobre los activos financieros latinoamericanos, aunque sus efectos negativos se irían decantando de manera progresiva.
- Las necesidades fiscales de la región se moderarán en 2022 pero aún serán elevadas frente a los niveles pre-COVID. Colombia tendrá un ajuste moderado en sus métricas fiscales en el mediano plazo.
- Inversionistas extranjeros continúan viendo atractivo en Colombia a pesar del deterioro de algunos indicadores fiscales y de sector externo.

Al ritmo de la normalización monetaria global

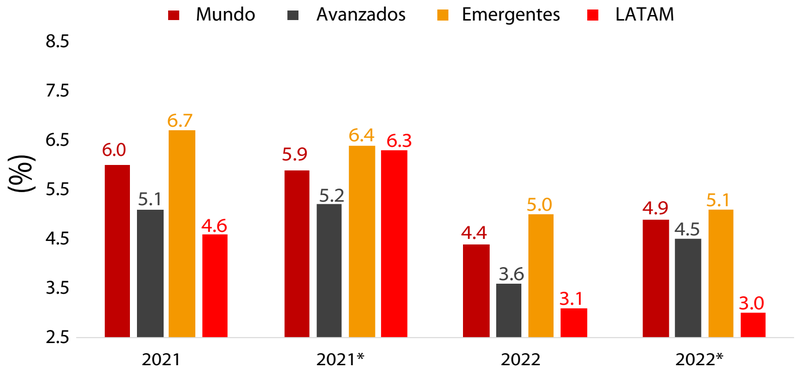
La normalización de la política monetaria en Latinoamérica se está materializando en un contexto de mayores presiones inflacionarias derivadas, por un lado, de la reactivación del gasto de los hogares a una velocidad mucho mayor a la esperada, favorecido por el avance en el proceso de vacunación, el repunte en los términos de intercambio de las economías de la región y la disponibilidad de recursos de los hogares a través de remesas y retiros de ahorros pensionales. Por otro lado, la devaluación del tipo de cambio, el fuerte aumento de los fletes en el comercio global y la disrupción en las cadenas de producción, aumentan el riesgo de presiones inflacionarias más fuertes y persistentes para 2022.

Inflación promedio en Latinoamérica sería de **6.9%**

Lo anterior, se ha visto reflejado en las reiteradas revisiones al alza en las expectativas de crecimiento económico para la región en 2021, por parte de distintitas entidades multilaterales (FMI, OCDE, BID, Banco Mundial, entre otras), señalando que el rebote de la actividad real en Latinoamérica ha tomado tracción a una velocidad mucho mayor a la esperada. Sin embargo, estas progresivas mejoras en las perspectivas económicas de la región también suponen un escenario retador de cara a 2022, entendiendo que los estímulos fiscales y monetarios para el próximo año serán menores a los evidenciados en el bienio 2020-2021.

Teniendo en cuenta que la normalización de la política monetaria en la región está siendo mucho más agresiva a lo esperado, el riesgo de limitar la recuperación del crecimiento económico de la Latinoamérica en 2022 no es despreciable. Además, al concatenar esto último con el clarísimo aumento de las expectativas de inflación de corto plazo, suscita que el riesgo de un periodo de estanflación en la región sea mucho más probable que en las demás economías emergentes y en las desarrolladas. Dado lo anterior, la velocidad de ajuste del actual ciclo expansivo de política monetaria en Latinoamérica será un factor muy relevante para la toma de decisiones de inversión en activos financiero.

Proyecciones globales PIB 2021 - 2022 del FMI



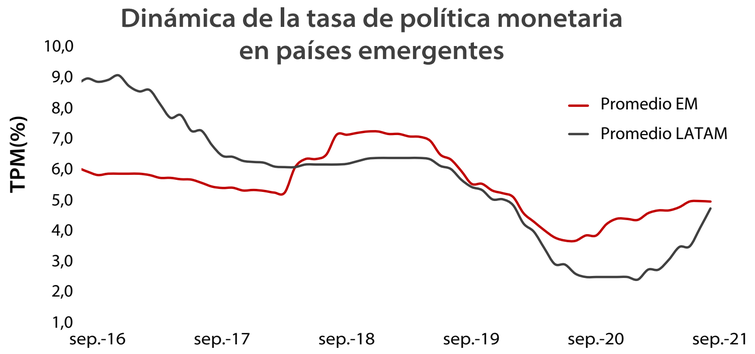
Fuente: Fondo Monetario Internacional - World Economic Outlook.
Comparación PIB proyectado en el WEO abr-21 versus WEO oct-21.

Latinoamérica tendría el segundo mejor crecimiento en 2021 **6.3%**

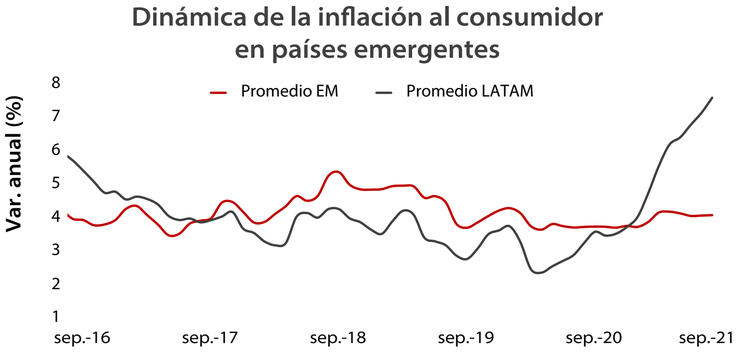
Ajuste monetario a todo motor en LatAm

Los bancos centrales de Brasil, México, Perú, Chile y Colombia ya iniciaron su ajuste de política monetaria en lo corrido de 2021 y, salvo en el caso de Colombia, este no ha sido a un ritmo tan gradual como se preveía al inicio del año.

De cara al 2022, el proceso de ajuste en las tasas de interés de referencia en Latinoamérica dependerá mucho de diferentes factores de carácter interno y externo. No obstante, lo más probable es que el ajuste continúe siendo, en cierta medida, más agresivo en comparación a otros emergentes y también frente al ajuste que eventualmente realizarán los principales bancos centrales del mundo. Lo anterior, teniendo en cuenta las fuertes presiones inflacionarias que se consolidan en la región tanto por el lado de la oferta como por la demanda.



Fuente: Bloomberg. EM: Hungría, Polonia, Rusia, Malasia, R. Checa, Indonesia, Rumania, Turquía, Filipinas, Sudáfrica e India LATAM: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. TMP: Tasa de Política Monetaria. Promedio ponderado por el PIB.



Fuente: Bloomberg. EM: Hungría, Polonia, Rusia, Malasia, R. Checa, Indonesia, Rumania, Turquía, Filipinas, Sudáfrica e India LATAM: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Promedio ponderado por el PIB.

Esto continuará generando presiones alcistas sobre las tasas de interés de los bonos latinoamericanos sobre toda la curva, y también podría generar una ralentización en el proceso de reactivación económica de la región de cara al 2022.

Ciclo electoral en Latinoamérica representa un factor adicional que contribuye a la volatilidad

El impacto de la pandemia del COVID-19 en Latinoamérica fue mucho mas profundo a lo esperado, afectando un sinnúmero de variables adicionales a las macroeconómicas. Según el informe de la ONU: *El impacto del COVID-19 en América Latina y el Caribe*, los índices de pobreza se deterioraron notoriamente en la pandemia, alcanzando niveles no observados en los últimos 10 años, acrecentando la brecha entre ricos y pobres en la región y acentuando aún más la desigualdad.

Lo anterior, ha creado un entorno propicio para que el descontento social y las manifestaciones de la población aumenten, elevando la inestabilidad política en la región. Los ejemplos más claros han sido los observados tanto en Chile como en Perú. En el primero, se aprobó un proceso de constituyente, y en el segundo hubo elecciones presidenciales que concluyeron con un resultado muy apretado en el que se eligió a Pedro Castillo (Perú Libre) como nuevo mandatario del país.

En este contexto, la incertidumbre política generó una fuerte depreciación de sus monedas frente al dólar (peso chileno y sol peruano se han devaluado 12.4% y 11.7%, respectivamente, en lo corrido de este año y, después del peso argentino, son las dos monedas más devaluadas de la región) y una ingente desvalorización de la curva de rendimientos de la deuda pública de

Elecciones presidenciales en Colombia y Brasil generarán volatilidad en la región 2022

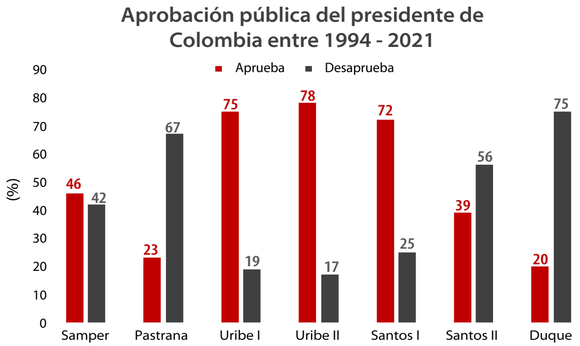
esos países (la curva de rendimientos de Perú y Chile se desplazó hacia arriba en cerca de 310 y 350 pbs, respectivamente), algo que ejemplifica la fuerte volatilidad que ha suscitado en estos mercados financieros la inestabilidad política, adicionalmente a los demás factores de carácter externo e interno en cada uno de esos países.

Elecciones presidenciales en Colombia en 2022

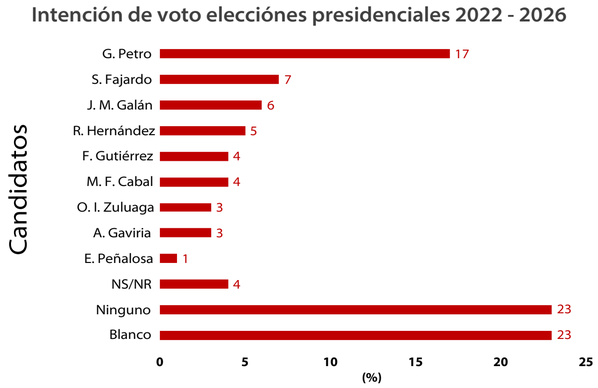
El caso de Colombia no es ajeno a la inestabilidad política de la región. El inconformismo social del país se ha visto reflejado en diferentes encuestas y sondeos, en donde se evidencia que la popularidad, la favorabilidad y aprobación del Gobierno se encuentran en sus niveles más bajos desde 1998 -2002.

Sumado a esto, se debe tener presente que: i) durante el mes de marzo se llevarán a cabo, igualmente, las elecciones legislativas para el Congreso de la República y, ii) todavía la carrera por la presidencia cuenta con una lista amplia de precandidatos, lo cual hace que sea muy prematuro pensar en alguna tendencia en este frente por ahora, y mantendrá la incertidumbre de los inversionistas, tanto locales como extranjeros, al respecto.

Sin embargo, en la medida que el país se caracteriza por tener una fortaleza institucional clara y un compromiso de avanzar en las reformas económicas pendientes, agencias calificadoras como S&P, Moody's y Fitch han mencionado que no prevén una alteración importante del perfil de riesgo del país por ahora.



Fuente: Encuesta INVAMER - Sep - 2021.



Fuente: Centro Nacional de Consultoría - Sep 2021.

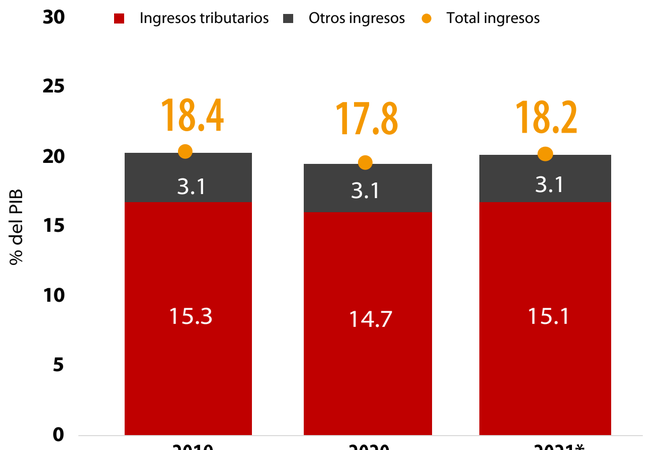
Ingresos versus gastos en LatAm:
Brecha se cerrará progresivamente.

En la región, los ingresos tributarios pasaron de ser el 15.3% del PIB en 2019 a 14.7% en 2020, una reducción de 0.6 p.p., mientras que el gasto primario del Gobierno se disparó desde 15.7% del PIB en 2019 hasta 18.6% del PIB en 2020. El efecto negativo de las medidas de confinamiento sobre los ingresos, junto con el mayor gasto social, explican este comportamiento en 2020.

Sin embargo, la tendencia en 2021 ha sido distinta. La dinámica de los ingresos de los países latinoamericanos vía recaudo empezó a mostrar mejoras en lo corrido del año, respaldada en gran medida por un mayor pago en los impuestos de consumo, a causa de un mejor desempeño del gasto de los hogares latinoamericanos.

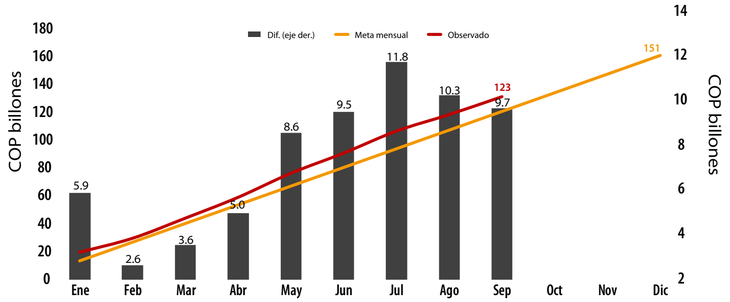
De igual manera, la valorización de los precios de las materias primas en este año, particularmente del cobre y del petróleo (valorización año corrido de 28% y 63%, respectivamente), favorecerán el recaudo de los países de la región de cara a 2022.
Lo anterior, teniendo en cuenta las importantes utilidades que podrían reportar las empresas de estos sectores, lo cual se vería reflejado en mayores ingresos para los gobiernos.

Comportamiento Ingresos paises LATAM durante la pandemia del COVID - 19



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de cifras oficiales.

Dinámica del recaudo tributario de la DIAN en 2021



Fuente: DIAN . Cifras al corte de septiembre de 2021.

Colombia sin ajustes en el gasto pero con mayores ingresos tributarios en 2021

En el caso de Colombia, el déficit fiscal en 2020 se ubicó en 7.8% del PIB, mientras que para 2021 aumentó hasta 8.6% del PIB, contrastando con la tendencia observada en la región. Lo anterior se dio como resultado de las mayores necesidades de gasto para enfrentar el efecto negativo de la pandemia.

Sin embargo, a nivel tributario, la dinámica del recaudo ha superado hasta el momento las expectativas que al inicio manejaba el Gobierno Nacional sobre esta variable. La perspectiva de recaudo para 2021 ascendía a COP 151 billones, lo que implica que a corte de septiembre el acumulado debería oscilar cerca de COP 113 billones. No obstante, según las propias cifras del administrador tributario, los impuestos acumulados al corte de septiembre ascienden a COP 123 billones, lo cual equivale a un cumplimiento del 81% sobre la meta anual del Gobierno.

Al igual que lo observado en la región, la mejor dinámica del gasto de los hogares ha favorecido el recaudo del impuesto al consumo (IVA) bimensual y cuatrimestral, generando un mayor ingreso de recursos para la Nación en 2021. Es muy probable que la meta establecida por el Gobierno se cumpla antes de finalizar el año y eleva la posibilidad de que se logre el objetivo de recaudo establecido por la DIAN al inicio del año (COP 164 billones). Adicionalmente, los ingresos tributarios asociados al sector minero energético podrían llegar a ser elevados, teniendo en cuenta la eficiencia de Ecopetrol y los actuales niveles de los precios del crudo. Todo lo anterior se configura como un factor favorable para las finanzas públicas de la Nación en 2022.

Potencial ingreso de la Nación por dividendos de Ecopetrol en 2022

COP 8.3
Billones

Endeudamiento y necesidades de financiamiento se mantendrán elevadas en Latinoamérica

En línea con un mayor déficit fiscal de las economías de la región, el nivel de endeudamiento también se incrementó considerablemente en 2020 y la tendencia se mantiene en lo corrido de 2021. Según cifras preliminares registradas en el último informe de la CEPAL, la relación deuda/PIB de la región cerró 2020 en 56.2%, superior en 10 p.p. frente al nivel de deuda observado en 2019.

Para 2021, el nivel de deuda no ha mostrado cambios relevantes y, al corte de junio, se ubica en 55.3%. El ingente incremento que evidenció la deuda pública latinoamericana se explica tanto por factores internos y externos. Un menor crecimiento económico y una mayor necesidad de gasto, producto de la pandemia, en el factor interno.

A nivel externo, la elevada liquidez en los mercados financieros, producto de las posturas monetarias ultra acomodaticias en los países desarrollados, favoreció el financiamiento de estos países en el exterior a tasas de interés bastante cómodas sin elevar en mucho la carga de la deuda, al menos en el corto plazo.
Sin embargo, las condiciones financieras en los mercados internacionales podrían estresarse de manera no despreciable en 2022, ante la posibilidad de una postura monetaria no tan expansiva por parte de los principales bancos centrales del mundo, particularmente la Fed en EE.UU., el cual no solamente podría iniciar con el desmonte de su plan de compras antes de que finalice este año, sino que podría empezar con el ajuste al alza en sus tasas de referencia de política monetaria antes de lo esperado (primer ajuste de tasas se espera en 2023, pero la reactivación económica, la mejora del mercado laboral estadounidense y el repunte de la inflación, podrían anticipar dicho ajuste).

De materializarse este evento en 2022, las condiciones para lograr financiamiento externo por parte de las economías emergentes podrían ser bastante dispares, teniendo en cuenta que las condiciones macroeconómicas de cada uno de estos países no solamente son muy diferentes, sino que también fueron afectadas de manera distinta por la pandemia. Todo lo anterior en un contexto de un elevado perfil de vencimientos en el corto plazo.
Debido a la importante presión que se ha sentido en el costo de financiación de las economías emergentes en lo corrido de 2021, el perfil de amortizaciones se convierte en un factor importante de monitoreo para el próximo año.

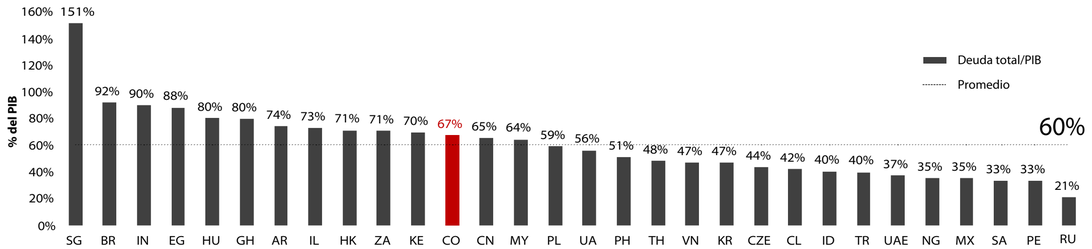
En el total de economías emergentes reportadas por las cifras del Instituto de Finanzas Internacionales, entre 2021 y 2022 se vencerán cerca de USD 9 billones; correspondientes a cerca del 15% del PIB en 2021 y del 13% del PIB en 2022. Adicionalmente, de acuerdo a las cifras del Monitor de Deuda Global del IIF, al hacer una revisión más detallada de las necesidades de financiamiento de un grupo amplio de economías emergentes, se encuentra que, en promedio, estas ascienden al 15% del PIB para 2022.

Países como Singapur e India presentan las mayores necesidades de financiamiento en 2022, alcanzando 38% y 33% del PIB, respectivamente. En Latinoamérica, Brasil y Argentina son claramente los países que presentan las mayores necesidades de consecución de financiación con 34% y 24% del PIB, respectivamente.

Colombia, un BB con destellos de BBB

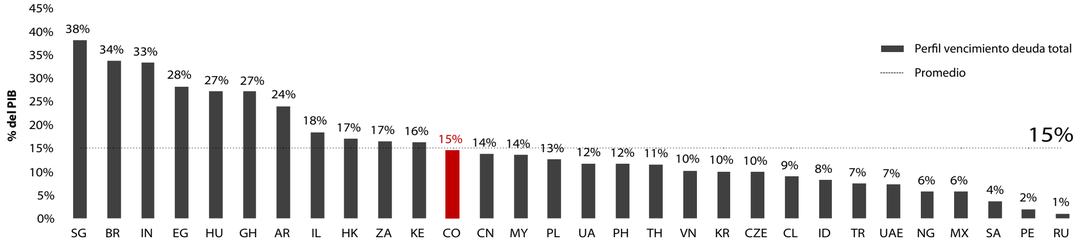
Al centrarnos en Colombia, también se observan deterioros significativos en sus métricas fiscales y externas, derivadas del fuerte ajuste que suscitó la pandemia sobre la economía colombiana. Ante la difícil coyuntura local, la dinámica del mercado de renta fija colombiano ha mostrado una elevada volatilidad en lo corrido de este año, alcanzando desvalorizaciones generalizadas de más de 200 pbs sobre toda la curva de rendimientos.

Comportamiento deuda bruta total en economías emergentes en 2021



Fuente: IIF - Incluye deuda sector privado y público de un espectro de 30 países emergentes. Cifras a corte de junio de 2021.

Necesidades de financiamiento de toda la deuda en economías emergentes en 2022



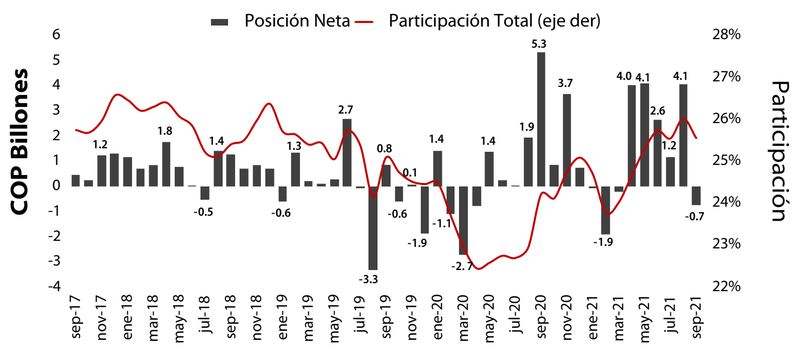
Fuente: IIF - Incluye deuda sector privado y público de los países de un espectro de 30 países emergentes.
Cifras proyectadas y estimadas por la IIF. Se usaron las estimaciones del PIB de 2022 de FMI.

No obstante, Colombia a pesar de perder el grado de inversión ha logrado mantener un fuerte atractivo para los inversionistas extranjeros, quienes incluso han aumentado sus inversiones en el país desde abril, en un momento de alta incertidumbre generada por el Paro Nacional, el retiro de la reforma tributaria, la renuncia del Ministro de Hacienda y la rebaja de calificación por parte de S&P.

Extranjeros, compradores netos de TES:

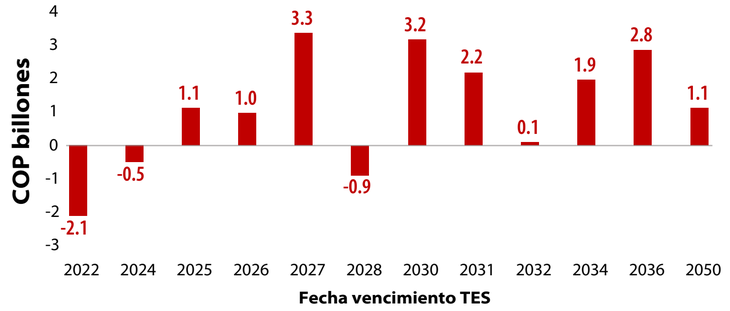
En el acumulado de enero-septiembre de este año, los Fondos de Capital Extranjero (FCE) han comprado cerca de COP 13 billones, diversificando de forma importante sobre toda la curva de rendimientos de los TES tasa fija, pero también aumentando la posición en los papeles que actualmente hacen parte del esquema de subastas del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Compras y ventas netas del off - shore
sobre deuda pública colombiana



Fuente: IRC - Ministerio de Hacienda y Crédito Público - Cifras al corte de septiembre de 2021.

Compras acumuladas aproximadas
de los Fondos de Capital Extranjero en TES COP



Fuente: Mesa Institucional Davivienda Corredores. Operaciones netas realizadas por el extranjero dede incio de año. Bonos tasa fija incluidos en las subastas MInHacienda del 2021: TES TF 2027, TES TF 2031, TES TF 2036, TES TF 2050.

Calificadoras de riesgo moderan su discurso hacia Colombia

Otro aspecto a tener en cuenta es que si bien Colombia perdió el grado de inversión en 1S21 por parte de las calificadoras de riesgo S&P Global y Fitch Ratings, este *downgrade* se centró particularmente sobre la deuda pública colombiana de largo plazo emitida en moneda extranjera, y no sobre la deuda de largo plazo en moneda local, factor que claramente diferencia el efecto de este anuncio entre los bonos globales y los TES emitidos en pesos.

Adicionalmente, esto toma mucho más valor después del anuncio que realizó la calificadora Moody's a inicios de octubre, al mantener la nota del país en grado de inversión. No solamente se mantuvo la nota crediticia para ambos tipos de deuda dos renglones por encima del grado especulación (Baa2 es equivalente a BBB en la escala de las demás calificadoras), sino que también mejoró la perspectiva sobre la nota desde negativa a estable.

La decisión de Moody's respalda las últimas medidas macro-prudenciales y los ajustes de carácter fiscal que ha implementado el Gobierno y los hacedores de política en Colombia en 2021; siendo en algunos casos, mejores que en los países que actualmente son grado de inversión.

Encontramos muy relevante que la calificadora mantenga una visión positiva sobre la estabilización de las métricas de deuda del país y la reciente modificación a la regla fiscal aprobada en el Congreso; aun cuando es explícita en mencionar que esta decisión incorpora la expectativa de que la próxima administración del país seguirá implementando medidas para la consolidación fiscal.

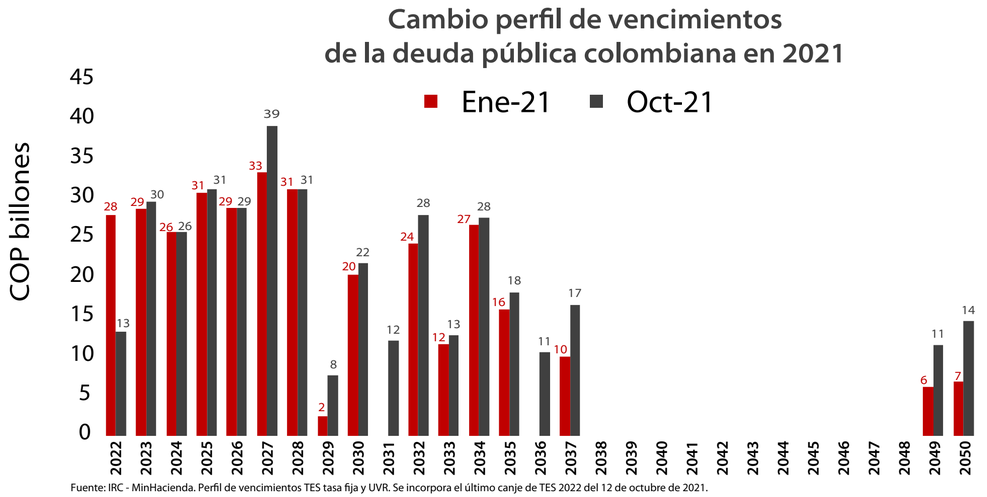
Este anuncio podría liberar las actuales presiones que se observan sobre las primas de riesgo. Tanto los CDS a 5 y 10 años han mostrado un importante incremento en lo corrido del 2S21 por la elevada incertidumbre que existe a nivel regional en torno a la consolidación fiscal de cara al 2022. El diferencial de CDS a 5 años de Colombia frente a países en escala BBB- se ubica actualmente en 75 pbs, cuando la media entre países BB+ vs BBB- es máscercana a los 40 - 50 pbs.

El espacio de ajuste a la baja en el corto plazo no es despreciable y podría favorecer, en cierta medida, la dinámica de la curva de rendimientos de los TES locales. Ajustar ese párrafo con el siguiente texto: No obstante, el potencial ajuste en el tramo largo de la curva de rendimientos dependerá mucho de las condiciones financieras internacionales en 2022.

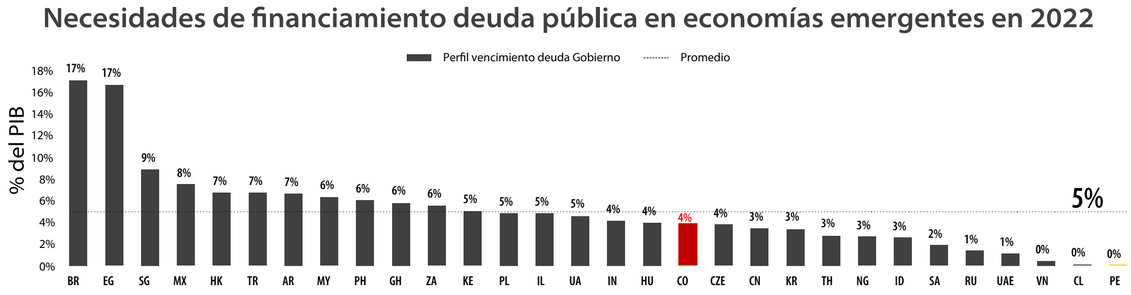
El Ministerio de Hacienda mejora perfil de vencimientos

En cuanto al perfil de deuda, el Gobierno ha destinado 4 de los 5 canjes de 2021 a reducir las obligaciones del vencimiento de los TES tasa fija 2022. Al inicio del año, el circulante de estos papeles superaba los COP 26 billones; con los canjes realizados, el monto de esta emisión se redujo en cerca de COP 14.7 billones hasta niveles COP 13 billones.

Adicionalmente, el pago de cupones para 2022 de ese titulo bajó también en COP 1 billón, hasta COP 921 mil millones. Todo lo anterior, representa una reducción de las amortizaciones en un 53% frente a enero. Además aún existiría espacio adicional de COP 1.5 billones para realizar un último canje este año, teniendo en cuenta las estimaciones de reducción de amortizaciones para 2022 del Ministerio de Hacienda.



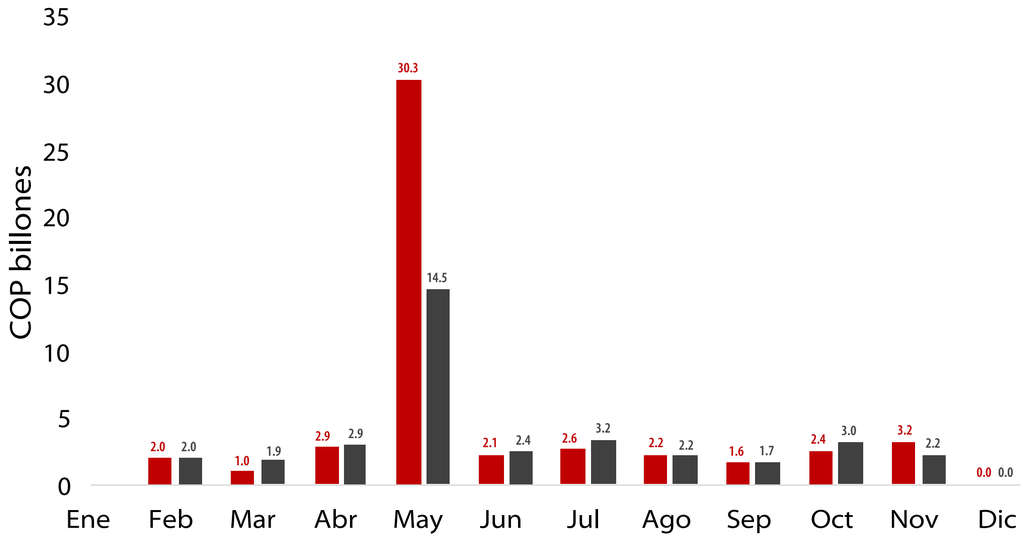
Fuente: IRC - MinHacienda. Perfil de vencimientos TES tasa fija y UVR. Se incorpora el último canje de TES 2022 del 12 de octubre de 2021.



Fuente: IIF - Incluye deuda sector privado y público de los países. Cifras proyectadas y estimadas por la IIF. Se usaron las estimaciones del PIB de 2022 de FMI.

Al evaluar las necesidades de financiamiento de Colombia para 2022, respecto a la deuda pública, en relación al tamaño de la economía, usando información del IIF, la cifra ascendería a 4% del PIB, monto que está levemente por debajo del promedio de necesidades de financiamiento de un grupo de 29 economías emergentes que asciende a 5% del PIB para 2022. Adicionalmente, las operaciones de canje de deuda local han permitido mejorar el perfil de pagos de 2022, factor que es un plus adicional que tiene la deuda pública local de cara a los retos de la renta fija emergente en 2022.

Flujos de pago de cupones y vencimientos de TES en 2022



Fuente: IRC - MinHacienda. Informe de Emisiones semanales al corte del 8 de octubre.
Se incorpora la reducción de COP 1.5 billones del último canje realizado por el Gobierno en 2021. Consolidado TES TF y UVR.

Colombia no tan rezagada frente a sus pares

Al realizar un mapa de calor comparativo entre países emergentes frente a Colombia, usando variables macroeconómicas y de riesgo de crédito, la posición de Colombia, no solamente frente a sus pares BB+ sino también frente algunos países BBB, no evidencia un escenario tan adverso y rezagado para 2022.

A nivel de variables macroeconómicas, las perspectivas para 2022 de Colombia frente a sus pares lo sitúan en un nivel neutral. A nivel de crecimiento, si bien la dinámica del gasto de los hogares se verá limitado en 2022 por la normalización monetaria, el ajuste de la política monetaria por parte del BanRep no sería tan agresivo como la varios de sus pares, factor que evitará que la reactivación económica se vea limitada ampliamente. Por el lado de la inflación, dada la situación global a nivel de precios, es consistente esperar un nivel elevado en este indicador, muy en línea con lo observado en el conjunto de países emergentes.

A nivel de indicadores externos, el déficit de Cuenta Corriente local seguiría siendo elevado para 2022, siendo el segundo más alto entre el grupo de países analizados. Si bien este es un riesgo notable para el país, el potencial repunte de la Inversión Extranjera Directa el próximo año y los niveles elevados de reservas internacionales, podrían mitigar el fuerte egreso de dólares que seguiría evidenciando la economía colombiana el próximo año.

En el parámetro fiscal es donde Colombia evidencia las mayores falencias. Se espera un déficit fiscal del Gobierno Nacional Central del 7% del PIB y un nivel de deuda sobre PIB del 67% para 2022, en ambos casos es de los niveles más altos frente al grupo de comparables. No obstante, estas cifras podrían ajustarse favorablemente al cierre del año teniendo en cuenta que: i) la economía colombiana podría sorprender en crecimiento económico 2021-2022; ii) el recaudo sigue mostrando una rápida recuperación en 2021 y; iii) las operaciones de canje de deuda de corto plazo realizadas por el Ministerio de Hacienda han mejorado el perfil de la deuda local.

Hay que tener en cuenta que, a nivel fiscal todos los países del mundo ejecutaron una política expansiva de gasto para contrarrestar los efectos de la pandemia a nivel social y económico, por tal motivo, es relativamente normal ver en la gran mayoría de los países emergentes un fuerte deterioro en estos indicadores. No obstante, la favorable perspectiva que siguen teniendo las calificadoras de riesgo sobre el país a nivel fiscal, es un gran voto de confianza que le da una ventaja frente a algunos comparables.

Fundamentales macroeconómicos y expectativas 2022 (calificación deuda local largo plazo)

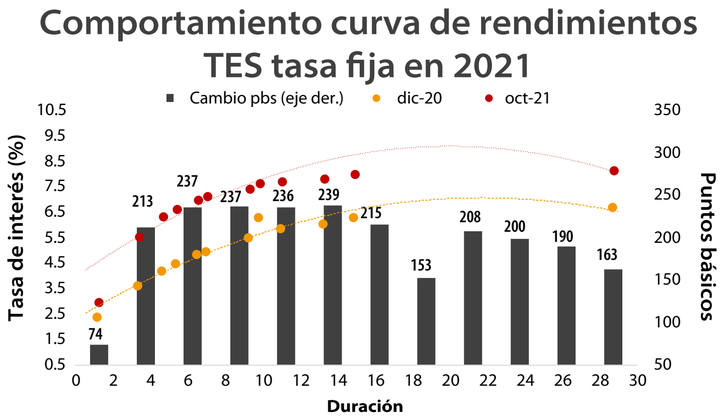
País	Nota (S&P)*	Nota (Fitch)*	CDS 5Y (pbs)	FX**	PIB (a/a)	CC (%PIB)	BF (%PIB)	Inflación IPC (a/a)	IED (%PIB)	Deuda GNC (%PIB)
Brasil	BB-	BB-	210	6.2	1.5	-0.5	-6.9	4.0	3.2	92.8
Chile	A+	A-	88	13.5	2.5	-2.5	-4.4	3.4	2.4	35.9
Colombia	BBB-	BB+	! 169	7.8	✓ 4.3	X -3.5	X -7.0	✓ 3.7	✓ 2.8	! 67.0
Hungría	BBB	BBB	58	5.0	5.1	0.6	-5,9	3.6	1.8	77.0
India	BBB-	BBB-	84	3.2	8.5	-1.0	-9.5	4.9	1.8	90.3
México	BBB+	BBB-	102	4.2	4.0	0.0	-2.2	3.1	1.7	48.1
Perú	A-	BBB+	96	10.4	4.6	0.4	-3.1	2.6	2.4	36.4
Polonia	A	A-	50	6.1	5.1	2.3	-2.9	2.6	1.0	61.9
Rusia	BBB	BBB	91	-3.5	4.5	5.7	0.0	4.3	-0.7	20.4
Sudáfrica	BB	BB-	221	1.9	2.2	2.9	-7.2	4.5	0.4	83.7
Turquía	BB-	BB-	443	18	3.3	-2.4	-3.5	14.5	1.2	38.0
Promedio			147	6.6	4.1	0.2	-4.8	4.7	1.6	59.2

Fuente: Investigaciones Económicas - Davivienda Corredores. *Deuda pública de largo plazo en moneda local.** Devaluación a/a al corte de octubre 2021. Proyecciones de PIB, C.C., Balance fiscal para 2022 tomadas del MFMP 2021. Pronóstico de inflación suministrado por Grupo Bolivar. Proyecciónes de IED y deuda GNC 2022 tomadas de S&P.

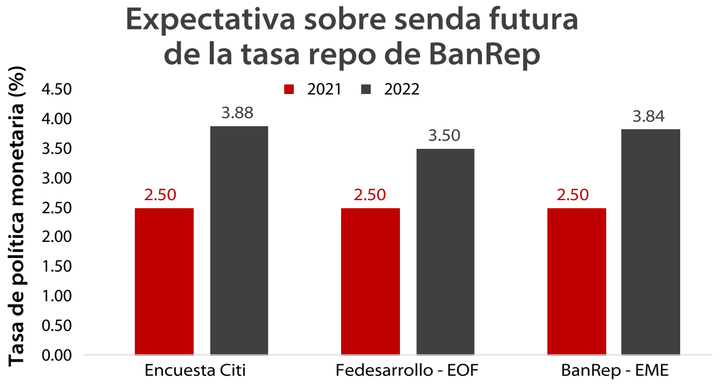
Perspectivas renta fija cierre 2021: ***Bear flattening***.

En lo corrido de 2021, la curva de rendimientos de TES tasa fija ha mostrado una reducción de 26 pbs en su pendiente calculada entre los TES 2030-TES 2024, y actualmente se ubica en 168 pbs, mientras que el nivel de la curva ha subido 2.3 p.p. hasta 7.3%. Adicionalmente, la curva ha mostrado una desvalorización promedio de 231 pbs, siendo el nodo medio el más afectado (267 pbs, en promedio). Múltiples factores han generado esta desvalorización de la curva: i) pérdida de grado inversión de Colombia; ii) volatilidad en las tasas de interés de los tesoros americanos; y iii) normalización monetaria agresiva en Latinoamérica.

Este fenómeno conocido como *bear flattening*, donde las tasas de interés del tramo corto y medio suben más rápido que las de largo plazo, ante una postura monetaria más contractiva se ha materializado en toda Latinoamérica. Sin embargo, en el caso local, creemos que la curva estaría ya descontando un movimiento extremadamente agresivo por parte del BanRep, más aún si se tiene en cuenta que las expectativas de los analistas anticipan un ajuste gradual de la tasas de política monetaria local y que, adicionalmente, varios codirectores del emisor local han manifestado que el caso colombiano difiere de la región ampliamente.



Fuente: Bloomberg - SEN BanRep.



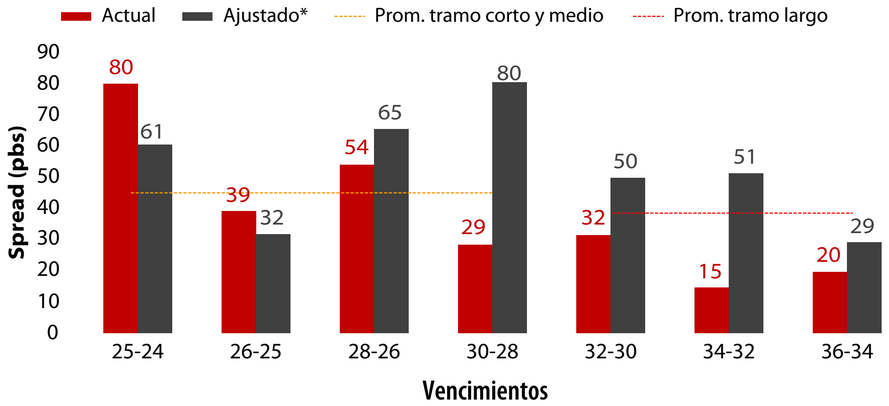
Fuente: Encuesta Citi, Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y Encuesta Mensual de Exopectativa de Analistas Económicos (EME) del BanRep. Encuestas al corte de octubre de 2021.

Creemos que para lo que resta del año, el escenario más factible sobre la deuda pública en pesos es el de observar algunas desvalorizaciones adicionales generalizadas sobre toda la curva, aunque estas serían en una menor magnitud a las observadas hasta ahora.

Al revisar los diferenciales que presentan los distintos nodos de la curva de deuda pública en pesos, el desajuste entre los spreads observados y los ajustados por duración de los títulos del tramo largo es bastante amplia, y asciende a más de 25 pbs.

En el caso del tramo corto y medio, la diferencia entre los spreads observados y los ajustados es de tan solo 5 pbs. Por tal motivo, no descartamos un posible movimiento adicional al alza en las tasas de interés de los TES del nodo largo, más si se tiene en cuenta que es muy factible que las tasas de los Tesoros americanos continúen subiendo y se ubiquen en niveles cercanos al 1.8% al cierre del año; factor que podría generar volatilidad en los papeles de mayor duración.

Diferenciales por duración en la curva de TES tasa fija

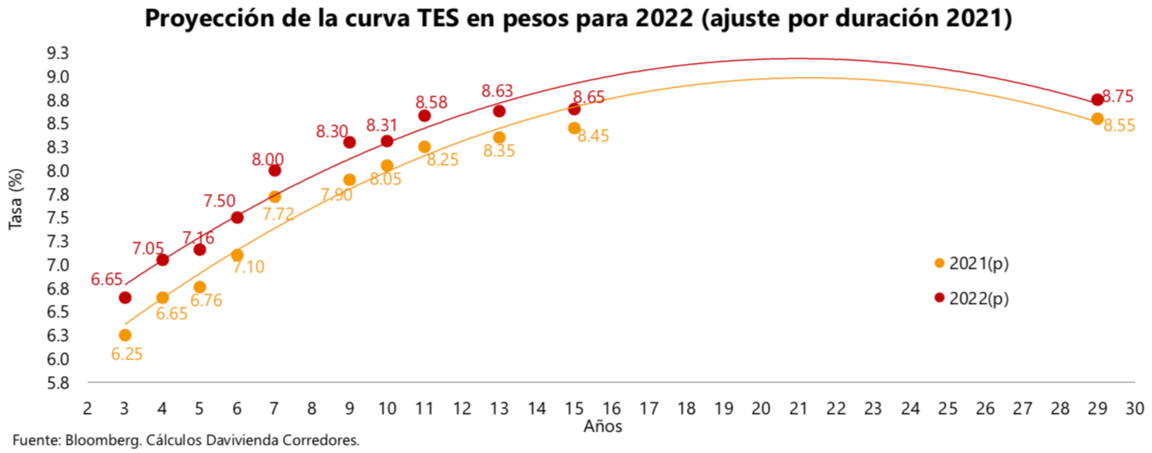


Fuente: Bloomberg. *Promedio de ajustes lineales y no lineales con regresiones paramétricas. Promedios dos años.

No obstante, la incertidumbre que sigue existiendo en torno a la normalización monetaria en Latinoamérica y a nivel local, seguirán generando mucha volatilidad sobre la renta fija local, particularmente en el tramo corto y medio.

Perspectivas renta fija para 2022: Esperar puede tener una gran recompensa

De cara al 2022, existen varios retos para la deuda pública colombiana. En línea con lo expuesto en el capitulo, los riesgos más importantes son: i) la marcada aceleración de la inflación y la posibilidad que no sea tan transitoria como se esperaba en un principio; ii) la incertidumbre en torno al ajuste de la política monetaria por parte del BanRep; iii) la cautela que suscitará el periodo electoral en Colombia en 1S22 y, iv) la posibilidad de que las condiciones financieras a nivel global se aprieten ante posibles ajustes en la política monetaria en países desarrollados.

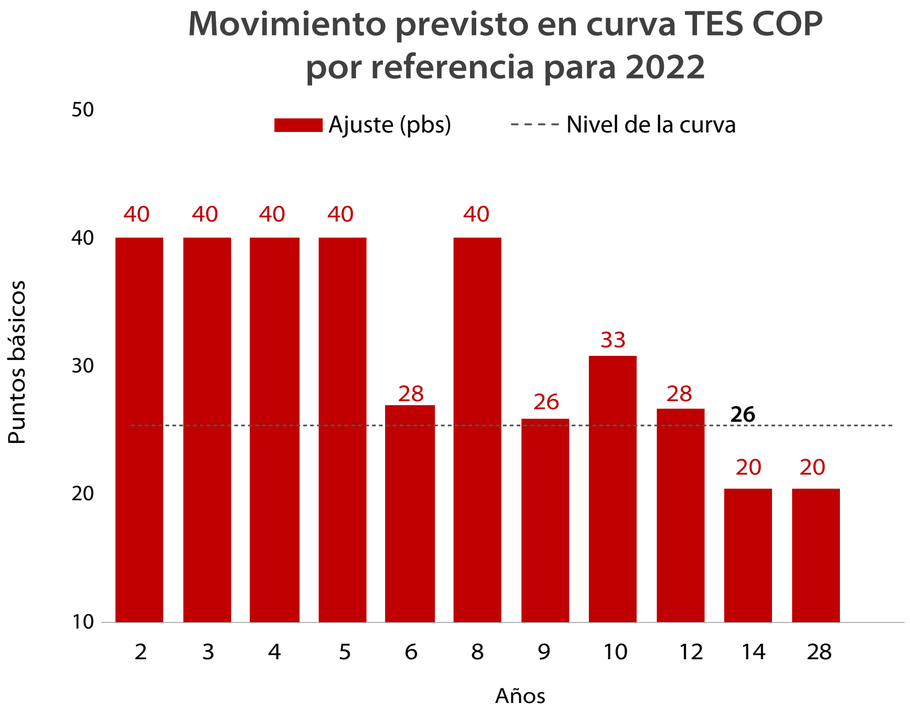


Fuente: Bloomberg. Cálculos Davivienda Corredores.

Dado lo anterior, esperamos que al cierre de 2022 la curva registre una desvalorización generalizada, cercana a los 26 pbs. Esperamos que el nivel de la curva aumente desde 7.32% hasta 7.58%.

A diferencia de la observado en la región, la curva local podría aplanarse a un ritmo más lento, ante un ajuste en su política monetaria mucho más gradual frente a la de sus pares.

Si bien el panorama luce complicado para la renta fija local, creemos que existirán espacios puntuales en lo corrido de 2022 para realizar posiciones tanto tácticas como de más largo plazo.



Fuente: Bloomberg . Cálculos Davivienda Corredores.

Nuestra postura en Grupo Bolívar, en torno a los incrementos de la tasa de interés por parte de BanRep es gradual (esperamos cierre de 2021 en 3.00% y en 4.50% en 2022), el cual contrasta con la expectativa del mercado, el cual ya descuenta niveles de la tasa repo por encima del 5.00% para finales de 2022. Actualmente, más allá de la inflación, los riesgos para realizar un agresivo ajuste en la actual política monetaria local son: i) el incremento de déficit de cuenta corriente y su impacto negativo sobre la tasa de cambio y; ii) la consolidación fiscal de mediano plazo de Colombia.

Sin embargo, creemos que si bien existe un sesgo al alza sobre el nivel de cierre de la tasa de referencia para el próximo año, aún existen varios factores que podrían limitar el ajuste de la política monetaria a nivel local, al menos en comparación al agresivo ajuste que vienen implementando los bancos centrales de la región.

En el caso de la inflación, si bien su aceleración en lo corrido de 2021 ha sido muy marcada, y la expectativa para cierre de 2022 sigue acercándose al 4%, nuestro caso difiere mucho del regional, en el cual varios países ya evidencian un fuerte desanclaje de sus expectativas de inflación de corto plazo.

En el caso colombiano, tanto las expectativas de los analistas como las del mercado de TES a 2 y 3 años siguen manteniéndose ancladas en el rango objetivo de inflación. Adicionalmente, a nivel local, los factores de oferta serían los que más estarían influyendo en el repunte de inflación en el corto plazo, nuevamente muy diferente a lo observado en la región, en donde las trasferencias monetarias otorgadas por los gobiernos han sido mucho mayores, permitiendo que la demanda de los hogares haya sido mucho más robusta que en Colombia.

Adicionalmente, la economía aún necesitará del estimulo monetario para mantener la reactivación económica en el corto plazo. Lo anterior teniendo en cuenta que la disrupción de la pandemia sobre el mercado laboral ha sido muy marcada, algo que podría afectar el gasto privado en 2022, el principal dinamizador de la economía en 2021.

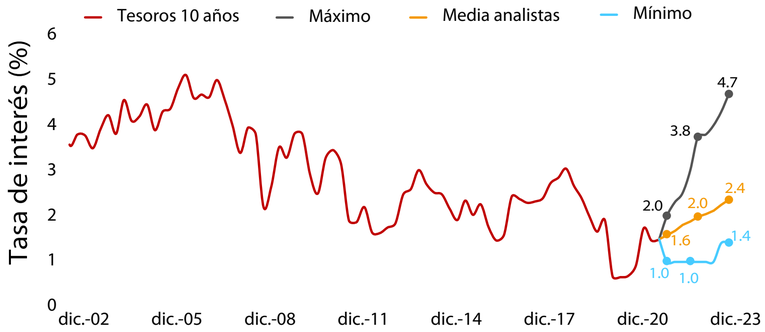
Dado lo anterior, creemos la curva en pesos evidenciaría desvalorizaciones en 1S22, abriendo espacio para tomar posiciones más estructurales durante la segunda parte del año. Vale la pena reseñar que el atractivo de la renta fija local para el extranjeroseguirá siendo elevado y, una vez se disipe una gran variedad de riesgos de carácter externo y local, la renta fija local se percibirá atractiva y muy barata frente a sus comprables.

Escenario negativo :
¿Tesoros americanos al 2.5% en 2022?

Las tasas de los Tesoros americanos de largo plazo han empezado con su ajuste gradual al alza al inicio de 4T21. Lo anterior en gran medida explicado por la publicación del último *Dot Plot* de la Fed, en donde referencia un ajuste al alza progresivo de las tasas de interés desde 2023, siendo este un ajuste de carácter estructural relevante para el inversionista.

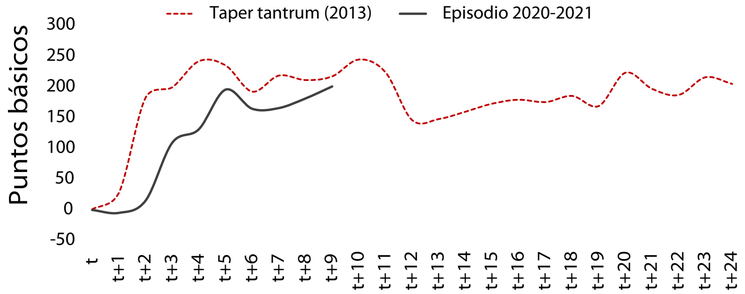
En este contexto, la media de los analistas según la encuesta de Bloomberg, espera un nivel de Tesoros cerrando 2021 en 1.55% y en 2.00% en 2022. Sin embargo, creemos que para ambos años existe un sesgo al alza con una probabilidad de ocurrencia elevada, dependiendo de la evolución que muestre la información macroeconómica en Estado Unidos en los próximos meses. Las tasas de los Tesoros podrían buscar niveles cercanos al 1.8%, factor que claramente podría imprimir volatilidad al tramo largo de la curva de TES, similar en cierta medida al efecto que tuvo en 2013 el *taper tantrum* sobre la curva de TES en su momento. Sin embargo, el efecto podría no ser en la misma magnitud al observado en ese momento, teniendo en cuenta la fuerte desvalorización que ya ha incorporado la curva de rendimientos local por este factor.

Expectativas del nivel de Tesoros a 10 años para 20216 - 2023



Fuente: Bloomberg. Encuesta Bloomberg sobre expectativas de los analistas para el activo a corte de octubre.

Respuesta de los TES tasa fija ante episodios de volatilidad externa

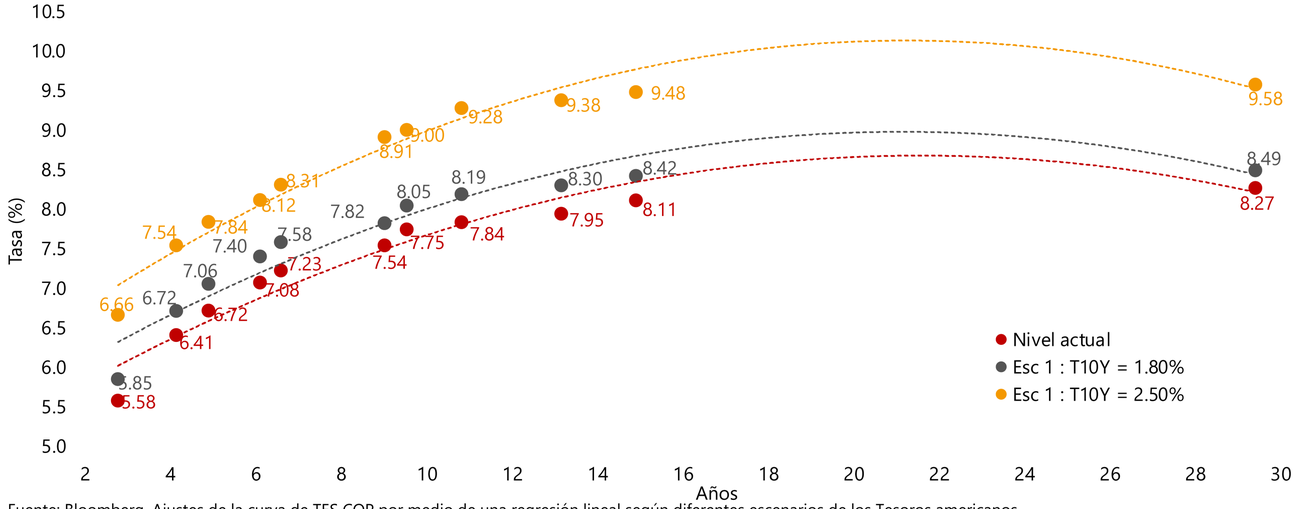


Fuente: Bloomberg. Ajuste de los TES tasa fija de largo plazo ante incrementos fuertes en las tasas de los T10Y.

Al calcular el valor justo de la curva de TES tasa fija a niveles de Tesoros de 1.80% y 2.50%, manteniendo las condiciones actuales, se observa en primera medida que, en el primer caso, el nivel de la curva aumentaría 25 pbs hasta 7.54%, mientras que la pendiente de 10-2 años, no mostraría grandes cambios. En el segundo caso, el estrés sobre la curva sería mucho mayor y el nivel de esta última aumentaría en cerca de 82 pbs hasta 8.1%, mientras el empinamiento de la curva subiría cerca de 40 pbs. En ambos casos, la desvalorización de la curva sería generalizada.

Si bien el riesgo en torno a la posibilidad de un rápido ajuste en la política monetaria de la Fed en el corto plazo es alto, creemos que el efecto sobre la curva podría ser de carácter transitorio, suscitando en este aspecto, también un espacio de inversión con unos niveles de papeles en tasa bastante atractivos.

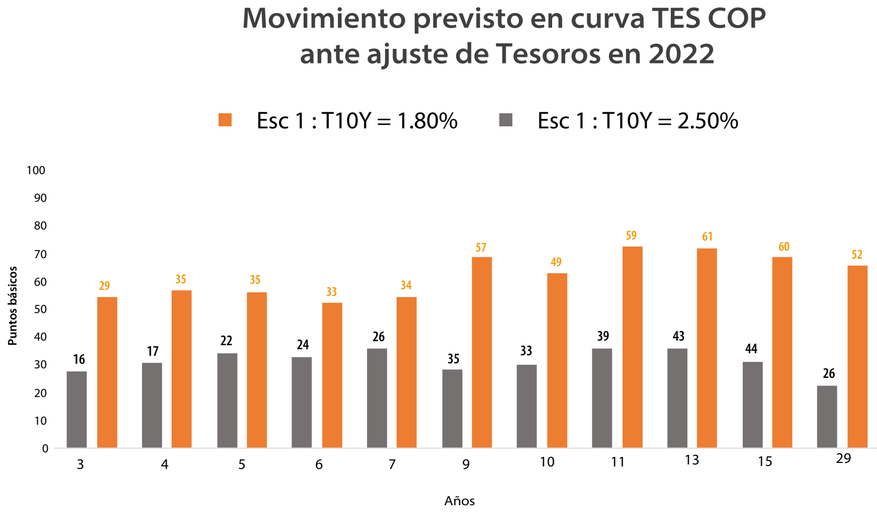
Valor justo de la curva de TES COP bajo niveles estresados en los Tesoros 10Y



Fuente: Bloomberg. Ajustes de la curva de TES COP por medio de una regresión lineal según diferentes escenarios de los Tesoros americanos.

Adicionalmente, tal y como mencionamos anteriormente, varios de los parámetros relevantes de Colombia para un inversor extranjero siguen siendo favorables, a pesar del fuerte impacto de la pandemia sobre el crecimiento, las métricas fiscales y el incremento a vulnerabilidades externas.

Claro ejemplo de lo anterior, es el excelente apetito que tuvo la última emisión de bonos globales en octubre (sobre-demandado 4.3 veces), factor que muestra que los mercados internacionales siguen abiertos para el país.



Fuente: Bloomberg. Cálculos Davivienda Corredores.

ACCIONES COLOMBIA: REZAGADAS FRENTE A LA ECONOMÍA

Davivienda Corredores

REZAGADAS FRENTE A LA ECONOMÍA

Acciones Colombia

- Estimamos que las utilidades del MSCI COLCAP en 2021 superen niveles pre pandemia en un 22% y, en 2022, crezcan un 10% anual.
- El índice MSCI COLCAP alcanzaría 1,713 puntos en el 2022, lo que representa un potencial de valorización de 20%.
- El retorno por dividendos será destacable en 2022, producto de la recuperación de las utilidades. Nuestra expectativa para el índice apunta a un retorno de 5%, donde se destacan acciones como Terpel, Ecopetrol y Corficolombiana.
- Nuestro portafolio recomendado de TOP PICKs 2022 lo componen: Bancolombia, Corficolombiana, Mineros y Ecopetrol.

Balance del 2021

El mercado de acciones ha presentado un desempeño débil en lo corrido del año. De hecho, de enero a julio el mercado se desvalorizó 14%, y solo desde agosto empezamos a evidenciar una recuperación que ha permitido que a la fecha el MSCI COLCAP apenas se acerque al nivel con el que arrancó el año. Varios eventos impactaron el desempeño: i) El anuncio en febrero por parte de Ecopetrol de la compra de ISA y la posible financiación de la adquisición vía emisión de acciones, ii) el paro nacional y bloqueos durante los meses de abril, mayo e inicios de junio y iii) la cautela que desde ya imprime el panorama electoral de 2022. No obstante, la rapidez con que se ha recuperado la economía y las cifras de las compañías, al igual que la recuperación de los precios del petróleo, llevaron a que desde agosto el mercado acumule una subida de 15.3%.

Variación del COLCAP

Mes	2021	2020	2019	2018
ene-21	-6.24%	-2.32%	9.13%	2.94%
feb-21	0.84%	-4.57%	4.23%	-5.12%
mar-21	-3.14%	-27.48%	5.27%	-1.54%
abr-21	-5.02%	1.62%	-0.89%	7.56%
may-21	-3.98%	-4.05%	-5.51%	-1.20%
jun-21	3.99%	1.46%	4.17%	1.96%
jul-21	-0.97%	2.03%	0.85%	-3.20%
ago-21	6.73%	7.20%	-0.17%	1.06%
sept-21	3.18%	-3.63%	1.18%	-2.38%
oct-21	2.87%	-3.00%	3.50%	-7.56%
nov-20		10.67%	-1.30%	-0.93%
dic-20		14.30%	3.13%	-3.87%
TOTAL AÑO		-13.51%	25.38%	-12.40%
Cierre COLCAP (Puntos)	1,425.14	1,437.89	1,662.42	1,325.93

Fuente: Bloomberg

¿Cómo se ha desempeñado el COLCAP en 2021 respecto a nuestra estimación?

En nuestra pasada publicación (nov-20) "El libro 2021: Colombia, frente al reto de la transformación", como es usual, utilizamos los Precios Objetivo de las compañías bajo cobertura y sus respectivos escenarios de sensibilidad, para estimar el valor justo del MSCI COLCAP.

Nuestro escenario base de estimación publicado para ese entonces fue de 1,454 puntos, con un escenario pesimista de 1,284 puntos y un escenario optimista de 1,607 puntos. Luego de nuestra publicación, el MSCI COLCAP rápidamente alcanzó nuestro escenario base y a partir de ese punto inició una prolongada desvalorización, situándose incluso por debajo de nuestro escenario pesimista; situación que ha cambiado recientemente y ya se ubica cerca a 1,420 puntos. Para lo que resta del año 2021, nuestra expectativa es positiva, esperamos que el **MSCI COLCAP** pueda incluso superar nuestro escenario base y acercarse a los 1,500 puntos.

COLCAP en 2021 podría cerrar cerca a **1.500** puntos

2022: Superando niveles prepandemia

En 2021, la dinámica de la economía ha superado ampliamente las expectativas. Las estimaciones de crecimiento de la economía casi se duplicaron, pasando de 5.3% a 8.9%. Actualmente, existen pronósticos que se ubican entre 9% y 10%.

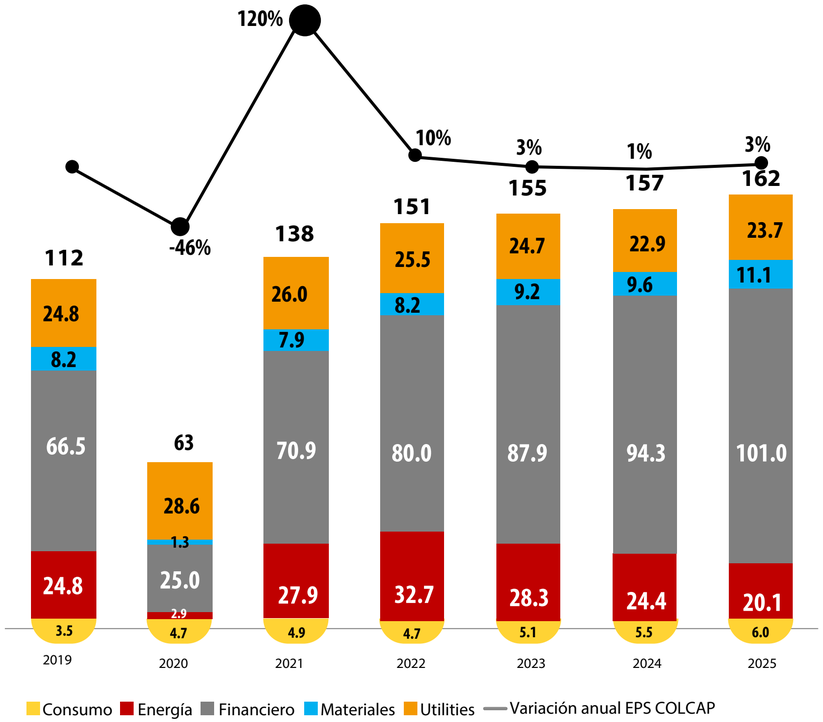
Paralelamente, las cifras de las compañías también han mostrado una dinámica superior a nuestra estimación. Mientras que en nuestra publicación anterior esperábamos que las utilidades del MSCI COLCAP en el año 2021 se ubicaran un 27% por debajo de niveles prepandemia (vs año 2019), nuestra estimación actual apunta a que incluso podrían ser un 22% superiores. De todas formas, la recuperación ha sido desigual y se ha visto favorecida significativamente por el repunte del precio del petróleo, que ha beneficiado la generación de utilidades de Ecopetrol, compañía que podría cerrar el año con récord histórico, aportando el 22% de las utilidades del índice en 2021 vs 4.6% en 2020 y 17.6% en 2019. Para el año 2022, la recuperación en las cifras de las compañías y en las utilidades del índice va a continuar.

Estamos estimando un crecimiento de las utilidades por acción del MSCI COLCAP de 10%,
donde buena parte de la dinámica la atribuimos al sector financiero que, de acuerdo a nuestras estimaciones, presentaría un crecimiento de 12.8% vs 2021 y contribuiría con el 53% de las utilidades del índice.

Vale la pena destacar que Ecopetrol seguiría contribuyendo de forma importante a las utilidades en 2022 y, posteriormente, estimamos una disminución en su contribución acorde a la perspectiva de una curva de precios decreciente en el petróleo.

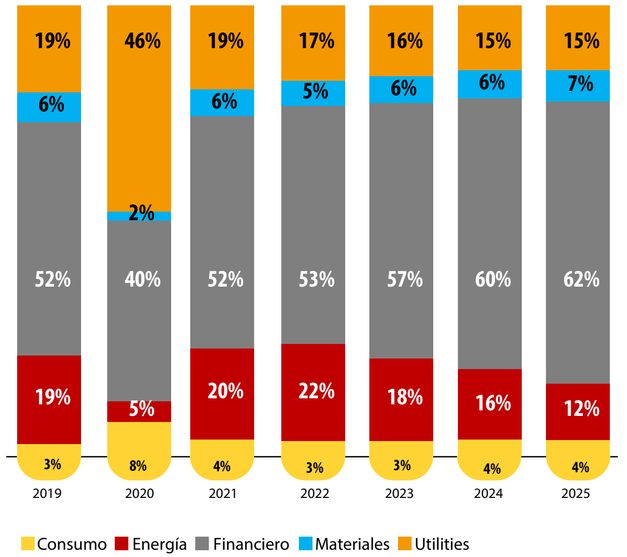
Estimamos un crecimiento en las utilidades del MSCI COLCAP de **10%**

Estimación utilidad por acción MSCI COLCAP(COP)



Fuente : Estimaciones Davivienda Corredores

Contribución por sector al EPS del COLCAP



Fuente: Estimaciones Davivienda Corredores

En este contexto, y como es tradición para nuestra publicación de El Libro, revelamos nuestra estimación de valor justo del índice COLCAP. En línea con nuestra metodología tradicional, tomamos como base los Precios Objetivo bajo los tres escenarios: pesimista, base y optimista que evaluamos para cada compañía.

Sobre esta base, estimamos un valor justo para el MSCI COLCAP en 2022 de 1,713 puntos, el cual representa un potencial de valorización de 20.1% frente al nivel actual (15 de octubre). Vale la pena destacar que aun en nuestro escenario pesimista, el COLCAP presenta un potencial de valorización de 2.61%, reflejando que persiste el amplio descuento frente a su valor justo en el grueso de las compañías que lo componen. Por su parte, en el escenario optimista el potencial de valorización alcanza el 35%.

Destacamos que nuestros Precios Objetivo no incorporan ningún tipo de descuento y están determinados, en su totalidad, de acuerdo a nuestra metodología de valoración.

Sin embargo, somos conscientes que actualmente el mercado le asigna a algunas compañías este tipo de descuentos lo que las puede llevar a desviarse de nuestra estimación de valor justo a nivel fundamental.

Por último, para el cálculo del pronóstico del índice, estimamos un descuento en las acciones preferenciales de Grupo Sura (11%), Grupo Argos (21.6%) y Cementos Argos (27.1%), frente a nuestro precio objetivo basados en un promedio EWMA *(Exponential Weighted Moving Average)* de los últimos 3 años. Además, frente a las acciones que no hacen parte de nuestro universo de cobertura, utilizamos el consenso del mercado.

Potencial de valorización del MSCI COLCAP **20%**

ESCENARIOS DE PRECIOS OBJETIVO Y RECOMENDACIONES

Precio Objetivo 2022 FA

Empresa	Escenario Pesimista		Escenario Base			Escenario Optimista		Recomendación
	Precio	Potencial	Precio	Potencial	Retorno total	Precio	Potencial	
Bancolombia	37,000	7.1%	39,400	14.0%	17.87%	40,800	18.1%	Sobreponderar
Mineros	3,930	2.9%	5,270	38.0%	45.37%	6,190	62.0%	Sobreponderar
Ecopetrol	2,340	-20.9%	3,300	11.5%	19.36%	4,460	50.7%	Sobreponderar
Corficolombiana	31,200	5.4%	35,200	18.9%	27.41%	37,000	25.0%	Sobreponderar
Promigas	7,900	8.1%	9,700	32.8%	39.9%	10,800	47.8%	Sobreponderar
ISA	22,600	-0.7%	28,300	24.4%	30.15%	34,000	49.5%	Sobreponderar
Terpel	9,400	9.3%	12,000	39.5%	49.98%	14,800	72.1%	Sobreponderar
GEB	2,670	-8.6%	3,300	13.0%	19.58%	3,680	26.0%	Neutral
Grupo Aval	1,220	5.6%	1,450	25.5%	32.03%	1,500	29.9%	Neutral
Grupo Argos	12,100	0.1%	15,000	24.1%	27.39%	15,900	31.5%	Neutral
Cemargos	6,100	-4.7%	7,400	15.6%	19.03%	9,000	40.6%	Neutral
Banco de Bogotá	89,400	20.8%	92,000	24.3%	30.02%	93,000	25.7%	Neutral
Grupo Sura	30,000	32.5%	32,600	43.9%	46.71%	33,100	46.1%	Subponderar
Nutresa	25,900	16.1%	30,100	35.0%	38.67%	34,200	53.4%	Subponderar
Celsia	4,100	-4.7%	5,000	16.3%	22.42%	6,200	44.2%	Subponderar
MSCI COLCAP	1,463	2.61%	1,713	20.11%	25.10%	1,920	34.6%	

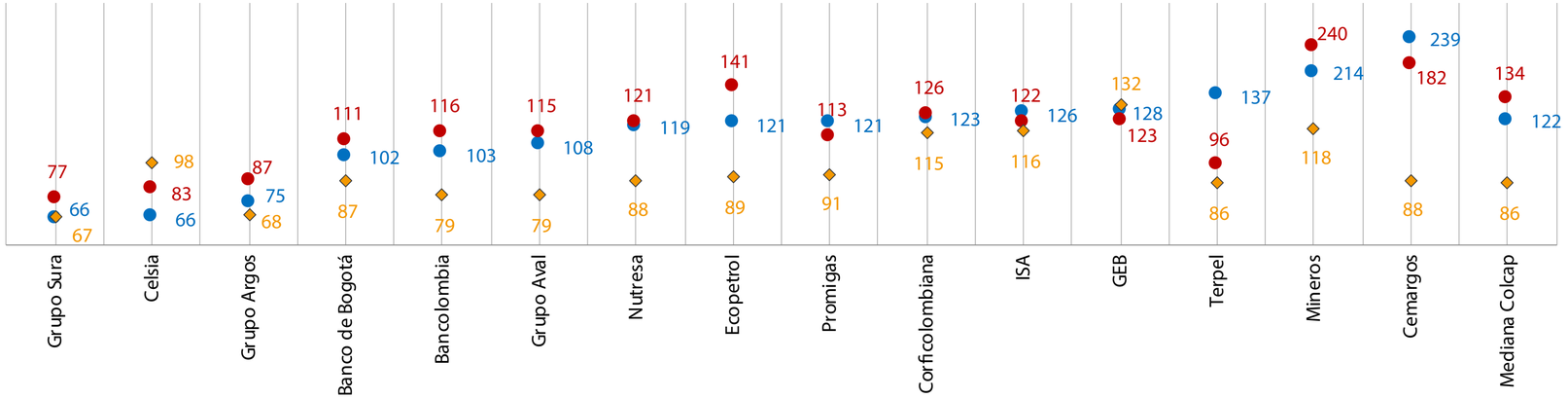
Fuente: Davivienda Corredores

Es importante anotar que el potencial de valorización para 2022 que presentan las acciones colombianas a la fecha es bastante amplio, lo cual no solo es resultado de las mayores utilidades, sino de que los precios de las acciones no se han ajustado a las mejores cifras de las compañías.

Al hacer el comparativo de las utilidades del 2021 y 2022 frente a los niveles previos a la pandemia se evidencia que para el cierre de este año solo Grupo Sura, Celsia y Grupo Argos mantendrán niveles de utilidades menores a los del año 2019 (destacamos que en Celsia y Grupo Argos el 2019 estuvo beneficiado por las utilidades extraordinarias que se generaron como resultado de la venta de Zona Franca Celsia). Sin embargo, en el caso del precio de mercado, la mayoría de las compañías y el índice se encuentran por debajo del nivel del año 2019.

Es por esto que reiteramos nuestro mensaje de que el mercado colombiano sigue siendo una buena alternativa de inversión de cara a los mejores resultados que esperamos para lo que resta de 2021 y el 2022.

Utilidades y precio 2021 - 2022 vs 2019 (Base 100)



Fuente: Davivienda Corrredores

Retorno por dividendos nuevamente en máximos históricos

Dada la mejor expectativa de resultados para el año 2021, producto de la reactivación económica, esperamos que los dividendos para el año 2022 tengan una recuperación destacable. Mientras que en 2021 el retorno por dividendos se ubicó cerca al 4.0%, para el 2022 este retorno subiría al 5.0%.

Sobresale la recuperación en el dividendo de Ecopetrol que pasaría de COP 18 pesos por acción en 2021 a COP 233 pesos por acción en 2022, producto del impulso que le ha dado la recuperación de los precios del petróleo a las utilidades de la empresa. Asimismo, resaltamos que Terpel pasaría de no distribuir dividendos en 2021 a ser la acción con mayor retorno por dividendos del índice.

Estimamos un retorno por dividendo en 2022 para el MSCI COLCAP de **5%**

Finalmente, es importante destacar que las compañías de servicios públicos por su alta capacidad de generación de caja seguirán teniendo un alto retorno por dividendos.

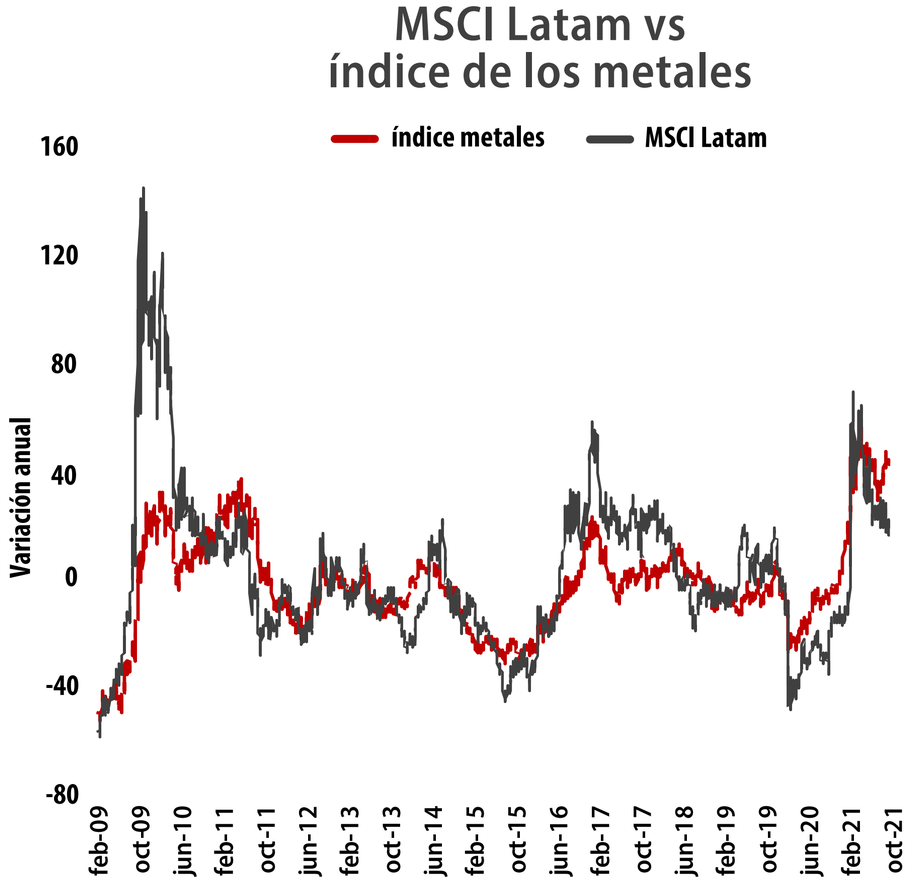
Dividendos Estimados 2022		
EMPRESA	DIV. 2022E	YIELD 2022
Terpel	898	10.4%
Corficolombiana	2,512	8.5%
Ecopetrol	233	7.9%
Mineros	283	7.4%
Promigas	518	7.1%
GEB	193	6.6%
Grupo Aval	75	6.5%
Celsia	264	6.1%
ISA	1,310	5.8%
Banco de Bogotá	4,201	5.7%
PEI	497,673	5.7%
Bancolombia	1,337	3.9%
Nutresa	823	3.7%
Cemargos	218	3.4%
Grupo Argos	401	3.3%
Grupo Sura	629	2.8%
El Cóndor	24	2.7%
Conconcreto	-	-
MSCI COLCAP		5.0%

Estimaciones: Davivienda Corredores

Una mirada de largo plazo al COLCAP

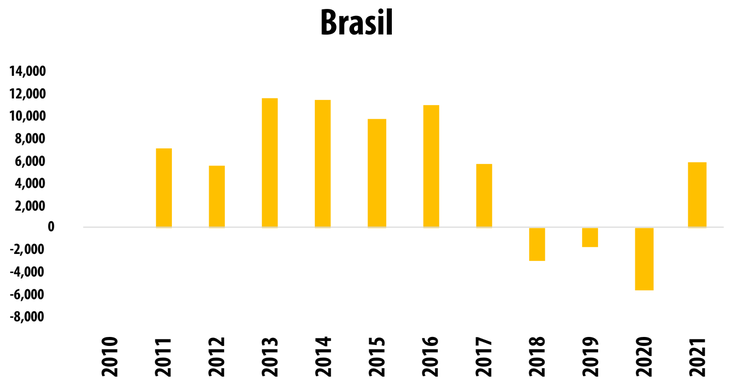
Históricamente, Latinoamérica ha basado su crecimiento económico en gran medida en la explotación de los recursos naturales, y eso ha significado que muchos países de la región cuenten con bases productivas poco diversificadas y excesivamente dependientes de sus materias primas. Según el Banco Mundial, la dependencia de la región en sus materias primas ha caído del 86% en los años setenta a poco más del 50% en los últimos años. En contraste, los países del sudeste asiático redujeron esa relación del 94% al 30% en el mismo periodo.

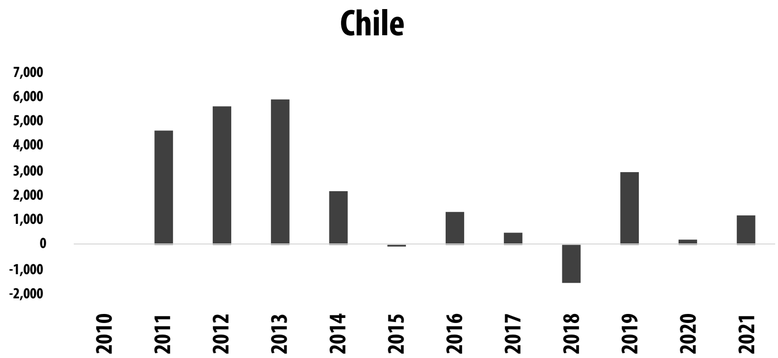
Del mismo modo, es innegable la fuerte relación que tienen los mercados de acciones latinoamericanos con el ciclo de las materias primas. Al comparar el índice de acciones MSCI Latam con el índice de precios de metales se observa claramente esta dependencia, lo que puede significar, en el actual ciclo económico y ante la posibilidad de un "súper ciclo de materias primas", una oportunidad y atractivo para la región. De hecho, esta puede ser una de las razones por las cuales los inversionistas desde 2017 hasta el año pasado habían disminuido de forma relevante su apetito por la región Latinoamérica lo que se evidencia en los flujos de venta de acciones desde entonces.

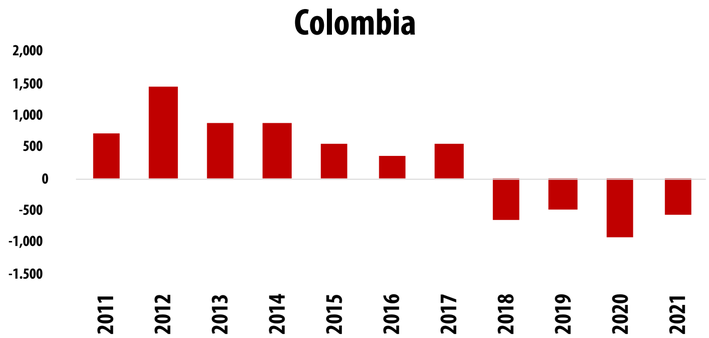


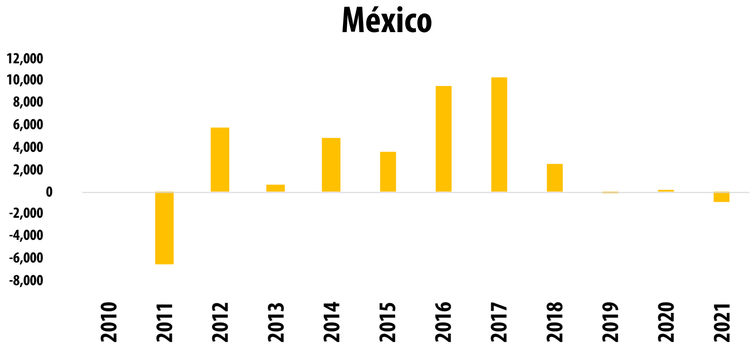
Fuente: Bloomberg

Flujos extranjeros en acciones (USD millones)









Fuente: IIF

En el caso de Colombia, las ventas de acciones por parte de inversionistas extranjeros han sido más pronunciadas que en el resto de la región. Teniendo en cuenta que los extranjeros representan el 30% del volumen negociado y que son jugadores claves para que nuestro mercado tenga una liquidez adecuada, quisimos profundizar en el análisis del comportamiento de estos agentes.

Desde el año 2018, cuando su flujo neto empezó a ser negativo, los extranjeros han vendido COP 9.0 billones; desinversiones que en su mayoría fueron compensadas por compras por parte de los Fondos de Pensiones Locales. El año de mayores ventas fue el 2020, cuando la posición neta vendedora por parte de estos jugadores alcanzó COP 3.4 billones. Vale la pena destacar que en gran parte de la década pasada, siguiendo el comportamiento de la región, las compras de los Extranjeros fueron notables, acumulando entre los años 2010 y 2017 compras netas por COP 11.2 billones.

Extranjeros han vendido en acciones locales desde 2018

COP 9 bn

Durante esos años, además de los flujos compradores por parte de inversionistas activos, también empezaron algunas acciones locales a ser parte de índices internacionales como el MSCI y el FTSE, lo que implicó una demanda adicional muy relevante para nuestro mercado.

A partir de 2018 el panorama empezó a cambiar, llegaron las ventas del principal inversionista extranjero en acciones hasta 2017 –Harbor International Fund-, que a 2017 acumulaba una participación de COP 2.8 billones, principalmente en acciones de Grupo Sura, Grupo Argos y Cementos Argos. Al tiempo, a partir de mediados de 2017, el MSCI empezó a incluir acciones Chinas en los índices y el FTSE hizo lo mismo a partir de finales de 2018, generando un impacto negativo en la participación de los mercados emergentes que hacían parte de estos índices.

Desde ese entonces, en particular los índices MSCI empezaron a disminuir gradualmente su exposición en acciones colombianas.

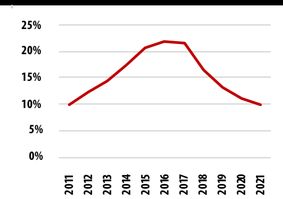
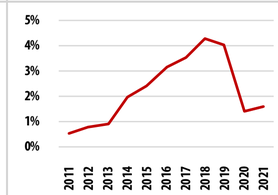
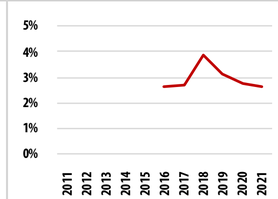
Es así como al revisar el TOP de acciones con mayores ventas por parte de inversionistas extranjeros encontramos en el *ranking* a Grupo Sura, Grupo Aval, Ecopetrol, Cementos Argos, Bancolombia y Grupo Argos. Estas especies representan más del 80% del flujo vendedor de los inversionistas extranjeros desde el 2018 y, durante el mismo periodo, su participación en el índice COLCAP ha promediado 65%. Grupo Sura ha sido la acción más representativa con el 22% (COP 1.8 billones) de las ventas durante este periodo.

Consecuentemente, el desempeño futuro de algunas de estas acciones y del MSCI COLCAP seguirá contando con una importante dependencia de los movimientos que realicen inversionistas extranjeros y de la capacidad de otros inversionistas de absorber flujos vendedores de persistir la dinámica de ventas que se ha visto en los últimos años. Dado que ya buena parte de la exposición a Colombia por parte de gestores extranjeros activos se redujo, vemos la posibilidad de que el flujo vendedor se reduzca durante los próximos años. A continuación, presentamos las consideraciones sobre estas acciones en específico:

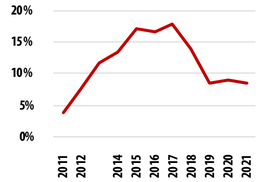
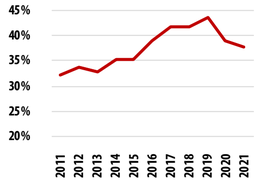
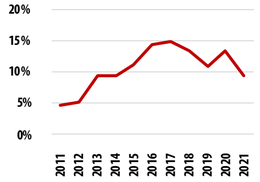
Top 10 de principales inversionistas extranjeros (COP mil mm)

Dec-17	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Jun-21
Harbour International Fund (COP 2,724)	Vanguard (COP 1,273)	Vanguard (COP 1,817)	Vanguard (COP 1,289)	Vanguard (COP 1,245)
Vanguard (COP 1,536)	Norges Bank (COP 1,064)	Norges Bank (COP 1,292)	Norges Bank (COP 853)	Norges Bank (COP 963)
Abu Dabhi Investment Aut (COP 1,026)	iShares (COP 969)	Abu Dhabi (COP 884)	Abu dhabi (COP 673)	Abu dhabi (COP 517)
Norges Bank (COP 847)	Abu Dabhi Investment Aut (COP 878)	Ishares (COP 630)	Ishares (COP 318)	Ishares (COP 392)
iShares (COP 782)	Harbour International Fund (COP 498)	Bank of Nova Scotia (COP 284)	MSCI (COP 175)	Utilico Emerging Markets (COP 117)
Oppenheimer (COP 533)	MSCI (COP 292)	MSCI (COP 268)	Utilico Emerging Markets (COP 105)	Employees provident fund board (COP 97)
Blackrock (COP 354)	IFC (COP 268)	EM Core Equity DFAINVE (COP 121)	Employees provident fund board (COP 97)	Doverton Investments S.A. (COP 62)
IFC (COP 262)	Bank of Nova Scotia (COP 194)	Bny Mellon Trust (COP 106)	Nat. Westminster Bank (COP 89)	Dimensional Emerging Markets Value Fund (COP 46)
Bank of Nova Scotia (COP 189)	EM Core Equity of DFAINVE (COP123)	Dimensional EM Value Fund (COP85)	Dimensional Emerging Markets Value Fund (COP 50)	B3 (COP 44)
Aberdeen Global LatAm (COP 104)	Dimensional EM Value Fund (COP107)	Onyx Latin America Equity Fund Lp (COP 74)	Bank of Nova Scotia (COP 44)	Wayco International INC (COP 34)

Fuente: Superintendencia Financiera | Cálculos Davivienda Corredores

TOP ventas de extranjeros desde 2018				
Compañía	**Ventas 2018 - 2021 (COP mm)**	**% del ventas totales de extranjeros**	**Participación de extranjeros en la compañía**	**Comentario**
Grupo Sura	**(1,867,334)**	**22%**		El principal inversionista activo de la compañía es Abu Dhabi con 2.5 mm de acciones quien ha venido disminuyendo gradualmente su participación. No obstante, la posición de los extranjeros sobre las acciones totales se ha reducido a niveles del año 2011 (11%) por lo que no esperamos que de continuar las ventas estas se den a un ritmo tan alto de los años recientes.
Grupo Aval	**(1,286,427)**	**15%**		Las ventas se dieron principalmente en 2020 a raíz de la pandemia lo cual tiene sentido por el impacto que se preveía muy pronunciado para los activos cíclicos. Teniendo en cuenta que el panorama del sector financiero colombiano ahora es positivo, las desinversiones por parte de extranjeros deberían limitarse. Por último será importante monitorear la lectura que hagan los inversionistas de la desconsolidación de las operaciones en Centroamérica.
Ecopetrol	**(1,191,667)**	**14%**		Las ventas en Ecopetrol se han dado principalmente en 2020, época de pandemia y bajos precios del crudo, y lo corrido de 2021 posiblemente por el ruido derivado de la emisión de acciones. Es posible que la sorpresa positiva en los precios del petróleo limite el flujo vendedor. No obstante, somos conscientes del limitante que le pone al precio del activo una emisión de acciones que no se ha descartado.

TOP ventas de extranjeros desde 2018

Compañía	Ventas 2018 - 2021 (COP mm)	% del ventas totales de extranjeros	Participación de extranjeros en la compañía	Comentario
Cemargos	(1,035,539)	12%		Esta acción se vio fuertemente impactada con las ventas de Harbor y la salida del MSCI, no obstante, desde entonces la participación de los extranjeros se ha estabilizado en alrededor del 8%. No descartamos que el ciclo de la construcción en EE.UU. y Latam, y el mayor apetito por nombres procíclicos pueda representar un mayor atractivo para los extranjeros.
Bancolombia	(813,864)	10%		Las recuperación en las cifras financieras de Bancolombia ha sorprendido positivamente a los analistas y al mercado, e incluso proyectamos que las utilidades de Bancolombia superen los niveles de prepandemia (año 2019) este mismo año. El desempeño positivo que debería mantenerse sería un catalizador para ver flujos compradores.
Grupo Argos	(654,312)	8%		La participación de los extranjeros en Grupo Argos está representada principalmente por su participación en los índices FTSE, por lo que mientras se mantenga en este índice no deberíamos ver cambios relevantes en la posición de estos inversionistas. Vale la pena destacar que la llegada de Grupo Argos al mercado de Chile podría representar un una mayor demanda por parte de inversionistas. Destacamos que el mayor inversionista activo es Norges Bank que solo tiene el 0.47% del total de acciones de la compañía.

POSICION NETA ANUAL PRINCIPALES INVERSIONISTAS (COP mm)										
	EXTRANJEROS					FONDOS DE PENSIONES				
	2018	2019	2020	YTD 2021	TOTAL	2018	2019	2020	YTD 2021	TOTAL
BCOLOMBIA	47,148	-92,236	41,689	-106,038	-109,437	-83,368	284,065	-75,107	14,915	140,505
BOGOTA	-34,164	13,206	-33,234	-93,507	-147,699	-3,111	3,406	9,427	49,006	58,728
CELSIA	4,083	-10,408	-24,014	-9,484	-39,823	-11,416	18,950	43,608	-12,745	38,397
CEMARGOS	-366,820	-574,734	-42,459	40,333	-943,680	358,630	269,124	-37,141	-21,130	569,483
CNEC	-2,822	55,233	-16,650	26,103	61,864	-10,254	184	51,716	536	42,182
CORFICOLCF	61,478	79,711	1,831	-135,986	7,034	-76,299	37,125	82,853	160,961	204,640
ECOPETROL	30,339	-177,098	-521,455	-523,453	-1,191,667	-136,166	629,023	593,954	472,540	1,559,351
GEB	-65,104	-22,619	124,247	-300,399	-263,875	24,765	147,940	35,754	184,099	392,558
GRUPOARGOS	-352,755	190,692	-282,325	-10,584	-454,972	220,793	-63,710	81,148	7,902	246,133
GRUPOSURA	-986,100	-199,932	-165,371	-38,413	-1,389,816	486,867	21,322	-4,733	-86,759	416,697
ISA	81,143	18,241	-191,375	-228,784	-320,775	-77,352	-59,815	190,032	154,534	207,399
MINEROS	-428	22,722	2,939	6,328	31,561	-521	-20,199	-6,554	-10,451	-37,725
NUTRESA	-67,931	-66,890	-149,133	-151,413	-435,367	91,073	251,713	115,129	88,293	546,208
PFAVAL	142,480	-130,975	-856,631	-441,301	-1,286,427	58,106	216,689	711,491	447,870	1,434,156
PFBCOLOM	29,399	217,043	-933,985	-16,884	-704,427	357,635	-317,125	966,868	-59,361	948,017
PFCEMARGOS	-78,988	-4,815	-6,000	-2,056	-91,859	64,744	4,096	-5,516	1,003	64,327
PFDAVVNDA	144,238	-243,514	-133,573	-157,676	-390,525	-113,097	201,534	106,790	120,078	315,305
PFGRUPOARG	-183,499	-11,864	-2,266	-1,711	-199,340	183,337	22,318	3,702	-438	208,919
PFGRUPSURA	-59,533	-333,047	-76,339	-8,599	-477,518	67,504	141,773	21,524	-3,335	227,466
PROMIGAS	-43,803	62,044	-5,113	-16,004	-2,876	5,470	-33,468	-37,595	-7,947	-73,540

Fuente: BVC, SFC | Estimaciones: Davivienda Corredores

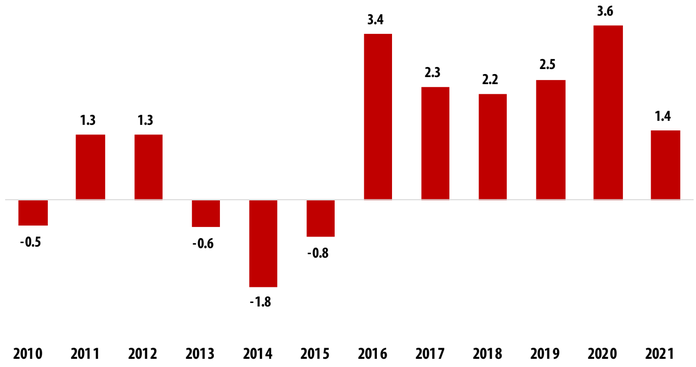
Fondos de pensiones seguirían siendo activos

Los Fondos de Pensiones representan el 19% del volumen promedio negociado y han sido quienes han soportado las ventas de los extranjeros durante los últimos años, comprando entre el año 2018 y lo corrido de 2021 COP 9.5 bn en acciones locales.

Es cierto que estos jugadores tienen unos límites regulatorios que no pueden sobrepasar y que en acciones como Bancolombia, Grupo Argos, Grupo Sura, Celsia, GEB, Cemargos e ISA los dos fondos de mayor tamaño (Protección y Porvenir) se encuentran en el límite regulatorio o con un espacio de inversión mínimo, lo que implica que los pequeños tampoco se sobreexponen demasiado para no desviarse del benchmark. No obstante, esta no es una realidad nueva y aún así siguen siendo compradores, ya sea vía Fondos de Pensiones Voluntarias y de Cesantías o creando unidades de ETF (que no cuentan en límite) y abriendo espacio para inversiones directas.

Esperamos que estos jugadores no solo continúen activos sino que sigan con la posición neta compradora de acciones, considerando que la desviación entre el valor justo de las compañías y el precio de mercado se mantiene tan alto.

Posición neta Fondos de pensiones COP bn



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

RIESGOS Y OPORTUNIDADES

I. Integración de bolsas de la región

Recientemente se llevó a cabo la presentación oficial de seis compañías colombianas que entrarían a cotizar en la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile y que se encuentran listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Se trata de Bancolombia, Davivienda, Grupo Argos, Cementos Argos, Grupo Sura y Nutresa. La modalidad de negociación se asemejaría a lo que se realiza hoy en Colombia a través del Mercado Global Colombiano (MGC). Además, se alista la llegada del índice MSCI COLCAP a la misma bolsa chilena, posiblemente para el cierre de 2021 o inicios de 2022, según se den las condiciones del mercado. Así mismo, avanzan las negociaciones con la Bolsa de Valores de Lima para que se dé el mismo proceso en dicho mercado, aunque este avanza mucho más lento y podrían conocerse noticias hasta finales del próximo año.

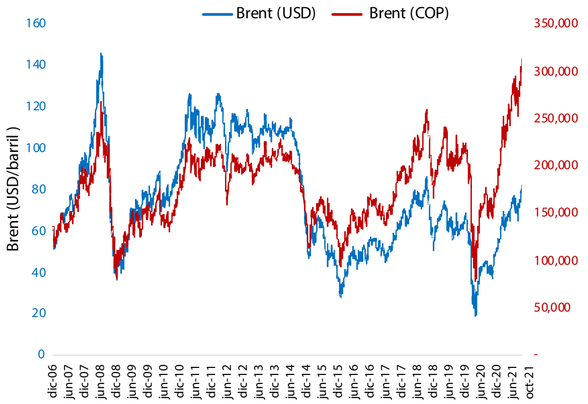
II. Reforma al mercado de capitales

El gobierno presentó ante el Congreso la propuesta de Reforma al Mercado de Capitales, la cual tiene tres pilares: (i) implementar un modelo de regulación funcional y no orgánico, es decir basado en actividades y no instituciones, y se unificará el régimen de ciertas instituciones que, a pesar de tener naturaleza diversa, realizan actividades similares; (ii) adoptar un modelo de licenciamiento modular con el fin de que la regulación sea más dinámica, se promueva la inclusión de nuevos agentes al mercado, se amplíe el catálogo de productos y servicios para que se ajusten a las necesidades y condiciones de los diferentes clientes, y se mantenga consistente con la innovación y tecnología; e (iii) implementar un nuevo régimen de emisión, creando nuevas clasificaciones de inversionistas e infraestructura para promover la eficiencia y competitividad del mercado. Esta reforma responde a algunas de las recomendaciones de la Misión del Mercado de Capitales y podría ser un catalizador para aumentar la liquidez y solucionar algunos problemas estructurales del mercado si llegara a ser aprobada.

III. Petróleo

El petróleo es uno de los motores económicos más importantes del país. En el pico del último auge petrolero, cuando el Brent se cotizaba a más de USD 100 dólares por barril, Colombia producía un poco más de un millón de barriles diarios, lo que le dio a la economía un impulso notable. Para ese entonces, el petróleo era responsable del 55% de las exportaciones, casi el 5% del PIB y más de una quinta parte de los ingresos del gobierno. Ahora, después de la pandemia, el petróleo nuevamente resurge y en el caso de nuestro país, ante la depreciación reciente del peso colombiano, los precios del petróleo se encuentran en máximos históricos. Esto sin duda no solo le da un impulso a la economía sino también a nuestro mercado, teniendo en cuenta la representatividad de Ecopetrol en el índice y en las utilidades del COLCAP. Esta es una de las principales razones por las que esperamos un gran dinamismo en las utilidades este y el próximo año. No obstante, si esto llegara a cambiar también podría significar una sorpresa negativa para nuestras estimaciones, que incorporan un precio promedio del Brent de USD 73/barril en 2022.

Precio del petróleo referencia Brent



Fuente: Bloomberg

Sensibilidad utilidades del COLCAP vs utilidades de ecopetrol

				Base		
Precio promedio Brent 2022	55	60	65	73	80	85
EPS Ecopetrol	310	335	401	456	556	609
Crecimiendo en utilidades del COLCAP	1%	5%	7%	10%	15%	18%

IV. Ciclos electorales y entorno político

A la transición política resultante de los distintos ciclos electorales en la región, se suma el descontento social y los efectos de la crisis. Dicha coyuntura trae consigo una mayor percepción de riesgo para la región, que se ha traducido en una reducción en el apetito por parte de inversionistas internacionales y locales, quienes podrían mantenerse al margen a la hora de realizar inversiones, hasta tanto no se decante el panorama político y se conozca con mayor claridad la posición que adoptarán los nuevos mandatarios respecto a los distintos sectores y políticas económicas. Es por esto que hechos como: i) el resultado de las próximas elecciones en Chile, Colombia y Brasil; ii) la reforma constitucional en Chile; iii) posibles reformas pensionales en Perú y Chile; y iv) cambios en las reglas de juego para los negocios en Perú y México, seguirán imprimiendo incertidumbre de cara al año 2022, lo cual podría limitar el desempeño de los activos financieros de los países de la región.

V. Protestas sociales en Colombia

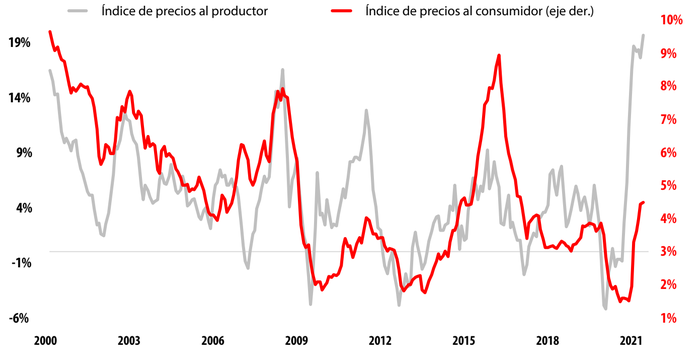
El descontento social, económico y político en el país se ha venido incrementando, en donde la crisis desatada por el COVID-19, fue un punto de inflexión clave. Tal fue el caso que, a inicios de 2021, Colombia vivió uno de los paros nacionales más importantes a nivel social. El cual, claramente impactó negativamente la operatividad de las compañías a nivel nacional y afectó la cadena de suministros, traduciéndose en impactos a nivel financiero de las mismas. En este sentido, no descartamos que en el 2022 se puedan experimentar nuevas movilizaciones sociales, a medida que se vayan agotando las ayudas del gobierno, por un descontento en los resultados electorales, o por temas coyunturales como un eventual incremento en el precio de los combustibles a raíz de la subida del petróleo que aún no se ha transmitido completamente. Es probable que este riesgo también tenga escala regional, con mayores riesgos en países como Chile.

VI. Inflación reduciría márgenes de las compañías

Un factor de riesgo que podría afectar el desempeño de las compañías colombianas en los próximos meses es el importante aumento que han tenido los precios, especialmente en un punto en el que los precios a los productores han aumentado a un mayor ritmo que los precios a los consumidores. Por ejemplo, el índice de precios al productor en Colombia registra una variación anual del 19.7%, mientras el índice de precios al consumidor registra apenas una variación del 4.5%, según las cifras a septiembre. Los márgenes de utilidad de las empresas seguirán teniendo una alta dependencia de la capacidad que tengan estas de trasladar sus mayores costos a los consumidores y esto, por ahora, no se ha logrado.

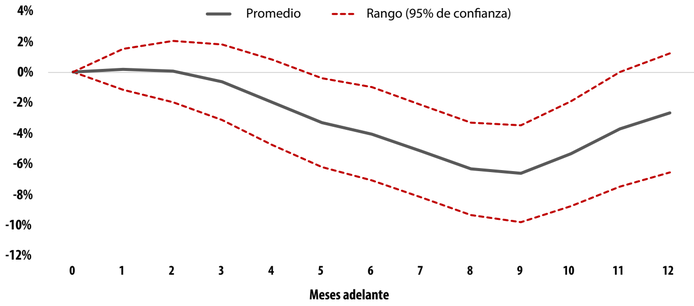
Con respecto al desempeño de las acciones para los próximos meses, aunque nuestra perspectiva es positiva, es importante no perder de vista este factor de riesgo. Por medio de un modelo de impulso respuesta medimos el cambio promedio en la senda del MSCI COLCAP ante desviaciones de la inflación frente a su rango meta. En promedio, una desviación de la inflación del 1% por encima de su rango meta está asociada con caídas significativas (entre 3% y 6%) del índice COLCAP con un rezago de cinco meses en adelante. Es importante monitorear el comportamiento de los precios que permanecerá para las compañías en el 2022.

Inflación por índices de precios al productor y al consumidor



Fuente: DANE

Cambio acumulado en la senda promedio del COLCAP ante subidas de la inflación del 1% frente a su rango meta



Fuente: Bloomberg | Cálculos propios

VII. Contexto externo

La correlación entre el desempeño del MSCI COLCAP y el S&P500 en los últimos 10 años ha sido del 61%, lo cual no es sorpresivo y de alguna manera intuitivo, demostrando que la sensibilidad de nuestro mercado a los movimientos de los mercados globales es alta. Efectos resultantes de factores internacionales y exógenos como los cambios en los ciclos de política monetaria, el desempeño económico global y la disrupción del comercio, siempre han sido y serán fuertes determinantes en el desempeño de los activos de riesgo como las acciones locales. Sin embargo, en un contexto como el actual, en el cual todavía no hay certeza del fin de la pandemia, los factores externos ganan una mayor relevancia y eventos que podrían tomar carácter sistémico, como la crisis del *holding* chino Evergrande podrían ser protagonistas en el desempeño de los activos emergentes. Sin embargo, también es importante mencionar que las divergencias en los ciclos y en el precio de los activos emergentes frente a los desarrollados, al igual que las vulnerabilidades propias de cada mercado podrían en últimas llevar a que inversionistas internacionales busquen distintas alternativas de inversión en mercados accionarios como el colombiano, que sin duda evidencian niveles atractivos de entrada (P/E fwd 2022 MSCI Colcap 9.2x vs 20.4x del S&P500)

VIII. Emisión de acciones

Algunos de los principales emisores locales, como Grupo Aval, Ecopetrol y otros de menor visibilidad como Mineros y Banco de Bogotá, han mencionado la posibilidad y/o la intención de realizar nuevos levantamientos de capital a través de emisión de acciones. Este tipo de procesos o la llegada de nuevos emisores al mercado pueden resultar en la entrada de nuevos inversionistas al mercado de renta variable, lo cual es favorable y necesario en la coyuntura actual del mercado de valores colombiano. Sin embargo, las emisiones de acciones también suelen venir acompañadas de períodos de comportamiento lateral y un ***overhang*** sobre las acciones vinculadas a estos procesos, ya que la especulación sobre las condiciones de las colocaciones (precio de emisión, cantidad de acciones a emitir, efecto dilución, etc) en ocasiones llevan a que los accionistas prefieran reducir la cantidad de operaciones sobre estos títulos hasta tanto no se conozcan suficientes detalles sobre las transacciones.

SECTOR INMOBILIARIO: A COMPETIR CON LAS TASAS DE INTERÉS

Pese a que no todos los choques que ha venido enfrentando el mercado inmobiliario desde el inicio de la pandemia son transitorios y aspectos como el teletrabajo podrán seguir presionando los indicadores de vacancia de activos como los corporativos, la dinámica de recuperación operativa de los activos se ha venido dando de la mano de las reaperturas y la mayor movilidad, lo cual en últimas está resultando en repuntes económicos en distintos sectores y, consecuentemente, deberían seguir permitiendo la estabilización en la generación de ingresos de esos vehículos, al igual que de sus márgenes de rentabilidad y distribución de flujos a sus inversionistas.

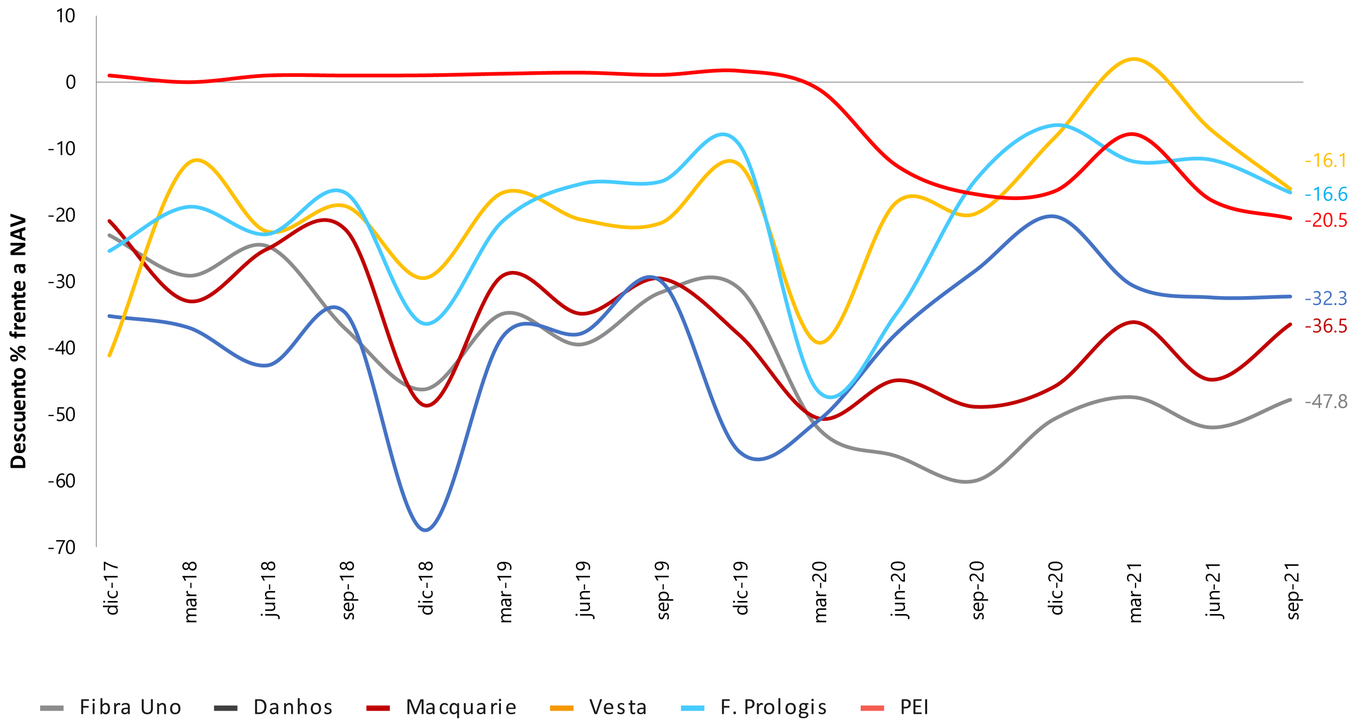
Por otro lado, a diferencia de otras alternativas de inversión como la renta fija o las acciones, y ante la naturaleza de su negocio, los activos inmobiliarios históricamente cuentan con correlaciones positivas a los ciclos de alta inflación, lo cual lleva a que este tipo de inversiones sigan permitiendo cubrir y diversificar los portafolios para afrontar contextos como el actual.

Si bien los activos inmobiliarios no deben ser considerados como activos de renta fija, su nivel de riesgo y sensibilidad a los ciclos económicos tiende a ser menor frente a otras industrias, lo cual también se ve reflejado en la alta estabilidad de sus ingresos, márgenes y rentabilidad que le entregan a sus inversionistas, por lo cual para mantenerse como activos atractivos desde una perspectiva de riesgo/retorno, los vehículos inmobiliarios deben lograr rentabilidades por encima de las que entregan activos de menor riesgo, como por ejemplo la renta fija soberana, lo cual hoy luce retador ante el contexto de alzas en los tipos de interés y de una realidad económica donde ante el daño causado por la pandemia a muchos negocios, algunos activos que anteriormente lograban valorizaciones por encima de la inflación podrían no ofrecer la misma protección.

Los choques son diversos pero los descuentos de mercado son difíciles de justificar. Los resultados financieros y operativos de las distintas alternativas de inversión inmobiliaria en el mercado colombiano han logrado recuperaciones significativas en sus niveles de rentabilidad (flujos y valorización), en la medida que la movilidad se ha ido normalizando y que la mayor parte de los choques a los avalúos ya parecen haberse percibido. Sin embargo, y pese a que la base de inversionistas de cada vehículo es distinta en cada caso, el descuento al que negocian algunos vehículos luce difícil de justificar desde una perspectiva fundamental, particularmente dada la naturaleza de largo plazo de este tipo de inversiones, más aún considerando que esta no es la primera vez que este sector afronta fuertes choques a lo largo de su historia.

Consideramos que los descuentos de mercado de algunos vehículos responden principalmente a la liquidez del mercado y no a deterioros de sus fundamentales o incrementos en los tipos de interés que justifiquen descuentos de dos dígitos, más aún cuando la estabilización de los resultados luce más pronta de lo previsto hace algunos trimestres.
Si bien en la región los descuentos de algunas alternativas inmobiliarias superan ampliamente los del promedio de los vehículos colombianos, al comparar los descuentos a los que tranzaban dichos vehículos a cierre de 2019 frente a los niveles actuales, en general no se presentan incrementos en los descuentos, mientras que en Colombia la divergencia entre NAV y precio de mercado se mantiene distante de los niveles pre-pandemia. Finalmente, esperamos que en la medida que el apetito por activos de las características de los inmobiliarios regrese, la liquidez de este mercado se recupere, más aún considerando que en Colombia este ya es un mercado donde los activos bajo administración de los principales vehículos ya bordean los COP 20 bn, pero donde reconocemos que el factor liquidez jugará un rol muy importante. Como referencia, el PEI es un vehículo que al cierre de septiembre de 2021 promediaba volúmenes de negociación de COP 186 mm/día, mientras que en el 2019, dicho volumen alcanzó COP 3,291 mm/día.

Evolución descuento inmobiliarios en Latam



	Descuento P/NAV (%) vehículos LatAm					
	Fibra Uno	Danhos	Macquarie	Vesta	F. Prologis	PEI
sept-21	-47.8	-36.5	-32.3	-16.1	-16.6	-20.5
dic-19	-31.1	-38.1	-55.6	-12.4	-9.4	1.7
Diferencia (pps)	-16.8	1.6	23.3	-3.7	-7.2	-24.5

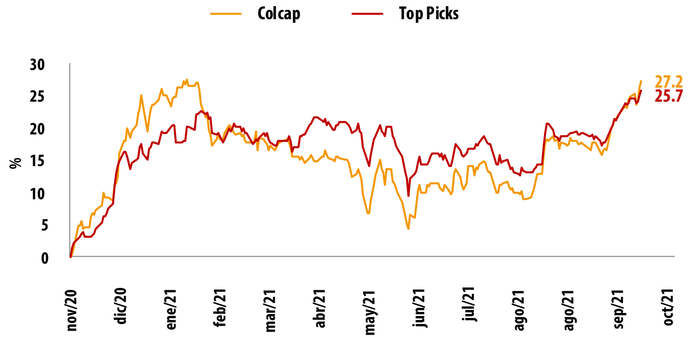
Fuente: Bloomberg, PEI | Estimaciones Davivienda Corredores

TOP PICKS 2022

Antes de exponer las principales razones por las cuales realizamos nuestra selección de Top Picks 2022, nos permitimos presentar un balance de los resultados de nuestros Top Picks 2021, donde vale la pena mencionar que, como consecuencia de la recuperación más acelerada de lo anticipado, la ocurrencia de algunos eventos corporativos como adquisiciones y anuncios de levantamientos de capital y la continua necesidad de posicionarse en compañías que cuentan con estructuras de capital robustas pero con oportunidades de crecimiento en un escenario post-pandemia, el portafolio fue modificado en tres ocasiones desde la publicación de El Libro 2021.

Desde la fecha de publicación de nuestro documento El Libro 2021 –Colombia, frente al reto de la transformación, el 4 de noviembre de 2020, hasta el 15 de octubre de 2021, nuestra canasta de Top Picks 2021 tuvo un retorno total de 25.73%, inferior al retorno de índice MSCI COLCAP (27.25%) para el mismo período, generando un *alpha* total de -1.52%. Es importante destacar que durante ese mismo período, el alpha promedio de nuestro portafolio fue de +1.40%.

Retorno total Top Picks vs. Colcap

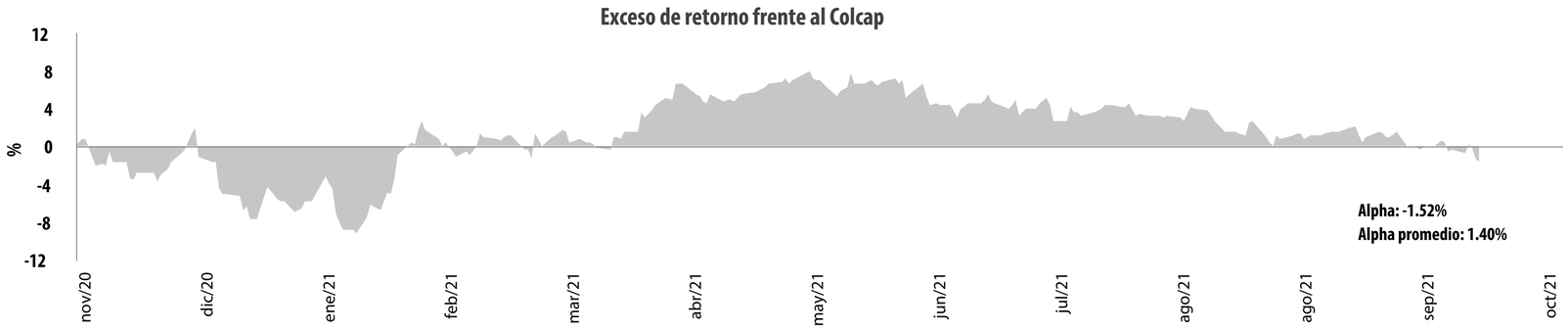


Fuente: Bloomberg | Estimaciones: Davivienda Corredores

El retorno de nuestros Top Picks alcanzó un **26%**

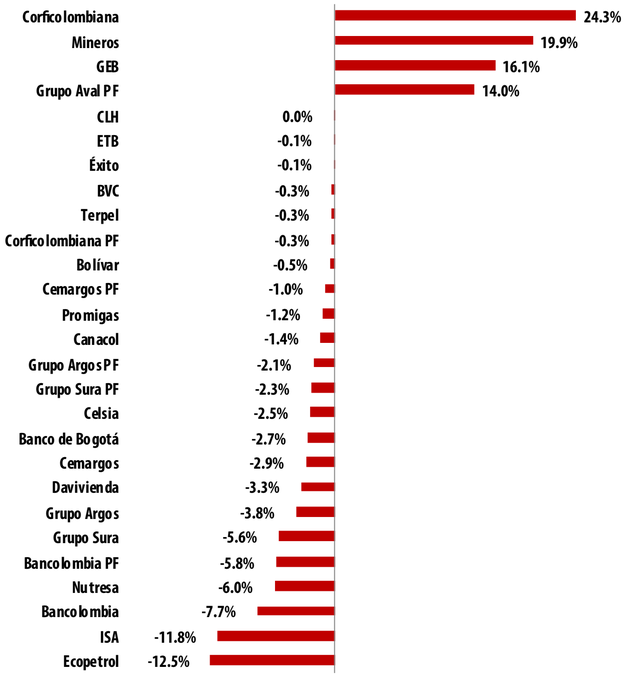
Durante el 2021, realizamos tres rebalanceos de nuestro portafolio de *Top Picks* con el fin de posicionar el portafolio para enfrentar de mejor manera la coyuntura de recuperación que atraviesan las economías donde las compañías seleccionadas tienen presencia, y aprovechar las diferentes oportunidades que se presentaban en el mercado. De esta forma, la composición promedio del portafolio de Top Picks 2021 durante el período de evaluación fue de 27.4% para Corficolombiana, 24.4% para GEB, 20.4% parar Mineros, 18.9% para PF Grupo Aval, 8.4% para Pf Bancolombia y 0.6% para Ecopetrol.

Como resultado, la contribución al retorno del portafolio (retorno total de 25.73%) está compuesta así: 6.93% Grupo Energía Bogotá, 6.41% Corficolombiana, 5.82% Preferencial Grupo Aval, 3.06% Mineros, 2.72% Bancolombia y 0.79% Ecopetrol. Por último, en términos de contribución al *alpha* (exceso de retorno sobre el índice COLCAP de 25.73%) de la cartera de *Top Picks*, Corficolombiana contribuyó con 5.8%, GEB con 4.9%, Preferencial Aval con 4.3%, Mineros con 3.0%, Preferencial Bancolombia -3.0% y Ecopetrol -6.2%.

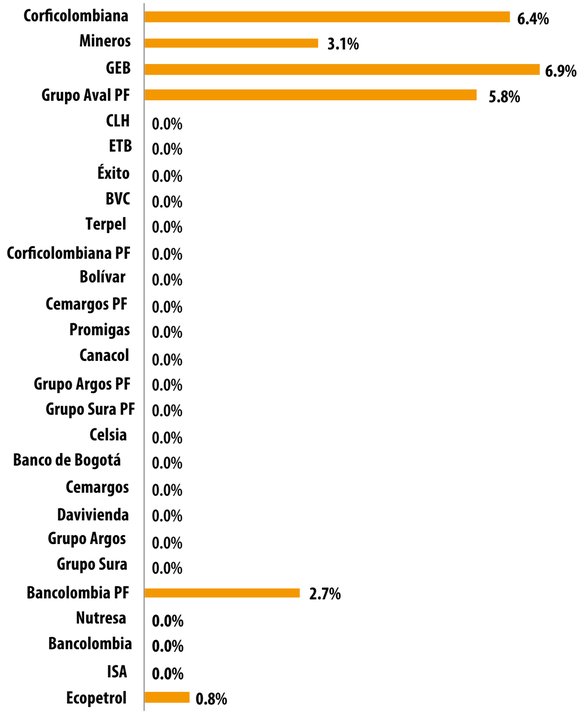


Fuente: Bloomberg | Estimaciones: Davivienda Corredores

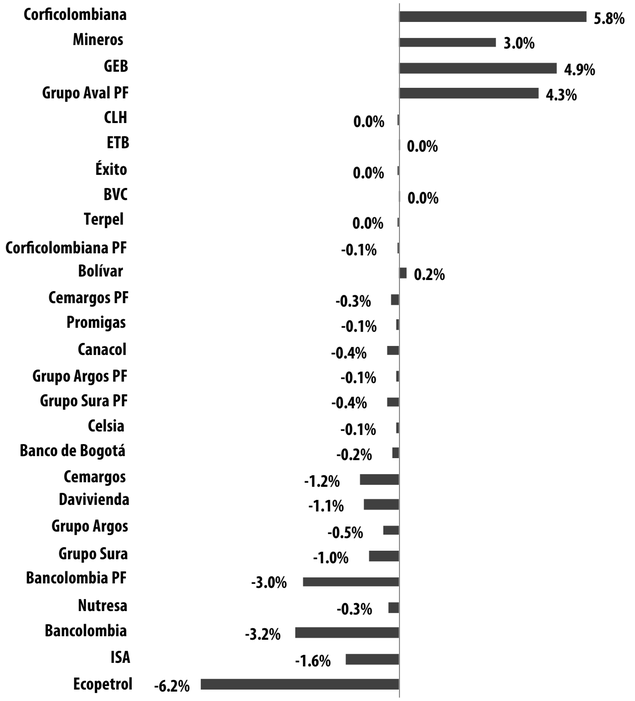
Desviación de participación Vs. Colcap



Contribución del retorno Top Picks



Contribución al Alpha



Fuente: Bloomberg | Estimaciones: Davivienda Corredores

Tras un muy difícil 2020, donde el grueso de las compañías locales enfrentó un escenario de impactos significativos a sus operaciones y reducciones de utilidades de magnitudes importantes, el 2021 ha estado marcado por una recuperación más rápida de la anticipada, jalonada por mayores precios del petróleo, menores necesidades de provisiones en bancos y rebotes generalizados de la actividad económica.

Sin embargo, durante buena parte del 2021 el MSCI Colcap presentó un rezago muy significativo frente a sus pares, limitado por un lento inicio del esquema de vacunación, la incertidumbre que rodeó a la reforma tributaria, y la pérdida del grado de inversión, entre otros. Sin embargo, desde el mes de agosto el mercado local ha presentado una fuerte reacción, favorecido por la conclusión de la transacción Ecopetrol – ISA, la estabilización de los precios del crudo por encima de USD 80/Barril de Brent, los continuos ajustes al alza del pronóstico de PIB, el menor ruido en torno a la calificación soberana (riesgo materializado), la aprobación de la Ley de Inversión Social, y sobre todo por unos resultados corporativos que en general han sorprendido al alza.

Consideramos que el peor momento de la crisis ya habría pasado y, por consiguiente, el 2022 seguiría mostrando repuntes, aunque con mayor moderación, en la actividad económica y como consecuencia, estimamos que el desempeño de casi todas las compañías bajo análisis mantendrá la tendencia positiva evidenciada en los últimos trimestres.

Es por esto que, sin desconocer la alta incertidumbre que genera un periodo electoral, nuestros *Top Picks* incluyen compañías que cuentan con algunas o todas las siguientes características:

1. Hacen parte de sectores estratégicos para la recuperación económica y cuentan con recursos para aprovechar dichas oportunidades;
2. Cuentan con atractivos potenciales de valorización y altos retornos por dividendo.
3. Con catalizadores de valor y/o mercado.
4. Altos niveles de rentabilidad operacional.
5. Poseen inversiones o hacen parte de sectores de perspectivas positivas, que les permitirá mantener la capacidad de generar buenos niveles de utilidades a través del ciclo (*earnings yield*).

Nuestro portafolio recomendado quedaría conformado de la siguiente manera:

Portafolio Top Picks				
	Corficolombiana	ecopetrol	Mineros por el bienestar de todos	Bancolombia
Sector	Holding	Petróleo y Gas	Minería	Financiero
Peso sugerido en Portafolio	30%	25%	15%	30%
Dividend Yield	8.5%	7.9%	7.4%	3.9%
Precio Objetivo 2022FA	35,200	3,300	5,270	39,400
Potencial de valorización	18.9%	11.5%	38.0%	13.9%
Retorno total potencial	27.4%	19.4%	45.4%	17.8%

Potenciales calculados al 15 de octubre de 2021

EL LIBRO 2022

ZOOM A LAS EMPRĒSAS

RESÚMEN PRECIOS OBJETIVO Y RECOMENDACIONES

RESÚMEN PRECIOS OBJETIVO Y RECOMENDACIONES

Empresa	Precio Objetivo 2022FA						
	Precio Objetivo	Potencial	Div. 2022E	Retorno por Dividendo	Retorno total	Recomendación	Riesgo
Corficolombiana*	35,200	18.9%	2,512	8.5%	27.4%	Sobreponderar	Alto
Ecopetrol*	3,300	11.5%	233	7.9%	19.4%	Sobreponderar	Muy Alto
Mineros*	5,270	38.0%	283	7.4%	45.4%	Sobreponderar	Muy Alto
Bancolombia*	39,400	14.0%	1,337	3.9%	17.9%	Sobreponderar	Alto
Terpel	12,000	39.5%	898	10.4%	50.0%	Sobreponderar	Alto
Promigas	9,700	32.8%	518	7.1%	39.9%	Sobreponderar	Medio
ISA	28,300	24.4%	1,310	5.8%	30.2%	Sobreponderar	Medio
El Cóndor**	1,900	111.3%	24	2.7%	114.0%	Neutral	Muy Alto
Grupo Aval	1,450	25.5%	75	6.5%	32.0%	Neutral	Alto
Banco de Bogotá	92,000	24.3%	4,201	5.7%	30.0%	Neutral	Alto
Grupo Argos	15,000	24.1%	401	3.3%	27.4%	Neutral	Medio
GEB	3,300	13.0%	193	6.6%	19.6%	Neutral	Medio
Cemargos	7,400	15.6%	218	3.4%	19.0%	Neutral	Alto
PEI**	10,820,000	23.0%	497,673	5.7%	28.6%	Neutral	Alto
Grupo Sura	32,600	43.9%	629	2.8%	46.7%	Subponderar	Alto
Nutresa	30,100	35.0%	823	3.7%	38.7%	Subponderar	Medio
Celsia	5,000	16.3%	264	6.1%	22.4%	Subponderar	Medio
Conconcreto**	Bajo Revisión	-	-	-	-	-	-
MSCI COLCAP	**1,713**	**20.1%**		**4.9%**	**25.0%**		

Fuente: Davivienda Corredores | *Top Picks. **No hacen parte del MSCI COLCAP

CONSUMO

Grupo nutresa

En busca de nuevas oportunidades_

P.O: 30,100 / SUBPONDERAR

Potencial: 35.0%
Riesgo: Medio
Cierre: 22,300

Durante la pandemia, la compañía logró mantener una positiva dinámica en la generación de utilidades, producto de una sólida diversificación de productos, un adecuado control de gastos y una cadena logística robusta. En este sentido, esperamos que este comportamiento de las ventas se mantenga positivo, pero modere su crecimiento, dada la normalización del consumo de los hogares. Sin embargo, el reto hacia adelante serán las presiones tanto en costos, dado el aumento del precio de los *commodities* y la devaluación de las monedas frente al dólar, por lo que estimamos reducción de márgenes en el corto plazo.

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Capitalización bursátil (COP bn)	10.22
Flotante	45.2%
Dividendo anual 2022E (COP)	823
Retorno por dividendo	3.7%
% MSCI COLCAP	4.9%
# Acciones (mm)	458
P/VL actual:	1.3x
P/U actual:	16.7x
EV/EBITDA actual:	9.5x
Último Precio:	22,300
Max 52 semanas	25,000
Min 52 semanas:	20,200

> AUTORES

Julián Felipe Ausique
Analista Acciones
jausique@corredores.com

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com

¿POR QUÉ SUBPONDERAR?

Si bien Nutresa ha demostrado la capacidad para mantener operaciones resilientes y crecer durante los últimos años, la dinámica de precios de los commodities que se espera en el corto y mediano plazo, sumado a la ausencia de catalizadores positivos, podrían resultar en presiones para los márgenes y, por lo tanto, en el desempeño de la acción. Por otro lado, seguimos atentos a su actividad de M&A pues consideramos que, nuevamente, los niveles de liquidez y endeudamiento le permiten explorar oportunidades en este campo; no obstante, en un mercado de múltiplos de adquisición altos, la generación de sinergias y valor a los accionistas puede tomar más tiempo del deseado.

ASPECTOS A DESTACAR

Presión en márgenes, un tema a monitorear: Las materias primas han experimentado un aumento progresivo de precios (+13% anual en promedio en 2021), en línea con el incremento en la inflación a nivel mundial y la disrupción de las cadenas de suministros. Insumos como la carne (+27.5%), café (+44.5%) y cerdo (+24.9%), presentan las mayores subidas. Junto a esto, las monedas de los países donde opera Nutresa han presentado devaluaciones importantes (-8.0% en promedio año corrido). Esperamos que las presiones vía *commodities* y devaluación continúen para el año 2022, con algo más de moderación, por lo cual la empresa tendrá que ser aún más estricta en el control de gastos, al igual que mantener su política de aumento de precios, para mitigar este efecto.

Precio de mercado afectado por *Cross Holding*: A pesar de los buenos resultados en el negocio de alimentos, la acción tuvo un comportamiento negativo (-4.4%) durante el 2020, lo cual creemos puede estar asociado al desempeño de sus inversiones de portafolio: Grupo Sura (-25.6%) y Grupo Argos (-23.5%). Consideramos que este hecho está asociado a que las compañías tienen importantes desafíos para incrementar sus indicadores de rentabilidad y, en ese sentido, limitan los retornos que puede generar Nutresa. Así, por ejemplo, el ROIC de Nutresa, para el negocio de alimentos es 8.9% mientras que incluyendo el portafolio se reduce a 6.3%. De igual manera, el hecho de que el 16% del valor estimado esté representado por su portafolio de inversiones ha dificultado el entendimiento y atractivo para inversionistas extranjeros que no logran ubicarla como una compañía totalmente en el segmento de consumo. Estos hechos podrían seguir limitando el desempeño de su acción, por lo menos en el corto plazo.

Grupo nutresa

FICHA TÉCNICA

Grupo Nutresa, antes Grupo Nacional de Chocolates, es la empresa líder en alimentos procesados en Colombia (53.8% de 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 el 1T15 incorporó el segmento de Alimentos al Consumidor como una nueva ctegoría.

Las ventas internacionales representan ~40% de los ingresos consolidados. La compañía tiene inversiones en otras compañías colombianas listadas, como Grupo Sura y Grupo Argos.

Balance General Consolidado					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Disponible	498	934	816	860	901
Propiedad, planta y equipo	3,400	3,434	3,697	3,921	4,146
Otros Activos	11,747	11,170	11,783	12,293	12,763
Total Activos	**15,645**	**15,538**	**16,296**	**17,075**	**17,810**
Obligaciones Financieras	3,207	3,352	2,863	2,784	2,752
Otros pasivos	3,753	3,928	4,415	4,514	4,491
Total Pasivos	**6,960**	**7,281**	**7,277**	**7,298**	**7,243**
Patrimonio	**8,628**	**8,198**	**8,956**	**9,711**	**10,498**
Pasivos+Patrimonio+I.Min.	**15,645**	**15,538**	**16,296**	**17,075**	**17,810**
Pasivos/Activos	**44.5%**	**46.9%**	**44.7%**	**42.7%**	**40.7%**
Obligaciones Financieras /EBITDA	**2.4x**	**2.3x**	**2.0x**	**1.8x**	**1.7x**
ROE	**5.9%**	**7.0%**	**6.7%**	**6.3%**	**6.2%**
ROA	**3.2%**	**3.7%**	**3.7%**	**3.6%**	**3.7%**
ROIC	**4.5%**	**5.4%**	**5.4%**	**5.3%**	**5.3%**

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Ventas	**9,959**	**11,128**	**11,908**	**12,558**	**13,156**
Cárnicos	1,912	2,124	2,200	2,358	2,485
Galletas	2,029	2,106	2,140	2,305	2,415
Chocolates	1,677	1,659	1,842	1,965	2,061
Café	1,210	1,501	1,664	1,785	1,853
Helados	476	483	543	577	610
Pastas	343	404	403	428	453
TMLUC	1,042	1,012	1,125	1,212	1,252
Alimentos al Consumidor	815	637	884	949	1,002
Costos de Ventas	**(5,565)**	**(6,465)**	**(7,059)**	**(7,502)**	**(7,819)**
Utilidad Bruta	**4,394**	**4,662**	**4,849**	**5,056**	**5,337**
Gastos Operacionales	(3,434)	(3,643)	(3,869)	(4,052)	(4,268)
Utilidad Operacional	**960**	**1,020**	**980**	**1,005**	**1,068**
Utilidad Neta	**506**	**575**	**599**	**615**	**653**
EBITDA	**1,347**	**1,444**	**1,438**	**1,534**	**1,640**
Margen Bruto	44.1%	41.9%	40.7%	40.3%	40.6%
Margen Neto	5.1%	5.2%	5.0%	4.9%	5.0%
Margen EBITDA	13.5%	13.0%	12.1%	12.2%	12.5%

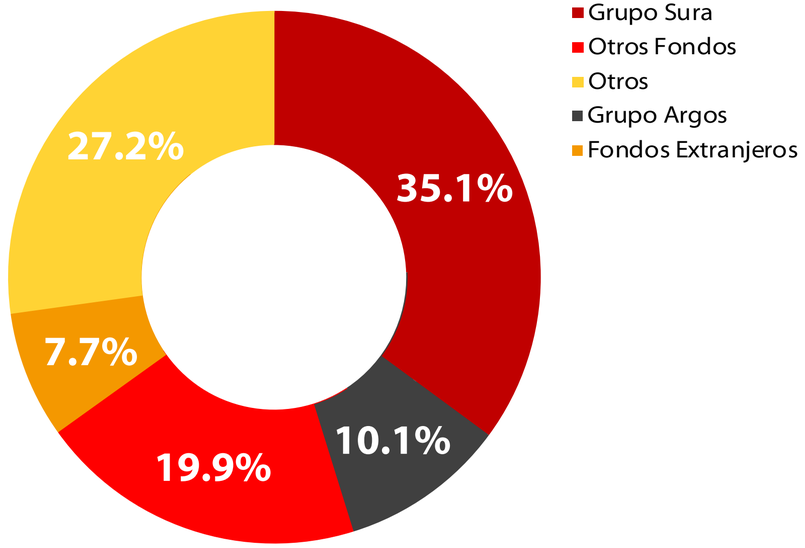
Grupo nutresa

FICHA TÉCNICA

Resumen					
COP mil mm	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Acciones en circulación (millones)	460	460	458	458	458
Cap. Bursátil (COP mil mm)	11,687	11,043	10,220	10,220	10,220
Precio (COP/acción)*	25,400	24,000	22,300	22,300	22,300
VL (COP/acción)	18,751	17,817	19,541	21,189	22,906
UPA (COP/acción)	1,101	1,251	1,307	1,341	1,425
P/VL	1.4x	1.3x	1.1x	1.1x	1.0x
P/VL ajustado	1.3x	1.3x	1.1x	1.0x	0.9x
P/U	23.1x	19.2x	17.1x	16.6x	15.6x
P/U ajustado	21.0x	17.1x	14.2x	14.2x	13.3x
EV/EBITDA	9.4x	8.3x	7.4x	6.9x	6.4x
EV/Ventas	1.3x	1.1x	0.9x	0.8x	0.8x
Retorno por dividendos	2.4%	2.7%	3.1%	3.7%	3.5%
Dividendo por acción	612	649	702	823	771

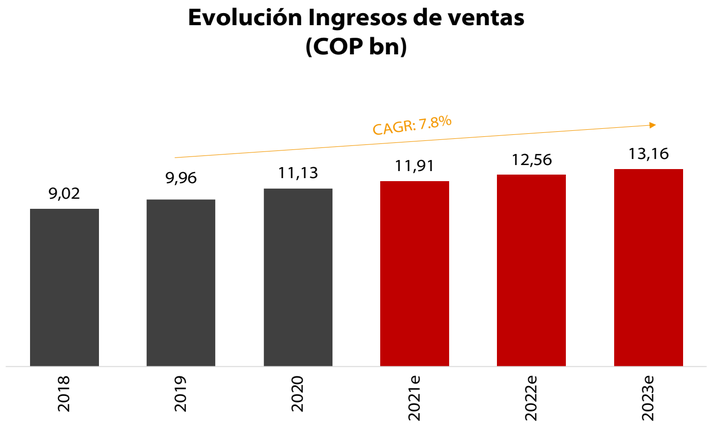
Presidente: Carlos Ignacio Gallego
Vicepresidente Financiero: José Domingo Penagos
IR: Catherine Chacón
Página web: www.gruponutresa.com

COMPOSICIÓN ACCIONARIA



Fuente: Grupo Nutresa

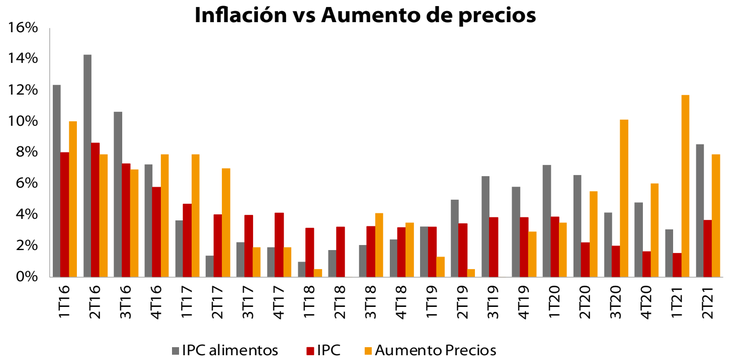
HIPÓTESIS DE VALOR_



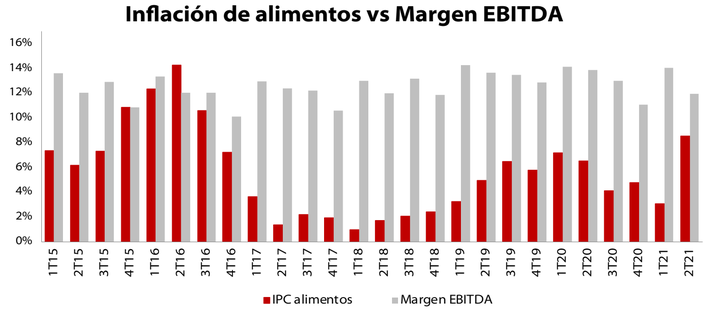
Fuente: Grupo Nutresa | Cálculos Davivienda Corredores.

Dinámica de crecimiento se mantendría. En lo corrido de 2021 la economía colombiana alcanza un crecimiento anual cercano a 9% y se espera que para el cierre del año esta tasa alcance 8.9%. De igual manera, economías como la chilena y la estadounidense, con gran relevancia en las ventas del grupo, han tenido repuntes similares en su actividad económica. Es por esto que, para el cierre del 2021 y para el 2022 esperamos que esta buena dinámica de las economías se mantenga y se traduzca en una continua recuperación del consumo y, por ende, un crecimiento en los ingresos del grupo (+7.0% en 2021 y 5.5% en 2022), lo cual, apoyado por una buena gestión de la compañía para reducir sus gastos, junto al adecuado manejo de coberturas, tanto físicas como financieras, para reducir la volatilidad de las materias primas, permitirá que la empresa pueda sortear los retos en términos de rentabilidad.

Defensiva en ambientes inflacionarios. Producto de las restricciones de oferta en las cadenas productivas globales y las políticas fiscales y monetarias implementadas a raíz de la pandemia, las economías a nivel mundial se están enfrentando a un fenómeno de importantes presiones inflacionarias. Ante esto, compañías como Nutresa resultan atractivas por su capacidad de ajustarse a entornos inflacionarios. Históricamente, Nutresa ha logrado aumentar sus precios en línea con la inflación de alimentos, en donde esta inflación se ha ubicado en promedio en 5.3% y Nutresa ha logrado aumentar sus precios en un 5.0% y en los últimos trimestres el efecto ha sido más pronunciado, donde la compañía ha aumentado sus precios 283 pbs por encima del IPC de alimentos. En este sentido, consideramos que, la compañía sería capaz de trasladar gradualmente tales efectos al consumidor final, lo cual mitigaría los efectos a nivel de rentabilidad, dado los datos históricos.



Fuente: Grupo Nutresa & Dane | Cálculos: Davivienda Corredores

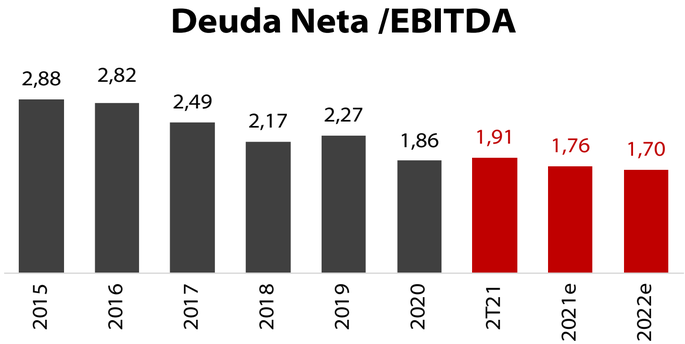


Fuente: Grupo Nutresa & Dane | Cálculos: Davivienda Corredores

Sólido perfil financiero. Nutresa llegaría a una relación deuda neta/EBITDA de 1.8x al finalizar 2021 y estimamos que para el 2022 este indicador llegue a niveles de 1.7x. Sumado a esto, la compañía cuenta con una caja disponible históricamente alta (rotación de efectivo 27.4 días vs 16 días promedio últimos 3 años), lo cual es más que suficiente para fondear sus inversiones de capital, pagar dividendos y reducir progresivamente su deuda.

En este sentido, destacamos que este adecuado perfil financiero le da herramientas a la compañía para seguir con su plan de desapalancamiento, crecimiento orgánico e inorgánico y completar en su totalidad su plan de recompra de acciones. Respecto al crecimiento orgánico e inorgánico, consideramos que la compañía tendría la capacidad de disponer cerca de COP 1.4 bn para fondear estas transacciones, ya que mantendría indicadores de deuda cercanos a los 2.5x Deuda neta/EBITDA.

A la fecha, la compañía acumula recompras de acciones por cerca de COP 48 mil mm, aproximadamente un 16% del total aprobado por la Junta (COP 300 mil mm), lo cual podría generar un impacto positivo en el precio de la acción.



Fuente: Grupo Nutresa | Cálculos Davivienda Corredores.

En busqueda de nuevas oportunidades. Grupo Nutresa ha venido fortaleciendo y expandiendo sus operaciones tanto a nivel local como internacional. Durante el último año adquirió Belina en Costa Rica, una empresa dedicada a la producción y comercialización de alimentos para animales, la cual aportaría más de USD 30 mm a los ingresos de la compañía. Si bien no es una cifra significativa para el consolidado de Nutresa, sí abre la puerta a la incursión de negocios alternativos con potencial de crecimiento. Especificamente, este segmento cuenta con un mercado total de USD 10,893 mm en Latinoamérica y con una perspectiva de crecimiento mayor que en Asia y Europa, ya que de acuerdo a estimaciones de Euromonitor Internacional, el crecimiento de la región estaría cercano al 13% anual, lo cual plantea posibilidades para una expansión en este negocio a geografías donde ya opera la compañía.

Sumado a esto, con la reciente creación de Basic Kitchen y la construcción de la planta C3 se evidencia el interés y esfuerzo que está haciendo la compañía para expandir sus operaciones, por lo cual, no descartamos otras adquisiciones durante los próximos años y, dados los saludables niveles de apalancamiento y liquidez, la capacidad de financiación de este tipo de operaciones es mucho mayor.

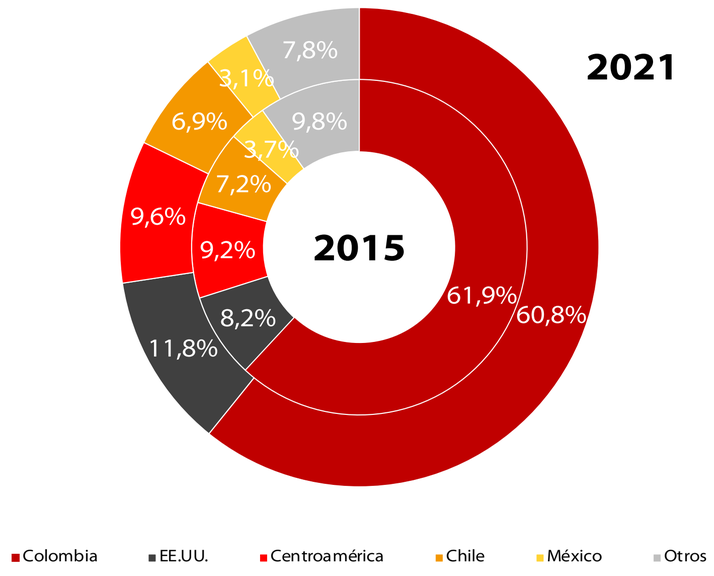
Transacciones recientes Grupo Nutresa

Compañía	Año	Participación	Precio (USD mm)	EV/EBITDA
Belina	jun-21	100%	28	
Cameron's Coffee	sept-19	100%	113	14,6x
Atlantic Food Service	mar-19	51%	18	
Tresmontes Lucchetti S.A.	sept-12	100%	605	12,6x
American Franchising Corp.	dic-12	100%	110	13,9x

Fuente: Grupo Nutresa

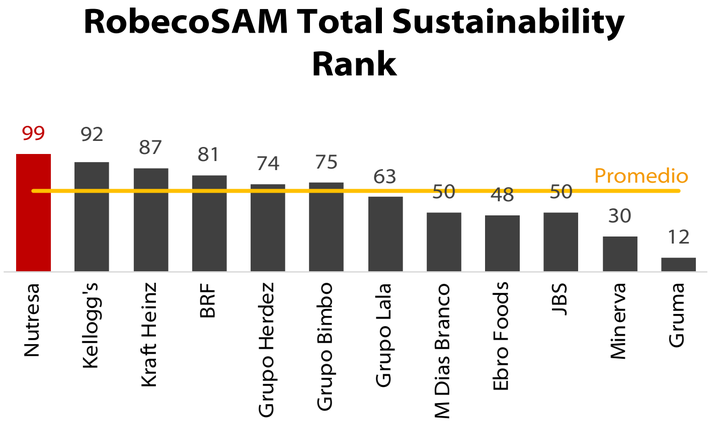
Diversificación Geográfica. Nutresa ha hecho esfuerzos importantes por diversificarse geográficamente. Donde se resalta el caso de EE.UU. que ha pasado de tener una participación en el total de las ventas del 8.2% en 2015 a 11.8% en 2021. Tal aumento fue producto de la adquisición de Cameron's Coffee. Dada la coyuntura actual, de una debilidad de las monedas emergentes frente al dólar, es relevante este tipo de operaciones dentro del portafolio de Nutresa, ya que ofrecen parcialmente una cobertura natural de tasa de cambio. Sumado a esto, la rentabilidad del negocio de café, en donde el 46% de las ventas provienen de EE.UU., ha venido aumentando, pasando de un margen EBITDA del 10% en 2018 al 14% en 2021, beneficiando así las operaciones consolidadas de la compañía.

Evolución Ventas por país



Fuente: Grupo Nutresa

Líderes en sostenibilidad. La Compañía cumple diez años consecutivos haciendo parte del Índice Mundial de Sostenibilidad de Dow Jones, lo que evidencia su gestión, liderazgo y trabajo consciente en la implementación de prácticas de sostenibilidad. Es por esto, que consideramos que, dada su adecuada gestión y cumplimiento de metas, la compañía podrá ser capaz de cumplir con sus objetivos a 2030, en los cuales sobresalen factores como: **i)** duplicar ingresos de 2020 a 2030 con retorno superior al costo de capital; **ii)** lograr que 20% de los ingresos provengan de innovación; **iii)** lograr que 100% de sus empaques sean reciclables, reutilizables o compostables; y, **iv)** reducir en un 40% sus emisiones de Gases de Efecto Invernadero, entre otros. Sumado a esto, consideramos que, dado que temas relacionados con ESG se han convertido en un fenómeno global y regional que cada vez toma más relevancia a la hora de tomar decisiones de inversión, esto podría ser un catalizador positivo para Nutresa.



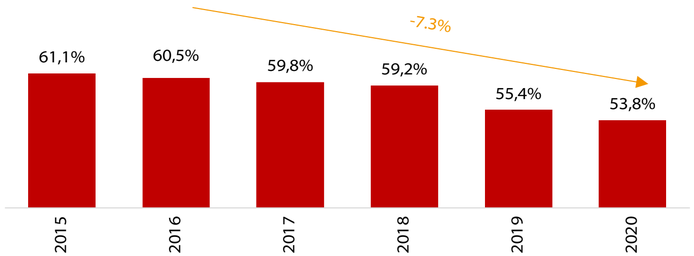
Fuente: RobecoSAM & Grupo Nutresa.

RIESGOS_

Posicionamiento de nuevos competidores. Entre 2015 y 2020, Nutresa ha perdido cerca de un 7.3% de participación de mercado en Colombia, lo cual puede estar asociado al crecimiento de los formatos de descuento *(Hard Discounters)* y el desarrollo de sus propias marcas, que afecta el posicionamiento de las marcas más tradicionales del grupo.

De acuerdo con Raddar, las tiendas *discounters* pasaron de tener solo un 2.9% de participación en el gasto de los hogares en 2016 a un 8% en 2019. Además, en el 2020, los hogares aumentaron su gasto promedio en este tipo de canales en un 33%. En este sentido, Nutresa se enfrenta a un crecimiento importante de este tipo de competidores, lo cual puede implicar efectos vía márgenes, ya que los canales de mayor representatividad y más rentables de la compañía como el tradicional (tiendas y autoservicios), principal canal de ventas de Nutresa (48.4% de las ventas totales), podrían perder una cuota importante de mercado en los próximos años.

Evolución participación de mercado Colombia



Fuente: Grupo Nutresa

Tasas de desempleo, un factor fundamental. Producto de la crisis desatada por el COVID-19, la tasa de desempleo en los diferentes países donde opera la compañía repuntó significativamente, tanto que, en promedio, la tasa pasó de un 6.5% en los últimos 9 años a 9.3% en el 2020. En este sentido, consideramos que si bien las ventas de Nutresa están mayormente explicadas por productos de consumo básico, de mantenerse elevadas las tasas de desempleo, se podrían presentar efectos adicionales en el poder adquisitivo por parte de los hogares, lo que podría deteriorar la buena dinámica que traen los segmentos *premium* y tradicionales del grupo y, por ende, se presionaría el crecimiento de las ventas. De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, las economías donde la empresa tiene presencia volverían a niveles de empleo del 6.5% hasta 2024, por lo cual, no descartamos las presiones anteriormente mencionadas.

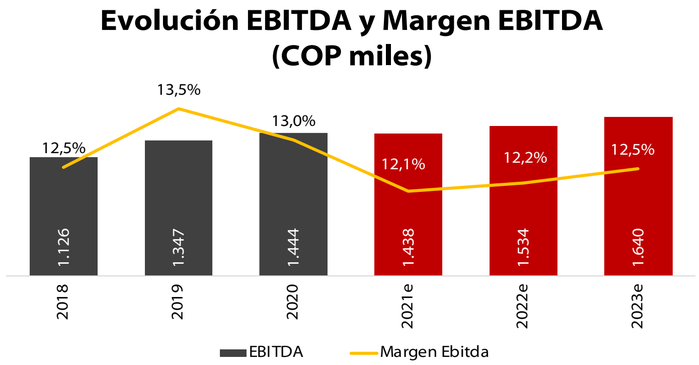
Cambios regulatorios. La Ley de Comida Chatarra entró en vigor a partir del mes de agosto, lo que implica que los fabricantes de comida deben especificar de manera visible en los empaques, si los productos contienen exceso de sodio, grasas saturadas o azúcares, entre otras. Entendido esto, si bien Nutresa se ha caracterizado por incluir está información, la mayor visibilidad de los ingredientes de los productos, podría significar la disminución en su consumo, dada la relevancia que están tomando los alimentos saludables en el mercado y, por ende, una reducción en ventas de ciertos segmentos como Galletas (Azúcares), Cárnicos (Sodio), Chocolates (Azúcar) y Helados (Azúcar).

PROYECCIONES_

Ingresos. Estimamos ingresos de COP 12.6 bn para 2022, con un crecimiento de 5.5% anual. Dicho crecimiento anual por línea sería 6.8% en Cárnicos, 5.6% en Galletas, 5.1% en Chocolates, 4.7% en Café, 6.3% en Helados, 6.3% en Pastas, 3.6% en TMLUC y 6.1% en Alimentos al Consumidor.

EBITDA. Proyectamos un margen EBITDA de 12.2% para 2022. Esto corresponde a un EBITDA de COP 1.53 bn, aumentando 6.0% anual. Hemos estimado un incremento de los costos de venta de 6.3%, un 11.0% en los gastos administrativos y 6.4% en los gastos de ventas. Contemplamos un aporte de 19% del EBITDA por parte de cárnicos, mientras que galletas, café y chocolates estarían aportando el 18%, 16% y 17%, respectivamente.

Utilidad Neta. Esperamos una utilidad de COP 615 mil mm para 2022, lo que representa un incremento de 2.6% anual.



Fuente: Grupo Nutresa | Cálculos Davivienda Corredores

VALORACIÓN_

Metodología. Para estimar el valor de la acción de la compañía utilizamos dos metodologías: **i)** Flujo de caja libre para el negocio de alimentos, que tiene un peso de 70% en nuestro Precio Objetivo, **ii)** Valoración por múltiplos de mercado con los múltiplos EV/EBITDA 2022E, EV/VENTAS 2022E y P/U 2022E a los que transan los pares de Nutresa, con un peso de 10% cada uno.

Flujo de caja libre. El valor justo 2022FA obtenido es COP 30,331. Los parámetros usados son: WACC de 8.8%, beta de 0.85x, costo del equity de 10.1% y perpetuidad de 3.2%. Sumado a esto, 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 12 meses. Así, el valor del portafolio se ubica en COP 2.2 bn, que equivale a COP 4,779 de nuestro Precio Objetivo, representando el 16%.

Múltiplos de Valoración. Esta metodología utiliza los siguientes múltiplos: EV/EBITDA 2022E de 9.7x, EV/VENTAS 2022E de 1.2x y P/U 2022E de 15.4x al que transan los pares de Nutresa.

Método	Peso	P.O 2022
FCL @9.0%	70%	30,331
EV/EBITDA 2022E @9.7x	10%	31,020
EV/VENTAS 2022E @1.2x	10%	31,641
P/U 2022E @15.4x	10%	25,563
Precio Objetivo 2022FA	100%	30,100

Potencial de Valorización **35%**

terpel®

Dividendo impulsado por el petróleo _

P.O: 12,000 / SOBREPONDERAR

Potencial: 39.5%
Riesgo: Alto
Cierre: 8,600

Terpel se ha consolidado como un jugador líder del sector de distribución de combustibles líquidos, lubricantes y jet fuel, entre otros segmentos, en Colombia, Panamá, Perú, Ecuador y República Dominicana. Sumado a esto, la compañía ha venido incursionando y fortaleciendo su presencia en nuevos segmentos de mercado, como lo es el de cargas eléctricas de vehículos. Sin embargo, consideramos que de cara a los próximos años, la transformación del negocio será clave para poder afrontar las presiones en términos de volúmenes, dada la transición energética.

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Capitalización bursátil (COP bn)	1.56
Flotante	20.0%
Dividendo anual 2022E (COP)	898
Retorno por dividendo	10.4%
% MSCI COLCAP	0.3%
# Acciones (mm)	181
P/VL actual:	0.7x
P/U actual:	7.7x
Último Precio:	8,600
Max 52 semanas	8,600
Min 52 semanas:	8,400

> AUTORES

Julián Ausique
Analista acciones
jausique@corredores.com

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com

¿POR QUÉ SOBREPONDERAR?

La reactivación económica ha resultado en una mejor dinámica de los volúmenes de venta de la compañía, lo cual se ha traducido en unos mejores resultados financieros. Sumado a esto, el atractivo retorno por dividendos (11%) sitúa a Terpel como una de las compañías con mayor retorno esperado en el MSCI COLCAP. Sin embargo, resaltamos que la baja liquidez de la acción seguirá limitando su potencial de valorización.

ASPECTOS A DESTACAR

Recuperación de volúmenes continuará: A raíz de la recuperación económica evidenciada en todo el mundo, compañías como Terpel han logrado recuperar casi en su totalidad su ritmo normal de operaciones, en donde al cierre del 2T21 los volúmenes presentaron un crecimiento cercano al 70%, llegando 93% de los niveles pre pandemia. En línea con esto, esperamos que el crecimiento de los volúmenes de venta de la compañía en 2022 sea cercano a 3.1%, impulsado por las operaciones de Panamá, donde se espera que la actividad industrial se recupere a niveles pre pandemia. Sumado a esto, esperamos una recuperación importante en República Dominicana (+12.9% anual), como resultado de una mejor dinámica del segmento de aviación en este país (84.2% del volumen total del segmento). Adicionalmente, Colombia presentaría un ritmo de crecimiento cercano al 3.0%.

Atractivo retorno por dividendos: En línea con la recuperación en volúmenes, sumado a los esfuerzos en control de gastos y la reducción progresiva del apalancamiento, esperamos que la compañía continúe con su política de dividendos que apunta a una distribución del 50% de las utilidades, lo cual, teniendo en cuenta la recuperación en este rubro en 2021, resultaría en un dividendo para el año 2022 de COP 898/acción, equivalente a un *Dividend Yield* del 11%; sobresaliendo frente a otros nombres del índice MSCI COLCAP. Consideramos que este constituiría el catalizador más importante para el positivo desempeño de la acción en 2022.

Retorno por dividendos sería
el más alto del COLCAP

terpel®

FICHA TÉCNICA

Distribuidor colombiano de gas y otros combustibles sólidos y líquidos y productos conexos. El accionista mayoritario es COPEC de Chile con 56.18%. Para expandir sus operaciones internacionales, en 2006 Terpel adquirió Accel, empresa distribuidora de petróleo en Panamá; en 2008 compró Gazel para la distribución de GNV; en 2009 expande la línea de GNV entrando a Perú; en 2011 entra a República Dominicana con su línea de negocio de aviación, operando en seis aeropuertos; en 2018 adquirió las operaciones de Exxon Mobil combustibles en Perú, Ecuador y lubricantes en Colombia.

Balance General Consolidado

COP mil mm	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Disponible	358	606	746	481	512
Propiedad, planta y equipo	3,025	3,139	3,191	3,261	3,326
Otros Activos	3,740	3,319	3,782	3,916	4,112
Total Activos	**7,124**	**7,064**	**7,719**	**7,657**	**7,950**
Obligaciones Financieras	3,319	3,426	3,426	3,217	3,044
Otros pasivos	1,674	1,640	2,044	2,076	2,417
Total Pasivos	**4,993**	**5,066**	**5,470**	**5,293**	**5,461**
Patrimonio atribuible	**2,130**	**1,998**	**2,249**	**2,363**	**2,489**
Pasivos+Patrimonio+I.Min.	**7,124**	**7,064**	**7,719**	**7,657**	**7,950**
ROAA	**3.3%**	**-0.6%**	**4.2%**	**3.0%**	**3.2%**
ROAE	**11.2%**	**-2.0%**	**14.5%**	**9.7%**	**10.1%**
ROIC	**4.7%**	**-0.8%**	**6.6%**	**4.5%**	**5.0%**

Estado de Resultados Consolidado

COP mil mm	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ingresos Operacionales	**22,451**	**16,390**	**21,039**	**21,936**	**23,379**
Costos de Ventas	(20,393)	(14,822)	(18,809)	(19,809)	(21,116)
Utilidad Bruta	**2,058**	**1,567**	**2,230**	**2,126**	**2,263**
Gastos Operacionales	(1,555)	(1,403)	(1,604)	(1,631)	(1,752)
Utilidad Operacional	**362**	**-40**	**461**	**344**	**377**
Utilidad Neta	**238**	**-40**	**326**	**229**	**251**
EBITDA	**884**	**488**	**998**	**854**	**907**
Margen Bruto	**9.2%**	**9.6%**	**10.6%**	**9.7%**	**9.7%**
Margen Neto	**1.1%**	**-0.2%**	**1.5%**	**1.0%**	**1.1%**
Margen EBITDA	**3.9%**	**3.0%**	**4.7%**	**3.9%**	**3.9%**

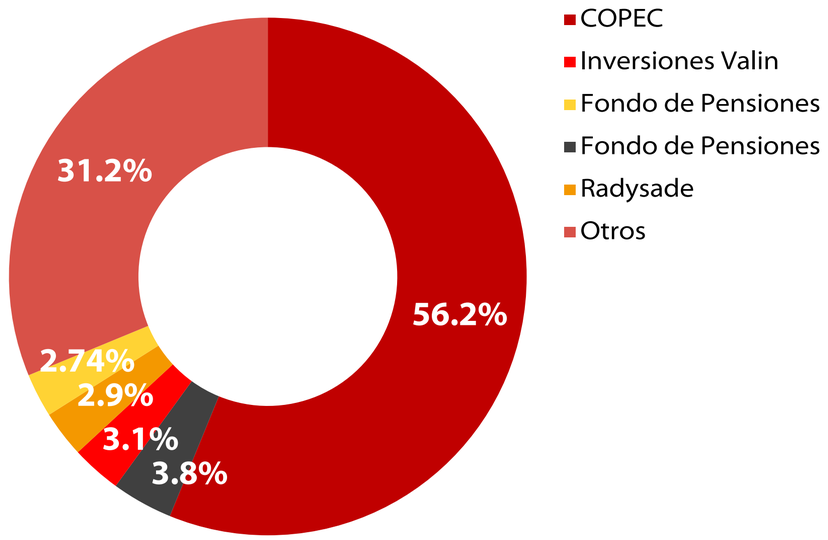
terpel®

FICHA TÉCNICA

Resumen					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Acciones en circulación (millones)	181	181	181	181	181
Cap. Bursátil (COP mil millones)	1,814	1,560	1,560	1,560	1,560
Precio (COP/acción)*	10,000	8,600	8,600	8,600	8,600
VL (COP/acción)	11,741	11,015	12,397	13,027	13,719
UPA (COP/acción)	1,311	- 219	1,796	1,260	1,383
P/VL	0.9x	0.8x	0.7x	0.7x	0.6x
P/U	7.6x	-39.3x	4.8x	6.8x	6.2x
Retorno por dividendos	3.7%	7.6%	0.0%	10.4%	7.3%
Dividendo por acción	369	656	-	898	630

Presidente: Oscar Bravo Restrepo
Vicepresidente Finanzas: Alonso Botero Pardo
IRT: Carolina Ferro
Página web: www.terpel.com

COMPOSICIÓN ACCIONARIA

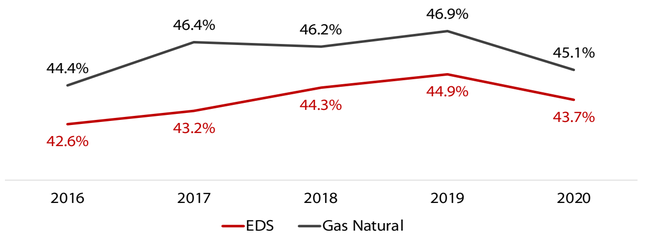


Fuente: Organización Terpel

HIPÓTESIS DE VALOR_

Liderazgo en la región. Terpel se ha consolidado como una de las empresas líderes en el mercado de combustibles en la región. Actualmente, se ubica como el jugador número uno en Colombia, con una participación de mercado del 42% en estaciones de servicio, 45% en Gas Natural Vehicular y 73% en el mercado de aviación. De igual manera, en países como Panamá, Perú y República Dominicana, se consolida como el segundo jugador de la industria. En el caso de Colombia, la compañía ha logrado mantener un crecimiento cercano a 1pp en su participación de mercado, durante los últimos diez años, lo cual ha sido resultado de su plan estratégico enfocado en la experiencia al cliente, mejores instalaciones, precios competitivos, planes de fidelización y la expansión de su red de estaciones de servicio, que a la fecha ya totalizan 2,010 estaciones en todo el país.

Participación de Mercado



Fuente: Organización Terpel

Participación Mercado Internacional

País	Ranking	Participación
Panamá	2	38% EDS e Industrial
Perú	2	30% Lubricantes & 12% GNV
Ecuador	3	13% EDS e Industrial
Rep. Dominicana	2	37% Aviación

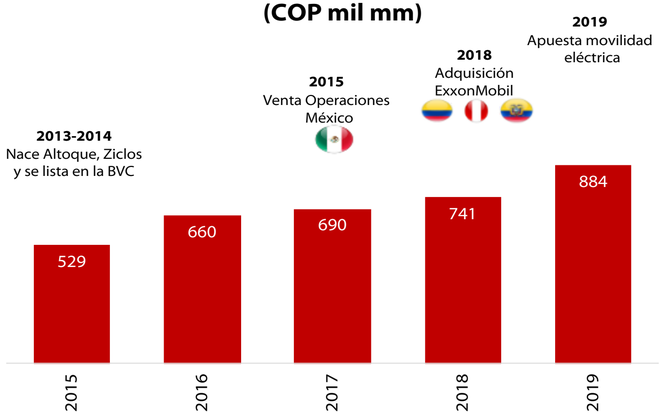
Fuente: Organización Terpel

COPEC gran aliado para la expansión. El conglomerado chileno COPEC es una de las compañías más importantes del sector de distribución de combustibles en la región. Es por esto que desde 2010, luego de que la compañía tomara control de Terpel, ha logrado fortalecer y expandir sus operaciones en la región. De cara a los próximos años, consideramos que el apoyo estratégico y operativo, brindado por COPEC a Terpel seguirá siendo de gran importancia para el fortalecimiento de las operaciones de la compañía.

Tal es el caso, que recientemente Terpel anunció inversiones de capital cercanas a los COP 2.2 bn entre los años 2021 y 2024, con el objetivo de reforzar su capacidad instalada, continuar con su proceso de renovación de marca y apalancar las operaciones en el segmento de energías limpias.

Finalmente, debido a que Terpel ha sido una fuente importante de dividendos para su matriz, consideramos que la política implementada hasta la fecha, de una distribución del 50% de utilidades, se mantendrá lo que llevaría a la compañía a entregar un dividendo para el año 2022 de COP 898/ acción, equivalente a un *Dividend Yield* del 11%.

Evolución EBITDA e Hitos importantes (COP mil mm)



Fuente: Organización Terpel

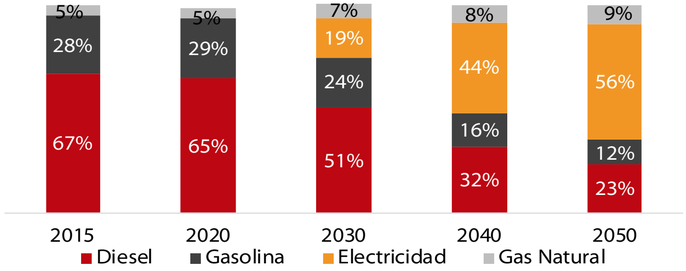
DIVIDEND YIELD **11%**

Hacia nuevas tendencias. Desde el año 2019, Terpel inició un cambio en su dinámica de negocio, apostándole al mercado de movilidad eléctrica en Colombia. Con la marca Terpel Voltex, la compañía incursionó en el mercado de terminales eléctricos, ofreciéndo servicios a las nuevas flotas eléctricas del Servicio de Transporte Público en Bogotá.

En este sentido, considerando el mapa de ruta para la transición energética hacia vehículos de bajas y cero emisiones en Colombia realizado por la UPME, en donde se espera que hacia 2050 más de un 50% de la flota de transporte urbano puede utilizar la electricidad, esperamos que Terpel siga fortaleciendo su presencia en este segmento de mercado, lo cuál permitiría contrarrestar futuras presiones en la demanda de combustibles tradicionales.

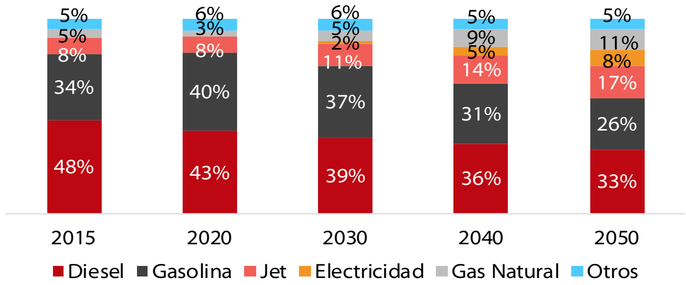
Así mismo, en línea con la hoja de ruta del gobierno nacional, dado el notable crecimiento de la participación del gas natural actualmente, se espera que la participación de este combustible a 2050 sea cercana al 11% -12% del total de la matriz energética. Lo cual, sumado a un incremento del consumo del Jet Fuel, cuyo consumo se duplicaría en el período en análisis, llevaría a que Terpel al ser líder en estos dos segmentos de negocio, tenga un crecimiento sostenido en sus volúmenes.

Proyección de la flota para transporte urbano de pasajeros



Fuente: UPME, Plan Energético Nacional 2020- 2050

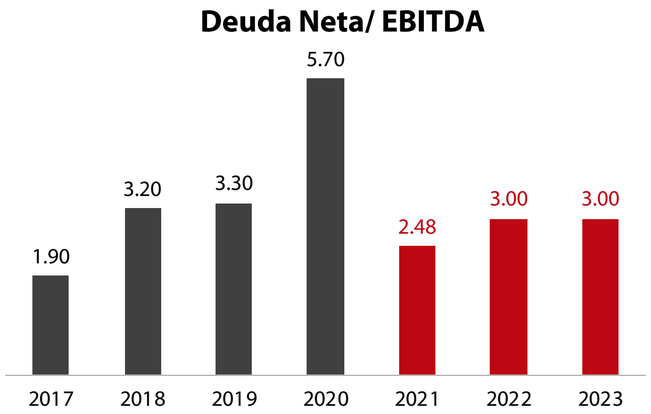
Composición de la matriz energética del transporte



Fuente: UPME, Plan Energético Nacional 2020- 2050

Mejorando métricas de apalancamiento. A raíz de la crisis desatada por el COVID-19, el apalancamiento de Terpel se vio presionado por los choques de demanda y se ubicó en 5.7x, lo cual llevó a la compañía a hacer *rollover* de sus obligaciones para mejorar su perfil de deuda. Dicho esto, de cara al año 2022 esperamos que los indicadores de endeudamiento retornen a niveles cercanos al 3.0x.

Tal dinámica sería explicada por: i) la continuidad del plan de desapalancamiento que tendría la compañía entre 2022 y 2023; ii) la eliminación de factores puntuales que afectaron la generación de EBITDA de 2020, como son el decalaje debido a la caída en los precios de combustibles y unas menores provisión de cartera asociada al sector aéreo; iii) una recuperación de los volúmenes en casi su totalidad durante 2022 (96%), y; iv) la continuidad del plan de eficiencia en costos y gastos.

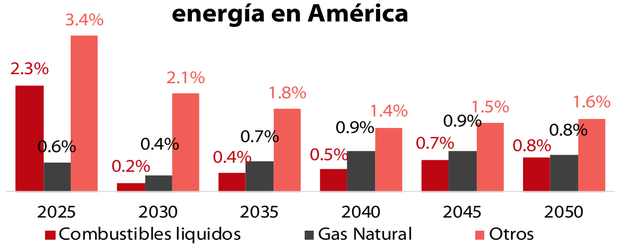


Fuente: Organización Terpel | Cálculos Davivienda Corredores-

RIESGOS_

Estancamiento en los volúmenes de venta de combustibles. De cara a la transición energética, la mayoría de países han venido haciendo esfuerzos para reducir su huella de carbono. Es por esto, que las expectativas de crecimiento para la principal fuente de ingreso de Terpel, los combustibles líquidos y el gas natural, se moderaría durante los próximos años, dada la relevancia y el mayor crecimiento de fuentes de energía renovables. En este sentido, consideramos que a pesar de la relevancia que seguirían teniendo estas fuentes de energía (28% en el 2050), la tasa de crecimiento, por lo menos en el continente Americano, se reduciría de un 2.3% en 2025 a 0.8% en 2050.

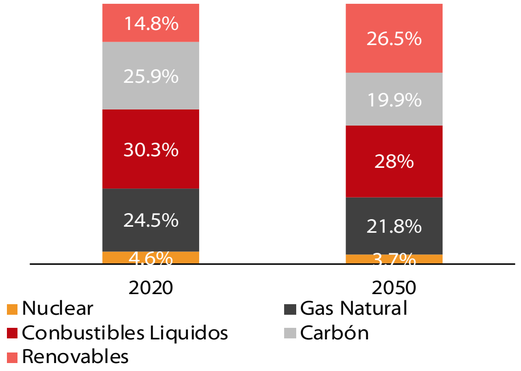
Tasa de crecimiento anual consumo de energía en América



Fuente: Administración de información energética de EE. UU. | Panorama energético internacional 2022.

En nuestro escenario base, el crecimiento anual en volúmenes de ventas es del orden del 2.3% anual. Dado el caso que hiciéramos un ejercicio de un crecimiento 0% en volúmenes, nuestro precio objetivo caería un 13%, ubicándose en COP 10,400. Por lo cual, será clave monitorear los planes de transformación anunciados por la compañía.

Participación en el consumo

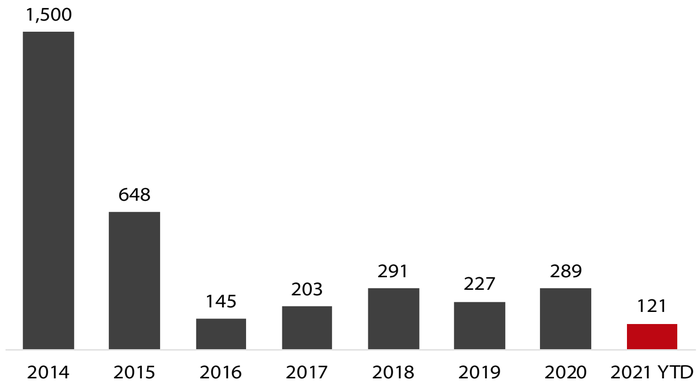


Fuente: Administración de información energética de EE. UU.| Panorama energético internacional 2022.

Baja liquidez de la acción. La acción de Terpel ha evidenciado una reducción importante en el volumen de negociación, pasando de negociar diariamente en promedio, durante el primer año en la bolsa (2014) ~COP 1,502 mm, a ~COP 121 mm en lo corrido del año 2021. Sumado a esto, ya que solo el 20% de las acciones totales de la compañía son flotantes, la ponderación de este emisor en el nuevo índice MSCI COLCAP seguirá limitada ya que la metodología de este, tiene como factores fundamentales el número de acciones flotantes y el precio de mercado para calcular la ponderación dentro del índice.

Competidores siguen creciendo. La entrada de la peruana Primax ha significado un reto importante para Terpel. Primax ha logrado consolidarse como un jugador importante en el mercado de EDS en Colombia, Perú y Ecuador. Esto, le ha permitido ir cumpliendo sus metas de expansión en Colombia, en donde espera llegar al 50% de participación de mercado para el 2029.

Volumen diario promedio transado históricamente (COP mm)



Fuente: Bloomberg

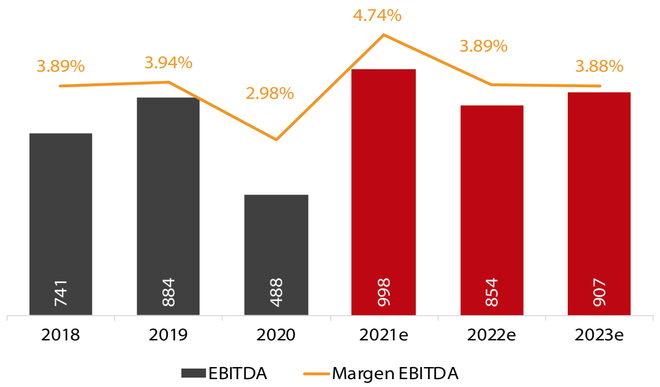
PROYECCIONES_

Ingresos. Estimamos ingresos de COP 21.9 bn para 2022, con un crecimiento de 4.3% anual. Dicho crecimiento anual por país sería: i) 3.9% en Colombia, 5.1% en Panamá, 6.2% en Perú, 2.8% en Ecuador y 13.2% en Rep. Dominicana. Resaltamos que el TACC de los ingresos para el período de valoración entre 2021-2031 es de 3.8%.

EBITDA. En línea con la recuperación de los ingresos y la continuidad de las eficiencias implementadas por la compañía, esperamos un EBITDA para el año 2022 de COP 854 mil mm, decreciendo frente al 2021 producto de menores ajustes por decalaje visto durante el año 2021. En este sentido, el margen EBITDA se ubicaría en 3.89% para 2022.

Utilidad Neta. Proyectamos una utilidad neta de COP 229 mil millones para 2022, acercándose a los niveles vistos durante pre pandemia.

Evolución EBITDA y Margen EBITDA (COP mil mm)



Fuente: Organización Terpel | Cálculos Davivienda Corredores

VALORACIÓN _

Metodología. Para estimar el valor de la acción de la compañía utilizamos dos metodologías: i) Flujo de caja libre, que tiene un peso de 70% en nuestro Precio Objetivo, ii) Valoración por múltiplos de mercado con los múltiplos EV/ EBITDA 2022E y P/U 2022E al que transan los pares de Terpel, con un peso de 15% cada una.

Flujo de caja libre. El valor justo 2022FA obtenido es COP 10,574/acción. Los parámetros usados son: WACC de 10.9%, beta de 0.9x, costo del equity (Ke) de 20.9% y perpetuidad de 2.0%. Donde la perpetuidad considera un escenario de una menor tasa de crecimiento en los volúmenes de venta en EDS, en línea con las expectativas explicadas a lo largo de este documento.

Múltiplos de Valoración. Esta metodología utiliza los siguientes múltiplos: EV/ EBITDA 2022E de 6.7x y P/U 2022E de 10.8x al que transan los pares de Terpel.

Método	Peso	P.O 2022
FCL @11%	70%	10,574
EV/EBITDA 2022E @6.7x	15%	17,417
P/U 2022E @10.8x	15%	13,545
Precio Objetivo 2022FA	100%	12,000

Potencial de Valorización **40%**

CONSTRUCCIÓN Y MATERIALES

Retos en rentabilidad pese al ciclo dinámico _

P.O: 7,400 / NEUTRAL

Potencial: 15.6%
Riesgo: Alto
Cierre: 6,400

Tras el choque que representó la pandemia para la industria, Cemargos ha logrado una rápida recuperación de volúmenes, manteniendo parte de las eficiencias logradas; lo cual, en conjunto con desinversiones, ha permitido repuntes en la rentabilidad, al igual que una reducción significativa del apalancamiento. Sin embargo, los retos y la incertidumbre sobre la dinámica de la demanda y los precios de los combustibles como el carbón, seguirán siendo altos, por lo cual el lograr niveles de rentabilidad por encima del costo de capital sigue luciendo distante, más aún considerando una política de distribución de dividendos que no luce alineada con las metas de reducción de deuda.

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Capitalización bursátil (COP bn)	8.83
Flotante	48.6%
Dividendo anual 2022E (COP)	218
Retorno por dividendo	3.4%
% MSCI COLCAP	4.0%
# Acciones (mm)	1,380
P/VL actual:	1.0x
P/U actual:	31.3x
Último Precio:	6,400
Max 52 semanas	6,450
Min 52 semanas:	4,010

¿POR QUÉ NEUTRAL?

Si bien la compañía continúa mostrando una senda de repunte en márgenes importante y podría beneficiarse del momento del ciclo, la brecha entre costo del capital y rentabilidad sigue siendo muy amplia y, en un contexto donde el potencial de varias compañías locales también es alto y su generación de valor es mayor que la de Cemargos, preferimos mantener la recomendación neutral.

> AUTORES

Rodrigo Sánchez
Analista Sr. acciones
wsanchez@corredores.co

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com

ASPECTOS A DESTACAR

Repunte operativo en todas las regionales: Los resultados de Cemargos han superado durante los últimos trimestres las estimaciones que teníamos (y las del consenso), impulsados por una recuperación de los volúmenes mayor a la anticipada ya que, incluso al 2T21, los volúmenes consolidados de cemento superaban los registros del 2019 (+2.2%), gracias a la dinámica en operaciones como Centroamérica y el Caribe y a las mayores exportaciones hacia Estados Unidos. Además, en la medida que la economía global pueda seguir repuntando y que la construcción siga siendo una de las principales fuentes de recuperación impulsada por los gobiernos, estimamos crecimientos promedio del 4% en cemento y estabilidad en concreto para 2022 (+3% excluyendo las desinversiones).

Desinversiones y desapalancamiento. Las ventas de activos recientes (~USD 185 mm) han permitido una mayor velocidad de desapalancamiento (DN/EBITDA 2022E: 2.9x vs 4.3x en 2020), lo cual contribuirá a la recuperación en generación de utilidades. Estimamos un TACC de EPS entre 2022 y 2025 del 14%. Sin duda, consideramos que el lograr desapalancarse es un paso fundamental para que Cemargos logre alcanzar niveles adecuados de rentabilidad, pero por ahora no existe mayor visibilidad sobre desinversiones adicionales o expansiones significativas de márgenes operativos hacia adelante y, en nuestras estimaciones, la compañía no lograría alcanzar una rentabilidad por encima de su costo de capital sino hasta 2027. Además, seguimos considerando que la política de dividendos no está alineada con dicha estrategia, donde, basados en la política de distribución actual, proyectamos que la compañía mantendrá un *payout* superior al 100% en el mediano plazo, lo cual no es ideal.

FICHA TÉCNICA

Descripción de la compañía: Cementos Argos produce cemento, concreto y agregados, en Colombia, EEUU y el Caribe. Adicionalmente, realiza exportaciones de cemento y clinker a 39 países. La compañía es líder en el mercado colombiano, con una participación de mercado cercana a 37%, mientras que en la región Caribe es uno de los dos productores líderes.

En EE.UU, tras la adquisición en Virginia Occidental, Cemargos cuenta con el ~6% de la participación de mercado de cemento del país y es uno de los jugadores más importantes en su área de operación.

Balance General Consolidado					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Total Activos	19,194	18,575	18,949	18,695	19,041
Total Pasivos	10,342	9,863	9,547	9,170	9,397
Interés minoritario	815	873	957	1,079	1,230
Patrimonio	8,038	7,839	8,445	8,446	8,413
Deuda Total/Patrimonio	95.5%	95.9%	80.3%	75.0%	77.2%
Deuda Total/EBITDA	4.4x	4.7x	3.4x	3.3x	3.2x
Deuda Neta/EBITDA	4.2x	4.3x	3.1x	3.0x	2.6x
ROE	1.5%	1.1%	3.5%	2.7%	3.3%
ROA	0.6%	0.5%	1.6%	1.2%	1.5%
ROCE	5.3%	4.3%	7.0%	6.4%	6.9%
ROIC	3.1%	2.9%	4.5%	4.5%	5.0%

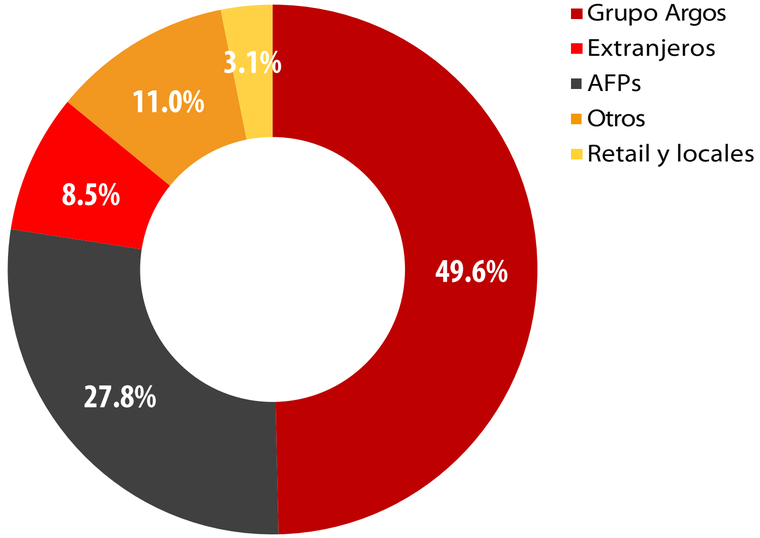
Estado de Resultados Consolidad					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Ingresos Operacionales	9,375	9,001	9,613	10,045	10,514
Costo de ventas	7,754	7,368	7,777	8,086	8,454
Utilidad Bruta	1,621	1,633	1,836	1,959	2,060
Gastos adm. y comercial.	782	938	720	947	977
Utilidad Operacional	839	695	1,115	1,012	1,083
UNAI	343	222	640	535	662
Impuesto a la renta	146	81	253	187	231
Utilidad Neta	122	88	296	226	279
EBITDA	**1,757**	**1,609**	**2,014**	**1,921**	**2,028**
Margen Bruto	17.3%	18.1%	19.1%	19.5%	19.6%
Margen Operacional	8.9%	7.7%	11.6%	10.1%	10.3%
Margen EBITDA	18.7%	17.9%	21.0%	19.1%	19.3%
Margen Neto	1.3%	1.0%	3.1%	2.2%	2.7%

FICHA TÉCNICA

Resumen					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Acciones en circulación (mm)	1,361	1,361	1,380	1,380	1,380
Cap. Bursátil (COP mil millones)	9,934	8,410	8,830	8,830	8,830
Precio (COP/Acción)*	7,300	6,180	6,400	6,400	6,400
VL (COP/Acción)	5,906	5,760	6,121	6,121	6,098
UPA (COP/Acción)	90	65	215	164	202
Total Deuda	7,672	7,514	6,778	6,331	6,494
Deuda Neta	7,319	6,902	6,326	5,838	5,341
EV	17,254	15,313	15,157	14,669	14,172
EV/EBITDA	9.8x	9.5x	7.5x	7.6x	7.0x
P/VL	1.2x	1.1x	1.0x	1.0x	1.0x
P/U	81.5x	95.4x	29.8x	39.1x	31.6x
Retorno por dividendos	3.3%	4.1%	3.2%	3.4%	3.6%
Dividendo por acción	242	251	208	218	229
Volumen cemento (miles ton)	16,149	14,673	17,539	18,236	18,775
Volumen concreto (miles de m3)	10,143	8,373	7,683	7,637	7,861

Presidente: Juan Esteban Calle
Vicepresidente Financiero: Felipe Aristizábal
IR: Indira Díaz
Página web: www.argos.com

COMPOSICIÓN ACCIONARIA



Fuente: Cemargos

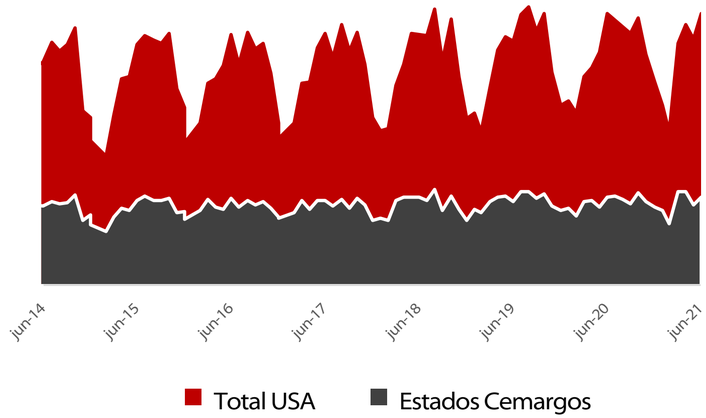
TESIS DE INVERSIÓN_

La solidez de Estados Unidos como eje de crecimiento: El repunte económico en EE.UU. ha permitido mantener la demanda de cemento en niveles superiores a las cifras prepandemia (+5.9% al 1S21 vs 1S19). Además, en los últimos 12 meses (hasta junio 2021), la producción de cemento local alcanzó 90 millones de toneladas, frente a una capacidad teórica instalada en el país de 100 mm/Tons año, lo que implica una utilización total de las plantas locales (por factor planta). Esto ha sido acompañado de un incremento en importaciones de cerca del 20% anual al 1S21, lo cual ha resultado en repuntes en precios, considerando además los efectos de las disrupciones en las cadenas logísticas (*Baltic Dry Index* en su nivel más alto de los últimos 13 años), lo que es una oportunidad para Cemargos, que ya cuenta con una participación de mercado del 6.7%, considerando su capacidad para importar ~5 MM/Tons/año, lo cual ya se está viendo reflejado mediante un incremento en importaciones y trading desde CCA del 71% anual al 1S21.

Por otro lado, es importante notar que, si bien la industria ha tenido repuntes importantes, los estados donde tiene presencia Cemargos no han presentado la misma dinámica. De hecho, los despachos de cemento en dichos estados han caído 0.6% anual al 1S21. Sin embargo, se estima que la demanda de cemento en las regiones donde tiene presencia Cemargos (Atlántico Sur y Centro-Suroeste) de EE.UU. pueda crecer en un ~3% en 2022, impulsada principalmente por la construcción residencial y la recuperación de la industria petrolera, pero también que parte de la producción o importaciones pueda ir a otros estados.

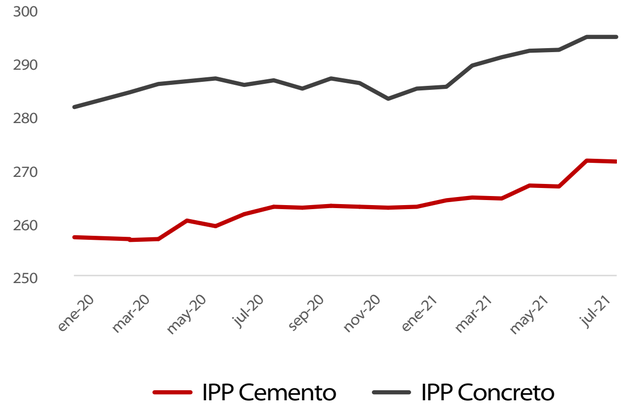
Finalmente, los esfuerzos del gobierno Biden por impulsar un plan de infraestructura quinquenal por USD 550 mil mm (con posibilidad de incrementarse en ~USD 256 mil mm) podrían dar tracción adicional a la industria, que se estima llevaría a incrementos adicionales en demanda cercanos al 3%-5%.

Despachos mensuales de Cemento EE.UU.



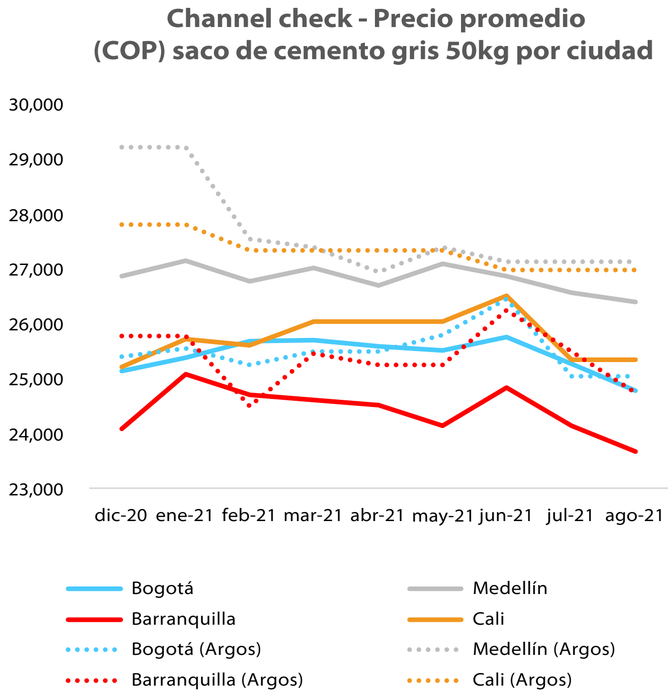
Fuente: USGS

Índice de Precios al Productor por tipo de material



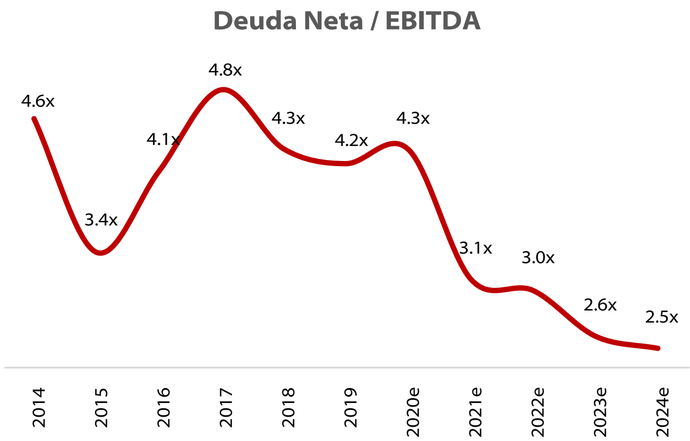
Fuente: US Bureau of Labor Statistics

Colombia con mejores perspectivas: En Colombia, esperamos que el crecimiento del sector de la construcción promedie 10% entre 2021 y 2022, lo cual debería seguir contribuyendo a la recuperación en volúmenes de la industria, donde la continuidad de los subsidios del gobierno a la vivienda y los avances en programas de infraestructura podrían permitir mayores expansiones de la industria de materiales, en un contexto donde la presión por importaciones es baja ante los mayores fletes, que se traduce en mayores precios de paridad de importación y estabilidad u oportunidades de lograr mayores precios, brindando espacio adicional a expansión de márgenes. Sin embargo, factores como la entrada de capacidad en el país de plantas como Maceo (~1.3 MM/Tons años) podrían limitar el crecimiento de volúmenes y precios, ante la mayor competencia. De hecho, pese a la dinámica inflacionaria en el país, en 2021 no hemos visto expansiones de precio en los principales centros de distribución *retail* del país, por lo cual nuestra expectativa de repuntes de precio es muy moderada.



Fuente: Tienda Argos | Homecenter | Estimaciones: Davivienda Corredores.

La mejora en apalancamiento es innegable y fundamental: En El Libro 2021, mencionábamos que el alto apalancamiento se consolidaba como la principal dificultad para generar valor a los accionistas de Cemargos, lo cual continúa siendo una realidad. Sin embargo, la reducción del endeudamiento ha sido significativa, donde la deuda total, excluyendo leasings, se ha reducido en ~COP 1.5 bn entre junio de 2021 y junio de 2020, gracias a la recuperación del flujo operativo y las desinversiones. Hacia adelante, estimamos que dicha tendencia se mantendrá y que la compañía logrará niveles de apalancamiento menores, que podrán resultar en una mucha menor erosión de utilidades. La relación promedio de gastos financieros / utilidad operativa entre 2017 y 2020 fue del 62%, mientras que entre 2021 y 2025, esperamos que dicho registro promedie 37%. Sin embargo, nuestras estimaciones apuntan a que dicha recuperación aún no será lo suficientemente amplia para generar crecimiento del patrimonio post-dividendos.



Fuente: Cemargos | Estimaciones: Davivienda Corredores

RIESGOS_

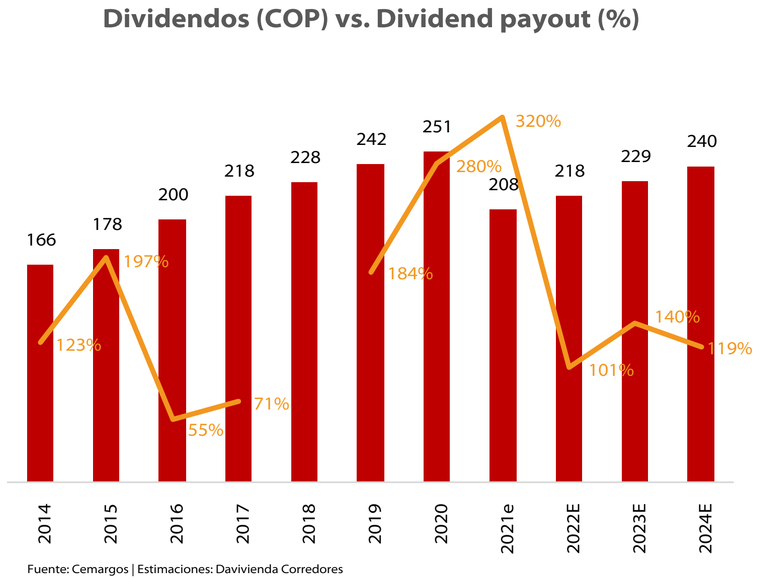
La relación rentabilidad vs. costo del capital seguirá siendo poco atractiva: En la búsqueda de alternativas de inversión, Cemargos es una compañía con un alto potencial de valorización, pero cuya rentabilidad aún no es lo suficientemente amplia para cubrir su costo de capital (ROCE 2022E: 6.8%) y es una de las compañías del mercado local que ha generado menor valor a sus inversionistas, con una tasa de crecimiento anual del valor patrimonial por acción ajustado por dividendos de apenas 2.5% entre 2015 y 2020 (TACC estimado 2021-2025: 2%), que al compararlo con el grueso del MSCI Colcap (promedio 10%), se convierte en nuestra principal justificación para reafirmar la recomendación neutral en este activo, ya que otras especies también presentan altos potenciales de valorización pero proyectamos generarán mayor valor a sus inversionistas, incluso con menores niveles de riesgo.

Consideramos que para que la compañía logre llegar a niveles de rentabilidad adecuados, deberá continuar buscando oportunidades de desinversión de activos de baja rentabilidad (operativos o no operativos). De hecho, el reciente anuncio del nombramiento de Felipe Aristizábal como nuevo CFO de la compañía, quien venía ejerciendo como gerente de M&A de Grupo Argos, nos lleva a pensar que este es el camino que buscará seguir Cementos Argos.

Por otro lado, la política de inversión actual (Capex: ~USD 120 mm/año) podría ser baja frente a las necesidades de inversión futura de Cemargos, lo cual es un reto adicional para la rentabilidad, más aún en una industria que continuará ajustándose a mejores estándares ambientales, en un sector que de por sí es intensivo en capital. Como referencia, las depreciaciones y amortizaciones en el 1S21 fueron de COP 457 mil mm frente a un CAPEX de COP 200 mil mm.

La política de dividendos seguiría en contravía de la estrategia de desapalancamiento: Cementos Argos generó en 2021 cerca de USD 185 mm en la venta de activos operativos. Si bien dichos recursos se destinaron a la reducción de endeudamiento, paralelamente se aprobó el pago de un dividendo extraordinario, lo cual, en nuestra opinión, no es una decisión que luzca muy alineada con la estrategia de reducción de deuda. En ese mismo sentido, de mantenerse la política de distribución de los últimos años, el *payout* de la compañía entre 2022 y 2025 promediaría 119% y el dividendo realmente no le añade atractivo a la acción, dado que su retorno estaría por debajo del promedio del MSCI Colcap.

Si asumiéramos que Cemargos no distribuye dividendos en los próximos cinco años, la compañía podría destinar esos cerca de COP 1.9 bn a reducir su deuda de manera considerable y generar ahorros en intereses cercanos a COP 340 mil mm durante ese periodo o a liberar recursos para realizar inversiones que contribuyan a la mejora de eficiencias y rentabilidad operativa. Finalmente, no descartamos que se pueda continuar ofreciendo la distribución en acciones.



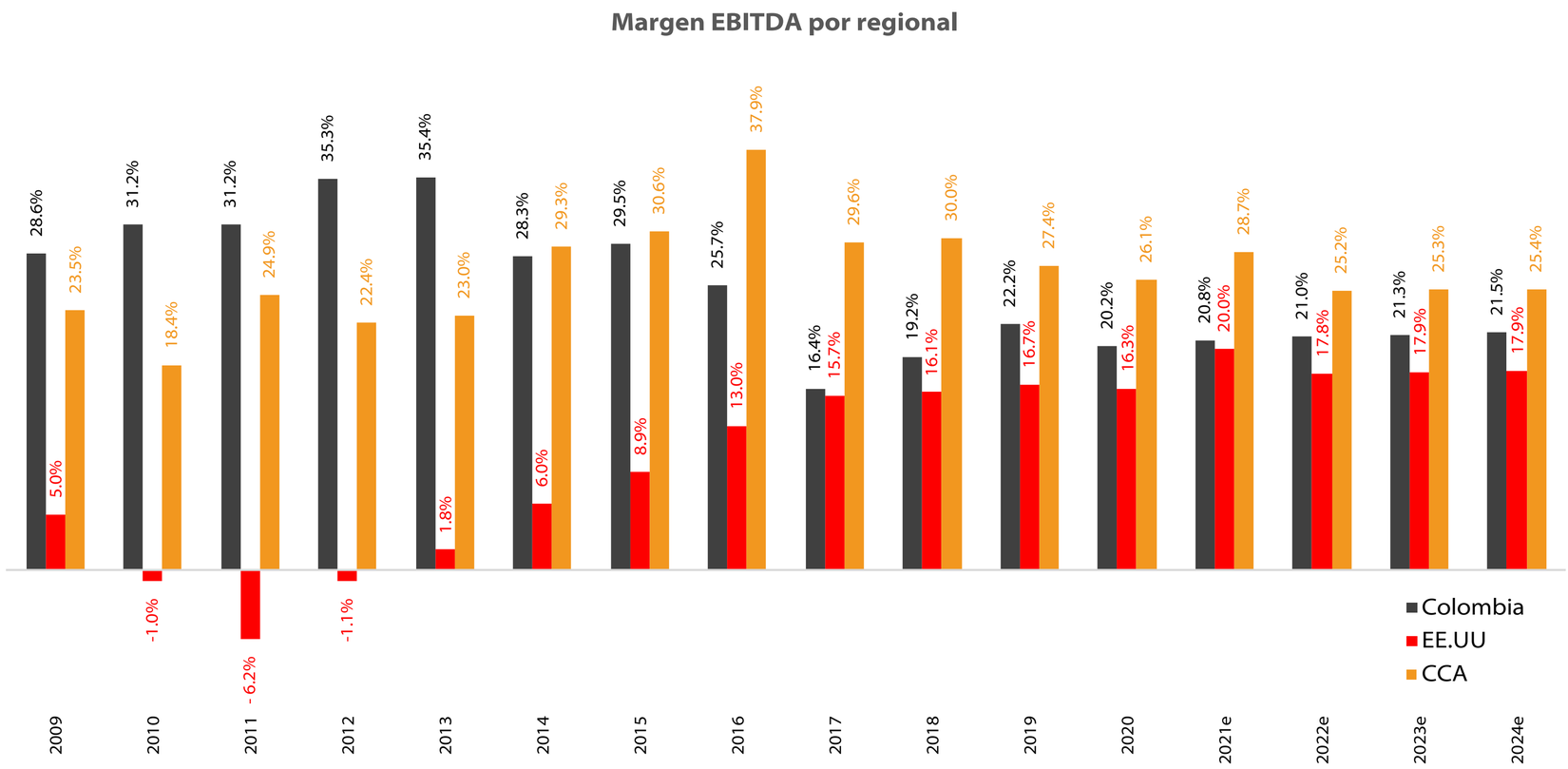
Fuente: Cemargos | Estimaciones: Davivienda Corredores

Los precios de los energéticos y alta la inflación impactarían la expansión en márgenes: Si bien la compañía recientemente ha logrado registrar márgenes récord en algunas operaciones y lograr eficiencias estructurales, existen factores que nos llevan a estimar expansiones de márgenes muy leves para los próximos años. Por un lado, la producción de materiales es altamente demandante de combustibles (carbón, gas, pet coke, etc.) y electricidad, los cuales representan cerca del 19% de la base de costos. Hoy los precios de algunos de estos energéticos continúan incrementándose sustancialmente, lo que seguramente limitará la dinámica que hemos visto recientemente. Por otro lado, el contexto de inflación y mercados laborales aún débiles resultarán en mayores gastos de personal, particularmente en EE.UU. que es una operación que desde años lastra problemas en algunas posiciones específicas, como los conductores de mixers.

Por otro lado, si bien los precios del petróleo y los costos de transporte han repuntado recientemente y se convierten en un factor que puede limitar la competencia de las importaciones, también podrían tener impactos en la estructura de trading e importaciones que actualmente desarrolla Cemargos, donde alrededor del 6% de la producción sería destinada a este tipo de actividades, la cual en principio puede impulsar el crecimiento en volúmenes, pero también puede tener repercusiones a nivel de márgenes, entendiendo que la rentabilidad de las importaciones en EE.UU. puede estar muy por debajo de la rentabilidad de las operaciones integradas.

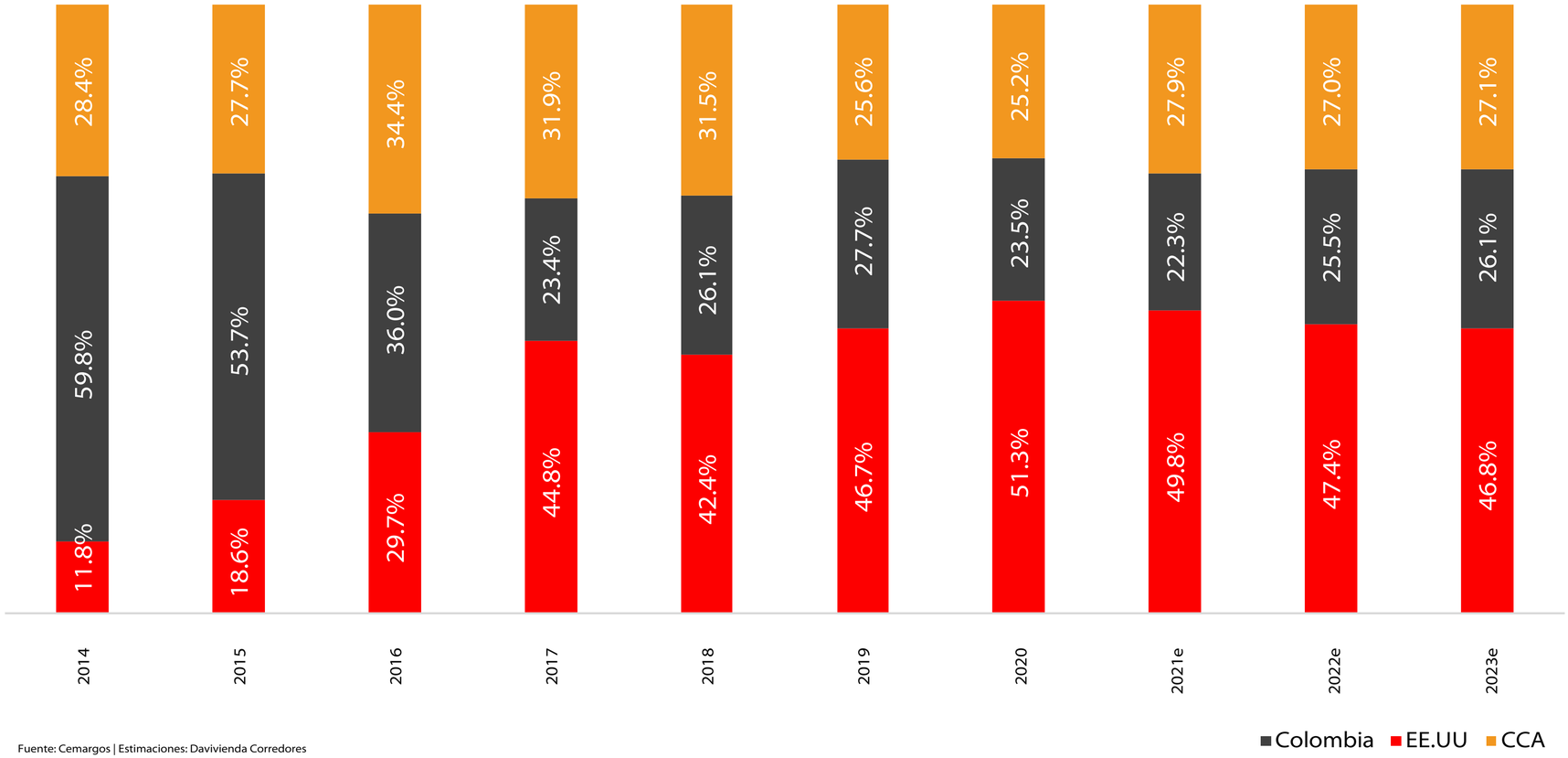
El margen EBITDA del 2022 alcanzaría **19.1%**

PROYECCIONES_



Fuente: Cemargos | Estimaciones: Davivienda Corredores

Participación EBITDA por regional



Fuente: Cemargos | Estimaciones: Davivienda Corredores

VALORACIÓN_

Para estimar el valor de Cementos Argos utilizamos una metodología de flujo de caja descontado (70% del Precio Objetivo) y una valoración ponderada por los múltiplos EV/EBITDA y P/U (30% del Precio Objetivo). Los parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 9.6%, beta apalancado de 1.6x, costo del equity (Ke) de 15.5% y crecimiento a perpetuidad (g) de 2.0% Además, hemos incrementado el costo de la deuda en 150 pbs, considerando los repuntes que viene presentando la inflación y el ciclo de aumentos en tasas en el mundo .

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2022FA de COP 7,400/acción, ofreciendo un potencial de valorización del 16%. Sin embargo, dados los riesgos que enfrenta la compañía para lograr un nivel de rentabilidad adecuado y el alto potencial del MSCI Colcap, reafirmamos nuestra recomendación NEUTRAL.

Método	Peso	P.O 2022
DCF	70%	8,191
Multiplos Fwd - EV/EBITDA	10%	9,790
Multiplos Fwd - P/E	20%	3,288
Precio Objetivo 2022FA	100%	7,400

Constructora Conconcreto

A la espera del fallo_

P.O: BAJO REVISIÓN

Potencial: N.A.
Riesgo: Muy alto
Cierre: 295

Tras el fallo por responsabilidad fiscal emitido por la Contraloría General en el caso de Hidroituango, el cual está actualmente suspendido como resultado de algunas de las apelaciones, la incertidumbre sobre el efecto que este podría representar para Conconcreto es inmensa y el riesgo muy alto, no solo por los impactos reputacionales que ya está conllevando, sino que de ratificarse una multa en segunda instancia, el impacto final en el valor de la compañía dependerá de su monto y formas de pago; lo cual es completamente desconocido a la fecha, siendo esta una de las razones por las cuales Conconcreto se acogió a un proceso de reorganización. Nuestro Precio Objetivo y recomendación se mantiene bajo revisión hasta tanto no conozcamos más información sobre el avance del proceso y el alcance de los seguros.

ASPECTOS A DESTACAR

Dependerá del tamaño: El monto de la responsabilidad fiscal tasado por la Contraloría es de COP 4.33 bn, por lo cual, de levantarse la suspensión y ratificarse el fallo, el impacto para las 26 personas naturales y jurídicas encontradas como responsables sería muy significativo, incluso pudiendo llegar a poner en riesgo la continuidad de negocio de algunos de los vinculados. Es por esto que Conconcreto, en su interés por continuar operando y contar con más tiempo, se acogió a un proceso de reorganización empresarial. Sin embargo, el fallo no indica cómo se distribuirá dicha responsabilidad, por lo cual anticipar que el monto sería repartido de manera equivalente (COP 166,570 mm) luce muy prematuro.

Conconcreto cuenta con una participación del 35% en el consorcio constructor y dicha participación podría ser considerada en la asignación de responsabilidades. Sin embargo, la responsabilidad de los vinculados sería solidaria, lo que implica que si alguno de los responsables no responde por su proporción, los demás vinculados tendrían que hacerse responsables, lo cual eleva la incertidumbre.

Conconcreto ha insistido en que recurrirá a las instancias legales que sean necesarias para ratificar su actuar. En otras palabras, el proceso podría dilatarse por muchos años y decantar en el Consejo de Estado.

En un escenario en el que la Contraloría o los demás procesos y tribunales fallen a favor de Conconcreto, creemos que el efecto sobre el precio de la acción sería muy positivo. Sin embargo, es imposible determinar la resolución de este proceso y su duración, por lo cual es igualmente imposible determinar el valor justo de la compañía en este momento incluyendo una multa. Solo como referencia y reiterando que de momento no debe ser considerado como una referencia de valor, nuestro Precio Objetivo sin multas sería de COP 1,615/acción.

Constructora Conconcreto

FICHA TÉCNICA

Descripción de la compañía: Conconcreto es una de las compañías más importantes y de mayor trayectoria en el desarrollo y construcción de proyectos de edificación e infraestructura en Colombia; Conconcreto cuenta además con un portafolio de inversiones de largo plazo. Dentro de este segmento se encuentra el negocio inmobiliario que se desarrolla a través del Fondo de Capital Privado Pactia (segundo por activos a nivel nacional), la operación y mantenimiento de concesiones viales, e Industrial Conconcreto y Participaciones, que incorporan compañías relacionadas al sector de la construcción. Desde el mes de octubre de 2021, la compañía se acogió a un proceso de reorganización.

Balance General Consolidado					
COP mil mm	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2T21UDM**
Total Activos	3,097	3,129	2,873	2,825	2,969
Total Pasivos	1,708	1,655	1,334	1,279	1,372
Interés minoritario	3	4	5	4	4
Patrimonio	**1,385**	**1,470**	**1,534**	**1,543**	**1,593**
Deuda Total/Patrimonio	67%	51%	43%	44%	46%
Deuda Total/EBITDA	4.2x	3.8x	3.8x	6.7x	6.7x
Deuda Neta/EBITDA	2.5x	1.8x	2.4x	4.6x	4.8x
ROE	5.5%	5.0%	4.2%	2.0%	3.1%
ROA	2.5%	2.3%	2.3%	1.1%	1.7%
ROCE	7.2%	5.9%	4.9%	2.4%	2.7%
ROIC	5.8%	5.2%	4.2%	1.9%	2.1%

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2T21UDM**
Ingresos Operacionales	1,228	1,080	946	575	625
Costo de ventas	1,084	935	807	492	554
Utilidad Bruta	144	145	139	82	71
Gastos adm. y comercial.	(10)	6	24	27	8
Utilidad Operacional	**154**	**139**	**114**	**55**	**64**
Utilidad antes de impuestos	104	100	94	42	71
Impuesto a la renta	27	25	27	19	29
Utilidad Neta	76	73	65	31	50
EBITDA	**220**	**197**	**170**	**102**	**108**
Margen Bruto	11.7%	13.5%	14.7%	14.3%	11.4%
Margen Operacional	12.5%	12.9%	12.1%	9.6%	10.2%
Margen EBITDA	17.9%	18.2%	18.0%	17.8%	17.3%
Margen Neto	6.2%	6.8%	6.9%	5.4%	8.0%

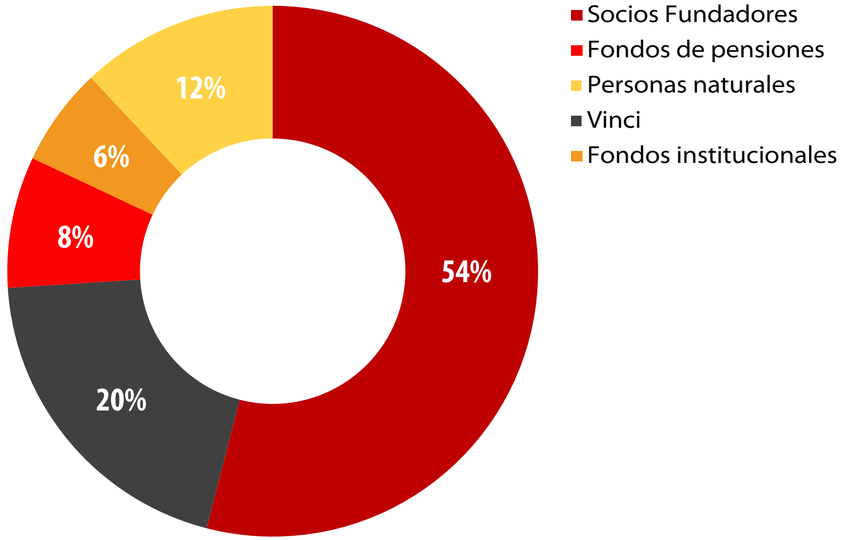
Constructora Conconcreto

FICHA TÉCNICA

Resumen					
COP mil mm	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2T21UDM**
Acciones en circulación (mm)	1,134	1,134	1,134	1,134	1,134
Cap. Bursátil	1,123	417	515	498	335
Precio (COP/Acción)*	990	368	454	439	296
VL (COP/Acción)	1,224	1,300	1,357	1,363	1,408
UPA (COP/Acción)	67	65	57	27	44
Total Deuda	933	754	656	683	731
Deuda Neta	550	364	417	466	514
EV	1,676	785	936	968	854
EV/EBITDA	7.6x	4.0x	5.5x	9.4x	7.9x
P/VL	0.8x	0.3x	0.3x	0.3x	0.2x
P/U	14.7x	5.7x	7.9x	16.0x	6.7x
Retorno por dividendos	0	-	-	-	-
Dividendo por acción	15	-	-	-	-

Presidente: Juan Luis Aristizábal
Vicepresidente Financiero: Alejandro Villegas Cañas
Página web: www.conconcreto.com

COMPOSICIÓN ACCIONARIA

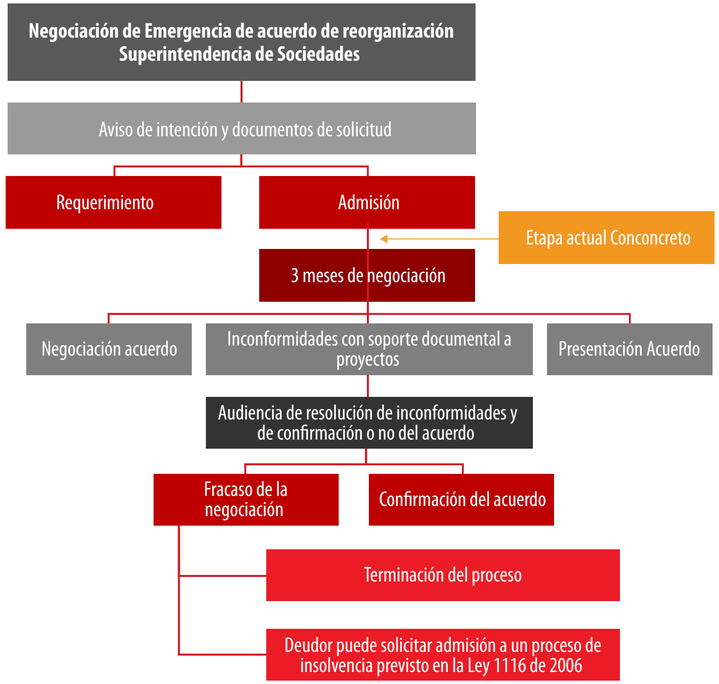


Fuente: SFC

Conconcreto busca entrar en reorganización. Conconcreto ya ha sido admitida por la Superintendencia de Sociedades al proceso de Negociación de Emergencia de Acuerdo de Reorganización y se espera que en los próximos ~3 meses pueda presentar ante un Juez el acuerdo al que llegaría con sus distintos acreedores.

A la fecha, la Compañía viene cumpliendo con todos sus compromisos, pero la decisión tiene como objetivo garantizar su sostenibilidad, cumplir con todas las obligaciones y mitigar la incertidumbre generada por las especulaciones en el mercado y por las eventuales consecuencias de la ratificación del fallo. El proceso de reorganización termina en el momento en que se cumplan satisfactoriamente los pagos pactados con los acreedores, por lo cual, en principio esto le permitirá a la Compañía ganar tiempo para reaccionar ante un eventual fallo desfavorable por parte de la Contraloría y además podría ayudar a que durante dicho periodo las pólizas de seguro de EPM hagan pagos adicionales a los ya realizados, que limiten los posibles efectos de una multa.

Estructura y etapas del proceso de reorganización

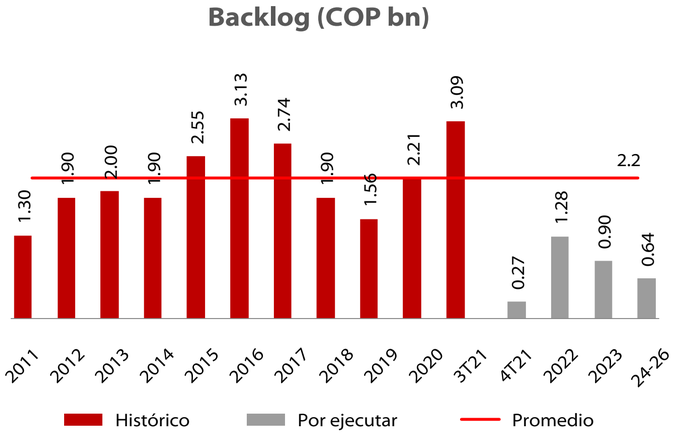


Los seguros podrían respaldar un fallo desfavorable. Desde 2019, Mapfre, la aseguradora líder de la póliza Todo riesgo Construcción contratada por EPM, anunció cobertura por los costos de la contingencia del proyecto y, a la fecha, ya ha desembolsado USD 350 mm, cobertura que en última instancia podría compensar el detrimento fiscal que decretó la Contraloría, pero sobre lo cual aún no hay información confirmada de si dichos pagos serían considerados por el ente de control.

EPM cuenta con un programa de seguros por USD 2,556 mm para cobertura de daños materiales de infraestructura y equipos. También posee pólizas para cubrir el lucro cesante por el retraso de entrada en operación por USD 628 mm, montos que fijan la máxima responsabilidad de la aseguradora y que junto con las otras condiciones de la póliza tales como deducibles, límites, sub-límites coberturas adicionales, entre otros, darán el monto final a indemnizar. Vale la pena mencionar que la distribución de la asignación de responsabilidad fiscal proferida por la Contraloría COP 1.1 bn corresponden a lucro cesante. Aún no se conoce el alcance que podrían tener los seguros de confirmarse el fallo en segunda instancia.

Pactia podría cumplir un rol fundamental. En el escenario que Conconcreto llegue a ser multado por un monto superior al de sus recursos disponibles (caja 2T21: COP 216 mil mm) y los necesarios para continuar con su operación normal, la compañía tendría que adelantar desinversiones de activos, proceso que tendría que ser avalado por el Juez, y Pactia (el fondo de capital privado) podría ser un candidato a desinvertir. Conconcreto cuenta con una participación en Pactia del 37.2% y donde estimamos que el valor de dicha participación asciende a ~COP 945 mil mm. Sin embargo, partiendo de la coyuntura donde algunos vehículos inmobiliarios locales se están negociando con descuento en el mercado secundario, no descartamos que de adelantarse una desinversión, los descuentos puedan ser amplios frente a su valor patrimonial y que una desinversión de este tamaño podría tomar bastante tiempo. Sin embargo, una desinversión de este activo podría tener ciertas restricciones, dado que el crédito sindicado, firmado a finales de 2018, está garantizado por el ~70% de las unidades de participación de Conconcreto en Pactia, las cuales también además son garantía de pólizas.

El desempeño operacional pasa a segundo plano: Al cierre del 2T21 el backlog de Conconcreto alcanzaba COP 2.73 bn (COP 3.1 bn al 3T21), equivalente a ~3 años de facturación, donde se destaca que el proyecto más importante de la compañía (Vía 40 Express) ya está avanzando en su construcción tras lograr el desembolso de un crédito puente y resolver favorablemente la investigación que adelantaba la SIC relacionada a este proyecto. Con los proyectos para los que ya está contratada la compañía, la administración apunta a que en 2022 el nivel de ingresos pueda casi duplicar el nivel de facturación de 2021, en la medida que el ciclo de sus proyectos entra en una etapa de la curva de mayor intensidad en obras. Sin embargo, este repunte operacional podría no trasladarse al precio de la acción si el proceso de Hidroituango no llega a una resolución definitiva, lo cual en principio podría tardar bastante tiempo. Como referencia, al 3T21, el *backlog* asociado a Hidroituango equivale al ~1.5% del total. Finalmente, de acuerdo a la administración, cerca del 20% del *backlog* de la compañía es de contratos con entidades públicas, los cuales se podrían ver afectados de darse una inhabilidad como resultado del proceso.



Fuente: Conconcreto | Estimaciones: Davivienda Corredores

Su socio podría jugar un rol fundamental. Vinci, una de las constructoras más importantes del mundo con activos cercanos a los EUR 91 mil mm (134 veces el tamaño de Conconcreto) es accionista de Conconcreto, con una participación del 20% y su aporte como socio accionista y socio en proyectos podría jugar un papel de respaldo fundamental en un escenario de un fallo desfavorable en Hidroituango para Conconcreto. En este sentido, no descartamos que incluso en un caso hipotético en el que Conconcreto requiriera un monto de recursos superior al que puede cubrir con recursos propios, Vinci pueda convertirse en un socio o prestamista de última instancia, lo cual claramente podría ser favorable para la continuidad de negocio de Conconcreto pero también representar un riesgo de dilución para los demás accionistas.

¿Y si el fallo es favorable? Al no ser descartable que el fallo definitivo pueda ser favorable, vale la pena reiterar que el valor del portafolio de inversiones y concesiones de Conconcreto, al igual que el negocio directo de construcción tiene un valor significativo (~COP 2.7 bn antes de deuda neta y sin contemplar multas).

Actualmente es imposible determinar el impacto de una multa.

Construcciones
EL CONDOR S.A.
Ingeniería de Infraestructura e Inversiones

En un punto de inflexión_

P.O: 1,900 / NEUTRAL

Potencial: 111.3%
Riesgo: Muy alto
Cierre: 899

Pese a que los efectos de la pandemia se han ido diluyendo, el ciclo de obras en El Cóndor se encuentra en un punto de baja ejecución, lo cual ha presionado la generación de EBITDA y las métricas de apalancamiento de la compañía. Sin embargo, destacamos que los anuncios de nuevos contratos le permiten contar a la compañía con al menos tres años de facturación, donde el enfoque en labores como constructor y no como inversionista, limitaría los esfuerzos de capital, por lo cual estimamos un superávit de recursos, que mitigaría los riesgos de liquidez de corto plazo. Sin embargo, los temas relacionados con su socio Meco y el enfoque que pueda dar Ecopetrol a la estrategia del negocio de concesiones viales tras asumir el control de ISA, podrían impactar la dinámica de crecimiento futuro de El Cóndor.

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Capitalización bursátil (COP bn)	0.52
Flotante	20.0%
Dividendo anual 2022E (COP)	24
Retorno por dividendo	2.7%
% MSCI COLCAP	N.A.
# Acciones (mm)	574
P/VL actual:	0.5x
P/U actual:	64.8x
Último Precio:	899
Max 52 semanas	1,214
Min 52 semanas:	845

> AUTORES

Rodrigo Sánchez
Analista Sr. acciones
wsanchez@corredores.com

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com

¿POR QUÉ NEUTRAL?

Sin bien el riesgo de liquidez de la compañía luce mucho más controlado, y desinversiones o *cash-outs* de proyectos como Vinus y Pacífico III podrían convertirse en importantes catalizadores para la especie, consideramos que en la medida que la compañía no alcance una mayor intensidad en ejecución que se traduzca en mejores cifras financieras, los inversionistas podrían seguir manteniéndose al margen del activo.

ASPECTOS A DESTACAR

Estimamos un Precio Objetivo 2022FA de COP 1,900/acción. Dentro de los principales cambios destacamos: **i)** la desinversión en Pacífico II, la cual, de acuerdo a nuestras estimaciones se completó a un precio cerca de un 13% por debajo de nuestro ejercicio de valor justo, pero que consideramos generó un efecto positivo en la liquidez de la compañía en un momento de baja ejecución de obras; **ii)** la incorporación del nuevo *backlog*, acompañado de un margen EBITDA promedio proyectado de 14.6% para los próximos cinco años, el cual es cerca de 300 pbs inferior al promedio de los últimos cinco años, pero que busca recoger un escenario bastante conservador ante la incertidumbre de avance en algunos proyectos por dificultades de su socio Meco y; **iii)** valoramos el proyecto Concesión Vial los Llanos a través de una metodología de Flujo de Caja, tras la firma de un OtroSí que permitirá la reactivación del proyecto.

Empieza un nuevo ciclo: En los últimos 12 meses, El Cóndor ha firmado COP 3.4 bn de nuevos contratos (incluyendo Santana-Mocoa-Neiva), resultando en un *backlog* proyectado a cierre de 2021 de COP 2.7 bn, equivalente a ~3 años de ejecución. En ese sentido, e incluso considerando que la etapa de construcción de los proyectos vigentes está entrando a la última fase, proyectamos una recuperación significativa de los ingresos entre 2021 (COP 468 mil mm) y 2023 (COP 922 mil mm), lo cual se traduciría en recuperaciones en EBITDA y generación de caja, alivianando las presiones de liquidez; más aún considerando que los principales contratos nuevos operan bajo esquemas de obra pública o donde la labor es exclusivamente de construcción, no como sponsor, lo cual reduce significativamente la necesidad de recursos. Además, en línea con la estrategia de la compañía, esperamos que en los próximos trimestres se puedan adelantar desinversiones en proyectos culminados y se empiecen a recibir dividendos de algunas concesiones, lo cual favorecería la posición de liquidez y serviría para dar una referencia de valor a la acción.

Construcciones
EL CONDOR S.A.
Ingeniería de Infraestructura e Inversiones

FICHA TÉCNICA

El Cóndor se dedica a la construcción y operación de concesiones viales con 40 años de experiencia en estos segmentos. La compañía ha ejecutado proyectos de urbanismo, ferroviales, 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.

Balance General Separado					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Total Activos	2,244	2,143	2,321	2,272	2,321
Total Pasivos	1,162	1,055	1,292	1,189	1,174
Patrimonio	1,082	1,088	1,029	1,083	1,148
Deuda Total/Patrimonio	65.9%	66.3%	82.3%	70.0%	56.3%
Deuda Total/EBITDA	3.5x	7.2x	17.0x	7.5x	4.7x
Deuda Neta/EBITDA	3.4x	7.1x	15.6x	7.2x	4.5x
ROE	6.8%	2.9%	-1.5%	2.0%	4.2%
ROA	3.3%	1.5%	-0.7%	0.9%	2.1%
ROIC	5.7%	2.4%	0.5%	2.1%	3.2%

Estado de Resultados Separado					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Ingresos Operacionales	875	795	468	678	922
Costo de ventas	720	718	457	610	829
Utilidad Bruta	155	77	11	68	93
Gastos adm. y comercial.	(7)	14	(2)	9	3
Utilidad Operacional	161	63	14	59	89
Utilidad antes de impuestos	120	47	-23	33	74
Impuesto a la renta	47	16	-7	12	26
Utilidad Neta	73	31	-16	21	48
EBITDA	**203**	**100**	**50**	**101**	**137**
Margen Bruto	17.7%	9.7%	2.4%	10.0%	10.1%
Margen Operacional	18.4%	8.0%	2.9%	8.7%	9.7%
Margen EBITDA	23.2%	12.6%	10.6%	14.9%	14.9%
Margen Neto	8.4%	4.0%	-3.3%	3.2%	5.2%

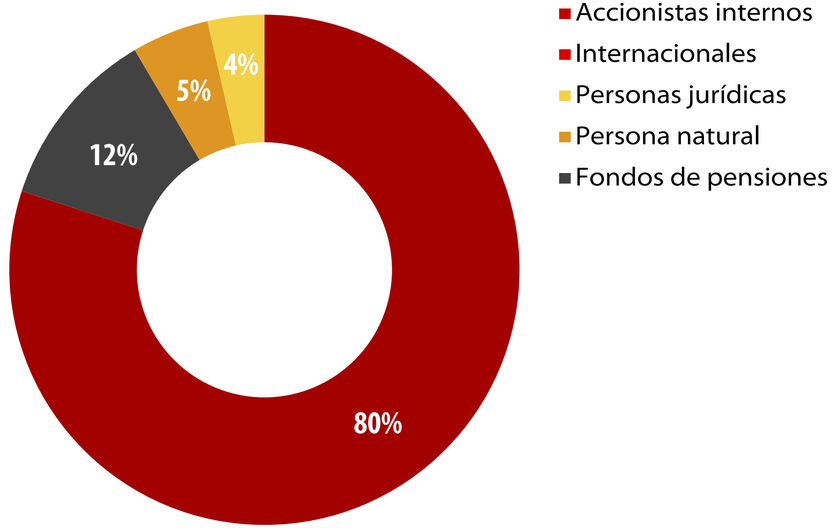
Construcciones
EL CONDOR S.A.
Ingeniería de Infraestructura e Inversiones

FICHA TÉCNICA

Resumen					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Acciones en circulación (mm)	574	574	574	574	574
Cap. Bursátil	755	689	516	516	516
Precio (COP/Acción)*	1,315	1,199	899	899	899
VL (COP/Acción)	1,884	1,895	1,792	1,886	1,998
UPA (COP/Acción)	127	55	-27	37	84
Total Deuda	713	722	847	758	646
Deuda Neta	682	717	779	730	621
EV	1,437	1,405	1,295	1,246	1,137
EV/EBITDA	7.1x	14.0x	26.0x	12.3x	8.3x
P/VL	0.7x	0.6x	0.5x	0.5x	0.4x
P/U	10.3x	21.9x	N.A.	24.1x	10.7x
Retorno por dividendos	4.0%	2.3%	2.7%	2.7%	2.8%
Dividendo por acción	52.5	27.2	24.3	24.0	25.2

Presidente: Luz María Correa
Gerente Financiero: Eduardo López Vélez
Página web: www.elcondor.com

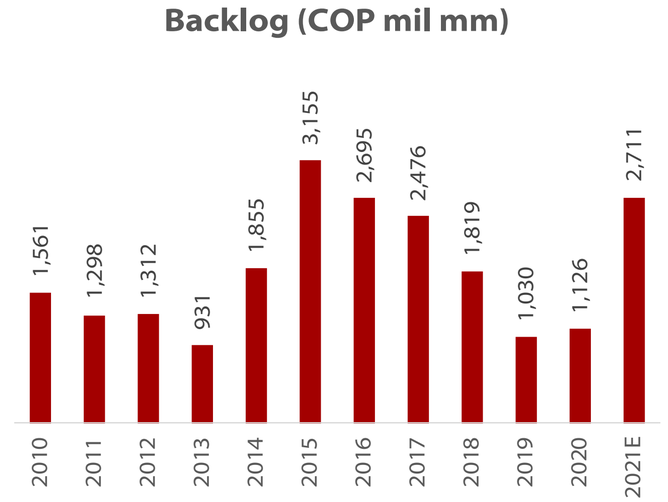
COMPOSICIÓN ACCIONARIA



Fuente: El Cóndor

TESIS DE INVERSIÓN_

La adjudicación de obras mejora el panorama: Tras las licitaciones de los proyectos de 4G hace cerca de cinco años, el Cóndor no contaba con niveles de *backlog* tan altos como los que está registrando actualmente. Pese a que sus tres principales proyectos (Vinus, Pacífico III y Ruta al Mar) cerrarían el 2021 con un avance promedio superior al 90%, la adjudicación de contratos de tamaño significativo como Túnel del Toyo (COP 418 mil mm), Variante San Francisco (COP 575 mil mm) y Santana Mocoa (COP 1.06 bn), entre otros, le permitirán a El Cóndor contar con un volumen de proyectos importante para los próximos años, sin considerar que es altamente probable que pueda seguir siendo adjudicatario de obras, incluyendo algunos de los proyectos 5G, que plantean cerca de COP 50 bn en inversiones. Esto debería resultar en incrementos significativos en la facturación de la compañía, que esperamos pueda acercarse a COP 1 bn anual en los próximos años, lo cual permitirá reducciones significativas en el apalancamiento, sin considerar la posibilidad de realizar *cash-outs* y/o desinversiones.



Fuente: El Cóndor | Estimaciones: Davivienda Corredores

El superávit primario podría verse impulsado vía desinversiones: La estrategia de El Cóndor está basada en enfocarse en las etapas constructivas de los proyectos, bien sea solo como epecista o como inversionista/epecista. Esto implica, que considerando el avance de sus proyectos, El Cóndor podría estar adelantando gestiones para desinvertir su participación en aquellos que vayan siendo completados, tal como ocurrió con Pacífico II en 2021, lo cual le permite a la compañía liberar recursos y reducir su apalancamiento para buscar nuevas oportunidades de crecimiento y enfocarse en su *core* de negocio, que es la construcción. De hecho, la compañía tiene registrada su participación en Vinus como un activo para la venta. Estimamos que la compañía podría cerrar el 2022 con un superávit (fuentes-usos) cercano a COP 50 mil mm, gracias a la recuperación en EBITDA y los dividendos a ser percibidos de algunas concesiones, donde además asumimos el reperfilamiento de los vencimientos bancarios de 2022. Además, de lograr completar desinversiones, el exceso de recursos sería bastante importante y podría ser destinado a la reducción del endeudamiento y a la recuperación del dividendo distribuido a niveles vistos en años anteriores.

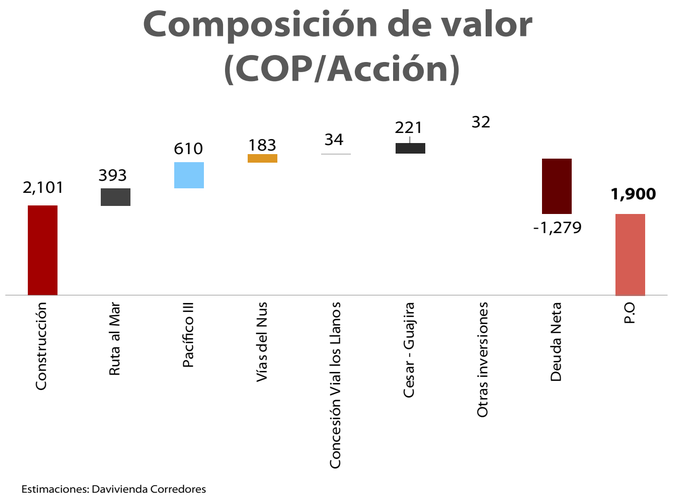
Fuentes y usos 2022 (COP mm).

2022			
Fuentes		**Usos**	
EBITDA	101,074	Intereses bancos	35,485
Caja actual	68,065	Impuestos	7,324
Dividendos concesiones	79,310	Dividendos	13,785
		Costo leasing anual	30,000
		Intereses WK	15,000
		Papeles comerciales	36,500
Total	**248,448**	**Total**	**138,094**
Superávit (Déficit)	**110,355**		
Posibles fuentes adicionales 2022			
Venta Pacífico III	368,613		
Cash out Vinus (21.1%)	187,439		
Retegarantía RAM (50%)	30,000		
Retegarantía P3 (48%)	4,800		
Fallo Américas	84,000		
Total	**674,851**		

Fuente: El Cóndor | Estimaciones: Davivienda Corredores

¿Qué justifica el precio de la acción? El valor en libros y los aportes de *equity* que ha realizado la compañía a sus proyectos ronda COP 1 bn (~COP 1,740/acción) y la deuda neta de la compañía es de COP 718 mil mm (-COP 1,250/acción), lo que implica que el negocio de construcción es valorado por el mercado en ~COP 510/acción (COP 290 mil mm).

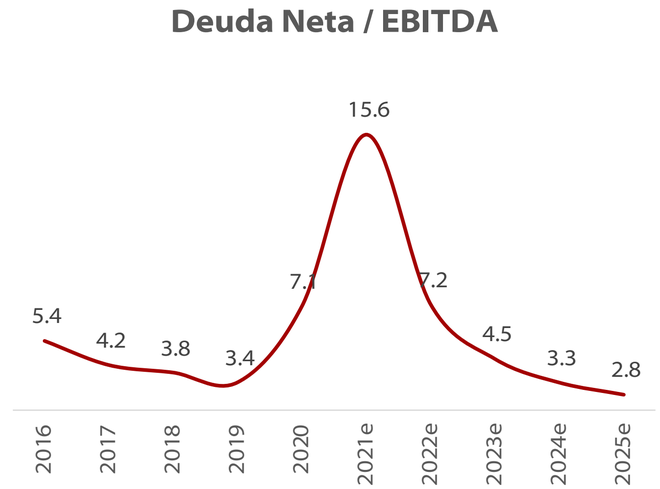
En un ejercicio teórico, donde partimos de los siguientes supuestos: **i)** el valor de las concesiones es igual a los aportes de *equity* realizados; **ii)** el negocio de construcción no añade backlog adicional a los COP 2.92 bn actuales y; **iii)** el valor del negocio de construcción es equivalente a un 15% del *backlog* total traído a valor presente con una tasas de descuento del 11% y ejecutado en tres años; el valor justo de El Cóndor sería de COP 982/acción, lo cual está cerca de un 10% por encima de su precio de mercado. Sin embargo, considerando que es de esperar que la compañía pueda desinvertir a un valor superior al *equity* aportado y que, como lo ha hecho históricamente, El Cóndor pueda reemplazar el *backlog* que va ejecutando, es evidente que el desface entre el valor justo de la acción y su precio de mercado es muy amplio (P/VL 2022E: 0.47x).



Estimaciones: Davivienda Corredores

RIESGOS_

Presiones transitorias en el apalancamiento. Como ya lo mencionamos, el ciclo de los proyectos podría empezar a mejorar sustancialmente a partir de 2022 lo cual debería generar mejoras significativas en apalancamiento. Sin embargo, en el corto plazo, las métricas seguirán presionadas, al punto que estimamos un apalancamiento para cierre de 2021, medido por la relación Deuda Neta / EBITDA, cercano a 16x, por lo que, acompañado de demoras en desinversiones o liberación de recursos atrapados, podría conllevar deterioros adicionales de la calificación (Fitch: BBB+, perspectiva negativa), lo cual podría resultar en un cierre temporal del mercado de deuda para el financiamiento de la compañía. Sin embargo, resaltamos que El Cóndor ha logrado reperfilamientos y el pago de sus papeles a través de financiamiento bancario y la venta de Pacífico II y por lo tanto, en lo que resta de 2021, no cuenta con vencimientos de capital importantes, mientras que para el 2022, sin asumir ningún tipo de desinversión, liberación de retegarantías, *cash-outs* o fallos pendientes, proyectamos un superávit primario.



Fuente: El Cóndor | Estimaciones: Davivienda Corredores

Las investigaciones a socios generan incertidumbre. En Costa Rica se adelanta una investigación contra un grupo de compañías y personas por supuestos actos de corrupción en la adjudicación de proyectos y licitaciones de construcción, en el denominado caso "Cochinilla". Una de las compañías investigadas es Constructora Meco, la cual está asociada a El Cóndor en distintos proyectos en Colombia, bien sea como socio *sponsor* (Pacífico III), o como co-constructor (Magdalena II y San Francisco Mocoa). Si bien la investigación no ha dictado sentencias, sí podría generar afectaciones en los proyectos en los que participa Meco, particularmente con los financiadores dados sus procesos de *compliance*. En este sentido, El Cóndor trabaja con los distintos vinculados a estos proyectos para evitar afectaciones, incluyendo al Invias, los financiadores, los *sponsors* y clientes, y espera no presentar mayores obstáculos para poder concluir los proyectos, donde en el caso particular de Pacífico III, podría resultar en una mayor necesidad de aportes temporales por parte del consorcio EPC.

Rumbo de la alianza con ISA podría cambiar. Si bien la administración de El Cóndor no anticipa afectaciones en su alianza con ISA, a raíz del cambio de controlante y pese a que Ecopetrol ha mencionado que no se modificaría la estrategia de negocio de ISA, no descartamos que en la visión de la petrolera el negocio de carreteras no sea estratégico y decida desinvertirlo; lo cual creemos resultaría en la terminación del acuerdo logrado con El Cóndor, el cual esperábamos fuese un catalizador que hoy luce distante de materializarse. Sin embargo, consideramos que el negocio de concesiones viales cumple una función de diversificación para ISA, logrando además retornos que las concesiones de transmisión de energía no logran en todos los países, por lo cual, tampoco vemos que la justificación para desinvertir el negocio de carreteras sea fácil. Por otro lado, de acuerdo a algunos medios, ISA y El Cóndor estarían buscando participar en proyectos como Troncal de Magdalena I y II, al igual que en Accesos Norte II, proyectos que podrían requerir inversiones por cerca de COP 5 bn.

VALORACIÓN _

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

Construcción: Valoración por medio del flujo de caja libre descontado con un WACC de 10.7%, beta apalancado de 1.3, costo del *equity* (Ke) en pesos 13.6% y un crecimiento a perpetuidad de 3%.

Concesiones viales: Valoración, Pacífico III, Ruta al Mar, Malla Vial del Meta y Vías del Nus como un *project finance* del flujo de caja del accionista a un *Ke* promedio de 14%.

Otras inversiones: Otras inversiones fueron incorporadas a su valor en libros al 2T21.

En conclusión, estimamos un Precio Objetivo 2022FA de COP 1,900/acción. Incluso considerando el alto potencial de valorización, mantenemos nuestra recomendación NEUTRAL, a la espera que la compañía complete algunas desinversiones y empiece a recuperar su nivel de generación de utilidades en la medida que la ejecución de obras se reactive.

Negocio	Valor (COP mm)	Valor por acción (COP)	Participación en el valor
Construcción	898,891	1,565	49.1%
Concesiones	922,779	1,607	50.4%
Ruta al Mar	284,239	495	15.5%
Pacífico III	403,360	702	22.0%
Vías del Nus	120,296	209	6.6%
Concesión Vial los Llanos	52,227	91	2.9%
Cesar - Guajira	62,656	109	3.4%
Otras inversiones	8,284	14	0.5%
Total negocios	**1,829,954**	**3,186**	**100%**
Deuda Neta	729,856	1,271	
Precio Objetivo	**1,100,097**	**1,900**	

GRUPO ARGOS

Inversiones que transforman

La rentabilidad es la tarea pendiente_

P.O: 15,000 / NEUTRAL

Potencial: 24.1%
Riesgo: Alto
Cierre: 12,090

Tras varios trimestres de afectaciones y desaceleración en algunos de los negocios estratégicos de la compañía, incluyendo infraestructura y cemento, la dinámica de las inversiones cuenta con una perspectiva positiva, en parte favorecida por el efecto de la recuperación económica pero también por desinversiones y anuncios sobre alianzas que apuntan a permitirle a la compañía contar con recursos para potencializar su crecimiento futuro o mejorar la rentabilidad de algunos negocios existentes. Sin embargo, el reto para Grupo Argos, al igual que para algunas de sus inversiones, es alcanzar niveles de rentabilidad suficientes para generar valor a sus accionistas, lo cual aún podría tomar varios años.

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Capitalización bursátil (COP bn)	10.5
Flotante	58%
Dividendo anual 2022E (COP)	401
Retorno por dividendo	3.3%
% MSCI COLCAP	5.4%
# Acciones (mm)	869
P/VL actual:	0.6x
P/U actual:	50.9x
Último Precio:	12,090
Max 52 semanas	14,500
Min 52 semanas:	9,000

> AUTORES

Rodrigo Sánchez
Analista Sr. acciones
wsanchez@corredores.com

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com

¿POR QUÉ NEUTRAL?

En un contexto donde el espacio de valorización del grueso del MSCI Colcap es amplio y la necesidad de demostrar historias de crecimiento con alta rentabilidad se ha convertido en una obligación, Grupo Argos continuará enfrentando importantes retos asociados a la rentabilización de su portafolio, siendo esta la principal razón de nuestra recomendación pese a que reconocemos al alto potencial de valorización del activo.

ASPECTOS A DESTACAR

Estimamos un Precio Objetivo 2022FA de COP 15,000/acción. Dentro de los principales cambios destacamos: i) el ajuste en el valor estimado de las inversiones estratégicas, donde se resalta el mayor aporte en el valor de proyectos de Odinsa, como Malla Vial del Meta, y las perspectivas de una recuperación más acelerada del tráfico aeroportuario y vial frente a lo previsto anteriormente, al igual que una extensión de la concesión de Opain de ~20 meses; ii) la reducción del apalancamiento de Cementos Argos y su impacto en gastos financieros tras las desinversiones realizadas; iii) el efecto del pago de dividendos en acciones en Cemargos y Grupo Argos y, iv) incluimos un descuento del 5.1%, basados en el diferencial entre el costo del capital ponderado por el aporte de cada inversión estratégica y la rentabilidad proyectada del capital invertido.

La rentabilidad sigue siendo el gran reto. Hoy, el contexto de endeudamiento de Grupo Argos luce más sano (DN/EBITDA 2022E: 3.4x) que hace algunos trimestres y consideramos que este es un primer paso en la dirección adecuada hacia la rentabilización de las inversiones. Sin embargo, y pese a la brecha entre el valor justo de Grupo Argos y su precio de mercado, la rentabilización del capital sigue estando por debajo de los niveles mínimos que debería lograr la compañía, y no estimamos que dicha divergencia se vaya a cerrar en el mediano plazo, a menos que la compañía continúe adelantando movidas estratégicas, como la desinversión de activos de baja rentabilidad, la firma de alianzas que reduzcan las necesidades de inversión y/o los cambios de la estructura de distribución de dividendos, lo cual podría implicar menores presiones para sus inversiones controladas, donde dichos recursos se podrían destinar a reinvertir en la rentabilización de los negocios.

GRUPO ARGOS

Inversiones que transforman

FICHA TÉCNICA

Grupo Argos es una de las sociedades de inversión más grandes de Colombia con un portafolio de inversiones con cerca de COP 51 billones en activos consolidados. 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.

Balance General Consolidado

COP mil mm	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Total Activos	50,998	50,774	50,694	50,740	50,900
Total Pasivos	24,508	24,544	24,467	24,268	24,119
Patrimonio	16,833	16,648	16,868	17,025	17,224
Interés minoritario	9,657	9,582	9,359	9,446	9,557
Deuda Total/Patrimonio	104.3%	105.5%	103.9%	102.1%	100.3%
Deuda Total/EBITDA	3.6x	5.3x	4.2x	4.0x	3.4x
Deuda Neta/EBITDA	3.1x	4.5x	3.6x	3.4x	2.8x
ROE	4.1%	-0.6%	3.1%	3.6%	4.0%
ROA	1.4%	-0.2%	1.0%	1.2%	1.4%
ROCE	6.1%	5.9%	5.9%	6.4%	6.8%

Estado de Resultados Consolidado

COP mil mm	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ingresos Operacionales	15,695	14,020	15,630	16,590	17,780
Costo de ventas	11,440	10,654	11,376	11,875	12,764
Utilidad Bruta	4,255	3,366	4,254	4,715	5,016
Gastos adm. y comercial.	1,133	1,730	1,650	1,922	2,052
Utilidad Operacional	3,122	1,636	2,605	2,792	2,964
Utilidad Neta	689	-100	523	609	688
EBITDA	**4,833**	**3,337**	**4,184**	**4,372**	**5,077**
Margen Bruto	27.1%	24.0%	27.2%	28.4%	28.2%
Margen Operacional	19.9%	11.7%	16.7%	16.8%	16.7%
Margen EBITDA	30.8%	23.8%	26.8%	26.4%	28.6%
Margen Neto	4.4%	-0.7%	3.3%	3.7%	3.9%

GRUPO ARGOS

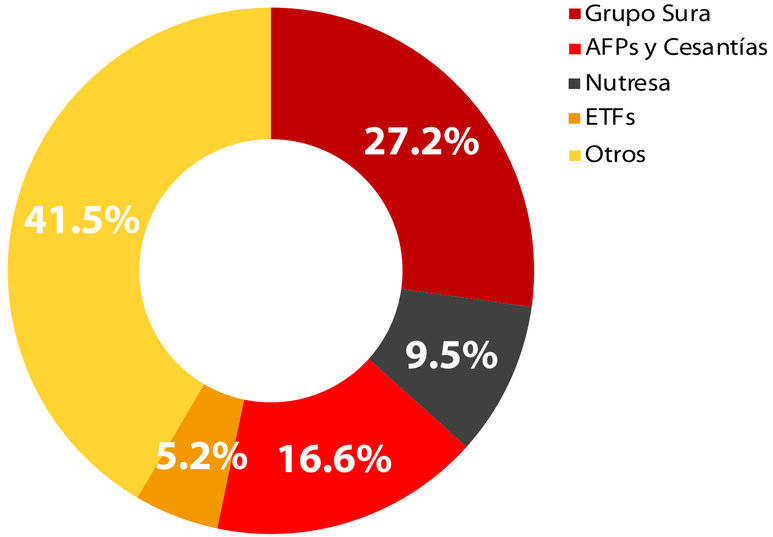
Inversiones que transforman

FICHA TÉCNICA

Resumen					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Acciones en circulación (mm)	857	857	869	869	869
Cap. Bursátil	15,259	11,915	10,512	10,512	10,512
Precio (COP/Acción)	17,800	13,900	12,090	12,090	12,090
VL (COP/Acción)	11,265	11,177	10,764	10,865	10,992
UPA (COP/Acción)	804	- 117	602	701	791
Total Deuda	17,559	17,562	17,520	17,377	17,270
Deuda Neta	15,085	14,861	14,950	14,649	14,347
EV	40,001	36,358	34,820	34,607	34,415
EV/EBITDA	8.3x	10.9x	8.3x	7.9x	6.8x
P/VL	1.6x	1.2x	1.1x	1.1x	1.1x
P/U	22.1x	N.A.	20.1x	17.2x	15.3x
Retorno por dividendos	2.0%	2.7%	3.2%	3.3%	3.5%
Dividendo por acción	350	376	382	401	421

Presidente: Jorge Mario Velásquez
Vicepresidente Financiero: Alejandro Piedrahíta
IR: Natalia Agudelo
Página web: www.grupoargos.com

COMPOSICIÓN ACCIONARIA



Fuente: Grupo Argos

TESIS DE INVERSIÓN_

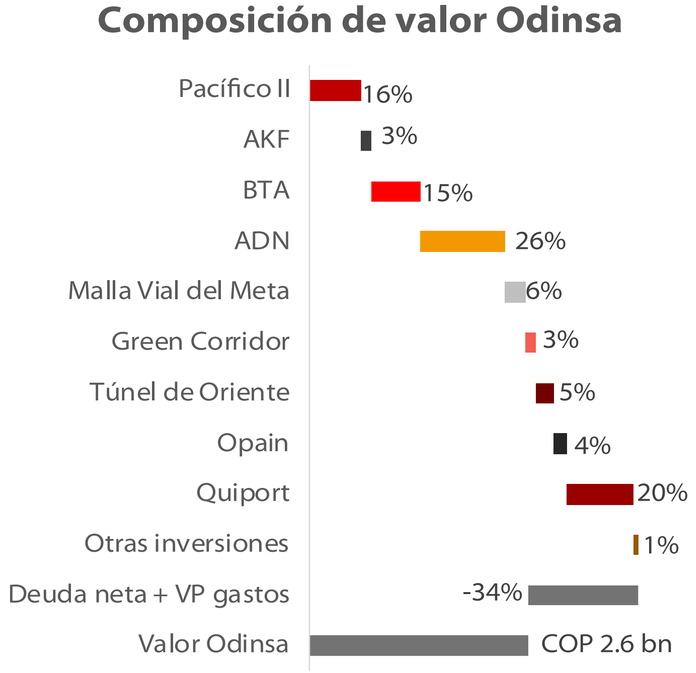
La gestión para potencializar los retornos: En los últimos dos años, Cemargos (desinversiones), Celsia (desinversiones, adquisiciones y asociaciones) y Odinsa (asociaciones y desinversiones) han adelantado una serie de cambios estratégicos que consideramos, sin excepción, favorecen el desempeño de sus negocios o sus estructuras de capital, en un contexto en el que este sigue siendo el principal reto del grupo. En este sentido, el *holding* tiene un papel fundamental para coordinar la estrategia, la estructura de endeudamiento y potencializar sus partes, restándole responsabilidades directas a sus inversiones, que se pueden dedicar a la ejecución de sus operaciones, dejando dicha estrategia corporativa en manos del *holding*.

Sin embargo, también consideramos que las necesidades de fuentes de ingresos para Grupo Argos, pueden ser una razón para que compañías como Cemargos y Celsia continúen distribuyendo dividendos por encima de su generación de utilidades.

El descuento luce muy amplio: Actualmente la brecha entre el precio de la acción de Grupo Argos y la suma del valor de sus partes (estratégicas y no estratégicas) es bastante amplia. En lo corrido del año, dicha divergencia supera el 20%, lo que podría ser una oportunidad para lograr arbitrar parte de dicho descuento, entendiendo que algunas de las inversiones, como Odinsa o el banco de tierras, no son negociables en el mercado de valores. Sin embargo, dicho descuento luce en línea con el del MSCI Colcap, por lo cual, entendiendo que el reto en rentabilidad del *holding* sigue siendo significativo, no parece razón suficiente para asignar una sobreponderación a Grupo Argos frente al mercado.

Por otro lado, la compañía está muy activa buscando dar a inversionistas locales y extranjeros un mejor entendimiento de la estructura y el valor del grupo, por lo tanto, iniciativas como la entrada de la acción a Chile podrían resultar en una mayor liquidez del título, que se convierta en un factor que facilite el cierre de la brecha frente al valor justo.

Odinsa con capital fresco: Tras el anuncio de la asociación de Odinsa con el fondo internacional Macquarie, la liberación de recursos le permitirá a Odinsa contar con liquidez para ir tras nuevos proyectos, que sin dicha asociación difícilmente podría perseguir. De hecho, simplemente a manera de ejercicio, asumiendo que las estructuras de los proyectos sean financiados con una relación 70% deuda / 30% *equity*, y utilizando como base los recursos a recibir en efectivo por parte de Macquarie (COP 500 mil mm) y los COP 287 mil mm del *cash-out* de Pacífico 2, Odinsa de manera individual podría apuntar a proyectos por COP 2.3 bn. Además, considerando la plataforma con Macquarie, el monto podría ser del doble, partiendo de una participación 50/50. Por otro lado, el destrabe de la Malla Vial del Meta, considerando que ya se hizo la mayor parte de los aportes de *equity*, le podrá generar ingresos de construcción a la compañía mientras se logran hacer adjudicatarios de nuevos proyectos. Odinsa ha anunciado que entre los proyectos que evalúa buscar participar se encuentra Accesos Norte II de Bogotá, Magdalena I y Magdalena II, al igual que la ampliación del Túnel de Oriente y de AKF.



Negocio de Desarrollo Urbano (10.6% portafolio): Pese a que el portafolio de tierras es un activo poco líquido, la estrategia de desarrollo continúa generando suficientes flujos para cubrir sus gastos de operación y generar excedentes, a través de estructuras tipo *project finance* que han permitido el desarrollo sin grandes esfuerzos de capital propio. De hecho, de acuerdo a los anuncios hechos por la compañía, ya cuentan con compromisos firmados (caja) por COP 320 mil mm, de los cuales COP 115 mil mm entran en 2021 y permiten que el holding cuente con fuentes adicionales de ingresos, distintos a los dividendos que recibe de otras inversiones. En este negocio incorporamos un descuento del 22% al valor actual del portafolio, basados en metodologías propuestas por Amihud y Mendelson, que plantean que el descuento por iliquidez está explicado por los costos anuales de transacción al mantener el activo y la expectativa de desinversión.

Pactia (5.5% portafolio): Si bien el sector inmobiliario no ha sido ajeno a los deterioros producto de la crisis actual, Pactia cuenta con uno de los portafolios, entre los vehículos inmobiliarios locales, con mayor participación del segmento industrial (~30% en ingresos y ~53% en GLA), el cual sin duda es el que mejor desempeño debería presentar en los próximos años. Sin embargo, la exposición a activos corporativos y hoteleros sigue generando incertidumbre, dado que es previsible que los niveles de ocupación se puedan mantener por debajo de sus niveles óptimos en el corto plazo, presionando la rentabilidad del portafolio. Adicionalmente, dada la naturaleza del negocio de Pactia y el portafolio de tierras de Grupo Argos, existen oportunidades para la creación de sinergias. Finalmente, en caso de ser un vehículo que busque listarse en el mercado y migrar a la rueda de negociación de activos de renta variable, esto podría generar una oportunidad de desinversión para los controladores, incluyendo a Grupo Argos.

RIESGOS_

Los no estratégicos como limitante: Es recurrente escuchar cuestionamientos al aporte que hace el portafolio no estratégico al *equity story* de Grupo Argos y es algo que en últimas nosotros también compartimos. Al final del día, el aporte al valor del portafolio no estratégico estimamos es del 39%, por lo cual el desempeño de estos activos tiene un impacto muy significativo dentro del grupo y la realidad es que es poco (tierras y Pactia) o no gestionable (Grupo Sura y Nutresa) por la administración de la compañía, mientras que sí generan una afectación a las métricas de rentabilidad y al entendimiento de la estructura de la compañía. Sin embargo, cuando se invierte en acciones de Grupo Argos, no solo se está comprando los estratégicos, así que pensar en métricas excluyendo a los no estratégicos, nos parece que no es completamente adecuado. En últimas, consideramos que para que la compañía realmente logre generar rentabilidades por encima del capital, debería considerar desinvertir en activos no estratégicos, como Grupo Sura y Nutresa para poder destinar dichos recursos a sus negocios estratégicos, pero sabemos que dado el impacto cruzado que esto tendría en el GEA, luce bastante improbable y consideramos que eso, en parte, es lo que explica el descuento que aplica el mercado.

¿Y los dividendos? Un *dividend payout* alto normalmente está asociado a un punto del ciclo de la vida de una compañía, donde esta ya se ubica en una etapa madura, en la cual no encuentra muchos nuevos negocios que generen retornos por encima de su costo de capital y en su deber hacia el accionista, considera más eficiente devolver parte del valor a través de dividendos. Este no creemos que sea el caso de Grupo Argos, donde la meta de la administración es lograr una rentabilidad por encima del costo del capital. Como consecuencia, creemos que el mensaje para los mercados sería mucho más contundente si la compañía simplemente decide no pagar dividendos y sabemos que para que esto funcione, debería pasar en todas las inversiones cruzadas (GEA), dado que las fuentes de estas dependen de manera significativa de los dividendos recibidos. Nuestra estimación de dividendo 2022 es de COP 401/acción, pero no descartamos que se pueda pagar en acciones.

VALORACIÓN_

1. Utilizamos los Precios Objetivo de Cemargos y Celsia

2. Utilizamos el valor de mercado de los últimos 12 meses de Grupo Sura y Nutresa.

3. Valoramos Pactia mediante la metodología de Flujo de Caja de Operación Ajustado.

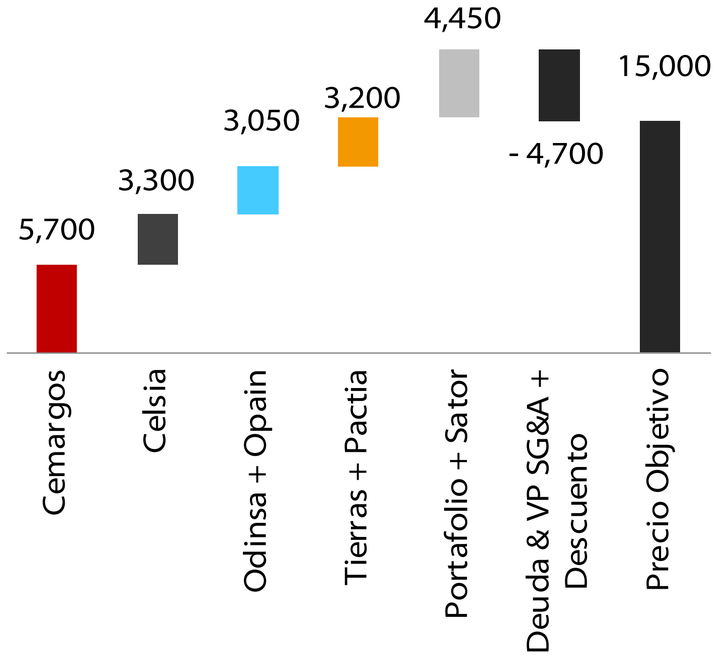
4. Los activos del portafolio inmobiliario fueron incluidos a valor razonable a 2T21, con un descuento del 22.6% asociado a un costo adicional de iliquidez.

5. Odinsa fue valorada mediante una metodología de Suma de Partes, incorporando cada una de las concesiones, valoradas por flujos de caja descontados.

6. Descuento de holding del 5.1%, asociado al diferencial entre el costo del capital ponderado de las inversiones y el retorno sobre el capital invertido proyectado a 2022.

7. En el ejercicio de valoración se incluye la deuda neta de la Holding y el valor presente de los gastos administrativos descontados a un Ke del 10%.

Composición de valor (COP/Acción)



SOTP	% Participación	Valor participación	Valor por acción	Peso en el portafolio
Estratégicas		10,444,927	12,013	60.7%
Cemargos	50%	4,998,424	5,749	29.1%
Celsia	53%	2,888,316	3,322	16.8%
Odinsa	100%	2,558,186	2,942	14.9%
No estratégicas		6,752,824	7,767	39.3%
Grupo Sura	22%	2,717,324	3,125	15.8%
Nutresa	10%	1,020,066	1,173	5.9%
Situm (NDU)	100%	1,824,441	2,098	10.6%
Pactia	37%	944,829	1,087	5.5%
Opain	30%	132,461	152	0.8%
Sator	100%	113,702	131	0.7%
Total negocios		**17,197,750**	**19,780**	**100.0%**
Gastos administrativos		1,679,150	1,931	
Deuda Neta		1,745,085	2,007	
Equity Value (SOTP)		13,773,515	15,842	
Descuento holding		699,005	804	
# Acciones en mm	869,46			
Precio Objetivo	**15,000**			

FINANCIERO

Banco de Bogotá

Renfocándose en Colombia _

P.O: 92,000 / NEUTRAL

Potencial: 24.3%
Riesgo: Alto
Cierre: 73,990

La trayectoria de rentabilidad y eficiencia le ha permitido sobresalir frente a sus pares locales. Hacia adelante consideramos que su estrategia de ajustar su mix de cartera, hacia una mayor ponderación en las modalidades de consumo y vivienda, sumado a una exposición al sector real en sus ingresos, le permitirán al banco seguir ofreciendo niveles de rentabilidad atractivos. Destacamos que Banco de Bogotá cambiará significativamente después de la transacción de escisión de BAC, pues reversará el proceso de internacionalización que inició hace una década y disminuirá su tamaño casi a la mitad, al tiempo que logrará un uso más eficiente de su capital.

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Capitalización bursátil (COP bn)	24.51
Flotante	6.0%
Dividendo anual 2022E (COP)	4,201
Retorno por dividendo	5.7%
% MSCI COLCAP	1.5%
# Acciones (mm)	331
P/VL actual:	1.1x
P/U actual:	9.2x
Último Precio:	73,990
Max 52 semanas	83,400
Min 52 semanas:	64,080

> AUTORES

Julián Ausique
Analista acciones
jausique@corredores.com

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com

¿POR QUÉ NEUTRAL?

Consideramos que el banco seguirá ofreciendo atractivos niveles de rentabilidad y que la recuperación de la economía, durante 2022, beneficiará sus operaciones. Sumado a esto, la transacción anunciada de escisión de BAC Credomatic podría traer consigo una liberación de valor adicional para los inversionistas. Sin embargo, aún hay información importante que desconocemos para hacer una evaluación completa del impacto de la transacción, lo cual sumado a los posibles impactos en temas de liquidez de la acción, nos llevan a mantener nuestra recomendación en NEUTRAL.

ASPECTOS A DESTACAR

Escisión de BAC significará un cambio radical para el Banco: Banco de Bogotá anunció su intención de realizar una escisión del 75% de Leasing Bogotá Panamá a favor de sus accionistas, listando estas operaciones en la BVC. Vale la pena destacar que BAC representa el ~46% de los activos consolidados, por lo que tras la transacción el actual Banco de Bogotá cambiaría totalmente; su tamaño en activos se reduciría casi a la mitad y pasará de tener una operación diversificada regionalmente en sus fuentes de generación de utilidades a depender mayoritariamente de los resultados de Colombia. Si bien esto no impacta el valor de la inversión a nivel fundamental de los accionistas, puesto que recibirán acciones de BAC, aún hay muchos temas pendientes por conocer para poder hacer una evaluación integral del impacto de la transacción; por ejemplo, el precio al que serán listadas las acciones de BAC o el impacto final en la relación de solvencia. En este sentido, consideramos que este es el factor más importante a monitorear en el corto plazo.

Mayor ponderación en cartera de personas. Banco de Bogotá se ha caracterizado por tener una participación de mercado significativa en la cartera comercial (16.9% promedio en los últimos 5 años). Sin embargo, durante los últimos años este ha venido aumentando la representatividad de segmentos como vivienda, que han pasado de tener una participación del 4.5% en 2015 a cerca del 7% en 2021, lo cual le ha permitido ganar participación de mercado en Colombia, pasando de ser el jugador #8 a ser actualmente el #6 en esta modalidad. Sin embargo, el caso de consumo ha sido distinto, en donde a pesar de los esfuerzos realizados, la compañía ha perdido participación de mercado. En este sentido, consideramos clave monitorear las estrategias de crecimiento del banco, que esperamos estén concentradas más en modalidades como consumo y vivienda, dado el dinamismo de estas.

Banco de Bogotá

FICHA TÉCNICA

Banco de Bogotá, la institución financiera con mayor trayectoria en Colombia, inició operaciones en 1870. En la actualidad, Banco de Bogotá tiene cobertura en todo el territorio nacional y ofrece un completo portafolio de productos y servicios financieros. Es el banco universal del Grupo Aval y tiene la tercera mayor participación de mercado individual en Colombia (14%).

En 2010 adquirió indirectamente BAC Credomatic, líder en el segmento de tarjetas de crédito en Centroamérica, con participación en Guatemala, Honduras, El Salvador, Nicaragua, Costa Rica y Panamá y, recientemente, adquirió la mayoría del Multi Financial Group, consolidándose como el segundo banco más grande por activos en Panamá.

Balance General Consolidado					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Disponible	24,809	27,498	40,445	45,471	39,530
Inversiones Netas	18,921	28,406	28,229	31,275	32,160
Cartera Neta	113,110	132,005	142,707	156,729	159,780
Total Activos	**175,020**	**208,268**	**232,572**	**256,318**	**255,113**
Depósitos	117,795	147,287	172,443	190,740	178,017
Otros pasivos	35,365	38,482	37,807	42,390	52,953
Total Pasivos	**153,160**	**185,770**	**210,249**	**233,130**	**230,970**
Patrimonio atribuible	**20,588**	**21,029**	**22,444**	**23,824**	**25,318**
Pasivos+Patrimonio+I.Min.	**175,020**	**208,268**	**232,572**	**256,318**	**255,113**

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Ingreso Neto por interés	**7,496**	**8,256**	**8,749**	**9,887**	**10,351**
Ingreso Neto por comisiones	4,555	4,254	4,024	4,021	4,125
Ingresos operacionales netos	**12,051**	**12,511**	**12,773**	**13,908**	**14,476**
Gastos en provisiones	(2,626)	(4,308)	(3,385)	(3,370)	(3,446)
Utilidad Neta atribuible*	**2,766**	**2,198**	**2,809**	**3,065**	**3,320**
Margen Neto	36.9%	26.6%	32.1%	31.0%	32.1%
Margen neto de interés NIM	5.9%	5.4%	4.9%	5.0%	5.1%
Eficiencia	51.5%	49.8%	51.0%	50.2%	49.7%
Calidad +30 días	4.2%	4.7%	4.8%	4.7%	4.7%
Cubrimiento +30 días	104.0%	115.0%	110.0%	118.0%	125.0%
Costo de crédito	2.5%	3.3%	2.3%	2.1%	2.1%
Patrimonio/Activos	11.8%	10.1%	9.7%	9.3%	9.9%
Cartera / Activos	64.6%	63.4%	61.4%	61.1%	62.6%
Depósitos/Cartera	104.1%	111.6%	120.8%	121.7%	111.4%
ROAA**	**1.6%**	**1.1%**	**1.2%**	**1.2%**	**1.3%**
ROAE	**14.4%**	**10.5%**	**12.9%**	**13.2%**	**13.5%**

*Utilidades sin el efecto de Porvenir | ** Utilidad atribuible/Total Activos

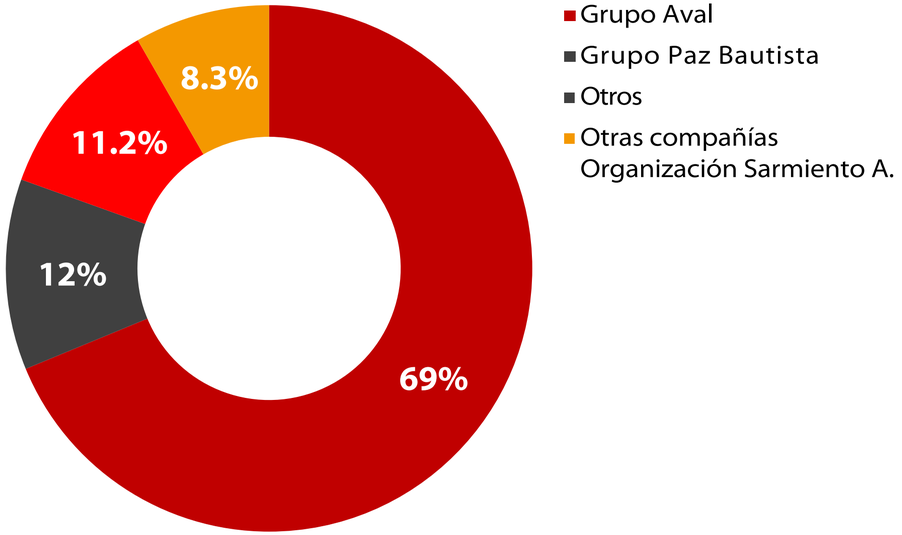
Banco de Bogotá

FICHA TÉCNICA

Resumen					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Acciones en circulación (millones)	331	331	331	331	331
Cap. Bursátil (COP mil millones)	28,205	25,045	24,511	24,511	24,511
Precio (COP/acción)*	85,140	75,600	73,990	73,990	73,990
VL (COP/acción)	62,148	63,478	67,751	71,914	76,425
UPA (COP/acción)	8,351	6,635	8,480	9,253	10,023
P/VL	1.4x	1.2x	1.1x	1.0x	1.0x
P/U	10.2x	11.4x	8.7x	8.0x	7.4x
Retorno por dividendos	4.5%	5.3%	4.5%	5.7%	6.0%
Dividendo por acción	3,840	4,032	3,336	4,201	4,445

Presidente: Alejandro Figureo Jaramillo
Vicepresidente: Germán Salazar Castro
IR: Santiago Toro
Página web: www.bancodebogota.com

COMPOSICIÓN ACCIONARIA



Fuente: Banco de Bogotá

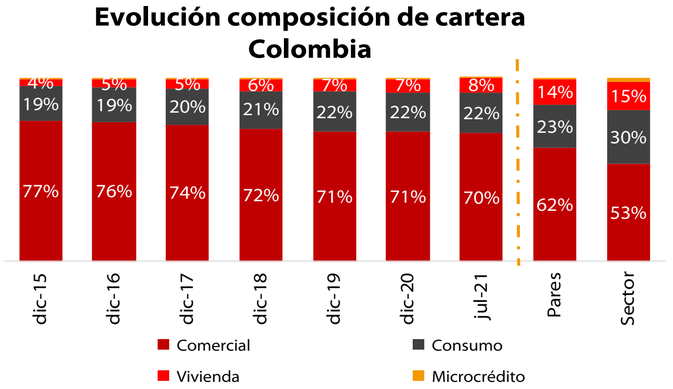
Precio de cierre: 15/10/2021

HIPÓTESIS DE VALOR_

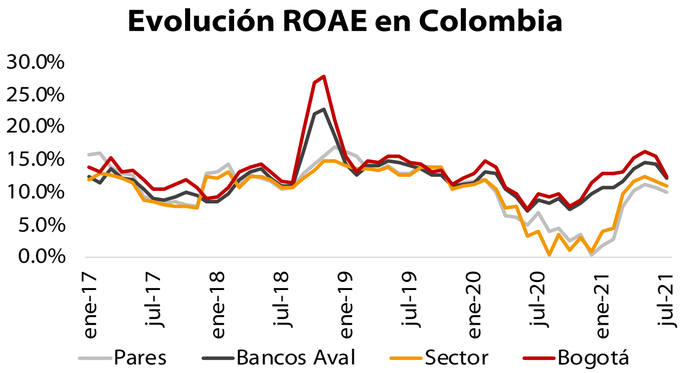
Crecimiento conservador ha dado resultados. Banco de Bogotá históricamente se ha caracterizado por tener una cartera mucho más concentrada en el segmento corporativo y consumo garantizado (libranzas), lo cual le ha permitido mantener adecuados niveles de crecimiento de la cartera, pero además saludables niveles de calidad de cartera, lo que le ha resultado en menores requerimientos por provisiones. Sin embargo, la compañía ha empezado a cambiar su mix de cartera, enfocándose en aumentar la participación de los segmentos de consumo más tradicional y vivienda, en línea con su estrategia de aumentar su penetración en dichos mercados.

En este sentido, para 2022 esperamos que la cartera consolidada del banco crezca 10.2%, beneficiada por un crecimiento del 14.3% en la modalidad de consumo, en donde si bien la relevancia de libranza y libre inversión se mantendrá, anticipamos una dinámica más fuerte en tarjetas de crédito. Tal dinamismo se daría tanto en Colombia como en Centroamérica.

Por su parte, la cartera hipotecaria crecería cerca de 10% impulsada por una mayor financiación de viviendas de interés social (VIS), la cual ha aumentado su representatividad en el segmento.



Fuente: SFC | Cálculos Davivienda Corredores



Fuente: SFC | Cálculos: Davivienda Corredores.

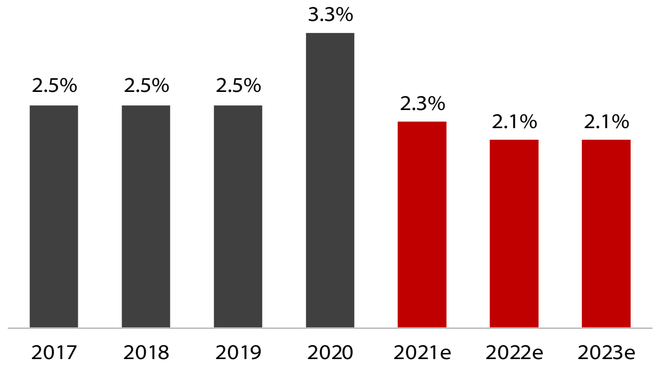
Trayectoria demostrada. Banco de Bogotá ha sostenido una rentabilidad promedio de 15% durante los últimos cinco años, muy superior a sus pares que se aproximan a 11.2%. Tal comportamiento ha sido explicado por un mejor control de pérdidas crediticias, dado su mix de cartera y unos niveles de eficiencia bastante buenos. De igual manera, los resultados han estado apalancados por sus participaciones en empresas del sector real.

En este sentido, a nivel consolidado, esperamos que la rentabilidad llegue a niveles del 13.2% para finales de 2022 acercándose a indicadores pre pandemia del 14.1%. En donde esperamos que el negocio bancario se recupere totalmente y que el sector real continúe con su senda de crecimiento, observada hasta el momento.

Costo de riesgo se situaría por debajo de niveles pre pandemia. Si bien la compañía ha mantenido niveles de provisiones adecuados para respaldar los riesgos de sus operaciones, en la época pre pandemia, el banco debió hacer unas provisiones extraordinarias por su exposición a Electricaribe y Consorcio Ruta del Sol (CRDS), lo que llevó a un repunte de su costo de riesgo. Tal experiencia, permitió que la compañía ajustará sus modelos de riesgos, logrando así disminuir su exposición consolidada por emisor dentro de su cartera.

Entendido esto, consideramos que las nuevas políticas han permitido a la compañía poseer un perfil crediticio menos riesgoso, lo que llevará a que los requerimientos por provisiones cada vez sean menores, traduciéndose así en un menor costo de riesgo y, por ende, una mejor generación de utilidades.

Evolución costo de riesgo



Fuente: Banco de Bogotá| Estimaciones: Davivienda Corredores.

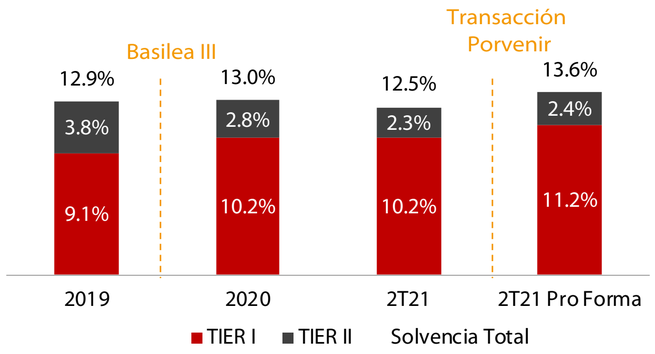
Desconsolidación de Porvenir impulsa la solvencia. En busca de fortalecer su posición de capital para cumplir con los requerimientos de Basilea III, Banco de Bogotá suscribió un acuerdo de accionistas mediante el cual transfirió a Grupo Aval el control directo que venía ejerciendo sobre Porvenir, una movida similar a la realizada en el año 2016 con su participación en Corficolombiana.

Producto de este acuerdo, Porvenir deja de ser una subsidiaria del Banco y pasa a ser una asociada, lo cual trae consigo unos efectos importantes en los estados financieros.

1. Una desconsolidación de activos, pasivos y participaciones no controladoras por COP 1.14 bn.
2. Una ganancia ocasional por COP 1.29 bn como resultado de la medición a valor razonable de la participación. (P/VL: 2.24x).
3. Los resultados de Porvenir serán consolidados ahora mediante el método de participación.

Finalmente, esta transacción trajo consigo una mejora de cerca de 100 pbs en los indicadores de solvencia del banco, por efecto de mayores utilidades, menores activos ponderados por riesgo y menor deducción de plusvalía (goodwill).

Relación de Solvencia BdeB



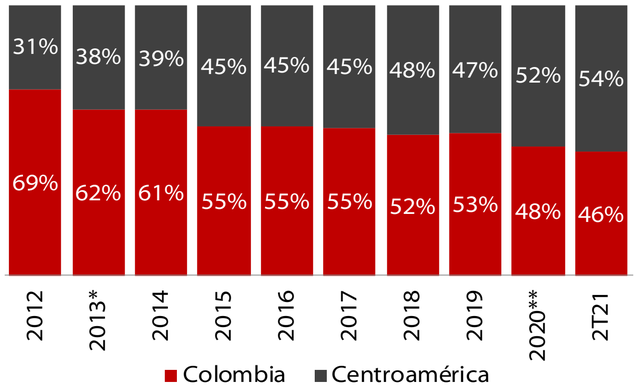
Fuente: Banco de Bogotá

UN NUEVO BANCO DE BOGOTÁ _

Banco de Bogotá y Grupo Aval notificaron al mercado acerca de una serie de operaciones que en última instancia resultarían en que el banco dejaría de ser el principal accionista de BAC Credomatic, un activo clave y muy representativo, el cual sería listado en la BVC a través de Leasing Bogotá Panamá. Lo anterior, tendría importantes repercusiones en las operaciones como hoy las conocemos, debido a la representatividad de BAC Credomatic dentro del balance del banco.

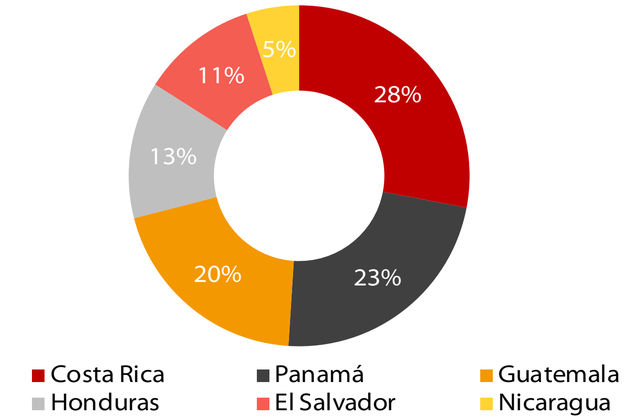
El 9 de diciembre de 2010, BAC Credomatic fue adquirida por Banco de Bogotá por USD 1,920 mm (COP 3.7 bn). BAC es el grupo bancario centroamericano líder del sector medido por activos totales y préstamos netos, y cuenta con operaciones en Costa Rica, Panamá, Guatemala, Honduras, El Salvador y Nicaragua. El Banco ha tenido niveles de rentabilidad promedio cercanos al 15% en los últimos cinco años, medidos por el ROE, y ha ganado mucha representatividad en el balance del banco; entre otros, por la devaluación del peso colombiano desde la compra, a punto que ahora representa el 47.5% del total de la cartera consolidada de Banco de Bogotá.

Paricipación de cartera



Fuente: Banco de Bogotá. |*Banco de Bogotá compró BBVA Panamá. ** Banco de Bogotá compró Multi FinancialGroup.

Composición de cartera por país BAC



Fuente: Banco de Bogotá & BAC.

Impacto positivo en solvencia

La transacción traería consigo ajustes en los niveles de solvencia del Banco, por cambios en el patrimonio y los APNRs (Activos Ponderados por Nivel de Riesgo).

En primer lugar, se desconsolidaría el Goodwill generado por la compra de BAC Credomatic. Sumado a esto saldrían del Patrimonio Técnico aproximadamente USD 2,120 mm, producto de las emisiones de unos bonos híbridos (USD 520 mm) y unos bonos subordinados (USD 1,600 mm) emitidos por BAC.

Sin embargo, como lo mencionamos anteriormente, dada la relevancia de la cartera de BAC en Banco de Bogotá, la densidad de los activos ponderados por riesgo en el consolidado de Banco de Bogotá disminuiría, ya que en la generalidad esta región tiene una cartera más riesgosa que Colombia.

Cabe recordar que de manera simplificada la solvencia total es:

$$\frac{PBO + PBA + PA - Deducciones}{APNR}$$

PBO: Patrimonio Básico Ordinario. PBA: Patrimonio Básico Adicional. PA: Patrimonio Adicional. APNR: Activos Ponderados Por Nivel de Riesgo *PBO*

Por último, no descartamos que la desconsolidación de BAC genere una utilidad como ha sucedido con Corficolombiana y Porvenir, lo que a su vez podría impactar positivamente la solvencia. En este sentido, se esperaría que los efectos netos de la transacción sean entre neutrales y positivos a nivel de solvencia.

Finalmente, la desconsolidación de estos activos permitirá que la capitalización necesaria para aumentar los niveles de solvencia sea menor. En este sentido, no descartamos que la intención de la capitalización tenga bajo consideración la expansión en el mercado colombiano. Por lo cual, no se descarta posibles adquisiciones o fusiones con compañías tecnológicas (Fintechs) para poder competir al nivel de sus pares.

Escenarios de capitalización

Cierre 2020	Total	BAC	Resto
Patrimonio Técnico	19,752,122		
Patrimonio Básico Ordinario	12,828,890		
APNRs	163,780,811	65,512,324	98,268,487
Solvencia Básica	7.83%		
Solvencia Total	12.06%		
+1% Solvencia total	1,637,808	655,123	982,685

Fuente: Banco de Bogotá | Cálculos: Davivienda Corredores

Menor exposición a Centroamérica: La compra de BAC y, por ende, la diversificación geográfica, le ha permitido aprovechar el crecimiento en países con un amplio potencial en penetración financiera. Sin embargo, estas operaciones han resultado en mayores riesgos, como mayor volatilidad en términos de tasa de cambio, mayor exposición a países con calificaciones soberanas más riesgosas y exposición a ambientes políticos desafiantes. En este sentido, la desconsolidación de BAC traería consigo una mitigación importante de estos riesgos y permitiría que el banco pueda enfocar su estrategia en su principal mercado que es Colombia. Sin embargo, debido a que Banco de Bogotá decidió quedarse con un 25% del total de las operaciones de BAC, este continuará como accionista relevante del Banco, lo que le permitirá seguir beneficiándose de los resultados operativos, el crecimiento potencial en el futuro y la positiva generación de dividendos.

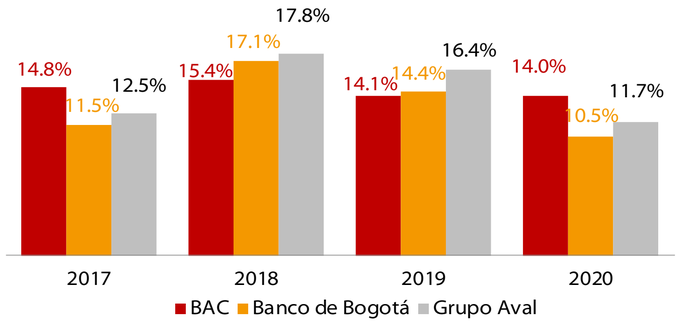
Rentabilidad podría reducirse: Como resultado de la desconsolidación de BAC, los niveles de rentabilidad de Banco de Bogotá podrían verse afectados, ya que la operaciones Centroamericanas han demostrado una trayectoria de alta rentabilidad. Sumado a esto, la diversificación geográfica en las fuentes de ingresos, que han sido un factor característico del banco, desaparecerían, exponiendo aún más al Banco de Bogotá al ciclo económico de Colombia.

Calificación Soberana

	Moody's	S&P	Fitch
Colombia	Baa2	BB+	BB+
Costa Rica	B2	B	B
Panamá	Baa2	BBB	BBB-
Guatemala	Ba1	BB-	BB-
Honduras	B1	BB-	N.R.
Nicaragua	B3	B-	B-
El Salvador	Caaa1	B+	B+

Fuente: Moody's, S&P y Fitch.

ROE historico



Fuente: Emisores

Liquidez de las acciones. Aún queda mucha información clave por conocer de la transacción, en donde en especial nos inquieta:
1. A qué precio se listará BAC en la BVC
2. El número de acciones y precio al que emitirán Grupo Aval y Banco de Bogotá para fortalecer la estructura de capital

Sobre esta base, será importante monitorear el *market cap* flotante final de BAC, dado que cálculos muy preliminares nos llevan a estimar que esta acción podría ingresar al índice MSCI Colcap en la posición número 19.

Por el contrario, si el precio de la acción de Banco de Bogotá se ajusta en su totalidad a la disminución en el valor que significa salir del 75% de esa operación, su *market cap* se reduciría en un 35%, lo que resultaría en que la compañía ya no sería la acción número 17 en el índice MSCI COLCAP sino la número 18, perdiendo cerca un terció de su ponderación en el índice.

BAC podría entrar al MSCI COLCAP con una participación del **1.7%**

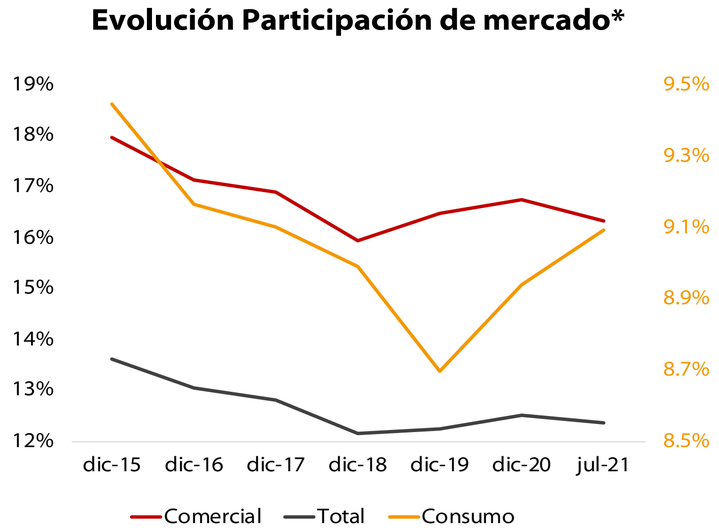
Gobierno Corporativo del nuevo banco listado: BAC international Holdings, corporación que será listada en la BVC estará domiciliada en Panamá. En este sentido, aunque seguirá siendo regulada como emisor de valores por la Superintendencia Financiera, los requerimientos regulatorios cambian considerablemente frente a los que se aplican a una entidad bancaria.

Adicional a esto, teniendo en cuenta que actualmente Grupo Aval tiene ADR nivel 3, está obligada a revelar información detallada de sus operaciones a través del Formulario 20-F u otros informes ante la Comisión de Valores de EE.UU.(SEC) y es a través de ese formulario que conocemos en detalle la evolución de las operaciones en Centroamérica. En este sentido, BAC no estaría obligada a presentar esta información ni a cumplir con estos estándares, por lo que será importante monitorear en detalle los compromisos en términos de Gobierno Corporativo y derechos para los accionistas minoritarios que se especifiquen en todo este proceso.

RIESGOS_

Pérdida de participación de mercado. Banco de Bogotá se ha caracterizado por ser uno de los jugadores más relevantes dentro del mercado colombiano. Sin embargo, han venido perdiendo representatividad en diferentes segmentos de cartera. En el consolidado de la cartera, el banco en el 2015 era el #2 y, al cierre del 2T21, el banco es el #3. Esto ha sido resultado de una pérdida de participación en el segmento de consumo, en donde el banco pasó de ser el #4 al #5. Esta pérdida de participación ha obedecido a un ambiente más competitivo, con la entrada de nuevos jugadores y la implementación de nuevos productos digitales.

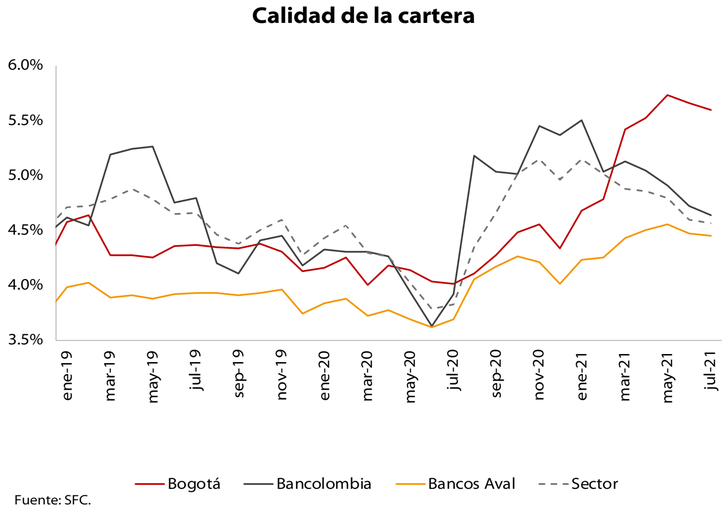
Es por esto que consideramos que la baja relevancia de las marcas digitales de Banco de Bogotá, en el segmento de consumo, podrían conducir a una pérdida adicional en la participación de mercado consolidada del grupo.



Fuente: SFC.* Medida por participación de cartera.

Presiones en calidad de la cartera. Si bien los indicadores de calidad de cartera a nivel consolidado de Banco de Bogotá se encuentran muy similares a los de sus pares. Las operaciones de Colombia han venido sufriendo deterioros, que incluso superan el promedio histórico de los últimos años. Esto ha sido producto de un mayor rodamiento de clientes a calificaciones de mayor riesgo, especialmente en las modalidades de consumo y microcrédito, lo que ha llevado los indicadores de estos segmentos a niveles del 8% (vs 5.4% promedio 5 años) y 26% (vs 12% promedio 5 años), respectivamente.

Si bien, consideramos que el banco cuenta con niveles de provisiones adecuados para sortear estos deterioros, no descartamos unos requerimientos adicionales durante lo que resta del año y para 2022, lo cuál podría deteriorar la generación de utilidades del banco.



Fuente: SFC.

PROYECCIONES_

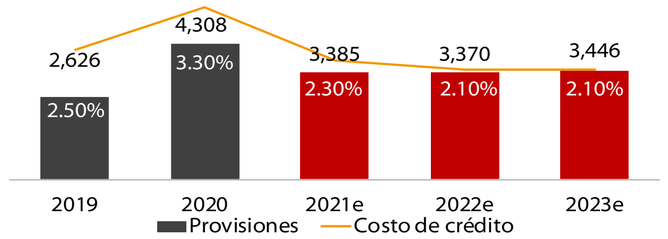
Cartera de créditos. Para 2022 prevemos un crecimiento de 10.2% de la cartera consolidada, impulsada por un crecimiento del 12.3% de la cartera local, y un crecimiento del 8.5% de la cartera extranjera denominada en pesos (4.7% en USD).

Ingresos netos por interés. Los ingresos por intereses se ubicarían en COP 14.48bn en 2022, presentando un crecimiento frente al 2021 del 9.3%, producto principalmente del repunte de la cartera. De esta manera, prevemos un NIM de 5.0%, presionado levemente por el aumento en las tasas de interés, que afectará negativamente el costo del fondeo y se tardará más tiempo para ajustar al alza su tasa de colocación.

Costo de riesgo y eficiencia. Estimamos un costo de riesgo de 2.1% para el cierre del 2022. En temas de eficiencia esperamos un indicador de 50.2% para el 2022.

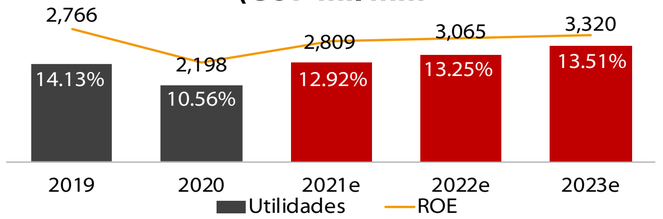
Utilidad Neta y ROAE. Para 2022, estimamos que Banco de Bogotá alcance una utilidad de COP 3.06 bn, resultando en una rentabilidad de 13.2% medida por el ROAE. Sin embargo, producto de la desconsolidación de Porvenir, la compañía tendrá una utilidad no recurrente de COP 1.3 bn, lo que resultaría en una Utilidad Neta para 2021 de COP 4.1bn y un ROAE del 18.7%.

Costo de riesgo Vs Gasto en provisiones (COP mil mm)



Fuente: Banco de Bogotá| Cálculos Davivienda Corredores.

ROE Vs Utilidades (COP mil mm



Fuente: Banco de Bogotá| Cálculos Davivienda Corredores.

VALORACIÓN_

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

Ingreso Residual. Por medio de esta metodología hemos obtenido un valor justo 2022FA de COP 91,368/acción, utilizando un costo de capital de 13%.

Múltiplos de Valoración. Esta metodología utiliza el múltiplo de P/VL 2022E ajustado por ROE @1.3x, de las entidades comparables con Banco de Bogotá. En este sentido, el valor de Banco de Bogotá sería COP 93,568/acción.

Método	Peso	P.O 2022
Ingreso residual	70%	91,368
P/VL (ajustado por ROE) @1.3x	30%	93,568
Precio Objetivo 2022FA	100%	92,000

Potencial de Valorización **24.3%**

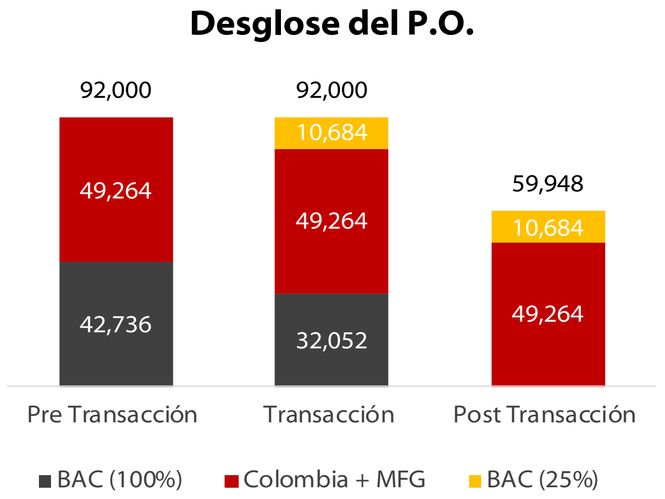
VALORACIÓN DESCONSOLIDANDO BAC _

Efectos en la valoración. Es importante resaltar, que la transacción de la escisión de BAC Credomatic, en donde Banco de Bogotá tiene una participación directa del 100%, tendría **implicaciones en el valor justo de la compañía.** De acuerdo a nuestro ejercicio de valoración, los activos que serán escindidos a favor de los accionistas de Banco de Bogotá y Grupo Aval equivalen a ~35% del valor total de la compañía.

En este sentido, actualmente BAC equivale a COP 42,736 pesos, del total de nuestro Precio Objetivo de Banco de Bogotá equivalente a COP 92,000. Tras realizar la escisión del 75%, Banco de Bogotá quedaría con una participación indirecta en la compañía listada del 25%. Es por esto que, una vez realizada la transacción, el valor de Banco de Bogotá pasaría de COP 92,000 a COP ~60,000.

Sin embargo, **en términos netamente fundamentales, el accionista minoritario va a seguir siendo dueño de los mismos activos y el mismo capital,** ya que este ahora tendría su inversión distribuida en acciones de Banco de Bogotá y acciones de la nueva compañía listada (LBP).

Por último, resaltamos que esta estimación es preliminar y el efecto final dependerá de todos los impactos contables.



Fuente: Banco de Bogotá | Cálculos: Davivienda Corredores.

Bancolombia

Aprovechando la dinámica del consumo _

P.O.: 39,400 / SOBREPONDERAR

Potencial: 14%
Riesgo: Alto
Cierre: 34,560

Los positivos resultados a lo largo del 2021 han superado nuestras expectativas frente al ritmo de recuperación. Consideramos que el repunte en las cifras se mantendrá a lo largo del 2022, año en que estimamos un crecimiento en las utilidades de 12%, lo cual permitirá ver niveles de rentabilidad nuevamente a doble dígito. Sumado a esto, los adecuados niveles de solvencia y liquidez que posee el banco posibilitarán apalancar el crecimiento de la cartera durante los próximos años, impulsado principalmente por los segmentos de consumo e hipotecario. Finalmente, considerando la dinámica de recuperación económica y el desempeño superior que podrían tener nombres altamente procíclicos como Bancolombia, mantenemos a la especie en nuestros *Top Picks*.

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Capitalización bursátil (COP bn)	33.24
Flotante	73.5%
Dividendo anual 2022E (COP)	1,337
Retorno por dividendo	3.9%
% MSCI COLCAP	24.4%
# Acciones (mm)	962
P/VL actual:	1.2x
P/U actual:	22.1x
Último Precio:	34,560
Max 52 semanas	35,800
Min 52 semanas:	23,320

¿POR QUÉ SOBREPONDERAR?

Consideramos que el crecimiento de las economías tanto colombiana como centroamericana, apalancarán la dinámica del banco, lo cuál permitirá que la compañía registre crecimientos de la cartera superiores al 10% para 2022. Así mismo, un ajuste a la baja en los gastos en provisiones, sumado a un competitivo costo de fondeo y al inicio de la recuperación gradual en la rentabilidad soportan nuestra recomendación.

> AUTORES

Julián Felipe Ausique
Analista Acciones
jausique@corredores.com

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com

ASPECTOS A DESTACAR

Rentabilidad vuelve a doble dígito. La velocidad en la recuperación de la economía ha sorprendido positivamente y, con esto, las noticias favorables llegaron para los bancos, donde la disminución en los gastos en provisiones ha sido destacable. De cara al año 2022, esperamos que esta tendencia de reducción del costo de riesgo se mantenga, aunque a un ritmo más moderado; lo cual, sumado a una mejor dinámica de la cartera, unos mayores ingresos por comisiones (+12% anual) y la continuidad de las eficiencias ejecutadas hasta el momento, llevarán a que el ROAE se ubique en 12% en 2022, mientras que para 2023 esperamos que este indicador supere el costo de capital, llegando a niveles del 12.8%.

Mayores eficiencias. Durante el 2020 los gastos operativos se redujeron 3.13%, como resultado de medidas encaminadas a controlar los costos y gastos y aumentar la automatización de procesos. Esto trajo consigo un indicador de eficiencia de 50.5% frente al 51.2% en 2019. En línea con esto, esperamos que durante los próximos años el banco siga ejecutando estas estrategias de manera eficiente, permitiéndole reducir aún más sus costos operativos, pasando a un indicador de eficiencia inferior al 49% durante los próximos años.

Bancolombia

FICHA TÉCNICA

Fundado en 1945 como Banco Industrial Colombiano S.A., Bancolombia (BVC:BCOLOM; BVC:PFBCOLO; NYSE:CIB) es hoy uno de los principales grupos financieros de Colombia. Bancolombia cuenta con una participación de mercado del 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. El 71.6% de la cartera es doméstica y 28.4% es cartera extranjera.

Balance General Consolidado					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Disponible	18,256	20,185	18,549	20,420	21,104
Inversiones Netas	19,839	29,875	29,849	31,905	32,162
Cartera Neta	182,277	191,397	205,076	225,763	233,321
Total Activos	**236,088**	**255,569**	**265,390**	**290,718**	**300,477**
Depósitos	157,205	180,821	191,179	214,475	221,655
Otros pasivos	50,077	46,632	43,763	43,181	44,392
Total Pasivos	**207,282**	**227,453**	**234,942**	**257,655**	**266,047**
Patrimonio atribuible	**26,884**	**26,545**	**28,866**	**31,345**	**32,641**
Pasivos+Patrimonio+I.Min.	**236,088**	**255,569**	**265,390**	**290,718**	**300,477**
ROAA	**1.3%**	**0.1%**	**1.2%**	**1.2%**	**1.4%**
ROAE	**12.1%**	**1.0%**	**11.6%**	**12.0%**	**12.8%**

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Ingreso Neto por interés	**11,201**	**10,826**	**11,480**	**12,262**	**13,289**
Ingreso Neto por comisiones	3,026	3,037	3,255	3,647	3,761
Ingresos operacionales netos	**14,227**	**13,862**	**14,735**	**15,909**	**17,050**
Gastos en provisiones	(3,411)	(7,526)	(4,174)	(4,382)	(4,420)
Utilidad Neta atribuible	**3,117**	**276**	**3,216**	**3,607**	**4,099**
Margen Neto	27.8%	2.5%	28.0%	29.4%	30.8%
Margen neto de intrés NIM	5.7%	4.9%	4.9%	4.9%	5.1%
Eficiencia	51.1%	50.5%	49.4%	49.1%	48.6%
Calidad +30 días	4.3%	4.9%	4.8%	5.0%	4.9%
Cubrimiento +30 días	134.0%	165.0%	179.5%	177.5%	175.5%
Costo de crédito	1.9%	3.9%	2.1%	2.0%	1.9%
Patrimonio/Activos	11.4%	10.4%	10.9%	10.8%	10.9%
Cartera / Activos	77.2%	74.9%	77.3%	77.7%	77.7%
Depósitos/Cartera	86.2%	94.5%	93.2%	95.0%	95.0%

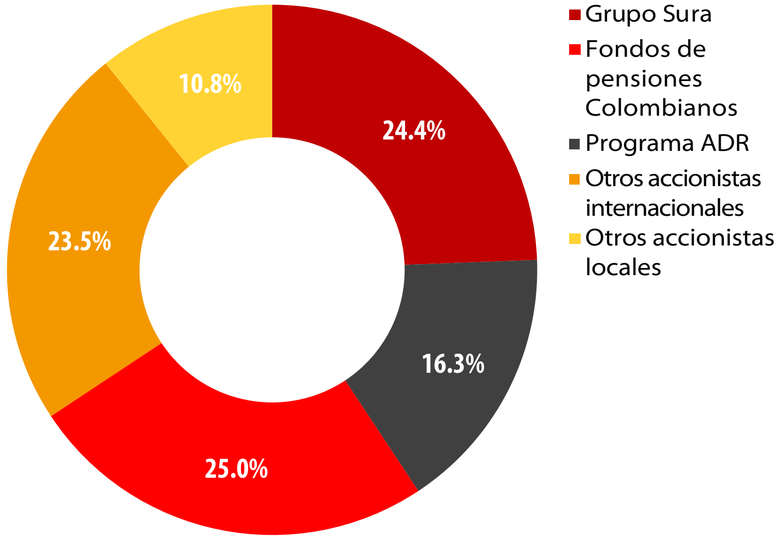
Bancolombia

FICHA TÉCNICA
COMPARABLES

Resumen					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Acciones en circulación (millones)	962	962	962	962	962
Cap. Bursátil (COP mil millones)	44,052	33,760	33,241	33,241	33,241
Precio (COP/acción)*	45,800	35,100	34,560	34,560	34,560
VL (COP/acción)	27,951	27,599	30,011	32,589	33,936
UPA (COP/acción)	3,241	287	3,343	3,750	4,262
P/VL	1.6x	1.3x	1.2x	1.1x	1.0x
P/U	14.1x	122.3x	10.3x	9.2x	8.1x
Retorno por dividendos	2.4%	3.3%	0.8%	3.9%	4.3%
Dividendo por acción	1,092	1,168	260	1,337	1,500

Presidente: Juan Carlos Mora Uribe
Vicepresidente Corporativo: Mauricio Rosillo Rojas
IR: Carlos Daniel Raad Baene
Página web: www.grupobancolombia.com

COMPOSICIÓN ACCIONARIA



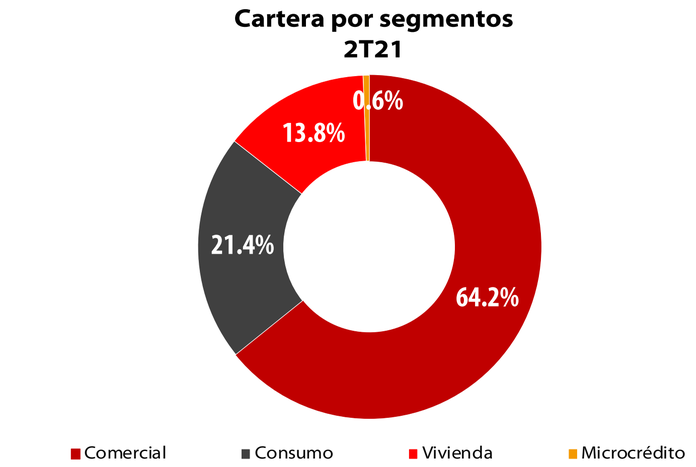
Fuente: Grupo Bancolombia

HIPÓTESIS DE VALOR _

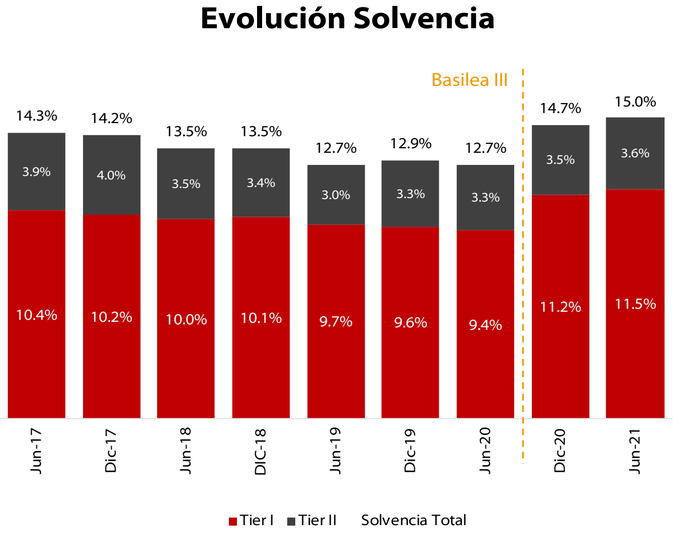
Crédito de vivienda y consumo impulsores del crecimiento. Para 2022, desde Grupo Bolívar proyectamos un crecimiento económico de 3.4% para Colombia. Esto se traducirá en una mayor demanda por créditos, ya que la recuperación del consumo de los hogares; la recuperación del comercio y otros sectores; y las condiciones de liquidez favorables permitirán una mayor irrigación de créditos por parte del sector financiero.

En este sentido, para el caso de Bancolombia, esperamos un crecimiento del 10% de la cartera consolidada, en línea con la aceleración que esperamos del 7.1% durante el segundo semestre del 2021 (vs 1.7% registrada al 2T21). Tal crecimiento será soportado por la cartera hipotecaria (+11.1%), dados los desembolsos que se esperan para 2022, producto de la mayor disponibilidad de subsidios por parte del gobierno nacional, que han impulsado las ventas de vivienda en Colombia, principalmente en el segmento VIS.

Por su parte, la cartera de consumo crecería 15.1% durante el año 2022, impulsada por el mayor gasto por parte de los hogares, en donde a septiembre de 2021 este indicador ya se acercaba a niveles prepandemia, creciendo a una tasa anual del 9.9%.



Fuente: Bancolombia



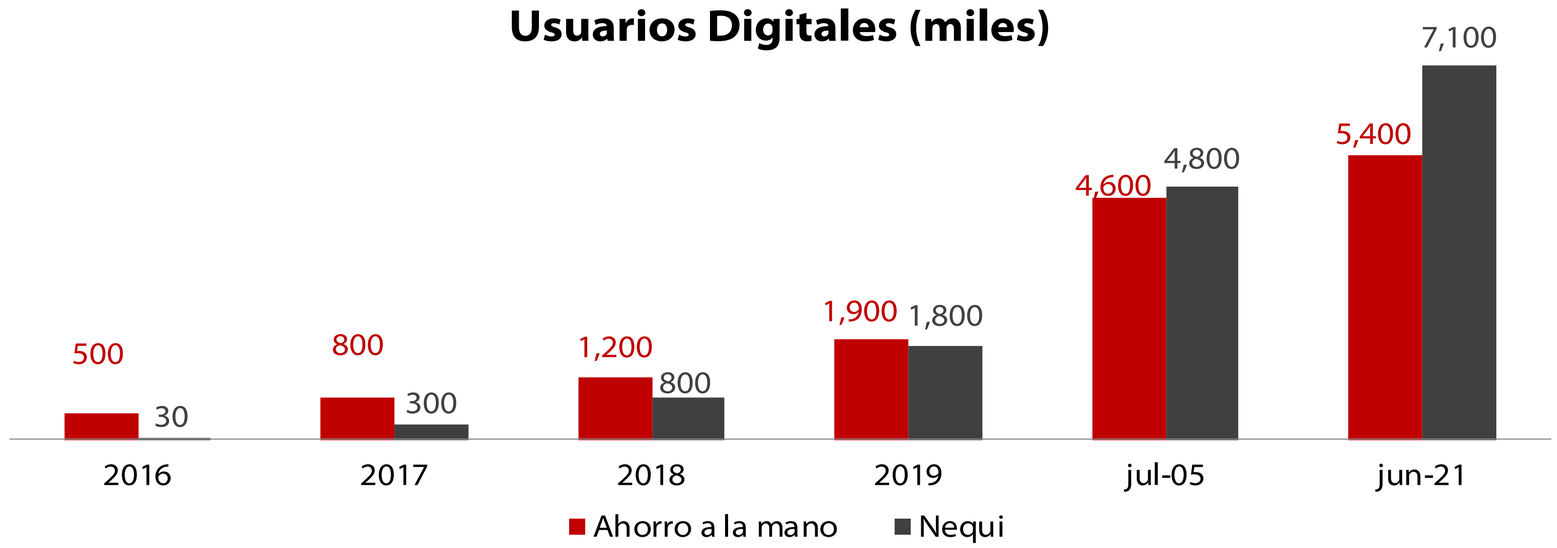
Fuente: Bancolombia

Sólidos niveles de solvencia apalancarán el crecimiento. Luego de la aplicación del nuevo estándar de capital en diciembre de 2020, el indicador de solvencia de Bancolombia se incrementó en más de 230 pbs, permitiendo así que el banco cuente con niveles más holgados de capital para soportar el crecimiento esperado de la cartera y, en conjunto, permitirá que pueda sortear posibles deterioros que resulten de tal crecimiento.

En línea con esto, destacamos los niveles de liquidez del banco, en donde indicadores como el coeficiente de fondeo estable neto (CFEN), supera el límite regulatorio de 100%, ubicándose entre 102% y 105% desde julio de 2020.

Transformando su negocio. El banco ha logrado consolidarse como uno de los líderes en digitalización en el país y, producto de la pandemia, la penetración de estas soluciones fue aún mayor: i) los usuarios digitales, incluyendo Nequi y ahorro a la mano crecieron 154% durante el año 2020; ii) los ingresos por comisiones provenientes de estas dos plataformas representan el 6% del total de estos ingresos (Vs 2.7% en 2T20) y ; iii) los depósitos de estas plataformas aumentaron 140% en un año, llegando a COP 1.2 bn al cierre del 2T21.

De igual manera, es importante resaltar que el costo de adquisición de un cliente digital * para la compañía es del orden de USD 0.32 (COP 1,199), lo cual comparado con la generación de ingresos de cada cliente (COP 2,693 trimestral), demuestra un potencial importante para el banco en adelante. Esto debido a que, a medida que vayan fortaleciendo aún más este tipo de plataformas y aumentando el tipo de servicios, los retornos provenientes del ámbito digital serán mayores y a un menor costo que las operaciones tradicionales.



Fuente: Bancolombia

* Dinero gastado en marketing y ventas, dividido por el número de clientes que se adquirió.

Promotores de sostenibilidad. Bancolombia fue reconocido, por segunda vez, como el banco más sostenible del mundo, según el Dow Jones Sustainability Index. Tal galardón fue producto de una adecuada implementación de metas ambientales, sociales, económicas y de gobierno corporativo, a lo largo de su historia.

De igual manera, se destaca la relevancia que está tomando el tema de emisión de bonos verdes, donde países como España, Colombia, Alemania y el Reino Unido han sido protagonistas durante el año 2021. En este sentido, consideramos que los esfuerzos que ha hecho Bancolombia en este frente no han sido menores y dado su historial con este tipo de emisiones, le permitirá ser un jugador relevante en Latinoamérica.

Desde 2016, la compañía viene consolidando su estrategia de fondeo sostenible donde, a la fecha, acumula tres emisiones de bonos verdes y sostenibles por un monto total de COP 1.9 billones, con los cuales han financiado iniciativas en temas como energías limpias, construcción sostenible y producción más limpia.

Estándares de ESG en Bancolombia

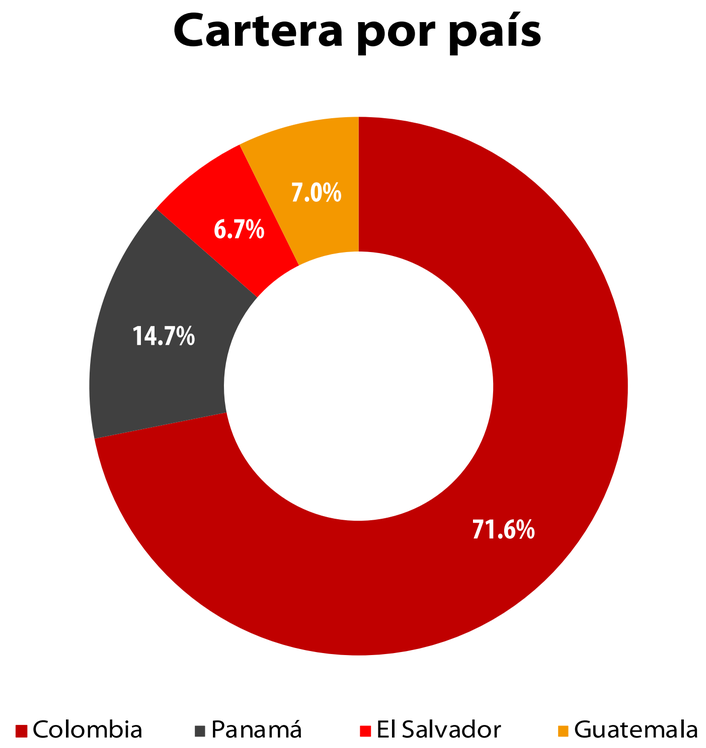
Índice Sostenibilidad	2019	2020
Dow Jones Sustainability Index	Puesto 4 / 85 Puntos	Puesto 1 / 89 Puntos
CDP	B+	A-
MSCI ESG Research	A	A-
ISS ESG Corporate Rating	C-	C-
Refinitiv	B+	+

Emisión Bonos	Año	Monto (COP mm)
Bono Verde	2016	350,000
Bono Verde	2018	300,000
Bono Social	2019	657,000
Bono Sostenible	2021	600,000
Total emisión		1,907,000

Fuente: Bancolombia

RIESGOS_

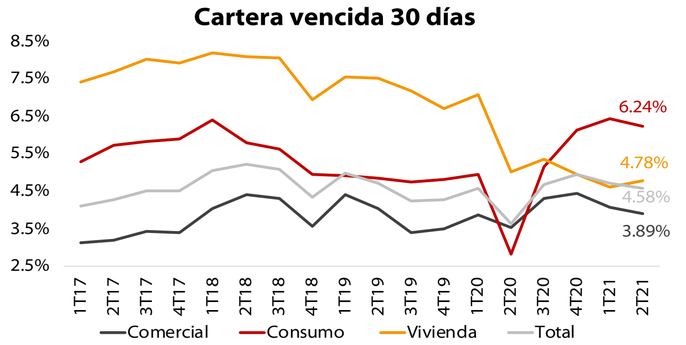
Riesgos estructurales en Centroamérica. Es claro que las calificaciones crediticias en escala global de la región centroamericana son considerablemente inferiores a las de Colombia, debido a los niveles de deuda y déficit fiscal en los países que la componen. Sumado a esto, decisiones como la recientemente adoptada por El Salvador, de adoptar el Bitcoin como moneda de curso legal, y las expectativas de un posible deterioro adicional de la cartera en Panamá, producto de la finalización de los periodos de alivio, imprimen riesgos adicionales a las operaciones en esta región, lo cual dada su representatividad, 28.4% del total de la cartera, traza un factor relevante a monitorear.



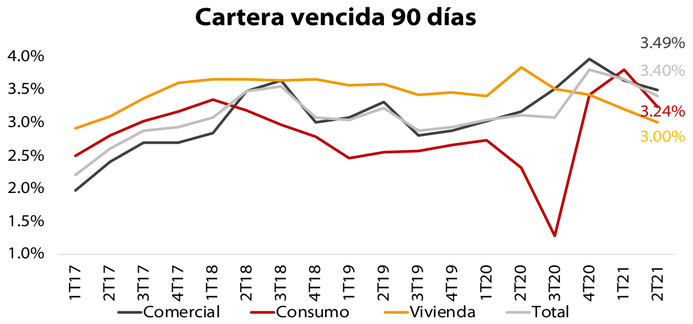
Fuente: Grupo Bancolombia

Atentos a los indicadores de calidad de cartera.
Si bien nuestro escenario considera una dinámica de recuperación tanto de la economía como en las cifras financieras del banco, no hay que descartar un escenario de un menor crecimiento económico, afectado por los efectos de las nuevas variantes del COVID. Sumado a esto, si bien la mayoría de los alivios otorgados durante la pandemia han expirado, todavía hay un saldo significativo de cartera en riesgo, la cual se encuentra mayoritariamente en Panamá (26%) y Colombia (4.4%). Esto, en conjunto, podría significar presiones adicionales en los indicadores de calidad durante lo que resta del 2021 y 2022.

Por su parte, en línea con la expectativa de que el banco inicie un crecimiento más agresivo de su cartera, particularmente en consumo, consideramos prudente monitorear con gran cuidado estos indicadores, ya que en años pasados los crecimientos en este tipo de segmento han resultado en una mayor presión en el indicador.



Fuente: Bancolombia



Fuente: Bancolombia

Nuevos competidores. Colombia se ha convertido en un mercado bastante atractivo para las entidades financieras globales, dado los bajos niveles de penetración. Es por esto que bancos como JP Morgan, BTG Pactual, Lulo Bank y NuBank, ya han sido autorizados por la Superintendencia Financiera de Colombia para iniciar sus operaciones en el país.

En línea con la entrada de estos jugadores, se espera que los consumidores financieros sean los más beneficiados, ya que el aumento en la competencia se podría traducir en una disminución de los costos de transacción, comisiones y mayor innovación en los servicios. Pero, de cara a los bancos existentes, se espera que tales efectos empiecen a comprimir los márgenes de rentabilidad, dado que bancos como Nubank ofrecerán servicios con 0% de comisión.

Crecimiento de la cartera depende del ritmo de recuperación de la economía. Si bien las expectativas de crecimiento tanto para Colombia y el mundo han mejorado sustancialmente y los procesos de vacunación han avanzado de una forma acelerada frente a lo esperado, los riesgos de la pandemia siguen estando presentes, más aún con las nuevas variantes del virus, que podrían presionar a los gobiernos a implementar cierres parciales para mitigar su propagación. Estos hechos podrían desatar riesgos de deterioro de cartera adicionales y una moderación en el crecimiento de la cartera que se tiene previsto para los próximos años.

Relevancia del emisor en el índice.
Bancolombia es el emisor más representativo del índice MSCI COLCAP, con una participación del 24.4%. Este hecho hace el comportamiento de su acción dependiente no solo de sus fundamentales sino del ánimo inversionista y la percepción sobre el país. Bajo el escenario actual, en donde el panorama político no solo de Colombia sino de la región ha generado aversión por parte de los inversionistas internacionales, es posible que hasta que no se tenga un panorama más claro, el desempeño y apetito por el activo se vea limitado.

Asimismo, en un escenario donde las condiciones económicas se deterioren o el entorno político plantee un panorama contrario a los intereses de los inversionistas extranjeros, los flujos vendedores tendrían un alto impacto en nombres de gran relevancia en el índice como Bancolombia.

Impactos regulatorios a bancos colombianos.
La recientemente sancionada "Ley de Inversión Social" aprobó para los años 2022, 2023, 2024 y 2025 un gravamen adicional para las instituciones financieras de 3 puntos porcentuales, ubicando la tasa efectiva de este sector en niveles del 38%. Tal efecto impactó negativamente nuestra estimación de Precio Objetivo en 1.3% y las utilidades en 4.4% en promedio.

Sumado a esto, recientes leyes aprobadas como la ley de Habeas Data o mejor conocida como "borrón y cuenta nueva", la cual permite la eliminación de deudores con una deteriorada calificación crediticia de las centrales de riesgo e impacta las condiciones para los jugadores del sector, debido a que no conocerán la información real de los posibles nuevos clientes. Será importante monitorear el deterioro de la percepción del sector y sus consecuencias en normatividades que puedan impactar el valor del banco.

PROYECCIONES_

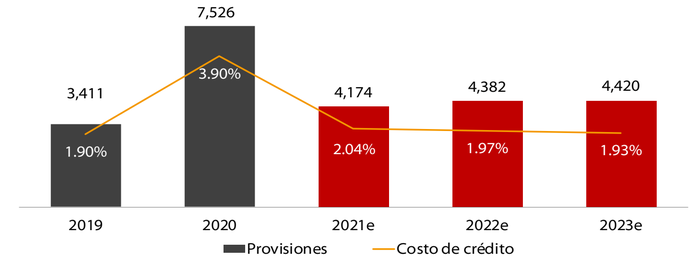
Cartera de créditos. Para 2022 prevemos un crecimiento de 10% de la cartera consolidada, impulsada por un crecimiento del 11.8% de la cartera local, y un crecimiento del 6.8% de la cartera extranjera denominada en pesos (3.0% en USD).

Ingresos netos por interés. Los ingresos por intereses se ubicarían en COP 12.26 bn en 2022, presentando un crecimiento frente al 2021 del 6.8%, producto principalmente del repunte de la cartera. De esta manera, prevemos un NIM de 4.9% para el cierre del 2022.

Costo de riesgo y eficiencia. Estimamos un costo de riesgo de 2.04% para el cierre del 2021 y de 1.97% para 2022. En temas de eficiencia esperamos un indicador de 49.1% para el 2022.

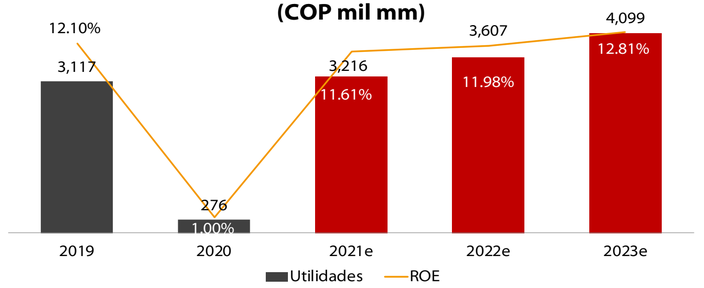
Utilidad Neta y ROAE. Para 2022 estimamos que Bancolombia alcance una utilidad de COP 3.60 bn, resultando en una rentabilidad de 12.0% medida por el ROE.

Costo de riesgo Vs Gasto en provisiones (COP mil mm)



Fuente: Bancolombia | Estimaciones: Davivienda Corredores

ROE vs Utilidades (COP mil mm)



Fuente: Bancolombia | Estimaciones: Davivienda Corredores

VALORACIÓN_

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

Ingreso Residual. Por medio de esta metodología hemos obtenido un valor justo 2022FA de COP 39,500/acción, utilizando un costo de capital de 12.1%.

Múltiplos de Valoración. Esta metodología utiliza el múltiplo de P/VL 2022E ajustado por ROE @1.2x, de las entidades comparables con Bancolombia. En este sentido, el valor de Bancolombia sería COP 39,106/acción.

Método	Peso	P.O 2022
Ingreso residual	70%	39,500
P/VL (ajustado por ROE) @1.2x	30%	39,106
Precio Objetivo 2022FA	100%	39,400

Potencial de Valorización **14.0%**

Corficolombiana

Empieza ciclo de generación de caja _

P.O: 35,200 / SOBREPONDERAR

Potencial: 18.9%
Riesgo: Alto
Cierre: 29,600

Corficolombiana luce como una de las compañías locales con mejores perspectivas, demostrando su alta resiliencia, incluso tras los impactos que la pandemia ha implicado para algunos de sus negocios y logrando registros de crecimiento recurrente y retornos vía dividendos que son muy difíciles de encontrar en el mercado colombiano, por lo cual, la mantenemos en nuestro portafolio de *Top Picks*, donde además, las oportunidades de crecer en infraestructura y gas, siguen estando presentes en Colombia y la región. Adicionalmente, tras años de dificultades, enmarcadas en aspectos de gobierno corporativo, la compañía hoy luce mucho más enfocada en darle un rol más importante a factores ESG.

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Capitalización bursátil (COP bn)	10.11
Flotante	31.0%
Dividendo anual 2022E (COP)	2,512
Retorno por dividendo	8.5%
% MSCI COLCAP	3.2%
# Acciones (mm)	342
P/VL actual:	0.9x
P/U actual:	4.6x
Último Precio:	29,600
Max 52 semanas	33,250
Min 52 semanas:	25,550

¿POR QUÉ SOBREPONDERAR?

Incluso considerando que aún quedan esfuerzos importantes en obras; entre 2022 y 2023, la generación de caja de las concesiones será significativa (~COP 1.4 bn), posicionando a Corficolombiana como el concesionario mejor preparado financieramente para crecer en los próximos años. Además, el negocio de gas, seguirá creciendo de manera rentable pese a los riesgos políticos, sumado a que prevemos recuperaciones en otros negocios como el hotelero.

> AUTORES

Rodrigo Sánchez
Analista Sr. acciones
wsanchez@corredores.com

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com

ASPECTOS A DESTACAR

Estimamos un Precio Objetivo 2022FA de COP 35,200/acción. Entre los principales cambios destacamos: i) la actualización del valor justo de Promigas (2022FA COP 9,700); ii) el avance de sus proyectos de infraestructura (ejecución promedio del ~80% para cierre de 2021), donde además el tráfico vehicular ha logrado recuperarse más pronto de lo que anticipábamos; iii) una estructura menos apalancada (doble apalancamiento: 135%), considerando que si bien los esfuerzos en inversiones siguen siendo altos (~COP 3 billones por año), los avances de los proyectos resultarían en una mayor generación de flujos operacionales. Seguimos considerando a la infraestructura como el catalizador de crecimiento, pero sin duda, la recuperación de la demanda de gas y la velocidad de nuevas conexiones en el negocio de distribución en Perú, también seguirán dando soporte al crecimiento.

Perú será el foco de riesgo pero Ruta del Sol no desaparece. La incertidumbre política en Perú y los riesgos asociados a cambios desfavorables en las concesiones de distribución de gas del país, sin duda pueden repercutir en el crecimiento futuro y la estabilidad de este negocio, el cual estimamos podría aportar a futuro cerca del 20% del valor de Promigas y representa alrededor del 6% del valor de GEB. Por ahora, el gobierno de Castillo no ha hecho anuncios puntuales que nos generen preocupaciones particulares, pero no son completamente descartables a futuro. Por otro lado, aún está pendiente por conocerse el fallo definitivo en el proceso que adelanta el Tribunal Administrativo de Cundinamarca en relación a Ruta del Sol II, por lo cual, cualquier anuncio desfavorable podría tener repercusiones financieras, que creemos serían moderadas, pero a nivel reputacional podrían ser altas.

Corficolombiana

FICHA TÉCNICA

Corficolombiana es el banco comercial líder en Colombia en términos de activos, patrimonio e ingresos netos. Su actividad principal es la gestión activa de su cartera de renta variable a través de inversiones controladas y no controladas en sectores estratégicos, incluyendo infraestructura, energía y gas, agroindustria y hoteles. Corficolombiana complementa su negocio de gestión de inversiones, con las operaciones de tesorería y banca de inversión.

Balance General Consolidado

COP mil mm	2017	2018	2019	2020	2T21UDM
Disponible	1,971	1,767	3,268	4,094	3,637
Activos financieros	12,319	12,340	14,622	16,921	20,928
Activos no financieros	6,824	9,232	11,588	13,064	13,947
Total Activos	**21,156**	**26,245**	**31,812**	**38,148**	**42,984**
Depósitos y exigibilidades	4,094	3,805	4,068	4,927	5,474
Obligaciones financieras	3,892	4,260	5,502	6,177	7,373
Títulos emitidos en circulación	2,360	2,852	4,193	5,034	5,207
Pasivos Financieros	14,328	15,162	17,404	20,220	24,052
Pasivos No Financieros	1,544	2,959	4,431	5,888	6,019
Total Pasivos	**15,877**	**18,126**	**21,844**	**26,115**	**30,091**
Int. Minoritario	2,023	2,085	2,270	2,619	2,665
Patrimonio controlante	**3,256**	**6,034**	**7,698**	**9,414**	**10,228**
ROE	6.5%	26.9%	19.9%	17.4%	20.3%
ROA	1.0%	6.2%	4.8%	4.3%	4.8%

Estado de Resultados Consolidado

COP mil mm	2017	2018	2019	2020	2T21UDM
Ingresos financieros	-65	10	-2	60	177
Venta bienes y serv.	5,481	7,691	8,848	8,790	9,790
Otros ingresos	333	458	383	373	445
Total ingresos op.	**5,750**	**8,159**	**9,229**	**9,223**	**10,413**
Costos y gastos	4,742	5,182	6,377	5,963	6,402
Utilidad antes de imp.	1,008	2,977	2,851	3,260	4,011
Impuestos	444	908	803	962	1,207
Utilidad neta	565	2,069	2,004	2,292	2,784
Utilidad controlante	**211**	**1,620**	**1,531**	**1,637**	**2,079**
EBITDA	**2,153**	**4,083**	**3,898**	**4,460**	**5,148**
Margen Operativo	17.5%	36.5%	30.9%	35.3%	38.5%
Margen Neto	3.7%	19.9%	16.6%	17.7%	20.0%
Margen EBITDA	37.4%	50.0%	42.2%	48.4%	49.4%

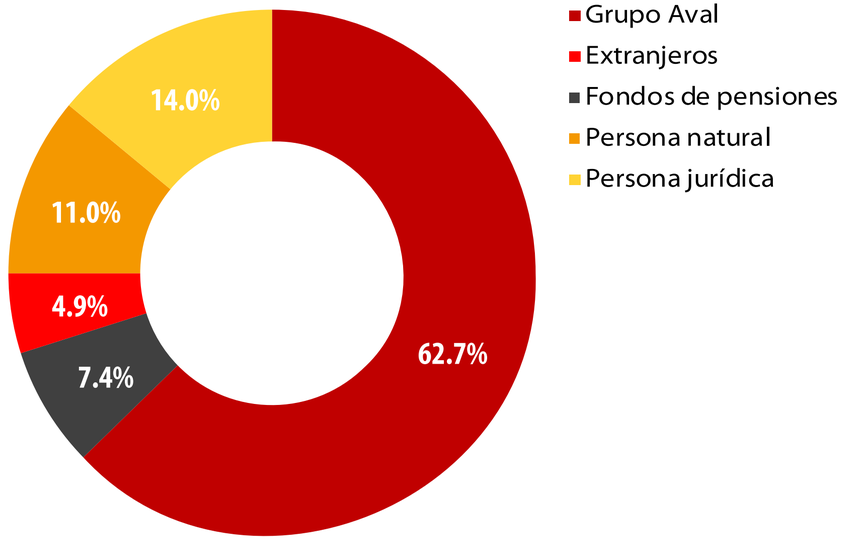
Corficolombiana

FICHA TÉCNICA

Resumen					
COP mil mm	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2T21UDM**
Acciones en circulación (mm)	238	279	297	324	341
Cap. Bursátil	6,947	4,583	9,136	10,500	9,852
Precio (COP/Acción)	29,200	16,400	30,800	32,400	28,850
VL (COP/Acción)	13,686	21,591	25,952	29,050	29,949
UPA (COP/Acción)	886	5,798	5,163	5,051	6,087
P/VL	2.1x	0.8x	1.2x	1.1x	1.0x
P/U	33.0x	2.8x	6.0x	6.4x	4.7x
Doble apalancamiento	164%	132%	124%	131%	144%

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

COMPOSICIÓN ACCIONARIA

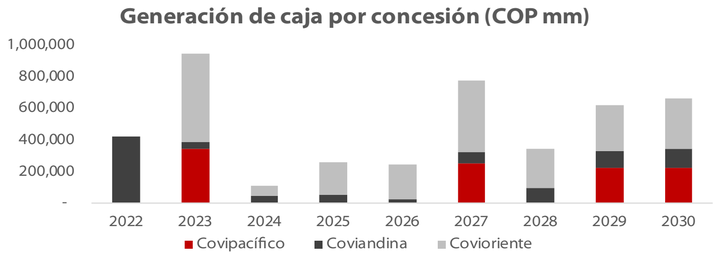


Fuente: Corficolombiana

TESIS DE INVERSIÓN_

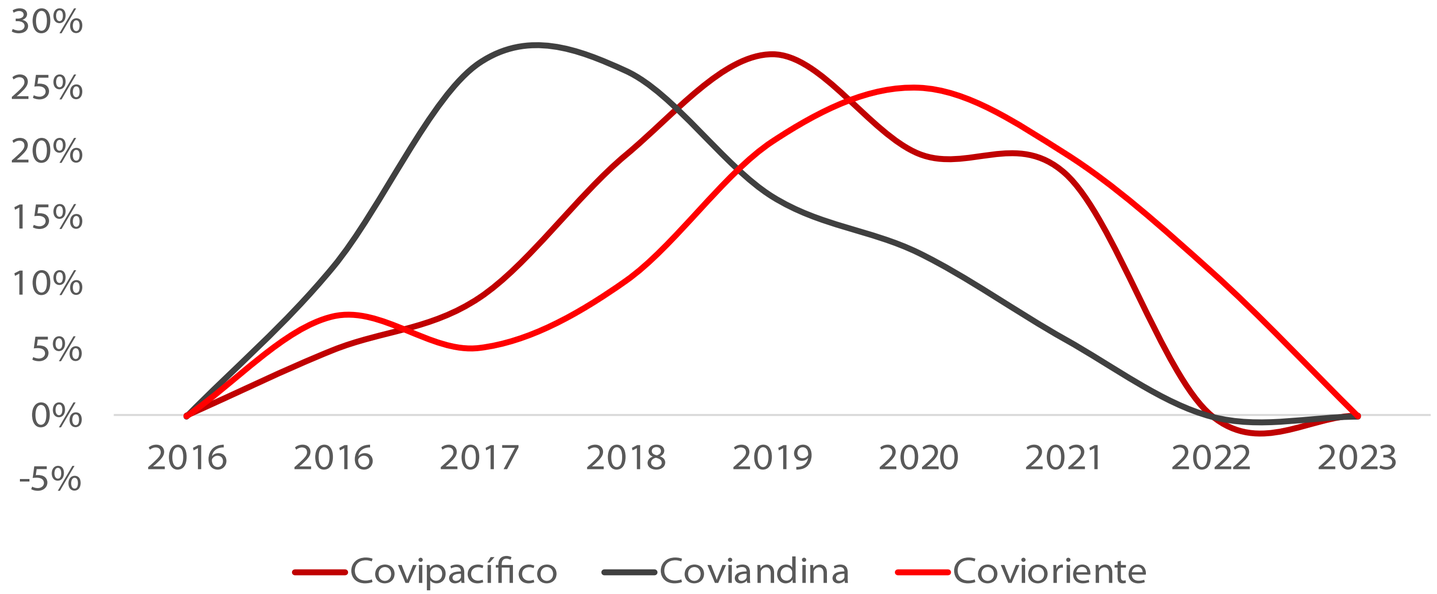
De utilidades contables a caja: El TACC de la utilidad por acción de Corficolombiana de 2017 al 2T21 ha sido de ~54%, lo cual en buena medida ha estado asociado a la implementación de la regla contable IFRS15 que, en ocasiones, no refleja de manera paralela la dinámica de generación operativa de caja. Es por esto que nuestro enfoque de análisis está concentrado en la capacidad de creación de valor y generación de flujos de cada una de sus partes, por encima del nivel de utilidades. En este sentido, la corporación está entrando a un momento del ciclo donde la generación de caja empezará a ser más potente. Durante los próximos 2 años, estimamos que la generación de caja de los tres proyectos que está ejecutando Corficolombiana, alcanzaría los COP 1.4 bn, y que a 2030, dicho monto alcanzaría COP 4.5 bn, lo que le permitirá apalancar su crecimiento en proyectos por ~COP 15 bn, equivalentes a cerca de un 30% de los proyectos 5G.

Además, pese a que esperamos que las utilidades puedan mostrar algo de desaceleración por efectos contables, consideramos que esto no es un factor clave para el desempeño de la acción, ya que Corficolombiana no es una especie que responda mucho a su nivel de utilidades para determinar su precio. De hecho, mientras el MSCI Colcap recientemente promedia un P/E de 13x, la acción de Corficolombiana ha oscilado en 5x. Por otro lado, es posible que Corficolombiana logre hacerse adjudicatario a distintos proyectos de 5G y repotencializar sus utilidades.



Estimaciones: Davivienda Corredores

Curva de ejecución de proyectos



Fuente: Corficolombiana | Estimaciones: Davivienda Corredores

El gas sigue siendo líder: Si bien el protagonismo se lo ha ganado la infraestructura vial, el negocio de gas y energía seguirá siendo fundamental, dado que su aporte (46%) al valor del portafolio de Corficolombiana es mayor que el de infraestructura (43%). Dicho negocio le permite a Corficolombiana mantener una alta exposición a un negocio de retornos muy estables, el cual además continúa siendo una fuente de crecimiento continuo y flujo de dividendos recurrente; donde adicionalmente podría no solo seguir creciendo en Perú, sino también en Colombia, dado que existe un importante *pipeline* de proyectos, como la expansión de SPEC, la bidireccionalidad de Cartagena-Barranquilla, o la construcción y puesta en marcha del gasoducto Jobo-Antioquia. Además, la participación en GEB no solo brinda una importante fuente de dividendos, sino un acceso al *know-how* en transporte y distribución y, más recientemente, en energías renovables no convencionales.

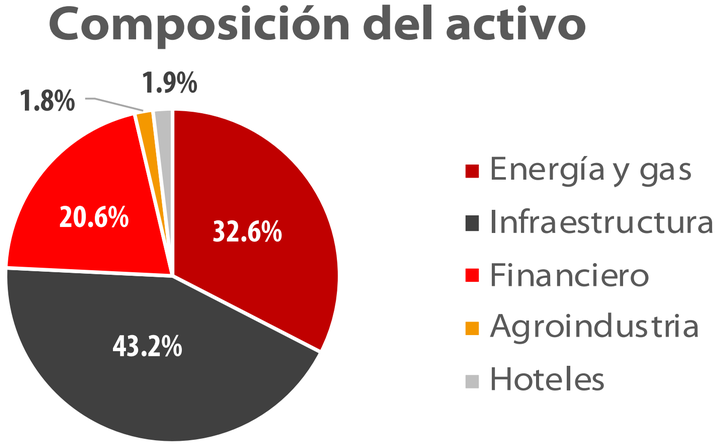
El dividendo seguirá siendo una constante: Pese a los requerimientos de inversión que la compañía continuará teniendo por los próximos años, no prevemos cambios en la política de distribución de dividendos actual, aunque no descartamos incrementos significativos a partir del 2023, consistente con una menor necesidad de inversiones y la mayor generación de caja.
Estimamos un dividendo de COP 2,512/acción en 2022, con un *dividend yield* cercano al 8%.

Avances en factores ESG: La consolidación de la estrategia Corficolombiana Sostenible le permitió al holding ser incluido por primera vez en 2020 como miembro del Índice de Sostenibilidad Dow Jones Mila, donde los ruidos reputacionales siguen disipándose. Sin embargo, el camino sigue siendo largo para Corficolombiana donde aún es frecuente encontrarla entre el grupo de compañías que, de acuerdo a la Gran Encuesta de Acciones Davivienda Corredores realizada trimestralmente a los inversionistas institucionales, cuenta con las prácticas de gobierno corporativo menos robustas del mercado local.

RIESGOS_

La inestabilidad política como factor idiosincrático: Corficolombiana a través de Promigas, y en una menor medida y de manera indirecta a través de GEB, ha realizado inversiones significativas en Perú, un país que hasta hace muy poco estaba caracterizado por su dinámica de estabilidad económica. Sin embargo, hoy el escenario genera una alta incertidumbre y podría tener impactos en materia regulatoria para los negocios de gas; aunque el gobierno actual no ha realizado comentarios específicos. En el caso de la corporación, cerca del 50% de su Capex de 2021 está concentrado en su inversión más valiosa (Promigas), donde parte de dicha intensidad está direccionada a Perú.

Al igual que ha ocurrido en otras acciones, la incertidumbre política se puede convertir en un factor que limite el ajuste del precio hacia su valor justo, pero en el caso de Corficolombiana, su diversificación y exposición moderada a Perú, debería ser un mitigante. Estimamos que apenas cerca del 6% del valor de Corficolombiana está asociado a negocios en Perú (incluyendo las participaciones en GEB).



Fuente: Corficolombiana

La cuarta 4G sin rumbo definido: Tras cerca de cinco años de retrasos en los procesos de licenciamiento ambiental del proyecto Mulaló-Loboguerrero (Covimar), el proyecto se ha convertido en el único del programa 4G que no parece tener un futuro definido. De hecho, Corficolombiana está gestionando la reversión del proyecto, ante el reconocimiento de una Fuerza Mayor Ambiental por parte del amigable componedor, mientras que recientemente se conoció la aprobación de la licencia, aunque la compañía ha comentado que no es una aprobación definitiva y que continuará gestionando la reversión. Este riesgo en realidad lo vemos como un posible factor al alza, dado que de lograrse la reversión, Corficolombiana podría recuperar, parcial o totalmente, los cerca de COP 300 mil mm que ha invertido en el proyecto, lo cual tendría un efecto positivo en el Precio Objetivo de hasta COP 880/acción. Sin embargo, puede que se tengan que registrar algunos *impairments* en caso de que se presenten deterioros en la inversión.

Ruta del Sol sigue estando en el mapa de riesgos: Han pasado cerca de cinco años desde que se dio la apertura del caso en contra del Consorcio Ruta del Sol. Si bien ya se han dado algunos avances como el laudo del Tribunal de Arbitramento y la resolución de la SIC, los riesgos y efectos reputacionales y, posiblemente, financieros aún no desaparecen; lo cual puede seguir siendo un obstáculo para que la confianza por parte de los inversionistas regrese completamente. Estos procesos son la razón por la cual nuestra recomendación cuenta con un nivel de riesgo alto. Aún se espera la conclusión de la investigación por parte del Tribunal Administrativo de Cundinamarca, que en su momento anunció posibles multas hasta por COP 800,156 mm, que asumiendo fuese confirmada y Corficolombiana fuese responsable, de acuerdo a su participación (33%), el impacto en el P.O. sería de ~COP -770/acción.

VALORACIÓN_

Utilizamos la metodología de suma de partes así:

1. Infraestructura: Valoramos las concesiones viales como un *project finance* del flujo de caja del accionista descontado a un Ke de 14%, tomando como referencia una estructura de capital de 70% *equity* y 30% deuda.

2. Valoración de Promigas a través de FCL y múltiplos.

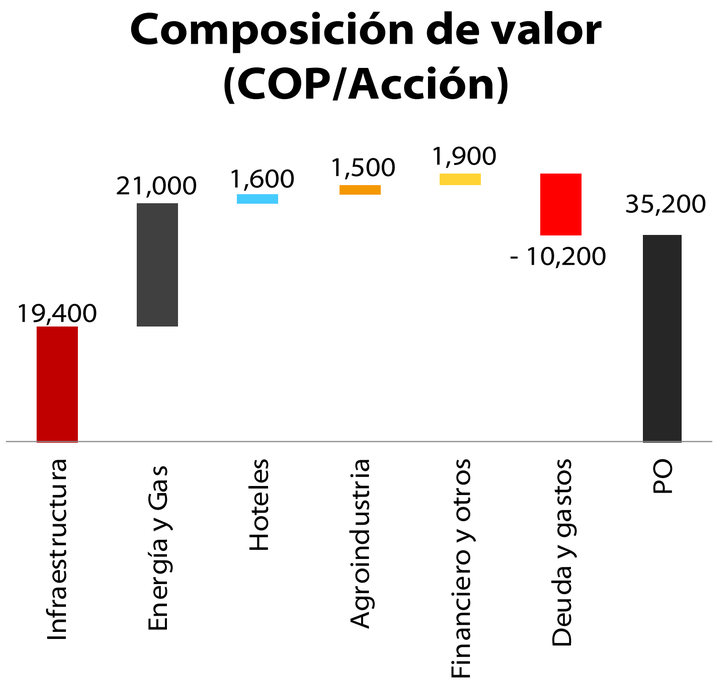
3. Valoración del segmento financiero y hotelero a partir de múltiplos (P/VL y EV/ EBITDA).

4. Para capturar el valor del negocio financiero directo, proyectamos el resultado neto de esta unidad y lo traemos a valor presente con un Ke de 13%.

5. Valoración de GEB mediante suma de partes.

6. Compañías de agroindustria y otras inversiones fueron incluidas a valor en libros, salvo Mineros que fue incorporada a su P.O.

7. El endeudamiento del holding fue calculado a partir del indicador de doble apalancamiento del 135%, mientras que para el cálculo del valor presente de los gastos administrativos se utilizó un crecimiento a perpetuidad de 3% y un Ke de 13%.



SOTP	Metodología	% Participación	Valor participación	Valor por acción	Peso en el portafolio
Infraestructura			5,672,237	19,400	43.2%
Covipacífico	FCD	90%	822,610	3,700	8.3%
Covimar	FCD	100%	-	-	0.0%
Coviandina	FCD	100%	1,680,082	4,200	9.4%
Covioriente	FCD	100%	2,105,166	8,500	19.0%
Panamericana	FCD	100%	194,195	600	1.3%
Pisa	FCD	88%	775,294	2,200	5.0%
CCFC	FCD	88%	94,890	200	0.4%
Aerocali	VL	45%	-	-	0.0%
Energía y Gas			7,179,120	21,000	46.4%
Promigas	FCD	51%	5,609,690	16,400	36.3%
GEB	SOTP	5%	1,569,430	4,600	10.1%
Hoteles			544,328	1,600	3.5%
Estelar	P/VL adj. ROE@1.5x	85%	491,700	1,400	3.2%
Santamar	P/VL adj. ROE@1.5x	85%	52,628	200	0.3%
Agroindustria			505,131	1,500	3.3%
Pajonales	VL	99%	225,825	700	1.5%
Unipalma	VL	55%	72,301	200	0.5%
Valora	VL	100%	207,005	600	1.3%
Financiero			219,021	1,100	2.4%
Negocio financiero directo	VP Margen financiero	100%	120,094	800	1.7%
Fiduciaria Corficolombiana	P/VL adj. ROE@1.0x	100%	62,682	200	0.4%
Casa de Bolsa	VL	100%	36,245	100	0.2%
Otras inversiones	VL	100%	270,270	800	1.7%
Total negocios			**14,390,107**	**44,400**	**100.0%**
Gastos administrativos	VP gastos admon	100%	-1,751,560	-5,500	
Deuda Neta	2x apalancamiento	100%	-1,596,715	-4,700	
Precio Objetivo 2022FA			**11,043,491**	**35,200**	

Grupo AVAL

Una rentabilidad destacable _

P.O: 1,450 / NEUTRAL

Potencial: 25.5%
Riesgo: Alto
Cierre: 1,155

Los resultados del Grupo han sido sobresalientes en comparación a la industria bancaria, producto de una política más conservadora en otorgamiento de créditos, el aporte del negocio de pensiones y su exposición al sector real, mediante Corficolombiana. Esperamos que el 2022 sea nuevamente un año positivo donde los niveles de rentabilidad superen los vistos durante los periodos pre pandemia. Finalmente, destacamos que en el corto plazo nuestra atención estará centrada en la transacción que se propone para desconsolidar las operaciones de BAC (Centroamérica), hecho que consideramos genera incertidumbre y puede limitar la valorización de la acción en el corto plazo.

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Capitalización bursátil (COP bn)	25.73
Flotante	17.6%
Dividendo anual 2022E (COP)	75
Retorno por dividendo	6.5%
% MSCI COLCAP	4.9%
# Acciones (mm)	22,281
P/VL actual:	1.2x
P/U actual:	8.7x
Último Precio:	1,155
Max 52 semanas	1,210
Min 52 semanas:	863

¿POR QUÉ NEUTRAL?

Aunque la compañía presenta un espacio de valorización atractivo y la perspectiva tanto en dividendos como rentabilidad es positiva, consideramos que la incertidumbre generada por la anunciada transacción de BAC Credomatic y la expectativa de la emisión de acciones limitará la valorización de la acción, por lo cual decidimos cambiar nuestra recomendación de Sobreponderar a Neutral, hasta que se conozcan más detalles que permitan evaluar de forma integral el impacto de la misma.

> AUTORES

Julian Ausique
Analista acciones
jausique@corredores.com

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com

ASPECTOS A DESTACAR

Atentos a la escisión de BAC: Grupo Aval y Banco de Bogotá anunciaron una serie de transacciones que finalizarían con la desconsolidación de las operaciones de BAC (operación de Centroamérica) y una emisión de acciones por parte del Grupo para capitalizar Banco de Bogotá. Consideramos que el resultado de la transacción podría tener efectos positivos, principalmente, en lo relacionado con optimizaciones en el uso del capital y la gestión del riesgo dada la relevancia que ha cobrado la exposición del Grupo a la región centroamericana, que si bien ha sido muy rentable en los últimos años, presenta unos riesgos en materia macroeconómica importantes. Sin embargo, dada la limitada información proporcionada hasta el momento sobre la transacción, en particular porque se desconoce el precio al que se listarán las acciones de BAC Credomatic y el número y tipo de acciones que emitirá Grupo Aval para capitalizar Banco de Bogotá, esperamos que el comportamiento de la acción se vea limitado en comparación al desempeño del mercado local.

Diversificación sigue dando frutos. Grupo Aval se ha caracterizado por tener exposición a sectores claves para la economía Colombiana. Su presencia en diferentes segmentos del mercado bancario, mediante sus cuatro bancos le ha permitido tener un mix de cartera resiliente pero creciente. Sumado a esto, su exposición al sector real mediante Corficolombiana, le permitirá al grupo seguir recibiendo aportes, que benefician directamente su generación de utilidades. Finalmente, su exposición al sector de pensiones mediante Porvenir seguirá beneficiando los ingresos por comisiones del grupo. Esto en conjunto resultará en mejores niveles de rentabilidad que sus pares.

Grupo Aval emitiría acciones en 2022
para capitalizar Banco de Bogotá

Grupo AVAL

FICHA TÉCNICA

Grupo Aval es el principal conglomerado financiero colombiano, conformado por Banco de Bogotá, Banco de Occidente, Banco Popular, Banco AV Villas que conjuntamente tienen el 25% de participación de mercado en cartera de crédito, la Sociedad Administradora de Pensiones y Cesantías Porvenir S.A. y cuenta con una participación controlante en Corficolombiana, 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 y Multi Financial Group, bancos líderes en dicha región.

Balance General Consolidado					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Disponible	30,117	34,026	39,126	42,302	43,741
Inversiones Netas	35,114	47,101	59,776	64,367	64,489
Cartera Neta	173,942	195,542	211,067	233,194	240,773
Total Activos	**278,833**	**322,896**	**345,971**	**378,809**	**390,170**
Depósitos	175,491	211,842	229,024	246,248	265,068
Otros pasivos	69,993	75,615	80,078	94,176	85,168
Total Pasivos	**245,484**	**287,456**	**309,102**	**340,424**	**350,237**
Patrimonio atribuible	**19,851**	**20,657**	**21,408**	**22,289**	**23,188**
Pasivos+Patrimonio+I.Min.	**278,833**	**322,896**	**345,971**	**378,809**	**390,170**

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Ingreso Neto por interés	**11,286**	**11,960**	**13,093**	**13,726**	**14,050**
Ingreso Neto por comisiones	5,455	5,094	5,282	5,823	6,012
Ingresos operacionales netos	**16,741**	**17,054**	**18,375**	**19,549**	**20,063**
Gastos en provisiones	(3,755)	(6,014)	(4,649)	(4,799)	(4,781)
Utilidad Neta atribuible	**3,034**	**2,350**	**3,281**	**3,495**	**3,654**
Margen Neto	26.9%	19.6%	25.1%	25.5%	26.0%
Margen neto de interés NIM	5.6%	5.3%	5.0%	4.9%	4.9%
Eficiencia	52.1%	42.9%	47.5%	48.2%	48.3%
Calidad +30 días	4.4%	4.9%	4.7%	4.8%	4.8%
Cubrimiento +30 días	104.6%	110.3%	109.5%	110.5%	111.6%
Costo de crédito	2.2%	3.0%	2.1%	2.0%	1.9%
Patrimonio/Activos	7.1%	6.4%	6.2%	5.9%	5.9%
Cartera / Activos	62.4%	60.6%	61.0%	61.6%	61.7%
Depósitos/Cartera	100.9%	108.3%	108.5%	105.6%	110.1%
ROAA	**1.1%**	**0.7%**	**0.9%**	**0.9%**	**0.9%**
ROAE	**16.4%**	**11.7%**	**15.6%**	**16.0%**	**16.1%**

* Utilidad atribuible/Total Activos

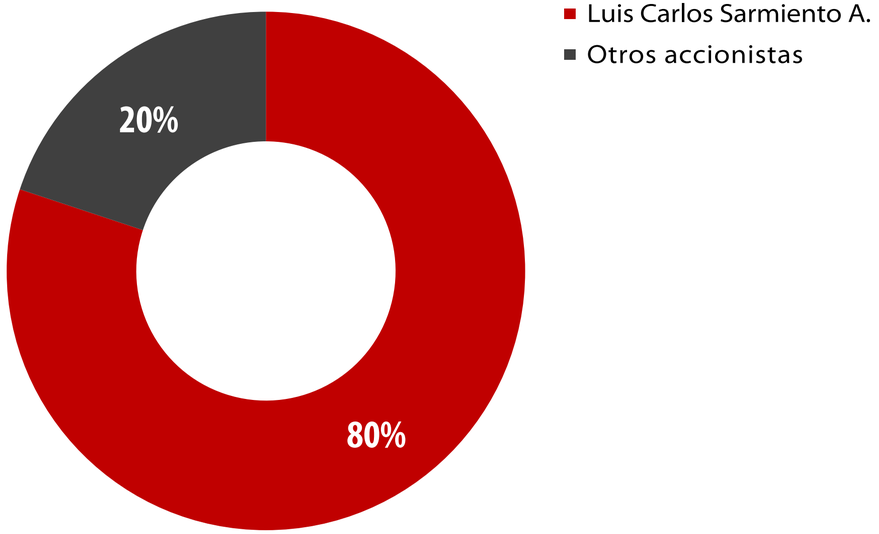
Grupo AVAL

FICHA TÉCNICA

Resumen					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Acciones en circulación (millones)	22,281	22,281	22,281	22,281	22,281
Cap. Bursátil (COP mil millones)	32,530	26,604	25,735	25,735	25,735
Precio (COP/acción)*	1,460	1,194	1,155	1,155	1,155
VL (COP/acción)	891	927	961	1,000	1,041
UPA (COP/acción)	136	105	147	157	164
P/VL	1.6x	1.3x	1.2x	1.2x	1.1x
P/U	10.7x	11.3x	7.8x	7.4x	7.0x
Retorno por dividendos	4.1%	5.0%	4.7%	6.5%	6.9%
Dividendo por acción	60	60	54	75	80

Presidente de J. Dir: Luis Carlos Sarmiento Angulo
Presidente: Luis Carlos Sarmiento Gutiérrez
Vicepresidente Contralor Corporativo Sénior: Rafael Eduardo Neira Torres
Vicepresidente Senior Financiero: Diego Fernando Solano Saravia
Página web: wwww.grupoaval.com

COMPOSICIÓN ACCIONARIA

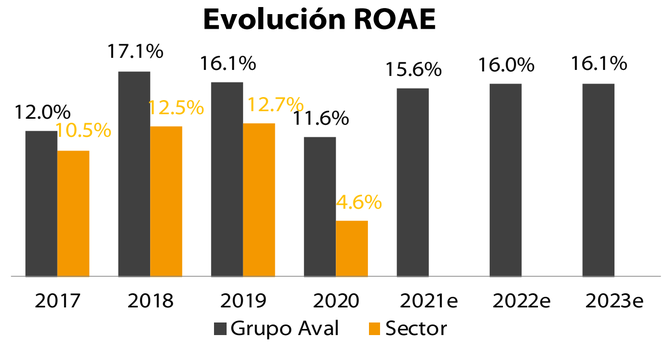


Fuente: Grupo Aval

HIPÓTESIS DE VALOR_

Destacado por su rentabilidad y capacidad de generar valor a sus accionistas. El ROAE promedio de Grupo Aval durante los últimos años (excluyendo el 2020) ha sido el 16%, superando ampliamente el del sector financiero (12.5%) y por encima en casi tres puntos porcentuales de su costo de capital. Así el Grupo ha logrado mantener una atractiva política de distribución de dividendos y generar un sostenido crecimiento a nivel patrimonial, lo cual consideramos una de sus principales fortalezas. De cara al año 2021 y 2022, esperamos que la rentabilidad se recupere sustancialmente producto de unos menores requerimientos en provisiones, el adecuado control de gastos, la positiva contribución de los negocios en el sector real de Corficolombiana y de la administración de fondos de pensiones Porvenir, lo cual seguirá marcando un diferencial a futuro para el grupo.

Sumado a esto, el atractivo retorno por dividendos que ofrece la compañía, COP 75/acción (6.5% *dividend yield*), la posiciona como una atractiva opción de inversión.

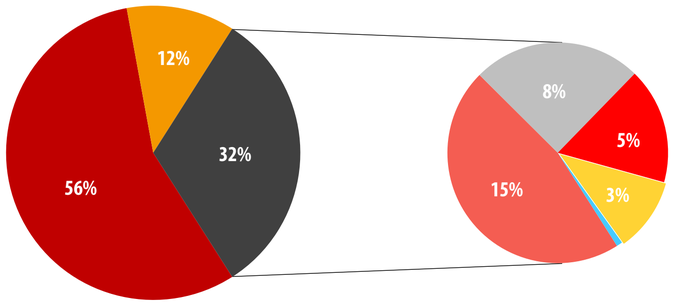


Fuente: Grupo Aval | Cálculos: Davivienda Corredores.

Crecimiento estratégico de la cartera. Grupo Aval y sus filiales han enfocado su crecimiento en modalidades de crédito más conservadoras, como es el caso de libranzas para pensionados y empleados públicos; lo cual contrasta frente a sus competidores que han enfocado su crecimiento en modalidades como tarjetas de crédito y libre inversión. En este sentido, gracias a este mix de cartera, tanto el grupo como sus bancos fueron más resilientes en la crisis desatada por el COVID-19, ya que fueron menos sensibles al deterioro en la capacidad de pago de los hogares y empresas.

De cara a 2022 esperamos un crecimiento de la cartera consolidada cercano al 10.7%, en donde las modalidades de consumo (+14.5%) e hipotecaria (+9.0%), sean las principales jalonadoras de este crecimiento. En donde si bien la relevancia del segmento corporativo será importante, esperamos que la nueva estrategia enfocada en fortalecer su participación en consumo e hipotecaria, permita un crecimiento más dinámico y competitivo frente al sector.

Composición de Cartera (Dic-20)

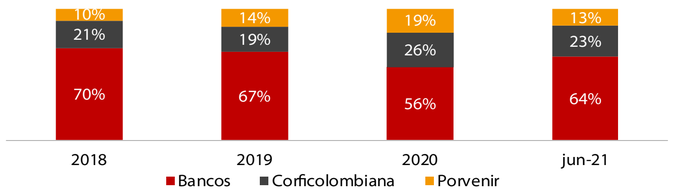


Fuente: Grupo Aval

Corficolombiana seguirá creciendo. Corficolombiana sigue posicionándose como el concesionario mejor preparado financieramente para participar en los proyectos 5G del gobierno colombiano, lo que le permitirá repotencializar sus utilidades. Sumado a esto, el negocio de gas, seguirá creciendo de manera rentable, principalmente en Perú, a pesar del riesgo político, lo cual sumado a posibles proyectos como la expansión de SPEC, la bidireccionalidad de Cartagena-Barranquilla, la construcción del gasoducto Jobo-Antioquia y su participación en GEB, le brindará a la compañía una sólida y estable fuente de dividendos. Lo cual, beneficiará indirectamente la generación de utilidades de Grupo Aval dada la participación de este (23%), en la corporación. Vale la pena destacar que Corficolombiana ha aportado en los últimos 3 años 22% de las utilidades del Grupo.

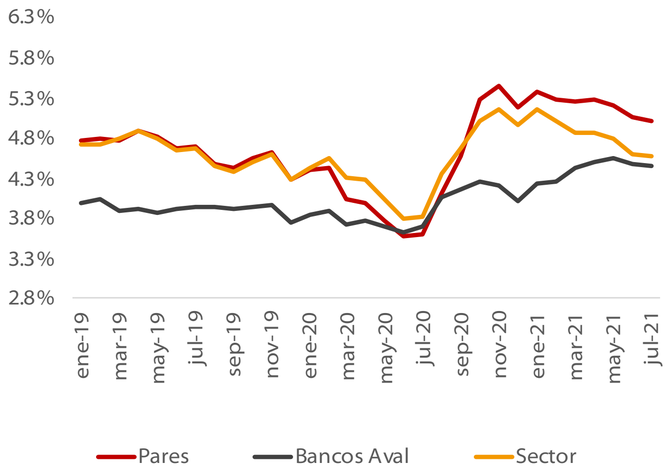
Porvenir, robusta posición de mercado. Porvenir se mantiene como el líder en la administración de fondos de pensiones y cesantías en Colombia. Esto ha sido producto de una sólida tasa de crecimiento anual en el número de afiliados, la cual se ubica en promedio en 6.6% en los últimos cinco años, que sobresale frente a sus competidores (3%). A la fecha, la administradora cuenta con más de 10 millones de afiliados que representan el 43% del total de la industria. Sumado a esto, el incremento del 7.3% anual en los ingresos por comisiones contrasta frente a sus pares que tuvieron un crecimiento promedio del 6.3%. Lo cual, dada la relevancia de estos en la generación de ingresos de la compañía (13%), seguirá beneficiando los resultados de Grupo Aval.

Participación en utilidades



Fuente: Grupo Aval | Cálculos Davivienda Corredores

Evolución calidad de la cartera 30 días



Fuente: SFC | Cálculos: Davivienda Corredores.

Mejores métricas de calidad de cartera. Los bancos de Grupo Aval han logrado destacarse por mantener mejores indicadores de calidad de cartera que sus pares y la industria, esto producto del enfoque anteriormente mencionado de crecimiento de cartera, en donde sus pares han crecido en segmentos relativamente más riesgosos. En este sentido, considerando que los riesgos derivados de la pandemia, aún siguen latentes, estos menores niveles de cartera en mora seguirían marcando un diferencial en el Grupo. Dicho esto, en un escenario de aumento en la morosidad, esperamos que los bancos del Grupo Aval conserven niveles favorables frente a sus pares.

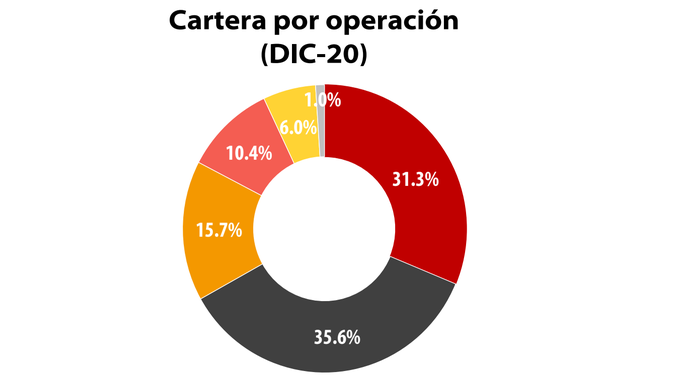
De cara a 2022, consideramos que los niveles de calidad de cartera van a mantenerse estables, en donde esperamos que lleguen a niveles del 4.78% vs 4.76% al cierre del 2T21, lo cual permitirá que la rentabilidad patrimonial siga destacándose frente a sus pares en 2022.

Desconsolidación de BAC. Si bien aún se desconocen varios aspectos relevantes de la transacción, resaltamos aspectos positivos que a nuestra consideración resultarían de la operación.

1. Hechos recientes como la desconsolidación de Porvenir en Banco de Bogotá, nos llevan a pensar que este tipo de operaciones beneficiaría positivamente los niveles de capital tanto de Banco de Bogotá como de Grupo Aval, dada la importancia de BAC en el balance de ambas compañías.

2. Dado que los perfiles crediticios de Costa Rica, Guatemala, Honduras, El Salvador y Nicaragua, son considerablemente inferiores, la desconsolidación de estos activos mitigaría posibles riesgos que se puedan trasladar a Grupo Aval por las operaciones de esta región.

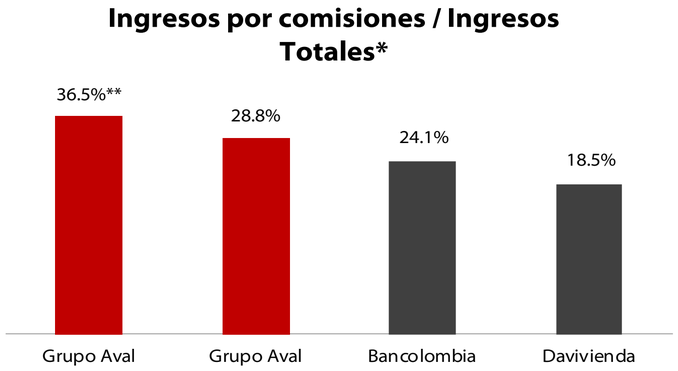
3. La transacción permitiría a los inversionistas tener mayor claridad respecto al desglose del valor de las inversiones actuales de Grupo Aval y además otorgaría flexibilidad a los accionistas de escoger en qué mercados participar, dado que tendrían acceso directo a la operación de Centroamérica listada en una bolsa de valores, y a la operación colombiana, lo cual permitiría una liberación de valor y un mejor análisis de cada uno de los activos post transacción.



Fuente: Grupo Aval | *Leasing Bogotá Panamá: Incluye la cartera de MFG.

RIESGOS_

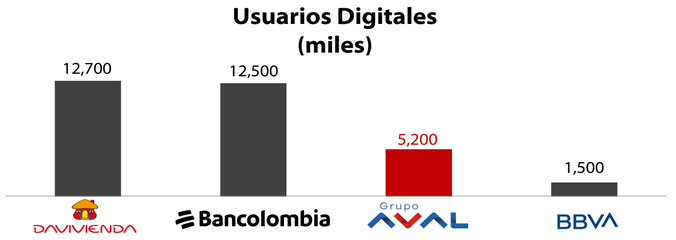
El aporte de las comisiones a la rentabilidad podría reducirse. La generación de ingresos por comisiones constituye un rubro clave para Grupo Aval puesto que ascienden al 36% de los ingresos totales. Uno de los negocios más representativo en comisiones es el de pensiones (Porvenir), el cual si bien en Colombia es más estable en comparación a los países de la región, se enfrentará a retos como la mayor competencia (ley de mercado de capitales busca abrirle espacio a otros jugadores) y a cambios regulatorios que puedan presionar el porcentaje de comisiones.
Por su parte, en el negocio bancario la relevancia de las comisiones sobre ingresos, supera ampliamente a sus principales competidores, por lo que esperamos una disminución gradual. De hecho, de cara a la competencia en el sector ya mencionada, en donde la principal apuesta de estos competidores será la competencia en menores costos transaccionales y de operación, Grupo Aval tendrá que empezar a ajustar su política de comisiones para mantener su participación de mercado, por lo menos en los productos más masivos.



Fuente: Emisores.*Calculado como: (Ingresos netos por comisiones) / (Ingreso Neto por interés + Ingreso neto por comisiones + Otros Ingresos).
**Corresponde a las comisiones incluyendo el negocio de pensiones.
| Cálculos Davivienda

Aún faltan esfuerzos en digitalización. Con los cambios y transformaciones de la banca y del ecosistema financiero ha surgido un nuevo cliente bancario, con expectativas hacia una experiencia más cercana a los medios digitales. Esto significa para un banco una evaluación profunda de cómo está conectado con su cliente en los distintos puntos de la experiencia. Si bien Grupo Aval ha venido haciendo esfuerzos en cada uno de sus bancos para digitalizar sus productos y procesos, en donde por ejemplo Banco de Bogotá ha sido reconocido como uno de los bancos con mejor estrategia digital en el país, consideramos que bajo un panorama de mayor competitividad, donde nombres como NuBank y los gigantes tecnológicos como Facebook, Google y Amazon, están abriéndose pasó en el mercado colombiano, los rezagos en productos y marcas digitales, podrían implicar pérdida en la cuota de mercado.

En este sentido, debido al poco reconocimiento de las marcas digitales de Aval y al aún reducido número de clientes digitales, consideramos que el grupo podría perderse del potencial crecimiento que hay en estos nuevos segmentos de mercado en el país.



Fuente: Emisores.

Impactos regulatorios a bancos colombianos. La recientemente sancionada "Ley de Inversión Social" aprobó para los años 2022, 2023, 2024 y 2025 un gravamen adicional para las instituciones financieras de 3 puntos porcentuales, ubicando la tasa efectiva de este sector en niveles del 38%. Tal efecto impactó negativamente nuestra estimación de Precio Objetivo en 2.0% y las utilidades en 2.1% en promedio.

Sumado a esto, recientes leyes aprobadas como la ley de Habeas Data o mejor conocida como "borrón y cuenta nueva" la cual permite la eliminación, de deudores con una deteriorada calificación crediticia, de las centrales de riesgo e impacta las condiciones para los jugadores del sector, debido a que no conocerán la información real de los posibles nuevos clientes. Será importante monitorear el deterioro de la percepción del sector y sus consecuencias en normatividades que puedan impactar el valor del banco.

Desempeño de la economía colombiana. Dada la representatividad de Colombia en el balance del Grupo (65% del total de la cartera), será de vital importancia monitorear los efectos que puedan traer las nuevas variantes del COVID-19 en la economía, ya que un aumento en las tasas de contagio, podrían implicar cierres parciales, de nuevo en el país. Lo cual, sumado a unos altos niveles de desempleo, que si bien han venido recuperándose, podrían afectar el crecimiento de la cartera que tenemos previsto para el año 2022, y podría implicar un deterioro adicional de los indicadores de morosidad de los bancos del grupo.

Sobretasa de impuesto de renta al sector financiero impactó nuestro Precio Objetivo en **2%**

Emisión de acciones genera incertidumbre en el corto plazo. Tras el anunció de la escisión y listamiento de BAC Credomatic, la compañía dio a conocer acerca de los planes de una emisión de acciones. En este sentido, debido a que aún no se conoce el monto, ni el tipo de acciones que serían emitidas, consideramos que tal factor limitaría el desempeño de la acción en el mercado accionario. Sumado a esto, respecto al listamiento de BAC en la BVC, será importante monitorear la reacción de los inversionistas de internacionales (ADRs), puesto que aunque Grupo Aval tiene la intención de establecer un programa de ADSs para BAC, estos no cotizarían en una bolsa de valores de EE.UU. y, por lo mismo, BAC no estaría obligada a informes ante la Comisión de Valores de EE.UU. (SEC). Esto significaría que los tenedores de ADRs tendrían que surtir un proceso más complejo en el evento en que quieran desinvertir de la nueva compañía listada y que los estándares de divulgación de información podrían cambiar en el caso de BAC.

No perder de vista Ruta del Sol. Grupo Aval y Corficolombiana siguen inmersos en diversos procesos legales relacionados con investigaciones en el Proyecto Ruta del Sol Sector 2. Si bien ya se han dado algunos avances como el laudo del Tribunal de Arbitramento y la resolución de la SIC, los riesgos y efectos reputacionales y, posiblemente, financieros aún no desaparecen; lo cual puede seguir siendo un obstáculo para que la confianza por parte de los inversionistas regrese completamente. Aún se espera la conclusión de la investigación por parte del Tribunal Administrativo de Cundinamarca. De esta forma, creemos que en la medida en que estas investigaciones sigan sin resolverse, el riesgo para el Grupo sigue latente y podría implicar un menor dinamismo en las acciones y limitaciones para la entrada de inversionistas.

PROYECCIONES_

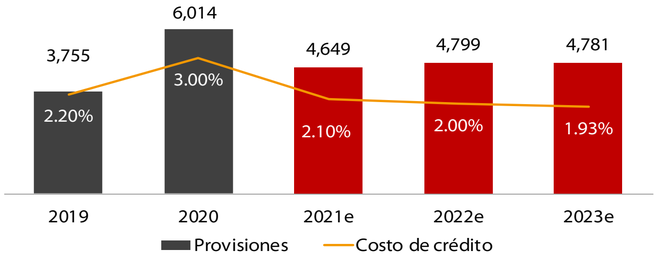
Cartera de créditos. Para 2022 prevemos un crecimiento de 10.7% de la cartera consolidada, impulsada por un crecimiento del 13% de la cartera local, y un crecimiento del 6.6% de la cartera extranjera denominada en pesos (2.9% en USD).

Ingresos netos por interés. Los ingresos por intereses se ubicarían en COP 13.75 bn en 2022, presentando un crecimiento frente al 2021 del 5.0%, producto principalmente del repunte de la cartera. De esta manera, prevemos un NIM de 4.9%, presionado levemente por el aumento en las tasas de interés, que afectará negativamente el costo del fondeo y que tardará más tiempo para ajustar al alza su tasa de colocación.

Costo de riesgo y eficiencia. Estimamos un costo de riesgo relativamente estable para el cierre del 2022. En temas de eficiencia esperamos un indicador de 48.2% para el 2022.

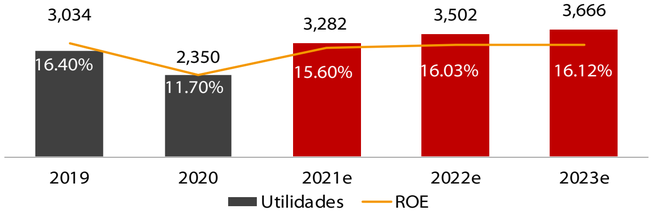
Utilidad Neta y ROAE. Para 2022 estimamos que Grupo Aval alcance una utilidad de COP 3.50 bn, resultando en una rentabilidad de 16.0% medida por el ROAE.

Costo de riesgo Vs Gasto en provisiones (COP mil mm)



Fuente: Grupo Aval| Cálculos Davivienda Corredores.

ROE Vs Utilidades (COP mil mm)



Fuente: Grupo Aval | Cálculos Davivienda Corredores.

VALORACIÓN _

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

Ingreso Residual. Por medio de esta metodología hemos obtenido un valor justo 2022FA de COP 1,471/acción, utilizando un costo de capital de 12.6%.

Múltiplos de Valoración. Esta metodología utiliza el múltiplo de P/VL 2022E ajustado por ROE @1.4x, de las entidades comparables con Grupo Aval. En este sentido, el valor de Grupo Aval sería COP 1,401/acción.

Método	Peso	P.O 2022
Ingreso residual	70%	1,471
P/VL (ajustado por ROE) @1.4x	30%	1,401
Precio Objetivo 2022FA	100%	1,450

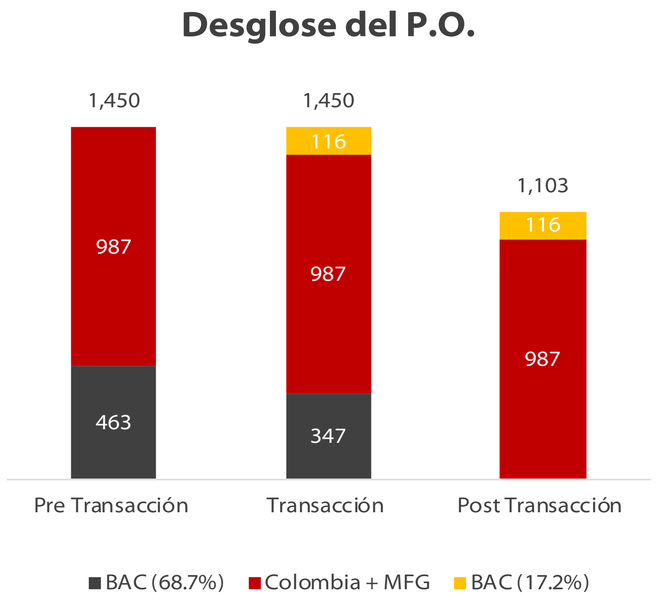
Potencial de Valorización **26%**

VALORACIÓN DESCONSOLIDANDO BAC_

Efectos en la valoración. Es importante resaltar, que la transacción de la escisión de BAC Credomatic, en donde Grupo Aval tiene una participación indirecta del 68.7%, tendría implicaciones en el valor justo de la compañía. De acuerdo a nuestro ejercicio de valoración los activos que serán escindidos a favor de los accionistas de Banco de Bogotá y Grupo Aval equivalen a ~24% del valor total de la compañía.

En este sentido, actualmente BAC equivale a COP 463 pesos, del total de nuestro P.O. de Grupo Aval (COP 1,450). Tras realizar la escisión del 75% (51.5% de la participación de Aval), Grupo Aval quedaría con una participación indirecta en la compañía listada del 17.2%. Es por esto, que una vez realizada la transacción el valor objetivo de Grupo Aval pasaría de COP 1,450 a COP 1,103.

Sin embargo, **en términos netamente fundamentales el accionista minoritario va a seguir siendo dueño de los mismos activos y el mismo capital,** ya que este ahora tendría su inversión distribuida en acciones de Grupo Aval y acciones de la nueva compañía listada (LBP).



Fuente: Grupo Aval | Cálculos: Davivienda Corredores.

GRUPO sura

Los retos en la región persistirán_

P.O: 32,600/ SUBPONDERAR

Potencial: 43.9%
Riesgo: Alto
Cierre: 22,650

La crisis desatada por la pandemia del COVID-19 trajo consigo impactos negativos que no han finalizado en la operación del grupo y sus empresas asociadas. De cara al año 2022 y en adelante, somos conscientes de los grandes retos en temas de cambios regulatorios para el segmento de pensiones y de siniestralidad en el negocio de seguros, que generan gran incertidumbre en el valor justo del activo y opacan la oportunidad que refleja el espacio de valorización frente a nuestro Precio Objetivo.

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Capitalización bursátil (COP bn)	13.11
Flotante	60.0%
Dividendo anual 2022E (COP)	629
Retorno por dividendo	2.8%
% MSCI COLCAP	7.2%
# Acciones (mm)	579
P/VL actual:	0.4x
P/U actual:	15.9x
Último Precio:	22,650
Max 52 semanas	26,470
Min 52 semanas:	16,900

> AUTORES

Julián Felipe Ausique
Analista Acciones
jausique@corredores.com

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com

¿POR QUÉ SUBPONDERAR?

A pesar del alto potencial de valorización que presenta el precio de la acción frente a nuestra estimación de valor justo, consideramos que el poco apetito por parte de los inversionistas internacionales y el limitado espacio de participación de agentes como los fondos de pensiones, sumado a los riesgos latentes sobre las operaciones de SURA AM y Suramericana, seguirán limitando el ajuste de la acción y rezagando su desempeño frente al índice.

ASPECTOS A DESTACAR

La incertidumbre en el valor justo de la compañía ha crecido. El descuento al que transa la compañía frente al valor de su portafolio se ha incrementado sostenidamente desde el 2018. Actualmente se ubica en 45.6% (tomando el portafolio no listado al valor en libros), vs 4% promedio de 7 años y 11% en promedio de los últimos 5 años. Tal espacio se ha ampliado aún más durante el último año, a punto que actualmente el precio refleja que el valor de los activos no listados se está incorporando a 0.3x su valor en libros. Este hecho lo explican i) factores propios de la compañía como la baja rentabilidad histórica de sus negocios, en particular el de pensiones, riesgos de mayor siniestralidad y cambios regulatorios para el negocio de pensiones entre otros, y ii) factores de mercado como la persistente venta de inversionistas extranjeros y el bajo espacio de inversión dado los límites regulatorios de los fondos de pensiones. Somos conscientes que los retos en ambos ámbitos persistirán durante el año 2022, por lo cuál no esperamos que el descuento se reduzca de forma considerable.

Atentos a la evolución de la pandemia y de reformas pensionales. Suramericana seguirá enfrentando un reto importante durante el año 2022, debido a la evolución de la pandemia del COVID-19 en la región, en donde si bien los planes de vacunación han mitigado la propagación del virus, el retorno a la normalidad económica podría implicar nuevos picos de contagio, sin contar que aún son impredecibles los efectos de nuevas variantes del virus en la siniestralidad. Por su parte, la percepción sobre el negocio privado de pensiones se ha deteriorado, lo que ha dado pie a diferentes propuestas y leyes (retiros masivos, volver al sistema público, etc) que ponen en riesgo su desempeño futuro. Así, Sura AM seguirá enfrentado retos en los diferentes países, lo cual seguirá afectando la reputación y podría impactar la rentabilidad de su negocio.

Descuento frente al valor de su portafolio alcanza **46%**

GRUPO sura

FICHA TÉCNICA

Grupo Sura es un holding, listado en la Bolsa de Valores de Colombia, LATIBEX –mercado español para valores latinoamericanos– y cuenta con dos programas de ADR 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.

Balance General Consolidado					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Disponible	2,346	3,304	2,096	2,144	2,197
Otros Activos	66,692	67,637	70,728	72,347	74,130
Total Activos	**69,038**	**70,942**	**72,824**	**74,491**	**76,326**
Reservas Técnicas	23,215	24,174	25,796	26,736	27,918
Otros pasivos	17,732	18,226	18,295	18,749	19,084
Total Pasivos	**40,947**	**42,400**	**44,091**	**45,485**	**47,002**
Patrimonio	**25,637**	**26,005**	**26,224**	**26,497**	**26,815**
Pasivos+Patrimonio+I.Min.	**66,584**	**68,405**	**72,824**	**74,491**	**76,326**
Pasivos/Activos	**59.3%**	**59.8%**	**60.5%**	**61.1%**	**61.6%**
ROAE	**6.0%**	**3.7%**	**4.0%**	**4.6%**	**5.4%**
ROAA	**2.2%**	**1.3%**	**1.4%**	**1.6%**	**1.9%**

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Primas Retenidas	**15,023**	**15,507**	**17,523**	**18,687**	**19,526**
Ingreso por Comisiones	2,732	2,774	3,338	3,500	3,391
Prestación de Servicios	218	215	238	251	271
Ingresos Totales	**21,328**	**21,109**	**24,229**	**25,914**	**25,379**
Siniestros Retenidos	**(9,934)**	**(10,255)**	**(12,537)**	**(13,513)**	**(14,047)**
Gastos Totales	**(18,446)**	**(18,940)**	**(21,614)**	**(22,979)**	**(22,504)**
Ganancias antes de impuestos	2,257	1,415	1,455	1,627	1,917
Utilidad Neta	**1,719**	**1,082**	**1,127**	**1,324**	**1,561**
Utilidad Neta controladora	**1,526**	**951**	**1,044**	**1,229**	**1,448**
Margen Neto	**7.2%**	**4.5%**	**4.3%**	**4.7%**	**5.7%**

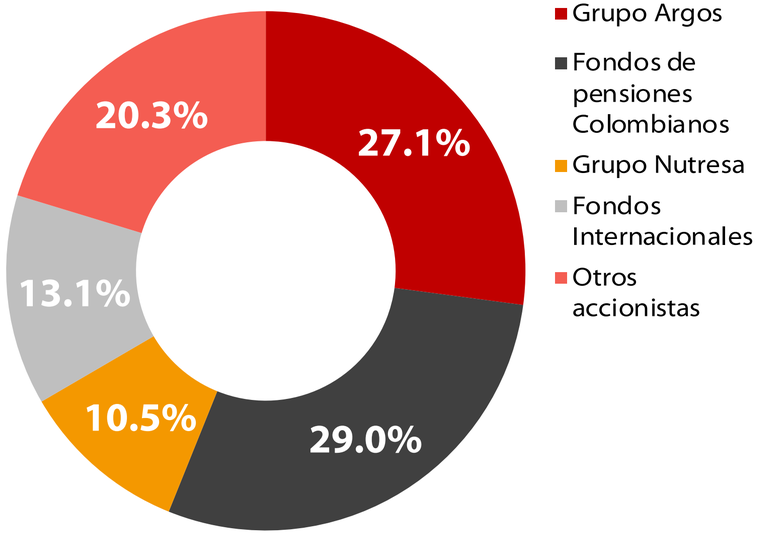
GRUPO sura

FICHA TÉCNICA

Resumen					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Acciones en circulación (millones)	581	581	579	579	579
Cap. Bursátil (COP mil millones)	19,753	14,687	13,111	13,111	13,111
Precio (COP/acción)*	34,000	25,280	22,650	22,650	22,650
VL (COP/acción)	44,127	44,760	45,304	45,776	46,326
UPA (COP/acción)	2,626	1,636	1,804	2,123	2,502
P/VL	0.8x	0.6x	0.5x	0.5x	0.5x
P/U	12.9x	15.4x	12.6x	10.7x	9.1x
Retorno por dividendos	1.6%	2.5%	2.7%	2.8%	3.3%
Dividendo por acción	550	634	603	629	739

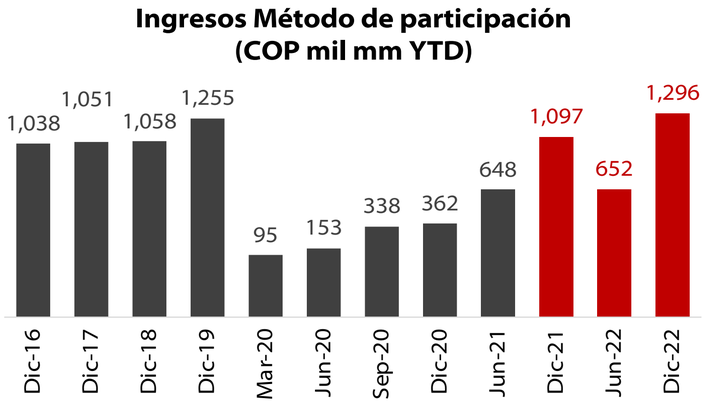
Presidente de la JD: Jaime Bermúdez
Presidente: Gonzalo Pérez
Director Financiero: Ricardo Jaramillo
IR: Carlos González
Página web: www.gruposura.com

COMPOSICIÓN ACCIONARIA



Fuente: Grupo Sura

HIPÓTESIS DE VALOR_

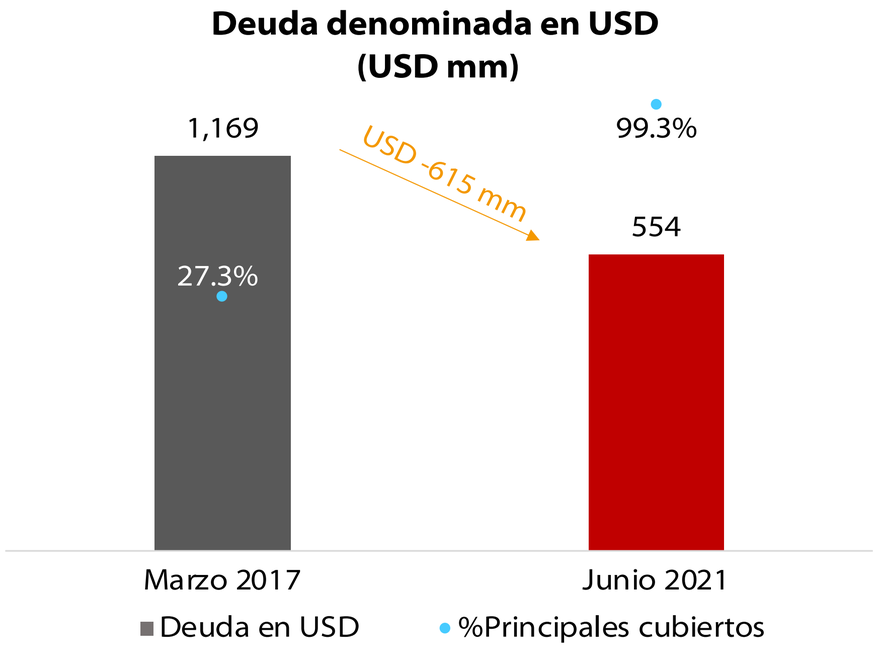


Fuente: Grupo Sura | Cálculos: Davivienda Corredores.

Recuperación operacional de las empresas asociadas. Al cierre del segundo semestre del año compañías como Grupo Argos y Bancolombia han presentado una mejoría importante en sus cifras operacionales, producto de la reactivación económica. Esto ha permitido una recuperación en la generación de utilidades de las mismas y por ende de los ingresos vía método de participación de Grupo Sura, los cuales han crecido en lo corrido del año 322.9%. Este hecho se traducirá en un repunte en el flujo de caja del holding vía dividendos en 2022, a la vez que esperamos que la recuperación operacional de las compañías se mantenga, beneficiando su generación de utilidades.

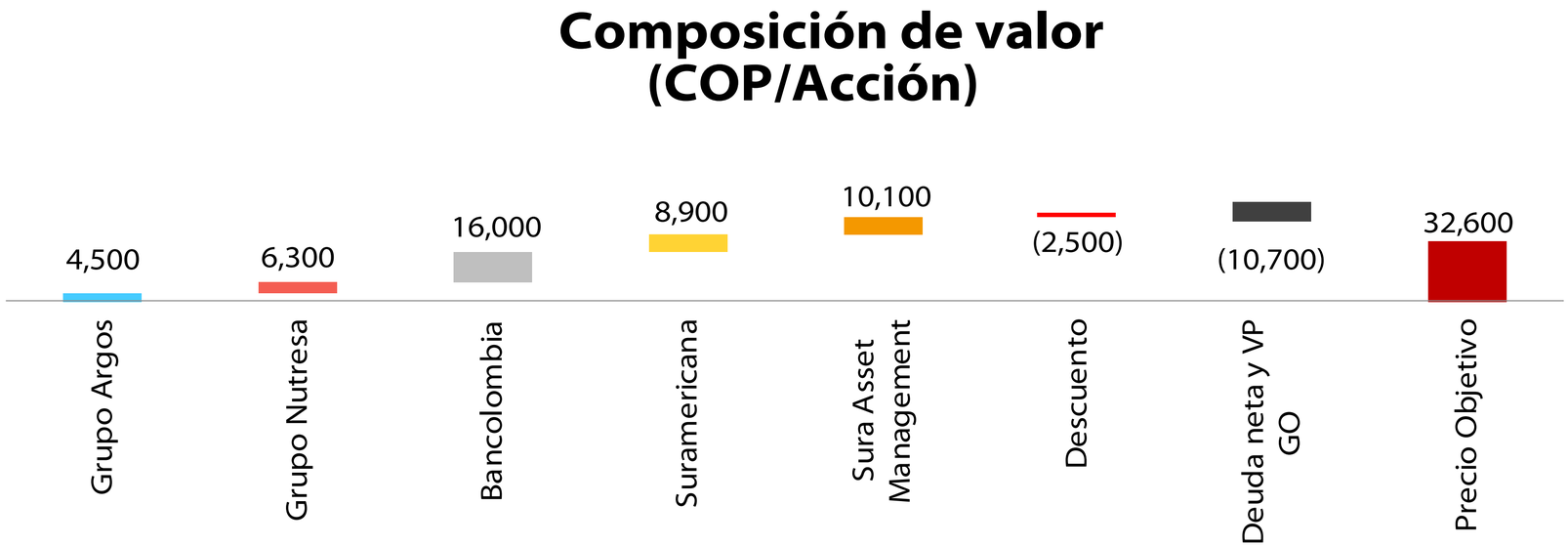
Enfoque en reducción del apalancamiento: Como parte de su plan de reducción del apalancamiento durante 2021 la compañía ha reducido su deuda en COP 997 mil mm (~10% del total de la deuda financiera consolidada). Esta reducción de la deuda financiera, ha permitido que los indicadores de apalancamiento se ubiquen en niveles saludables : i) la deuda neta/dividendos se situó en niveles del 4.1x; ii) el indicador de apalancamiento cerró el trimestre en 15.5% (medido como el valor de la deuda contra el valor de mercado estimado de las inversiones del grupo), y; iii) una cobertura de 2.0x del Flujo de Caja (medido como el saldo en efectivo y equivalentes disponibles para los usos de caja para los próximos doce meses), esto en medio de un año desafiante en términos de dividendos. Consideramos positiva esta estrategia de cara al incremento en los niveles de rentabilidad que se derivarán del menor gasto financiero.

Finalmente, destacamos los esfuerzos que ha venido haciendo el Holding en la reducción de su deuda en USD, ya que este tema empieza a ser de gran relevancia dadas las expectativas de unas presiones devaluacionistas en las monedas donde opera la compañía.



Fuente: Grupo Sura.

PORTAFOLIO DE INVERSIONES_



Cálculos: Davivienda Corredores.

Bancolombia (34.8% del portafolio | P.O. 2022 39,400). De cara al año 2022, prevemos una recuperación en línea con la ya observada en los dos trimestres anteriores para el caso de Bancolombia, en donde un menor requerimiento por provisiones y por ende un menor costo de riesgo (2.04% 2021 y 1.97% en 2022), conducirán a que la compañía reporte unos mejores niveles de rentabilidad y generación de utilidades. Esto será un catalizador positivo para el desempeño de Grupo Sura, puesto que vería una recuperación de su principal fuente de dividendos (~27% de los dividendos en los últimos 6 años años) durante los próximos años.

Grupo Argos (Precio de mercado |9.9% del portafolio). La dinámica de las inversiones del grupo cuenta con una perspectiva positiva, favorecida por el impacto de la recuperación económica pero también por desinversiones y anuncios sobre alianzas que buscan permitirle a la compañía contar con recursos para potencializar su crecimiento futuro o mejorar la rentabilidad de algunos negocios existentes.

Nutresa (Precio de mercado |14.8% del portafolio). prevemos un ambiente retador para la compañía en medio de un entorno creciente del costo de las materias primas y una devaluación de las monedas donde opera la compañía, que presionarán los márgenes de rentabilidad. Ahora bien, consideramos que dada la naturaleza del negocio de la compañía, tales presiones en costos podrán ser compensadas por un aumento progresivo en los precios de venta al consumidor, permitiendo así que la empresa pueda mantener su generación de utilidades. Sumado a esto, destacamos la holgura financiera de la compañía, que permitirá que pueda incursionar en nuevos proyectos, adquisiciones o fusiones en el mercado internacional y nacional, que permitan consolidar la estrategia de crecimiento del grupo.

Sura Asset Management – Sura AM (22.0% del portafolio). Destacamos positivamente el desempeño que ha tenido la compañía durante el año 2021, en donde se ha evidenciado un crecimiento importante en los AUM, los cuales se expandieron un 5.5% a pesar de los retiros de fondos de pensiones en Chile y Perú. De cara al 2022 esperamos que el crecimiento se modere a niveles del 2.8% anual, impulsados principalmente por la dinámica de Sura Investment Management (+6.3% anual).

En términos de rentabilidad medida por ROAE esperamos que la compañía se acerque a los niveles pre pandemia (6.9% vs 7.1% en 2019), beneficiada por unos mejores ingresos por encaje, de cara a la mayor estabilidad de los mercados financieros y al continuó esfuerzo en reducción de gastos operacionales, apalancados por la transformación digital, la automatización de procesos, robotización y el desarrollo de canales digitales dentro de las estructuras comerciales.

Principales Cifras

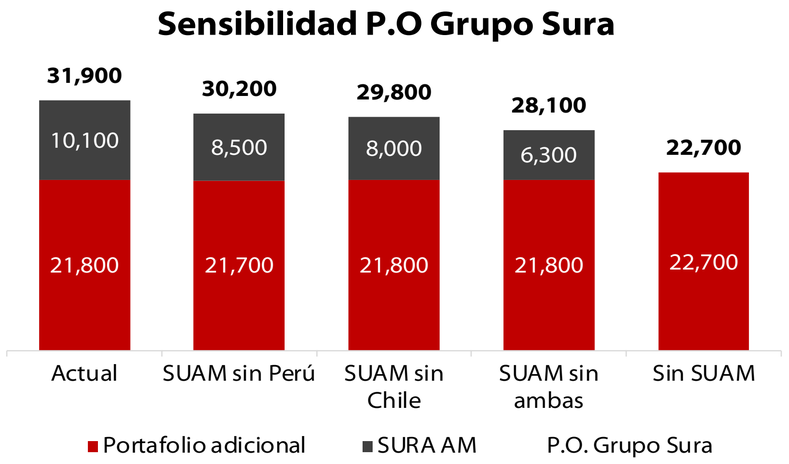
COP mil mm	2019	2020	2021e	2022e	2023e
AUMs (COP bn)	483	524	581	596	604
Ingresos por comisiones	2,292	2,338	2,657	2,700	2,691
Ingresos por encaje	370	248	91	135	174
Utilidad Neta	**642**	**444**	**626**	**729**	**781**
ROAE	7.1%	4.7%	6.0%	6.9%	7.3%

Fuente: Grupo Sura | Cálculos Davivienda Corredores.

Incertidumbre en el valor de SUAM. Somos conscientes de que gran parte del descuento actual al que transa la compañía frente al valor de su portafolio lo explica los bajos niveles de rentabilidad que exhibe el negocio de pensiones. De hecho en nuestro ejercicio de valoración contemplamos que la compañía logre superar su costo de capital solo hasta 2027, lo cuál justifica nuestro múltiplo de valoración (0.67x).

Pese a esto, actualmente el precio de Grupo Sura, pareciera estar incorporando un escenario donde el negocio de SURA AM (pensiones) no aportara valor, lo cual, a pesar de los riesgos intrínsecos del mismo, nos parece que plantea un escenario demasiado extremo. Incluso si eliminamos las operaciones de Chile y Perú, que son objeto de grandes riesgos regulatorios y políticos, el potencial de valorización de Grupo Sura es cercano al ~35%.

De todas formas vale la pena destacar que los retiros extraordinarios de las AFPs aprobados en Chile, no tienen un impacto en ingresos por comisiones porque allí se comisiona por Base Salarial (cobro por aporte mensual), mientras que en Perú el impacto está acotado al segmento que comisiona por AUM y que representa el 15% del total. En este sentido, propuestas adicionales de retiros adicionales en Chile seguirán generando incertidumbre pero no debería tener impactos relevantes en los ingresos de la compañía.



Cálculos: Davivienda Corredores.

Suramericana (19.3% del portafolio). La compañía ha venido haciendo esfuerzos en temas de eficiencia, para hacer frente a los efectos de la pandemia en términos de siniestralidad. De cara al próximo año, esperamos que los avances en vacunación permitan contrarrestar los efectos negativos del COVID-19, sin embargo, las nuevas variantes del virus seguirán afectando negativamente las operaciones de la compañía. Es importante resaltar, que en el corto plazo las expectativas de aumento de las tasas de interés a nivel mundial seguirán presionando negativamente la valorización de los portafolios de la compañía. A pesar de esto, esperamos que la buena dinámica en términos de primas se mantenga, apalancada por el historial de servicio de la compañía donde los segmentos de salud y vida serían los principales motores de crecimiento para este rubro.

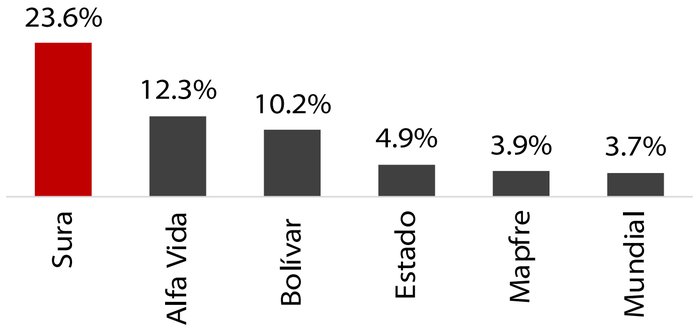
Principales Cifras

COP mil mm	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Primas emitidas netas	14,358	15,359	17,259	18,687	19,526
Siniestros retenidos	(9,147)	(9,729)	(12,077)	(13,113)	(12,847)
Resultado Técnico	2,281	2,425	2,396	2,683	2,926
Utilidad Neta	**390**	**211**	**65**	**246**	**362**
Siniestralidad	63.7%	63.3%	70.0%	70.2%	65.8%

Fuente: Grupo Sura | Cálculos Davivienda Corredores.

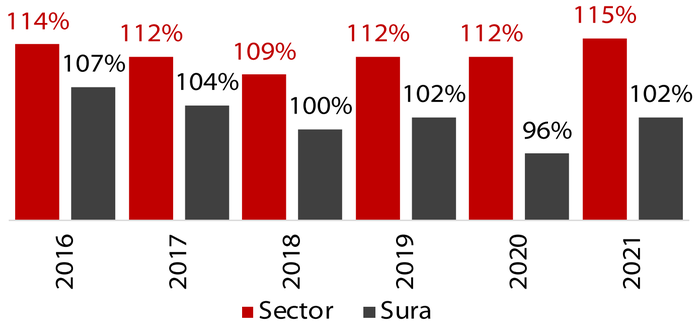
Suramericana destacada en la industria. A pesar de los riesgos anteriormente mencionados, consideramos que Suramericana ha sido una compañía destacada en el negocio de seguros en Colombia. Históricamente, la compañía ha demostrado niveles de rentabilidad medidos por la razón combinada (<100% más rentable), superiores a los de la industria en general. Esto ha sido resultado de un persistente crecimiento en las primas emitidas por la compañía, una adecuada gestión de los riesgos y un control adecuado de los gastos. En este sentido, consideramos que el margen de recuperación de la compañía en este país (54% del total de la operación de Suramericana) es amplió lo cual podría resultar en unos mejores resultados en el mediano plazo.

Participación primas emitidas



Fuente: Fasecolda

Evolución razón combinada*



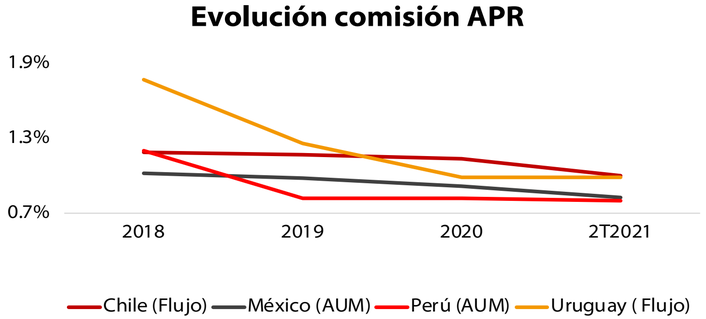
Fuente: Fasecolda | *El Ratio combinado se calcula como la suma del ratio de Siniestralidad y el ratio de gastos.

RIESGOS_

Panorama administradores de activos. Vale la pena hacer un recuento de hechos recientes que rodean al sector de pensiones en Latinoamérica. En lo corrido del 2021, los gobiernos de Perú y Chile aprobaron tres y cuatro retiros respectivamente de los ahorros en fondos de pensiones privados, que para el caso de Sura AM han implicado salidas de AUMs cercanas a los COP 55 billones. Sumado a esto, aún existen iniciativas legislativas que ponen en riesgo el negocio en los países donde opera la compañía, entre los cuales sobresale:

El recién elegido presidente de Perú, Pedro Castillo, en su plan de gobierno expone "(…) Nuestra postura es fortalecer el SNP (Sistema Nacional de Pensiones) y eliminar paulatinamente el SPP (Sistema Privado de Pensiones), pues este último tiene un fin lucrativo"

En este sentido, consideramos que los riesgos en este tipo de negocio están latentes, lo cuál sumado a una tendencia de menores comisiones cobradas por parte de estas instituciones, limitarán la generación de utilidades.

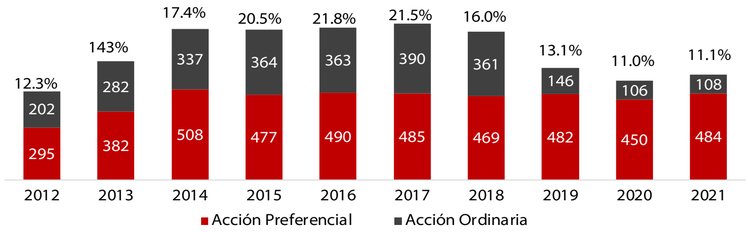


Fuente: Grupo Sura.

Participación de extranjeros afecta precio de mercado. Desde el año 2017 las acciones de Grupo Sura empezaron a perder relevancia en los portafolios de inversionistas extranjeros. Esto ha sido producto de varios hechos relevantes como la salida de Harbor International, el cual vendió más de 17 mm acciones ordinarias del grupo equivalente a 4.3% del total, la exclusión de PF Sura del MSCI *emerging markets* en el año 2019, entre otros.

Esto ha llevado a que los Fondos de pensiones locales incrementaran de forma importante su participación en este nombre, a punto que el espacio de inversión producto de los límites regulatorios se redujo casi en su totalidad. Las ventas por parte de los extranjeros no cesan (año corrido 2021 alcanzan COP 127 mil mm) y aunque la participación de estos inversionistas hoy se reduce al 11% del total de las acciones en circulación, preocupa si esta tendencia persiste.

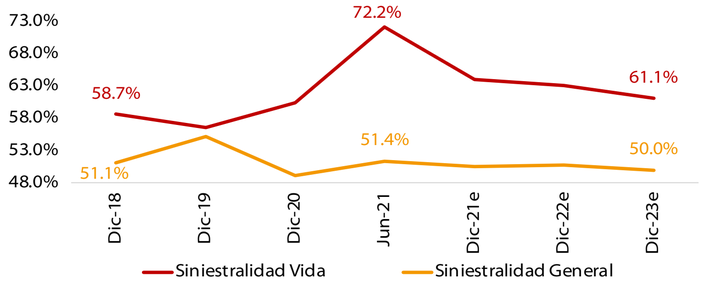
Evolución Participación Inversionistas extranjeros en acciones de Grupo Sura (miles de acciones)



Fuente: Grupo Sura.

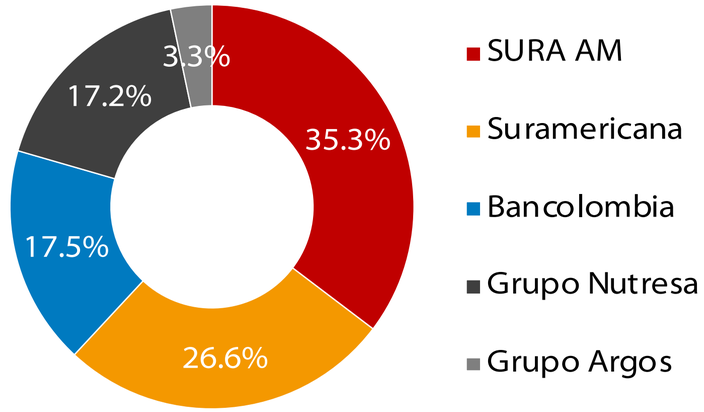
Siniestralidad seguirá afectando resultados de Suramericana. Durante el año 2021 los indicadores de siniestralidad se han visto afectados por la mayor siniestralidad por COVID en las soluciones de vida, salud y riesgos laborales, razón por la cual en lo corrido del año las utilidades de Suramericana se han reducido 95%. Aunque esperamos que esta dinámica se modere durante el 2022, consideramos que este efecto continuará afectando los resultados de Suramericana. Vale la pena resaltar por un lado que el aporte por dividendos en 2022 proveniente de esta filial se vería reducido de forma importante (en 2021 Suramericana representó el 27% de los ingresos provenientes de dividendos para Grupo SURA), y que estimamos que la rentabilidad de Suramericana vuelva a niveles prepandemia solo hasta el año 2024.

Evolución Siniestralidad Incurrida



Fuente: Grupo Sura | Cálculos Davivienda Corredores

Dividendos recibidos 2021E

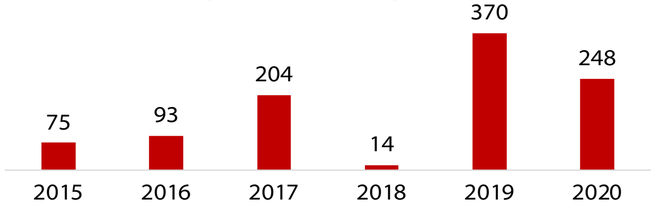


Fuente: Grupo Sura.

Perspectiva de la renta fija. Dada la susceptibilidad del los negocios del holding al comportamiento del mercado de valores, consideramos que, de cara al 2022 los retos en torno a los yields de las inversiones será un factor clave a monitorear, en donde los principales riesgos se podrían evidenciar en los rendimientos de la renta fija global debido a las expectativas de un ajuste de la política monetaria por parte de los bancos centrales y así generar cierta volatilidad al portafolio de inversión, tanto de Suramericana como de SUAM.

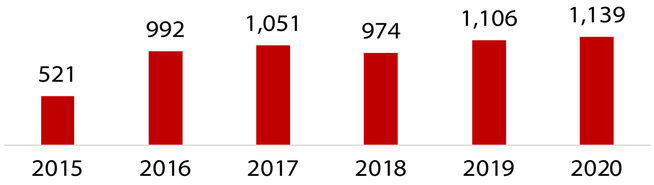
A manera de referencia, en el caso de Suramericana las utilidades al cierre del 2020 fueron COP 211 mil mm, beneficiadas por el ingreso por inversiones. En el caso de SURA AM, el ingreso por encaje, ha representado cerca del 15% del total de la utilidad operativa en los últimos 5 años.

Ingresos por Encaje Sura AM (COP mil mm)



Fuente: Grupo Sura

Ingreso por inversiones Suramericana (COP mil mm)



Fuente: Grupo Sura

VALORACIÓN_

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

Utilizamos el precio promedio de los últimos doce meses de Grupo Argos y Grupo Nutresa. Mientras que para el caso de Bancolombia utilizamos nuestro P.O. 2022E.

Incluimos en nuestra valoración de Sura AM (P/VL 0.68x) y Suramericana (P/VL 1.20x) para las cuales utilizamos la metodología de exceso de retorno.

Ajustamos la deuda de Grupo Sura con la última información disponible.

Calculamos el Valor Presente de los gastos administrativos.

Otras inversiones están incluidas al valor en libros.

Incluimos un descuento del 7% basados en el diferencial entre el costo del capital ponderado por el aporte de cada inversión y la rentabilidad proyectada del patrimonio del holding.

Valoración

SOTP	Participación	Precio Objetivo 2022	Valor Participación (COP mil mm)	Valor por Acción (COP)	Peso Portafolio
Estratégicas					
Suramericana	81.1%	1.20x	5,140	8,900	19.3%
Sura Asset Management	83.6%	0.68x	5,861	10,100	22.0%
Asociadas					
Grupo Argos	35.5%	11,472	2,630	4,500	9.9%
Grupo Nutresa	35.4%	22,525	3,657	6,300	13.8%
Bancolombia	46.2%	39,400	9,263	16,000	34.8%
Otras inversiones			41	100	0.2%
Total Negocios			26,593	45,900	
Deuda neta			-4,459	-7,700	
VP Gastos Administrativos			-1,827	-3,200	
Equity Value (SOTP)			20,307	35,000	
Descuento por holding			-1,436	-2,500	
Precio Objetivo			**18,870**	**32,600**	

Potencial de Valorización **43.9%**

INMOBILIARIO

Entre reaperturas y mayores tasas de interés _

P.O: 10,820,000 / NEUTRAL

Potencial: 23.0%
Riesgo: Alto
Cierre: 8,798,621

La pandemia tendrá efectos permanentes en la industria inmobiliaria. Sin embargo, una porción de los choques será transitoria y, en la medida que la economía se recupere, también lo harían los distintos activos del PEI, permitiendo así mejorar sus niveles de rentabilidad y recuperar la senda positiva en el valor del portafolio, donde la estabilización de indicadores como la vacancia, podría ser un catalizador que permita cerrar, por lo menos parcialmente, la brecha entre el valor justo y el precio de mercado; la cual consideramos refleja descuentos que no lucen razonables pero donde los bajos volúmenes de negociación han reducido el apetito de algunos inversionistas y este será un reto importante para el PEI.

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Capitalización bursátil (COP bn)	3.80
Flujo distribuible 2022E (COP)	497,673
Retorno por flujo a NAV	4.5%
Retorno por flujo a mercado	5.7%
% MSCI COLCAP	N.A.
#Teis (miles)	431.4
P/VL a NAV actual	1.0x
P/U a NAV actual	23.7x
Último precio mercado (COP)	8,798,621
Último precio NAV (COP)	10,998,276
Máx 52 semanas (COP)	10,998,276
Mín 52 semanas (COP)	10,638,530

> AUTORES

Rodrigo Sánchez
Analista Sr. acciones
wsanchez@corredores.com

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com

¿POR QUÉ NEUTRAL?

A mercado, el vehículo evidencia un descuento significativo (~20%), el cual refleja un escenario ácido que dista de las expectativas del sector y de los resultados de PEI. Con una inflación en 2022 cercana a 3.6%, la rentabilidad del vehículo (frente al NAV) estaría alrededor del 8.2%, solo ~50 pbs superior al *yield* de los TES a 10 años (~150 pbs frente a mercado), lo cual le resta atractivo al vehículo, en un contexto donde los descuentos de los inmobiliarios en Latam permanecen amplios y donde pese al alto potencial de valorización, el grueso del Colcap también presenta descuentos significativos y el *yield* de la renta fija se ha incrementado considerablemente, lo que nos lleva a reiterar la recomendación.

ASPECTOS A DESTACAR

Actualizamos el P.O. 2022FA a COP 10,820,000 / TEI, manteniendo la recomendación NEUTRAL: Dentro de los principales cambios que hemos incorporado a esta actualización se destacan: i) desplazamos en ~+100 pbs la curva de vacancia económica estructural, la cual promedia 11.1% entre 2021-2025, cerca de 435 pbs por encima de la expectativa estructural de la administración; ii) incluimos la entrada de cerca de 44 mil m^2 de nuevo GLA hasta 2022; iii) estimamos un *loan to value* del 36.9% para cierre de 2022 y de 38.5% para 2025, donde el incremento es resultado de factores como los niveles de vacancia, el mayor gasto financiero y ajustes del valor del portafolio para 2021 por debajo de la inflación.

Sin embargo, resaltamos que este nivel de endeudamiento continúa siendo inferior al de sus pares regionales y esperaríamos que, en el mediano plazo, de contar con condiciones de mercado favorables, se pueda adelantar la emisión de nuevos tramos de títulos participativos pero reconocemos que sin dicha emisión, el crecimiento futuro se verá comprometido e; iv) incrementamos el costo promedio de la deuda en cerca de 200 pbs, considerando la importante indexación a IPC y la expectativa de una política monetaria menos expansiva por parte del BanRep.

Lo peor ya habría pasado: Si bien el impacto en variables macro, como el empleo, no parece que tenga solo efectos transitorios, la expectativa de recuperación generalizada de la economía será el principal impulsor de la mejora en cifras del vehículo. De hecho, estimamos que entre 2020 y 2025, el TACC de ingresos será de 4.0%, alrededor de 60 pbs por encima de la inflación promedio del mismo periodo, gracias a la moderación en la vacancia y la entrada de nuevos activos.

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 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.

Balance General Consolidado					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Total Activos	6,277	6,930	7,543	7,904	8,156
Total Pasivos	1,646	2,259	2,739	2,985	3,123
Patrimonio e interés minoritario	4,631	4,671	4,804	4,919	5,034
Deuda total / Valor propiedades	25.0%	32.6%	35.5%	36.9%	37.4%
Deuda Total/Patrimonio	33.4%	46.9%	54.9%	58.3%	59.6%
Deuda Total/EBITDA	5.0x	7.7x	7.9x	8.2x	8.0x
Deuda Neta/EBITDA	4.8x	7.2x	7.8x	8.0x	7.9x
ROE	8.8%	5.6%	7.2%	6.7%	6.7%
ROA	6.5%	3.8%	4.6%	4.2%	4.1%

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Ingresos operacionales	466	441	513	542	561
Gastos operacionales	81	75	90	103	108
Utilidad operativa neta (NOI)	**385**	**367**	**423**	**439**	**454**
Gastos administrativos	73	82	91	87	79
Ebitda	**312**	**285**	**333**	**352**	**375**
Gastos financieros netos	94	106	87	113	122
Flujo de caja de operación	218	179	246	239	253
Inversión en Capital de Trabajo	51	13	0	-11	-4
CAPEX	0	30	34	35	36
Flujo de caja distribuible	269	135	212	215	220
Margen NOI	83%	83%	83%	81%	81%
Margen EBITDA	67%	65%	65%	65%	67%

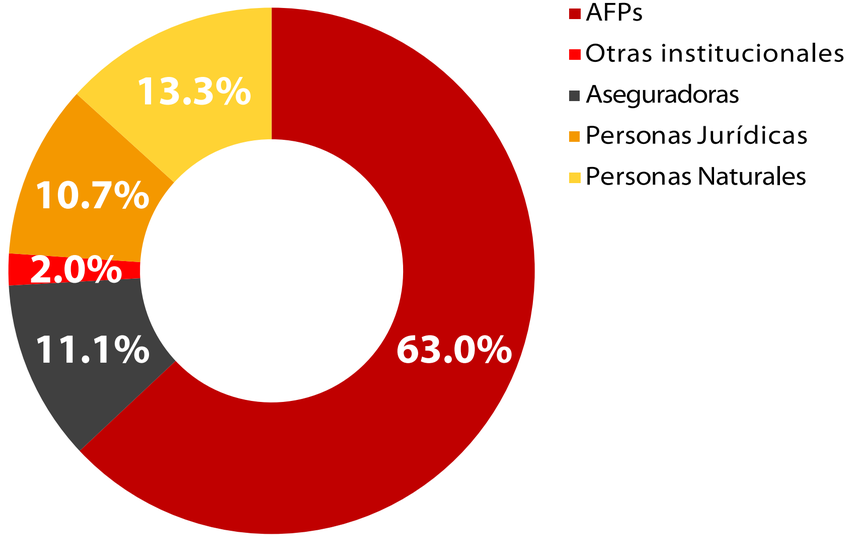
FICHA TÉCNICA

Resumen					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
TEIS en circulación (miles)	431	431	431	431	431
Cap. Bursátil	4,631	3,830	3,796	3,796	3,796
NAV (TEI/COP)	10,734,254	10,826,515	10,998,276	10,998,276	10,998,276
Precio mercado @80%	10,734,254	8,877,742	8,798,621	8,798,621	8,798,621
VL (TEIS/COP)	10,735,159	10,827,970	11,135,644	11,401,490	11,667,242
UPT	942,913	607,509	798,968	763,520	776,546
Total Deuda	1,547	2,191	2,637	2,870	3,002
Deuda Neta	1,504	2,047	2,579	2,811	2,942
EV	6,135	5,877	6,375	6,607	6,738
EV/EBITDA	19.6x	20.6x	19.2x	18.8x	18.0x
P/VL	1.0x	0.8x	0.8x	0.8x	0.8x
P/U	11.4x	17.8x	13.9x	14.9x	15.0x
Retorno por flujos (NAV)	5.8%	2.9%	4.5%	4.5%	4.7%
Retorno por flujos (mercado)	5.8%	3.5%	5.6%	5.7%	5.8%
Flujos distribuibles (COP)	623,721	312,845	491,294	497,673	510,794
AUMs	6,280	6,930	7,421	7,780	8,029
GLA (mts2)	982,000	1,043,172	1,130,287	1,149,332	1,149,332
Vacancia económica	6.0%	8.8%	13.0%	11.0%	10.8%
Cap rate*	7.4%	5.9%	6.0%	5.8%	5.7%

- El Cap rate fue calculado como el cociente entre el NOI y el promedio del valor de los activos del año calculado y el anterior
- * Precio al cierre de 15/10/2021

Presidente: Jairo Alberto Corrales
Vicepresidente de Inversiones: Andrés Felipe Ruiz
IR: Jimena Maya
Página web: www.pei.com.co

COMPOSICIÓN ACCIONARIA

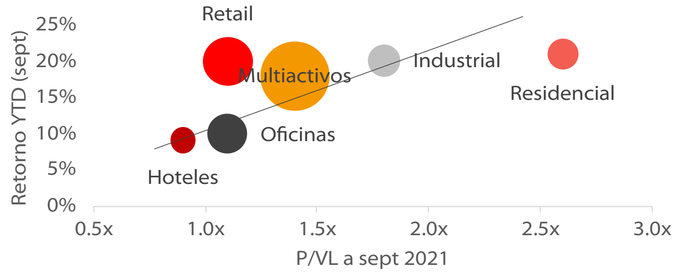


Fuente: PEI A.M.

TESIS DE INVERSIÓN_

El desempeño irá en paralelo a la recuperación económica. En la medida que se han ido dando mayores reaperturas, los flujos de personas, el retorno a los espacios laborales y la mayor dinámica del comercio (logística y *retail*) han contribuido a que el PEI empiece a reversar parte de los choques que se observaron en los peores momentos de la pandemia, y consideramos que aún queda espacio para continuar con la recuperación, en la medida que indicadores como la vacancia física siguen cediendo y que los alivios temporales se siguen terminando. No obstante, esto no implica que esperemos que el vehículo alcance niveles prepandemia en el corto o mediano plazo o que segmentos como el de oficinas no pueda seguir mostrando deterioros; pero consideramos que el mayor impacto a los avalúos ya se habría dado. Además, reconocemos que, pese a los choques mencionados, el vehículo ha logrado mantener estables sus márgenes de rentabilidad y esperamos repuntes importantes a nivel de flujos distribuibles.

Desempeño de los REITs globales por tipo



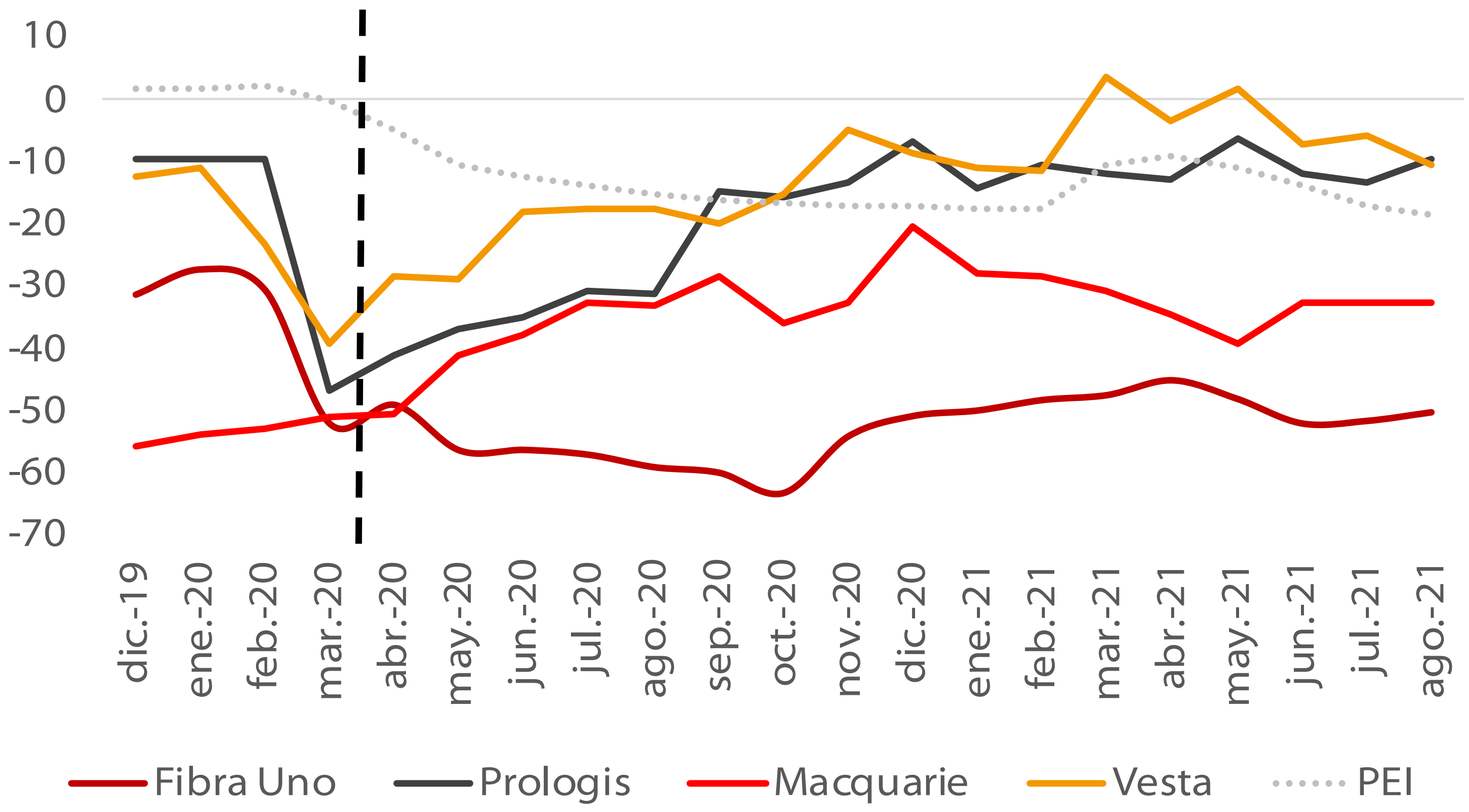
Fuente: Bloomberg | Estimaciones: Davivienda Corredores

Defensivo frente a la inflación. Nos encontramos en un contexto en el que las presiones y las sorpresas inflacionarias se han vuelto recurrentes y, en el caso colombiano, esperamos que en 2022 dichos niveles se mantengan por encima del punto medio del rango meta del BanRep. En este sentido, son pocos los negocios que logran contar con una cobertura a este fenómeno como los activos inmobiliarios, los cuales por su naturaleza logran capturar dichas presiones vía mayores rentas, siendo este un incentivo adicional para contar con activos de las características del PEI dentro de los portafolios de inversión.

Los inmobiliarios son defensivos ante la inflación

Los descuentos de los inmobiliarios se han ido cerrando. Tras el inicio de la crisis a inicios de 2020, los REITs globales pasaron de negociarse en promedio de 1.7x su valor en libros a 1.2x a mediados de marzo. Sin embargo, con el pasar de los meses y con una mayor visibilidad sobre la recuperación económica y sobre los impactos controlados en la capacidad de generación de flujos de los vehículos, dicho desempeño se ha ido recuperando de manera paulatina, incluso en la región. Los vehículos han empezado a mostrar una mayor recuperación y, a cierre de agosto, el descuento promedio (simple) de algunos comparables del PEI en la región se ha cerrado en un 21pps frente a marzo de 2020, mientras que en el caso del PEI, el descuento se mantiene relativamente estable, en cerca del 18% y no se ha cerrado de manera significativa.

Prima / Descuento histórico vehículos LatAm



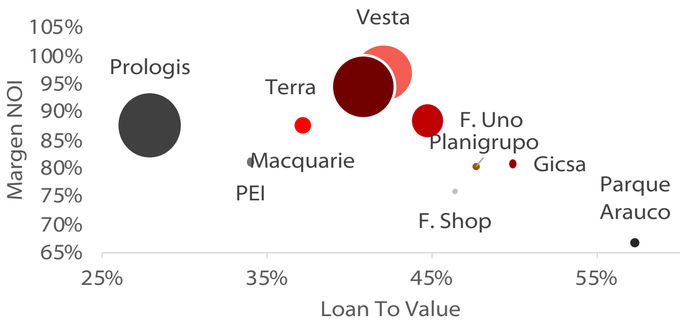
Fuente: Bloomberg | PEI | Estimaciones: Davivienda Corredores

RIESGOS_

El apalancamiento limitará el crecimiento. Desde su prospecto, el PEI cuenta con un nivel máximo de apalancamiento permitido del 40% (*Loan-to-value*), el cual actualmente ronda el 34%. Sin embargo, considerando su perfil de vencimientos, el incremento esperado en el costo de la deuda y la entrada de nuevos activos que requieren inversiones cercanas a los COP 300 mil mm, estimamos que dicho indicador tenderá a incrementarse durante los próximos años, y que sin asumir entradas adicionales de activos, distintos a los ya anunciados, el PEI cerraría el 2022 con un indicador de 36.9% y para 2027, dicho indicador podría superar el nivel de apalancamiento permitido de no adelantarse desinversiones, un mayor nivel amortización de deuda al proyectado o una emisión de TEIS.

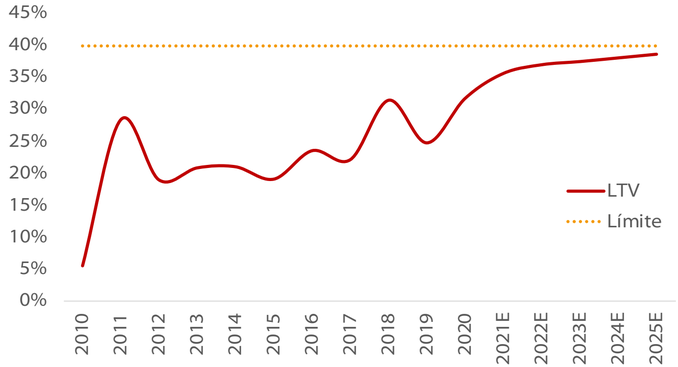
Si bien este indicador del 40% está incluso por debajo de los niveles promedio de vehículos comparables y no nos preocupa la sostenibilidad de la deuda del PEI, dichos niveles sí se convierten en una restricción de crecimiento importante, lo cual se podría resolver vía emisión de TEIS, dado que el vehículo aún cuenta con ~COP 1.3 bn de cupo disponible para emitir, pero a los precios de negociación y con los niveles de liquidez actuales del vehículo, esta no es una alternativa fácil de llevar a cabo, donde seguramente la administración estará esperando para contar con condiciones más favorables y adelantar un proceso de este tipo. La otra alternativa es la desinversión de activos.

Vehículos LatAm - LTV vs. Margen

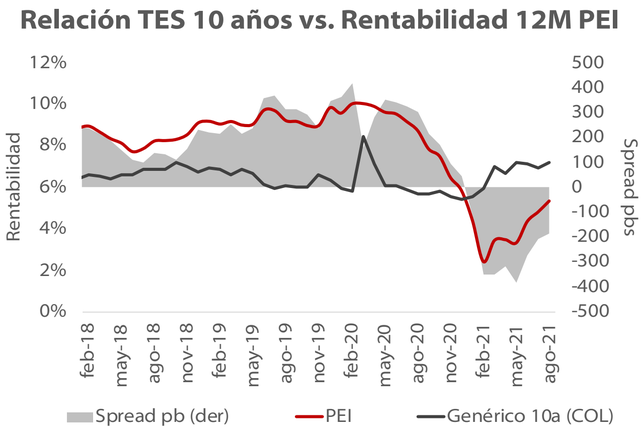


Fuente: Bloombera | Estimaciones: Davivienda Corredores

PEI - Loan To Value



Fuente: PEI | Estimaciones: Davivienda Corredores



Fuente: Bloomberg | PEI | Estimaciones: Davivienda Corredores

El ciclo de política monetaria podría restarle atractivo a los inmobiliarios. Uno de los principales factores por los cuales los bancos centrales del mundo están entrando en un ciclo de aumento de tasas es la inflación y este es un componente que está de alguna manera cubierto de manera natural en los activos inmobiliarios. Sin embargo, también es cierto que el efecto de una política monetaria contractiva normalmente resulta en mayores retornos esperados vía *yield* de algunos activos de renta fija, lo que obliga a que los inmobiliarios tengan que alcanzar mayores rentabilidades para mantener una relación riesgo/retorno atractiva. En el caso del PEI, desde cierre del 2017, la rentabilidad anual medida de manera mensual ha logrado mantenerse en promedio ~142 pbs por encima del *yield* de un TES genérico 10 años, pero en los últimos 12 meses (a agosto de 2021), dicho spread ha promediado -138 pbs. Sin embargo, como ya lo mencionamos, esperamos que la rentabilidad del vehículo mejore de manera importante en los próximos trimestres, lo que debería llevar dicho diferencial a terreno positivo nuevamente.

Es deseable una mayor divulgación de información. El PEI publica con cierta periodicidad información relevante del vehículo, su desempeño, transacciones e información general. Sin embargo, consideramos que en ocasiones nuestro análisis se ve limitado por la ausencia de cierta información que consideramos podría enriquecerlo; donde si bien entendemos que esta puede ser una decisión que busca salvaguardar algunos detalles de la estrategia comercial, encontramos que en los estándares de la industria a nivel mundial sí está disponible información como: i) detalle de las rentas y/o *cap rate* por activo o tipo de activo, ii) vacancia económica y física por activo o tipo de activo; iii) detalle de las cuentas tenidas en cuenta en los cálculos de las métricas operacionales del vehículo, como el NOI o el flujo operacional (FFO), siendo esta última una de las métricas más tradicionales en el mercado inmobiliario, la cual además facilita la comparabilidad con la industria; iv) valoración del portafolio excluyendo adquisiciones o desinversiones; y, v) Capex.

Información publicada	F. Uno	F. Macquarie	F. Prologis	Vesta	PEI
Kit del inversionista	Si	No	No	No	No
Renta/NOI por tipo de activo	Si	Si	Si	Si	No
GLA por tipo de activo	Si	Si	Si	Si	Si
Duración contratos por tipo	Si	Si	Si	No	No
Vacancia física por tipo de activo	Si	Si	Si	Si	Si
Vacancia económica por tipo	Si	Si	No	No	No
Conciliación FFO	Si	Si	Si	Si	No
Llamada de resultados	Si	Si	Si	Si	Si
Ingresos/NOI mismos metros	Si	Si	Si	No	No
Repetición llamada y transcript	Si	Si	Si	Si	No
Leasing spreads	Si	No	No	No	No
Rentas / cap rate adquisiciones	Si	Si	No	Si	No
Perfil vencimientos deuda	Si	Si	Si	No	Si

Fuente: Emisores | El cumplimiento de cada condición fue revisado por Davivienda Corredores según información disponible

Valorización por debajo de la inflación. Considerando que las expectativas de crecimiento y recuperación de la economía se han ajustado al alza durante los últimos meses y que el vehículo ha logrado la recolocación de algunos espacios disponibles, esperamos que el portafolio tienda a ajustarse al ritmo de la inflación hacia adelante. Sin embargo, no descartamos que algunos activos puntuales, como Atrio por ejemplo, puedan presentar desvalorizaciones si no alcanzan mejores niveles de ocupación en el mediano plazo. Al evaluar el portafolio del PEI a cierre de 2020, ajustado por los activos incorporados durante el año y por la participación del PEI en Plaza Central, el cambio en el valor del portafolio del PEI sin adquisiciones fue de -1.86%. Dado que es difícil anticipar el ajuste en avalúos bajo la incertidumbre que aún persiste, asumimos que el portafolio del PEI en 2021 apenas se valorizará un 1.6% y, en un ejercicio de sensibilidad, si el portafolio del PEI se desvalorizara en 1.86% nuevamente en 2021, el valor justo para 2022 tendría un impacto de COP 210,000 por TEI.

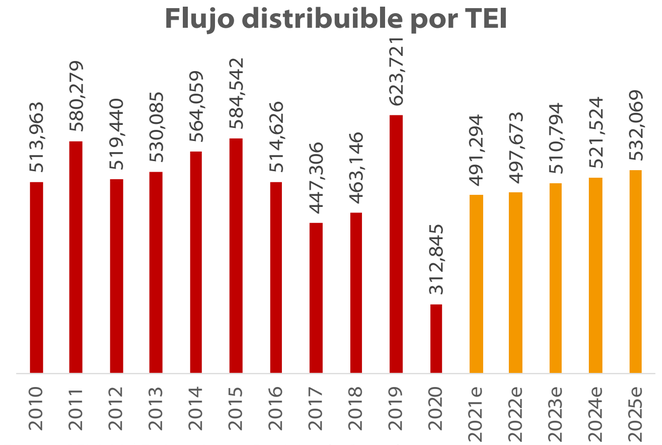
La estructura de comisiones no luce tan eficiente en coyunturas como la actual. El PEI es administrado por PEI Asset Management y por dicho servicio paga una serie de comisiones: 1% por administración (sobre AUMs) y 3% por escrituración (sobre adquisiciones). En promedio, estimamos que desde 2011 hasta 2020, el PEI ha pagado anualmente una comisión implícita del 1.24% sobre el valor de sus activos. Sin embargo, al evaluar la relación comisiones/ingresos, este porcentaje pasó de promediar el 13.2% entre 2010 y 2019 al 18.6% en 2020, lo cual implica que este es un gasto que no es gestionable y en escenarios de resultados debilitados por la coyuntura, la erosión que genera en el flujo que perciben los inversionistas es significativo y consideramos que esquemas de remuneración basados en resultados operacionales, por lo menos de manera parcial, pueden generar un mayor alineamiento entre administradores e inversionistas y, de paso, fortalecer el componente de gobierno corporativo del vehículo.

PROYECCIONES_

Crecimiento de activos. Nuestras estimaciones incluyen los activos nuevos que ya han sido anunciados por el equipo directivo para ser incorporados entre 2021 y 2022. Sin embargo, dado que no conocemos en detalle sus condiciones específicas (vacancia, periodo de estabilización y valor arriendos), asumimos que los nuevos activos ingresarán y evolucionarán en línea con nuestras estimaciones de *Cap rate.*

Flujo distribuible. Estimamos un flujo distribuible para 2021 de COP 491 mil por TEI, mientras que para 2022 estimamos un flujo de COP 498 mil por título.

Otros indicadores. Estimamos un nivel de vacancia económica de 13% a cierre de 2021, reduciéndose a 11.0% para 2022 y estabilizándose en 10% en el largo plazo. Además, estimamos un margen NOI de 81% en 2022, tendiendo hacia niveles de 80% en el largo plazo, producto de los esfuerzos en recolocación de áreas y a una vacancia estructural de dos dígitos.



Fuente: PEI A.M. | Estimaciones: Davivienda Corredores

VALORACIÓN_

Metodologías: 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 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 del vehículo fueron: Ke 9.4% y un *Exit Cap Rate* de 6.1%.

Nuestro ejercicio de valoración resulta en un Precio Objetivo 2022FA de COP 10,820,000/ TEIS, ofreciendo un potencial de valorización del -1.6% (+2.9%, incluyendo el flujo distribuible), frente al NAV. Sin embargo, frente al precio de negociación actual del título con un descuento del 20%, el potencial de valorización es del 21% (26% incluyendo el flujo distribuible), por lo cual, al considerar dicho potencial frente al de otros activos de riesgo locales, como el MSCI Colcap, mantenemos la recomendación NEUTRAL.

¿Qué justifica una negociación al 8% del PEI desde una perspectiva fundamental?

Variable	Escenario actual	Escenario estrés I	Escenario estrés II
Vacancia económica de largo plazo	10%	18%	22%
Margen NOI	81%	75%	78%
Incremento anual en arriendos	IPC+0%	-10% en 2022 -5% en 2023 IPC + 0% LP	-20% en 2022 0% en 2023 IPC + 0% LP

Estimamos que para que el valor fundamental del PEI se ajuste al nivel actual de negociación (~COP 8,760,000 por TEI), las combinaciones de variables presentadas en la tabla precedente deberían darse, escenarios que consideramos altamente improbables.

SENSIBILIDAD_

Rentabilidad esperada en un horizonte de inversión a tres años: Es imposible determinar si el mercado le seguirá asignando un descuento a los TEIS frente al NAV y reconocemos que este es el mayor reto que enfrenta nuestra tesis de inversión. Sin embargo, basados en nuestras estimaciones de valor justo para los próximos tres años, en conjunto con algunos supuestos, evaluamos la rentabilidad nominal anual esperada que podría entregar una inversión en PEI, dependiendo del periodo de inversión, el descuento o prima pagado al comprar y vender la unidad. Es importante resaltar que estos resultados deben ser analizados con cautela, dado que la sensibilidad está construida a partir de estimaciones y supuestos, que podrían diferir de los resultados entregados por el vehículo durante los próximos años. Como referencia, los supuestos utilizados para la estimación de rentabilidad parten de nuestra proyección de flujos distribuibles, de la entrada de activos nuevos ya anunciados y de las estimaciones de inflación que tenemos en el Grupo Bolívar.

Años de inversión

3		Prima/Descuento en Venta						
		70%	75%	80%	85%	90%	95%	100%
Prima/Descuento en Compra	100%	-3.9%	-1.9%	-0.1%	1.7%	3.5%	5.1%	6.8%
	95%	-2.1%	-0.1%	1.8%	3.6%	5.3%	7.0%	8.7%
	90%	-0.2%	1.8%	3.7%	5.6%	7.4%	9.1%	10.8%
	85%	1.8%	3.9%	5.8%	7.7%	9.6%	11.3%	13.0%
	80%	4.0%	6.1%	8.1%	10.1%	11.9%	13.7%	15.5%
	75%	6.5%	8.6%	10.7%	12.6%	14.5%	16.4%	18.2%
	70%	9.1%	11.3%	13.4%	15.4%	17.4%	19.3%	21.1%

Estimaciones: DaviviendaCorredores

PETRÓLEO Y MINERÍA

Creación de valor apunta a la transición energética_

P.O: 3,300 / SOBREPONDERAR

Potencial: 11.5%
Riesgo: Muy Alto
Cierre: 2,960

Consideramos que el precio actual de la acción subestima el valor justo de la compañía que se desprende de la recuperación en el precio del petróleo y los elevados niveles de la tasa de cambio, lo que sumado a: i) el valor que se ha generado de la profunda transformación operacional, el cual se ha reflejado en una amplia expansión en los márgenes de rentabilidad; ii) el alto retorno por dividendos dada las necesidades de caja de su accionista mayoritario y el nivel récord de generación de utilidades en 2021 y; iii) el potencial que se deriva de la compra de ISA, hacen de la petrolera una opción muy atractiva que cumple con las condiciones necesarias para hacer parte de nuestro portafolio de Top Picks.

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Capitalización bursátil (COP bn)	122
Flotante	11.5%
Dividendo anual 2022E (COP)	233
Retorno por dividendo	7.9%
% MSCI COLCAP	14.4%
# Acciones (mm)	41,117
P/VL actual:	1.6x
P/U actual:	7.6x
EV/EBITDA actual:	5.2x
Último Precio:	2,960
Max 52 semanas	2,960
Min 52 semanas:	2,165

¿POR QUÉ SOBREPONDERAR?

Consideramos que el descuento de la acción de Ecopetrol, tanto en términos históricos como relativos a sus comparables, es evidente; más aún, considerando las muestras que ha dado la compañía al mercado de seguir superando los pronósticos de rentabilidad, incluso ante precios más bajos que los vistos en años anteriores y pese a que la producción se mantiene por debajo de los promedios históricos recientes. Adicional a lo anterior, la flexibilidad financiera de la compañía, la ventaja de mantener rentabilidades superiores al promedio del sector y la posición dominante en términos de producción de crudo y gas, reafirman nuestra opinión de que aún existe un punto de entrada atractivo en Ecopetrol.

> AUTORES

Nicolas Erazo
Analista acciones
nerazo@corredores.com

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com

ASPECTOS A DESTACAR

Precio Objetivo de COP 3,300 2022FA y recomendación de SOBREPONDERAR: Estimamos que con mayores precios de Brent (USD 70.1 promedio 2021; USD 73.0 promedio 2022) y entendiendo los niveles de tasa de cambio, la compañía podrá superar sin mayor dificultad las cifras e indicadores financieros del 2019, en 2021 y 2022, es decir superando los resultados vistos antes del inicio de la pandemia. El incremento en los márgenes de rentabilidad y la perspectiva de una recuperación de la producción en Colombia también constituyen importantes catalizadores para el precio de la acción. Finalmente, incluimos ISA en el ejercicio de valoración teniendo en cuenta nuestro Precio Objetivo de COP 28,300 para esta compañía.

Incorporamos ISA a nuestro ejercicio de valoración a un precio de COP **28,300**

El desempeño de la acción ha perdido algo de correlación con el Brent: Si bien sabemos que el precio de referencia Brent impacta de forma casi lineal los resultados de Ecopetrol, la correlación con el precio de la acción ha disminuido desde comienzos del año. Las razones son varias: oferta no vinculante por ISA, posible emisión de acciones y una producción por debajo de las expectativas, entre otras. Aunque ya la transacción por ISA se ha cerrado, la expectativa de un proceso de emisión de acciones se mantiene vigente lo que podría seguir limitando la valorización del activo hasta tanto no se conozcan los detalles de este proceso.

Sorpresas al alza en el corto plazo en el precio del Brent podrían ser un catalizador. Es claro que la menor oferta de crudo esperada a nivel global y una demanda que viene repuntando hacia 4T21 y 2022, ha presionado al alza los precios y las expectativas del mercado de crudo. Incorporando estos hechos, incrementamos nuestra estimación del 4T21 (USD 77/BI), reconociendo que podríamos observar ciertas disminuciones una vez la oferta de crudo se normalice, a pesar de no estar estimando precios por debajo de USD 70/BI para 2022.

FICHA TÉCNICA

Descripción de la compañía: Ecopetrol S.A. (ECOPETL: BVC) es la principal compañía verticalmente integrada de petróleo y gas en Colombia, abarcando tres líneas de negocio principalmente: i) Exploración y Producción, ii) Transporte y iii) Refinación. De la misma manera, Ecopetrol cuenta con una participación superior al 60% de la producción de hidrocarburos (crudo y gas) a nivel local. En el frente internacional, Ecopetrol se enfoca en operaciones de Exploración y Producción primordialmente en Estados Unidos, Brasil y México, aprovechando las sinergias y alianzas con sus pares regionales.

Balance General Consolidado (Incluyendo ISA)					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Total Activos	135,448	139,417	215,603	222,551	226,086
Total Pasivos	75,104	83,598	124,595	122,030	120,107
Patrimonio e interés minoritario	60,344	55,819	91,008	100,521	105,979
Deuda Total/Patrimonio	**0.6x**	**0.8x**	**0.9x**	**0.8x**	**0.8x**
Deuda Total/EBITDA	**1.2x**	**2.8x**	**2.1x**	**1.7x**	**1.7x**
Deuda Neta/EBITDA	**1.0x**	**2.5x**	**1.7x**	**1.2x**	**1.3x**
ROE	**23.5%**	**3.2%**	**20.6%**	**21.7%**	**17.8%**
ROA	**9.8%**	**1.2%**	**7.4%**	**8.4%**	**7.2%**
ROIC	**15.8%**	**5.3%**	**16.6%**	**18.4%**	**16.3%**

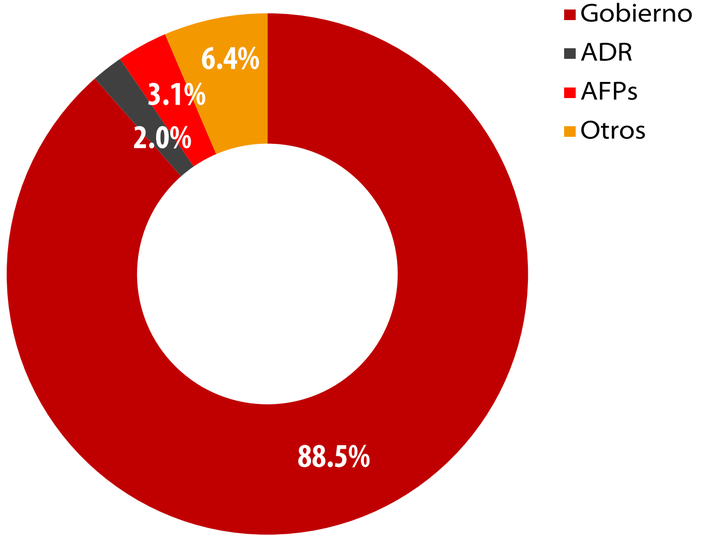
Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Ingresos Operacionales	**70,847**	**50,027**	**84,448**	**103,436**	**98,545**
Costo de ventas	44,958	37,553	48,668	57,778	57,064
Utilidad Bruta	**25,889**	**12,474**	**35,780**	**45,658**	**41,481**
Gastos adm. y comercial.	3,726	4,841	5,646	6,355	6,026
Utilidad Operacional	**22,163**	**7,633**	**30,134**	**39,303**	**35,455**
UNAI	20,847	5,240	26,454	34,259	30,641
Impuesto a la renta e interes minoritario	7,596	3,552	10,470	15,492	14,380
Utilidad Neta	**13,251**	**1,688**	**15,984**	**18,767**	**16,262**
EBITDA	**31,108**	**16,840**	**40,246**	**49,656**	**47,142**
Margen Bruto	36.5%	24.9%	42.4%	44.1%	42.1%
Margen Operacional	31.3%	15.3%	35.7%	38.0%	36.0%
Margen EBITDA	43.9%	33.7%	47.7%	48.0%	47.8%
Margen Neto	18.7%	3.4%	18.9%	18.1%	16.5%

FICHA TÉCNICA

Resumen					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Acciones en circulación (mm)	41,117	41,117	41,117	41,117	41,117
Cap. Bursátil	136,302	92,307	121,705	121,705	121,705
Precio (COP/Acción)*	3,315	2,245	2,960	2,960	2,960
VL (COP/Acción)	1,372	1,267	1,817	2,028	2,147
UPA (COP/Acción)	322	41	389	456	394
Total Deuda	38,239	46,731	86,252	82,964	81,616
Deuda Neta	31,163	41,649	70,918	63,815	58,244
EV	171,397	137,680	210,378	204,066	199,100
EV/EBITDA	5.5x	8.2x	5.2x	4.1x	4.2x
P/VL	2.4x	1.8x	1.6x	1.5x	1.4x
Precio Utilidad	10.3x	54.7x	7.6x	6.5x	7.5x
Retorno por dividendos	9.5%	8.0%	0.6%	7.9%	9.2%
Dividendo por acción	314	180	17	233	273
Producción (kbped)	725	697	672	736	784
Reservas 1P (mmbpe)	1,893	1,770	1,770	1,770	1,770
Vida de las reservas 1P (años)	7.8	7.5	7.8	7.2	6.7
Precio Crudo Brent	64	43	70	73	68

Presidente: Felipe Bayón
Vicepresidente Financiero: Jaime Caballero Uribe
IR: Lina Contreras
Página web: www.ecopetrol.com.co

COMPOSICIÓN ACCIONARIA

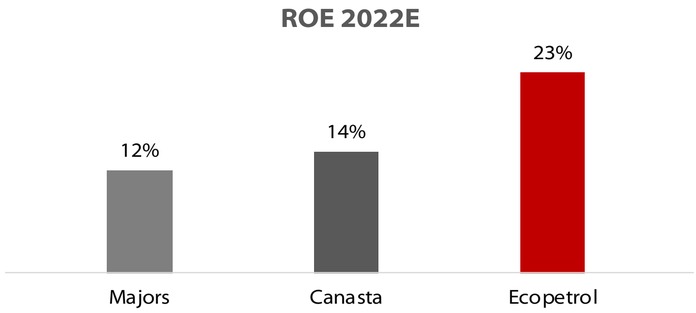


Fuente: Ecopetrol

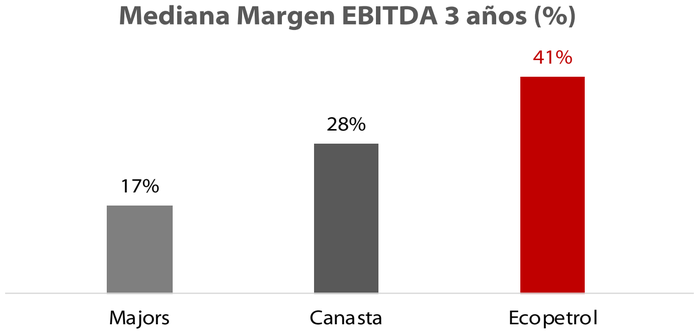
* Precio de cierre: 15/10/2021

TESIS DE INVERSIÓN_

Ecopetrol cuenta con un historial de superar la rentabilidad de sus pares, destacándose dentro de su canasta de comparables. Ecopetrol desde el 2015 ha evidenciado una ventaja competitiva frente a sus pares, logrando recurrentemente niveles de rentabilidad por encima del promedio del sector. Ecopetrol no solo supera a la mediana de la muestra de comparables directos en términos de margen EBITDA, sino de igual forma a los grandes jugadores del sector donde encontramos a compañías como Exxon Mobil, Chevron, BP y Royal Dutch Shell. Como referencia, estimamos que el ROE de Ecopetrol (sin ISA) se ubicaría en 23.3% en 2022, mientras que la mediana de este indicador esperado para sus comparables es de 14.1%, evidenciando el hecho de que Ecopetrol sigue ubicándose por encima de la mediana de sus comparables y los grandes *"Majors"* del negocio energético. Viéndolo desde otra perspectiva, en un promedio de tres años (2018-2020), mientras el margen EBITDA de sus comparables fue de 28%, el de Ecopetrol fue de 41%. Adicionalmente, pese a los retos que tiene la compañía en frentes como las reservas petroleras, esta ha continuado registrando indicadores de reemplazo de reservas por encima del 100% y uno de nuestros supuestos base es que logrará mantener dicho indicador en un nivel de 100% hasta 2030.

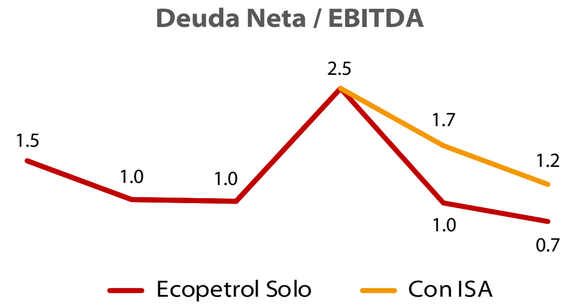


Fuente: Bloomberg I Cálculos: Davivienda Corredores

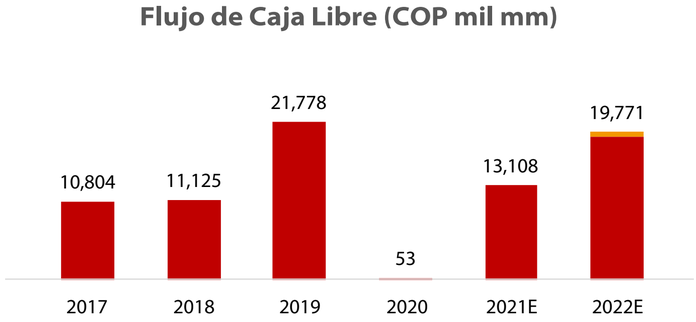


Fuente: Bloomberg I Cálculos: Davivienda Corredores

Flexibilidad financiera, acumulación de capital y disciplina en cuanto a los niveles de apalancamiento. Ecopetrol ha contado con un apalancamiento estable a lo largo de los dos más recientes períodos de crisis en precios del petróleo (Promedio 2017-2020: DN / EBITDA = 1.5x). Para este año, anticipamos que Ecopetrol cerraría con un nivel de apalancamiento de 1.7x (Deuda Neta / EBITDA), justo a un nivel similar a la mediana de comparables, inclusive contemplando el endeudamiento realizado para la adquisición de ISA y la deuda consolidada de ISA. Resaltamos que ISA cuenta con indicadores de apalancamiento también saludables (Deuda Neta / EBITDA 2.4x en 2022) y su generación de caja propia le permite cumplir con sus obligaciones. No obstante, puntualmente en 2021 esperamos unos mayores esfuerzos en términos de capital de trabajo, en comparación al 2019 para Ecopetrol. Estos factores serán posibles vientos en contra a la hora de recuperar los niveles de Flujo de Caja Libre de antes de la pandemia, no obstante nuestro modelo de valoración ya contempla estos efectos (Ver Proyecciones).



Fuente: Ecopetrol I Cálculos: Davivienda Corredores



Fuente: Ecopetrol I Cálculos: Davivienda Corredores

Una oportunidad que no pudo dejar pasar de cara a la transición energética: Los grandes jugadores de la industria que se dedican a la extracción de hidrocarburos en el mundo están migrando aceleradamente hacia la diversificación de sus actividades y se están convirtiendo en empresas energéticas integradas en las que cobra cada vez más importancia los negocios verdes. La decisión de adquirir la participación del estado colombiano en ISA representaría un paso de transformación para Ecopetrol en su ruta de transición energética y descarbonización, haciéndose al control de un activo rentable, eficiente y sin tener que pagar una prima por control. Esperamos que Ecopetrol potencialice el valor de su inversión vía desinversión de activos (como es el caso del negocio de concesiones viales o Taesa), amplíe su portafolio de negocios hacia renovables no convencionales y aproveche la expertiz, conocimiento y relevancia de ISA en el negocio de energéticos para seguir generando valor a los accionistas.

El dividendo de 2022 como mitigador del riesgo de exponerse a un sector de alta volatilidad: Los esfuerzos en reducción de costos e incrementar los niveles de eficiencia y rentabilidad que ha adelantado Ecopetrol durante el último quinquenio, permiten que en momentos como el actual donde se amplía la diferencia entre el precio del petróleo y el *break even* a utilidad, la capacidad de entregar valor a los accionistas vía distribución de dividendos se haga evidente. Es así como esperamos que el dividendo de Ecopetrol se ubique en COP 233/acción en 2022 lo que a precios actuales de mercado equivale a un retorno de 7.9%, que constituye un colchón importante a la hora de invertir en una compañía con un alto perfil de riesgo como Ecopetrol.

Retorno por dividendo en 2022 sería de **7.9%**

RIESGOS_

Emisión de acciones no se ha descartado. Una de las principales razones por la cual consideramos que el precio de la acción de Ecopetrol no ha recogido la subida en el precio del petróleo es sin duda la expectativa de una emisión de acciones. No es un secreto que el gobierno desea diluir su participación hasta el mínimo permitido por ley (80%) y ahora, aún cuando los mejores precios del petróleo han soportando que Ecopetrol genere flujo de caja suficiente para soportar la adquisición de ISA, las intenciones y necesidades fiscales del gobierno nos siguen llevando a pensar que la posibilidad de una emisión de acciones se mantiene vigente. A esto se suma que las necesidades de caja de Ecopetrol también serán mayores si desea poner en marcha el plan de incrementar la producción de gas y aumentar la vida de sus reservas. Vale la pena destacar que para que el Gobierno diluya su participación hasta el 80%, a los precios actuales se deberían emitir cerca de mil 4.5 mil millones de acciones (un poco más de COP 10 bn). Resaltamos que el éxito de la emisión de acciones es clave para un ajuste positivo en el precio de la acción.

Escenarios de Impacto en el Precio Objetivo de una emisión de acciones

Impacto		Precio de emisión de Ecopetrol (Base = COP 2,800/acción)						
		2,200	2,400	2,600	2,800	3,000	3,200	3,400
Número de Acciones a Emitir (Base = 3,000 mm)	1,500	-39	-32	-25	-18	-11	-4	4
	2,000	-51	-42	-32	-23	-14	-5	5
	2,500	-63	-52	-40	-29	-17	-6	6
	3,000	-75	-61	-48	-34	-20	-7	7
	3,500	-86	-71	-55	-39	-24	-8	8
	4,000	-98	-80	-62	-44	-27	-9	9
	4,500	-109	-89	-69	-49	-30	-10	10

Monto de la emisión

Emisión		Precio de emisión de Ecopetrol (Base = COP 2,800/acción)						
		2,200	2,400	2,600	2,800	3,000	3,200	3,400
Número de Acciones a Emitir (Base = 3,000 mm)	1,500	880	960	1,040	1,120	1,200	1,280	1,360
	2,000	1,173	1,280	1,387	1,493	1,600	1,707	1,813
	2,500	1,467	1,600	1,733	1,867	2,000	2,133	2,267
	3,000	1,760	1,920	2,080	2,240	2,400	2,560	2,720
	3,500	2,053	2,240	2,427	2,613	2,800	2,987	3,173
	4,000	2,347	2,560	2,773	2,987	3,200	3,413	3,627
	4,500	2,640	2,880	3,120	3,360	3,600	3,840	4,080

Un debilitamiento de precios actuales de crudo. Precios por debajo de USD 50/barril afectarían nuestra tesis de inversión. Si bien Ecopetrol ha enfrentado ya dos crisis del crudo durante los últimos seis años, la complejidad en términos de balance entre demanda/oferta del crudo aún enfrenta grandes desafíos, particularmente considerando la dinámica de transición energética en el mundo y la incertidumbre sobre la recuperación económica de algunos de los principales demandantes del *commodity*. Con el fin de incorporar estos riesgos y mantener cierto margen de seguridad en nuestra valoración, hemos partido de una curva de Brent que comienza en USD 77/Bl en el 4T21 y disminuye gradualmente hacia los USD 57/Bl en el 2026, producto de una mayor oferta hacia los próximos años. Hacia el 2022, utilizamos un precio de Brent USD 73.0/Bl y de USD 67.5/Bl hacia 2023. En un escenario en que el Brent se ubicara en niveles de USD 45/Bl durante todo nuestro periodo de proyección, nuestro precio objetivo sería de COP 2,110 / acción.

Decisiones por parte del accionista mayoritario, es decir el Gobierno Colombiano, pueden no encontrarse completamente alineadas con los intereses de minoritarios. Si bien somos conscientes de las necesidades fiscales del país, esta situación podría llevar al accionista mayoritario a tomar decisiones en materia de dividendos, fusiones y adquisiciones o crecimiento orgánico que no le permita a los minoritarios capturar oportunidades potenciales, más aún, considerando que Ecopetrol es un emisor que en el desarrollo de sus actividades normales, logra frecuentemente generar retornos sobre el capital invertido superiores a su costo del capital (ROIC 2015-2023E: 12.2% vs WACC: 9.7%).

Demanda de derivados de crudo, tanto a nivel local como internacional. Contamos con una perspectiva favorable en términos de demanda de crudo para lo que resta del año, manteniéndose en el 2022. De acuerdo con datos del Ministerio de Minas y Energía, los indicadores de Gasolina y Diesel ya se encuentran en niveles pre-pandemia registrados en Febrero de 2020 (+18% y +5%, respectivamente), la demanda de *Jet Fuel* aún cuenta con una brecha relevante frente a los niveles de Febrero 2020 (-33%). Con ayuda de los programas de vacunación, soportados por un rebote en la demanda de crudo global, el escenario luce mucho más estable que hace algunos meses, sin embargo, el riesgo del COVID no ha desaparecido y las amenazas que representan las variantes del virus (ejemplo variante DELTA u otras variantes) serán un factor clave a monitorear.

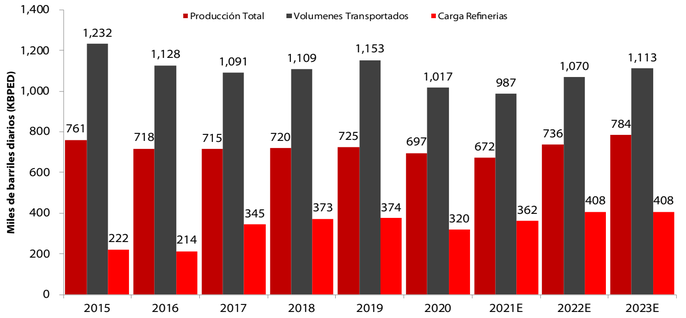
Producción y volúmenes estarían por debajo del rango guía de Ecopetrol. Prevemos que la producción esperada de este año estará por debajo del rango guía de Ecopetrol (672 KBPED 2021 est. vs 690 – 700 KBPED rango guía de Ecopetrol). Del mismo modo, este año será retador anticipar una recuperación en los volúmenes transportados al nivel de 2019, a pesar de que estimamos que Ecopetrol lograría mantener dichos volúmenes cerca de los ~987 KBPED. En 2022 anticipamos unos volúmenes transportados de 1,070 KBPED (+8.4% vs 2021). Cualquier afectación a estos números crea un riesgo con un sesgo a la baja para los fundamentales y resultados de Ecopetrol y por ende para el valor justo de su acción.

PROYECCIONES_

Producción y Volúmenes: Estimamos una producción cercana a 672 KBPED en 2021, subiendo a 686 KBPED en el último trimestre de 2021. Sumando una perspectiva favorable en producción de gas, recuperación en los niveles de crudo a nivel nacional y consolidando el *Joint Venture* con Occidental, nuestro estimado hacia el 2022 cuenta con un promedio de 736 KBPED. Para el 2023, estimamos que Ecopetrol llegaría a una senda de producción promedio de 783.8 KBPED.

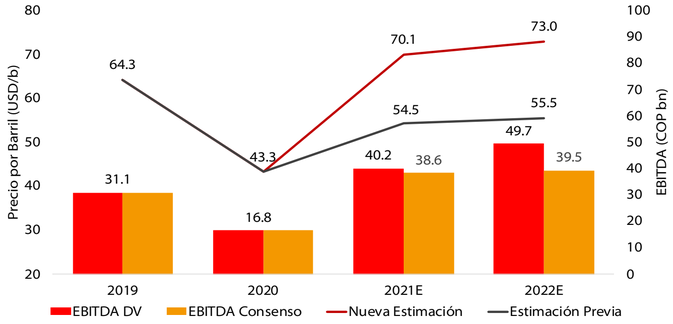
Ingresos y EBITDA: Estimamos ingresos consolidados para 2021 de COP 84.5 bn (+68.8% anual y +19.2% frente al 2019), donde el crecimiento proviene principalmente de una mayor curva de Brent estimada para 2021 vs 2020 y relativa estabilidad en la tasa de cambio. En 2022 esperamos un crecimiento de +22.5% en ingresos vs 2021 producto de una mayor producción / volúmenes y mayor capacidad de refinación, sumando los ingresos en un año completo que vendrían de ISA. En EBITDA, estimamos COP 40.3 billones para 2021 con un margen de 47.7%. Hacia 2022 anticipamos un EBITDA de COP 49. 7 billones con un margen de 48.0%, similar a aquel registrado en 2T21 (48.5%) pero superior en términos relativos frente al 2019 (en promedio +392 pbs vs Margen EBITDA 2021/2022).

Estimados de volúmenes transportados y producción de hidrocarburos



Fuente: Ecopetrol I Cálculos: Davivienda Corredores

Nueva Curva de Brent y EBITDA (COP bn)



Fuente: Bloomberg I Cálculos: Davivienda Corredores

VALORACIÓN _

Nuestro modelo de valoración corresponde a una suma de partes de los flujos de caja libre provenientes de los negocios de Exploración y Producción, Transporte , Refinación y el valor de la participación en ISA tomando como base nuestro Precio Objetivo. Los parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron:

- WACC del negocio de Producción y Exploración: 10.9%, beta apalancado de 1.61x, costo del equity (Ke) de 15.8% (COP)
- WACC del negocio de Transporte y Refinación: 11.8%, beta apalancado de 1.24x, costo del equity (Ke) de 12.9% (COP)
- El valor que le corresponde a Ecopetrol por el 51.4% de las acciones de ISA a Precio por Accion de ISA a 28,300. Esto lo sumamos a nuestra Suma de Partes.

Suma de Partes 2022 - Modelo Ecopetrol						
Cifras en COP mil mm	Valor	Ecopetrol	E&P	Transporte	Refinación	ISA
FCL (30 años)		167,413	75,525	73,303	18,585	
Valor Terminal		2,087			2,087	
Enterprise Value	185,616	169,500	75,525	73,303	20,671	16,116
Ponderación (%)	100.0%	91.3%	40.7%	39.5%	11.1%	8.7%
WACC (%)	9.7%	9.9%	10.9%	9.1%	9.1%	7.6%
EV/EBITDA	4.0					
P/E	7.2					
EV/P1	27.6					
Deuda	(61,364)	(47,128)				(14,237)
Interés no controlante	(3,928)	(3,928)				
Caja	15,345	15,345				
Valor del Accionista	135,669					
Acciones	41,117					
PO	3,300					
ADR	17.6					

Análisis de Sensibilidad

Cambios en el precio del Brent y la tasa de cambio: Evaluamos el cambio en el P.O. frente a variaciones en nuestro estimado de Brent partiendo desde el parámetro de 4T21, el cual se reduce gradualmente hasta disminuir hacia los USD 57/barril en 2026 (USD -20/B vs 4T21) y la tasa de cambio (USDCOP).

Así las cosas, un desplazamiento al alza de USD 5.0/Barril en la curva de Brent utilizada, se traduciría en un aumento de COP 410 en el P.O., mientras que una disminución de COP 100 por dólar de la TRM resultaría en una disminución de COP 130/acción.

TRM Promedio 2022 (Base=$ 3,750)	Precio Promedio BRENT (Base 4T 2021=USD 77/bl)						
	62	67	72	77	82	87	92
3,450	1,910	2,240	2,580	2,930	3,290	3,660	4,050
3,550	1,990	2,340	2,690	3,050	3,430	3,820	4,220
3,650	2,070	2,430	2,800	3,170	3,570	3,970	4,390
3,750	2,160	2,530	2,910	3,300	3,710	4,130	4,570
3,850	2,250	2,630	3,020	3,430	3,850	4,290	4,760
3,950	2,340	2,730	3,140	3,560	4,000	4,460	4,940
4,050	2,430	2,830	3,250	3,690	4,150	4,630	5,130

Mineros
por el bienestar de todos

Más cerca de Canadá _

P.O: 5,270 / SOBREPONDERAR

Potencial: 38.0%
Riesgo: Muy Alto
Cierre: 3,820

A nivel operativo, Mineros continúa siendo una de las compañías más rentables del MSCI Colcap, promediando un margen EBITDA en los últimos cinco años del 35%, lo que le ha permitido en este mismo periodo duplicar su patrimonio; manteniéndose como una de las compañías de mejor retorno vía dividendos (*yield* 2022: 7.4%) del mercado local. Además, el listamiento de su acción en un mercado especializado en minería, como el canadiense, podría convertirse en el catalizador que permita cerrar la brecha entre precio de mercado y su valor justo, en un contexto donde las presiones inflacionarias y un dólar fuerte, se convierten en factores positivos adicionales para la compañía.

Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa ha sido contratado por la Sociedad Mineros S.A. para acompañarlos y asesorarlos en la estructuración y colocación de una emisión conjunta de acciones en el mercado local y en el internacional. Toda la información que se incluye en el presente informe ha sido tomada exclusivamente de fuentes públicas y no utiliza información confidencial que Corredores Davivienda en cumplimiento de su mandato tenga en su conocimiento.

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Capitalización bursátil (COP bn)	1.00 bn
Flotante	35.0%
Dividendo anual 2022E (COP)	283
Retorno por dividendo	7.4%
% MSCI COLCAP	0.4%
# Acciones (mm)	262
P/VL actual	4.4x
P/U actual	0.8x
Último Precio (COP)	3,820
Max 52 semanas (COP)	4,485
Min 52 semanas (COP)	3,550

> AUTORES

Nicolás Erazo
Analista acciones
nerazo@corredores.com

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com

¿POR QUÉ SOBREPONDERAR?

Una de las referencias que permiten evaluar el valor de una compañía minera es el tamaño de sus reservas y, mientras que a la mediana de las mineras auríferas junior les reconocen un precio de USD 311/OzReserva2P, el precio de mercado de Mineros implícitamente refleja un precio de USD 197/oz, y la divergencia es mucho mayor cuando se comparan los recursos medidos e inferidos. Estos factores consideramos son precisamente los que demuestran la amplia divergencia entre valor y precio que Mineros refleja, sin dejar de reconocer que los riesgos propios de su operación no son menores y que la volatilidad del oro hacen que su riesgo sea alto.

ASPECTOS A DESTACAR

Estimamos un Precio Objetivo 2022FA de COP 5,270/acción. Dentro de los principales cambios frente a nuestra última actualización de cobertura destacamos: i) incorporamos el nivel de reservas y los recursos medidos, indicados e inferidos, de acuerdo a la última certificación publicada por la compañía; ii) ajustamos la curva de producción anual proyectada, alcanzando un nivel máximo de producción de 326k0z en 2027 y una producción estimada para el 2022 de 267k0z, lo que resulta en un agotamiento total de reservas y recursos en el 2039, donde no asumimos ningún tipo de incorporación de recursos adicional pero si una de conversión de los recursos M&I e inferidos, de acuerdo con prácticas de la industria; iii) recalibramos la curva de costos por onza (*cash-costs* y AISC), considerando los esfuerzos de inversión que distintos proyectos requieren; y, iv) en la metodología de valoración por flujo descontado, ajustamos el múltiplo Price to NAV a 0.54x (tomando como referencia la mediana de comparables *junior*).

Recursos y reservas (kOz)	Anterior	Actual
R&R totales	**7,688**	**7,694**
Total reservas 2P	**1,240**	**1,587**
Subterránea - Colombia	60	
Aluvial - Colombia	784	1,171
HEMCO - Nicaragua	131	242
Gualcamayo - Argentina	265	174
Recursos M&I + Inferidos	**6,448**	**6,107**
Recursos M&I	**3,681**	**4,058**
Subterránea - Colombia	64	
Aluvial - Colombia	745	1,211
HEMCO - Nicaragua	1,132	1,212
Gualcamayo - Argentina	1,740	1,635
Recursos inferidos	**2,767**	**2,049**
Subterránea - Colombia	108	
HEMCO - Nicaragua	1,108	866
Gualcamayo - Argentina	1,551	1,183

Fuente: Mineros

Mineros
por el bienestar de todos

FICHA TÉCNICA

Mineros es una compañía principalmente basada en Colombia desde hace 47 años. Juntando las prácticas de minería responsable, hoy en día Mineros tiene un alcance de talla regional donde su presencia se ha extendido en Argentina, Chile, Colombia y Nicaragua. En Colombia, las operaciones se basan en el Bajo Cauca antioqueño, hacia el noroccidente del país. En Nicaragua, a través de la propiedad de Hemco, localizada en Bonanza, Municipio en la Costa Caribe, al noreste del país, se trabaja bajo los esquemas de minería subterránea y un programa de minería artesanal. Por otro lado, en Argentina, se tiene a la mina de Gualcamayo, la cual se ubica en el municipio de San Juan, al nordeste del país, cerca de la frontera con Chile, la cual cuenta con una operación a cielo abierto y otra subterránea. En Chile, Mineros cuenta con un *earn-in* en el proyecto *Greenfield* con Yamana, La Pepa, que se encuentra al norte del país, en la región de Copiapó.

Balance General Consolidado

USD mm	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Total Activos	490.7	499.7	577.6	640.7	703.1
Total Pasivos	209.0	209.6	238.9	245.4	259.3
Patrimonio e interés minoritario	281.7	290.1	338.7	395.2	443.8
Deuda Total/Patrimonio	29%	24%	27%	26%	26%
Deuda Total/EBITDA	0.7x	0.4x	0.6x	0.6x	0.7x
Deuda Neta/EBITDA	0.5x	0.3x	0.2x	0.2x	0.1x
ROE	13%	22%	21%	20%	17%
ROA	7%	13%	12%	12%	10%
ROIC	17%	30%	23%	21%	19%

Estado de Resultados Consolidado

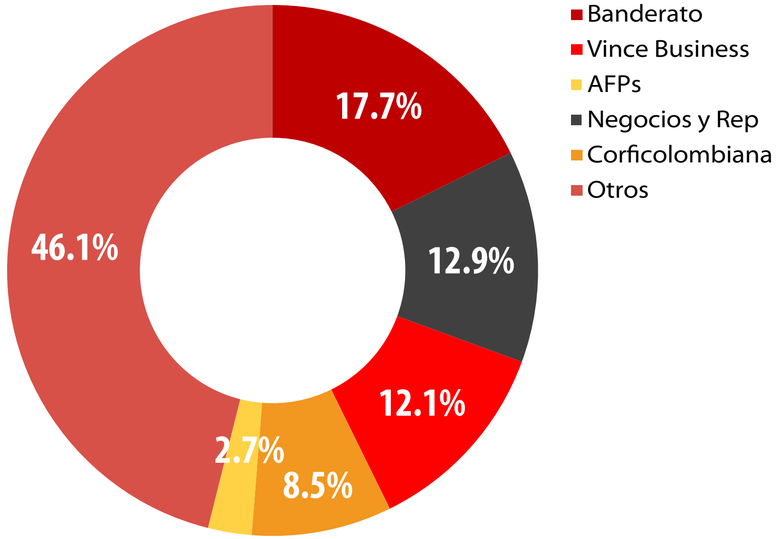
USD mm	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ingresos Operacionales	396.5	479.2	497.5	475.8	483.1
Costo de ventas	305.5	313.7	356.9	330.9	343.7
Utilidad Bruta	91.0	165.6	140.7	144.9	139.4
Gastos adm. y MPP	10.8	16.0	19.9	16.3	16.5
Utilidad Operacional	80.1	149.6	120.8	128.7	122.9
UNAI	51.6	104.7	101.0	119.9	113.5
Impuestos e interés minoritario	15.7	42.1	30.7	42.5	40.3
Utilidad Neta	35.9	62.6	70.3	77.4	73.3
EBITDA	**121.1**	**184.7**	**160.2**	**174.5**	**176.9**
Margen Bruto	22.9%	34.5%	28.3%	30.5%	28.9%
Margen Operacional	20.2%	31.2%	24.3%	27.0%	25.4%
Margen EBITDA	30.5%	38.5%	32.2%	36.7%	36.6%
Margen Neto	9.1%	13.1%	14.1%	16.3%	15.2%

FICHA TÉCNICA

Resumen USD mm	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Acciones en circulación (mm)	262	262	262	262	262
Cap. Bursátil (COP mm)	259	293	267	267	267
Precio (COP/Acción)*	3,250	4,167	3,820	3,820	3,820
VL (COP/Acción)	3,534	4,124	4,841	5,644	6,332
UPA (COP/Acción)	467	894	1,000	1,122	1,050
Total Deuda	83	69	90	103	117
Deuda Neta	58	52	32	40	14
EV	317	345	298	306	280
EV/EBITDA	2.6x	1.9x	1.9x	1.8x	1.6x
P/VL	0.9x	1.0x	0.8x	0.7x	0.6x
P/U	7.2x	4.7x	3.8x	3.4x	3.6x
Retorno por dividendos	5.4%	4.6%	6.6%	7.4%	8.4%
Dividendo por acción (COP)	174	193	251	283	320
Cash Cost (USD/Oz)	764	843	1,023	1,143	1,122
AISC (USD/Oz)	1,031	1,217	1,493	1,355	1,315
Producción (Oz)	296,441	274,002	264,942	267,300	276,839

Presidente: Andrés Restrepo
Vicepresidente Financiero: Alan Wancier
IR: Patricia Ospina
Página web: www.mineros.com.co

COMPOSICIÓN ACCIONARIA



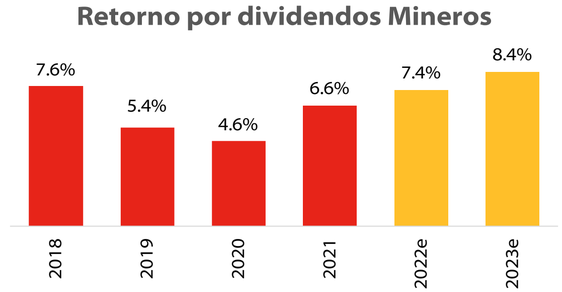
Fuente: SFC

HIPÓTESIS DE VALOR_

Rentabilidad envidiable En el mercado colombiano, el número de compañías listadas que, recurrentemente, generan retornos sobre el capital invertido (ROIC) superiores a su costo de uso son pocas, y son muchas menos las que lo logran con *spreads* de más de 10 pps, como es el caso de Mineros; donde estimamos un ROIC promedio 2021-2025 de 24%, lo cual es en parte resultado de una estrategia conservadora de apalancamiento.

Con un *payout* del 28%, estimamos un dividendo de COP 283/acción en 2022, el cual resultaría en un retorno por dividendos de 7.4%, uno de los más altos del MSCI Colcap. En un contexto donde la incertidumbre económica continuará siendo alta, contar con una rentabilidad relativamente asegurada se convierte en un factor que no se debe dejar de lado.

Finalmente, consideramos que para que *el equity story* de Mineros sea atractivo, la compañía podría optar por una distribución de dividendos más conservadora que le permita liberar recursos y destinarlos al desarrollo de sus proyectos existentes o a la adquisición de nuevas operaciones, buscando dar el salto de ser una minera *junior* (producción menor a 300k/oz año), lo cual es clave porque reduciría el castigo promedio que perciben los *junior* (0.60x P/NAV) frente a los intermedios (0.79x). Al precio actual, estimamos que Mineros se tranza a 0.47x P/NAV.



Fuente: Mineros | Estimaciones: Davivienda Corredores.

Distintas fuentes de crecimiento. Mineros cuenta con una importante diversificación geográfica que le permite desarrollar de manera simultánea distintas fuentes de producción, y mitigar los riesgos de afectaciones en una locación específica en un momento determinado:

• **En Nicaragua:** Mineros continúa con los estudios de factibilidad en Porvenir, los cuales estarían culminados en el 1T22 y podrían añadir un monto importante de recursos medidos e indicados. A esto se suman Luna Roja, un proyecto considerado de bajo riesgo, y el proyecto Caribe. Por otro lado, la asociación con Royal Road en Nicaragua, un jugador que cuenta con una amplia trayectoria exploratoria, le podría permitir a la compañía potencializar el desarrollo de distintos yacimientos.

• **En Chile:** Se espera completar los estudios económicos de la Pepa en el 1T22 y continuar con las actividades exploratorias de la región de Maricunga, donde Mineros tiene una opción de compra hasta por el 51%.

• **En Argentina:** Se continúa avanzando en los estudios económicos preliminares para el desarrollo del proyecto Carbonatos Profundos dentro de la provincia de San Juan, el cual se estima entraría en operación hacia 2025 y podría generar entre 100-150k/oz año.

Proyectos

	Colombia	Nicaragua	Argentina	Chile
Construcción	Llanuras (0.1M Oz)			
Factibilidad		Porvenir (1.3M Oz)		
Pre - factibilidad		Luna Roja	DCP (2M Oz)	La Pepa (3.4M Oz)
Etapa temprana	Guintar-Niver (2M Oz)	Caribe	Salamanca (1M Oz)	Distrital (2M Oz)

Fuente: Mineros

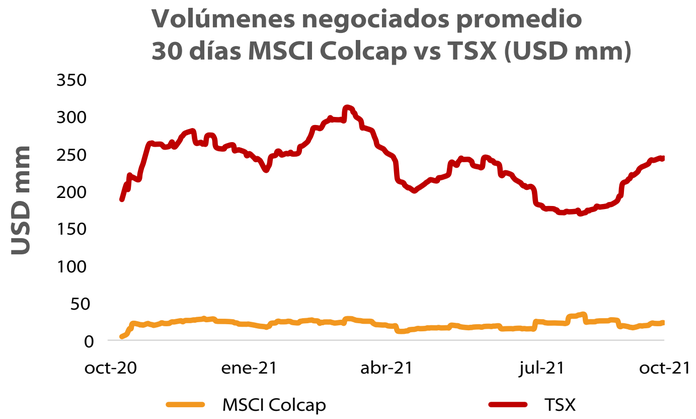
Toronto es estratégico. Esperamos que, en el corto plazo, Mineros complete su proceso de emisión, el cual le permitiría levantar recursos por USD 35 mm (hasta USD 41 mm en caso de una sobredemanda), los cuales serían destinados a reducir su apalancamiento tras la adquisición del proyecto Luna Roja (Nicaragua). Sin embargo, por encima de la reducción del endeudamiento, el cual de por sí es bastante bajo (DN/EBITDA 2022E: 0.2x - con emisión: 0.1x) destacamos:

1. La dilución sería moderada: Estimamos que una emisión a precios de mercado (COP 3,820) resultaría en un incremento en el número de acciones del 13.2%, lo cual, considerando los recursos nuevos (ajustados por gastos y comisiones) generaría una dilución del 6.9% para aquellos inversionistas actuales que no participen. Sin embargo, consideramos que el impacto en visibilidad más que compensa dicho efecto. Lo anterior resultaría en un P.O. ajustado post emisión de COP 5,110.

2. Acceso a un mercado más liquido. En los últimos 12 meses, el MSCI Colcap ha negociado en promedio USD 22 mm/día, mientras que el TSX ha promediado 11x dicho monto, por lo cual, estar en el mercado canadiense, le daría mayor visibilidad y liquidez a la acción, que en ocasiones es una limitante para cierto tipo de inversionistas.

3. Un mercado hecho para Mineros. De acuerdo con la TSX, el ~43% de las compañías de minería listadas a nivel global se encuentran en este mercado (TSX y TSXV), por lo cual, la especialización en compañías como Mineros es alta y el acceso a este tipo de inversionistas puede permitir un ajuste hacia el valor justo más rápido.

4. M&A: Al contar con sus acciones listadas en un mercado más liquido, las acciones de la compañía podrían ser usadas como factor de intercambio en adquisiciones.



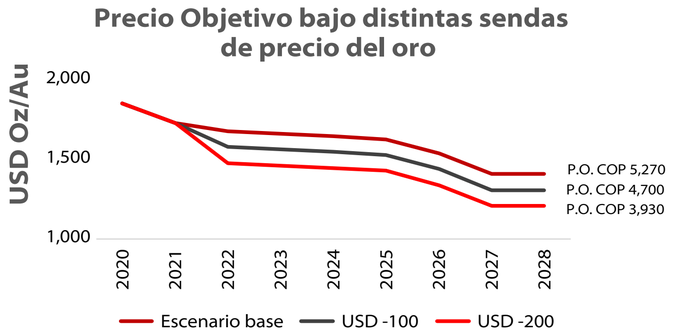
Fuente: Bloomberg | Cálculos: Corredores Davivienda

RIESGOS_

Una normalización de la inflación podría debilitar el oro. Recientemente se ha presentado un aumento en las presiones inflacionarias a nivel global, las cuales hoy lucen mucho menos transitorias de lo que se pensaba, lo cual ha llevado a que los bancos centrales inicien sus ciclos de normalización monetaria, pese a que los riesgos de restarle dinámica a la recuperación de las economías están muy presentes.

El oro tiene una correlación altamente positiva (+0.8 desde 2016) con la inflación, en parte gracias a sus características físicas y químicas, por lo cual, ante la coyuntura y las perspectivas actuales, consideramos que su precio puede mantenerse alto y cercano a los niveles actuales, lo cual le permite a Mineros mantener su nivel de rentabilidad alto, pese a los incrementos en *cash-costs* registrados en los últimos trimestres. Sin embargo, la volatilidad del oro también suele ser alta y no es descartable que en la medida que la inflación regrese a niveles normales, el oro pueda presentar retrocesos importantes, afectando los resultados de la compañía.

Sin embargo, nuestro modelo parte de una senda conservadora, con precios del oro que forman una curva en *backwardation* hacia niveles de USD 1,400/oz. Sin embargo, a modo de ejercicio, presentamos los P.O. desplazando nuestra curva de precios.



Estimaciones: Corredores Davivienda

Riesgo regulatorio y de permisos ambientales. Las operaciones de Mineros están concentradas en países con alta incertidumbre económica, social y política, por lo cual, los cambios en materia de licenciamiento, regalías o demás factores que pueden afectar la operación normal siempre van a estar presentes, más aún considerando que la minería es una actividad que suele ser discutida por su impacto en las áreas de influencia.

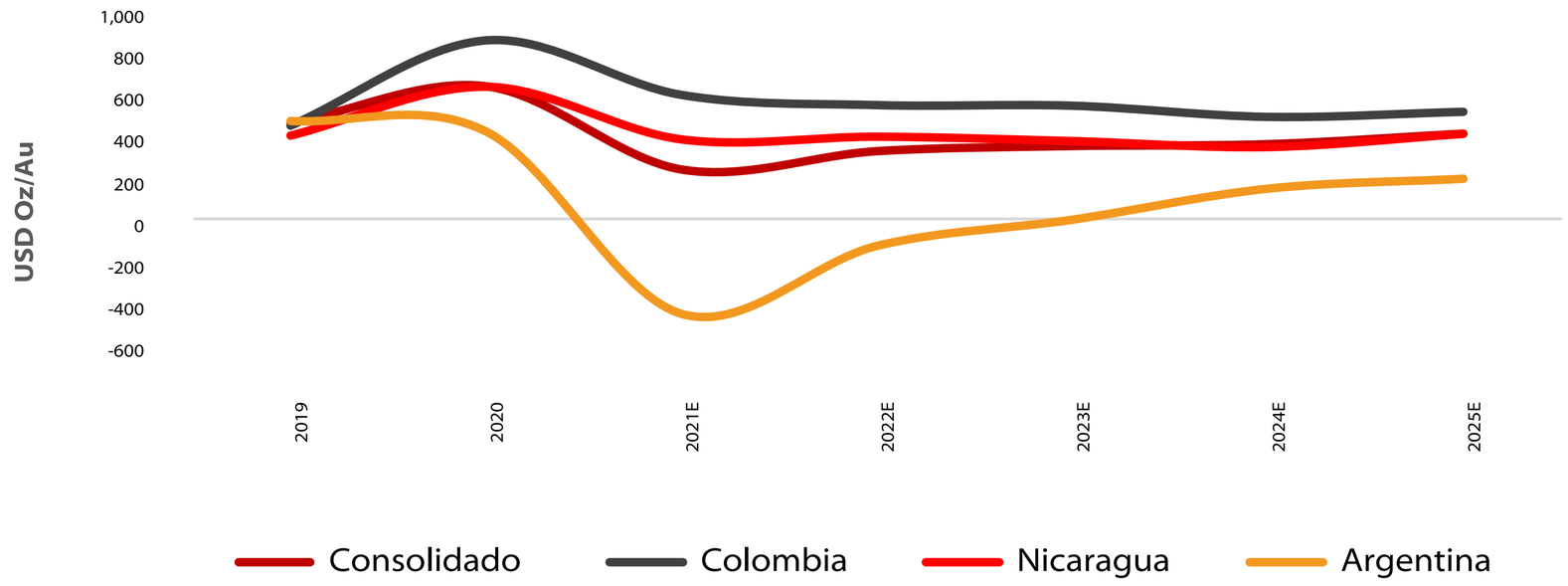
Los impactos sociales y ambientales además representan un riesgo que podría materializarse vía mercado de capitales, considerando que los inversionistas cada vez incorporan más los criterios ESG en su toma de decisiones de inversión y, evidentemente, actividades como la minería son altamente cuestionadas frente a otro tipo de industrias, lo cual puede limitar la entrada de este tipo de compañías a índices ESG, percibir flujos vendedores de algunos fondos que empiecen a adoptar posiciones más exigentes en sostenibilidad, afectar su capacidad de obtener financiamiento o, de igual manera, tener que afrontar mayores costos de endeudamiento.

Sin embargo, destacamos que Mineros ha aprovechado la experiencia y un historial de conocer y desarrollar este tipo de desafíos.

Altas necesidades de inversión. Los costos totales de producción por onza al 2T21 se encuentran en su nivel más alto en la historia de Mineros (AISC consolidado USD 1,557/oz) y prevemos que ante los esfuerzos e inversiones que la compañía continuará haciendo para mantener la estabilidad en su producción, estos se mantendrán por encima del promedio de los últimos años, y difícilmente lograrán retornar a niveles inferiores a USD 1,000.

Particularmente, Argentina es una operación que podría requerir de altas inversiones para los próximos años, e incluso estimamos que solo hasta 2024, con un aumento esperado de la producción resultante de la entrada de Carbonatos Profundos, la compañía logrará generar beneficios (Precio oro – AISC >0). Vale la pena mencionar que este es un riesgo mucho más controlado en la operación de Nicaragua, donde la producción artesanal cuenta con costos proporcionales al precio de mercado del oro, mientras que la operación de Colombia históricamente logra márgenes más altos, los cuales responden al tipo de explotación aluvial que requiere menores esfuerzos de inversión y que consecuentemente, consideramos no justificaría un castigo para la acción en el análisis que hagan inversionistas internacionales sobre la compañía.

Spread precio del Oro vs AISC por operación



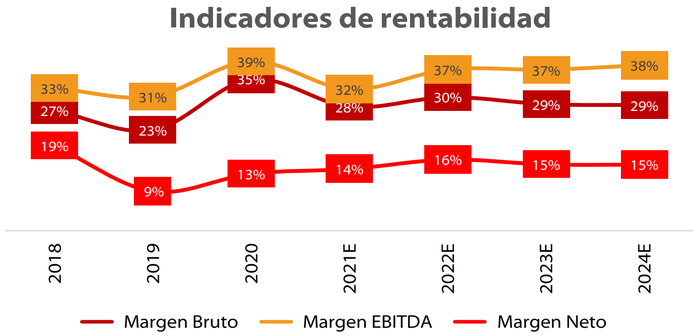
Estimaciones: Corredores Davivienda

PROYECCIONES_

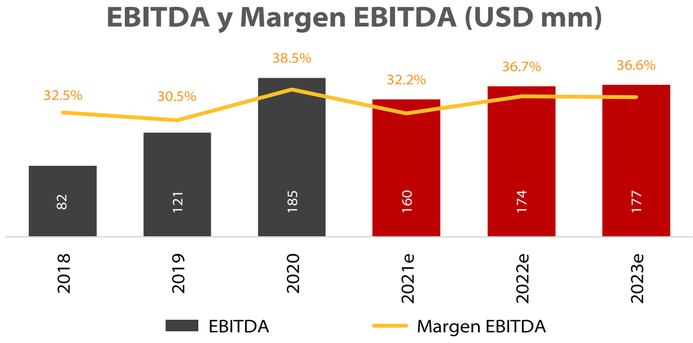
Ingresos. Estimamos ingresos de USD 475.8 mm en 2022, contemplando una reducción de -4.4% frente a los USD 497.5 mm estimados para el 2021. Somos cautelosos con nuestra curva de producción, estimando un total de 264,942 onzas en el 2021, resultando en un recorte de -3.3% vs 2020, reconociendo el ciclo de descapote de las minas en Argentina.

EBITDA. Proyectamos un margen EBITDA de ~36.7% para 2022. Esto corresponde a un EBITDA USD 174 mm. En el 2023 el crecimiento de este rubro será de 1.4% llegando a los USD 177 mm, principalmente fortalecido por una producción más estable en las regionales.

Utilidad Neta. Esperamos una utilidad de USD 77.4 mm para el 2022, reflejando un alza de 10.0% vs la utilidad neta estimada para 2021 de USD 70.3 mm. Para el 2023, contemplamos que la utilidad se ubicaría en USD 73.3 mm, ante una producción estable y menores precios del oro.



Fuente: Mineros | Estimaciones: Davivienda Corredores



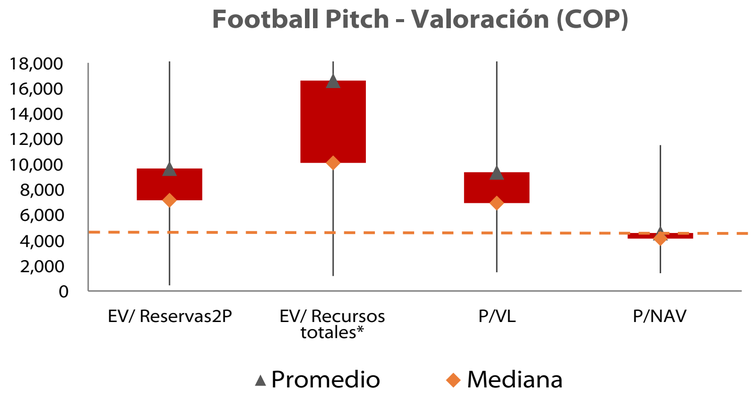
Fuente: Mineros | Estimaciones: Davivienda Corredores

VALORACIÓN_

NAV. Para Mineros usamos la metodología de ***Net Asset Value*** (NAV), ajustado por un múltiplo ***Price to*** NAV (70% de nuestro Precio Objetivo). Siguiendo los estándares mundiales para la valoración de empresas mineras, se descuentan los flujos de caja a una tasa en dólares del 5% (en COP ~7.1%) y en línea con la producción de Mineros que la ubica en la categoría ***Junior Producer,*** aplicamos un múltiplo de 0.54x, dando como resultado un NAV de COP 4,000/acción.

Múltiplos de comparables. En múltiplos usamos: i) EV / Reservas 2P (15% de nuestro Precio Objetivo), el cual se ubicó en 311 USD/Oz para la mediana de sus comprables, dando como resultado COP 7,100/acción; ii) la mediana del P/VL de sus comparables de 1.27x (15% de nuestro Precio Objetivo), dando una valoración de COP 7,200/acción).

Metodología	Peso	P.O 2022
NAV (COP mm)		2,157
NAV / Acciones		8,243
Price / NAV		0.54x
NAV (Price to NAV 0.54x)	70%	4,451
EV / 2P Reservas	15%	7,128
P / VL	15%	7,191
Precio Objetivo (COP)	**100%**	**5,270**



Bloomberg, CIBC | Estimaciones: Davivienda Corredores.
* Nuestra valoración no contempla el múltiplo EV/Recursos totales

SERVICIOS PÚBLICOS

isa

Bajo nuevas directrices _

P.O: 28,300 / SOBREPONDERAR

Potencial: 24.4%
Riesgo: Medio
Cierre: 22,750

Durante los últimos años, ISA se ha destacado por ser uno de los emisores locales de mayor crecimiento y generación de valor para los accionistas. Esperamos que esta historia de éxito se mantenga ante: i) un ROE sostenido en doble dígito (~14% en 2022), y ii) la expectativa positiva de crecimiento que esperamos en concesiones viales y transmisión de energía; en este último, puntualmente estimamos que la región necesitaría hasta USD 18.5 bn en nuevas inversiones entre 2021 y 2025, en donde seguramente ISA puede encontrar un espacio para mantener su participación de mercado. Finalmente, será clave monitorear las decisiones de Ecopetrol respecto a la estrategia de la compañía.

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Capitalización bursátil (COP bn)	25.20
Flotante	39.8%
Dividendo anual 2022E (COP)	1,310
Retorno por dividendo	5.8%
% MSCI COLCAP	11.2%
# Acciones(mm)	1.108
P/VL actual	1.8x
P/U actual	12.2x
EV/EBITDA actual	7.2x
Último Precio (COP)	22,750
Max 52 semanas (COP)	28,896
Min 52 semanas (COP)	19,264

> AUTORES

Nicolás Erazo
Analista Acciones
nerazo@corredores.com

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com

¿POR QUÉ SOBREPONDERAR?

La compañía ha demostrado que es uno de los emisores locales con mayor estabilidad y capacidad de mantener niveles sobresalientes de rentabilidad, logrando crecimientos constantes en sus diferentes líneas de negocio. Esperamos que la compañía continúe capitalizando las oportunidades de crecimiento de manera rentable, más ahora que Ecopetrol debe demostrar que la adquisición de ISA ha retribuido de forma positiva frente a las expectativas. Cabe recordar que ISA, entre 2021 y 2025, ya cuenta con USD 3.8 bn en inversiones comprometidas y está estudiando/analizando USD 2.3 bn adicionales.

ASPECTOS A DESTACAR

Los planes de ISA podrían cambiar con la llegada de Ecopetrol: Si bien en varias ocasiones la administración de Ecopetrol ha afirmado que ISA conservará su esencia, también es importante mencionar que el Presidente de Ecopetrol, Felipe Bayón, ha hecho énfasis en que no tendrán un rol de inversionista pasivo. Así entonces, no descartamos cambios frente a la historia reciente que conocemos en la compañía y su enfoque. Por un lado, Ecopetrol ya realizó cambios en la Junta Directiva de ISA. Estamos atentos a las decisiones que se tomen frente al negocio de concesiones viales (dado que entendemos que puede ser una línea de negocio no principal para Ecopetrol) y que representa el 17.1% del valor justo de ISA. No obstante, reconocemos que los retornos de ISA (ROIC 2022e: 12.8%) no nos permiten descartar el hecho de que Ecopetrol decida mantener este tipo de negocios gracias a que robustecen la presencia de ISA y siguen aportando un exceso de utilidades, inclusive por encima del costo de capital (WACC ISA: 7.6%).

Trayectoria de crecimiento resultado de una estrategia ganadora. Las cifras de ISA hablan por sí solas, entre 2015 y 2020 el EBITDA de ISA ha tenido un crecimiento de 18%, a la vez que ha mantenido de forma constante un margen EBITDA de más de 60%. Asimismo, ISA también ha entregado un rendimiento de capital invertido en el rango del 10-12% entre 2019 y 2020; incluso para 2022 estimamos un ROIC del 12.8%. Todo esto en el marco de un negocio regulado que permite mantener un flujo de caja estable y predecible que permite retornos atractivos desde el punto de vista financiero.

Hacia adelante sin duda hay retos: **i)** agotamiento de las concesiones; **ii)** una competencia cada vez más fuerte, y **iii)** los riesgos que se derivan del escenario político (caso Perú). No obstante, creemos que ISA mantendrá la capacidad de ofrecer retornos del capital invertido superiores a dos dígitos, lo que le permitirá seguir destacándose frente a sus pares.

FICHA TÉCNICA

ISA – Interconexión Eléctrica S.A. – es un grupo empresarial con más de 54 años de experiencia con operación en los segmentos de transmisión de energía, concesiones viales y telecomunicaciones. ISA opera básicamente en toda la región latinoamericana, principalmente en Colombia, Brasil, Chile, Perú, Bolivia, Argentina y Centroamérica. Con más de 51 empresas, 46,374 km de circuito y 92,600 MVA de infraestructura de transmisión, sumando las operaciones interurbanas en Chile y Colombia, ISA se ha perfilado para liderar los segmentos de conexión y transporte en los países donde opera. Actualmente, ISA es controlada mediante Ecopetrol con el 51.4% de las acciones.

Balance General Consolidado					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Disponible	2,487	3,782	3,831	3,804	3,727
Propiedad, planta y equipo	11,095	11,955	12,639	11,877	13,406
Otros Activos	35,211	38,293	38,261	38,668	36,113
Total Activos	**48,793**	**54,030**	**54,731**	**54,350**	**53,245**
Obligaciones Financieras	17,758	22,469	22,940	21,600	20,300
Otros pasivos	9,932	11,415	12,124	12,265	11,755
Total Pasivos	**27,690**	**33,884**	**35,064**	**33,865**	**32,055**
Patrimonio	**12,442**	**13,168**	**13,797**	**14,338**	**14,761**
Pasivos+Patrimonio+I.Min.	**48,793**	**54,030**	**54,731**	**54,350**	**53,245**
Pasivos/Activos	**56.7%**	**62.7%**	**64.1%**	**62.3%**	**60.2%**
Obligaciones Financieras /EBITDA	**3.4x**	**3.4x**	**3.2x**	**2.9x**	**3.0x**
ROE	**13.2%**	**15.6%**	**15.0%**	**13.9%**	**12.3%**
ROA	**3.4%**	**3.8%**	**3.8%**	**3.7%**	**3.4%**
ROIC	**10.7%**	**12.2%**	**12.9%**	**12.8%**	**12.0%**

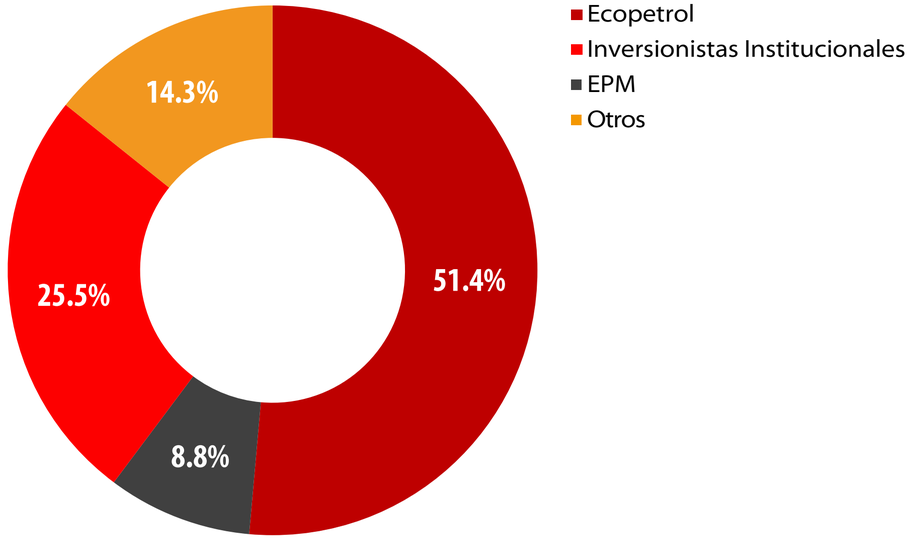
Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Ventas	**8,139**	**10,168**	**10,973**	**11,241**	**10,270**
Colombia	1,630	1,752	1,872	1,809	2,022
Perú	1,370	2,103	2,397	2,288	1,780
Brasil	2,666	3,114	3,623	3,441	3,164
Chile	1,957	2,373	2,204	2,789	2,390
Costos de Ventas	**(2,853)**	**(3,594)**	**(3,992)**	**(4,122)**	**(3,803)**
Utilidad Bruta	**5,286**	**6,573**	**6,981**	**7,118**	**6,467**
Gastos Operacionales	542	362	516	493	422
Utilidad Operacional	**4,744**	**6,211**	**6,465**	**6,625**	**6,045**
Utilidad Neta	**1,639**	**2,059**	**2,073**	**1,991**	**1,818**
EBITDA	**5,286**	**6,573**	**7,190**	**7,346**	**6,686**
Margen Bruto	64.9%	64.6%	63.6%	63.3%	63.0%
Margen Neto	20.1%	20.3%	18.9%	17.7%	17.7%
Margen EBITDA	64.9%	64.6%	65.5%	65.3%	65.1%

FICHA TÉCNICA

Resumen					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Acciones en circulación (millones)	1,108	1,108	1,108	1,108	1,108
Cap. Bursátil (COP mil mm)	21,710	28,467	25,200	25,200	25,200
Precio (COP/acción)*	19,600	25,700	22,750	22,750	22,750
VL (COP/acción)	11,233	11,888	12,456	12,944	13,326
UPA (COP/acción)	1,479	1,859	1,871	1,798	1,641
P/VL	1.7x	2.2x	1.8x	1.8x	1.7x
P/U	13.2x	13.8x	12.2x	12.7x	13.9x
EV/EBITDA	8.6x	8.2x	7.2x	6.9x	7.4x
Retorno por dividendos	2.8%	2.6%	5.7%	5.8%	5.5%
Dividendo por acción	552	675	1,303	1,310	1,258

Presidente: Bernardo Vargas
Vicepresidente Financiero: Carolina Botero
IR: Gloria Cecilia Velasquez / Diana María Cardona / Jose Ivan Jaramillo
Página web: https://www.isa.co/es/

COMPOSICIÓN ACCIONARIA



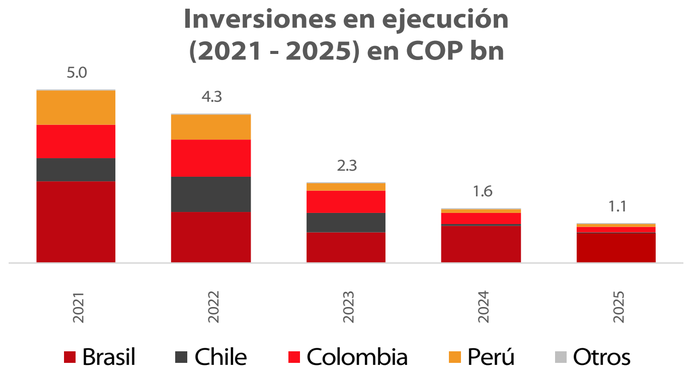
Fuente: ISA

* Precio de cierre: 15/10/2021

HIPÓTESIS DE VALOR _

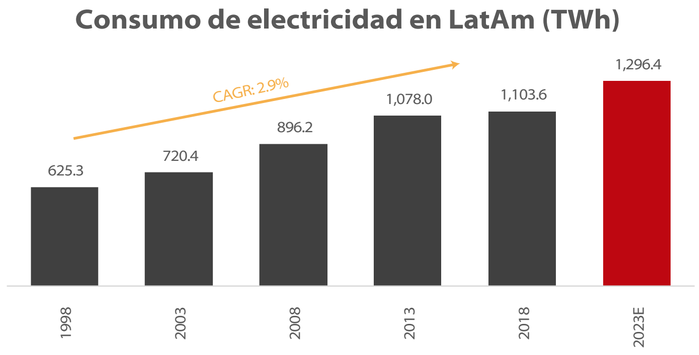
La estrategia de ISA al 2030 está orientada a crear valor en el tiempo. ISA se planteó alcanzar COP 8 billones en EBITDA para 2030, un aumento mínimo del 70% frente al año 2018, así como invertir USD10,500 millones en negocios y geografías tanto actuales como nuevas. Estimamos que el EBITDA cerrará en COP 7.2 bn en 2021, creciendo 49.4% vs 2018. Por otro lado, a la fecha, de la meta de inversiones se ha ejecutado el 20% y se tienen inversiones comprometidas por COP 14.3 bn entre 2021 y 2025. Así las cosas, todo indica que las metas planeadas en su Visión ISA2030 se van a cumplir anticipadamente.

Resaltamos que su estrategia basada en la participación activa en procesos de licitación para la adjudicación de proyectos de transmisión de energía y otros proyectos de infraestructura, así como el crecimiento inorgánico a través de adquisiciones, seguiría dejando como resultado un crecimiento acelerado, rentable y de bajo riesgo.

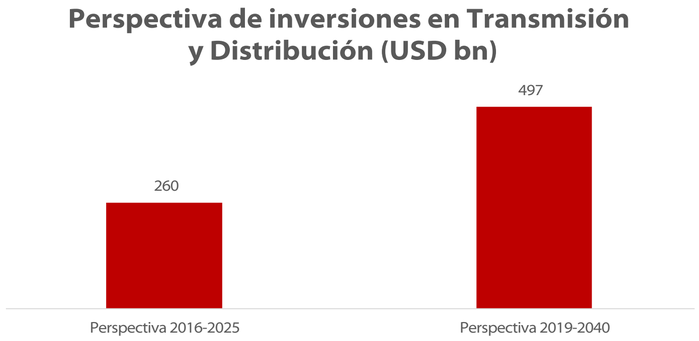


Fuente: ISA | Cálculos Davivienda Corredores.

Fuente: ISA | Cálculos Davivienda Corredores.



Fuente: IEA | Cálculos Davivienda Corredores.



Fuente: McKinsey & Co

Posición líder de ISA le permitirá seguir beneficiándose de las oportunidades de la región: Latinoamérica seguirá requiriendo líneas de transmisión y subestaciones. De acuerdo con la Agencia Internacional de Energía (IEA por sus siglas en inglés), el consumo de electricidad de Latinoamérica entre 1998 y 2018 se elevó a una tasa anual de crecimiento compuesto de 2.9%. Por otro lado, la demanda proyectada para el 2040 estima un crecimiento anual del 2.4%; donde Colombia (3.4%), Chile (3.3%) y Brasil (2.5%) superan al promedio del incremento anual de pares como Argentina (1.6%) y México (2.3%). Solo entre 2021 y 2025 las inversiones en Latinoamérica en transmisión y subestaciones necesarias para desarrollar el uso de energías renovables no convencionales (ERNC), serían alrededor de USD 18.53 bn. Sin duda, ISA se encuentra posicionada y cuenta con el ***know how*** para capturar el valor que se desprende de estas oportunidades.

Inversiones potenciales en la región

Inversiones requeridas en líneas de transmisión y subestaciones entre el 2021 y 2025

Fuente: Americas Market Intelligence

Oportunidades en el negocio de concesiones viales. Solamente en Chile, se espera que el robusto plan brindado por el Ministerio de Obras Públicas (MOP), de cerca de USD 11 bn en obras viales, se traduzca en nuevas concesiones para el sector privado y, por ende, para ISA. En 2022 serían USD 4,664 mm los proyectos llamados a licitar, dentro de los cuales se encuentran las rutas 78 (USD 892 mm) y 68 (USD 903 mm).

En Colombia, por su parte, el gobierno ha planteado una primera ola de 15 proyectos de 5ta generación, con costo estimado de ~COP 21.8 billones (~2% del PIB). Además, ya se han hecho anuncios acerca de una segunda ola de proyectos 5G por COP 28.5 bn. Se espera que las etapas licitatorias se intensifiquen hacia el año 2022-2023, por lo cual, su aporte al CAPEX de ISA podría tardarse un poco.

Déficit de infraestructura vial en la región constituye grandes oportunidades para ISA

Porcentaje de distribución de utilidades podría aumentar. Con un apalancamiento sostenido en torno a Deuda Neta / EBITDA de ~2.7x promedio entre 2019 y 2023e, un margen neto de alrededor del 19% y un ROE de doble digito, no descartamos que la compañía pueda sostener un ***Payout*** en dividendos del 70%, ligeramente por encima de la mediana de comparables (50%) y el histórico de ISA (45% - 50%).

Por su parte, no descartamos algunas desinversiones que se puedan traducir en dividendos extraordinarios, como es el caso de Taesa, compañía de Brasil sobre la cual ISA tiene una participación del 14.8%, y que actualmente se encuentra en proceso de desinversión por parte de su accionista mayoritario CEMIG, transacción en la cual ISA tiene entre otras opciones, el derecho a desinvertir al precio que venda el accionista mayoritario. Vale la pena destacar que, a precios de mercado, el valor de la participación de ISA en TAESA equivale a USD 1,048 mm y en nuestra valoración el aporte de Taesa es del 1.5% del valor de ISA; eventos que no descartamos se traduzcan en un dividendo extraordinario o en una fuente adicional de recursos para apalancar el crecimiento de ISA.

Interconexión con Panamá, un proyecto que promete: Las interconexiones internacionales son una opción muy atractiva para aumentar el tamaño del mercado, facilitar la creación de un Hub Energético para exportar energía renovable, incrementar la competencia y aportar a la confiabilidad. Además, brindan mayor flexibilidad operativa necesaria para enfrentar la integración de fuentes renovables no convencionales a grande y pequeña escala y la generación distribuida. Colombia y Panamá han evaluado en diversas oportunidades la posibilidad de desarrollar un esquema de interconexión que viene avanzando e incluye asuntos como armonización regulatoria, esquema de financiamiento de una eventual línea e impactos ambientales en una zona fronteriza de gran biodiversidad. El proyecto más reciente, que podría terminarse a mediados de la presente década, comprende la construcción de más de 500 kilómetros de redes, divididos en tres tramos (dos terrestres y un cable submarino), con una capacidad de transporte de 400 megavatios, el cual con los avances actuales, podría empezar su construcción a finales de 2022. Vale la pena destacar que, el proyecto contempla una inversión entre USD 800 y USD 900 millones.

Un nuevo dueño que busca altos retornos. Este año se materializó la compra del control de ISA por parte de Ecopetrol y, desde entonces, el rol activo de su nuevo accionista se ha hecho evidente. Ya se eligió una nueva Junta Directiva y no descartamos eventuales cambios estratégicos. Sin duda, Ecopetrol se apalancará en ISA para llevar a cabo su estrategia de cara a la transición energética lo que, a su vez, podría beneficiar a ISA al tener a Ecopetrol como su accionista mayoritario, porque le da acceso al conocimiento del mercado de Ecopetrol y a la red de sus relaciones y proveedores, además que ante el interés de Ecopetrol de avanzar en su estrategia de SosTecnibilidad, ISA podría brindarle herramientas para acelerar su trayectoria de crecimiento siendo parte de una empresa de energía más grande con un balance mucho más fuerte, que a su vez permite que ambas organizaciones puedan compartir mejores prácticas y capturar sinergias; como sucedería en el negocio de *midstream*. Cuando las empresas de *oil and gas* han hablado históricamente de diversificarse hacia renovables y nuevas energías, siempre ha habido esa concepción de que esa diversificación viene a costo de la rentabilidad, Ecopetrol está dispuesto a demostrar que este no es su caso.

RIESGOS_

Transición energética del sector representa retos. A medida que el sector avanza para alinearse a los cambios que se están planteando en el mundo a raíz de la transición energética; se vislumbra que el negocio tradicional de ISA podría sufrir cambios importantes. Por un lado, la competencia se ha incrementado dado el interés que se ha despertado por nuevas fuentes de generación, más aún dados los retornos de doble digito. Es así como se ha visto la entrada en la región de compañías de China y EE.UU. en las distintas licitaciones de servicios públicos de la región.

Un ejemplo en particular fue con los sistemas de almacenamiento, los cuales pueden proveer alivio de las restricciones de la red y reducir los costos asociados, principalmente cuando se presentan atrasos en las obras de expansión del STN y STR. En la licitación realizada por la UPME, tratándose del desarrollo del Sistema de Almacenamiento de Energía Eléctrica con Baterías, la competencia fue entre diez empresas del sector y la licitación quedó en manos de un extranjero.

La generación distribuida podría sustituir en parte el rol de las líneas de transmisión. Conocida también como generación in situ, se ha convertido en una de las apuestas de los gobiernos para masificar el uso de energía. Al respecto, vale la pena destacar que no necesariamente los nuevos paneles solares y/o proyectos eólicos deben estar conectados mediante infraestructuras de transmisión.

Adicionalmente, en Colombia se ha buscado reducir los costos que asumen los usuarios derivados de las restricciones de la red, que se traducen en la necesidad de despacho desde plantas más costosas, y estos cobros de generación por seguridad son trasladados a los usuarios en la tarifa del servicio. Se ha identificado que los sistemas de almacenamiento (baterías) pueden proveer alivio de las restricciones de la red y reducir los costos asociados. En conclusión, a medida que avanza la transición energética, se empieza a hacer menos visible la división entre Transmisión, Generación y Distribución, por lo que los esquemas regulatorios actuales podrían poner en aprietos a ISA al impedirle participar en los dos últimos negocios.

Regulatorios. Reconocemos que los cambios y/o ajustes regulatorios recientes han aportado de forma positiva a ISA. Ajustes en meses recientes como los flujos de la RBSE, respetando la debida compensación por diferimiento, cambios en las tasas de descuento reguladas y concesiones con ingresos a perpetuidad (Orazul) en Perú son ajustes que han favorecido a ISA. No obstante, un cambio en las reglas de juego en las principales geografías podría derivar en un riesgo para su valor fundamental. En este sentido, no podemos olvidar que en Colombia la CREG sigue estudiando la posibilidad de hacer cambios en el esquema de remuneración del segmento de Transmisión.

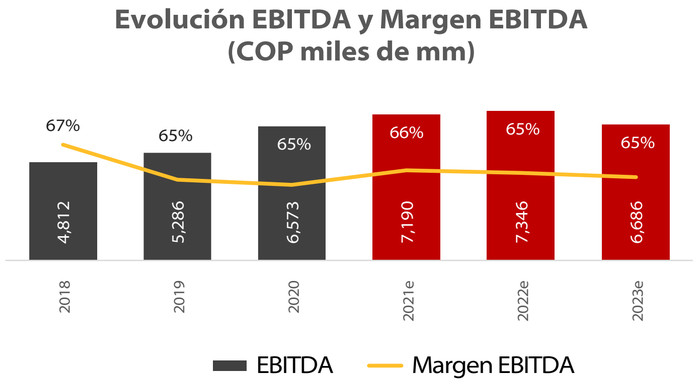
Atentos a Perú. Con el reciente cambio político del país, la incertidumbre sobre la posición que tenga el gobierno frente a la inversión privada se convierte en un factor a monitorear, pues si bien no se han realizado anuncios específicos sobre cambios regulatorios o impositivos en el sector de transmisión, es un aspecto que no se puede descartar totalmente. ISA tiene presencia en este país mediante las compañías de transmisión REP, CTM e ISA; Perú representa el ~7% del valor de la compañía. Al tiempo, Perú en la estrategia 2030 de ISA estaba catalogado como uno de los mercados más atractivos para crecer tanto en el negocio de transmisión como en el de concesiones viales a través de la alianza con El Cóndor.

PROYECCIONES_

Ingresos. Estimamos ingresos de COP 11.2 bn para 2022, con un crecimiento de 2.4% anual. En este año incorporamos la entrada de nuevos proyectos como Ivaí en ISA CTEEP y Subestación el Río 220 kV y LT asociadas en Intercolombia. Por otro lado, para el 2023 estamos proyectando una caída de los ingresos en 8.6%, producto de unos menores ingresos percibidos en construcción, los cuales están directamente relacionados con la disponibilidad de CAPEX por año.

EBITDA. Proyectamos un margen EBITDA de 65.3% para 2022. Esto corresponde a un EBITDA de COP 7.3 bn. Por países, estimamos que los márgenes permanecerán estables y seguirán viéndose beneficiados por el control de los costos y gastos de administración, operación y mantenimiento (AOM).

Utilidad Neta. Esperamos una utilidad de COP 1.99 billones para el 2022, ilustrando una caída de -3.9% frente a los COP 2.07 billones esperados para el 2021. En dividendos, estamos proyectando un dividendo de COP 1,310/acción a pagar en 2022 (~5.8% *dividend yield*).



Fuente: ISA | Cálculos Davivienda Corredores

VALORACIÓN_

Metodología. Para estimar el valor de la acción, utilizamos la metodología de suma de partes, donde contemplamos una combinación de flujo de caja libre (FCL) para la mayor parte de las unidades de ISA, sumando las valoraciones de Internexa y Taesa a través de la metodología de Múltiplos comparables. Con todos los supuestos y nuevos proyectos asignados, nuestro múltiplo de valoración llega a un 7.7x EV/EBITDA 2022, por encima de la mediana de comparables (7.0x EV/EBITDA 2022) en LatAm pero por debajo de jugadores como GEB y Celsia, lo que nos permite entender que existe un punto de entrada atractivo, más aún ante la historia de crecimiento que ha entregado el emisor y las oportunidades de la región.

Suma de Partes. El valor justo 2022FA obtenido es COP 28,300/acción, brindando un retorno total del 30%. Los parámetros usados son: Beta (u) de 0.70x para todos los vehículos de transmisión, ajustando el riesgo país de cada uno de los activos en donde tiene presencia ISA, resultando en una tasa de WACC ponderado de 7.6% para ISA.

Vehículos	MT	Valor del Equity	Participación	Valor (COP mil mm)	Peso	EV/EBITDA
INTERCOLOMBIA-ISA	FCD	13,523	100.0%	13,523	43.1%	14.4
CTEEP	FCD	14,708	35.8%	5,268	16.8%	7.9
INTERVIAL	FCD	5,349	100.0%	5,349	17.1%	12.5
TRANSELCA	FCD	2,071	100.0%	2,071	6.6%	12.0
INTERNEXA	M	1,122	100.0%	1,122	3.6%	7.5
CTM	FCD	1,747	60.0%	1,048	3.3%	14.1
INTERCHILE	FCD	978	100.0%	978	3.1%	16.9
REP	FCD	1,336	60.0%	801	2.6%	13.9
TAESA	M	3,137	14.9%	467	1.5%	8.0
Otros + Telco	VL	448	100.0%	448	1.4%	
ISA PERÚ	FCD	302	100.0%	302	1.0%	17.0
ISA BOLIVIA	VL	108	100.0%	108	0.3%	
XM	VL	22	100.0%	22	0.1%	
ISA INVESTIMENTOS E PART.	VD	(53)	100.0%	-53	-0.2%	
ISA CAPITAL DO BRASIL	VPG	(113)	100.0%	-113	-0.4%	
Precio Objetivo				**28,300**		

Potencial de valorización y dividendo **30%**

GrupoEnergíaBogotá

Ahora sí, a crecer en renovables _

P.O: 3 ,300 / NEUTRAL

Potencial: 13%
Riesgo: Medio
Cierre: 2,921

Esperamos que los resultados de GEB continúen siendo destacables; la compañía seguiría sosteniendo un ROE en doble dígito (~14% en 2022), y seguirá capturando el valor que se desprende del atractivo retorno que ofrecen los negocios donde opera, al tiempo que somos optimistas sobre el potencial que se deriva del acuerdo con ENEL, lo que nos lleva a pensar que este activo seguirá remunerando positivamente a sus accionistas vía dividendos y valorización. No obstante, los riesgos de contratación en TGI y la incertidumbre que se deriva del entorno político en Perú no se pueden perder de vista. Llevándonos a tener una recomendación de Neutral para las acciones de Grupo Energía Bogotá.

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Capitalización bursátil (COP bn)	26.82
Flotante	29.1%
Dividendo anual 2022E (COP)	193
Retorno por dividendo	6.6%
% MSCI COLCAP	8.2%
# Acciones(mm)	9,181
P/VL actual	1.7x
P/U actual	11.4x
EV/EBITDA actual	10.3x
Último Precio (COP)	2,921
Max 52 semanas (COP)	2,935
Min 52 semanas (COP)	2,165

¿POR QUÉ NEUTRAL?

Consideramos que GEB seguirá siendo ese activo defensivo que año a año le entrega valor a los accionistas vía rentabilidad y distribución de un atractivo dividendo. No obstante, el diferencial entre el valor justo y el precio de mercado luce muy cerca en comparación al índice (potencial del ~20%, vs un potencial de 20% para el Colcap) lo que soporta el cambio de nuestra recomendación.

Fuente: SFC

* Precio de cierre: 05/10/2021

> AUTORES

Nicolás Erazo
Analista Acciones
nerazo@corredores.com

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com

ASPECTOS A DESTACAR

Integración de Enel Green Power en el portafolio abre la puerta a la transición energética. Durante mucho tiempo percibimos como un importante riesgo para la compañía el pleito con ENEL, por el obstáculo que representaba para el crecimiento de GEB el hecho de no participar en el negocio de energías renovables no convencionales. Con el nuevo acuerdo no solo se supera este obstáculo, sino que GEB se abrió camino en grande, asociándose con un líder global en este segmento, donde su ***know-how*** facilitaría el desarrollo exitoso de la estrategia verde de la compañía. Ahora además de participar en el negocio de renovables no convencionales de Enel en Colombia, la compañía tendrá exposición al crecimiento de este negocio en la región centroamericana. A eso se le suma que los acuerdos a nivel de Gobierno Corporativo y de distribución de dividendos anuales de Enel Colombia potencializarán el crecimiento en otras de sus líneas de negocio.

Vale la pena destacar que Enel Colombia (la compañía que resulta de sumar Emgesa, Codensa y Enel Green Power) representa el 38.6% del Valor Justo de GEB.

Compañía con una sólida trayectoria de creación de valor: La acción de Grupo Energía de Bogotá se ubica como una de las de mejor comportamiento en la última década. El retorno anual incluyendo dividendos se sitúa en promedio en 15.7%, lo que demuestra su larga trayectoria de creación de valor. Este hecho está explicado por factores propios de la compañía como son un crecimiento continuo del EBITDA (CAGR 10 años: 15.7%) y un flujo creciente y predecible de dividendos de compañías sólidas y rentables como lo son Emgesa y Codensa. Hacia adelante, esperamos que la senda del crecimiento de GEB continúe apalancada en la naturaleza regulada de sus negocios, el plan intensivo de CAPEX orgánico, donde la compañía estima invertir cerca de USD 1,800 mm en el periodo 2021-2025 (~COP 6.8 bn) y por la demanda creciente que se prevé en energía y gas de cara a la transición energética.

GrupoEnergíaBogotá

FICHA TÉCNICA

El Grupo Energía Bogotá (GEB: BVC) se enfoca en energía eléctrica y gas natural con presencia en Colombia, Perú, Brasil y Guatemala. En Colombia, se cuenta con el 20% del mercado de Transmisión de Energía, 54% del mercado de Transporte de Gas Natural con 4,017 km de gasoductos. En Perú, GEB tiene presencia en el negocio de distribución de energía eléctrica con la adquisición del Grupo Dunas; sumando el negocio de distribución de gas natural con Cálidda y Contugas. Por otro lado, GEB contempla vehículos compartidos con socios como Brookfield, ISA, Enel, Red Eléctrica de España y Promigas por todo Latinoamérica.

Balance General Consolidado

COP mil mm	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Disponible	769	851	894	945	1,016
Propiedad, planta y equipo	11,380	12,094	12,697	13,422	14,434
Otros Activos	15,572	18,207	19,115	20,206	21,730
Total Activos	**27,721**	**31,153**	**32,705**	**34,574**	**37,180**
Obligaciones Financieras	10,950	12,952	13,597	14,374	15,457
Otros pasivos	3,679	3,957	4,155	4,392	4,723
Total Pasivos	**14,165**	**16,422**	**17,241**	**18,226**	**19,599**
Patrimonio	**13,093**	**14,244**	**14,954**	**15,808**	**16,999**
Pasivos+Patrimonio+I.Min.	**27,721**	**31,153**	**32,705**	**34,574**	**37,180**
Pasivos/Activos	**51.1%**	**52.7%**	**52.7%**	**52.7%**	**52.7%**
Obligaciones Financieras /EBITDA	**3.5x**	**3.5x**	**3.5x**	**3.5x**	**3.6x**
ROE	**14.1%**	**17.7%**	**15.8%**	**14.3%**	**13.4%**
ROA	**6.7%**	**8.1%**	**7.2%**	**6.5%**	**6.1%**
ROIC	**5.1%**	**5.8%**	**5.4%**	**5.2%**	**5.3%**

Estado de Resultados Consolidado

COP mil mm	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ventas	**4,887**	**5,126**	**5,381**	**5,689**	**6,118**
Distribución de gas natural	2,592	2,361	2,812	2,831	3,089
Transporte de gas natural	1,538	1,683	1,408	1,428	1,479
Transmisión de electricidad	606	682	714	983	1,097
Distribución de electricidad	151	399	447	447	453
Costos de Ventas	**(2,877)**	**(2,730)**	**(2,996)**	**(3,142)**	**(3,364)**
Utilidad Bruta	**2,010**	**2,396**	**2,385**	**2,547**	**2,754**
Gastos Operacionales	615	586	616	634	682
Utilidad Operacional	**1,395**	**1,810**	**1,769**	**1,913**	**2,072**
Utilidad Neta	**1,846**	**2,514**	**2,359**	**2,262**	**2,279**
EBITDA + Dividendos	**3,127**	**3,662**	**3,878**	**4,141**	**4,248**
Margen Bruto	41.1%	46.8%	44.3%	44.8%	45.0%
Margen Neto	37.8%	49.1%	43.8%	39.8%	37.3%
Margen EBITDA + Dividendos	64.0%	71.4%	72.1%	72.8%	69.4%

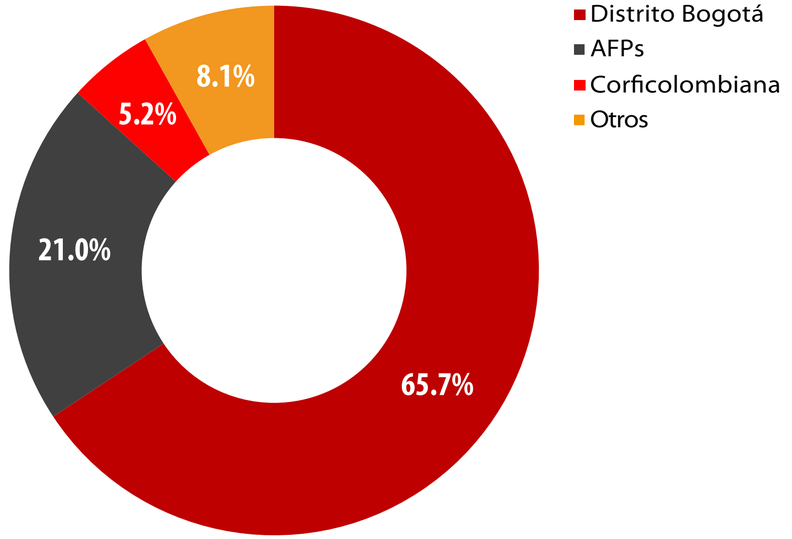
GrupoEnergíaBogotá

FICHA TÉCNICA

Resumen					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Acciones en circulación (millones)	9,181	9,181	9,181	9,181	9,181
Cap. Bursátil (COP mil millones)	20,382	24,330	26,818	26,818	26,818
Precio (COP/acción)*	2,220	2,650	2,921	2,921	2,921
VL (COP/acción)	1,477	1,604	1,684	1,781	1,915
UPA (COP/acción)	201	274	257	246	248
Total Deuda	10,950	12,952	13,597	14,374	15,457
Deuda Neta	10,181	12,100	12,704	13,429	14,441
EV	31,027	36,917	40,008	40,734	41,746
EV/EBITDA	9.9x	10.1x	10.3x	9.8x	9.8x
P/VL	1.5x	1.7x	1.7x	1.6x	1.5x
P/U	11.0x	9.7x	11.4x	11.9x	11.8x
Retorno por dividendos	5.9%	5.3%	9.3%	6.6%	6.3%
Dividendo por acción	130	140	273	193	185

Presidente: Juan Ricardo Ortega
Vicepresidente Financiero: Jorge Tabares
IR: Valeria Marconi
Página web: https://www.grupoenergiabogota.com/

COMPOSICIÓN ACCIONARIA

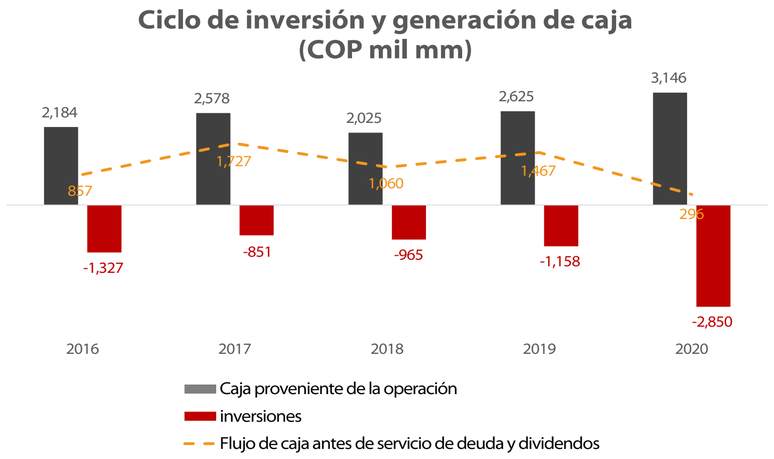


Fuente: GEB

HIPÓTESIS DE VALOR_

Generación de flujo de caja estable que soporta el crecimiento: El crecimiento continuo del EBITDA operacional apalancado en un flujo estable de dividendos ha soportado la capacidad de GEB para crecer de forma sostenida al tiempo que ha mantenido una política de distribución de dividendos muy atractiva. La generación estable de caja ha permitido que el apalancamiento no se haya desbordado y, por el contrario, ha permanecido en torno a una relación Deuda / EBITDA de ~3.5x. Este es un hecho que esperamos se mantenga en el futuro y permita soportar la ambiciosa estrategia de crecimiento de GEB. Por un lado, la compañía cuenta con un plan de inversiones de capital que promedia USD 350mm anuales, y no descartamos que el crecimiento inorgánico continúe vía adquisiciones en infraestructura energética para el suministro de gas y electricidad.

El dividendo seguirá apalancando el retorno del accionista: Estimamos que dada la capacidad de generación de caja, GEB continuará entregando una porción importante de su valor a los accionistas vía dividendos. Proyectamos un dividendo a distribuir en 2022 de COP 193/acción, lo que le permitirá mantener un retorno cercano al 6%.



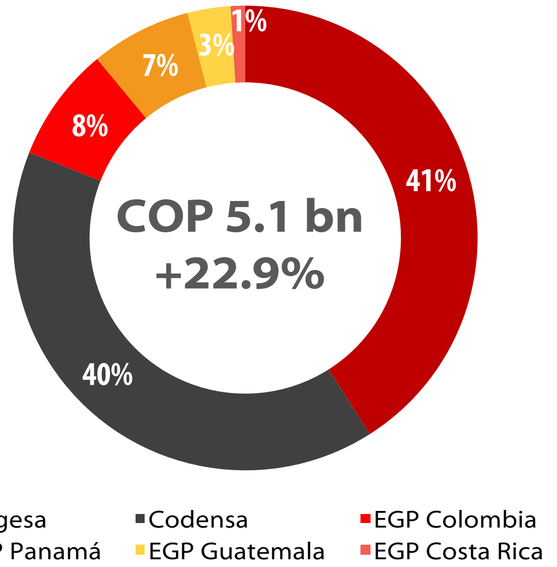
Fuente: GEB | Cálculos Davivienda Corredores.

Por acuerdo con ENEL se esperan mejores dividendos: Después de varios años de un proceso ante diferentes tribunales de arbitramento, el Grupo Energía Bogotá y Enel acordaron, finalmente, poner en marcha un renovado acuerdo marco de inversión, poniendo fin a sus diferencias en relación con el reparto de dividendos y el negocio de las energías renovables. Adicionalmente, se definen explícitos principios de exclusividad, no competencia y buena fe al estipularse el deber de adelantar sólo a través de la compañía resultante -ENEL COLOMBIA- actividades de almacenamiento, comercialización, distribución y generación en Belice, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá y Venezuela. Se espera que esta nueva empresa alcance 5,470 megavatios (MW) de capacidad instalada para 2025; es decir, 56% más que en la actualidad con un claro enfoque en la generación de energía renovable, lo que significaría inversiones por cerca de COP 2bn solo en los próximos dos años y un aumento del EBITDA y la Utilidad neta de 25.1% y 22.9% respectivamente. Así, en términos de dividendos, GEB no solo recibirá USD 270 millones extra este año que le permitirán repartir COP 95/acción a sus accionistas sino que, de mantenerse los niveles de apalancamiento actuales de Emgesa y Codensa en la nueva compañía, el *payout* pasaría de 70% a 90%, beneficiando de forma importante el flujo de caja de GEB.

Esquema de distribución de dividendos ENEL COLOMBIA

Resumen	Deuda Neta/EBITDA
100%	Menor a 0.5x
90%	Entre 0.5x y 1.5x
80%	Entre 1.5x y 2.5x
70%	Entre 2.5x y 3.5x
60%	Más de 3.5x

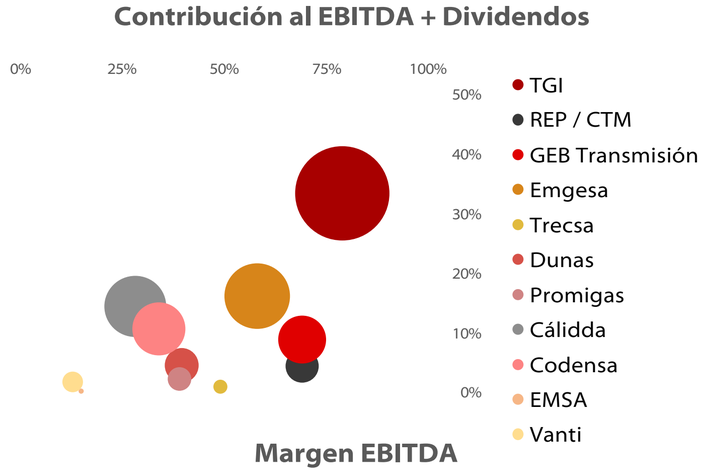
EBITDA proyectado 2025 ENEL Colombia



Fuente: GEB | Cálculos Davivienda Corredores.

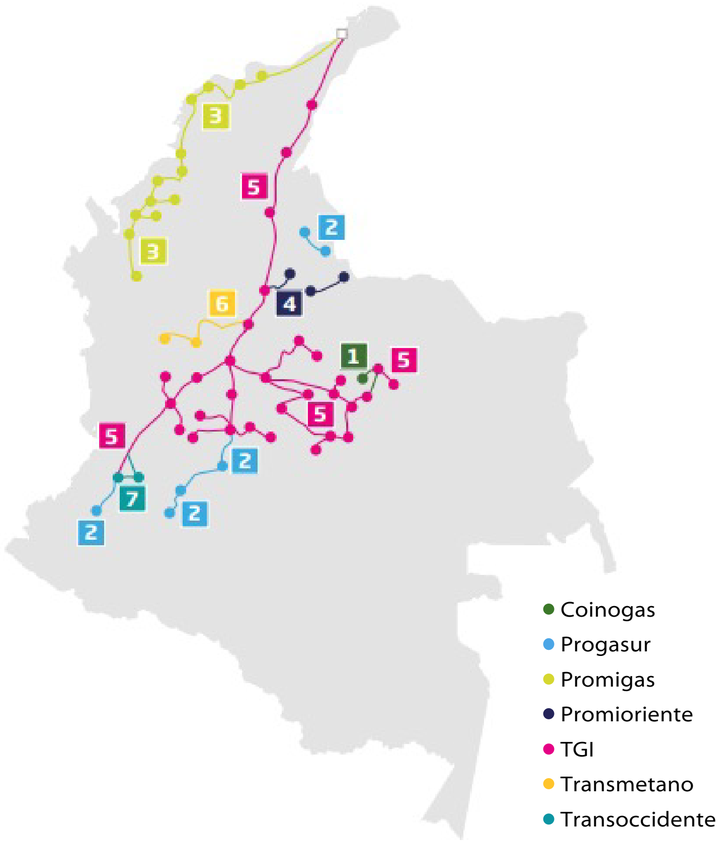
Sus negocios sobresalen por sus elevados niveles de rentabilidad: GEB cuenta con un portafolio diversificado a lo largo de la cadena energética del gas y la electricidad en cuatro países, donde no solo ha venido tomando una posición de líder en el sector energético, sino que ha logrado crecer con rentabilidad. Hoy por hoy, el portafolio de compañías que representan su valor, son empresas que se destacan por sostener en el tiempo altos niveles de margen EBITDA y de ROE. Así, en promedio en los últimos años, el margen EBITDA de los negocios consolidados por GEB se ubica en 45% y de los no consolidados en 50%, el ROE ha mantenido una tendencia creciente al pasar de 12.3% en 2016 a 15.8% estimado para el cierre de 2021.

Negocio de trasmisión ganará relevancia: El negocio de transmisión eléctrica que GEB ejecuta a nivel de holding, proyecta ganar gradualmente una participación mayor dentro del EBITDA consolidado a mediano plazo, ya que ejecutará cerca de USD 550 millones en inversiones de capital (CAPEX) durante 2021 y 2024 para completar proyectos otorgados por la UPME. Vale la pena destacar que la participación de mercado de GEB en este negocio en Colombia ha pasado en los últimos 4 años de 15% a 18%.



Fuente: GEB | Cálculos Davivienda Corredores.

Red de transporte de Gas Natural en Colombia



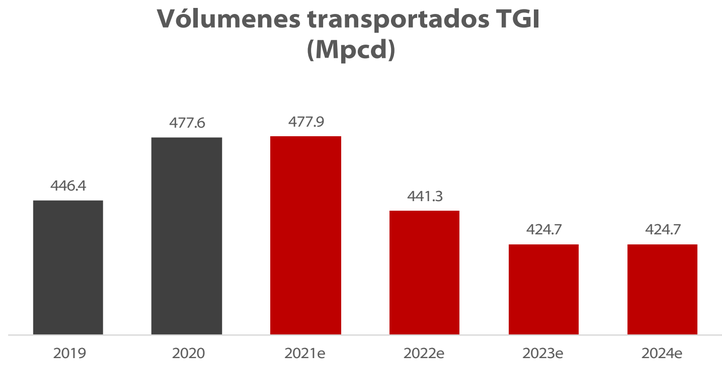
Fuente: Promigas | Cálculos Davivienda Corredores.

TGI posicionado para capturar las oportunidades que se desprenden del crecimiento de la demanda de gas. Uno de los puntos clave a monitorear en GEB es el riesgo de suministro y vencimiento de contratos al que se enfrenta TGI. La vida de las reservas de gas en Colombia se ha disminuido hasta 7.7 años. No obstante, la otra cara de la moneda es positiva y muestra que las oportunidades se mantienen latentes. Por un lado, la demanda de gas en Colombia ha mantenido una tendencia creciente y la UPME estima que entre abril de 2021 y diciembre de 2035, el aumento de la demanda sería de 17%, es decir en promedio un crecimiento anual de 1.2%. Aquí vale la pena destacar que TGI cuenta con una red de gasoductos estratégicamente posicionada para movilizar gas al centro del país donde se encuentra concentrada el 45% de la demanda, lo que acota el riesgo en términos de volúmenes. A su vez, no podemos olvidar el potencial que existe de reservas de gas del Caribe Colombiano, que suma cerca de 30 TPC de gas con posibilidad de ser maduradas entre 2024 y 2028, y los YNC en el valle inferior del Magdalena Medio, Cesar-Ranchería – Catatumbo, cuyo potencial de reservas se estima en un rango entre 4 y 24 TPC.

RIESGOS_

TGI con volúmenes estables hacia el 2022-2024. Si bien contamos con un panorama saludable para la demanda de gas, somos conscientes de algunos riesgos para TGI: i) la probabilidad de un fenómeno de la Niña (70-80% de acuerdo con NOAA), evitando una mayor demanda de gas por parte de los clientes termoeléctricos y ii) el mas importante; el riesgo de contratación y de extensión de contratos. Actualmente, la vida remanente de los contratos en firme de TGI tiene un promedio de 5.1 años, lo que sumado a la baja vida de las reservas de gas eleva las preocupaciones ante los posibles eventos donde no se logre una extensión de contratos en firme.

Con todo esto, optamos por una aproximación conservadora para los volúmenes transportados de TGI donde no esperamos crecimientos superiores al 1% anual. Así las cosas, nuestras expectativas apuntan a que el año podría cerrar con un EBITDA de USD 300 mm, una cifra superior al rango inicialmente estimado por la compañía (USD 270 - 280 mm para el 2021); gracias a las eficiencias de la gestión administrativa. Con todo esto, nuestra valoración de TGI representa cerca de un ~24% del valor de GEB, llegando a un múltiplo de 10.0 EV/EBITDA 2022.



Fuente: GEB | Cálculos Davivienda Corredores.

Entorno político en Perú plantea desafíos. Durante los últimos años, Perú se venía consolidando como uno de los países de la región más atractivos para la inversión extranjera. Es así como GEB venía incrementando su posicionamiento en este país a punto que incluso a cierre de 2019 cerró la adquisición de ElectroDunas por un poco más de USD 200 millones. Sumando esta compañía, GEB está expuesta a Perú a través de cinco empresas (Cálidda, Contugas, ElectroDunas, REP, CTM) en los negocios de distribución y trasmisión de energía y distribución de gas, las cuales representan el 17.5% del valor de las inversiones de GEB y COP 717/ acción de GEB. Luego de la elección de Pedro Castillo como Presidente, no existe un panorama totalmente claro sobre las políticas que el gobierno podría adoptar frente a las concesiones de energía y gas; sin embargo, algunos de sus comentarios nos llevan a pensar que los negocios de GEB podrían no estar exentos a cambios que afecten su crecimiento futuro.
Por un lado, en el corto plazo podríamos ver disminuido el ritmo de crecimiento de sus negocios, incluso ya se ha empezado a mencionar la posibilidad de limitar la ejecución de CAPEX.

Este aspecto es clave en negocios como el de Cálidda, que durante los últimos años venía presentando un avance destacable y, en este momento, se encuentra en proceso de revisión tarifaria. En el marco de este proceso debe presentar su plan de inversiones y conexiones para los años 2022 a 2026 y según información de la compañía su plan pasaría de contemplar una inversión de entre USD 400 -USD 500 mm a USD 100 -USD 150 y solo hasta que se tenga claridad del entorno político se irían incorporando inversiones adicionales. Destacamos, a manera de ejercicio, que si el número de usuarios se estancara en los niveles actuales, el valor de Cálidda se reduciría en COP 96/acción de GEB.

Exposición de GEB a Perú

Empresa	COP /acción GEB	% Valor GEB
Cálidda	424.3	10.3%
Electrodunas	142.2	3.5%
CTM	76.1	1.9%
REP	58.2	1.4%
Contugas	16.6	0.4%
Total Perú	**717.4**	**17.5%**

Fuente: GEB | Cálculos Davivienda Corredores.

Regasificadora del pacífico un proyecto que no termina de concretarse: Desde hace varios años, una de las principales apuestas de TGI para hacer frente a los riesgos de suministro y baja vida de sus contratos ha sido ganarse la adjudicación del proyecto de infraestructura de importación de GNL del Pacífico. Este proyecto, desde sus inicios, se viene enfrentando a diferentes retos y riesgos de carácter social, ambiental, técnico y jurídico, entre otros, que han generado dudas sobre su viabilidad. El proyecto que se planteó en 2016 ha sido constantemente aplazado y aunque la última fecha conocida de selección del inversionista está planeada para el 16 de Noviembre del 2021, aun si llega a adjudicarse, es importante tener en cuenta que la zona de influencia del proyecto ofrece unas complejidades que elevan la posibilidad de que se presenten eventos de fuerza mayor que no puedan ser resueltos y que impidan la puesta en operación comercial, ante lo cual como está planteado el proyecto, el inversionista no tendría mecanismo para recuperar sus inversiones o recibir compensación por los costos incurridos. A su vez, podrían ocurrir eventos como procesos de extinción de dominio de servidumbres y tutelas que ordenen la suspensión de actividades.

Cambios regulatorios podrían continuar: Una disminución en los márgenes de rentabilidad de TGI producto de ajustes en materia regulatoria es muy probable. De hecho, nuestro modelo contempla una reducción del WACC regulatorio de transporte en Colombia, desde 15.04% en 2021 hasta 11.4% a partir de 2022. Además, es importante resaltar que también han surgido propuestas adicionales, como ajustes en la vida media de la base de activos y cambios en los esquemas de remuneración en dólares a pesos, lo cual genera un riesgo cambiario importante, más aún cuando el 99% de la deuda consolidada de TGI está en dólares.

Retrasos en proyectos de transmisión. El proyecto de Colectora reportó retrasos durante la pandemia porque hubo una decisión de la Procuraduría que no permitía hacer las consultas previas de manera virtual como se había planteado, y eso ha hecho que se retrasen. Son 224 las comunidades con las que se debe consultar, por lo que no ha sido posible concertar con los habitantes del área de influencia de los proyectos.

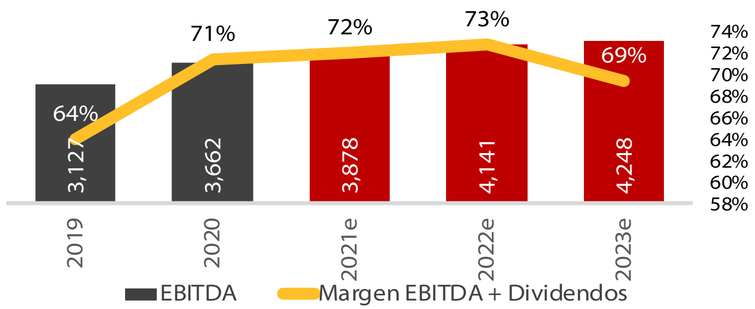
PROYECCIONES_

Ingresos. Estimamos ingresos de COP 5.7 bn para 2022, con un crecimiento de 5.7% anual. En este año incorporamos los proyectos por finalizarse en la línea de Transmisión sumando unos volúmenes estables en TGI y Caliddá. De la misma manera, para el 2023 estamos proyectando un alza en los Ingresos de +7.5%.

EBITDA. Proyectamos un margen EBITDA de ~73% para 2022. Esto corresponde a un EBITDA + Dividendos de COP 4.1 bn. En el 2023 el crecimiento de este rubro será menor, elevándose solamente 2.6%, pues esperamos que la tasa efectiva de tributación (+5% pp) disminuya las utilidades a nivel general de las asociadas.

Utilidad Neta. Esperamos una utilidad de COP 2.26 billones para el 2022, reflejando una caída de -4.1% frente a los COP 2.36 billones esperados para el 2021. En dividendos, estamos proyectando un dividendo de COP 193/acción a pagar en 2022 (~6.6% de *dividend yield*).

Evolución EBITDA y Margen EBITDA
(COP miles de mm)



Fuente: GEB | Cálculos Davivienda Corredores

VALORACIÓN_

Metodología. Para estimar el valor de la acción de la compañía utilizamos la metodología de suma de partes donde contemplamos una combinación de flujo de caja libre (FCL) para la mayor parte de las unidades de GEB. Con todos los supuestos y nuevos proyectos asignados, nuestro múltiplo de valoración llega a un 8.1x EV/EBITDA 2022, ligeramente por encima de la mediana de comparables (7.0x EV/EBITDA 2022).

Suma de Partes. El valor justo 2022FA obtenido es COP 3,300/acción, brindando un potencial de valorización del 20%. Los parámetros usados son: Beta (u) de 0.72x para todos los vehículos de GEB, ajustando el riesgo país de cada uno de los activos en donde tiene presencia GEB, resultando en una tasa de WACC promedio de 8.9% para las unidades de TGI, Caliddá y Dunas, dejando con un WACC de 9.4% a los vehículos compartidos con Enel (Emgesa, Codensa, EGP).

VALORACIÓN_

Resumen de la valoración

Vehículos	Metodología	Valor del Equity	Participación	Valor COP	Peso	EV/EBITDA
TGI	DFC	10,220	100.0%	1,113	23.6%	10.0
Caliddá	DFC	6,493	60.0%	424	9.0%	10.0
Emgesa	DFC	20,235	42.5%	937	19.9%	7.8
Enel Green Power (Col + CA)	DFC	4,530	42.5%	210	4.5%	10.6
Codensa	DFC	14,401	42.5%	667	14.2%	8.3
REP	DFC	1,336	40.0%	58	1.2%	
CTM	DFC	1,747	40.0%	76	1.6%	
Dunas	DFC	1,306	100.0%	142	3.0%	9.8
Argo	VL	2,412	50.0%	131	2.8%	
Contugas	VL	152	100.0%	17	0.4%	
Vanti	VL	331	24.9%	9	0.2%	
EMSA	VL	275	16.2%	5	0.1%	
Promigas	DFC	11,617	15.6%	198	4.2%	10.3
TRECSA	VL	786	95.3%	82	1.7%	
Gebbras	VL	674	51.0%	37	0.8%	
GEB Transmisión	DFC	5,565	100.0%	606	12.9%	8.7
Deuda Holding	**VL**	**-12,573**	**100.0%**	**-1,369**	**NA**	
Precio Objetivo				**3,300**		

CELSIA

Oportunidades en un sector competido_

P.O: 5,000 / SUBPONDERAR

Potencial: 16.3%
Riesgo: Medio
Cierre: 4,300

Celsia es una compañía que se ha transformado desde el 2016, reduciendo su apalancamiento, alineando su estrategia para tener mayor exposición a renovables no convencionales y al segmento de distribución, al tiempo que se encamina a mejorar sus indicadores de rentabilidad. No obstante, los retos que se derivan de la mayor entrada de participantes en la próxima subasta de renovables, sumada a una senda de precios bajista producto de abundantes recursos hídricos en el corto plazo y capacidad adicional en la oferta energética en el mediano plazo, nos llevan a mantener una posición cautelosa en la compañía pese al elevado potencial de valorización.

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Capitalización bursátil (COP bn)	4.60
Flotante	47.0%
Dividendo anual 2022E (COP)	264
Retorno por dividendo	6.1%
% MSCI COLCAP	2.3%
# Acciones (mm)	1,070
P/VL actual:	1.0x
P/U actual:	13.7x
EV/ EBITDA actual:	7.8x
Último Precio:	4,300
Max 52 semanas	4,786
Min 52 semanas:	3,715

¿POR QUÉ SUBPONDERAR?

Aunque estimamos un importante repunte en las cifras de la compañía en los próximos años y vemos con buenos ojos la estrategia en la que avanza Celsia para incrementar la generación de valor a los accionistas, los menores indicadores de rentabilidad frente a sus pares y los retos que se avecinan para el negocio de generación, nos hacen prever que el desempeño de la acción seguirá rezagado frente a otros nombres del sector como GEB e ISA. Además de eso, una valoración relativamente alta de 9.3x EV/EBITDA 2022 vs la mediana de comparables a nivel regional (EV/EBITDA 2022 de 7.0x) nos hace llevar nuestra recomendación a Subponderar.

> AUTORES

Nicolás Erazo
Analista Acciones
nerazo@corredores.com

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com

ASPECTOS A DESTACAR

Capacidad más renovable. En las expectativas que tenemos para Celsia destacamos el crecimiento en la capacidad instalada de fuentes de energía renovable no convencional, sumando también la entrada de 200 MW en El Tesorito (térmica). Así las cosas, contemplamos la llegada de: 1) 340 MW en capacidad eólica, 2) 200 MW adicionales en el mediano plazo en energía solar fotovoltaica y 3) 200 MW del Tesorito. Este último pudiendo sumarse en el primer trimestre del 2022.

Por otro lado, consideramos que Celsia seguirá robusteciendo los indicadores de servicio en Tolima y las inversiones esperadas por COP 530 mil mm en redes de distribución terminarán por incrementar la BRA (base regulada de activos), buscando una compensación bajo un parámetro de WACC regulado de 11.8% que seguirá generando un aporte positivo al retorn**o.**

Precios de la energía, nuestra mayor preocupación. Si bien reconocemos que Celsia es una compañía que tiene una estrategia clara y persigue unas rentabilidades atractivas a futuro, el escenario y el entorno competitivo en el segmento de generación nos llevan a mantener una posición cautelosa en el activo. Por el momento, unos precios de la energía deprimidos en el corto plazo por abundantes recursos hídricos, sumado a las presiones bajistas en los *Power Purchase Agreements (PPA)* recibidos por las subastas de renovables no convencionales, podrían nublar un alza en los precios de la energía para el mediano-largo plazo.

Con todo esto, reconocemos que la estrategia de Celsia y las fuentes diversificadas de generación de ingresos mitigarían el impacto en precios y contribuirán a robustecer las utilidades y el retorno vía dividendos a los accionistas.

CELSIA

FICHA TÉCNICA

Celsia es la empresa de energía perteneciente al Grupo Argos, dedicada a las actividades de generación de energía, junto con el segmento de distribución y comercialización. Celsia cuenta con presencia en Colombia, Panamá, Costa Rica y Honduras con 32 centrales hidroeléctricas, térmicas, fotovoltaicas y eólicas y más de 330 proyectos solares.

En el segmento de Distribución y Comercialización, Celsia cuenta con más de un millón de clientes en 39 municipios del Valle de Cauca, 47 en el Tolima y uno en Chocó (San José del Palmar) con productos de energía convencional y otros mil clientes con nuevos productos como energía solar, distritos térmicos, plantas de energía de respaldo, proyectos de iluminación eficiente, entre otros.

Balance General Consolidado

COP mil mm	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Disponible	385	400	251	273	286
Propiedad, planta y equipo	7,854	8,354	8,741	9,729	11,818
Otros Activos	3,139	3,057	3,483	3,607	3,741
Total Activos	**11,378**	**11,811**	**12,474**	**13,610**	**15,845**
Obligaciones Financieras	3,957	3,866	4,402	5,322	7,355
Otros pasivos	1,747	2,204	2,159	2,242	2,342
Total Pasivos	**5,704**	**6,070**	**6,560**	**7,564**	**9,697**
Patrimonio	**4,548**	**4,548**	**4,675**	**4,786**	**4,867**
Pasivos+Patrimonio+I.Min.	**11,378**	**11,811**	**12,474**	**13,610**	**15,845**
Pasivos/Activos	**50.1%**	**51.4%**	**52.6%**	**55.6%**	**61.2%**
Obligaciones Financieras /EBITDA	**3.1x**	**3.1x**	**3.4x**	**3.8x**	**4.1x**
ROE	**10.4%**	**5.5%**	**6.7%**	**8.2%**	**8.5%**
ROA	**4.2%**	**2.1%**	**2.5%**	**2.9%**	**2.6%**
ROIC	**4.3%**	**4.3%**	**4.5%**	**4.5%**	**4.8%**

Estado de Resultados Consolidado

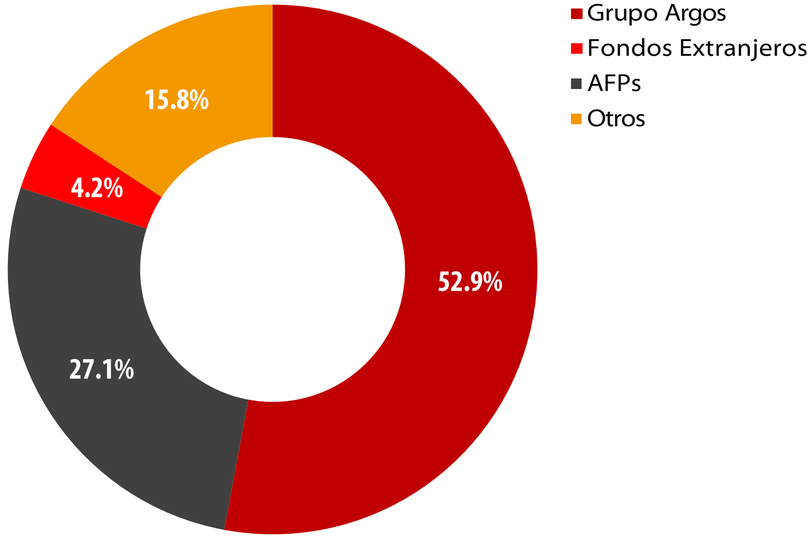
COP mil mm	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ventas	**3,726**	**3,536**	**3,903**	**4,246**	**4,637**
Generación de energía	1,696	1,298	1,365	1,521	1,991
Comercialización minorista	1,458	1,848	2,090	2,233	2,109
Uso y conexión de redes	439	272	288	319	348
Otros servicios operacionales	91	116	159	173	189
Costos de Ventas	**(2,581)**	**!,378)**	**(2,617)**	**(2,664)**	**(2,995)**
Utilidad Bruta	**1,145**	**1,158**	**1,285**	**1,582**	**1,642**
Gastos Operacionales	593	606	686	842	694
Utilidad Operacional	**552**	**552**	**599**	**741**	**948**
Utilidad Neta	**473**	**249**	**313**	**393**	**416**
EBITDA	**1,262**	**1,236**	**1,284**	**1,408**	**1,797**
Margen Bruto	30.7%	32.7%	32.9%	37.3%	35.4%
Margen Neto	12.7%	7.1%	8.0%	9.2%	9.0%
Margen EBITDA	33.9%	35.0%	32.9%	33.2%	38.8%

FICHA TÉCNICA

Resumen					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Acciones en circulación (mm)	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
Cap. Bursátil	4,719	5,070	4,601	4,601	4,601
Precio (COP/Acción)*	4,410	4,738	4,300	4,300	4,300
VL (COP/Acción)	4,250	4,251	4,369	4,473	4,548
UPA (COP/Acción)	442	233	293	367	389
P/VL	1.0x	1.1x	1.0x	1.0x	0.9x
Precio Utilidad	9.3x	19.0x	13.7x	11.0x	10.3x
EV/EBITDA	7.5x	7.9x	7.8x	7.8x	7.2x
Retorno por dividendos	4.2%	6.2%	6.1%	6.1%	7.7%
Dividendo por acción	184	292	262	264	330
Capacidad de Energía (MW)	1,747	1,747	1,747	2,047	2,487
Clientes (Tolima + Valle) en miles	1,227	1,258	1,291	1,314	1,326
PPA Regulado (Col) - COP/kWh	223	220	239	246	229
PPA No Regulado (Col) - COP/kWh	188	191	207	212	198

Presidente: Ricardo Sierra Fernández
Vicepresidente Financiero: Esteban Piedrahita
IR: Jesús María Cadavid Londoño / Natalia Molina Arcila
Página web: https://www.celsia.com/es/

COMPOSICIÓN ACCIONARIA



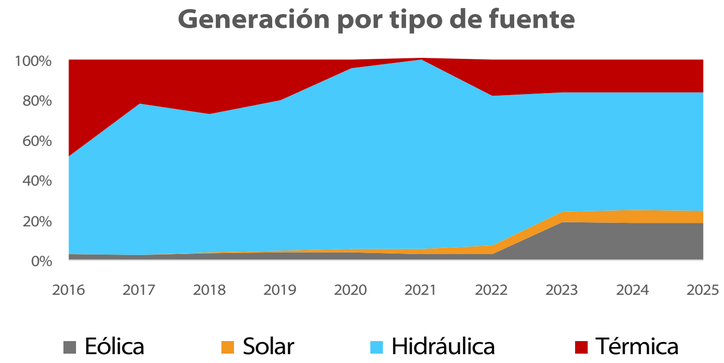
Fuente: Celsia

HIPÓTESIS DE VALOR _

Portafolio de generación diversificado, resiliente y competitivo. Las discusiones alrededor del mundo están centradas en cómo lograr un futuro con una disminución en las emisiones de carbono; y ya se habla de Net Zero (cero neto) como planeta para el 2050. Acorde a esto, en Celsia el crecimiento está enfocado en energía renovable y en cómo dar firmeza y eliminar la intermitencia de los proyectos solares y eólicos, todo enmarcado en lograr cero emisiones como compañía. En este sentido, reconocemos que Celsia seguirá trabajando por aumentar la penetración en energías renovables. De hecho, en línea con las expectativas de la compañía, estimamos que la generación consolidada de Celsia en 2025 sería:

- Hidráulica – 59%
- Eólica – 19%
- Solar – 6%
- Térmica – 16%

Un portafolio que consideramos significativamente más balanceado y preparado para escenarios climáticos extremos en comparación a la generación dada por la compañía para el año 2016: Hidráulica (~49%), Térmica (~48%) y Eólica (~3%).

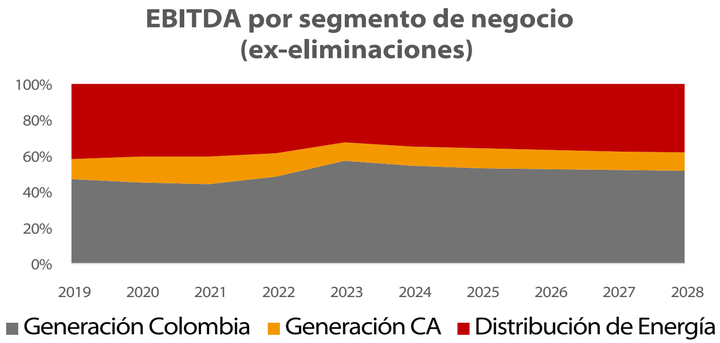


Fuente: Celsia | Cálculos: Davivienda

Positiva diversificación en fuentes de generación de EBITDA: Reconocemos que Celsia ha venido reportando un desempeño financiero positivo, el cual ha sido impulsado en buena parte por la nueva estrategia de crecimiento enfocado en energía renovables no convencionales y el segmento de distribución, que ha permitido a la compañía mejorar sus índices de rentabilidad y tener una mejor disciplina operativa para buscar eficiencias en costos y gastos, que se verá traducida en una mayor generación de utilidad para sus accionistas en el mediano y largo plazo. Al respecto resaltamos:

1. Una inclinación por negocios más predecibles y certeros como el negocio de Distribución en Tolima y Valle. Estos trabajan bajo una metodología de Base regulada de Activos (BRA), donde al emisor le compensan por las inversiones realizadas en las redes de distribución, y donde podría disminuir significativamente el riesgo de demanda.

2. Una disminución en la exposición al segmento de generación térmica, iniciando con la venta de Zona Franca Celsia y continuando con la misma intención en BLM (Panamá), complementando el portafolio con energías eólicas y solares.



Fuente: Celsia | Cálculos: Davivienda Corredores

Plataformas para el crecimiento. En alianza con el fondo de inversión *Cubico Sustainable Investments,* Celsia configuró dos plataformas de inversión. En primer lugar, encontramos a Caoba Inversiones (51% de participación), una plataforma que busca capturar las oportunidades en el negocio de Transmisión. Caoba ya tiene operaciones en la Costa Caribe, Tolima y Valle del Cauca y, a través de esta alianza, Celsia busca avanzar en la segunda fase del Plan5Caribe y los proyectos energéticos avalados por la UPME. De acuerdo con Celsia, se han identificado oportunidades de crecimiento en proyectos por COP 5 billones.

Para este vehículo, resaltamos que el margen EBITDA de 86% (vs ~70% para otros emisores) es una cifra destacable. Resaltamos igualmente que Celsia podría utilizar esta alianza para aprovechar oportunidades que se desprendan de la venta de activos eléctricos que adelantará el Gobierno Nacional en 2022 donde de acuerdo al Marco Fiscal de Mediano plazo se estiman desinversiones cercanas a COP 7bn.

En segundo lugar, se encuentra la plataforma C2Energía (50% de participación) la cual busca desarrollar y operar granjas solares con capacidad mayor a 8MW. Esta plataforma ya opera 37.6 MW, y Celsia estima que llegará a más de 650 MW en parques solares durante los próximos dos años. Sumado a esto, cabe recordar los beneficios tributarios que Celsia podrá consolidar, sumando la depreciación acelerada.

Activos energéticos de la Nación

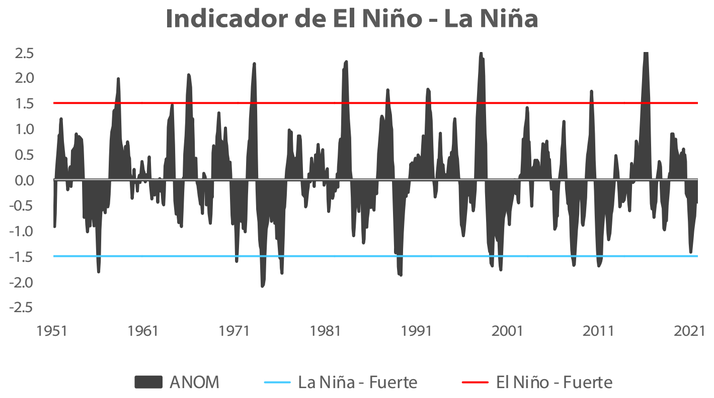
Compañía	% Nación
Empresa Urrá	100.0%
Gecelca	100.0%
Cadenar	100.0%
Discpac	100.0%
Gensa	93.2%
Electrohuila	83.1%
Electrocaquetá	72.4%
EEDAS	67.1%
Emsa	55.7%
Cedelca	55.4%

Fuente: Ministerio de Hacienda

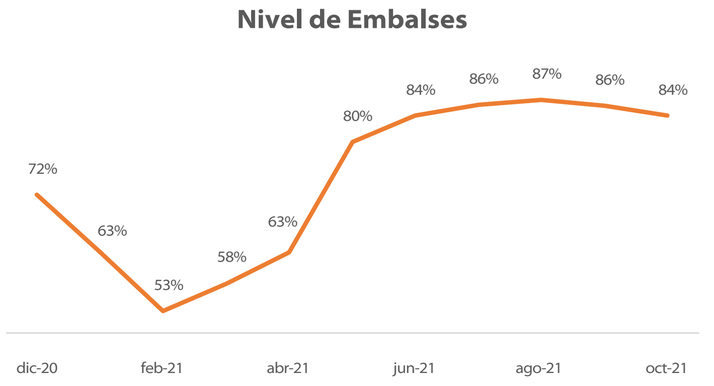
***Ad portas* de la Niña.** Durante el 2021, se ha observado cierta abundancia en los recursos hídricos en Colombia, los cuales han permitido garantizar que la oferta energética no se vea presionada por una escasez de combustibles, algo que se podría esperar también para el cierre del 2021 y comienzos del 2022. Destacamos esta afirmación entendiendo que en otras regiones del mundo es previsible que continúe la presión alcista en los precios energéticos. Lo que nos permite deducir que el escenario local contrasta con aquel que vemos en otras regiones del mundo.

Alineados con la visión de agencias internacionales como el Centro de Predicción Climático (en inglés: CPC) el cual analiza y predice las probabilidades de los fenómenos climáticos como La Niña (lluvias) o El Niño (sequía), actualmente se está esperando una transición de un panorama neutral en la temperatura de los océanos a un posible fenómeno de La Niña en los próximos meses, con una probabilidad del 70-80% tomado del último reporte de Septiembre. Puntualmente, este fenómeno podría ocurrir durante el invierno del Hemisferio Norte entre el 2021 y 2022.

El punto anterior, ha explicado un abundante aporte en los recursos hídricos a nivel nacional reconociendo que los embalses de Colombia se ubican en ~84% de su capacidad en lo primeros días de octubre.



Fuente: NOAA Climate Prediction Weather | Cálculos: Corredores Davivienda



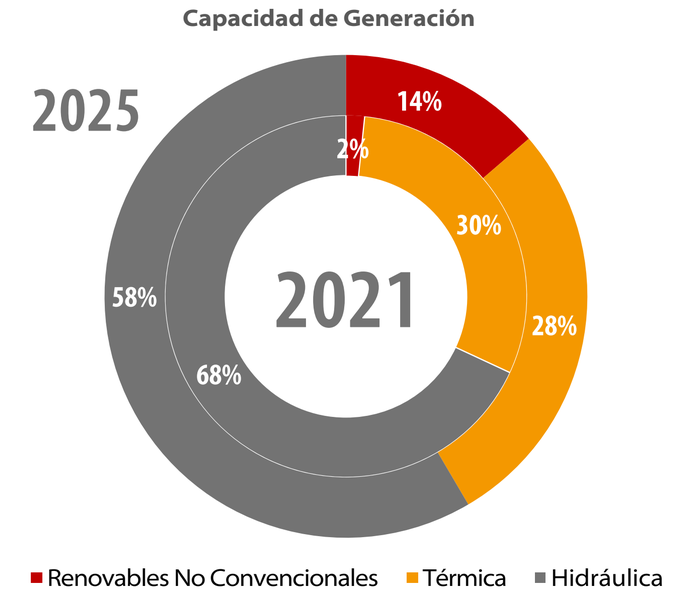
Fuente: XM | Cálculos: Corredores Davivienda

RIESGOS_

Más oferta, más competencia. Bajo los siguientes puntos, argumentamos la expectativa de evidenciar una mayor competencia en los precios energéticos:

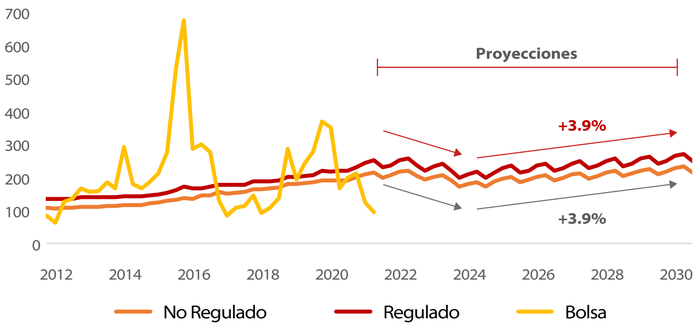
• Los precios obtenidos en subastas de renovables han sido competitivos con los precios de mercado. Esto se ha ilustrado al ver que la Subasta de Renovables realizada en 2019 culminó con un precio promedio ponderado de asignación de COP 95.65/kWh sumando el componente del CERE (COP 65 – 75/kWh). Lo que contrasta con los precios de los PPA vistos en promedio durante el 2021 (COP 209/kWh – Mercado No Regulado / COP 242/kWh – Mercado Regulado).
• Reconocemos que los precios pueden tornarse aún más competitivos a medida que existan más competidores dispuestos a involucrarse. Si bien en la última Subasta -2019 participaron 31 entidades, 7 Generadores y 22 Comercializadores, ya en la Subasta de 2021 se encuentran 69 compañías interesadas, dándonos una posible idea de que podríamos esperar precios competitivos hacia adelante.

• **Nuevos jugadores.** De acuerdo a las guías de la UPME, ~54% de los agentes del SIN en la Subasta CLPE-02 en 2019 fueron nuevos jugadores y en la Subasta CLPE-03 del 2021 ya son el 80%.



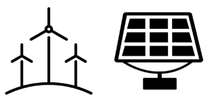
Fuente: XM | UPME

Precios de la Energía en Colombia (COP/kWh)



Fuente: XM | Proyecciones: Corredores Davivienda

Subasta CLPE No 2 – 2021 en 4T



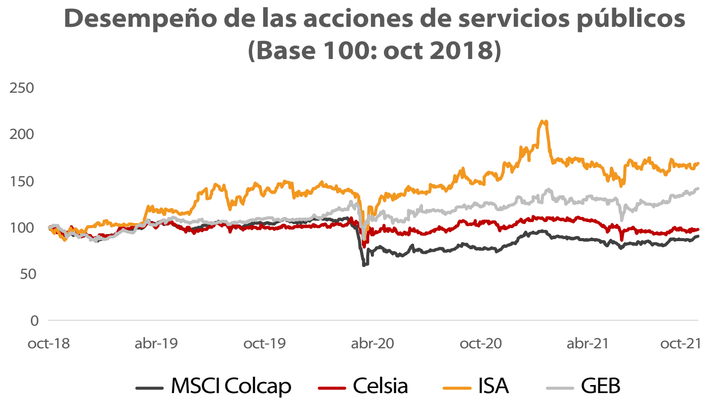
Precios de la energía. Proyectamos una caída de los precios por Contratos de Energía - PPA (Regulados y No regulados) desde el cierre de 2022 hasta el 2024 de 3.7% anual; para luego estimar un alza desde 2024-2030 de 3.9% por año para el mismo rubro.

Partiendo del escenario donde los recursos hídricos mantengan un respaldo a la oferta energética, consideramos que existen bajas probabilidades de esperar unos precios superiores a COP ~180 /kWh en los contratos Regulados y No Regulados (PPA) en las próximas subastas de energías renovables. Producto de los siguientes factores:

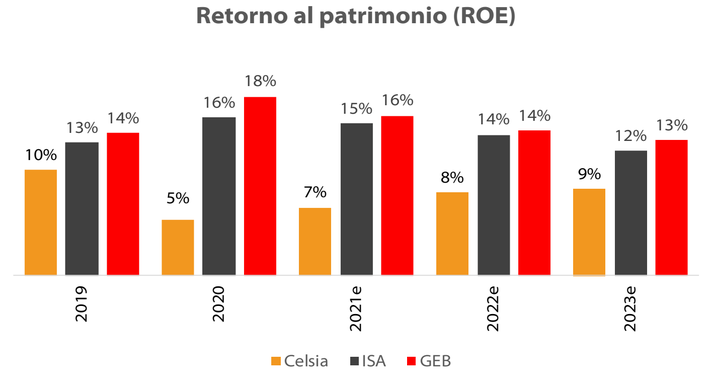
- Entrada de Hidroituango (2400 MW) entre 2022 y 2024.
- Esperar la llegada en el 2023 de cerca de 1,300 MW en capacidad provenientes de los proyectos de la Subasta CLPE No 2 – 2019 con precios promedio de 95.65 $/kWh, adicional al cargo del CERE. Lo que nos lleva a unos precios cercanos a los ~176 $/kWh.
- Subasta CLPE No 2 – 2021, la cual a la fecha ya presenta 69 participantes.

Pares del sector en Colombia con mayor rentabilidad opacan a la Compañía. Si bien reconocemos que Celsia viene robusteciendo su estrategia para incrementar su rentabilidad, todavía se encuentra por debajo de sus pares en Colombia. Esperamos que el ROE no alcance cifras de doble digito en el corto plazo, a pesar de que proyectamos un crecimiento estable para la compañía perteneciente a Grupo Argos. Un logro que si han alcanzado otros emisores (GEB, ISA).

Este hecho podría ser una de las razones por la cual Celsia se ha rezagado en términos de desempeño de la acción en el mercado frente a sus pares ISA y GEB. Un ejemplo en el diferencial en términos de generación de valor es que entre 2014 y 2020 el crecimiento patrimonial ajustado por dividendos ha sido: ISA:14.7%, GEB: 13.3%, y Celsia: 3.1%. Por otro lado, desde octubre de 2018 la valorización en base 100 de las acciones ISA y GEB ha sido 68% y 42% respectivamente vs -3% de Celsia.



Fuente: Capital IQ



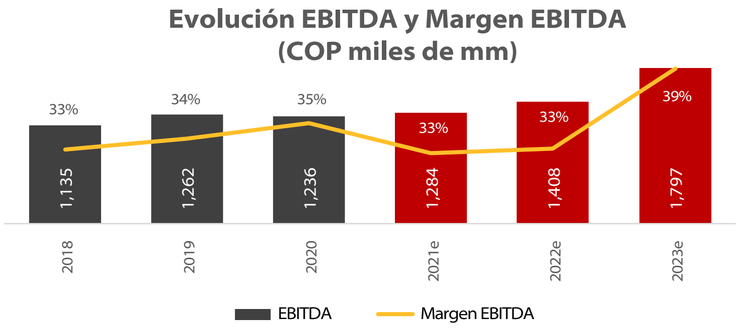
Fuente: Emisores | Cálculos Davivienda Corredores.

PROYECCIONES_

Ingresos. Estimamos ingresos de COP 4.2 bn para 2022, con un crecimiento de 8.8% anual. En este año incorporamos la entrada de la planta a gas de El Tesorito 200 MW, la cual podrá darse durante el primer trimestre del 2022. Hacia el 2023 esperamos un incremento del 9.2% vs 2022 soportado por el debut de 340 MW en los proyectos Eólicos.

EBITDA. Proyectamos un margen EBITDA de 33.2% para 2022. Esto corresponde a un EBITDA de COP 1.4 bn, aumentando 9.7% anual. En los segmentos de generación, si bien no contemplamos un aporte relevante en térmicas, esperamos 40% en el margen EBITDA del 2022 en Colombia, similar a un 41% en Centroamérica para la misma brecha temporal. En Distribución, no anticipamos mayores cambios y trabajamos con una proyección estable en el margen EBITDA, el cual podría ubicarse en un 17%.

Utilidad Neta. Esperamos una utilidad de COP 393 mil mm para el 2022, ilustrando un crecimiento de 25.2% frente a los COP 313 mil mm esperados para el 2021. En dividendos, estamos proyectando un dividendo de COP 264/acción a pagar en 2022(~6% de *dividend yield*).



Fuente: Celsia | Cálculos Davivienda Corredores

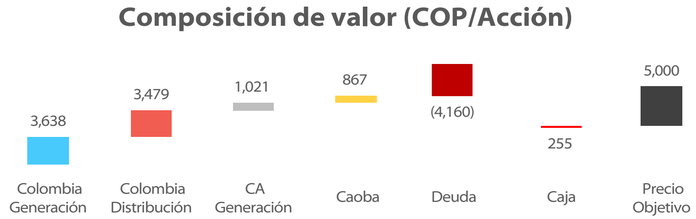
VALORACIÓN_

Metodología. Para estimar el valor de la acción de la compañía utilizamos la metodología de suma de partes donde contemplamos el procedimiento de Flujo de Caja Libre para cada una de las unidades de Celsia: 1) Generación de Energía – Colombia; 2) Distribución de Energía – Colombia; 3) Generación de Energía – Centroamérica; 4) Caoba. Con este resultado, ajustamos por la participación de cada una de las unidades que posee Celsia luego de haberle restado la deuda correspondiente.

Suma de Partes. El valor justo 2022FA obtenido es COP 5,000/acción. Los parámetros usados son: Beta (u) de 0.70x para las unidades de Distribución y Caoba, Beta (u) de 0.75x para las unidades de Generación en Colombia y Centro América, resultando en una tasa de WACC ponderado de 8.8% para Celsia.

Múltiplos de Valoración. Si bien cada una de las unidades está valorada de forma independiente, esta metodología resulta con los siguientes múltiplos: EV/EBITDA 2022E de 9.3x y un múltiplo de P/E 2022 de 13.8x. Significativamente por encima de la mediana de la canasta de comparables, al igual que al de otros emisores locales (GEB, ISA).

Valoración					
Vehículos	**EV**	**Participación**	**Valor (COP mil mm)**	**Peso**	**EV/EBITDA**
Colombia Generación	5,978	65.1%	3,893	40.7%	8.8
Colombia Distribución	5,716	65.1%	3,722	38.9%	10.5
Centro América Distribución	1,093	100.0%	1,093	11.4%	5.8
Caoba	1,695	51.0%	865	9.0%	10.7
Total EV			9,572		
Deuda			-4,451		
Caja			273		
Valor del Equity			5,394		
Número de acciones			1,070		
Precio Objetivo			**5,000**		**9.3**



Fuente: Calculo Davivienda Corredores

Potencial de Valorización **16%**

PROMIGAS

Creación de valor consistente en el tiempo_

P.O: 9,700 / SOBREPONDERAR

Potencial: 32.8%
Riesgo: Medio
Cierre: 7,305

Durante los últimos años y pese a ser parte de un sector de relativa estabilidad, Promigas se ha destacado como uno de los emisores colombianos que ha logrado mayor generación de valor vía crecimiento patrimonial y distribución de dividendos; y si bien el desempeño histórico no necesariamente implica que la tendencia se va a mantener a futuro; sí proyectamos que dicho crecimiento va a seguir siendo de los más altos del MSCI Colcap, con un TACC del valor patrimonial ajustado por dividendos distribuidos de 11% entre 2020 y 2025. Sin embargo, el principal riesgo que prevemos para la compañía está en la incertidumbre política en Perú.

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Capitalización bursátil (COP bn)	8.29
Flotante	11.0%
Dividendo anual 2022E (COP)	518
Retorno por dividendo	7.1%
% MSCI COLCAP	1.0%
# Acciones (mm)	1,135
P/VL actual:	1.9x
P/U actual:	6.3x
Último Precio:	7,305
Max 52 semanas	8,400
Min 52 semanas:	6,210

> AUTORES

Rodrigo Sánchez
Analista Sr. acciones
wsanchez@corredores.com

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com

¿POR QUÉ SOBREPONDERAR?

A pesar de los riesgos asociados al desarrollo del negocio en Perú y el aún alto apalancamiento de la compañía, Promigas cuenta con una de las trayectorias más sólidas a nivel local dada su experiencia demostrada para capitalizar oportunidades de crecimiento de manera rentable. A lo anterior, se suma una expectativa de distribución de dividendos creciente para los próximos años, que soporta una estrategia de crecimiento y estabilidad.

ASPECTOS A DESTACAR

Track record envidiable: Promigas recurrentemente logra crecimientos que superan las expectativas del mercado, manteniendo o mejorando su rentabilidad y su capacidad de distribución de dividendos. La compañía utiliza el apalancamiento financiero como herramienta para potencializar su crecimiento lo cual, aunque representa un mayor riesgo en su estructura de capital, gracias a la estabilidad de sus flujos, en nuestra opinión (y en la de las calificadoras), no representa mayores retos en el cumplimiento de sus compromisos (cobertura de intereses promedio 2021-2025: 3.5x). En este sentido, pese a la penetración que ya existe en el mercado de gas colombiano, Promigas continúa ampliando su base de activos y clientes, mientras que la dinámica en Perú seguirá siendo uno de los principales jalonadores del desempeño pese al riesgo político.

Perú con oportunidades pero con incertidumbre. A cierre de 2020, Promigas alcanzaba de manera directa e indirecta 1.17 mm de clientes en el negocio de distribución y, de manera conservadora, estimamos que para 2025 dicho número alcanzará 1.77 mm, llevando a que el número de usuarios vinculados al negocio de distribución de gas en dicho país pase de representar en 2020 el ~23% del total de usuarios de la compañía, al 32% en 2025. Sin embargo, con el reciente cambio político del país, la incertidumbre sobre la posición que tenga el gobierno frente a la inversión privada se convierte en un factor a monitorear, pues si bien no se han realizado anuncios específicos sobre cambios regulatorios o impositivos en el sector de gas, es un riesgo del que en este reporte evaluamos sus posibles impactos; ahora bien, consideramos que incluso en escenarios ácidos, el precio de mercado actual no recoge el valor justo de Promigas.

PROMIGAS

FICHA TÉCNICA

Descripción de la compañía: Con más de 40 años de trayectoria y más de 3,000 empleados, Promigas, a través de su grupo de 19 compañías, es uno de los principales jugadores del sector de gas natural en Colombia y Perú, participando en dos segmentos complementarios como el transporte de gas natural y licuado y la distribución de gas y electricidad, a lo cual se suma el negocio de financiación no bancaria.

Balance General Consolidado					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Total Activos	11,756	13,170	14,254	15,052	15,789
Total Pasivos	7,922	8,603	9,167	9,653	10,142
Interés minoritario	241	259	387	508	623
Patrimonio	3,593	4,308	4,700	4,892	5,024
Deuda Total/Patrimonio	175.4%	157.3%	157.5%	159.9%	165.5%
Deuda Total/EBITDA	4.6x	3.5x	4.2x	4.2x	4.6x
Deuda Neta/EBITDA	4.4x	3.3x	4.0x	4.1x	4.4x
ROE	22.6%	26.4%	20.8%	18.8%	17.5%
ROA	6.9%	8.6%	6.9%	6.1%	5.6%
ROCE	13.8%	17.3%	14.0%	13.8%	12.8%
ROIC	10.1%	11.7%	9.9%	9.7%	8.7%

Estado de Resultados Consolidad					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Ingresos Operacionales	5,023	5,012	5,273	5,326	5,242
Costo de ventas	3,455	2,957	3,355	3,310	3,291
Utilidad Bruta	1,569	2,054	1,917	2,017	1,952
Gastos adm. y comercial.	402	410	432	448	460
Utilidad Operacional	1,166	1,644	1,485	1,569	1,492
UNAI	1,037	1,546	1,392	1,304	1,249
Impuesto a la renta	182	360	284	266	255
Utilidad Neta	811	1,137	980	918	879
EBITDA	**1,362**	**1,949**	**1,754**	**1,864**	**1,827**
Margen Bruto	31.2%	41.0%	36.4%	37.9%	37.2%
Margen Operacional	23.2%	32.8%	28.2%	29.5%	28.5%
Margen EBITDA	27.1%	38.9%	33.3%	35.0%	34.8%
Margen Neto	16.2%	22.7%	18.6%	17.2%	16.8%

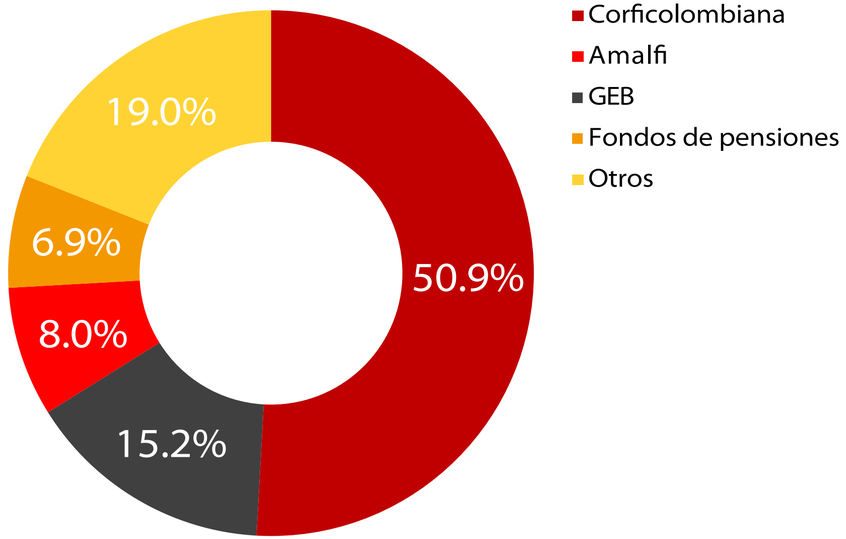
PROMIGAS

FICHA TÉCNICA

Resumen					
COP mil mm	**2019**	**2020**	**2021e**	**2022e**	**2023e**
Acciones en circulación (mm)	1,135	1,135	1,135	1,135	1,135
Cap. Bursátil	9,079	9,533	8,290	8,290	8,290
Precio (COP/Acción)*	8,000	8,400	7,305	7,305	7,305
VL (COP/Acción)	3,166	3,796	4,141	4,311	4,427
UPA (COP/Acción)	715	1,002	863	809	775
Total Deuda	6,301	6,775	7,402	7,822	8,315
Deuda Neta	6,051	6,355	7,079	7,660	8,000
EV	15,371	16,147	15,756	16,457	16,913
EV/EBITDA	11.3x	8.3x	9.0x	8.8x	9.3x
P/VL	2.5x	2.2x	1.8x	1.7x	1.7x
P/U	11.2x	8.4x	8.5x	9.0x	9.4x
Retorno por dividendos	6.8%	4.6%	6.3%	7.1%	8.7%
Dividendo por acción	545	388	462	518	639
Capacidad de transporte (Mpcd)	1,140	1,140	1,153	1,153	1,153

Presidente: Eric Flesch
Vicepresidente de Inversiones: Aquiles Mercado
IR: Juliana Vergara
Página web: www.promigas.com

COMPOSICIÓN ACCIONARIA



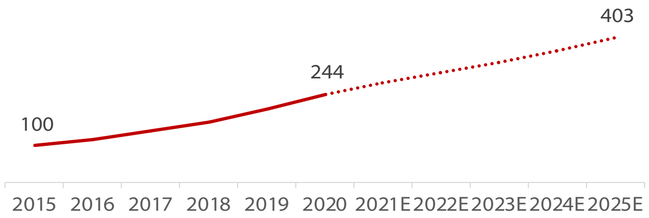
Fuente: Promigas

TESIS DE INVERSIÓN_

Generación de valor recurrente: En el mercado local, en promedio las compañías lograron, entre 2015 y 2020, un crecimiento compuesto anualizado de su valor patrimonial ajustado por dividendos distribuidos del ~9%; el crecimiento de Promigas fue del 19.6%, lo que evidencia la mayor y recurrente generación de valor que la compañía ha logrado. Para el periodo 2020 - 2025, estimamos que dicho indicador será del 11%, donde el 52% de este valor sería retornado directamente a través de dividendos anuales, lo cual, complementado con aumentos del precio de mercado hacia el valor justo de la acción podrían impulsar la rentabilidad de una inversión.

Entre 2015-2025, el valor patrimonial se multiplicaría por **4x**

Valor en libros por acción ajustado por dividendo (Base 100: 2015)



Estimaciones: Davivienda Corredores

Crecimiento con retornos sostenibles: En los últimos 5 años, en promedio, Promigas ha registrado retornos que exceden su costo de capital en cerca de un 4%. Entre 2021-2025, este spread estimamos que promediará 3.1%, considerando unos esfuerzos de inversión de capital significativos en este periodo por COP 4.6 bn. Adicionalmente, proyectos como Jobo-Transmetano con capacidad de 100 millones de pies cúbicos (USD 76.3 mm en EBITDA anual e inversiones por USD 380 mm), la bidireccionalidad hacia la Guajira, la entrada a Ecuador y la expansión de la regasificadora del Caribe (hasta 400 MMPCD adicionales) son proyectos que podrían potenciar aún más el crecimiento y que no hemos incluido en nuestra valoración. Es importante resaltar que nuestras estimaciones lucen conservadoras frente a la guía de la compañía, donde para años como 2023, la diferencia en EBITDA entre la guía y nuestras proyecciones es de 19%.

El dividendo seguirá siendo parte importante del retorno: Estimamos que Promigas continuará entregando una porción importante de su valor a accionistas vía dividendos. Proyectamos que el dividendo a distribuir en 2022 (COP 553/acción) será uno de los más atractivos del MSCI Colcap, con un retorno superior al 7%.

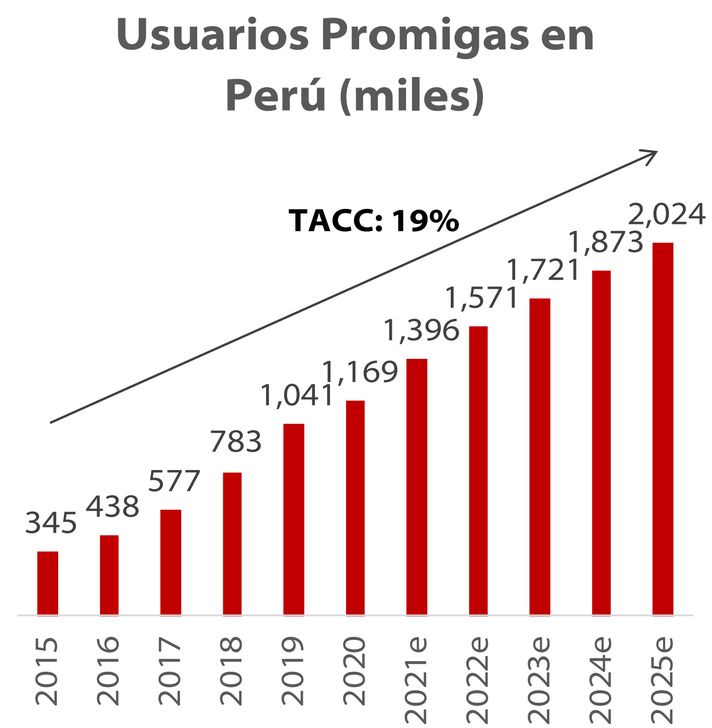
Mejores prácticas de revelación de información: Hasta hace algunos trimestres, desde nuestra perspectiva, al compararlo con algunos de los emisores locales, Promigas proveía información limitada a los inversionistas y analistas. Destacamos, que si bien aún no alcanza los estándares de algunas compañías locales, sí hemos notado un mucho mayor acceso a información, lo cual brinda transparencia y mayor visibilidad a la compañía, facilitando el análisis. Esto además se convierte en un factor a valorar desde una perspectiva de ESG.

RIESGOS_

El foco de riesgo es Perú: Hoy no existe un panorama totalmente claro sobre las políticas que el gobierno de Pedro Castillo podría adoptar frente a las compañías de distribución de gas. Sin embargo, algunos de sus comentarios nos llevan a pensar que los negocios de Promigas podrían no estar exentos a cambios que afecten su crecimiento futuro. Sin embargo, no vemos probable que se presenten cambios excesivos, entendiendo que la conectividad de gas natural es un factor de bienestar social fundamental.

En este sentido, hemos evaluado dos escenarios; uno medianamente ácido, donde el crecimiento del negocio de distribución en Perú se estanca en 2024 y un segundo (muy improbable), en el que el negocio es afectado al nivel que su aporte al valor de Promigas es nulo. La conclusión, es que para que Promigas justifique un precio de mercado como el actual, debería tener un aporte nulo de su operación.

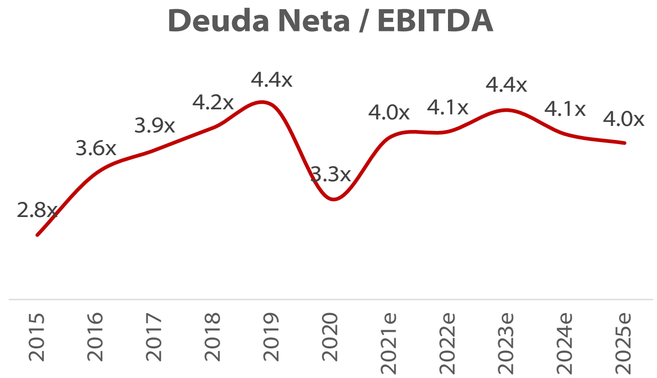
Escenario	Impacto P.O.	P.O. ajustado
Medio ácido	- COP 600	COP 9,100
Muy ácido	- COP 2,000	COP 7,700



Fuente: Promigas, Cálidda | Estimaciones: Davivienda Corredores

El apalancamiento no cedería en el mediano plazo: Considerando el tamaño de las inversiones que la compañía requerirá en los próximos años, no prevemos que el apalancamiento, medido por la relación Deuda Neta / EBITDA, se vaya a ubicar estructuralmente por debajo de 4.0x antes del 2028. Sin embargo, destacamos que Promigas continúa demostrando recurrentemente su acceso al mercado de deuda, sin olvidar que Promigas es indirectamente controlado por el Grupo Aval. Asimismo, en septiembre de 2021, su calificación AAA fue ratificada nuevamente por Fitch.

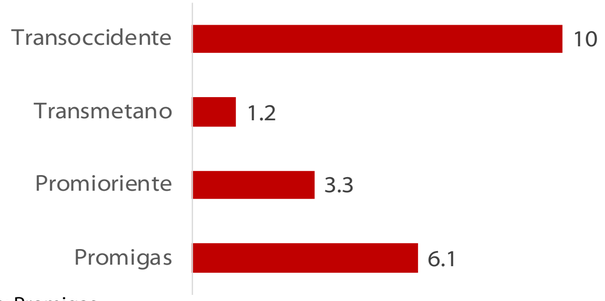
Además, como lo hemos mencionado en el pasado, dicho nivel puede limitar el crecimiento futuro de la compañía y proyectos, como la expansión de las operaciones al sur del Perú o la expansión de SPEC, podrían requerir de grandes esfuerzos a nivel de endeudamiento que podrían afectar la rentabilidad de la compañía vía mayores gastos financieros.



Fuente: Promigas | Estimaciones: Davivienda Corredores

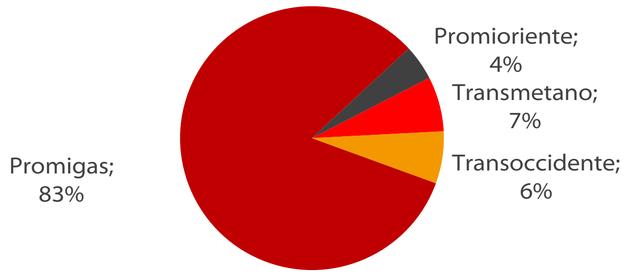
Renovación de contratos: Promigas cuenta con cerca de un 68% de capacidad de transporte contratada, donde cerca del 70% de los ingresos de transporte están asociados a contratos de largo plazo (*take or pay*). Además, considerando que en Colombia, distintas cuencas productoras de gas están en etapa de declinación natural y, como recientemente se vio con el caso de TGI y el vencimiento del contrato Barranca-Ballena, el riesgo de que algunos contratos lleguen a su fin y no sean renovados no es menor. De hecho, la vida media de los contratos de Promigas y sus filiales, ajustados por capacidad de transporte es de 5.9 años pero gasoductos como Transmetano (7% de la capacidad de transporte) el cual conecta Sebastopol y Medellín, tienen un promedio de contratación cercano a un año. Sin embargo, en este caso particular, este es un gasoducto que podría verse repotenciado por la conexión Jobo-Transmetano, el cual se espera sea definido en 2021 mediante un esquema *open season*.

Duración promedio contratos (años)



Fuente: Promigas

Participación en la capacidad de transporte



Fuente: Promigas | Estimaciones: Davivienda Corredores

Cambios regulatorios apuntan a presiones en márgenes. El riesgo de que los ajustes en materia regulatoria presionen el retorno de algunas inversiones es previsible. De hecho, nuestro modelo contempla una reducción del WACC regulatorio de transporte en Colombia, desde 15.04% en 2021 hasta 11.4% a partir de 2022 y no prevemos ajustes tarifarios en distribución hasta 2022. De darse una reducción hasta el 9%, el impacto en nuestro P.O. sería de COP 290 por acción. Sin embargo, también existe un riesgo al alza, donde un WACC regulatorio de 13% resultaría en un incremento en precio de COP 200 por acción. Además, también existen riesgos asociados a ajustes en la vida media de la base de activos y a cambios en los esquemas de remuneración en dólares, lo cual genera un riesgo cambiario importante, más aún cuando el 36% de la deuda consolidada de Promigas está en dólares.

Ausencia de catalizadores podría limitar el ajuste. Si bien la historia de Promigas ha sido de fuerte generación de valor, la acción se ha mantenido rezagada frente a su valor fundamental y, en ausencia de catalizadores claros y ante una baja liquidez (acciones negociadas últimos 6 meses / acciones totales: 5.1%), esta podría enfrentar un reto para alcanzar su potencial. Sin embargo, factores como un crecimiento operativo mayor al estimado, la adjudicación de nuevos proyectos o la venta al mercado de la participación de GEB en Promigas (15% de las acciones), podrían permitir cerrar la brecha. Además, considerando que los fondos de pensiones en Colombia tienen participaciones moderadas en Promigas, mientras que en otras especies, su espacio de compra es muy limitado, podría favorecer los flujos hacia la acción de la compañía.

VALORACIÓN_

Flujo de caja libre y múltiplos. Para estimar el valor de Promigas utilizamos una metodología de flujo de caja descontado (70% del Precio Objetivo) y una valoración ponderada por los múltiplos EV/ EBITDA 2022E y P/U 2022E (30% del Precio Objetivo). Los parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 10.5%, beta apalancado de 2.07x y crecimiento a perpetuidad (G) de 2%.

Método	Peso	P.O 2022
DCF	70%	10,237
Multiplos Fwd - EV/EBITDA	20%	7,747
Multiplos Fwd - P/E	10%	10,271
Precio Objetivo 2022FA	100%	9,700

METODOLOGÍA DE VALORACIÓN

METODOLOGÍA DE VALORACIÓN Y RECOMENDACIONES

Nuestro grupo de analistas aplica diferentes metodologías de valoración, las cuales son ampliamente aceptadas internacionalmente para determinar el valor justo de una compañía. El uso y selección de cada metodología depende del tipo de negocio, información disponible y discreción del analista y equipo de Davivienda Corredores.

Flujo de caja libre o ingreso residual (70%):

Estimación del costo del *Equity* (Ke):

Ke USD
= [Tasa libre de riesgo (Rf) + Beta Apalancado (BL)
* Prima por riesgo de mercado ponderada (RP)
* Factor multiplicador (1.03)]

Tasa libre de riesgo (1.99%): Promedio 5 años de los US 10 *Year Bonds.*

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: La suma entre el promedio 5 años de la prima de riesgo por capital de EE.UU. (5.31%) y el promedio de 5 años del riesgo país ponderado por participación de los ingresos de cada país donde la compañía tenga operaciones (2.34% para Colombia). Ejemplo: Prima Mercado para Colombia = 5.31% + 2.34% = 7.65%. Datos publicados por Damodaran.

Devaluación: Para el cálculo de la devaluación, utilizamos los diferenciales de las inflaciones de largo plazo de Colombia (3.0%) y EE.UU. (2.0%).

Valoración Relativa (30%):

La valoración relativa es realizada a través de múltiplos *forward looking,* 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.

Suma de Partes:

Los conglomerados, holdings y algunas compañías en particular son valorados por suma de partes, tomando como base los Precios Objetivo de sus inversiones estratégicas, los Precios de Mercado de las inversiones no estratégicas y/o el valor en libros de otras inversiones menos representativas.

Precio Objetivo (P.O):

Corresponde al valor justo al que, según nuestras expectativas de desempeño financiero futuro y metodologías de valoración en Davivienda Corredores, estimamos la acción de una compañía debería negociarse en el mercado de capitales. No obstante, debido a que estas metodologías contemplan factores de largo plazo, el precio de mercado puede desviarse por periodos prolongados de esta estimación; por lo cual, la aproximación de nuestras recomendaciones conserva una mirada de largo plazo.

Recomendación:
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 MSCI COLCAP.

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 P.O., será discreción del EQUIPO cambiar la recomendación de inversión. Adicionalmente, las recomendaciones incorporan aspectos y riesgos que podrían deteriorar la generación de valor a los accionistas, tales como factores de gobierno corporativo, la capacidad de generación de utilidades en el largo plazo y el apalancamiento.

Alta liquidez:

Asignamos recomendaciones teniendo en cuenta: el potencial de valoración de cada acción vs el potencial del índice MSCI COLCAP:

Sobreponderar: Potencial acción > Potencial MSCI COLCAP+5%.

Neutral: Potencial MSCI COLCAP-5% ≤ Potencial acción ≤ Potencial MSCI COLCAP+5%.

Subponderar: Potencial acción < Potencial MSCI COLCAP- 5%.

Somos conscientes que nuestras estimaciones de valor tienen un margen de error, 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.

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 MSCI COLCAP+25%.

Neutral: Potencial MSCI COLCAP -25% ≤ Potencial acción ≤ Potencial MSCI COLCAP+25%.

Subponderar: Potencial acción < Potencial MSCI COLCAP-25%.