

EL LIBRO | INFORME ANUAL

2020

COLOMBIA

— CON FUERZA PROPIA —

Corredores Davivienda S.A. - Comisionista de Bolsa filial del Banco Davivienda S.A.

VIGILADO por el Departamento Administrativo de la Función Pública de Colombia



DAVIVIENDA
Corredores



DAVIVIENDA

COLOMBIA, CON FUERZA PROPIA

EL LIBRO
INFORME ANUAL
2020



www.davivienda.com

 @davivienda

 Banco Davivienda



www.daviviendacorredores.com

 @davicorredores

 Davivienda corredores

RENTA VARIABLE

DAVIVIENDA CORREDORES

Investigaciones Económicas y Estrategia

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

José Germán Cristancho

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



INVESTIGACIONES Y ESTRATEGIA

Katherine Ortiz

Líder Renta Variable
kortiz@corretores.com
312 3300 Ext.: 92134

Julián Felipe Amaya

Analista Acciones
jamaya@corretores.com
312 3300 Ext. 92473

Sergio Taborda

Analista Cuantitativo
staborda@corretores.com
312 33 00 Ext. 92115

Juan Pablo Vega

Analista Renta Fija
jvega@corretores.com
312 33 00 Ext. 92410

Rodrigo Sánchez

Analista Senior Acciones
wsanchez@corretores.com
312 3300 Ext. 92110

Camilo Roldán

Analista Acciones
crolدان@corretores.com
312 33 00 Ext. 92257

Laura Vargas

Analista Renta Fija
lvargas@corretores.com
312 33 00 Ext. 92192

Sebastián Bolívar

Practicante
sbolivar@corretores.com
312 33 00 Ext. 92229

COLOMBIA: PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS 2019- 2020

BANCO DAVIVIENDA

Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

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



Andrés Langebaek

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

Silvia Juliana Mera

Jefe de Mercadeo
sjmera@davivienda.com
330 0000 Ext. 59130

María Isabel García

Analista Fiscal y Externo
migarcia@davivienda.com
330 0000 Ext. 59101

Nelson Villareal

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

Vanessa Santrich

Analista Centro America
vasantrich@davivienda.com
330 0000 Ext. 59120

Juan José Yáñez

Practicante
juan.yanez@davivienda.com
3300000 Ext. 93715

Paola Andrea Cruz

Analista de Mercadeo
pacruz@davivienda.com
330 0000 Ext. 59130

Nicolás Barone González

Analista Sector Financiero
nibarone@davivienda.com
3300000 Ext. 59105

Catalina Parra

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

Daniel Ordóñez

Inflación y Mercado Laboral
daniel.ordonez@davivienda.com
3300000 Ext. 59120

Laura González Gaitán

Practicante
laura.gonzalez@davivienda.com
3300000 Ext. 93715

EQUIPO DE APOYO

Ana Milena Montaña

Jefe de Mercadeo
Davivienda Corredores
amontana@corretores.com

Luisa Fernanda Jiménez

Analista de Mercadeo
Davivienda Corredores
ljimenez@corretores.com

Natalia Otálora Guerra

Especialista de Mercadeo
Davivienda Corredores
notalora@corretores.com

Ediciones Gamma

Arte / corrección
Tel.: 5930877 ext.:94830
edicionesgamma.com

Diseño

Enrique Franco Mendoza
Impresión
Editorial Nomos S.A.

Fotografía

Portada: istockphoto
Interiores: Shutterstock

COLOMBIA, CON FUERZA PROPIA

EL LIBRO INFORME ANUAL 2020



DISCLAIMERS

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

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

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

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

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

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



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

En adición a lo anterior, informamos que:

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

COLOMBIA, CON FUERZA PROPIA

EL LIBRO INFORME ANUAL 2020

Contenido

Presentación	
1. Colombia: perspectivas macroeconómicas 2019/2020	8
Introducción	9
Principales factores de riesgo para la economía en 2020	16
Sector externo	21
Inflación	22
Proyecciones de crecimiento	26
Tasa de cambio	38
Política monetaria	39
Finanzas públicas	40
2. Renta variable 2020: Haciendo la diferencia	48
Precios objetivo y recomendaciones	49
Valoración	50
¿Qué ha pasado durante 2019?	52
2020: Haciendo la diferencia	52
Nivel Objetivo del COLCAP 2020	60
Riesgos y oportunidades	61
<i>Top Picks 2020</i>	69
3. Universo de compañías bajo cobertura	85
Avianca Holdings	87
Banco de Bogotá	93
Bancolombia	99
Celsia	105
Cementos Argos	111
Cemex Latam Holdings	117
Concreto	123
Corficolombiana	129
Ecopetrol	135
El Cóndor	141
Grupo Argos	147
Grupo Aval	153
Grupo Energía de Bogotá	159
Grupo Nutresa	165
Grupo Sura	171
ISA	177
Patrimonio Estrategias Inmobiliarias	183
Promigas	189
Terpel	195

PRESENTACIÓN

COLOMBIA TOMA LA DELANTERA EN UN ENTORNO CON FUERTES VIENTOS EN CONTRA

El año 2019 ha tenido un balance positivo tanto para la economía colombiana como para el mercado accionario local al comparar su desempeño con el de los demás países latinoamericanos. De hecho, desde una perspectiva macroeconómica, mientras las tasas de crecimiento proyectadas para las distintas regiones y países a nivel mundial se han venido revisando a la baja por parte del Fondo Monetario internacional, para Colombia se han mantenido prácticamente inalteradas y se ubican por encima del 3% para este y el próximo año. Esta situación se ha empezado a traducir en un mejor comportamiento de las acciones locales que, medidas por el índice MSCI, acumulan un retorno total de 21.7%¹ y prácticamente doblan el de la región latinoamericana que alcanza 11.9%.

De esta manera, de acuerdo a las estimaciones que tenemos en Grupo Bolívar, la economía colombiana crecería 3.2% en 2019 y 2020, contrastando con el 0.2% y 1.8%, respectivamente, estimados por el FMI para la región de América Latina y el Caribe; lo que a su vez, llevaría a que el diferencial de crecimiento siga estando a favor de nuestro país durante el próximo año y se siga manteniendo como uno de los países de mayor crecimiento en la región. Reconocemos que no ha sido un año fácil y, como lo anticipábamos en nuestra publicación de *EL LIBRO 2019 "De liquidez y oportunidades"*, la volatilidad ha sido una constante. Este año, factores como la guerra comercial entre Estados Unidos y China, los riesgos de un *Brexit* sin acuerdo y las crecientes preocupaciones

sobre la desaceleración económica global, llevaron a los inversionistas a un estado de gran cautela que se tradujo, por ejemplo, en el nivel históricamente más alto del USDCOP; levemente superior a COP3,500.

En esta oportunidad, destacamos que una vez más nuestro portafolio de *Top Picks* logró obtener un *alpha* positivo, frente al índice COLCAP, de 3.23% y mantuvo un *alpha* promedio de 8.45% en estos 12 meses. De esta manera, completamos cuatro años consecutivos superando el retorno del índice², lo que nos reafirma que la metodología de selección de compañías bajo el concepto de *Value Investing* entrega resultados consistentes a los inversionistas.

Para 2020, esperamos que todos los sectores de la economía colombiana exhiban tasas de crecimiento positivas y, específicamente, el sector de la construcción que hasta el momento venía frenando la actividad nacional, avance un 6.8% anual favorecido por la buena dinámica de las obras civiles; lo que a su vez, debería favorecer un mejor desempeño de la inversión privada. Dicho esto, estimamos que la generación de utilidades de las compañías de nuestro universo de cobertura seguirá siendo robusta y estas crecerán 13%, acompañadas de un ROE que alcanza niveles no observados desde 2011 en 12.5%. Lo anterior, en nuestro concepto, debería seguir propiciando un entorno positivo para las acciones colombianas, en el que destacamos: i) el rendimiento por dividendos del COLCAP será de 4% anual, su nivel más alto históricamente y, por primera vez, el mayor de Latinoamérica; ii) a pesar de la valorización del mercado en 2019, los

1 Cifras al 25 de octubre de 2019

2 Para el cálculo del año 2018 tomamos el retorno del COLCAP excluyendo Ecopetrol dado que su valorización fue de 145% y más del 90% del índice rentó negativo.

precios de las acciones aun no reflejan el valor justo de sus condiciones financieras; iii) las acciones colombianas se transan con descuentos cercanos al 16% frente a Latinoamérica y 12% frente a emergentes, lo que consideramos tenderá a corregirse y; iv) los niveles tan bajos de las tasas de interés en el mercado de renta fija hacen mucho más atractivas las acciones como alternativa de inversión en los portafolios; entre otros.

No obstante, identificamos fuertes vientos en contra, tanto a nivel internacional como local, pues es claro que los niveles de incertidumbre se mantienen muy altos. **En el ámbito internacional**, la realización de las elecciones presidenciales en Estados Unidos y todo lo que ello conlleva en lo relacionado con las estrategias políticas y las relaciones con Europa, China y Medio Oriente seguirán generando gran volatilidad en los mercados. Asimismo, aunque en nuestro escenario base no esperamos una desaceleración fuerte o una recesión de la economía norteamericana en el 2020, no podemos desconocer que las preocupaciones sobre el ritmo de crecimiento y las vulnerabilidades que se han creado en el sistema financiero, a raíz de los altos niveles de liquidez y las excepcionalmente bajas tasas de interés, están presentes. **En el ámbito local**, factores como el amplio déficit externo, los bajos niveles de confianza de los consumidores y la alta tasa de desempleo, que no solo ha estado afectada por el flujo migratorio de cerca de 1.5 millones de personas, hacen necesario un cuidadoso monitoreo de la economía colombiana; a lo que se suma que estaremos muy atentos al curso que tenga el proyecto de ley de reforma tributaria en el Congreso y las reformas económicas adicionales que presente el Gobierno Nacional. Así pues, para el 2020 consideramos que la balanza sigue inclinada del lado positivo para Colombia y el mercado accionario local, lo que consideramos se traduci-

rá en retornos bastante atractivos de las acciones tanto por valorización como por dividendos. Todo esto, reconociendo los grandes retos que enfrenta nuestra economía, especialmente desde el panorama externo.

En línea con lo anterior, y por las razones que exponemos más en detalle durante esta publicación, hemos rebalanceado nuestra canasta de *Top Picks* y hemos seleccionado a **Ecopetrol, Grupo Energía Bogotá, Grupo Sura, Celsia y El Cóndor** como las inversiones más atractivas para el 2020 pues consideramos que presentan grandes desfases frente a lo que estimamos es su valor justo y proporcionan exposición a modelos de negocio que evidenciarán repuntes importantes. En esta oportunidad hemos incluido El Cóndor, una acción de menor liquidez, pero que consideramos que el gran valor que tiene compensa ampliamente este hecho.

Reiteramos a nuestros clientes nuestro mayor compromiso y disposición para seguirles brindando un completo acompañamiento y asesoría en su acercamiento al mercado de capitales y sus decisiones de inversión, a través de nuestro destacado equipo profesional. Por ello, ponemos a su disposición **El Libro 2020, Colombia: Con fuerza propia.**

José Germán Cristancho H.

Gerente de Investigaciones Económicas y Estrategia
Davivienda Corredores

Bogotá, noviembre de 2019



1

COLOMBIA

PERSPECTIVAS
MACROECONÓMICAS
2019 / 2020

I. INTRODUCCIÓN

Durante 2019, el crecimiento de la economía colombiana ha sido favorecido por factores fundamentalmente internos, entre los que se destacan el crecimiento del consumo y el de la inversión. El primero ha sido impulsado por tasas de interés moderadas, un nivel de confianza del consumidor que, en promedio, en los primeros meses del año alcanzó niveles superiores a los observados en 2018¹ y un ajuste del salario mínimo a comienzos del año que superó, con creces, el nivel inflacionario del año anterior. La demanda doméstica no ha crecido más como resultado del incremento en la tasa de desempleo y el aumento en el costo de los productos importados a causa de la devaluación del peso.

En el caso de la inversión, el comportamiento ha sido positivo especialmente en lo que respecta a la compra de maquinaria y equipo, pues el otro componente principal de ella, la construcción de vivienda y otras edificaciones y estructuras, ha tenido un menor desempeño. El dinamismo de la inversión doméstica así como el de la inversión extranjera directa está asociado a la caída en el costo de uso del capital (bajas tasas de interés, reducción de impuestos indirectos a la adquisición de bienes de capital) y probablemente a la percepción de menores riesgos por violencia e inseguridad en el país.

Aunque no contamos con cifras desagregadas, es claro que la inversión pública no ha desempeñado un papel importante en el crecimiento de 2019 debido a la dinámica del gasto público, afectada por el desequilibrio en las finanzas públicas. Como es de conocimiento general, durante 2019 el Gobierno Nacional ha tenido que afrontar severas restricciones fiscales que provienen del alcance limitado que tuvo la reforma fiscal de 2018 (Ley de Financiamiento), la cual pretendía la consecución de 14 billones de pesos y cuyo aporte final, después de haberse descartado la propuesta inicial del gobierno de extender el IVA a la canasta básica, será significativamente más bajo que la mencionada cifra.

Las actividades de comercio exterior tampoco han contribuido de manera significativa al crecimiento de este año. En lo que a exportaciones se refiere, su crecimiento ha sido muy modesto e inferior al de las importaciones, debido, entre otras razones, al impacto del menor crecimiento global y el de los países de la región. Por el contrario, el crecimiento de las importaciones ha sido bastante elevado como consecuencia, fundamentalmente, de la recuperación de la inversión. Cabe destacar que durante el primer semestre del año, el crecimiento de las importaciones de bienes de capital más que duplicó el de las importaciones de bienes de consumo y de bienes intermedios.

Cuando se compara el crecimiento que registra Colombia en 2019 con el observado en otros países grandes de la región, es claro que la economía de nuestro país muestra un buen comportamiento. Entre estas economías, las de mejor desempeño, según el promedio de los analistas, serán la colombiana (3.2%), seguida de Chile (2.9%), Perú (2.8%), México (1.2), Brasil (1%) y Argentina (-1.9%).

¿Qué esperar del crecimiento económico para 2020?

En términos generales estimamos que el crecimiento en 2020 va a ser muy similar al que esperamos se dé en 2019 (3.2%). A continuación haremos un resumen de los factores que estimulan o limitan el crecimiento el próximo año.

Factores que propician el crecimiento

Los factores que dinamizarán el crecimiento en 2020 frente al observado en 2019 son los siguientes: i) En el ámbito sectorial, cabe des-

Andrés Langebaek

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

María Isabel García

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

Daniel Ordóñez

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

Nelson Fabián Villarreal

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

Nicolás Barone

Análisis Sectorial
ni.barone@davivienda.com
(571) 330 0000 Ext. 59105

Catalina Parra

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

1 Esta información corresponde al Indicador de Confianza Davivienda en el período enero-mayo de 2019.



bienes importados. En la próxima sección volveremos sobre este tema.

En la sección tres de este capítulo analizamos los principales factores de crecimiento para la economía en 2020. A continuación nos enfocaremos en los factores relacionados con el crecimiento mundial, al ser este el principal determinante del crecimiento económico colombiano.

De acuerdo con los estimativos de crecimiento del FMI, el Banco Mundial, la OCDE y el Banco Central Europeo, el crecimiento de tres de las principales economías del mundo, Estados Unidos, China y Japón se desaceleraría en 2020. En el caso de Estados Unidos, el menor dinamismo estaría asociado a la finalización de buena parte de los incentivos fiscales a la inversión aprobados en la última reforma tributaria, al aumento de tasas de interés que se realizó por parte de la FED en 2018, y a la guerra comercial que ha emprendido el presidente Trump con varios de sus socios comerciales, en particular con China.

En el caso de China, la desaceleración esperada para 2020 está asociada con elementos estructurales y también con la guerra comercial (véase recuadro).

Es importante destacar que a pesar de la enorme preocupación por la inminencia de una recesión en Estados Unidos, la probabilidad de que esta se dé sigue siendo moderada. ¿Por qué es tan grande el temor por una recesión en Estados Unidos? Los argumentos van desde la simple idea de que esa economía ya completó la fase expansiva más larga de su historia –por lo cual debe pronto venir una recesión– hasta argumentos más sofisticados, relacionados con la inflación de activos. Buena parte de estos temas fueron analizados en nuestro informe del año pasado.

Uno de los argumentos que ha cobrado mayor fuerza tiene que ver con la “inversión de la curva de rendimiento” y la capacidad que esta curva tiene de anticipar los eventos recesivos en esa economía.² La curva de rendimientos muestra el interés que un inversionista espera de un título a diferentes plazos. En condiciones normales, la curva tiene una pendiente positiva: en la medida en que la incertidumbre sobre el largo plazo es mayor que en el corto plazo, los inversionistas

tacar que las actividades relacionadas con la construcción de edificaciones, después de haber acumulado una caída del 8.9% en los últimos tres años, tendrán un crecimiento positivo aunque modesto; ii) buen crecimiento del consumo de los hogares. Si bien el consumo de los hogares deberá desacelerarse en 2020 por efecto de la devaluación del peso observada en 2019 y del consecuente encarecimiento de los productos importados, consideramos que continuará creciendo a un ritmo superior al del promedio de los últimos años. Las bajas tasas de interés que se observan en la actualidad, y su reducción adicional prevista en 2020, junto con una inflación controlada deberán seguir propiciando un buen comportamiento del consumo; iii) continuará el buen desempeño de las obras civiles. Como resultado de los cronogramas a los que se comprometieron los concesionarios de las vías de cuarta generación de carreteras, encontramos que en 2020 se deberá registrar un impulso importante para este rubro. Si a esto se suma la construcción de infraestructura relacionada con la generación de energía y la asociada a proyectos viales en Bogotá (metro y dos troncales de Transmilenio), el sector de obras civiles deberá crecer a una tasa de dos dígitos en 2020. Esta dinámica de las obras civiles tendrá un impacto importante en la inversión.

Factores que limitan el crecimiento

Consideramos que algunos factores que podrían impedir un mayor crecimiento de la economía el próximo año son: i) La demanda externa que enfrenta Colombia –el crecimiento ponderado de nuestros socios comerciales– en 2020 tendrá un muy moderado incremento frente a 2019, lo cual evitaría incrementos significativos en la demanda por nuestros productos y una valorización significativa de los precios de los *commodities*, en particular del petróleo (más adelante haremos una descripción detallada de este tema); ii) como también se analiza en la sección sobre finanzas públicas, el cumplimiento de las metas fiscales de 2020 implicará el reforzamiento de los controles a la expansión del gasto público. En consideración a este factor, el dinamismo del gasto total en la economía se moderará; iii) en lo que a inversión en maquinaria y equipo se refiere, cabe destacar que se realizarán importantes inversiones en los sectores de generación de energía, refinación de petróleo y bebidas. Sin embargo, la mayor devaluación del peso colombiano en 2019 debe tener un impacto depresor sobre la inversión, y también sobre el consumo, vía el encarecimiento de los

2 Predicting the Yield Curve Inversions that Predict Recessions. Famiglietti, M. y Garriga Carlos. Economic Synopsys. No. 10, 2019.

DESACELERACIÓN ECONÓMICA DE CHINA: MUCHO MÁS QUE LA GUERRA COMERCIAL CON EE. UU.

Tal vez el principal factor de preocupación de los inversionistas internacionales en la actualidad tiene que ver con el temor por el comportamiento de la economía china. Muy seguramente la mayor parte de los lectores asocian estas preocupaciones con la guerra comercial desatada por el presidente Trump. Sin embargo, los principales motivos de desaceleración del gigante asiático están asociados a una variedad de factores, entre los cuales la guerra comercial es solo un ingrediente más.

A continuación abordamos la problemática del crecimiento de China desde varios ángulos. En la primera parte destacamos los problemas estructurales de esa economía y en la segunda analizamos el origen de la guerra comercial y sus consecuencias más importantes.

En los últimos veinte años, esta economía asiática creció, en promedio, 8.9% real por año, lo que significa que el Producto Interno Bruto en este período se multiplicó por más de 5 veces. Este desempeño tan acelerado permitió que el país pasara de ocupar el séptimo lugar entre las economías más grandes del mundo en 1998, al segundo lugar en 2019, y se espera que en 2021 sea ya la economía más grande del planeta al sobrepasar en tamaño a la economía de Estados Unidos.

El fuerte crecimiento de China ha venido acompañado de una serie de “imaginarios colectivos”, muchos de los cuales pueden haber correspondido con la realidad, pero han dejado de ser ciertos hace varios años. Por ejemplo, dado el avance de los productos chinos en las importaciones de muchos países, suele pensarse que dicha economía tiene un superávit comercial gigantesco. Esto en realidad no es así. Si bien el superávit comercial en 2007 alcanzó niveles cercanos al 10% del PIB, 11 años después se había reducido a 0.3% del PIB y es muy probable que dado el efecto de la guerra comercial se llegue a una situación deficitaria en los próximos meses.

En esta misma línea de pensamiento se considera que dados los crecimientos en los últimos años, la posición fiscal es superavitaria. Sin embargo, no hay nada más alejado de la realidad: en 2018 el déficit fiscal fue

de 4.2% y esta cifra va a ir en aumento en la medida en que para compensar los efectos de desaceleración económica, el gobierno chino ha reducido los impuestos al valor agregado y ha anunciado planes para expandir inversiones en infraestructura. Como consecuencia de esta situación, la segunda economía del mundo continuará su desinversión en activos financieros para financiar el mayor gasto. Sobre este aspecto es importante añadir que, si bien las reservas internacionales son bastante elevadas, han venido cayendo en los últimos cuatro años.

La principal fuente de preocupación sobre el comportamiento de la economía china proviene de la disminución de la inversión extranjera en ese país, un proceso que lleva bastante tiempo y que se agudiza por la guerra comercial con Estados Unidos. En 2013 llegaron a esa economía USD 29,000 millones de inversión extranjera directa, cifra que para 2018 había caído a algo más de USD 20,000 millones. China es un país que en la actualidad limita fuertemente la entrada de inversionistas del exterior a sectores como telecomunicaciones, banca y seguros y producción de automóviles, entre otros. En la mayoría de estos casos, el inversionista extranjero debe tener un socio local cuya participación no sea inferior al 50%. Dada la guerra comercial, el país asiático ya ha dado señales de su intención de modificar estas normas, en especial las relacionadas con el sector financiero.

De acuerdo con las cifras oficiales, la desaceleración de la economía china en los últimos años ha sido importante, pasando su crecimiento del 11% en 2011, a 6.2% en el segundo trimestre de 2019. Algunos analistas, sin embargo, cuestionan estos datos y sugieren una desaceleración aún mayor. El Instituto de Finanzas Internacionales (IFI), que hace un análisis de consistencia de las cifras oficiales, sugiere que en los últimos cuatro años la fuente oficial ha sobrestimado el crecimiento en 1.1 puntos porcentuales en promedio por año. En particular, la desaceleración que el indicador de IFI registra para los últimos meses sería mucho más marcada (5.3% frente a las cifras oficiales de 6.2% en el segundo trimestre de este año). Véase gráfica.



► **Crecimiento económico de China**
Variación % anual



Fuente: Instituto de Finanzas Internacionales

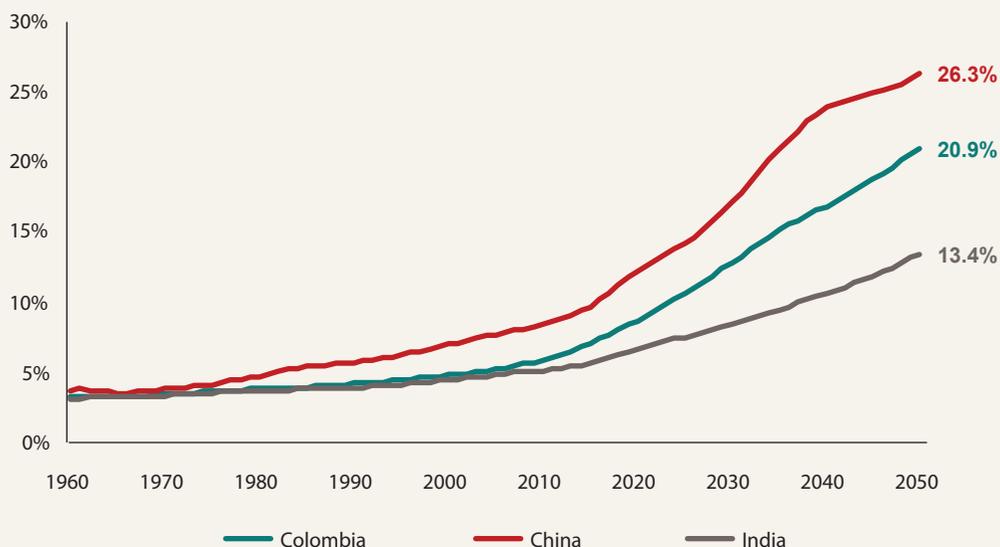
Teniendo en cuenta que la economía del gigante asiático ha mostrado cambios significativos en términos de cuenta corriente, déficit fiscal y capacidad de atracción de inversión directa, bien vale la pena preguntarse hasta qué punto esto se debe a la guerra comercial. La respuesta parece ser obvia: solo un porcentaje minoritario. La razón es que la guerra comercial empieza en marzo de 2018 y los cambios que hemos comentado llevan ya varios años.

Las razones para un menor crecimiento de la economía china parecen radicar en varios factores:

Durante el período 1979-2015 se aplicó en China la política del hijo único. Si bien se permitieron excepciones a esta política, las tendencias demográficas del país han cambiado significativamente. Según cifras del Banco Mundial y como se muestra en la gráfica, para 2020, el 12% de la población tendría más de 65 años y esta proporción alcanzaría 23.8% en 2040 y 26.3% en 2050. Con fines comparativos se incluyen las proyecciones para Colombia y la India.

El menor crecimiento poblacional y su envejecimiento relativo se han unido al importante crecimiento

► **Población mayor de 65 años**
% población total



Fuente: Banco Mundial

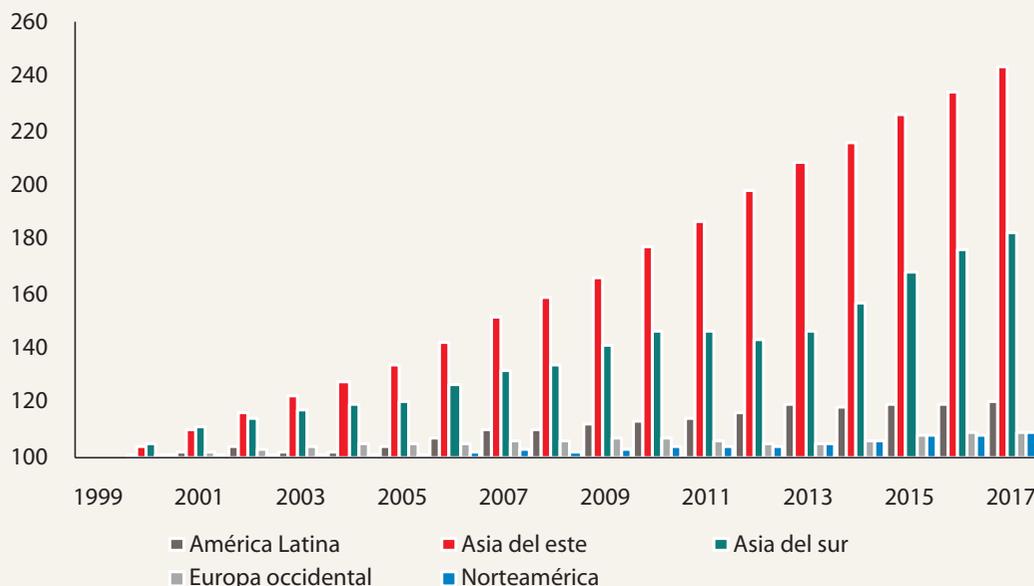
económico de los últimos años, con lo cual los salarios reales han presentado un vertiginoso aumento. Según cifras de la Organización Internacional del Trabajo, la región de Asia del este (que incluye China, Japón, Corea y Taiwán) ha visto crecer, entre 1999 y 2017, sus salarios reales en 5.06% por año, constituyéndose en la segunda región de mayor crecimiento de sus salarios en el mundo. Esta cifra se compara favorablemente con el promedio mundial (2.29%). América Latina ha visto crecer sus salarios en apenas un 1.01% anual.

El aumento de salarios en China es una fuente de expansión del consumo, pero a su vez encarece la competitividad de los productos de esta nación en otras partes del mundo. Por lo anterior, en industrias intensivas en mano de obra, países como Vietnam, Indonesia o Filipinas continúan desplazando a China como origen de los productos que se comercializan internacionalmente.

Además de las razones de costo comentadas en los párrafos anteriores, otros elementos permiten explicar la moderación en el crecimiento del gigante asiático: el mantenimiento de excesos de capacidad instalada en empresas del Estado, el menor crecimiento mundial después de la crisis de Lehman Brothers en 2008/09, la incipiente preocupación por el medio ambiente (que obliga a destinar recursos a este propósito) y la falta de un entorno propicio para la innovación, entre otros.



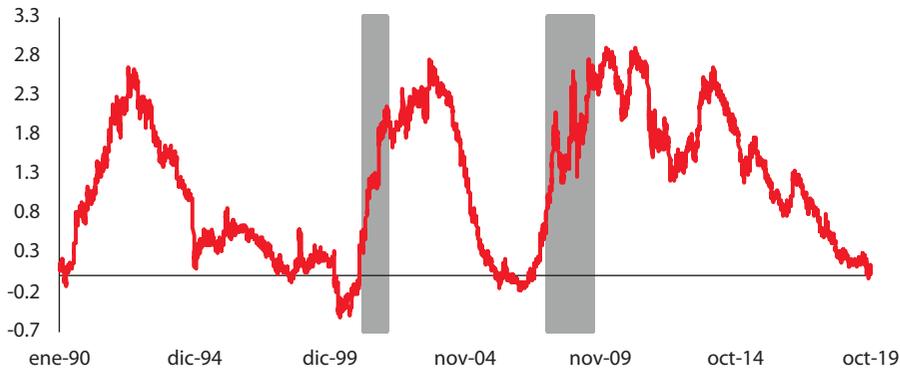
► **Índice de salario real por región geográfica**
Índice 100 = 1999



Fuente: Organización Internacional del Trabajo



► **EE. UU.: Pendiente de la curva de rendimientos (10-2 años, %)**



Fuente: Reserva Federal St. Louis, FRED

exigen una compensación por esa mayor incertidumbre, con un rendimiento mayor. En la gráfica siguiente se observa esta relación para la economía de Estados Unidos desde 1990. Los rectángulos grises señalan los períodos de recesión. La línea roja registra la diferencia entre el rendimiento del título a diez años y el título a dos años. Nótese que esta diferencia (pendiente) adelanta los períodos de recesión entre 15 y 22 meses.

Destacados analistas advierten que la inversión de la curva de rendimientos, que en el pasado ha anticipado bien las recesiones, no tiene el mismo poder predictivo hoy,³ por lo cual llaman la atención sobre las enormes precauciones que es necesario tener en cuenta a la hora de evaluar el poder predictivo de esta variable. Algunos de los argumentos por los cuales la curva de rendimientos no debería interpretarse mecánicamente son los siguientes: i) Es importante diferenciar el origen de la inversión en la curva: esta puede originarse en tasas de interés de corto plazo altas, que conduzcan a una desaceleración económica (lo que definitivamente no es el caso de hoy) o en la expectativa de una tasa de interés de largo plazo baja, relacionada con factores estructurales;⁴ ii) el mundo

está hoy más globalizado y la curva de rendimientos dice menos acerca de las condiciones locales. En particular, es claro que el hecho de tener tasas de interés negativas en Europa y Japón ha aumentado la demanda por títulos a largo plazo en Estados Unidos, aumentando su precio, reduciendo su tasa y generando un diferencial bajo o incluso negativo; iii) la idea de que la inversión de la curva anticipa las recesiones asume implícitamente

que los inversionistas en el mercado de bonos tienen un conocimiento “superior” que los inversionistas en otros mercados, lo que no parece muy lógico. En teoría, al menos, los precios de las acciones, al reflejar el valor presente de las utilidades esperadas de las empresas, también deben ser buenos predictores de las recesiones. Sin embargo, no siempre existe consistencia entre los rendimientos esperados de la renta fija y los de la renta variable (la correlación entre activos de renta fija y renta variable en Estados Unidos ha variado considerablemente en los últimos años);⁵ iv) si bien la curva de rendimientos puede anticipar malos momentos económicos, la oportuna reducción de tasas de interés por parte de la FED puede evitar que la recesión se dé distorsionando la relación causal entre las señales de la curva y el crecimiento. Finalmente, algunos trabajos empíricos sugieren que el comportamiento de las licencias de construcción tiene un poder predictivo incluso superior sobre las recesiones en Estados Unidos, que el comportamiento de la curva de rendimientos.⁶ Como se observa en la gráfica, el comportamiento de las licencias de construcción en el país del norte no ha sido muy bueno en este

► **Comportamiento licencias de construcción y recesiones en EE. UU.**



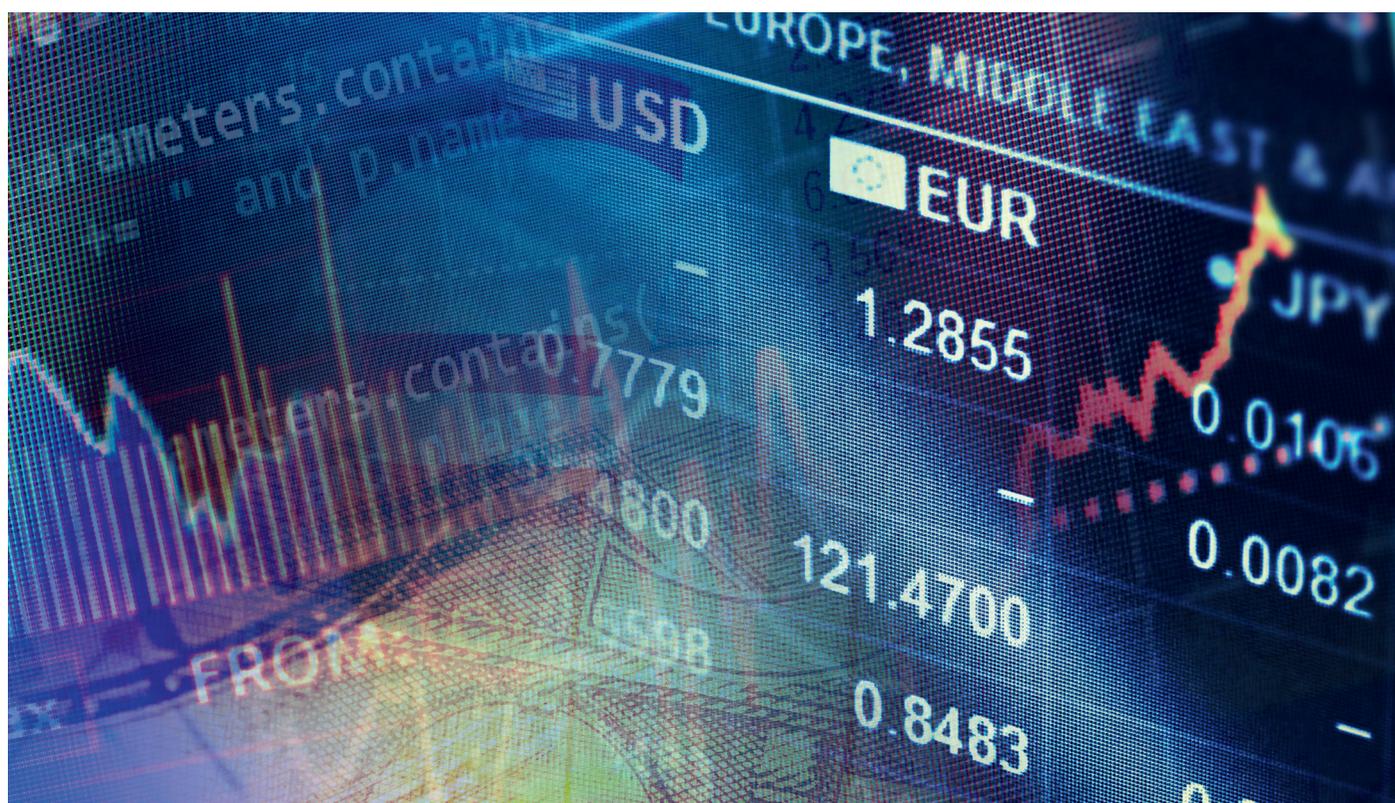
Fuente: Reserva Federal St. Louis, FRED

3 Bauer Michael y Thomas M. Mertens. Information in the Yield Curve about future recessions. FRBSF Economic Letter. Agosto 2018. <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2018/august/information-in-yield-curve-about-future-recessions/>

4 Uno de los factores que se ha mencionado es el demográfico. Al vivir la gente por más tiempo, debe aumentar más su ahorro y disminuir las tasas de interés en el largo plazo.

5 Schrager Alison. Do not panic: The inverted yield curve doesn't necessarily signal recession. <https://qz.com/1688561/inverted-yield-curve-doesnt-necessarily-signal-recession/>

6 Schrager Op. cit.



“

Si bien la curva de rendimientos puede anticipar malos momentos económicos, la oportuna reducción de tasas de interés por parte de la FED puede evitar que la recesión se dé.

”

año, pero es claro también que dista mucho del observado en meses anteriores a las crisis del pasado, en especial a la crisis financiera de 2008-2009.

En conclusión, la inversión de la curva es solo uno de varios elementos, muchos de los cuales pueden dar señales contradictorias, que deben ser tenidas en cuenta a la hora de pronosticar una recesión.

Nuestro escenario central supone que el crecimiento de la demanda externa⁷ que enfrenta nuestro país pasará de 1.0% en 2019 a 1.2% en 2020, lo que sugiere un impulso del exterior muy débil sobre la actividad económica nacional. Este comportamiento está ex-

plicado por una desaceleración de la economía estadounidense, principal socio comercial de Colombia, cuyo crecimiento pasaría de ser 2.4% en 2019 a 2.1% en 2020, según las más recientes estimaciones del FMI.

Este mismo organismo proyecta que el crecimiento de los países desarrollados se mantendrá estable en 2020 y que el de los países en desarrollo estará explicado por un “efecto rebote” para aquellos que registraron recesiones o bajos crecimientos en 2019. Sin embargo, el mismo organismo añade: “Hay una considerable incertidumbre acerca de estas recuperaciones, especialmente cuando se espera que las econo-

mías de países como Estados Unidos, Japón y China crezcan menos en 2020⁸.”

Es importante señalar, además, que si bien la probabilidad de una recesión en Estados Unidos es moderada (27% según la estimación del Índice de Seguimiento de Recesiones, elaborado por Bloomberg Economics),⁹ no es un evento que se pueda descartar. De llegar a presentarse habría que ajustar hacia abajo las proyecciones de crecimiento, inflación y tasas de interés que indicamos en este documento. Además, se generaría una presión alcista adicional de corto plazo sobre la tasa de cambio frente la que hemos considerado en este documento.

7 Estimamos la demanda externa como el crecimiento económico proyectado de nuestros socios comerciales, ponderado por su participación en el comercio exterior de productos no tradicionales.

8 <https://blogs.imf.org/2019/10/15/the-world-economy-synchronized-slowdown-precarious-outlook/> Tomado el 15 de octubre de 2019.

9 <https://www.bloomberg.com/graphics/us-economic-recession-tracker/> Tomado el 14 de octubre de 2019.



II. PRINCIPALES FACTORES DE RIESGO PARA LA ECONOMÍA EN 2020

En esta sección presentamos los principales factores de riesgo¹⁰ para el próximo año, clasificados en factores externos y factores internos.

Factores externos

INCERTIDUMBRE GLOBAL EN MÁXIMOS HISTÓRICOS

En agosto pasado, la incertidumbre, medida por el Global Economic Policy Uncertainty Index (GEPU) llegó a su máximo en los últimos treinta años (véase gráfica). El indicador, desarrollado por Baker, Bloom y Davis,¹¹ disponible para varios países del mundo, muestra, de manera ingeniosa, la preocupación de la sociedad y, en particular, de los periodistas y analistas por la incertidumbre económica.

Nótese que los picos del indicador coinciden, con absoluta precisión, con momentos de alta tensión e incertidumbre global relacionados con eventos como el atentado a las Torres Gemelas, la crisis financiera internacional y, más recientemente, la guerra comercial y la preocupación creciente por la desaceleración económica mundial.

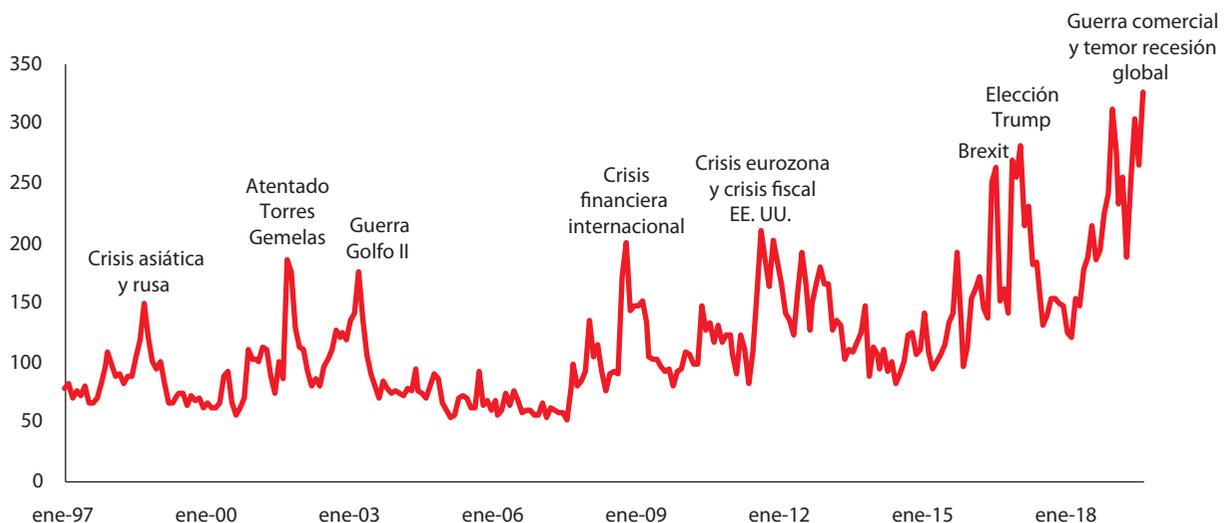
En el mes de agosto de 2019, el GEPU alcanzó su máximo histórico, 325 puntos, superando los 280 puntos alcanzados en la posesión del presidente Trump (febrero de 2017), el triunfo del brexit en el Reino Unido (julio de 2016) e, incluso, el estallido de la crisis financiera internacional (octubre 2008).

¿Cómo se ha llegado a esta situación? Sin duda, la incertidumbre se deriva de la falta de resolución de tensiones económicas y políticas en muchos frentes (bajo crecimiento de la productividad, desaceleración de la economía china, altos niveles de deuda de las economías desarrolladas, crisis migratoria en Europa, entre otros). Sin embargo, resulta claro que la situación es exa-

cerbada por la guerra comercial entre China y Estados Unidos.

En uno de sus pronunciamientos recientes, el presidente norteamericano ha manifestado que “China lleva décadas engañando a Washington”.¹² El malestar con el manejo económico de ese país se debe a hechos como la falta de cumplimiento de normas de propiedad intelectual (en China se originan muchos de los productos falsificados del mundo), a las políticas arancelarias proteccionistas (los aranceles a los automóviles norteamericanos en el país asiático son mucho más elevados que sus equivalentes para los productos chinos en Estados Unidos) y a políticas restrictivas hacia la inversión extranjera en el país asiático (existen límites al control por parte de extranjeros de empresas en sectores como el de producción de automóviles, telecomunicaciones y financiero). Además, son comunes las prácticas que obligan a las empresas extranjeras a transferir tecnologías a empresas locales o que les obligan a comprarles ciertos insumos domésticos.

► Global Economic Policy Uncertainty Index



Fuente: Economic Policy Uncertainty. Corte: Agosto 2019

10 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.

11 Baker, Scott, Nicholas Bloom and Steven Davis (2012), “Measuring Economic Policy Uncertainty”, (<http://www.policyuncertainty.com/media/BakerBloomDavis.pdf>). El indicador de la gráfica se construye como promedio ponderado (por su participación en el PIB) de los indicadores de incertidumbre a escala nacional para las 20 economías más importantes del mundo. Cada indicador nacional muestra la intensidad en el número de citas de artículos de periódico que combinan simultáneamente palabras relacionadas con “economía” e “incertidumbre”, además de términos como “déficit” y “legislación”.

12 Martes 20 de agosto de 2019.



Sumado a las prácticas comentadas, y de alguna manera derivadas de ellas, el presidente Trump ha insistido en que China es responsable de buena parte del enorme déficit comercial de Estados Unidos. Con el ánimo de reducir este déficit, el presidente Trump inició en marzo de 2018 una serie de políticas para aumentar aranceles e imponer cuotas de importación a varios países, pero muy especialmente a China. Según estimativos citados por Davis,¹³ la tarifa del arancel promedio de Estados Unidos pasó de 2% en 2017 a 4% en mayo de 2019 y se estima que alcance entre 5% y 8% al finalizar 2019. En el caso particular de China, esta misma fuente indica que al término de 2019 la tarifa de arancel promedio alcanzaría 21.4%.

El estilo del presidente Trump de plantear en público enfrentamientos a diestra y siniestra (entre los que se destacan la guerra comercial con China, la intención de desprestigiar y remover de su cargo al presidente de la Reserva Federal, su apoyo al brexit o la

escalada de sanciones contra Irán) y la forma en que se percibe se toman esas decisiones (muchos de los anuncios se hacen por Twitter como respuesta al calor de las medidas que toman los opositores o las contrapartes) llega en momentos en los que el mundo enfrenta desequilibrios importantes y aumenta, por consiguiente, la incertidumbre.

Los altos niveles de incertidumbre que se observan afectan el desempeño económico a través de varios mecanismos. Por una parte, obligan a los empresarios a posponer decisiones de inversión, lo cual disminuye el crecimiento de la productividad, y también tienen el potencial de afectar la intención de compra de bienes durables por parte de los consumidores. Existe alguna evidencia en el sentido de que la mayor incertidumbre deteriora el desempeño macroeconómico, y que un entorno económico más predecible hace que las políticas monetaria y fiscal convencional sean más efectivas.¹⁴

Al cierre de esta edición, el presidente Trump había anunciado un acuerdo parcial con China, denominado Fase I, el cual podría llegar a ser firmado en noviembre. Esta fase incluiría el compromiso de este país de comprar más productos agrícolas norteamericanos, así como medidas relativas a la protección de la propiedad intelectual, el funcionamiento del sector financiero y el del mercado cambiario. A pesar de lo anterior, buena parte de los aspectos más álgidos de la disputa entre los dos países deberá posponerse hasta el año 2020, con lo cual es muy probable que la incertidumbre mundial, y sus impactos sobre el crecimiento, continúen en los próximos meses.

INCERTIDUMBRE PROVENIENTE DE LA SITUACIÓN DE VENEZUELA

La situación económica de Venezuela es cada día más complicada. Según cifras oficiales a 2017 (aún no se reporta información de 2018), la economía se había contraído desde

13 Davis, Steven J. Rising Policy Uncertainty. Agosto de 2019. <http://www.policyuncertainty.com/media/Rising%20Policy%20Uncertainty.pdf>

14 Davis Op. Cit. página 13



El aumento de la tasa de cambio puede hacer que los incentivos fiscales a la inversión, contemplados en la Ley de Financiamiento, se vean parcialmente compensados.



2013 un 36.9%. Para 2018 se calcula, por parte de analistas privados, que la economía cayó un 15.1%. Este resultado se produce como consecuencia de muchos años de hostilidad contra la inversión privada, el despilfarro de recursos petroleros, la caída en los precios del petróleo asociada al reciente liderazgo de Estados Unidos en la producción mundial de este producto, y a la financiación del déficit fiscal con emisión del Banco Central de Venezuela, lo que ha llevado a que ese país tenga la tasa de inflación más alta del mundo. El vecino también lidera el escalafón de los países más peligrosos, con la tasa de homicidios más elevada en el hemisferio occidental.¹⁵

A lo expresado en el párrafo anterior se suma, más recientemente, el impacto en la economía de las sanciones por parte del gobierno norteamericano, que hacen mucho más difícil que Venezuela adelante negocios con terceros países. Se estima que para este año la caída sea del 11.3%, con lo cual la reducción acumulada del PIB desde 2013 ascendería al 69%, lo que ha generado un éxodo masivo de entre 3.7 y 4 millones de venezolanos en los últimos cuatro años.

Si bien las cifras reales de inmigración a nuestro país son particularmente imprecisas, es importante señalar que según el Dane, al finalizar julio de este año, 773 mil personas residentes en Colombia afirmaron haber residido en Venezuela 12 meses antes y un estimado de 1.641.000 residía en ese país hace cinco años. De acuerdo con la misma fuente, la tasa de desempleo de esta población ascendía al 19.2%, en tanto que la tasa de desempleo nacional era del 10.2%.

Es muy difícil prever los acontecimientos que pueden ocurrir en nuestra relación con el país vecino en 2020; sin embargo, algunos factores sugieren que el drama actual puede continuar, al menos en el corto plazo. Dos eventos apuntan en esa dirección: i) Si bien las cifras de inflación parecen estar cediendo en ese país, al finalizar 2018 e iniciar 2019 las autoridades monetarias tomaron medidas muy severas de encaje bancario (encaje marginal del 100% y encaje promedio del 57%). En la práctica, eso hace que se limite el acceso a nuevos créditos, lo que debe agudizar los problemas de crecimiento e incluso puede generar problemas de sostenibilidad del sector financiero; ii) recientemente Chile, Perú y Ecuador establecieron visas y controles migratorios a esta población. De hecho, en el caso de Perú ya se ha registrado la expulsión de venezolanos. Esto podría agravar la situación migratoria en Colombia, aun cuando disminuya el flujo migratorio desde el vecino país.

Tal como comentamos en el informe del año pasado, en el mediano y largo plazo, el efecto de la migración venezolana a nuestro país probablemente sea positivo; sin embargo, en el corto plazo significará una presión en el mercado laboral y en los requerimientos fiscales para atender a esa población.

Factores internos

> PROBLEMÁTICA FISCAL

Recientemente, la Corte Constitucional, en un fallo sin antecedentes en el país,

declaró la inconstitucionalidad de la Ley de Financiamiento (Ley 1943 de 2018) y limitó la vigencia de las medidas adoptadas hasta el 31 de diciembre de 2019. Esta situación se convierte en un factor de gran incertidumbre, ya que a pesar de que el gobierno ha manifestado su intención de poner a consideración del Congreso un proyecto muy similar al derogado, el trámite que este debe surtir puede generar cambios no anticipados en la normatividad tributaria.

Aun asumiendo que se dé la aprobación de un proyecto muy similar al derogado, es de amplio conocimiento que el segundo pilar de la reforma tributaria de 2018 adolecía de varios problemas, entre los que se encuentra un aporte de solo 7.5 billones de pesos al año, la mitad de la meta originalmente propuesta, y la reinstauración de impuestos transitorios que obligarán, a más tardar en el año 2022, a la formulación de una nueva reforma tributaria. En el capítulo sobre política fiscal se hace un recuento detallado del recaudo esperado por la última reforma.

Fue la filosofía de la Ley de Financiamiento de 2018, y así esperamos que salga la nueva ley por aprobarse antes del 31 de diciembre de este año, que como consecuencia de la reducción de impuestos para las empresas se puede reducir el costo de uso del capital, lo que debería propiciar un incremento significativo en la inversión privada. Este dinamismo de la inversión permitiría que el crecimiento de la economía en los próximos años se eleve por encima del 4%. Este supuesto se constituye en uno de los pilares para la sostenibilidad de las finanzas públicas en la medida en que el mayor crecimiento significa un mayor recaudo de impuestos.

Sin embargo, algunos elementos permiten suponer que el impacto de la reducción de impuestos a las empresas no tendría que aumentar en forma tan significativa la inversión y el crecimiento en las actuales circunstancias. El más importante tiene que ver con la tasa de cambio y su impacto sobre el costo de uso

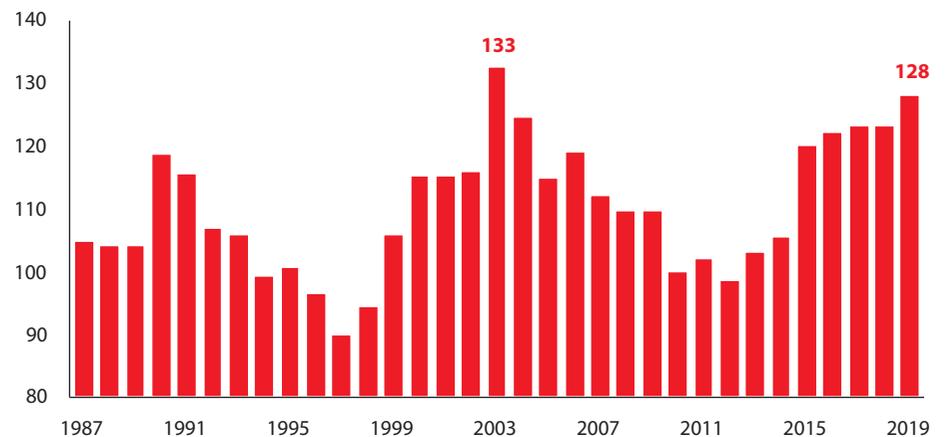
15 Recientemente, los informes de la ONU denuncian la desaparición de varios miles de opositores políticos.

del capital y la inversión. Es bien conocido que la mayor parte de la inversión en maquinaria y equipo se materializa en forma de importaciones de bienes no producidos en nuestro país. De acuerdo con el trabajo de Betancur, Orbegozo y Gantiva, existe evidencia bastante sólida para afirmar que existe una relación negativa entre la inversión en maquinaria y equipo y la tasa de cambio.¹⁶ En la medida en que esta variable se ha elevado significativamente en 2019 por efecto de la salida de capitales y los menores niveles promedio del precio del petróleo, se puede intuir que los incentivos fiscales a la inversión contemplados en la Ley de Financiamiento se pueden ver parcialmente compensados.¹⁷

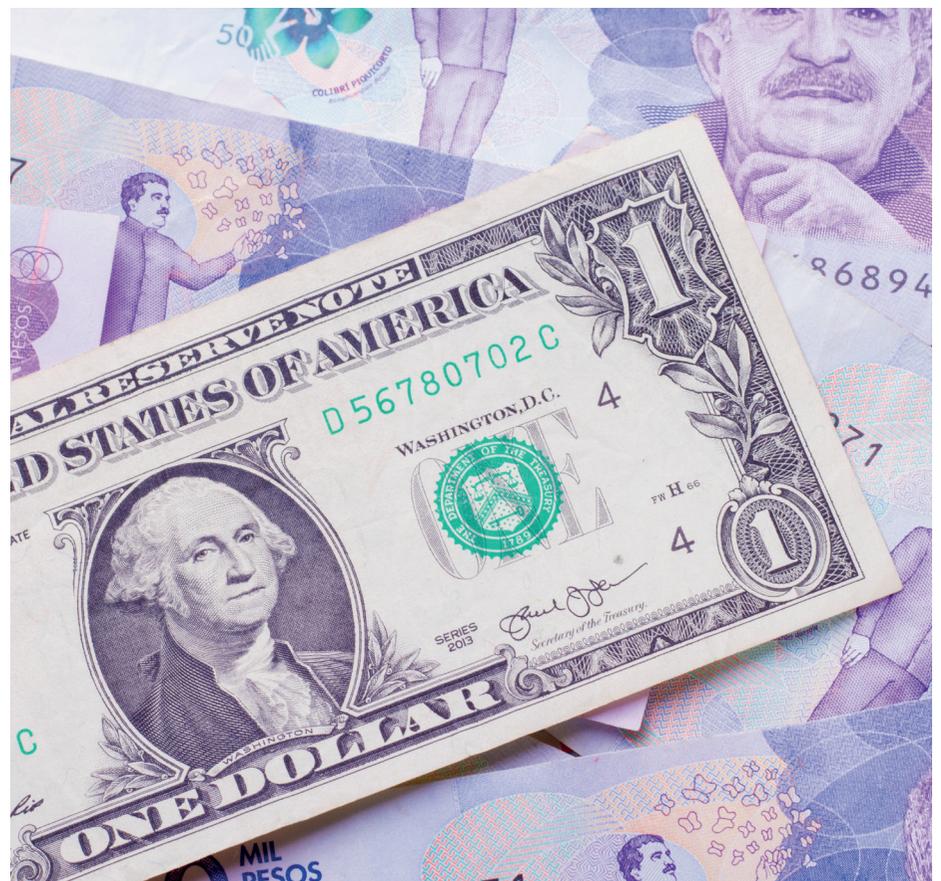
La Tasa de Cambio Real es la variable indicada para observar el relativo encarecimiento de los bienes importados en la medida en que tiene en cuenta no solo la devaluación frente al dólar, sino frente al conjunto de socios comerciales del país: el peso puede devaluarse frente al dólar, pero si otras monedas del mundo también lo hacen –hecho que suele ocurrir con bastante frecuencia– no tiene por qué producirse un encarecimiento tan fuerte de los productos importados. Además, considera los diferenciales de inflación frente a nuestros socios. En la gráfica siguiente se observa que por efecto de la devaluación del peso en 2019, la Tasa de Cambio Real del peso colombiano es la segunda más alta en los últimos 32 años.

Como conclusión de lo que se ha presentado en esta sección, podemos afirmar que existen dudas razonables sobre la magnitud del estímulo que la reducción de impuestos tiene sobre la inversión y el crecimiento del producto, lo cual se traduce en incertidumbre sobre niveles de recaudo y sostenibilidad de las finanzas públicas. En la próxima sección se analizarán las preocupaciones expresadas por las calificadoras de riesgo sobre este y otros temas.

► **Tasa de cambio real**
Índice 100 = 2010, promedio anual



Fuente: Banco de la República. Corte: Agosto de 2019



16 Betancur J. Sebastián, Orbegozo Camila y Gantiva Daniela. Relación entre la tasa de inversión y el crecimiento económico en Colombia. Notas Fiscales, 2018. <https://bit.ly/2qM8KRm>

17 La correlación entre la variación de la tasa de cambio real del peso colombiano y la inversión en maquinaria y equipo para el período 2006-2018 es -0,31.



> DETERIORO DE LA CALIFICACIÓN DE RIESGO

El pasado 23 de mayo, la calificadora de riesgo Fitch Ratings cambió el *Outlook* de Colombia, de estable a negativo.¹⁸ Las razones esgrimidas para tomar esta decisión se basaron en tres factores principales. El primero, relacionado con lo que hemos comentado en la sección anterior: es probable que los crecimientos para 2020 y años posteriores que se utilizan para las proyecciones fiscales puedan ser excesivamente optimistas. La calificadora considera que el PIB potencial del país es de 3.5%, por lo cual crecimientos del 4% como los contemplados en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) podrían llegar a ser elevados. Las consecuencias de este menor crecimiento sobre el recaudo de impuestos son también destacadas. El segundo argumento tiene que ver con el impacto de la reforma fiscal de 2018 sobre el recaudo de impuestos.

Aquí los argumentos son los mismos que nosotros incluimos en la sección respectiva de este documento: descontando los efectos que la reforma puede tener sobre el crecimiento, el recaudo neto a partir del próximo año será negativo como consecuencia de que las reducciones de impuestos, en especial la devolución del IVA a la adquisición de bienes de capital, más que compensan los ingresos por nuevos recaudos. Adicionalmente, la calificadora recuerda que el gobierno espera un recaudo significativo, fruto de las reformas de la DIAN y de los esfuerzos contra la evasión fiscal. De acuerdo con la firma, “estas reformas pueden funcionar potencialmente, pero creemos que hay un alto grado de incertidumbre en la estimación precisa de la magnitud y la oportunidad de los ingresos adicionales que podrían resultar de estos esfuerzos”.¹⁹ Finalmente, en una declaración de la calificadora en agosto pasado, se co-

mentó que el modelo cuantitativo de la firma, que se basa en 18 factores, sugiere que la calificación de riesgo país debería situarse en BBB- (es decir, un grado por debajo de su nivel actual). Sin embargo, la calificación no se ha modificado aún en consideración al buen historial de manejo económico. Es importante recordar que, ya a finales del año 2017, la calificadora de riesgo Standard & Poor’s había rebajado la calificación de riesgo a BBB-. En estas circunstancias, un nuevo deterioro de la calificación por parte de otra de las calificadoras más relevantes a escala mundial representa un evento importante, más aún si se tiene en cuenta que los reglamentos de algunos fondos de inversión o fondos de pensiones que han invertido en Colombia consideran que es suficiente con que dos calificadoras coincidan en su calificación para que el país se considere más riesgoso.



18 Curiosamente, el mismo día la calificadora Moody's efectuó el fenómeno opuesto.

19 Fitch Ratings: “Colombia Fiscal Framework Assumptions Are Optimistic”. Comunicado de prensa. 18 de septiembre de 2019

No sobra, de todos modos, aclarar que aun con la disminución de la calificación por parte de Fitch, el país conserva el grado de inversión, elemento indispensable a la hora de atraer capitales del exterior.

> SEGURIDAD, ORDEN PÚBLICO Y REINCIDENCIAS DE LAS FARC

De acuerdo con las cifras oficiales del Ministerio de Defensa, en lo corrido de 2019 hasta mayo, la mayor parte de los delitos, así como de las afectaciones a la fuerza pública (asesinatos o heridos de las fuerzas militares), en Colombia registraron una disminución. De los 36 indicadores de seguimiento que se publican mensualmente por parte de la entidad, solo cuatro, homicidio colectivo (tanto en número de casos como número de víctimas), hurto a personas y heridos de las fuerzas militares presentan un crecimiento frente a 2018.

A pesar de lo anterior, el año estuvo marcado por dos circunstancias que pueden deteriorar la imagen, tanto en el país como en el exterior, sobre el proceso de reducción de la violencia e inseguridad en el país. El primero acaeció el pasado 17 de enero con el atentado del ELN a la escuela de policía General Santander. El segundo evento ocurrió el pasado 29 de agosto, con la manifestación pública por parte de los guerrilleros con los alias de Iván Márquez y de Jesús Santrich de volver a las armas.

Al momento de realización de este documento no se registraban actividades guerrilleras de estos nuevos disidentes del proceso de paz, pero la capacidad del terrorismo de realizar eventos con impactos perturbadores puede reaparecer. Incluso se ha hablado sobre la posibilidad de que las FARC y el ELN, dos movimientos con ancestrales diferencias ideológicas, puedan realizar actividades conjuntas.

En estas circunstancias debemos reintroducir temas de esta naturaleza entre los factores de riesgo para el próximo año.

► Resumen Balanza de Pagos Millones USD

Rubro	2018	2019 (e)	2020 (p)
Cuenta corriente	-13,037	-14,302	-14,173
1. Bienes y servicios	-8,908	-10,841	-10,745
2. Renta de los factores (Ingreso primario)	-11,772	-11,829	-12,196
3. Transferencias (Ingreso secundario)	7,643	8,368	8,768
Cuenta Financiera	-12,640		
Errores y omisiones	398		

(e): estimaciones, (p): proyecciones

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

III. SECTOR EXTERNO

La cuenta corriente de la balanza de pagos registró un déficit de 3.9% del PIB (USD 13,037 millones) en 2018, mostrando un deterioro frente al déficit de 3.3% del PIB obtenido el año inmediatamente anterior. Para el año 2019 estimamos que este déficit llegará a representar 4.5% del PIB (USD 14,173 millones), mostrando por segundo año consecutivo un deterioro en la balanza comercial.

Para la cuenta de bienes y servicios esperamos un incremento de su déficit, pasando de USD 8,447 mn en 2018 a USD 8,908 mn en 2019, como resultado de la ampliación del déficit en la balanza comercial del país. En lo corrido del año, con corte a agosto, observamos un retroceso de 3.8% en el valor de las exportaciones colombianas frente al mismo período del año anterior. Esto contrasta con el comportamiento de las importaciones²⁰ que registran un crecimiento de 5.6% en valor, impulsado, entre otras razones, por el aumento de 9.2% en la adquisición de bienes de capital en el exterior.

En relación con la cuenta de ingreso primario (saldo neto entre los ingresos y egresos por pago de la renta de los factores), estimamos para 2019 un déficit de USD 11,829 mn, cifra que muestra un ligero incremento de 0.5% frente al año anterior. Este comportamiento se da como resultado de la aceleración de la actividad económica, que observamos desde el año pasado y anticipamos se extenderá a 2019, y el crecimiento de los flujos de inversión extranjera directa que ingre-

san al país. Sobre estos últimos, vale la pena destacar que en el primer semestre del año Colombia recibió USD 7,273 mn, mostrando un incremento de 24.4% frente al mismo período de 2018.

Las transferencias (ingreso secundario) son el único rubro de la cuenta corriente con un balance positivo, que estimamos llegará a USD 8,368 mn en 2019, con un crecimiento de 8.8% frente al año anterior. Este comportamiento responde, principalmente, al aumento de 12.5% de las remesas de los trabajadores colombianos en el exterior,²¹ impulsado por los resultados en materia económica de países como Estados Unidos y España, los principales orígenes de este tipo de recursos que ingresan al país. Para el segundo semestre de 2019 proyectamos que se desacelerará la dinámica de las remesas, como resultado de la devaluación de la tasa de cambio en Colombia y las crecientes preocupaciones sobre una recesión en Estados Unidos.

Para el año 2020 proyectamos, en un escenario en el que no esperamos una recesión de la economía norteamericana, un déficit de cuenta corriente de 4.3% del PIB (USD 14,173 millones), que muestra una mejora modesta frente a nuestras estimaciones para 2019 y que estaría impulsado, principalmente, por la reducción en el déficit de la balanza comercial. El comportamiento que ya mencionamos de la tasa de cambio real, sumado al aumento que anticipamos en los precios internacionales de algunos *commodities*, nos llevan a pensar que las exportaciones colombianas mejorarían su dinámica. Por otra

20 Los datos de las importaciones para el mes de agosto corresponden a las cifras provisionales publicadas por la DIAN.

21 Las remesas de trabajadores representan cerca del 80% del rubro total de transferencias.



“

Para 2020 pensamos que la inflación terminará cerca a la meta de largo plazo de la autoridad monetaria (3%). Uno de los factores fundamentales que explicaría esta caída sería un “efecto rebote” tras una fase creciente en los precios de los alimentos durante el presente año.

”

”

parte, teniendo en cuenta el aumento de los precios relativos de las importaciones, estimamos una desaceleración en el crecimiento de las compras externas, en especial de bienes de consumo. Aunque también esperamos una ralentización de las importaciones de bienes intermedios y de capital, consideramos que algunas inversiones en megaproyectos requerirán de bienes que no se producen en el país.

Para la renta de los factores proyectamos en 2020 un balance negativo de USD 12,196 millones, que muestra un ligero aumento frente al año anterior. Este resultado se origina en nuestra expectativa de que los flujos de inversión extranjera directa que recibe el país mantengan un dinamismo similar al observado en el año 2019. Adicionalmente, en la medida en que se reduzca la incertidumbre sobre el crecimiento mundial y la FED reduzca su tasa de interés de referencia se generarían incentivos para el ingreso de inversión de portafolio.

Finalmente, para las transferencias estimamos un balance de USD 8,768 millones para 2020, con una variación anual de 5.4%, que resulta inferior al 8.8% estimado para 2019. La creciente incertidumbre sobre el comportamiento de la economía mundial ha llevado a entidades como el FMI a reducir sus proyecciones de crecimiento mundial y de países desarrollados. Lo anterior se traduciría en una afectación de los flujos de remesas, ya que como mencionamos antes, en este tipo de países se origina más de 61% de los recursos que ingresan a Colombia por este concepto.

IV. INFLACIÓN

Desde el segundo mes del presente año, la inflación presentó una tendencia creciente al pasar de 3.01% (en febrero) a 3.79% en julio, mes en el cual alcanzó su punto máximo antes de la caída observada en agosto. Durante estos seis meses, los analistas económicos fueron sorprendidos por una inflación mensual que superó el promedio de sus expectativas en cada uno de los meses; este fenómeno contribuyó a que las expectativas de inflación a fin de año se alejen de la meta de largo plazo del Banco de la República (3%). A pesar de lo anterior, se destaca que durante lo corrido del año la dispersión de las expectativas ha sido bastante baja respecto a los últimos cinco años, lo que refleja, en cierta medida, la ausencia de incertidumbre significativa.

Uno de los factores determinantes en el comportamiento de la inflación durante 2019 ha sido el fuerte incremento en los precios de los alimentos. Este incremento se presenta después de una fase de abundante oferta de alimentos durante la mayor parte de 2018. De hecho, la inflación de alimentos pasó de 2.38% en diciembre del año pasado, a 5.52% en septiembre de este año, un incremento de más del doble en un período de tan solo nueve meses. Estos fuertes incrementos en los precios se pudieron ver reforzados, a partir de junio, por el cierre de la principal vía al Llano. Es importante resaltar que estos aumentos en los precios de los alimentos fueron concomitantes con un fenómeno de El Niño, de muy baja intensidad.²²

Por otro lado, un segundo factor determinante en el comportamiento de los precios fue el crecimiento en los arriendos, tanto efectivo como imputado, y en algunos servicios públicos. Una de las causas del aumento en importancia de estos factores, radica en que con el cambio en la metodología del IPC aumentó la ponderación que se le da a la división de vivienda y servicios (véase recuadro Nueva metodología para el cálculo del IPC).

Creemos que para diciembre de este año, la meta de inflación se cumplirá con una moderada probabilidad. Nuestra proyección para ese mes es de 3.85%, un valor muy cercano al promedio de las proyecciones de las expectativas de los analistas económicos que reportan a la encuesta mensual del Banco de la República. Pensamos que el factor más relevante en los próximos meses será la estabilización en los precios de los alimentos que empezó en agosto y que, salvo el retroceso observado en septiembre, esperamos se mantenga en lo que resta del año. Estimamos que este fenómeno suceda inicialmente en cultivos transitorios como el arroz, la cebolla, el tomate, la zanahoria y algunos tubérculos, entre ellos la papa y la yuca. Vale la pena destacar que por segundo año consecutivo se lograría cumplir la meta de inflación, una excelente noticia para la autoridad monetaria.

Para 2020, con la información disponible, pensamos que la inflación terminará cerca a la meta de largo plazo de la autoridad monetaria (3%). El primer factor que favorecería este hecho sería una caída significativa en la inflación de alimentos, la cual esperamos al-

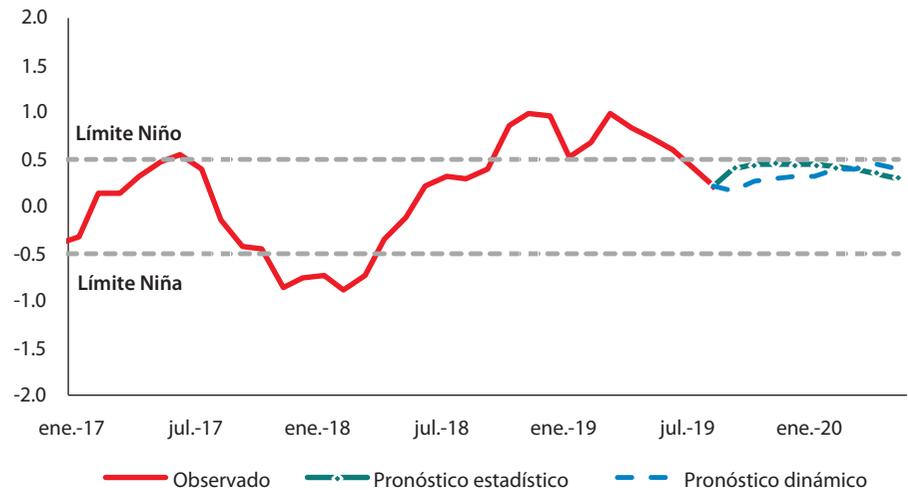
22 El fenómeno de El Niño se refiere a períodos de tiempo durante los cuales la anomalía en la temperatura del océano Pacífico, medida a través de promedios móviles de orden tres, excede el valor de 0.5 durante cinco meses consecutivos. Categorizamos un fenómeno como fuerte cuando la anomalía excede el valor de uno durante más de tres meses.

cance niveles similares a los observados en los primeros meses del presente año. Uno de los factores fundamentales que explicaría esta caída sería un “efecto rebote”, tras una fase creciente durante gran parte del presente año. Si bien es cierto que la magnitud y velocidad de esta caída podría verse reducida en caso de presentarse un fenómeno de El Niño fuerte, con la información actual la probabilidad de ocurrencia de un fenómeno intenso para el próximo año es baja. En la gráfica siguiente presentamos los pronósticos de la anomalía que determina la probabilidad de ocurrencia del fenómeno de El Niño.

Otro factor que ayudaría a mantener la inflación cerca de la meta de largo plazo serían las condiciones macroeconómicas del país. Por un lado, un crecimiento similar al de la economía respecto a 2019 tendría como resultado una brecha del producto prácticamente nula, la cual garantizaría que no se presenten presiones inflacionarias de la demanda. Por otro lado, la leve apreciación de la tasa de cambio que esperamos para 2020 en relación con el segundo semestre de 2019 reduciría en mayor medida las presiones inflacionarias. Incluso, en un escenario desfavorable en el cual esta apreciación no se diera, vale la pena recordar que en la nueva metodología del DANE para el cálculo del IPC (que empezó a utilizarse este año), la participación de los transables se redujo en la canasta; por tanto, el *pass-through*²³ a la inflación de la tasa de cambio es, en la actualidad, más bajo. Además, las consecuencias de los movimientos de la tasa de cambio podrían reflejarse en los márgenes de comerciantes y de industriales (como lo han hecho durante una parte de 2019), en lugar de trasladarse a los precios, lo que mitigaría su impacto sobre la inflación.

Uno de los factores de riesgo que podría llegar a ejercer presiones alcistas en los precios es la indexación.²⁴ Si bien resulta probable que la meta de inflación para este año se cumpla, también es cierto que el nivel de inflación va a terminar el año por encima del nivel de 2018. Por tanto, una indexación a un nivel de precios más alto podría generar presiones alcistas para la inflación del próximo año. Uno de los factores claves en este

► Anomalía en temperatura del océano Pacífico



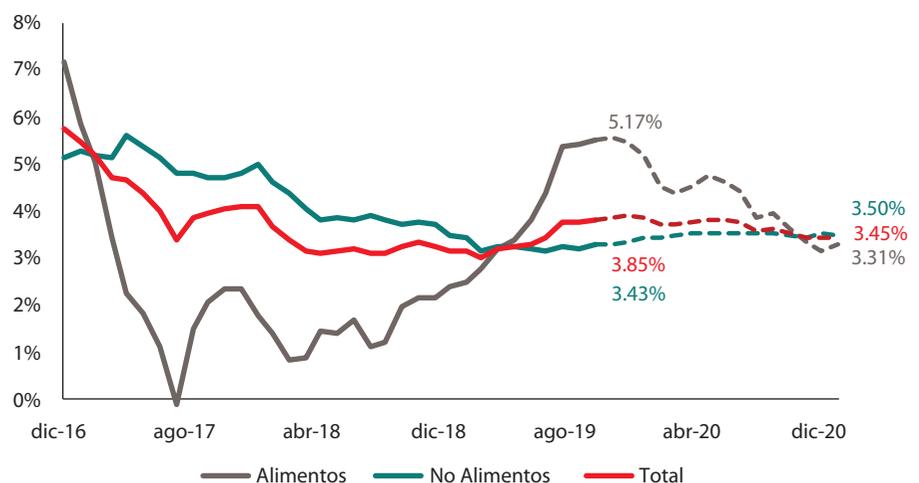
Fuente: CPC. International Research Institute for Climate and Society (IRI). Los valores mostrados se refieren a El Niño Southern Oscillation Index (ENSO).



Uno de los factores de riesgo que podría llegar a ejercer presiones alcistas en los precios es la indexación. Si bien resulta probable que la meta de inflación para este año se cumpla, también es cierto que el nivel de inflación va a terminar el año por encima del nivel de 2018.



► Inflación Anual



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

23 Por *pass-through* nos referimos al fenómeno de transmisión de apreciaciones o depreciaciones de la tasa de cambio en la inflación.
 24 Por *indexación* nos referimos al fenómeno que generalmente se lleva a cabo a principio de año, que consiste en ajustar los precios de ciertos bienes y servicios de acuerdo con el nivel de inflación del año anterior.



NUEVA METODOLOGÍA PARA EL CÁLCULO DEL IPC

Una de las noticias más importantes del presente año en temas de seguimiento de precios fue la actualización metodológica llevada a cabo por el DANE para el índice de precios al consumidor (IPC). La última actualización de este tipo se había llevado a cabo en 2008.

A partir de enero de 2019 este índice presenta varios cambios, entre ellos, la inclusión de hogares unipersonales en la medición, la adopción de una clasificación basada en el estándar internacional de consumo individual por finalidad (COICOP)²⁵ que facilita la comparación entre países, la ampliación de la cobertura de 24 a 38 ciudades y la actualización de la canasta de seguimiento de precios, además de las ponderaciones de los productos incluidos (de acuerdo con los resultados de la Encuesta Nacional de Presupuesto de los Hogares, (ENPH).

Adopción de clasificación basada en COICOP

En primer lugar, respecto a la adopción de la clasificación basada en COICOP, se aumentó el número de

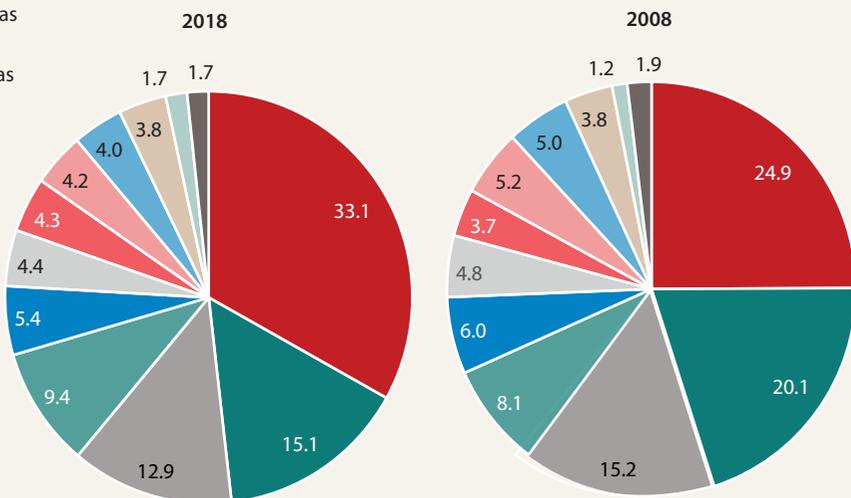
divisiones principales del IPC, de 9 a 12. Las divisiones nuevas (que estaban incluidas en otras divisiones) son: bebidas alcohólicas y tabaco, restaurantes y hoteles, y muebles, artículos para el hogar y para la conservación ordinaria del hogar.

Vale la pena mencionar dos cambios importantes: el primero es la disminución en la ponderación de los alimentos y las bebidas no alcohólicas en la canasta, que pasaron de representar un quinto de la canasta a un poco más de un séptimo. El segundo cambio es que la ponderación de la división de vivienda y servicios pasó de representar un cuarto de la canasta, a cerca de un tercio.

Paralelamente, el DANE llevó a cabo un ejercicio de reconstrucción histórica de los resultados del IPC para 2009-2018, adaptándolos a la nomenclatura basada en el estándar internacional. Los resultados permiten llevar a cabo una comparación respecto a las ponderaciones de cada una de las 12 divisiones que componen el IPC a partir de 2019. La comparación entre las ponderaciones nuevas y las pasadas se presenta en la siguiente gráfica.

► Comparativo ponderaciones IPC (%)

- Alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles
- Alimentos y bebidas no alcohólicas
- Transporte
- Restaurantes y hoteles
- Bienes y servicios diversos
- Educación
- Información y comunicación
- Muebles y artículos para el hogar
- Prendas de vestir y calzado
- Recreación y cultura
- Bebidas alcohólicas y tabaco
- Salud



Fuente: DANE

25 La clasificación COICOP es una referencia de clasificación internacional para gastos de los hogares, publicada por la División de Estadísticas de la Organización de las Naciones Unidas (ONU).

Ampliación de cobertura

En segundo lugar, respecto a la ampliación de la cobertura, se incluyeron las siguientes ciudades en el cálculo del índice: Yopal, Inírida, Puerto Carreño, Arauca, Leticia, Mitú, San José del Guaviare, Mocoa, San Andrés de Tumaco, Buenaventura, Barrancabermeja, Rionegro, Soledad y Yumbo. Estas ciudades, junto a San Andrés y Quibdó, componen ahora el agregado denominado: "Otras áreas urbanas". Adicionalmente, la ponderación de las demás ciudades en el cálculo del índice fue modificada. Una comparación de las ponderaciones se presenta en la siguiente tabla.

Actualización de la canasta de seguimiento

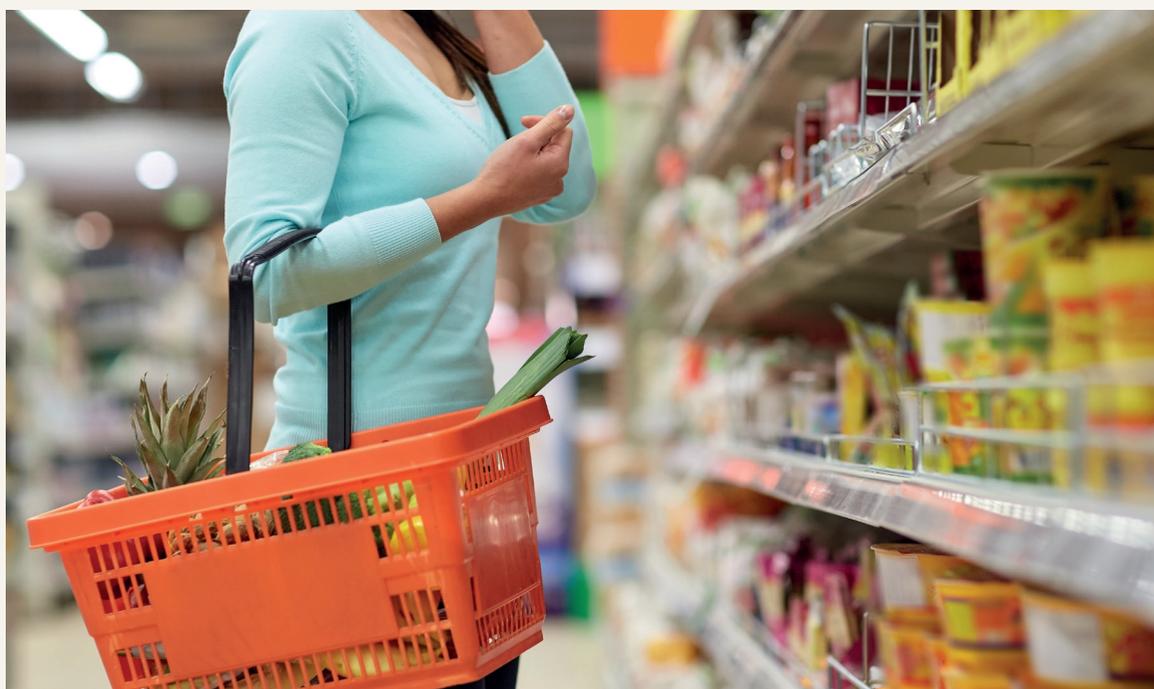
Un poco más de 80 productos nuevos fueron incluidos en la canasta, a la cual se le realiza seguimiento; algunos de los más relevantes son: tocino, bebidas energizantes, bicitaxi, llantas y neumáticos para bicicletas, compra de contenidos (*streaming*) y de juegos por internet, cursos de inglés por web, collares y jaulas para mascotas.

Por otro lado, cerca de 70 productos que pertenecían a la canasta de acuerdo con la metodología anterior fueron excluidos; algunos de los más importantes son: repollo, taxi intermunicipal, servicios de ambulancia, baloto, ventilador, aspiradora, pilas, lustrada de calzado, USB con música, impresora, compra de videos, servicio de cajero electrónico y valor de la chequera.

► Ponderaciones por ciudad IPC (%)

Ciudades	2008	2018
Bogotá, D. C.	42.5	40.4
Medellín	15.0	15.0
Cali	10.5	9.2
Barranquilla	5.4	5.3
Bucaramanga	3.9	4.6
Otras áreas urbanas	-	3.4
Cartagena de Indias	2.9	3.2
Cúcuta	2.5	2.3
Pereira	2.2	2.1
Villavicencio	1.6	1.8
Manizales	1.7	1.7
Ibagué	1.8	1.6
Pasto	1.4	1.2
Santa Marta	1.1	1.2
Neiva	1.1	1.1
Armenia	1.5	1.1
Valledupar	0.7	1.0
Montería	0.9	0.9
Popayán	0.8	0.7
Tunja	0.7	0.7
Sincelejo	0.7	0.7
Riohacha	0.3	0.6
Florencia	0.4	0.4
Quibdó/ San Andrés	0.3	-

Fuente: DANE





aspecto será el aumento del salario mínimo. Si bien un aumento del salario mínimo puede generar efectos en los precios de algunos sectores intensivos en mano de obra, como los restaurantes y el sector de educación, no existe evidencia sólida respecto de su transmisión a otros sectores de la economía. Por esto consideramos que su impacto sobre la inflación podría ser entre débil y moderado para 2020.

En conclusión, aunque creemos que el año 2020 será un año sin mayores presiones alcistas en términos inflacionarios, los principales riesgos podrían venir de una indexación a un nivel de precios más alto, producto de los resultados de 2019 y un fenómeno de El Niño más intenso de lo esperado. En la gráfica presentamos nuestros pronósticos mensuales para la inflación hasta 2020.

Es importante recordar, sin embargo, que estas proyecciones se han elaborado desde el supuesto de que la economía de Estados Unidos no entra en recesión. Si esto llegara a ocurrir, el escenario sería bastante diferente y se convertiría el *pass-through* de la tasa de cambio en el primer elemento de riesgo para el cumplimiento de la meta de inflación. A este respecto es bueno acudir a la experiencia de la última recesión en ese país durante el período 2008-2009. Si bien las magnitudes de las variaciones no tienen que parecerse, pensamos que las direcciones de las variables sí. En aquella época, como consecuencia del desplome en la actividad económica, se registró una importante caída de los precios del petróleo, la cual terminó por trasladarse al crecimiento de la inflación en Colombia a través del incremento en la tasa de cambio. Si un evento de esta naturaleza ocurriera, la inflación en nuestro país estaría presionada y no podría descartarse un incumplimiento en la meta de inflación.

V. PROYECCIONES DE CRECIMIENTO

A partir de 2018 el país inició un proceso de recuperación que lo llevó a una expansión de 2.6% en 2018, crecimiento que contrasta con el 1.4% alcanzado en 2017. Este proceso ha continuado en 2019: en el primer semestre del año la economía colombiana logró una

► PIB por el lado del gasto Variación anual

Variables	2019 (e)	2020 (p)
Importaciones	8.8%	4.7%
Consumo total	4.3%	3.8%
Consumo de los hogares	4.7%	4.0%
Consumo del gobierno	2.9%	2.5%
Formación bruta de capital	4.6%	8.3%
Exportaciones	4.1%	6.0%
Producto Interno Bruto	3.2%	3.2%

(e) estimaciones (p): proyecciones

Fuente: DAVIVIENDA | Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

expansión de 3.0%, que superó el 2.5% alcanzado en el mismo período del año anterior. Esperamos que este buen comportamiento se extienda a lo que resta del año, de tal manera que se alcance un crecimiento de 3.2%, gracias a la aceleración en la dinámica del consumo de los hogares y de la inversión.

A continuación nos adentramos en los resultados de las proyecciones de los principales rubros por el lado del gasto.

> Consumo de los hogares

Durante el primer semestre de 2019, el consumo de los hogares ha sido el principal impulsor del gasto en la economía colombiana. El ritmo de crecimiento de este rubro no era tan dinámico desde el año 2014, antes del desplome de los precios internacionales del crudo, y de hecho está por encima de su comportamiento histórico. Concretamente, durante los primeros seis meses de 2019 el consumo de los hogares creció 4.6% real en promedio, frente al 3.8% observado en el mismo lapso de 2018, una cifra levemente más alta que el promedio observado desde 2006 (4.2%).

El comportamiento del consumo de los hogares obedece a los siguientes factores: las tasas de interés se han mantenido en niveles relativamente bajos, la inflación ha estado en el rango meta establecido por el Banco de la República

y la confianza del consumidor, para los primeros meses del año, alcanzó niveles promedio superiores a los observados en 2018.

En los últimos 12 meses el crecimiento de las ventas del comercio, según su clasificación por durabilidad,²⁶ ha experimentado una aceleración y se ubica en terreno positivo, situación diferente a la de hace un año, cuando el grupo de semidurables mostraba contracción en ventas. Por su parte, los bienes durables son los de más acelerado crecimiento en ventas, pues tanto los equipos de informática y comunicaciones (computadores, tabletas, teléfonos y televisores inteligentes, principalmente) como la venta de automóviles han presentado crecimientos significativos en lo corrido de 2019.

Los bienes no durables, en particular los alimentos y bebidas, aceleran su dinámica progresivamente desde hace varios meses, aunque a un ritmo más pausado.

Pese al notable comportamiento de los bienes durables en lo corrido del año, su impacto en las ventas totales es limitado puesto que representan tan solo el 25% del total del comercio minorista. En los próximos meses se espera que el consumo de durables continúe aumentando, con una marcada desaceleración en noviembre y diciembre por cuenta de la ausencia, en este año, del efecto inducido por las ventas de vehículos del Salón Internacional del Automóvil de Bogotá.

26 No durables, durables y semidurables.

En la última parte del año, el consumo de bienes no durables y el de servicios serán los de mayor contribución, mientras que los semidurables continuarán creciendo a un ritmo modesto.

Teniendo en cuenta lo mencionado, y según nuestras estimaciones, para la segunda mitad de 2019 el consumo de los hogares se aceleraría marginalmente hasta alcanzar una tasa promedio de 4.7% para el consolidado del año.

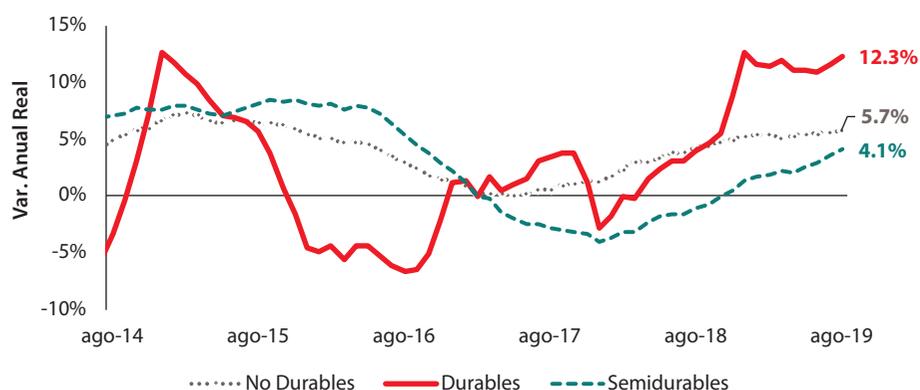
En 2020 esperamos que el consumo de los hogares continúe creciendo aunque a una tasa más modesta, 4.0% real, cifra más cercana a la dinámica histórica de este indicador. Dicho crecimiento se sustentará en la situación favorable de la demanda por cuenta de unas condiciones macroeconómicas estables, dentro de lo que se cuenta una inflación controlada, una tasa de cambio ligeramente inferior a la observada este año y una actividad económica con una dinámica equiparable a la de 2019.

A pesar de lo anterior, existen riesgos que pondrían en aprietos este componente del gasto y que lo harían crecer menos de lo proyectado. Por ejemplo, los efectos de largo plazo que puede causar el aumento del desempleo, choques inflacionarios no anticipados (vía *pass-through* de tasa de cambio o fenómenos climáticos extremos, por ejemplo).

> Consumo del gobierno

En 2018 el consumo del gobierno presentó una aceleración de su dinámica después de haber registrado bajo dinamismo los dos años anteriores. En contraste, durante el primer semestre de 2019 logró un incremento de tan solo 2.6%, con una importante reducción frente al 5.4% obtenido en el mismo período del año pasado. Para lo que resta del año, anticipamos que este rubro mantendrá una dinámica moderada, en línea con las medidas de austeridad implementadas por la actual administración y su búsqueda de mayor eficiencia en el gasto público. Esperamos que cierre el año con un crecimiento de 2.9%. Para 2020 proyectamos que se mantendrá la tendencia a la desaceleración

▶ Ventas al por menor por durabilidad Acumulado 12 meses



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



Para 2020 proyectamos que la formación bruta de capital continúe su proceso de aceleración y alcance un crecimiento real de 8.3%. Este comportamiento estaría impulsado, en mayor parte, por inversión privada, aunque algún dinamismo se observará en la inversión pública.



> Formación bruta de capital

y su crecimiento descenderá a 2.5%. Este comportamiento estará asociado a la continuidad en las medidas de austeridad, de tal manera que el Gobierno Nacional cumpla con la meta estimada de un déficit fiscal del 2.2% durante el próximo año.

La inversión, en la economía colombiana, tiene tres componentes principales: edificaciones y estructuras (obras civiles), maquinaria y equipo (incluye equipo de transporte), y vivienda, con participaciones en 2018 de 40.3%, 30.3% y 21.9%, respectivamente. Los productos de propiedad intelectual, los recursos

biológicos cultivados y la variación de inventarios también integran la formación bruta de capital, aunque con participaciones más modestas (4.8%, 2.2% y 2.3%, respectivamente).

Durante el primer semestre de 2019, la formación bruta de capital fijo o inversión mostró un buen desempeño y logró un crecimiento de 4.3%, cifra que estuvo muy cercana a duplicar el 2.6% obtenido en el mismo período de 2018. Esto fue posible gracias al comportamiento de la inversión en maquinaria y equipo y en edificaciones y estructuras, con incrementos de 15.2% y 3.3%, respectivamente, y que sirvió para compensar la caída de 8.6% que obtuvo el rubro de vivienda en el mismo período. Nuestras estimaciones para el segundo semestre de 2019 prevén un aumento



promedio de 5.0%, por lo cual este rubro del gasto cerraría el año con un crecimiento real de 4.6%.

Para 2020 proyectamos que la formación bruta de capital continúe su proceso de aceleración y alcance un crecimiento real de 8.3%. Este comportamiento estaría impulsado, en mayor parte, por inversión privada, aunque a diferencia del 2019, algún dinamismo se observará en la inversión pública: el gobierno y el Congreso ya han dado a conocer su intención de que los recursos destinados a la inversión asciendan a COP 47.4 billones, lo que representaría un incremento de 8.2% en términos reales frente al año anterior.

Por parte de la inversión privada, estimamos un crecimiento significativo en lo que resta de 2019 y 2020. Para 2020 se esperan crecimientos significativos en los segmentos de obras civiles, liderado por el programa de concesiones viales 4G, e inversión en maquinaria y equipo, así como una modesta recuperación del sector de construcción de edificaciones. El incremento en la tasa de cambio observado en 2019 tendrá un impacto adverso en la inversión en maquinaria y equipo, que limitará el crecimiento de la inversión total.

PIB POR EL LADO DE LOS SECTORES

Luego de la desaceleración progresiva que experimentó la economía colombiana entre 2015 y 2017, el desempeño de la economía colombiana en 2018 representó el comienzo de una lenta recuperación con base, principalmente, en servicios profesionales, administración pública y defensa, además de comercio, transporte y almacenamiento. En 2019, la economía ha mostrado solidez y el crecimiento económico se ha acelerado en lo corrido del año. Sectores como el de actividades financieras y seguros, comercio, transporte y almacenamiento, y servicios de información y comunicaciones han reportado las dinámicas de crecimiento más activas durante el año. Después de exhibir un crecimiento real de 2.6% en 2018, la economía se expandiría un 3.2% en 2019 y 3.2% nuevamente en 2020, cifras que, si bien se ubican por debajo del crecimiento potencial de la economía colombiana, representan pasos firmes en la consolidación de una recupera-

► Proyecciones PIB por ramas de actividad Variación anual

Variables	2019 (e)	2020 (p)
Agricultura, ganadería y caza	1.9%	2.7%
Explotación minas y canteras	3.0%	2.6%
Industria manufacturera	2.1%	3.9%
Suministro electricidad, gas y agua	2.4%	2.7%
Construcción	-0.3%	6.8%
Comercio, transporte y hoteles	4.5%	4.4%
Información y comunicaciones	3.9%	1.3%
Actividades financieras y de seguros	5.1%	5.2%
Actividades inmobiliarias	3.0%	2.8%
Actividades profesionales, científicas y técnicas	3.0%	2.7%
Admón. pública, educación y salud	3.0%	2.1%
Actividades artísticas y de los hogares	3.4%	3.3%
Producto Interno Bruto	3.2%	3.2%

(e) estimaciones (p): proyecciones

Fuente: DAVIVIENDA | Dirección Ejecutiva Estudios Económicos

ción y posterior estabilización de la actividad económica nacional.

Nuestras proyecciones sugieren que en 2020 los crecimientos de todos los sectores económicos se ubicarán en terreno positivo. El sector de la construcción, a causa principalmente del componente de obras civiles, las actividades financieras y de seguros y el comercio serán los sectores líderes de la economía el próximo año. Sin embargo, al ponderar por su importancia dentro del valor agregado, el líder indiscutible será el sector comercio, pues aportará cerca de 0.8 puntos porcentuales al crecimiento total durante el próximo año.

> Agricultura, ganadería, caza, pesca y silvicultura

Durante el primer semestre de 2019, el sector agropecuario mostró un crecimiento menor que el observado durante 2018. Pese a no haberse presentado un fenómeno climático adverso, los bajos precios de los alimentos durante el año anterior parecen haber reducido el ritmo en las siembras. A esto se sumó el cierre de la principal vía al Llano, lo que parece haber incidido en el desempeño de subsectores como el porcicultor y el avícola. Para la última parte de 2019 es-

peramos una aceleración en la actividad del sector, que permitiría un crecimiento del 1.8% para el año completo.

De acuerdo con nuestras proyecciones, la perspectiva del sector agropecuario para el año 2020 sería más favorable debido, en buena parte, a la continuidad de condiciones climáticas no extremas. Otras razones que también podrían llevar a dicho comportamiento son: i) el aumento de los precios locales de los alimentos en 2019 debería reactivar las siembras; ii) el incremento en la demanda de China, dado el efecto que la peste porcina africana está teniendo en ese país, estimularía la producción del sector porcicultor; iii) la expansión de nuevos mercados internacionales impulsaría la expansión de productos como el aguacate Hass o el cacao. En lo que a café se refiere, se espera que la producción aumente a 14 millones de sacos gracias al buen ritmo en las renovaciones.

> Explotación de minas y canteras

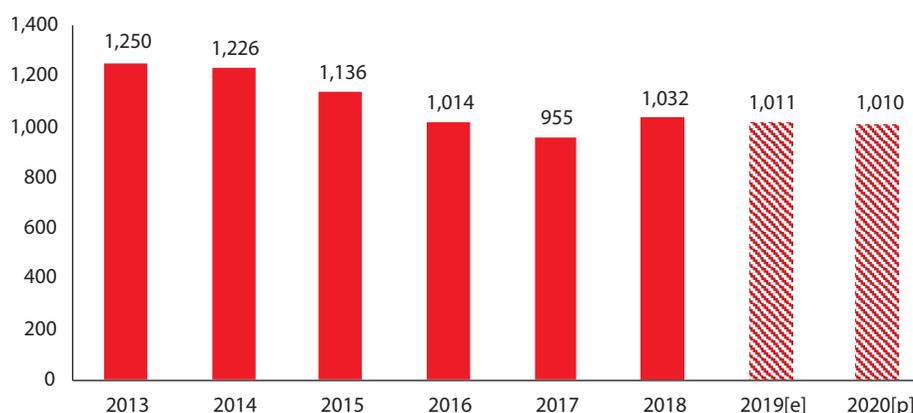
El sector de explotación de minas y canteras registró un desempeño relativamente positivo en el primer semestre de 2019, al expandirse un 3.3%, producto de aumentos sucesivos de 5.3% y 1.2%

en los primeros dos trimestres del año, respectivamente. Con esto, el sector ha alcanzado su mejor primer semestre desde 2013, cuando creció 4.4%.

El comportamiento del sector durante los primeros seis meses del año fue resultado, principalmente, de los siguientes factores: i) el incremento en la producción de petróleo, que pasó de 856 mil barriles diarios (KBD) en la primera mitad de 2018, a 892 KBD en el mismo período del presente año; ii) el aumento significativo en la producción de oro (8.2% en el primer semestre de 2019), a causa de la paulatina entrada en operación de las minas ubicadas en Buriticá, Antioquia; iii) la estabilidad en la dinámica de producción de gas natural que ha logrado ubicar la producción diaria promedio en 1,026 millones de pies cúbicos diarios (MPCD) en el período enero-julio; iv) en contraste, la fuerte caída en la producción de carbón limitó el avance de la explotación minera, sobre todo durante el segundo trimestre del año: de 42.8 millones de toneladas en el primer semestre de 2018, la producción descendió a menos de 40 millones de toneladas en el mismo período de 2019, lo que representó una reducción de 6.9%.

El segundo semestre del año presentaría una ligera desaceleración en el crecimiento de la actividad. Se espera que la producción de petróleo crezca para cerrar el promedio de 2019 en 907.4 KBD, y que la de carbón se recupere y alcance a cerrar 2019 con una producción sobre los 85 millones de toneladas. Adicionalmente, se esperan aumentos en la producción de oro. Sin embargo, se suponen reducciones en la producción de gas natural originadas, sobre todo, en contracciones en pozos de las zonas Costa²⁷ y Aisladas,²⁸ así como descensos significativos en la producción de minerales metálicos diferentes del oro. Todo lo anterior hará que el valor agregado del sector minero crezca 1.4% en el tercer trimestre del año, y 4.0% en el cuarto trimestre, con lo cual el sector

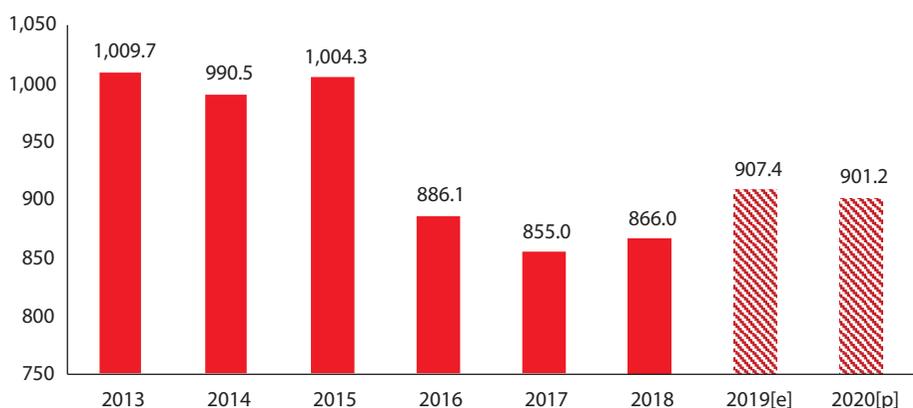
► Producción gas natural Miles de pies cúbicos diarios



[e]: estimado [p]: proyectado

Fuente: Minminas, Concentra y estimaciones DAVIVIENDA | Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos

► Producción petróleo Miles de barriles diarios promedio



[e]: estimado [p]: proyectado

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

alcanzaría una expansión de 3.0% en el total anual, su primera variación positiva para un año completo desde 2013. Para 2020 se espera que el sector continúe creciendo, aunque con una ligera desaceleración y alcance una variación de 2.6% para el año completo. La producción de petróleo en volumen podría experimentar una leve caída hasta los 901.2 KBD, lo que, dada su importancia,

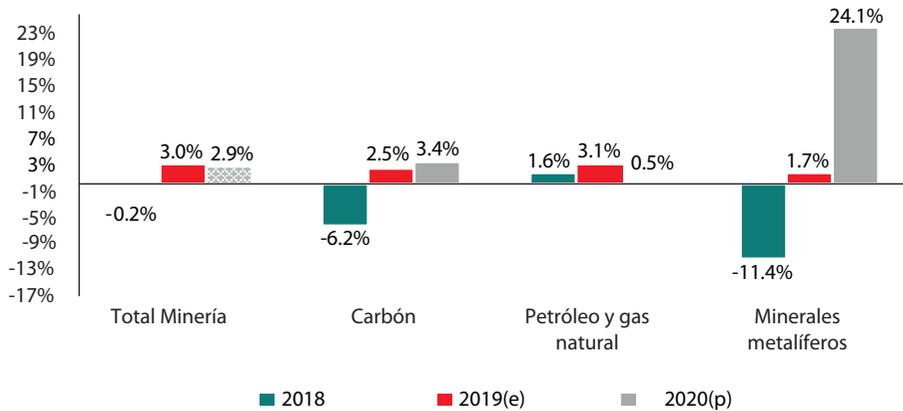
causaría gran parte de esta moderación en el crecimiento del sector. La producción de gas natural, por su parte, se mantendría estable, se sumaría a la contracción en la producción de petróleo y ofrecería una significativa desaceleración en la subrama de petróleo y gas. La dinámica de la producción de carbón en volumen, por su lado, experimentaría una marginal aceleración (cerca de 1.2%

27 Arianna, El Difícil, Güepajé, Katana, Nelson y Palmer.

28 Floreña, Pauto, Rancho Hermoso, Santa Clara, Sardinata y Tenay.



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



[e]: estimación [p]: proyección

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



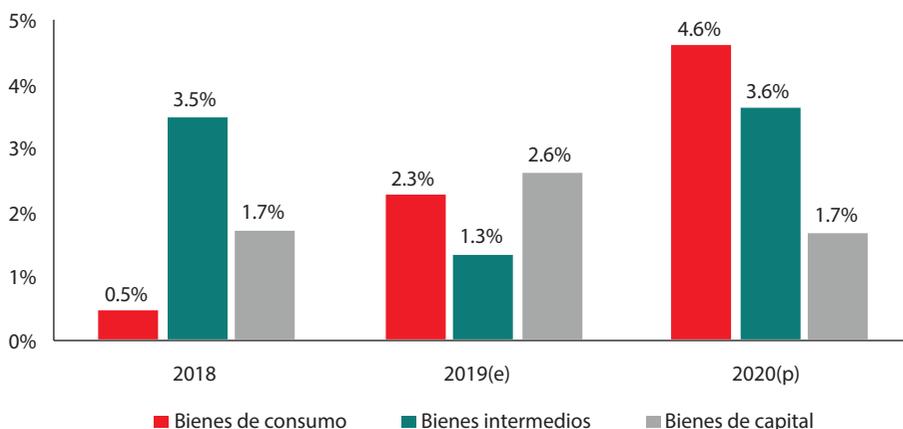
El sector minero contará en 2020 con una gran oportunidad para dar continuidad a la recuperación iniciada en 2019.



frente al 1.0% que se espera en 2019), y la producción de oro aumentaría significativamente por la puesta en marcha de nuevas unidades de explotación en el territorio nacional.

El sector minero contará en 2020 con una gran oportunidad para dar continuidad a la recuperación iniciada en 2019. Por supuesto, existen riesgos asociados al sector que podrían alterar significativamente nuestras proyecciones. Por ejemplo, reducciones en las inversiones en evaluación y exploración de nuevos yacimientos de petróleo y gas, así como descensos en la producción de gas o estancamiento en los nuevos proyectos auríferos podrían moderar los avances del sector. Otros factores que enfrentaría la minería a corto plazo serían: i) la falta de hallazgos en la exploración de nuevas reservas de crudo y otros energéticos; ii) la reactivación de los problemas de orden público que afectan oleoductos y gasoductos; iii) obstáculos legales y oposición de las comunidades a la implementación del *fracking* y a la explotación minera en general; iv) la reducción continuada de la producción de ferróniquel en Montelíbano, Córdoba; v) la incertidumbre por las dificultades de la empresa Cerrejón por cuenta de la supuesta afectación de los recursos hídricos y del medio ambiente en La Guajira.

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



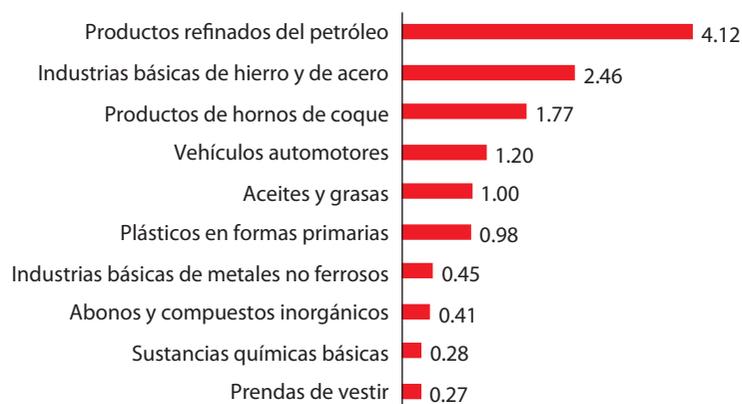
[e]: Estimación [p]: Proyección

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

> **Industria manufacturera**

El año 2019 ha sido relativamente bueno para la producción manufacturera, pues tras haberse expandido en un 1.0% durante la primera mitad de 2018, lo hizo en un 1.8% para igual período del presente año. Esta dinámica obedece, principalmente, al aumento en la producción de bienes de capital (4.6%), seguido de aumentos equivalentes en la producción de bienes intermedios y de consumo (1.6%). Específicamente, el subsector de bebidas, los productos químicos, los productos de papel y cartón, los farmacéuticos y los productos de plástico han sido protagonistas del crecimiento del sector en lo corrido de este año. La refinación de petróleo, por

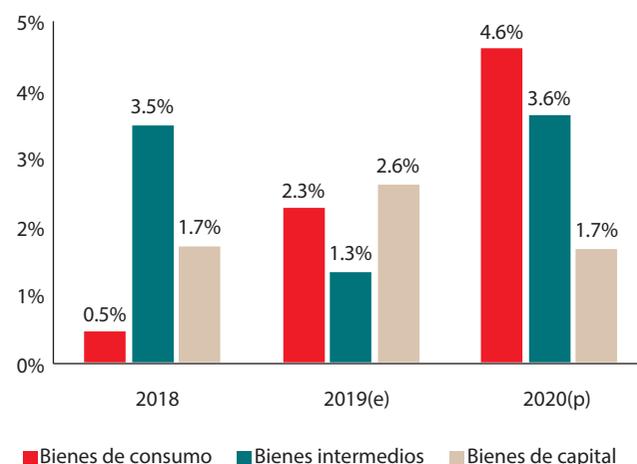
► **Exportaciones de productos industriales, principales contribuciones al crecimiento* (Puntos porcentuales)**



*Enero-Julio 2019

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

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



(e): estimado; (p): proyectado

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

su parte, ha mostrado caídas persistentes desde finales de 2018.

En el segundo semestre del año esperamos que la producción industrial presente una aceleración para cerrar con un crecimiento del 2.1% anual, con una dinámica proveniente, sobre todo, del impulso de los bienes de consumo a causa del progresivo aumento en el consumo privado. Para los bienes de capital y los intermedios, presumimos que se sigan produciendo aumentos, pero cada vez de menor cuantía.

En 2020 proyectamos un crecimiento de la industria del 3.9%, que representa una significativa aceleración frente a lo estimado para 2019 y el crecimiento más alto para la industria desde 2011. Esta proyección se basa en una aceleración de la producción de bienes de consumo y bienes intermedios. La producción de bienes de capital, por otro lado, se desaceleraría a causa del menor crecimiento en las inversiones en maquinaria y equipo locales pues, como ya se dijo, la formación bruta de capital en 2020 será intensiva en bienes de capital importados. El subsector de bebidas presentaría un impulso adicional a causa de la progresiva entrada en operación de las nuevas fábricas de bebidas en los municipios de la zona norte de Bogotá,

así como subsectores industriales productores de equipos eléctricos, maquinaria e insumos para la construcción se beneficiarían de la eventual puesta en marcha de la construcción de la refinería Sebastopol en Puerto Berrío, Antioquia. Adicionalmente, tal como se ha comentado en este documento, se espera que el crecimiento y la demanda mundial se desaceleren en 2020 frente a 2019, lo cual limitaría el crecimiento vía exportaciones. Debemos destacar que el dinamismo de la demanda mundial en meses anteriores ha sido modesto, pues las exportaciones colombianas de productos industriales en lo corrido del año crecieron 1.1% entre enero y julio de 2019, cifra significativamente más baja a la observada en igual período de 2018 (9.7%). Sin embargo, se destacan por su contribución al crecimiento de las exportaciones industriales los refinados del petróleo, los productos de industrias básicas de metales preciosos, los plaguicidas y químicos de uso agropecuario y los productos metálicos para uso estructural.

No obstante, para 2020 existen ciertos riesgos que puede afrontar el sector, dentro de los que podemos mencionar: i) la ocurrencia de algún fenómeno climático extremo que genere distorsiones

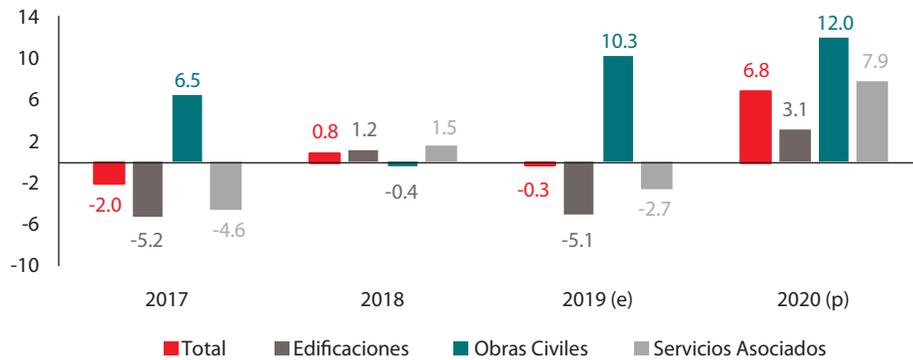
en los precios de los insumos de la manufactura, como materias primas para la agroindustria y la energía eléctrica; ii) un panorama económico exterior con una mayor desaceleración frente a la esperada; iii) un desempeño peor al esperado con respecto a la puesta en marcha de proyectos de inversión de gran envergadura, que involucren al sector manufacturero como proveedor de materias primas y bienes de capital. No obstante, el balance entre oportunidades y riesgos para la industria en 2020 se inclina más hacia los primeros.

> **Construcción**

El sector de construcción está compuesto por tres subsectores: edificaciones, obras civiles y actividades especializadas para la construcción, cuyas participaciones en 2018 fueron 51.5%, 27.7% y 20.4%, respectivamente. En el primer semestre de este año el sector se contrajo en un 2.4% frente a la caída de 0.9% observada en el mismo período de 2018. Este comportamiento fue el resultado, en gran parte, de la importante contracción en el subsector de edificaciones, segmento que, como ya vimos, es mayoritario, y a la caída en las actividades especializadas para la construc-



► **Valor agregado del sector de la construcción**
Var. % anual



[e]: estimación [p]: proyección

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

ción. Dicho retroceso se anticipaba al observar la caída en las ventas de vivienda de los últimos dos años y el deterioro en la actividad del grupo no residencial. Sin embargo, la caída de estos subsectores fue contrarrestada de manera importante por el buen comportamiento de las obras civiles, que alcanzaron un aumento de 11.8% en la primera mitad del año, en especial por los importantes avances en la construcción de carreteras del programa de concesiones viales de cuarta generación (4G).

Nuestros cálculos sugieren una segunda parte del año con un leve crecimiento del sector, que moderaría el retroceso del mismo para el año completo. La tasa de crecimiento del segundo semestre llegaría a 1.4%, para promediar el año en -0.3%. Este comportamiento se sustenta, fundamentalmente, en la moderación en el retroceso de los subsectores de edificaciones y de servicios asociados a la construcción, a pesar de la leve desaceleración que se espera en el crecimiento del subsector de obras civiles.

El subsector de edificaciones, específicamente, registró en el primer semestre de 2019 una fuerte caída, 7.2%. Consideramos que en el segundo semestre seguirá cayendo pero a una menor tasa,

3.0%, con lo cual registraría una disminución del 5.0% en el año completo. El mal comportamiento de las ventas de vivienda nueva, de las licencias de construcción y de las obras nuevas en los últimos 3 años han sido los indicadores detrás de la contracción del sector edificador.

Debido a que cerca del 70% de las ventas de vivienda nueva en Colombia se hace sobre planos, el comportamiento de esta variable es de gran trascendencia para explicar la dinámica futura de la actividad del subsector de edificaciones. Las ventas de vivienda nueva han mitigado su caída en el último año. En efecto, desde el mes de noviembre de 2018 se han observado valores positivos en su crecimiento, con excepción de los meses de febrero, marzo, agosto y septiembre, cuando se observaron decrecimientos. Se resalta que el impulso reciente está explicado, principalmente, por el mejor comportamiento de la vivienda VIS, segmento en el cual se observan los mayores crecimientos desde el año 2017.

Otro indicador que lidera el comportamiento de la actividad edificadora es el crecimiento de los metros cuadrados licenciados. Al respecto hay que destacar que en el primer trimestre del año,

esta variable pasó a terreno positivo con un aumento del 3.7%, aunque en el segundo trimestre pasó otra vez a terreno negativo, con una caída de 7.9%.

Finalmente, las obras nuevas en proceso, que también constituyen un indicador líder de la actividad constructora, continuaron cayendo, aunque moderaron su caída con un decrecimiento en el segundo trimestre del año de 10.3%, presentando esta tendencia desde el cuarto trimestre de 2018. Para el segundo trimestre de 2019, las obras nuevas paralizadas o inactivas mostraron un decrecimiento importante, de 13.8% anual.

Para 2020, nuestra proyección para el sector consolidado es de una expansión real de 6.8%, cifra que representa una notable mejora, teniendo en cuenta su comportamiento en años recientes. Este crecimiento tendrá como cimiento principal el programa de vías 4G, junto con el desarrollo de proyectos relacionados con energía eléctrica y otros energéticos, además de la eventual puesta en marcha de proyectos de infraestructura de tipo urbano relacionados con vías y transporte masivo, incluidas las obras viales en la capital del país. El subsector de obras civiles, en particular, se expandirá un 12.0% el año entrante.

No obstante, será también determinante la recuperación del subsector edificador, que en 2020 se espera registre un crecimiento de 3.1%. Entre las razones para prever un comportamiento positivo se encuentran los programas de vivienda del gobierno y la recuperación gradual de las licencias de construcción y de las ventas de vivienda nueva que se ha observado en los últimos meses.²⁹

Es evidente que en lo corrido de 2019, el desempeño del sector de obras civiles ha sido beneficiado por factores dinamizadores en la marcha del programa 4G: avances en la compra de predios, consolidación de mecanismos de financiación alternativos, mejoramientos en la gestión contractual y en

29 En relación con los programas de vivienda del gobierno, cabe mencionar que se ha implementado el programa Semillero de Propietarios, dirigido a hogares con ingresos inferiores a dos salarios mínimos legales vigentes, en el cual se planea otorgar 40,000 mil subsidios en 2019 y 200,000 mil en el cuatrienio del gobierno actual. Adicionalmente, se tiene programado entregar 100,000 viviendas 100% subsidiadas, 600,000 mejoras de vivienda y 255,000 subsidios de vivienda "Mi Casa Ya".

CONSTRUCCIÓN DE EDIFICACIONES: HACIA UNA MODESTA RECUPERACIÓN EN 2020

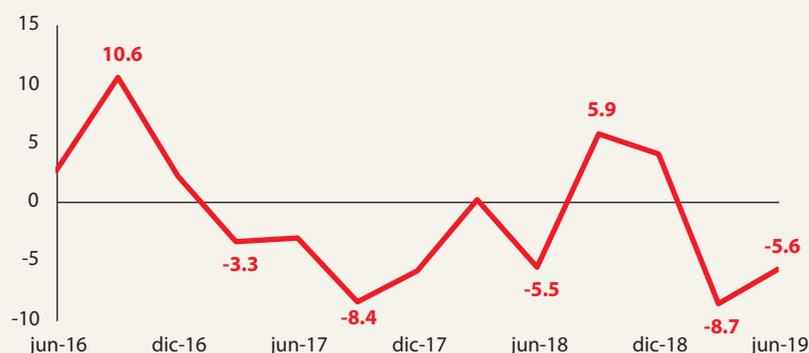
Históricamente, el valor agregado del sector de la construcción, que ha representado cerca del 6.7% del Producto Interno Bruto del país, ha sido considerado uno de los sectores líderes de la economía colombiana, dados los encadenamientos con otras industrias debido a la gran demanda de insumos y la importante generación de empleo.

Con el cambio de año base para la medición del valor agregado de la economía colombiana, el sector de la construcción se dividió en tres ramas: la construcción de obras civiles, las actividades especializadas para la construcción³⁰ y la construcción de edificaciones residenciales y no residenciales, los cuales tienen, en promedio, pesos de 23.8%, 21.3% y 56.9%, respectivamente, sobre el sector.

Desde el año 2006 hasta el año 2016, el subsector de la construcción de edificaciones residenciales y no residenciales presentó tasas de crecimiento promedio del 4.1%; sin embargo, a partir del tercer trimestre de 2016 se observó un fuerte deterioro, que llegó a caídas de 8.7% en el primer trimestre del año 2019. Este mal comportamiento se acentuó debido a la fuerte devaluación del peso colombiano y a las altas tasas de rentabilidad de las inversiones diferentes a la inmobiliaria.



► **Valor agregado del subsector de edificaciones**
Var. % anual



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

30 Actividades especializadas para la construcción de edificaciones y obras de ingeniería civil (alquiler de maquinaria y equipo de construcción con operadores).



► **Índice precios de la vivienda nueva**
Var. % anual



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

Los precios de la vivienda nueva hasta mediados del año 2014 crecieron por encima del 11% anual; sin embargo, a partir de ese período comenzó una moderación de los precios, que llegó al 8% en julio de 2016. Este crecimiento era insostenible a largo plazo y desde el segundo semestre de 2016, los precios han corregido su crecimiento, presentando para julio de 2019 un incremento de 3.3%, lo cual, en términos reales, representó una caída del 0.47% anual.

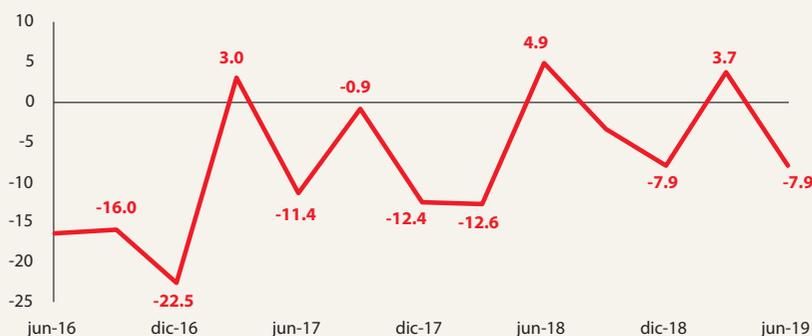
Los metros cuadrados licenciados han sido un indicador líder de la actividad edificadora. Previo a 2016, se observaron tasas de crecimiento promedio de 12%, que se deterioraron en el primer trimestre del año mencionado y presentaron una caída del 25% anual. En trimestres recientes este indicador ha registrado caídas, pero se observa una tendencia a la moderación, paso indispensable para su recuperación paulatina.

Las ventas de vivienda nueva presentaron crecimientos promedio de 9.7% anuales hasta agosto del año 2016; a partir de este período se observó un decaimiento de la tasa de crecimiento anual, hasta llegar a su máxima caída en el mes de mayo de 2017, con un decrecimiento de 18.6%. Desde el último trimestre del año 2018 estas ventas muestran una leve recuperación al pasar a terreno positivo, con excepción del segundo, tercero, octavo y noveno mes del año 2019, cuando se observaron caídas.

En lo corrido de 2019, hasta septiembre, el crecimiento de las ventas reales de vivienda ha descendido 2.7%, lo que contrasta favorablemente con la caída de 10.2% observada en el mismo período de 2018. Cabe resaltar que las ventas de vivienda VIS presentan, en el mes de septiembre, su máximo crecimiento desde el año 2017, con un incremento de 28.6% anual.

Adicionalmente, en lo corrido del año, este tipo de vivienda ha aumentado sus ventas en un 10.2%, en contraste con una caída de 2.2% en 2018. Por su parte, la vivienda no VIS, que representa el 75% de las ventas de vivienda nueva, está en proceso de recuperación y presenta una caída de 6.7% en lo corrido del año 2019, frente a una caída de 12.4% en el mismo período de 2018. En unidades, en lo corrido del año se presentó un crecimiento de 4.1% frente a una caída de 3.3% en el mis-

► **Metros cuadrados licenciados para construcción**



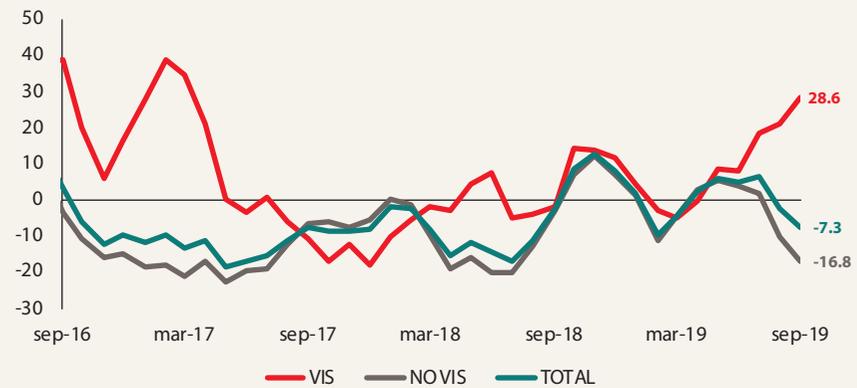
Fuente: DANE-ELIC y estimaciones DAVIVIENDA | Dirección de Estudios Económicos

mo período del año 2018. Las obras en proceso presentaron un deterioro a partir del tercer trimestre de 2016, cuando su tendencia positiva y estable pasó a crecimientos muy modestos o incluso negativos, para llegar a su mayor caída, con un 15.32% anual, en el cuarto trimestre de 2018. Al observar el comportamiento por ciudad y rangos de crecimiento que se muestra en el mapa de calor, se evidencia que a partir del cuarto trimestre de 2016 la cantidad de ciudades ubicadas en la escala inferior de crecimiento (caídas superiores a 14.5%) aumentó rápidamente, para llegar a su máximo entre el tercer trimestre de 2018 y el primer trimestre de 2019. De la misma manera, las ciudades que se ubicaron en el rango máximo de crecimiento (crecimientos superiores al 20%) decrecieron paulatinamente ubicándose en cero ciudades desde el segundo trimestre de 2018. A pesar de esto, el mapa muestra una mejora progresiva en los últimos trimestres.

Así mismo, las obras nuevas se deterioraron y alcanzaron una caída del 21.9% en el segundo trimestre de 2018. En 2019 se ha observado una leve recuperación, con un crecimiento de 2.6% en el primer trimestre y una caída de 1.9% en el segundo. Por su lado, las obras culminadas presentaron crecimientos promedio de 9.3% previo a 2016 y se deterioraron hasta alcanzar su caída más pronunciada en diciembre de 2017, con 18.35%. A pesar de esto, en el año corrido se observa una leve mejora de los indicadores mencionados, que se espera continúe a lo largo de 2019.

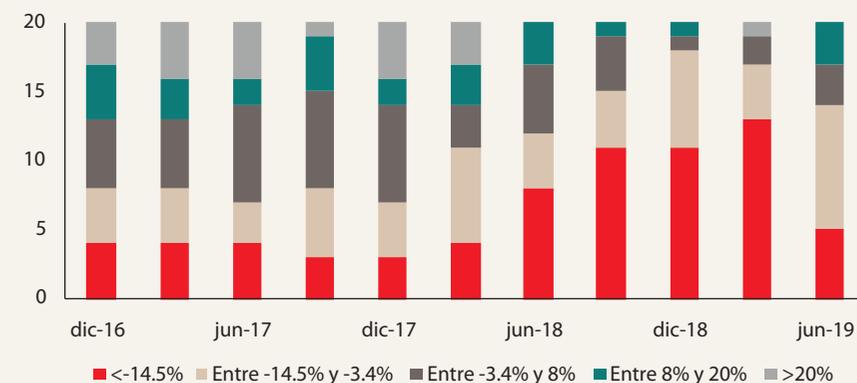
Con lo anterior se observa que el sector ha venido ajustándose y muestra síntomas de estabilizar su caída, por lo cual, nuestra perspectiva para el año completo 2019 muestra una caída del 5.0%. Para 2020, dado que tanto las ventas como las licencias han mejorado este año, se espera un crecimiento del 3.1%.

► **Ventas reales de vivienda nueva - seis ciudades**
Var. % anual MA3



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

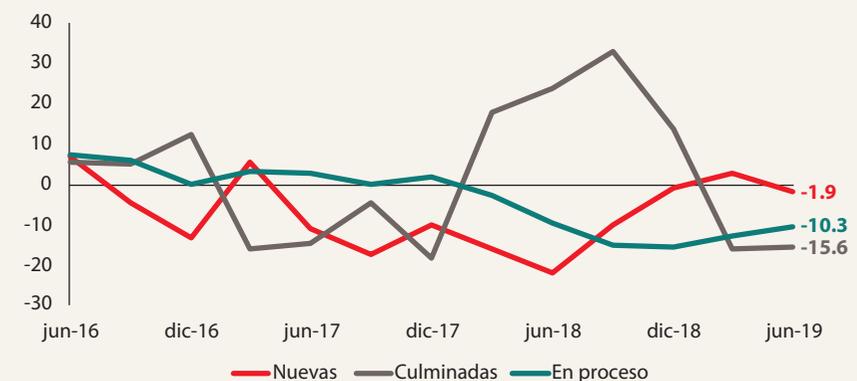
► **Mapa de calor áreas en proceso**
Número de ciudades por rango*



* Los rangos están representados en variaciones porcentuales anuales de los metros cuadrados en proceso.

Fuente: Dane CEED y Cálculos DAVIVIENDA | Dir. Ejecutiva de Estudios Económicos

► **Censo de Edificaciones - Metros cuadrados**
Var. % anual



* Los rangos están representados en variaciones porcentuales anuales de los metros cuadrados en proceso.

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



procesos involucrados en la etapa de preconstrucción. Adicionalmente, al ser 2019 el último año de los gobiernos locales y regionales, se han puesto en marcha importantes proyectos de infraestructura para concluir la gestión de los gobernantes y, algunos de estos, tendrán continuidad en 2020, con lo que se espera que la dinámica en las obras civiles se mantenga. Sin embargo, cualquier inconveniente en los cierres financieros, en la gestión contractual, en la seguridad jurídica o en el desarrollo de obras por cambio de gobiernos locales y regionales podría poner en riesgo nuestra proyección para este subsector.

En el subsector edificador, un riesgo latente es la acumulación de inventarios por el crecimiento de oferta de vivienda terminada, especialmente en vivienda No VIS, lo cual, en caso de no corregir su tendencia, podría generar contrapeso a las estimaciones de crecimiento del subsector que presentamos aquí.

> Comercio, transporte y hoteles

En los primeros seis meses de 2019, el sector de comercio, reparación, alojamiento y transporte ha experimentado una dinámica sólida y positiva en todos sus subsectores. Las ventas del comercio al por mayor y al por menor, junto con la reparación de automotores y motocicletas representaron el 48.3% del valor agregado de esta gran rama de la producción en el primer semestre del año, mientras que los servicios de transporte y almacenamiento agruparon el 30.2%, y los servicios de alojamiento y alimentación concentraron el 21.5% restante. Estos subsectores alcanzaron en el primer semestre del año variaciones reales anuales respectivas de 4.6%, 3.8% y 4.9%, mientras que en el consolidado, esta gran rama creció 4.4%. Vale la pena destacar que este sector tiene una muy buena relación a largo plazo con el desempeño del consumo de los hogares.

El segundo semestre del año traería una ligera aceleración para el sector, con un crecimiento real de 4.6%, por lo cual alcanzaría una variación de 4.5% para el año completo, un avance importante dado el 3.3% que obtuvo en 2018, teniendo en cuenta que en 2019 no se llevará a cabo el Salón Internacional del Automóvil de Bogotá, evento bial que suele inducir un muy importante efecto dinamizador sobre la actividad comercial. Nuestras proyecciones indican que 2020 tendría un crecimiento muy similar al de 2019, situado en el orden del 4.4%. Este desempeño estaría fundamentado, principalmente, en unas condiciones macroeconómicas que permitirían mantener el gasto de los hogares, tanto en bienes como en servicios de turismo, alimentación y transporte, en niveles aceptables. La presencia permanente de ofertas y promociones en lo corrido de 2019, así como el continuo crecimiento del comercio electrónico, han inducido cambios profundos en los patrones de consumo de los hogares, lo



que ha dinamizado las ventas de todo tipo de bienes. Precisamente, las aplicaciones móviles para solicitar mercado, así como los domicilios de alimentos preparados y demás se han hecho cada vez más populares y han estimulado el consumo de los hogares mediante programas de fidelización y campañas promocionales, tendencia que continuaría en 2020 y que se extiende también al consumo de servicios.

Sin embargo, existen varios factores de riesgo para el desempeño del sector durante el próximo año. La tasa de cambio, que ha continuado elevándose de manera significativa a lo largo del año, ofrecería unas condiciones relativamente poco atractivas, sobre todo, para el consumo de bienes durables que son, en su mayoría, importados. Pese a lo anterior, podría contribuir positivamente al turismo de extranjeros no residentes, lo que dinamizaría no solo las actividades de alojamiento y alimentación, sino los servicios de transporte.

> Información y comunicaciones

En los primeros seis meses de 2019, los servicios relacionados con información y comunicaciones alcanzaron una variación real anual de 4.0%, a causa principalmente del gran dinamismo de la producción de cine y televisión, y del desarrollo de sistemas informáticos y procesamiento de datos.

El segundo semestre del año traería para el sector una leve desaceleración con respecto al primer semestre, al registrar un crecimiento de 3.8%, con lo cual la variación para el año completo se ubicaría en 3.9%. Esta situación se presentará a causa, parcialmente, del efecto rezagado del aumento en la tasa de cambio en lo corrido del año, que es perjudicial para el desarrollo de actividades intensivas en bienes de capital importados, como el procesamiento de datos y las telecomunicaciones. De todos modos, esta desaceleración será leve.

Consideramos que para 2020 el sector continuará con problemas para su crecimiento, por lo que alcanzaría un aumen-

“

En los primeros seis meses de 2019, los servicios relacionados con información y comunicaciones alcanzaron una variación real anual de 4.0%, a causa principalmente del gran dinamismo de la producción de cine y televisión, y del desarrollo de sistemas informáticos y procesamiento de datos.

”

to de tan solo 1.3%. Dichos problemas son numerosos y afectan de manera mayoritaria al subsector de telecomunicaciones. Entre ellos se encuentran: i) limitaciones en el flujo de ingresos fijos para los operadores, por cuenta tanto de la intensificación de la competencia en el mercado de internet móvil, como de la baja penetración de usuarios en planes postpago (cerca al 20%); ii) la eliminación de las cláusulas de permanencia limitó las ventas de equipos móviles por parte de los operadores, a causa de no poder ofrecer precios diferentes a otros canales de comercialización; iii) la eliminación de la portabilidad numérica hizo más fácil cambiar de operador para el usuario, aumentó la competencia y redujo los márgenes de las empresas operadoras.

Por su parte, los servicios de telefonía e internet móvil continuarán creciendo a tasas positivas pero más bajas y los servicios vía *streaming*, aunque tienen un rol en contra de la televisión por suscripción, continuarán generando crecimiento en los usuarios de internet, tanto fijo como móvil. De nuevo, la competencia en el sector ha reducido los precios y, por ende, el valor agregado y el margen: hay crecimiento, pero cada vez menor. Respecto a los demás subsectores, la continuidad o eventual profundización en la crisis de los canales de televisión nacionales y los medios de comunicación tradicionales también sería responsable de la desaceleración en el valor agregado del sector.

> Actividades financieras y de seguros

Durante el primer semestre de 2019, las actividades financieras y de seguros presentaron un mejor crecimiento que el registrado en igual período de 2018 (5.0% vs. 4.1%). A diferencia de 2018, durante este año los bancos comerciales no tuvieron que aumentar las provisiones, lo cual permitió la expansión del crédito. Particularmente, en las carteras comercial y de consumo, que son las de mayor participación, se observó una recuperación importante en la primera mitad del año, mientras que la cartera de vivienda continuó lastrada por el efecto rezagado del ciclo económico.

Para el cierre del año nuestros estimativos sugieren que la tasa de crecimiento anual del valor agregado del sector financiero y de seguros se ubicará en 5.0%, variación considerablemente mayor a la observada al cierre de 2018 (3.3%). Es importante destacar que este desempeño sería mayor al del total de la economía.

El panorama que proyectamos para el año 2020 evidencia la continuación de una buena dinámica del sector financiero, apoyado por la expansión de la cartera de créditos, incluida una recuperación de la cartera de vivienda. De esta forma, esperamos que al finalizar 2020 el sector financiero haya crecido 5.2%.



El principal determinante de las variaciones diarias de la tasa de cambio continúa siendo la apreciación o depreciación del dólar a escala mundial.



> Actividades inmobiliarias

El crecimiento del sector inmobiliario se ha mostrado estable alrededor de una tasa de crecimiento promedio anual de 3.2% desde el año 2006, con una leve desaceleración en el año 2018, cuando se registró un crecimiento de 2.0% anual. Sin embargo, las actividades inmobiliarias en el primer semestre del año 2019 presentaron una aceleración al registrar un crecimiento de 3.1%, comportamiento que según nuestras estimaciones será levemente superior al del segundo semestre del año. Para 2020 proyectamos una tasa de crecimiento del valor agregado del sector inmobiliario de 2.8%, levemente inferior a la estimada para el año precedente, de 2.9%.

> Administración pública, educación y salud

Durante el primer semestre del año, las actividades del sector presentaron crecimientos similares a los registrados en el mismo período de 2018, con la única excepción del subsector de administración pública y defensa, cuyo crecimiento (en el segundo trimestre) pasó de 5.5% a 1.2% en 2019. El menor dinamismo de esta actividad se debió, en parte, a la caída presentada en el consumo del gobierno debido a las restricciones fiscales del Gobierno Nacional. Por otro lado, los buenos resultados de las actividades de educación y salud fueron impulsados por los incrementos observados en el consumo de los hogares. En parte, estos comportamientos se deben a los efectos de una mejora en el crecimiento

económico respecto al año anterior, lo cual impulsó la demanda por los bienes y servicios de estas actividades.

Durante lo restante del año esperamos que el crecimiento del sector pierda dinamismo debido a la desaceleración prevista en el consumo del gobierno, para llegar a un crecimiento de tan solo 1.7% en el último trimestre (3.7% en 2018). El promedio del crecimiento durante el año sería de 3.0%, lo que representa una caída frente al 4.2% observado en 2018.

Para 2020, en la medida en que esperamos que tanto el crecimiento del consumo del gobierno como el de los hogares se modere, estimamos que el sector crezca 2.1%, aún menor que lo observado en 2019.

VI. TASA DE CAMBIO

En lo corrido de 2019 hasta mediados de octubre, la cotización promedio del dólar norteamericano en nuestro país alcanzó COP 3,250, cifra 9.9% más alta que el promedio de COP 2,956 alcanzado en 2018. La presión sobre el peso colombiano, bastante fuerte durante el año, llevó a las cotizaciones más altas en la historia del país, inicialmente el 4 de junio (COP 3,377) y posteriormente el 6 de septiembre (COP 3,459), el 29 de agosto (COP 3,477) y el 3 de octubre (COP 3,497).

En documentos de años anteriores hemos comentado que las variaciones diarias de la tasa de cambio en Colombia están relacionadas con tres factores principales: la apreciación o depreciación del dólar frente al resto de monedas del mundo, las variaciones en el precio del petróleo y las variaciones de mercado en el riesgo país (Embis o CDS). Una reestimación de los modelos econométricos de tasa de cambio con información de 2019 sugiere que el principal determinante continúa siendo la

apreciación o depreciación del dólar a escala mundial. Un modelo que incorpore estos tres factores (con sus rezagos) explica, sin embargo, solo el 55% de las fluctuaciones de la tasa de cambio. Muchos otros elementos, en especial los movimientos de divisas que hacen grandes agentes del mercado, relacionados con el manejo de deuda, reasignación de portafolios o reintegro de divisas por operaciones de comercio exterior, explican también las fluctuaciones del dólar.

Las variaciones de mediano plazo en la tasa de cambio están relacionadas con otros factores, entre los que sobresalen el déficit en cuenta corriente y la entrada o salida de capitales del exterior. En relación con el déficit en la cuenta corriente, es importante mencionar que su tamaño ha venido aumentando como consecuencia del pobre desempeño de las exportaciones y a un repunte de las importaciones, en especial el aumento de la inversión en maquinaria y equipo.

En lo que a cuenta de capital se refiere, según las cifras de la balanza cambiaria, en lo corrido de 2019 hasta septiembre, los ingresos por inversión extranjera son los más bajos registrados en los últimos cuatro años. En efecto, el acumulado asciende a USD 6,772 millones frente a USD 8,087 millones en 2018, y más de USD 10,000 millones en 2017 y 2016. El elemento que explica este cambio de tendencia se origina en la inversión extranjera neta de portafolio, rubro de la cuenta de capital que, además de haber tenido un comportamiento bien distinto frente al pasado reciente, también presenta un patrón diferente al observado en otros países emergentes. En efecto, en el acumulado del año, el país registra una salida de USD 390 millones frente a los ingresos de USD 1,587 observados en 2018 y los más de USD 4,000 en 2016. La inversión extranjera directa neta registra, por el contrario, ingresos muy similares a los observados el año anterior.

Precisamente relacionado con la inversión de portafolio a países emergentes, el IFI reporta que a septiembre de este año, estos países habían recibido USD 227,828 millones, monto superior al registrado en 2018, cuando había ascendido a USD 162,842.

¿Por qué nuestro país registra en 2019 salidas netas de inversión extranjera de portafolio? La respuesta a esta pregunta involucra muchos aspectos, que presentaremos a continuación: i) entre 2014 y 2018

el país recibió cerca de USD 28,500 millones de inversión de portafolio. Las estadísticas del Ministerio de Hacienda indican que los extranjeros poseen cerca del 30% del saldo de TES tasa fija en Colombia. Esta cifra es ya relativamente alta y sugiere que, desde el punto de vista de los administradores de portafolio a escala internacional, era difícil esperar mayores exposiciones de capital del exterior en nuestro país; ii) como se ha comentado en la introducción de este documento, uno de los factores que continúa generando incertidumbre es la falta de certeza sobre la sostenibilidad fiscal. Esta incertidumbre proviene no solo del menor alcance de la Ley de Financiamiento, hecho que hemos destacado profusamente, sino de la expectativa que se tuvo durante buena parte del año en relación con las demandas de inexistencia de esta norma. Adicionalmente, vale la pena recordar aquí que una de las calificatorias de riesgo tiene *outlook* negativo para la calificación de riesgo soberano; iii) desde el punto de vista de la composición de la inversión, se sabe que la diversificación de los inversionistas que llegan al país es un tema que las autoridades económicas deben continuar trabajando de tal manera que se evite, por la excesiva concentración, que las decisiones particulares de un fondo puedan llegar a tener impactos agregados significativos.

Para 2020 consideramos que la tasa de cambio en Colombia podría tener una moderada apreciación frente al promedio de la segunda mitad de 2019, que anticipamos será de COP 3,371. Teniendo en cuenta esto, estimamos que la tasa promedio en 2020 aumentará a COP 3,320, lo que implica un leve incremento (0.9%) en comparación con la esperada para 2019. Esta situación se registraría en consideración a que prevemos una disminución pequeña en el déficit en cuenta corriente y a que una mayor reducción en las tasas de interés externas que en las internas generaría un diferencial de tasas de interés que favorecería la inversión de portafolio en nuestro país.

Sin embargo, es necesario destacar que esta proyección tiene detrás dos supuestos importantes: i) no se registraría una recesión en Estados Unidos; ii) el Gobierno Nacional será capaz de sortear las contingencias fiscales de manera adecuada. Esto implica que los fallos de las Cortes en torno a la Ley de Financiamiento tendrían impactos limitados



y que el gobierno hará las reestructuraciones de la deuda y los recortes de gasto sin mayores inconvenientes.

Es apenas natural que si se presentara una recesión en Estados Unidos, se esperaría la presencia de dos momentos claramente diferenciados. En una primera instancia, el precio del dólar debería subir en consideración al impacto negativo de la menor demanda de este país sobre los precios de las materias primas, en particular del petróleo. En segundo lugar, el precio del dólar se moderaría en atención a dos fenómenos: con una alta probabilidad, la tasa de política monetaria en Estados Unidos caería, lo que propiciaría flujos de capital a países emergentes y, además, disminuiría el crecimiento de la demanda por importaciones en nuestro país, como resultado del menor crecimiento económico. Estos dos efectos permitirían una apreciación de la tasa de cambio que debería compensar, en parte, la devaluación inicial.

VII. POLÍTICA MONETARIA

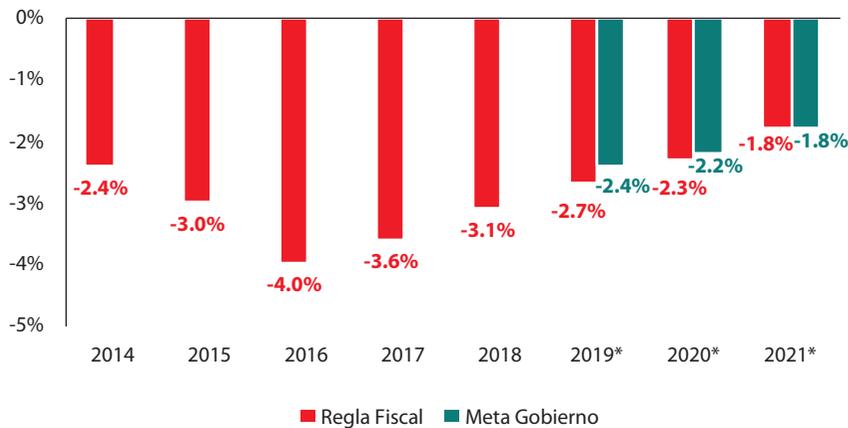
La tasa de política monetaria del Banco de la República es, sin duda, el factor determinante más importante de las tasas de interés pasivas del sistema financiero colombiano. Su influencia sobre la evolución de las tasas IBR y DTF resulta incuestionable.

Desde abril de 2018, la tasa de política monetaria se ha mantenido constante, con lo que se constituye el período más largo de invariabilidad de la tasa desde la adopción del esquema de inflación objetivo. Esta inusual circunstancia ha sido favorecida por una inflación bajo control y un crecimiento de la economía que se ha acercado cada vez más al crecimiento del PIB potencial.

Para 2020 esperamos que la tasa de interés siga estable por un buen tiempo, en la medida en que la inflación, aunque ha sorprendido al alza en el pasado mes de septiembre, no debería amenazar el cumplimiento de la



► Balance fiscal % PIB



* Proyecciones

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

meta de inflación. Confiamos que en la segunda mitad del año la tasa de intervención pueda ajustarse moderadamente a la baja en la medida en que la inflación retome una tendencia más contundente a la baja.

Es importante señalar que en el escenario que hemos supuesto, caracterizado por la ausencia de una recesión en Estados Unidos, no es viable esperar reducciones agresivas en las tasas de interés en nuestro país, por cuanto el tamaño del déficit en cuenta corriente sigue siendo alto y es necesario evitar que la política monetaria propicie el ensanchamiento de ese desequilibrio. En estas circunstancias, esperamos una reducción de la tasa cercana a 0.25 puntos porcentuales, que debería llevarse a cabo en la segunda parte del año 2020.

VIII. FINANZAS PÚBLICAS

A lo largo de los últimos dos años hemos podido observar un mejoramiento en el balance fiscal del país, cuyo déficit pasó de 4.0% del PIB en 2016 a 3.1% del PIB en 2018, en línea con la senda establecida por la regla fiscal. Continuando con esta misma tendencia, para 2019 se propuso como meta del Gobierno Nacional Central (GNC) un déficit fiscal del

2.4% del PIB, que muestra una reducción de 0.7% frente al año anterior.

Aquí es importante recordar que, en el primer trimestre del año, el Comité Consultivo de la Regla Fiscal hizo la actualización de los parámetros que permiten determinar el déficit fiscal permisible para los próximos años. Como resultado de este proceso, se dio a conocer que el balance permitido para este año equivale a 2.2% del PIB, pero al evaluar el impacto del gasto público destinado a la atención de la población migrante proveniente de Venezuela, se consideró necesario ampliar dicho balance a 2.7% del PIB. A pesar de esto, el gobierno decidió enviar un mensaje tranquilizador al reafirmar su disposición de cumplir con una meta del 2.4% de déficit.

La significativa reducción del déficit fiscal resulta de un crecimiento nominal proyectado de 15.6% en los ingresos del gobierno, que se fundamenta en tres aspectos principales: el mayor crecimiento que se estima logrará la economía colombiana en comparación con los años anteriores; la entrada en vigencia de Ley de Financiamiento, aprobada a finales de 2018, y la recuperación de la dinámica de la industria petrolera, cuyos mejores resultados representan mayores ingresos para la Nación por concepto de dividendos. De acuerdo

con las estadísticas disponibles a la fecha, en los primeros tres trimestres del año los ingresos brutos por pago de impuestos ascendieron a COP 123.45 billones, mostrando un crecimiento del 11.6% frente al mismo período del año anterior, y de los cuales COP 9.1 billones³¹ provienen de las acciones de la administración para prevenir la evasión y gestionar la cartera vencida.³² Junto a esto debemos contemplar otros ingresos como, por ejemplo, COP 1.1 billones, por concepto del beneficio de normalización de activos en el exterior y pasivos inexistentes, y COP 8.1 billones que corresponden a dividendos por la participación del Estado en Ecopetrol. En lo que a gastos se refiere, se ha proyectado un incremento nominal de 10.0%, que responde principalmente al aumento nominal de 21.5% de la inversión, que después de haber registrado una caída nominal de 2.3% se convirtió en el rubro de mayor crecimiento dentro de los gastos totales del GNC.

Para el año 2020, el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) planteó un déficit fiscal de 2.2% como meta para el GNC, derivado de incrementos nominales de 6.5% y 5.8% en los ingresos y egresos, respectivamente, los cuales muestran una desaceleración de su dinámica en comparación con el año anterior. De acuerdo con esto, la administración puso a consideración del Congreso un proyecto de presupuesto por COP 271.7 billones, el cual muestra un aumento de 9% frente al año 2019³³ y cuyo monto global ya fue aprobado en la primera mitad de septiembre. Teniendo en cuenta lo anterior, y el hecho de que para la financiación del presupuesto se requerirán COP 47 billones por concepto de créditos (COP 37.1 billones internos y COP 10.5 billones externos), el gobierno espera que su deuda llegue a representar el 49.9% del PIB al cierre del año, con una reducción frente al 51.5% del año anterior.

A pesar de que el ajuste fiscal que se deriva de las metas propuestas para el año 2020 resulta ser moderado, varios factores tienen el potencial para dificultar su cumplimiento. Dado que no tenemos certeza sobre la materialización de estos aspectos, hemos decidido presentarlos como los desafíos fiscales que enfrenta la economía colombiana.

31 Esta cifra no incluye el recaudo por concepto del beneficio de normalización de pasivos inexistentes y activos en el exterior.

32 Recuperado de https://www.dian.gov.co/Prensa/ComunicadosPrensa/133_En_septiembre_recaudo_bruto_de_impuestos_Nacionales_crecio_18_2.zip

33 La variación presentada se estima descontando los COP 10 billones congelados para la vigencia 2019.

► **Balance fiscal Gobierno Nacional Central**

	2019*	2020*	2019*	2019*	Var % Anual
	\$ Billones		% PIB		20 / 19
Ingresos Totales	172.6	183.8	16.6	16.5	6.5
Tributarios	148.5	158.5	14.3	14.2	6.8
No Tributarios	0.8	0.8	0.1	0.1	5.4
Fondos Especiales	1.6	1.6	0.2	0.1	3.0
Recursos de Capital	21.7	22.8	2.1	2	5.0
Gastos Totales	197.5	208.9	19.0	18.7	5.8
Intereses	31.1	33.4	3	3	7.4
Funcionamiento + Inversión	166.4	175.5	16.0	15.7	5.4
Balance Total	-24.9	-21.1	-2.4	-2.2	

* Cifras proyectadas

Fuente: Ministerio Hacienda, MFMP 2019

“

En 2020, el gobierno espera que su deuda llegue a representar el 49.9% del PIB al cierre del año, con una reducción frente al 51.5% del año anterior.

”



DESAFÍOS FISCALES PARA COLOMBIA

A pesar de que la reducción propuesta del déficit fiscal para 2020 es moderada, existe una serie de factores de incertidumbre que podrían llegar a obstaculizar su cumplimiento y afectar de forma importante la salud de las finanzas públicas. A continuación presentamos un breve análisis de cada uno de estos factores.

A. Ley de Financiamiento

A finales del año 2018, el Congreso de la República aprobó la Ley de Financiamiento con la que se generaron cerca de COP 7.5 billones para la financiación del presupuesto de la vigencia 2019 y se implementaron cambios en materia tributaria, los cuales comenzaron a regir el 1 de enero de 2019. En la actualidad existen varios factores de incertidumbre relacionados con esta ley, que consideramos son los de mayor importancia de cara a la salud de las finanzas públicas.

Demandas ante la Corte Constitucional

El estudio y la posterior aprobación de esta ley generó inconformidad en varios sectores y agentes de la economía, lo que se tradujo en la radicación de aproximadamente 24 demandas en busca de la declaración de inconstitucionalidad total o parcial de la norma por temas de trámites durante su paso en el Congreso o por violación de principios constitucionales. Al respecto, el 16 de octubre la Corte Constitucional, en un fallo de inexecutable sin antecedentes en nuestro país, dio a conocer las siguientes decisiones:³⁴

1. Declarar la inexecutable de la Ley 1943 de 2018³⁵ por vicios de procedimiento en su formación, con efectos a partir del 1 de enero de 2020 a fin de que el Congreso expida el régimen que ratifique, modifique, derogue o subroge los contenidos de la ley mencionada.

2. Los efectos del fallo producido solo se producirán a futuro y, en consecuencia, en ningún caso afectarán las situaciones jurídicas consolidadas de forma anterior a su notificación.
3. En caso de que a 31 de diciembre de 2019 no se hubiese promulgado ni publicado una nueva ley, se dispondrá la reviviscencia de manera simultánea de las normas derogadas o modificadas con el fin de que las normas reincorporadas rijan para el período fiscal desde el 1 de enero de 2020 en adelante.

A la luz de estas decisiones, el gobierno no demoró en pronunciarse, indicando que pondrá a consideración del Congreso un nuevo proyecto de ley que recoja las mismas disposiciones contenidas en la Ley de Financiamiento, con mensaje de urgencia para garantizar su trámite antes del cierre del año.

En estas circunstancias, quedamos a la espera del resultado que tenga el trámite del nuevo proyecto de ley. Sin embargo, debemos señalar que la “deliberación racional” por parte del Congreso a la cual aspira la Corte, y el debate que debe cumplirse en el trámite de las normas en el Congreso, pueden generar la incorporación de nuevos cambios en la normatividad tributaria. Esta situación tiene el potencial de afectar la percepción sobre la seguridad jurídica y la confianza de los inversionistas (locales e internacionales) en nuestro país, elementos fundamentales para que el gobierno pueda obtener recursos de financiación en los mercados de valores.

Recaudo producido por la ley

En el punto anterior mencionamos que la Corte Constitucional decidió que los efectos del fallo proferido solo se producirán a futuro y afectarán la vigencia fiscal 2020. Teniendo en cuenta esto, y después de que la Ley de Financiamiento ha tenido nueve meses de

34 Tomado de las declaraciones ofrecidas por la presidente de la Corte Constitucional, Gloria Stella Ortiz, en la rueda de prensa emitida el 16 de octubre de 2019.

35 La Corte Constitucional hizo la salvedad de que se declaró inexecutable para tomar decisiones sobre el párrafo 3 del artículo 50, artículo 110, artículo 114 y artículo 115 de la ley demandada, ya que estos artículos habían sido derogados y, en consecuencia, no tenían efectos jurídicos.

vigencia, surge la pregunta: ¿las medidas que fueron adoptadas están generando los ingresos esperados?

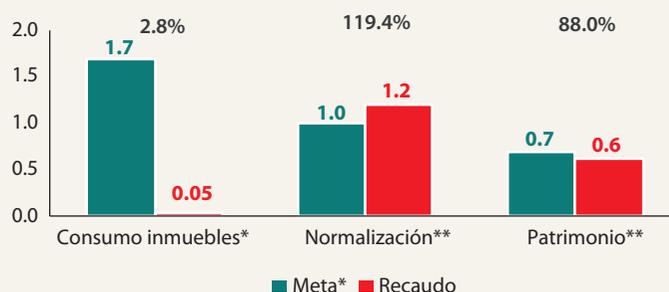
Los resultados que logramos obtener son mixtos. De acuerdo con las estadísticas que publica la DIAN, en lo corrido del año se recaudaron COP 0.05 billones³⁶ y COP 0.62 billones³⁷ por concepto de impuestos al consumo de inmuebles e impuesto al patrimonio, respectivamente. Como se puede observar en la gráfica, estos dos tributos muestran resultados diferentes. En el caso del impuesto al consumo observamos un pobre desempeño, el cual tan solo representa el 2.8% de los ingresos que se estimó podría generar en el año 2019. Por su parte, el impuesto al patrimonio muestra un recaudo que equivale al 88% de las expectativas, pero hay que tener en cuenta que ya se cumplieron los plazos para el pago de la segunda cuota programada en el año. Adicional a esto, conocemos que el beneficio para normalizar pasivos inexistentes y activos en el exterior generó un recaudo por COP 1.2 billones, que equivale al 119.4% de la meta establecida. Por otra parte, la DIAN dio a conocer que 8,050 contribuyentes decidieron inscribirse como contribuyentes del Régimen simple y comenzaron a realizar los pagos de los anticipos bimestrales en el mes de septiembre.

Impactos de la reducción de tarifas

Con la Ley de Financiamiento se introdujeron cambios en materia fiscal en busca de promover la competitividad y simplificar los trámites tributarios. Algunos de estos cambios disminuyen los recursos que recibe el gobierno y en la medida en que no sean reemplazados de manera oportuna, tienen el potencial de afectar la salud de las finanzas públicas.

En el siguiente cuadro presentamos un resumen de los efectos que estimamos hubiesen tenido las medidas contempladas en la Ley de Financiamiento, se-

► Tributos creados con la Ley de Financiamiento Recaudo COP bn



* Cifras corte agosto. ** Cifras corte septiembre

Fuente: DIAN y exposición de motivos proyecto de Ley de Financiamiento.

parando aquellos que afectarán de manera positiva y negativa el recaudo tributario en los próximos años, sin incluir los efectos derivados del fallo de la Corte Constitucional, y de una aceleración o retroceso del crecimiento del país sobre el recaudo tributario.

A partir de estas cifras y de las opciones que puso la Corte Constitucional, hemos planteado tres posibles escenarios para cuantificar la posible reducción de ingresos tributarios en 2020, que describimos a continuación:

1. **El gobierno y el Congreso tramitan de forma oportuna una nueva Ley de Financiamiento, sin cambios frente a las medidas aprobadas en 2018.** Para este escenario, estimamos una caída en los ingresos tributarios de COP 1.8 billones en 2020, la cual debería compensarse con los efectos del ciclo económico sobre el recaudo tributario, de acuerdo con el camino planteado por la actual administración. Ante esto, surgen interrogantes adicionales: ¿el mayor recaudo tributario, asociado a una aceleración de la actividad económica, podría ser de una magnitud suficiente para cubrir los recursos que se dejarán de recibir en los próximos años?

36 Cifras con corte a agosto de 2019

37 Cifras con corte a septiembre de 2019

► **Efectos de la Ley de Financiamiento sobre los ingresos tributarios***
Cifras en COP millones

Concepto	2019	2020	2021	2022	2023	2024
IVA plurifásico a cerveza y gaseosa	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Impoconsumo (2%) a la enajenación inmuebles	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
Ampliación tarifa marginal renta personas naturales		1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Impuesto patrimonio	0.7	0.7	0.7	0.7		
Impuesto dividendos residentes	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Impuesto remisión utilidades	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Sobretasa sector financiero		0.7	0.5	0.4		
Impuesto normalización	1.0					
A. Fuentes crecimiento	4.9	6.5	6.3	6.2	5.1	5.1
Recorte tarifa marginal renta personas jurídicas			-1.0	-1.0		
Eliminación gradual renta presuntiva		-0.2	-0.2	0.0		
Deducción GMF personas jurídicas						0.0
Deducción ICA personas jurídicas		-1.5	-1.5	-1.5	-3.1	-3.1
Descuento IVA adquisición activos productivos		-6.6	-6.6	-6.6	-6.6	-6.6
B. Fuentes disminución	0.0	-8.4	-9.3	-9.1	-9.7	-9.7
Efecto neto total (A-B)	4.9	-1.8	-3.0	-2.9	-4.6	-4.6

* Solo contempla los efectos de las principales medidas adoptadas en la Ley 1943 de 2018, no incluye efectos del ciclo económico.

Fuente: Ministerio de Hacienda, DIAN, Superintendencia de Sociedades y estimaciones propias entre otros.

2. **El gobierno y el Congreso logran tramitar, antes del cierre del año, un nuevo proyecto de ley que incorpora modificaciones frente a las medidas aprobadas en 2018.** Para este escenario no es posible cuantificar la posible reducción de los ingresos del gobierno. Sin embargo, debemos señalar que en las últimas semanas se abrió la discusión sobre las exenciones en materia tributaria que existen para algunos sectores de la economía. Esta situación nos lleva a pensar que algunos de los nuevos cambios que podrían incorporarse estarían orientados al desmonte o reducción de este tipo de beneficios.
3. **El gobierno y el Congreso no logran tramitar oportunamente un nuevo proyecto de ley y, de acuerdo con lo establecido por la Corte, vuelve a tener vigencia la normatividad que fue derogada con la aprobación de la Ley de Financiamiento.** Este escenario plantea la mayor presión sobre las finanzas públicas en el año 2020, ya que estimamos que la reducción en los ingresos tributarios podría llegar a ser de COP 3.4 billones, como resultado de la reducción de tarifas y la eliminación de las fuentes de ingresos que fueron creadas con la Ley de Financiamiento como, por ejemplo, el impuesto al consumo, a la enajenación de inmuebles, el impuesto al patrimonio y el IVA plurifásico a la cerveza y la gaseosa.

Con estos posibles escenarios queda en evidencia la necesidad de que se actúe de forma oportuna para minimizar los impactos potenciales del fallo de la Corte Constitucional, y que simultáneamente se evalúen las dudas que existen sobre el planteamiento de la actual administración en cuanto a la suficiencia de los efectos de un mayor crecimiento económico y de las medidas de austeridad implementadas para compensar los menores ingresos tributarios que anticipamos para el próximo año.

Impactos del ciclo económico

La evolución de la actividad económica es un factor determinante para el comportamiento del recaudo tributario. En la medida en que Colombia registre mayores (menores) tasas de crecimiento, se espera que los pagos por concepto de impuestos también aumenten (disminuyan). Ante esto, debemos preguntarnos: ¿el mayor recaudo tributario asociado a una aceleración de la actividad económica, podría ser de una magnitud suficiente para cubrir los recursos que se dejarán de recibir en los próximos años, de acuerdo con los escenarios planteados en el numeral anterior?

Como ya mencionamos, anticipamos que la economía colombiana alcanzará un crecimiento de 3.2% en 2020, cifra inferior al 4% que el Gobierno Nacional proyectó en el MFMP. Si llegara a presentarse un 1% de menor crecimiento en la economía, deberíamos esperar un

1.15% de menor crecimiento en el recaudo de impuestos,³⁸ lo cual resulta equivalente a COP 1.8 billones. En estas circunstancias, el déficit a financiar del GNC pasaría de ser 2.2% del PIB a 2.4%, con lo que se incumplirían los límites actuales de la regla fiscal y quedaría en evidencia la necesidad de realizar un mayor recorte de gastos o buscar fuentes adicionales de ingresos (véase gráfica Balance Fiscal, capítulo Finanzas Públicas).

B. Plan de Desarrollo³⁹

El Plan de Desarrollo de la actual administración sorprendió por incluir un número considerable de artículos relacionados con temas tributarios y varios de ellos asociados al tema de sustitución de pasivos, que creemos pueden llegar a impactar las finanzas públicas colombianas.

Durante varios años, Colombia ha acumulado pasivos que no eran incluidos dentro de los cálculos de la deuda pública. Estos pasivos están conformados por: i) sentencias judiciales, laudos arbitrales y conciliaciones generadas en procesos judiciales en contra de las entidades públicas; ii) faltantes del Sistema Integral de Seguridad Social en Salud; iii) sanciones de mora por cesantías adeudadas a los maestros y; iv) bonos pensionales de exafiliados al Instituto de Seguros Sociales, que se trasladaron al Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad, los cuales se estima llegan a representar COP 24 billones, es decir, 2.3% del PIB, incluidos los intereses de mora causados.

Teniendo en cuenta la magnitud y que su tasa de interés promedio ponderada se ha estimado en 28.9% E.A., con la aprobación del Plan de Desarrollo se le otorgó al gobierno la atribución de incluirlos en el cálculo de la deuda bruta y hacer su sustitución por instrumentos de deuda de menor costo como, por ejemplo, títulos de deuda interna.

De acuerdo con la información presentada en el MFMP, se anticipa que este proceso llegue a representar una carga adicional sobre la deuda bruta del GNC de 0.9% del PIB, y 0.2% del PIB en 2019

y 2020, respectivamente. Con esto, el total de deuda bruta alcanzaría el máximo de 51.5% del PIB en 2019, y de ahí en adelante adoptaría una tendencia decreciente, como se muestra en la siguiente gráfica.

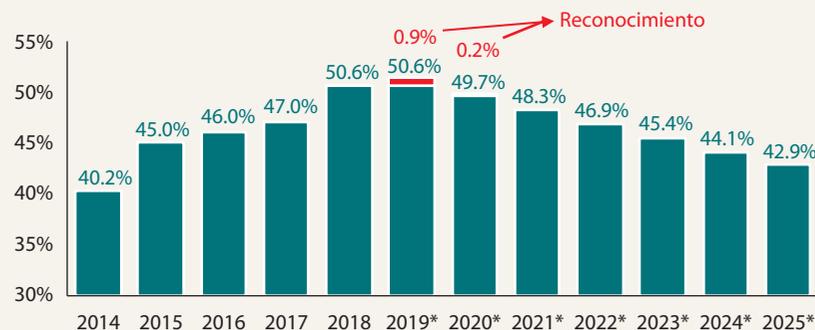
Planteamos esta situación como un factor de incertidumbre ya que, como mencionamos antes, hemos identificado una reducción de los ingresos en 2020 que no conocemos cómo se va a cubrir. En dado caso de que el gobierno considere necesario conseguir recursos de capital adicionales a los que ya fueron anunciados, se afectaría la senda de reducción de la deuda y se generarían presiones adicionales sobre las finanzas públicas.

C. Enajenación de activos

Uno de los temas que ha generado gran polémica en materia fiscal es el anuncio del Gobierno Nacional sobre la realización de privatizaciones de activos. Al respecto, el Ministerio de Hacienda ha manifestado que está revisando el portafolio de las entidades en las que cuenta con participaciones directas o indirectas para construir un plan de privatizaciones de aquellos activos que no se consideran estratégicos.

Según el más reciente Reporte Anual de Empresas de la Nación, el gobierno colombiano tiene participación directa en 105 empresas, 39 de ellas con representación mayoritaria, la cual equivale a una inversión de COP 78.7 billones⁴⁰ y que le generaron ingresos de COP 9 billones en el año 2018.

► **Deuda Gobierno General Central**
% PIB



* Proyecciones

Fuente: Marco Fiscal de Mediano Plazo, 2019

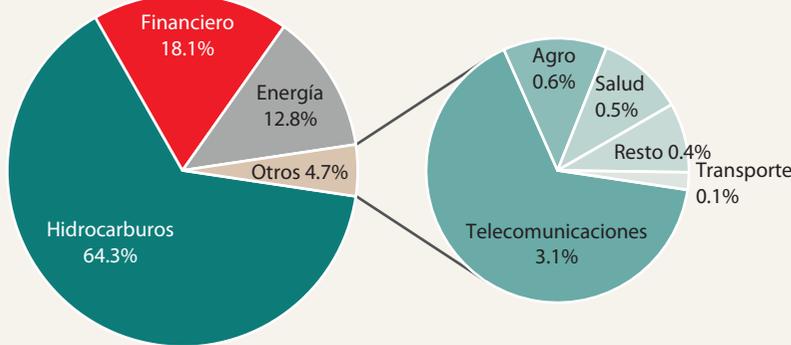
38 Esta cifra corresponde a la elasticidad de los ingresos tributarios al PIB, presentada en el MFMP 2019.

39 Véanse artículos 53, 57, 237 y 238 del Plan Nacional de Desarrollo 2018-2022, y el artículo 99 de la Ley 1940 de 2018.

40 La inversión se mide a través de valor patrimonial de la participación.



► **Portafolio de empresas de la Nación**
Participación por sectores



Fuente: Ministerio de Hacienda, Reporte anual de empresas de la Nación 2018

El sector de hidrocarburos cuenta con la mayor inversión del Estado, gracias a que su participación accionaria en Ecopetrol ascendió a COP 50.6 billones al cierre del año pasado. En orden de importancia le siguen el sector financiero y de energía, con inversiones del orden de los COP 14.2 billones y COP 10.1 billones, respectivamente.

A pesar de que en la actualidad no se conocen detalles sobre el plan de privatizaciones mencionado, es importante destacar que el Plan de Desarrollo le otorgó atribuciones al gobierno para realizar la construcción de un *Holding* Estatal de Servicios Financieros, con el objetivo de optimizar el portafolio accionario de la Nación, incrementar la eficiencia de los servicios prestados y, al mismo tiempo, evitar duplicidad de funciones. Esta nueva entidad agrupará a 19 empresas con activos que ascienden a los COP 80 billones y se espera que esté lista a finales del año 2019.

► **Calificación riesgo soberano Colombia***



Fuente: Agencias calificadoras de riesgo. Corte: Septiembre 2019.

D. Calificación de riesgo soberano

Las sociedades calificadoras de riesgo usan diferentes metodologías para estimar sus calificaciones de riesgo soberano. Hoy, Colombia cuenta con calificaciones emitidas por Standard and Poor's, Fitch Ratings y Moody's, que la clasifican como "grado de inversión", aunque en niveles diferentes y con perspectivas diferentes, como se muestra en la siguiente gráfica.

Estas entidades coinciden en señalar que retrocesos importantes en el mejoramiento del balance fiscal y persistentes crecimientos de la deuda pública generarían presiones negativas sobre las calificaciones del país. Teniendo esto en cuenta, existe la posibilidad de que las recientes decisiones sobre la Ley de Financiamiento, sumadas a la ausencia de acciones de las autoridades orientadas a prevenir un posible deterioro en la salud de las finanzas públicas, pudieran afectar su opinión sobre nuestro país.

No obstante, debemos mencionar que a la fecha de elaboración de este documento, la única calificadoras que ha emitido un comunicado oficial al respecto es Fitch⁴¹ y manifiesta que los efectos de la revocatoria de la Ley de Financiamiento solo serán marginales. Si bien la decisión de la Corte genera interrogantes sobre la seguridad jurídica y los riesgos para la elaboración de política económica, el fallo no altera el

crecimiento económico, la trayectoria de la deuda pública o la credibilidad de su política, por lo cual no se debería afectar el perfil crediticio del país.

41 Recuperado de: <https://www.fitchratings.com/site/pr/10098466>

Resumen de Proyecciones Macroeconómicas

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

Variables	2019 (e)	2020 (p)
Agricultura, ganadería y caza	1.9%	2.7%
Explotación de minas y canteras	3.0%	2.6%
Industrias manufactureras	2.1%	3.9%
Suministro de electricidad, gas y agua	2.4%	2.7%
Construcción	-0.3%	6.8%
Comercio, transporte y hoteles	4.5%	4.4%
Información y comunicaciones	3.9%	1.3%
Actividades financieras y de seguros	5.1%	5.2%
Actividades inmobiliarias	3.0%	2.8%
Actividades profesionales, científicas y técnicas	3.0%	2.7%
Administración pública, educación y salud	3.0%	2.1%
Actividades artísticas y de los hogares	3.4%	3.3%
Producto Interno Bruto	3.2%	3.2%

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

Variables	2019 (e)	2020(p)
Importaciones	8.8%	4.7%
Consumo total	4.3%	3.8%
Consumo de los hogares	4.7%	4.0%
Consumo del gobierno	2.9%	2.5%
Formación bruta de capital	4.6%	8.3%
Exportaciones	4.1%	6.0%
Producto Interno Bruto	3.2%	3.2%

► III. Balanza de Pagos (Millones USD)

Variables	2019 (e)	2019 (p)
Cuenta corriente	-14,302	-13,173
1. Bienes y servicios	-10,841	-10,745
2. Renta de los factores (Ingreso primario)	-11,829	-12,196
3. Transferencias (Ingreso secundario)	8,368	8,768

► IV. Materias primas (Precios promedio anuales)

Variables	2019 (e)	2020 (p)
Café (U\$/kg)	2.83	2.94
Carbón (U\$/mt)	95.6	85.6
Níquel (U\$/mt)	13,004	14,027
Petróleo (U\$/brr - Referencia WTI)	67.5	67.8
Oro (U\$/OzT)	1,276	1,231

► V. Tasas de interés (Promedio anual)

Variables	2019 (e)	2020 (p)
Tasa intervención Banco de la República	4.25%	4.14%
Libor 3 meses	2.4%	1.7%
Federal funds rate	2.3%	1.5%
Prime rate	5.3%	4.5%

► VI. Otras variables domésticas

Variables	2019 (e)	2020 (p)
Inflación promedio	3.53%	3.64%
Inflación fin periodo	3.85%	3.45%
Tasa de cambio promedio (USD/COP)	3,290	3,320
Devaluación promedio	11.3%	0.9%

(e): estimado; (p): proyectado

Fuente: Estimaciones DAVIVIENDA | Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos



2

RENTA VARIABLE
2020:
HACIENDO
LA DIFERENCIA

RESUMEN

Precios Objetivo y recomendaciones

Compañía	Último precio	Precio Objetivo 2020 FA	Potencial	Recomendación	Riesgo
Grupo Sura	32,800	44,500	35.7%	SOBREPONDERAR	Medio
PfGrupo Sura	29,200	40,100	37.3%	SOBREPONDERAR	Medio
Ecopetrol	2,915	3,600	23.5%	SOBREPONDERAR	Muy Alto
Grupo Energía Bogotá	2,160	2,650	22.7%	SOBREPONDERAR	Medio
Celsia	4,280	5,350	25.0%	SOBREPONDERAR	Medio
Nutresa	25,400	32,400	27.6%	SOBREPONDERAR	Medio
Cemargos	7,440	8,900	19.6%	SOBREPONDERAR	Medio
PfCemargos	5,960	6,900	15.8%	SOBREPONDERAR	Medio
Terpel	10,700	17,100	59.8%	ATRACTIVA	Medio
El Cóndor	1,230	2,660	116.3 %	ATRACTIVA	Alto
Concreto	469	1,380	194.2%	NEUTRAL	Muy Alto
Avianca	1,840	2,180	18.5%	NEUTRAL	Muy alto
Banco de Bogotá	80,400	96,400	19.9%	NEUTRAL	Alto
Corficolombiana	28,500	33,900	18.9%	NEUTRAL	Alto
Grupo Aval	1,305	1,510	15.7%	NEUTRAL	Alto
PfGrupo Aval	1,290	1,510	17.1%	NEUTRAL	Alto
Grupo Argos	17,800	20,500	15.2%	NEUTRAL	Medio
PfGrupo Argos	13,300	14,350	7.9%	NEUTRAL	Medio
Promigas	8,150	8,800	8.0%	NEUTRAL	Medio
ISA	18,780	19,700	4.9%	NEUTRAL	Medio
Patrimonio Estrategias Inmobiliarias	10,466,128	10,920,000	4.3%	NEUTRAL	Medio
Cemex LatAm Holdings	4,445	8,200	84.5%	SUBPONDERAR	Alto
Bancolombia	39,980	45,100	12.8%	SUBPONDERAR	Medio
PfBancolombia	42,640	48,300	13.3%	SUBPONDERAR	Medio
COLCAP	1,579	1,878	18.9%		

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

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

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

Camilo Roldán
Analista Acciones
crolدان@corredores.com
312 3300 Ext. 92257

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

Fuente: Davivienda Corredores
Precios de cierre: 18/10/2019



METODOLOGÍA

Valoración

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

Estimación del costo del *equity* (K_e):

$$K_{e_{USD}} = [\text{Tasa libre de riesgo } (R_f) + \text{Beta a palancado } (B_L) * \text{Prima por riesgo de mercado } (R_p) * \text{Factor multiplicador } (1.14)]$$

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

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

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

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

> Valoración Relativa (30%)

La valoración relativa es realizada a través de múltiplos *Forward looking*, 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.

> Aspectos a destacar

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

Recomendaciones

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

El pilar cuantitativo de la recomendación corresponde a lo explicado en "Metodología de Valoración". Por su parte, el pilar cualitativo busca tener en consideración aspectos que no necesariamente impactan el ejercicio de valoración, pero que pueden tener impacto significativo en el valor y precio de las compañías bajo cobertura. Nuestro proceso de evaluación cualitativo abarca los principales aspectos considerados en el Gobierno Corporativo, que son juzgados a criterio de nuestros analistas en una escala de 1 a 3. A las compañías con mejores estándares se les asigna 3 en el criterio evaluado.

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

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

Alta liquidez

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

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

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

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

Baja liquidez

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

Estos juicios fueron clasificados en:

- > **Atractiva:** Potencial acción > Potencial Colcap + 25%
- > **Neutral:** Potencial Colcap-25% ≤ Potencial acción ≤ Potencial Colcap + 25%
- > **No Atractiva:** Potencial acción < Potencial Colcap - 25%

Descuento acciones preferenciales

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



2020: HACIENDO LA DIFERENCIA

¿Qué ha pasado durante 2019?

Durante el presente año, las acciones colombianas han evidenciado un desempeño muy positivo, teniendo en cuenta que al 18 de octubre el COLCAP presenta una valorización de 19.06%, siendo uno de los índices bursátiles más valorizados a escala global. No obstante, dicho desempeño ha estado liderado por los sectores financiero y *utilities*, que contribuyeron con 9.77% y 3.65% de la valorización acumulada del COLCAP, lo cual explica más del 70% de la valorización del índice. Los buenos resultados del sector financiero, luego del impacto de los elevados gastos en provisiones, han justificado gran parte de este comportamiento. Sin embargo, el desempeño en el resto de sectores se mantiene rezagado, incluso en el caso del sector de materiales (Cemargos y CLH) y los holdings

(Grupo Argos, Grupo Sura y Grupo Aval), donde la contribución al retorno es mínima.

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

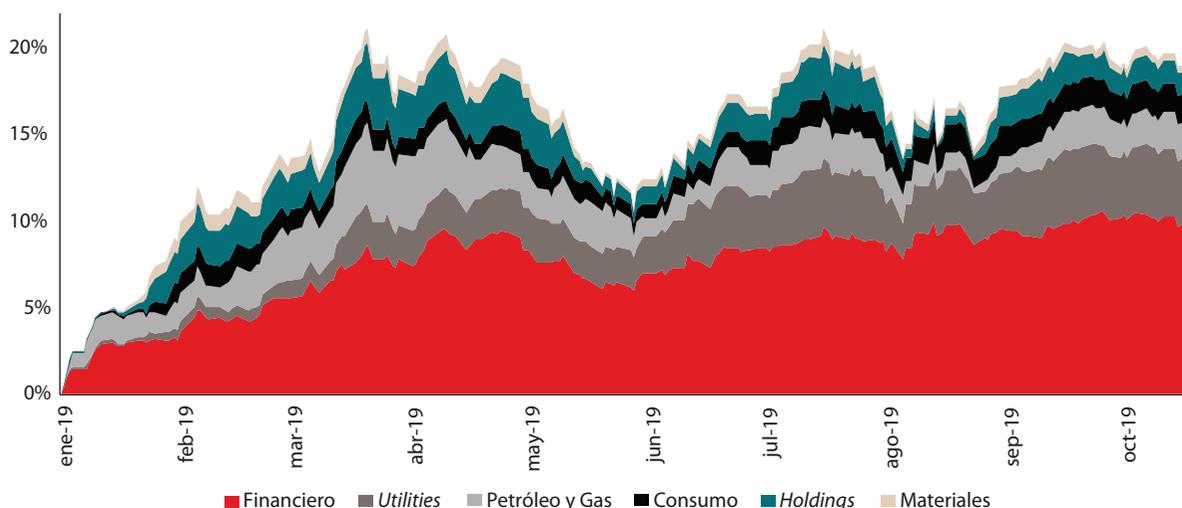
En nuestra pasada publicación *El libro 2019: de liquidez y oportunidades*, utilizamos los Precios Objetivo de las compañías bajo cobertura y sus respectivos escenarios de sensibilidad, para estimar el valor justo del COLCAP en 2019. Nuestro escenario base de estimación publicado para ese entonces fue de 1,735 puntos, con un escenario pesimista de 1,565 puntos y un escenario optimista de 1,884 puntos. No obstante, siendo conscientes de que algunos riesgos, como la liquidez o el gobierno corporativo, persistirían en 2019, realizamos ajustes a nuestra perspectiva fundamental, con lo cual nuestro escenario base para el COLCAP en 2019 fue de 1,635 puntos. Vale

la pena destacar que el nivel máximo del año fue 1,634 puntos, alcanzado en marzo, y que actualmente el COLCAP fluctúa cerca de 1,600 puntos, un 2% por debajo de nuestro escenario base y muy cerca de nuestro escenario pesimista a nivel fundamental.

2020: Haciendo la diferencia

Luego de que el COLCAP se situara como uno de los mercados más valorizados a escala global con una subida del 19%, la pregunta es: ¿aún hay espacio para que en 2020 el comportamiento sea positivo? La respuesta es sí. Aunque el potencial de las acciones locales se ha reducido, el desajuste entre el precio de mercado y el valor justo a nivel fundamental del grueso de las acciones se mantiene. Sumado a esto, es muy impor-

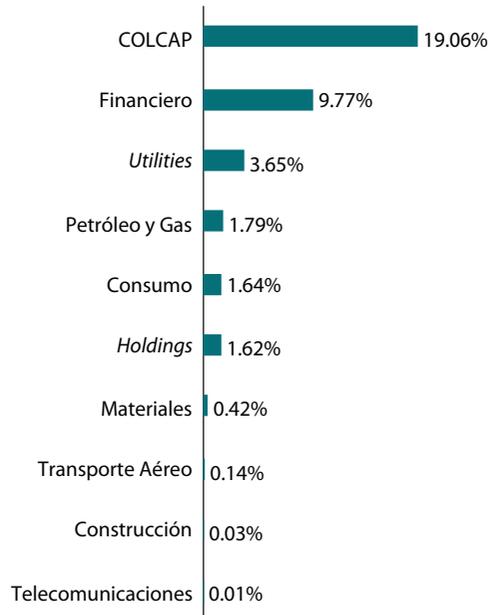
► Contribución de los sectores a la valorización del COLCAP año corrido



*Cierre a 18 de octubre de 2019

Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

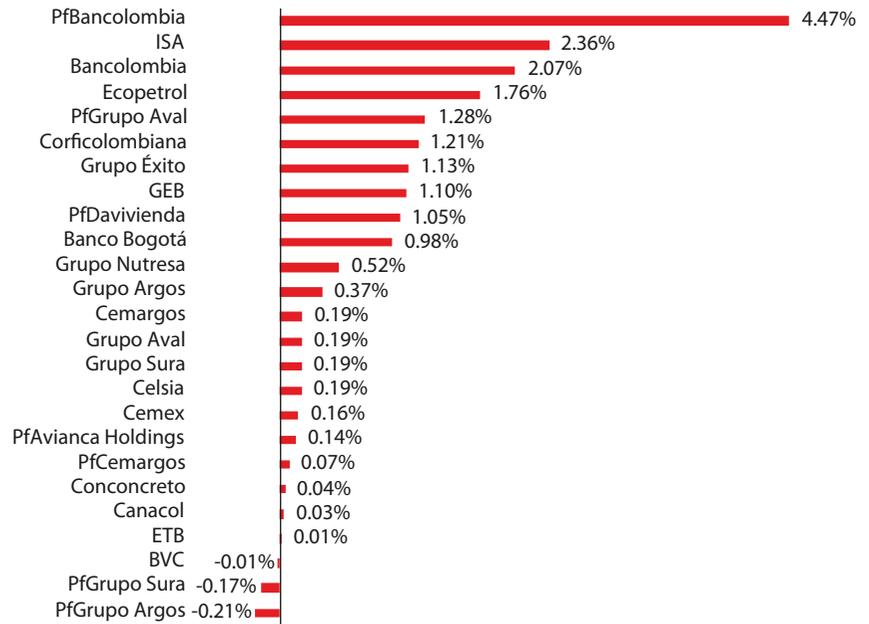
► **Contribución al retorno año corrido del COLCAP por sector**



*Cierre a 18 de octubre de 2019

Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

► **Contribución al retorno año corrido del COLCAP por acción**



*Cierre a 18 de octubre de 2019

Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

tante resaltar que la economía colombiana mantendrá una senda de crecimiento superior al 3% y continuará destacándose frente a sus pares en Latinoamérica; el crecimiento de las utilidades del COLCAP seguirá por encima de dos dígitos y la expansión del ROE continuará.

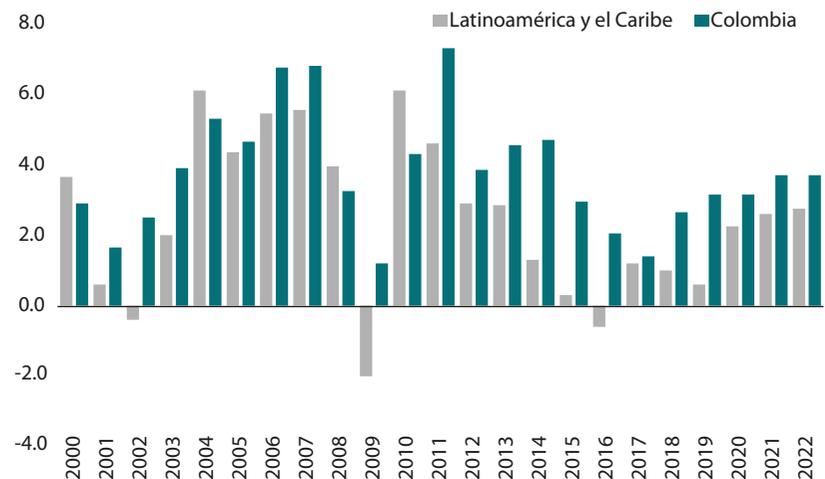
No obstante, factores como los bajos volúmenes de negociación, la incertidumbre generada por factores como la guerra comercial y el desenlace de diferentes investigaciones a compañías específicas, son riesgos que persisten para 2020. Dado esto, cobra mayor relevancia enfocar los recursos en compañías financieramente sólidas, con métricas de apalancamiento razonables y oportunidades de crecimiento rentable.

1. Colombia, la economía de mayor crecimiento en América Latina*

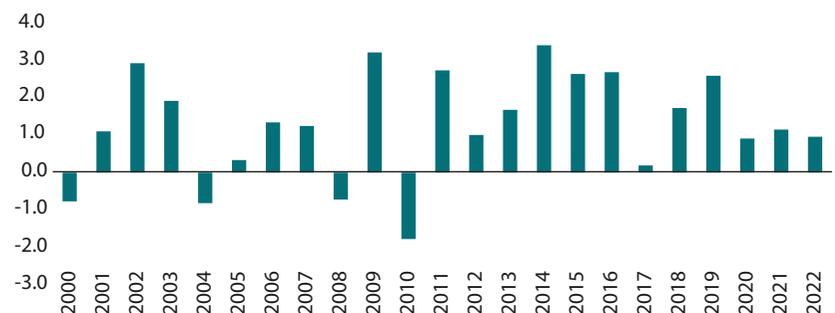
El diferencial de crecimiento de Colombia frente a la región de Latinoamérica sigue favoreciendo a nuestro país y, por consiguiente, a nuestro mercado. Según las estimaciones del FMI, la región de América Latina y el Caribe podría crecer 0.2% en 2019, mientras que Colombia podría hacerlo en 3.2%, acorde con las estimaciones que tenemos en

* Entre las economías grandes de la región.

► **PIB histórico y proyectado Colombia vs. LatAm**



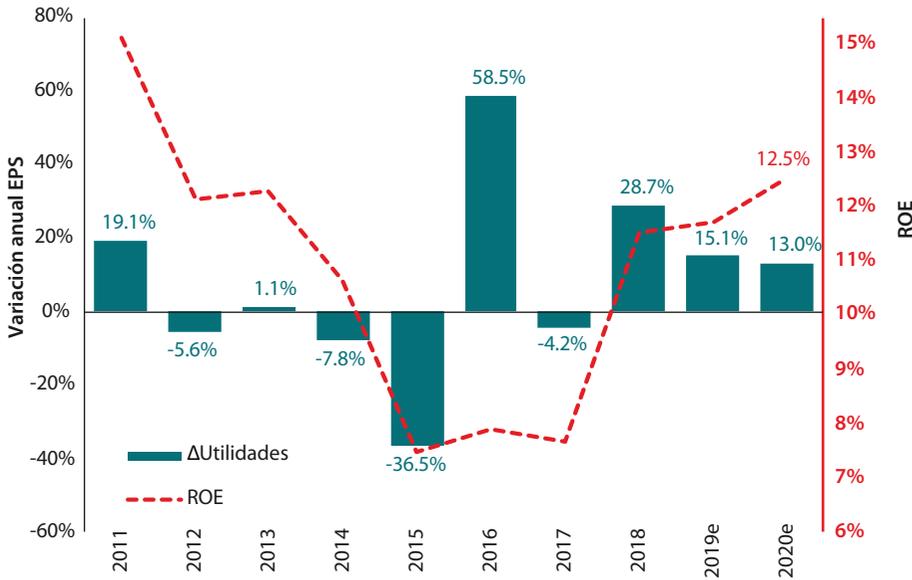
► **Diferencial de crecimiento entre Colombia y Latinoamérica**



Fuente: Fondo Monetario Internacional



► **EPS vs. ROE del COLCAP**



Fuente: Davivienda Corredores



En los próximos años, dentro de los factores relevantes para que Colombia logre mantener esta buena dinámica, se pueden contar: la realización de pilotos de *fracking*, las obras de infraestructura en Bogotá y el repunte de la inversión privada.



Grupo Bolívar para este año. De la misma manera, según las estimaciones del FMI, nuestra economía podría mantener un diferencial positivo de 1% anual frente a LatAm en 2021 y 2022.

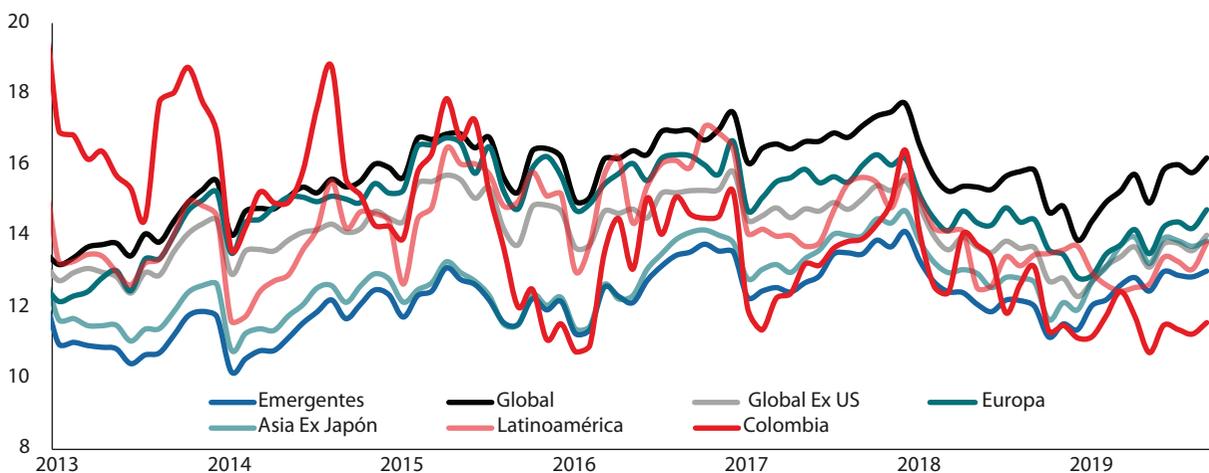
Es llamativo que Colombia tenga este comportamiento tan destacable en un entorno regional y mundial tan retador. Sin embargo, esto pareciera estar explicado por factores como: i) la buena dinámica de la demanda interna que se refleja en un crecimiento de 6.5% de las ventas al por menor en lo corrido del año hasta agosto ; ii) las bajas tasas de interés que ha mantenido el BanRep desde abril de 2018; iii) el efecto positivo sobre el consumo que puede estar causando el flujo migratorio venezolano; iv) que nuestra economía no es tan abierta al comercio y, por lo tanto, depende en una gran proporción del consumo de los hogares.

En los próximos años, dentro de los factores que serán relevantes para que Colombia logre mantener esta buena dinámica, se pueden contar: la realización de pilotos de *fracking*, las obras de infraestructura en Bogotá y el repunte de la inversión privada como consecuencia de menores tasas impositivas y una estabilización del sector construcción.

2. Crecimiento de utilidades y rentabilidad

En 2018, las compañías colombianas presentaron un crecimiento significativo en utilidades impulsado por el importante repunte de compañías como Ecopetrol (+75%) y Grupo Aval (+29%). Del mismo modo, la rentabi-

► **Precio/Utilidades estimadas a 12 meses**



Fuente: Bloomberg

► P/U COLCAP



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

lidad sobre el patrimonio se expandió casi 400 pbs frente a 2017, logrando distanciarse de los bajos niveles de retorno entre 2015 y 2016.

Para 2019 y 2020 estimamos crecimientos en utilidades del 15.1% y 13.0%, respectivamente, lo cual resultaría en expansiones adicionales en rentabilidad, que llevarían a que el ROE para 2020 del COLCAP se ubique en su nivel más alto desde 2011, como reflejo del fortalecimiento financiero que han logrado la mayoría de las compañías que componen el índice y el mejor desempeño económico a escala local. En lo que respecta a expansión de utilidades para 2020 se destacarían los crecimientos de compañías como Celsia, CLH e ISA, cuyas utilidades crecerían anualmente entre el 118% (excluida la venta de Zona Franca Celsia) y el 31%, y donde la consolidación de operaciones adquiridas, los efectos base de 2019 y la entrada de nuevos proyectos contribuirían a dicha expansión de utilidades.

3. Colombia sigue atractiva a nivel relativo

Pese a que somos conscientes de que la volatilidad permanecerá alta por factores internacionales, como la guerra comercial o los temores de recesión en Estados Unidos, al evaluar la relación precio a utilidades (P/U) proyectada del mercado colombiano frente al de distintas regiones, incluida Latinoamérica, es evi-

dente que el descuento de nuestro mercado sigue siendo excesivo. En particular, respecto a las acciones a escala global, el descuento que presenta Colombia es de 29%, y frente a la región es del 16%. Adicionalmente, en la medida en que Colombia permanezca como uno de los países de la región con las mejores perspectivas de crecimiento económico para los próximos años, este debería ser un factor que contribuya a que los precios de las acciones tiendan a ajustarse a sus valores justos.

Del mismo modo, a pesar de la importante valorización que ha presentado el COLCAP durante 2019, su buen desempeño

en cuanto a crecimiento de utilidades sigue resultando en un distanciamiento significativo de la relación P/U actual frente a sus propios registros históricos. Esto refuerza nuestra tesis acerca de la oportunidad que sigue representando la inversión en acciones colombianas. A manera de ejemplo, si la relación P/U del COLCAP se ajustara a su mediana de los últimos ocho años, el COLCAP se ubicaría en un nivel superior a los 1,900 puntos.

DISMINUCIÓN EN TASAS DE INTERÉS A ESCALA GLOBAL IMPACTA POSITIVAMENTE POR DOS VÍAS

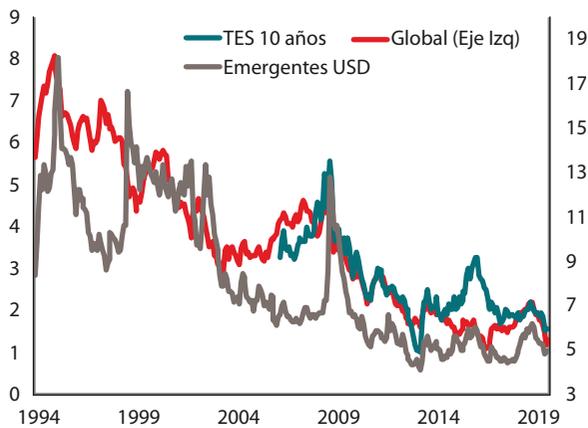
Las tasas de interés en la renta fija global se encuentran en niveles históricamente bajos, e incluso negativos, motivadas por la mayor relajación de política monetaria por parte de los bancos centrales más importantes del mundo, que abren oportunidades para las acciones dado el importante diferencial de retorno vs. la renta fija. Adicionalmente, un menor costo de deuda tiene un impacto positivo en las utilidades de las empresas, reduce el costo del capital e incentiva al crecimiento inorgánico.

Si aterrizamos el contexto de bajas tasas al panorama local, encontramos que Colombia no es la excepción, puesto que cuando se compara la rentabilidad de un TES con vencimiento a un año, con el retorno por dividendos del índice COLCAP, hallamos que el diferencial se encuentra en



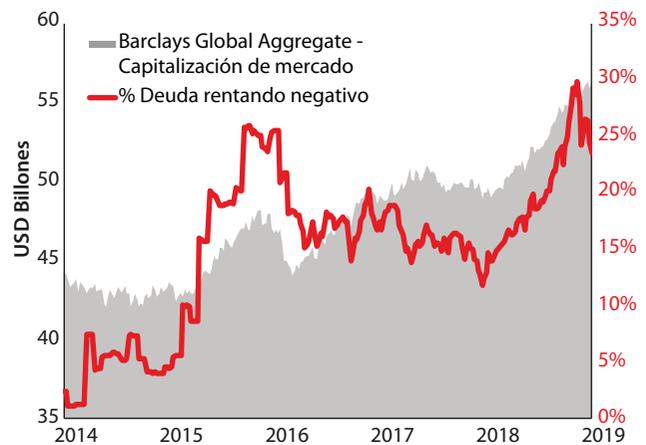


► Tasas de deuda han descendido a mínimos históricos



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

► Deuda a rentabilidades negativas



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

su nivel más bajo desde 2014 y, a su vez, en uno de los niveles más bajos desde el año 2009. Lo anterior tiene sentido puesto que la valorización del COLCAP no ha logrado compensar ni el crecimiento en utilidades de las compañías ni el presentado en la distribución vía dividendos, en un contexto en el que las políticas de reparto no se han alterado significativamente.

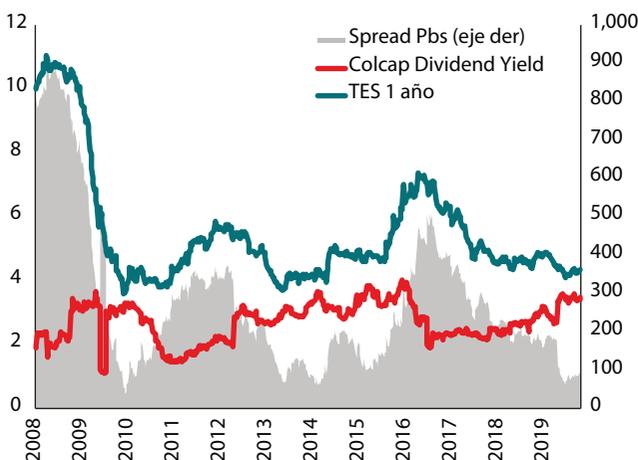
Lo anterior cobra aún más interés si tenemos en cuenta que, de acuerdo con nuestros pronósticos de dividendo, el COLCAP alcanzaría un máximo histórico en su retorno por dividendos en el año 2020, superando incluso a 2015, cuando el índice se situó cerca de 1,100 puntos. De hecho, si comparamos el retorno esperado del índice para el año 2020

con nuestros pares en Latam, por primera vez este se encuentra en el primer lugar del *ranking*, que representa un atractivo adicional para nuestro mercado.

Cuando desglosamos el positivo retorno por dividendos del COLCAP, encontramos que siete emisores presentan un retorno superior al índice, entre los que se destacan Ecopetrol, Corficolombiana y Grupo Energía de Bogotá, con retornos potenciales estimados de 6.8%, 7.0% y 8.2%. De hecho, consideramos que este factor representa un gran atractivo para el mercado colombiano, más aún teniendo en cuenta que en un entorno de incertidumbre y volatilidad como el actual, este representa un colchón importante para mitigar el riesgo.

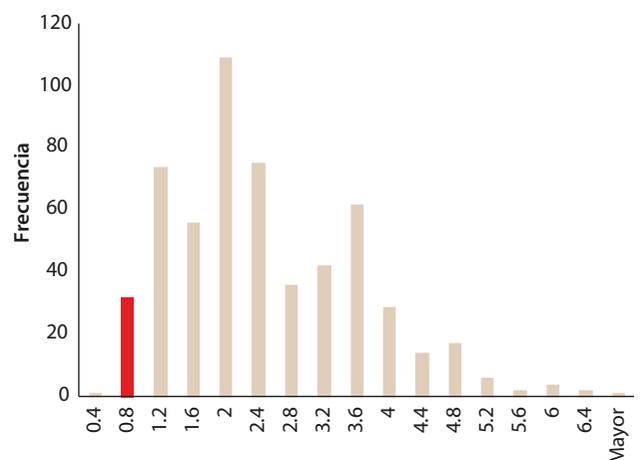
El segundo tema clave respecto de las tasas de interés está relacionado con la importante reducción en el costo de la deuda de las compañías, que puede traducirse en: i) incremento en las utilidades dado un menor gasto por intereses; ii) menor costo de capital (WACC), que favorece las valoraciones de las compañías; iii) posibilidad de generar crecimiento inorgánico a través de fusiones y adquisiciones financiadas con recursos menos costosos. En línea con esto, es importante destacar que varias empresas ya han realizado operaciones de manejo de deuda y reperfilamiento, lo que debería seguir ocurriendo en los próximos años para sacar ventaja del menor costo de los recursos y dados los vencimientos de deuda que se aproximan.

► Diferencial entre el retorno por dividendo del COLCAP vs. TES 1 año



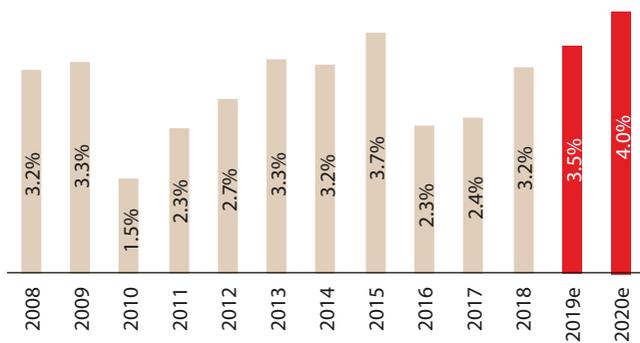
Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

► Histograma del diferencial



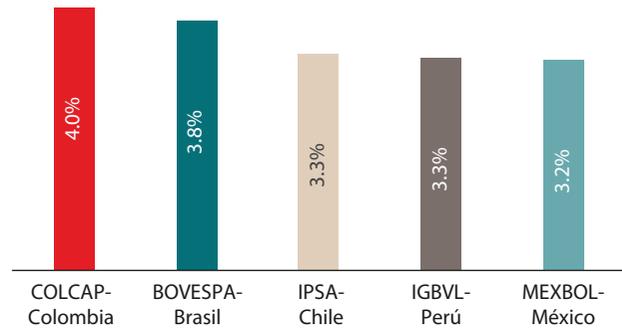
Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

▶ **Retorno por dividendo del COLCAP 2008-2020e**



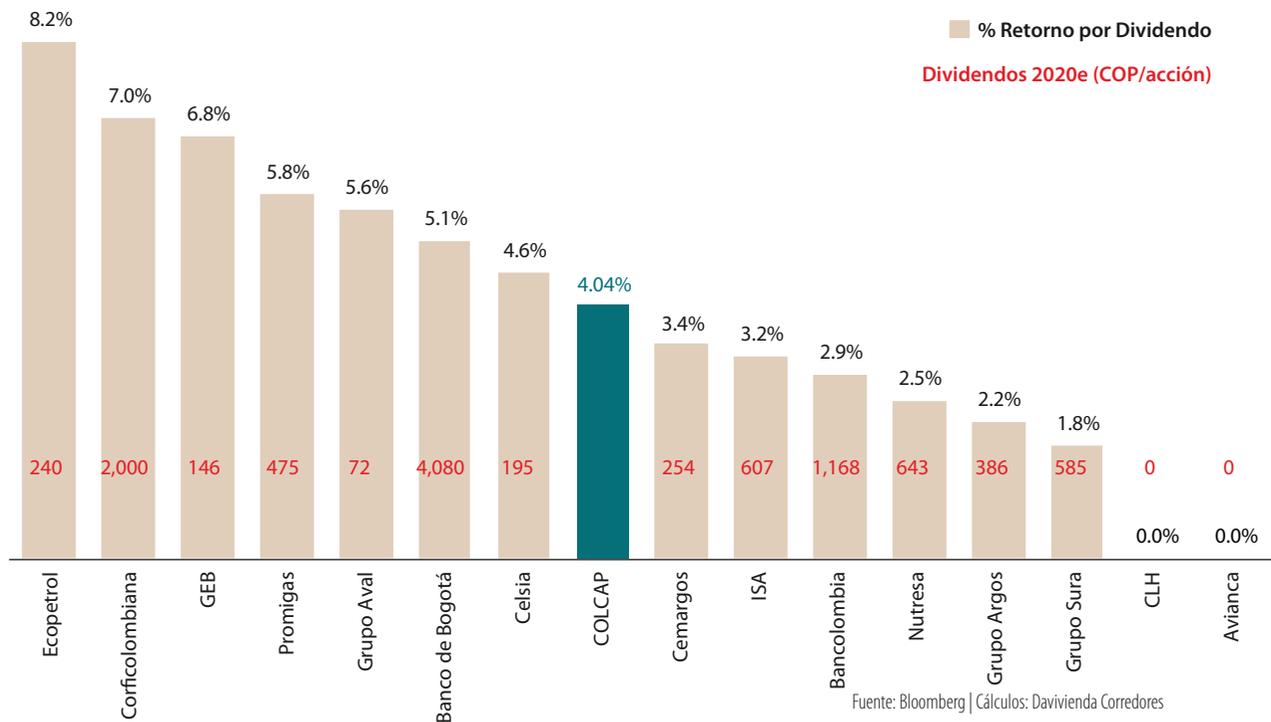
Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

▶ **Retorno por dividendo del COLCAP frente a sus pares 2020e**



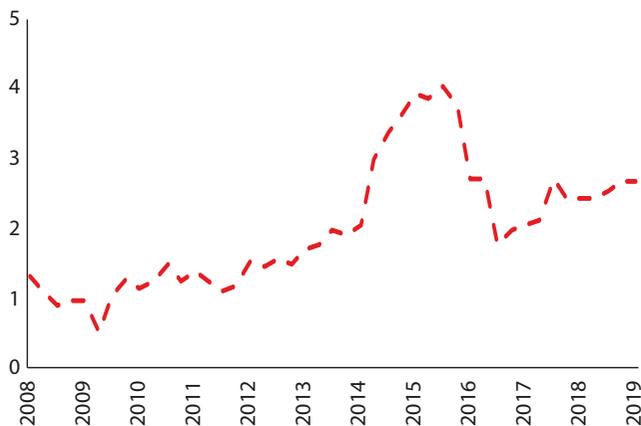
Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

▶ **Retorno por dividendos vs. Dividendos 2020e**



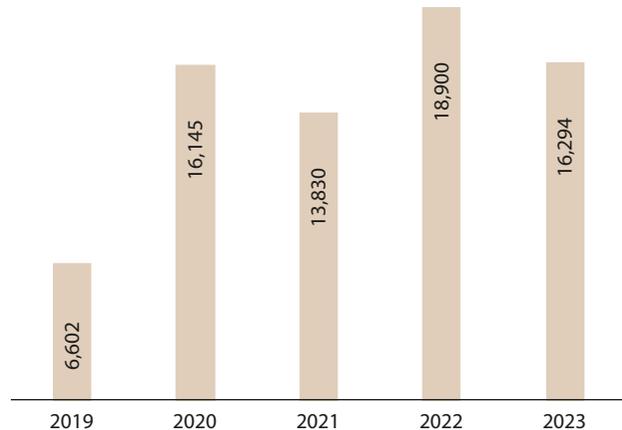
Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

▶ **Deuda neta / EBITDA del COLCAP**



Fuente: Bloomberg | Cálculos Davivienda Corredores

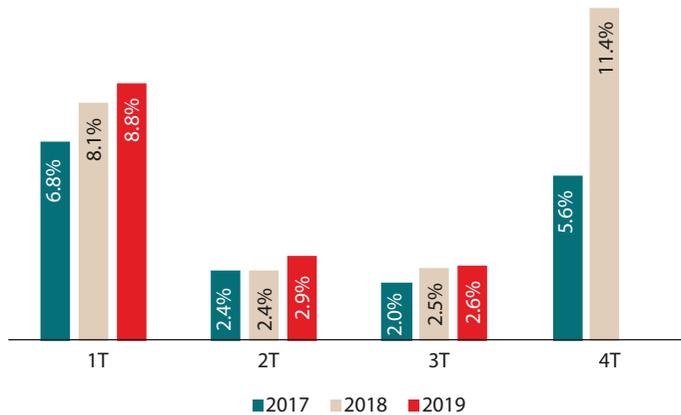
▶ **Vencimientos de deuda compañías COLCAP (COP mil mm)**



Fuente: Emisores del COLCAP



► Descuento por iliquidez del COLCAP por trimestre*



*El cálculo corresponde a la mediana de cada trimestre

Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

¿Qué esperamos de la liquidez?

Una de las principales preocupaciones en el mercado es la baja liquidez de los activos que forman parte del índice COLCAP y que se ha acentuado en el último año. Para abordar este tema, calculamos con base en la metodología de Damodaran el descuento por iliquidez de los activos locales y del índice COLCAP. Como resultado, encontramos que el COLCAP presenta una estacionalidad en su comportamiento, donde los trimestres más líquidos son siempre el 2T y 3T, mientras que los más ilíquidos son el 1T y el 4T. Destacamos que la liquidez trimestral del índice sí ha disminuido en 2019, fenómeno que

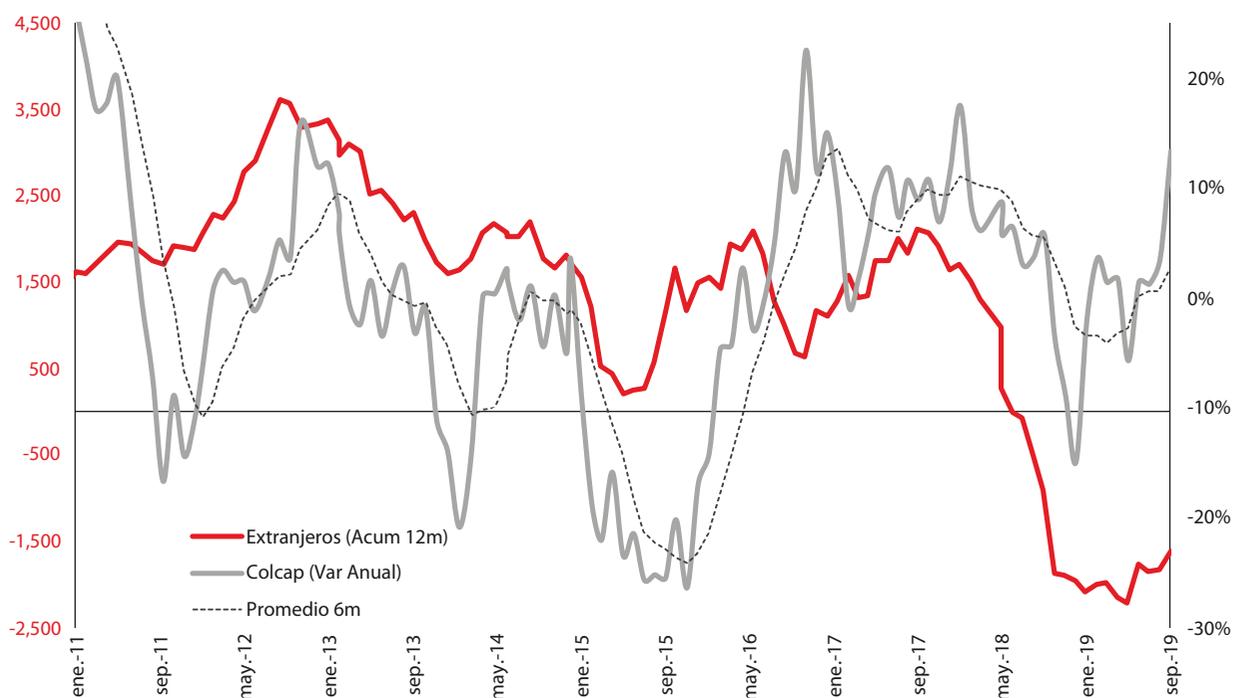
► Descuento por iliquidez por emisor*

Emisor	2017	2018	2019**
Ecopetrol	1.2%	1.4%	1.1%
Grupo Éxito	1.6%	2.6%	1.7%
PfBancolombia	2.0%	2.2%	1.8%
GEB	2.4%	2.1%	2.0%
Grupo Sura	2.7%	2.6%	2.1%
Cemargos	3.1%	3.7%	2.2%
PfAvianca Holdings	1.4%	2.4%	2.2%
PfDavivienda	3.1%	3.5%	2.8%
PfGrupo Aval	1.6%	3.0%	3.0%
Corficolombiana	1.9%	3.5%	3.1%
BVC	8.8%	4.2%	3.1%
Grupo Nutresa	2.2%	3.5%	3.3%
Celsia	2.5%	2.8%	4.0%
Grupo Argos	3.6%	4.8%	4.1%
ISA	3.3%	4.5%	4.1%
Bancolombia	2.5%	4.1%	4.4%
Canacol	3.4%	5.8%	4.5%
Banco Bogotá	3.9%	2.9%	4.7%
PfGrupo Sura	2.8%	5.1%	4.8%
Cemex	3.3%	5.0%	5.0%
PfCemargos	3.3%	7.0%	6.7%
PfGrupo Argos	4.5%	7.9%	7.2%
ETB	5.1%	7.9%	7.4%
Grupo Aval	5.5%	7.2%	7.4%
Concreto	5.8%	12.2%	9.9%

*Cierre a 18 de octubre de 2019

Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

► Posición neta de extranjeros (COP mil mm)



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

ya se presentaba desde 2018, lo que puede ser un limitante para el desempeño del índice. Consideramos que esta situación está influenciada principalmente por la salida del mercado local de importantes inversionistas extranjeros desde 2018, debido a un menor apetito por riesgo a escala global en los mercados emergentes, lo que se reflejó en un aumento en el descuento por iliquidez en el mercado local a 2.6% para el 3T, en comparación con 2.5% y 2.0% registrados en 2018 y 2017, respectivamente; comportamiento que, además, fue similar en los demás trimestres observados.

Cuando realizamos el análisis por especie, encontramos que Ecopetrol se mantiene como la acción más líquida del mercado local, lo cual refleja un mejor desempeño al reducir su descuento por iliquidez de 1.4% en 2018 a 1.1% en 2019. Por otro lado, sobresalen: i) las acciones preferenciales de Grupo Sura, Grupo Argos y Cementos Argos en el grupo de las más ilíquidas, lo que explica el incremento en el *spread* frente a las acciones ordinarias de los mismos emisores, hecho que empezó a evidenciarse en 2018, año en que el descuento por iliquidez se incrementó y que coincide con las ventas en estas especies de impor-

“

Recordemos que durante 2018 y 2019, inversionistas extranjeros como Harbor International y Oppenheimer liquidaron todas sus posiciones en acciones del mercado local, afectando la liquidez del COLCAP y el precio de las mismas.

”

tantes inversionistas extranjeros como Harbor u Oppenheimer; ii) Concreto y ETB se destacan como las acciones de menor liquidez en la muestra, la cual es probable que se agudice después de su salida del COLCAP; iii) llama la atención que Cemex y Grupo Aval presentaron un importante aumento en el descuento por iliquidez desde 2018.

Recordemos que durante 2018 y 2019, inversionistas extranjeros como Harbor International y Oppenheimer liquidaron todas sus posiciones en acciones del mercado local, afectando la liquidez del COLCAP y el precio de las mismas. En general, la exposición al COLCAP por parte de estos inversionistas cayó 3.5 pp, al pasar de 35.3% a 31.8% entre junio de 2018 y junio de 2019.

Este comportamiento reciente ha determinado que hoy sean otros fondos extranjeros los que se consoliden en el mercado, con posiciones más estructurales como Vanguard, Norges Bank, iShares, Abu Dhabi Investment, entre otros. Además, se destaca el avance de People's Bank of China, que hoy tiene posición en las acciones de ISA y Ecopetrol.

Las fuertes ventas por parte de los inversionistas extranjeros derivaron en que las AFPs quedaran con posiciones en acciones como Grupo Sura, Cementos Argos y Grupo Argos, en el límite máximo regulatorio de participación por emisor, lo que ha limitado aún más el desempeño de estos activos, específicamente.

Participación de extranjeros en el flotante de los emisores del COLCAP a junio de 2019

Emisor	Junio 2019	Junio 2018
Bancolombia	77.2%	76.2%
Grupo Sura	42.3%	52.8%
Grupo Éxito	37.7%	36.9%
ETB	36.1%	33.9%
Cemex Latam Holdings	32.6%	32.2%
Banco Davivienda	26.0%	37.1%
Avianca Holdings	25.0%	23.8%
ISA	21.6%	25.0%
Ecopetrol	20.2%	20.2%
Cementos Argos	19.1%	34.2%
Grupo Argos	18.2%	25.1%
Canacol Energy	17.6%	15.6%
Grupo Aval	17.1%	13.2%
Corficolombiana	13.1%	10.2%
Celsia	8.5%	6.2%
Grupo Nutresa	8.3%	15.0%
Concreto	6.9%	3.0%
GEB	2.5%	1.5%
Banco de Bogotá	1.6%	2.1%
Colcap	31.8%	35.3%

Participación por emisor AFP a junio 2019

Emisor	Porvenir	Protección	Colfondos	Old Mutual
Celsia	10.7%	10.7%	3.2%	1.0%
Grupo Argos	10.7%	11.0%	3.0%	1.6%
Cementos Argos	10.5%	10.8%	3.6%	1.4%
Bancolombia	10.2%	9.7%	2.8%	1.4%
Grupo Sura	10.0%	10.9%	3.1%	1.6%
GEB	9.9%	7.3%	2.6%	0.9%
ISA	9.0%	6.2%	2.7%	1.0%
Grupo Nutresa	7.7%	4.6%	2.0%	0.9%
BVC	5.9%	1.4%	1.1%	0.0%
Grupo Éxito	5.6%	8.1%	1.7%	0.0%
Davivienda	4.6%	3.0%	1.1%	0.4%
CLH	3.6%	3.4%	1.0%	0.7%
Ecopetrol	1.3%	1.1%	0.4%	0.3%
Corficolombiana	1.3%	2.5%	0.7%	0.6%
Grupo Aval	0.2%	0.8%	0.0%	0.0%
Canacol	0.0%	0.2%	0.0%	0.4%
Bogotá	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
Avianca	0.0%	7.1%	0.0%	0.0%
Concreto	0.0%	2.6%	5.0%	0.0%



Ranking extranjeros	Junio 2019	Diciembre 2018	Junio 2018
1	Vanguard (COP 1,540; 4.75% T.E.; 1.43% F.C.)	Vanguard (COP 1,467)	Harbor International Fund (COP 2,466)
2	Norges Bank (COP 1,365; 4.21% T.E.; 1.27% F.C.)	Norges Bank (COP 1,259)	Vanguard (COP 1,485)
3	iShares (COP 956; 2.95% T.E.; 0.89% F.C.)	iShares (COP 1,062)	Norges Bank (COP 894)
4	Abu Dhabi Investment (COP 924; 2.85% T.E.; 0.86% F.C.)	Abu Dhabi Investment (COP 960)	iShares (COP 723)
5	MSCI (COP 308; 0.95% T.E.; 0.29% F.C.)	Harbor International Fund (COP 562)	Abu Dhabi Investment (COP 598)
6	EM Core Equity of DFAINVE (COP 143; 0.45% T.E.; 0.14% F.C.)	MSCI (COP 327)	Oppenheimer (COP 508)
7	The Bank of Nova Scotia (COP 108; 0.34% T.E.; 0.1% F.C.)	The Bank of Nova Scotia (COP 216)	BlackRock (COP 377)
8	BNY Mellon Trust (COP 96; 0.3% T.E.; 0.09% F.C.)	EM Core Equity of DFAINVE (COP 146)	Stichting Depository APG (COP 221)
9	Dimensional EM Value Fund (COP 94; 0.29% T.E.; 0.09% F.C.)	Dimensional EM Value Fund (COP 115)	The Bank of Nova Scotia (COP 153)
10	People's Bank of China (COP 87; 0.27% T.E.; 0.09% F.C.)	Oppenheimer (COP 103)	New World Fund Inc (COP 90)
11	California Public Employees (COP 79; 0.25% T.E.; 0.08% F.C.)	People's Bank of China (COP 96)	Highclere International (COP 78)
31	MFS (COP 9; 0.03% T.E.; 0.01% F.C.)	Ontario Teachers Pension Plan (COP 22)	People's Bank of China (COP 23)

Cifras en miles de millones de COP

T.E.: Total de Inversionistas Extranjeros, excluyendo accionistas estratégicos (ej. Casino, Cemex, Vinci)

F.C.: Flotante del Colcap. iShares no incluye su participación en el iCOLCAP

Fuente: Superfinanciera | Cálculos: Davivienda Corredores

Nivel Objetivo del COLCAP 2020

Para la estimación del nivel objetivo del índice COLCAP a cierre de 2020, siguiendo nuestra metodología usual, tomamos como base los Precios Objetivo de las acciones y

mediante un análisis de sensibilidad a las variables más relevantes para cada una de las compañías, consideramos tres escenarios: pesimista, base y optimista. Sobre esta base, estimamos un valor justo para el índice COLCAP en 2020 de 1,878 puntos, que representa un potencial de 19.23% frente al nivel actual (23.26% retorno con dividen-

dos). Vale la pena destacar que aun en nuestro escenario pesimista, el COLCAP presenta un potencial de valorización de 2.54%, evidencia del descuento frente a su valor justo al que transan el grueso de las compañías que lo componen.

Destacamos que nuestros Precios Objetivo no incorporan descuentos por gobierno

Empresa	Precios Objetivo 2020 FA							Recomendación
	Escenario Pesimista		Escenario Base			Escenario Optimista		
	Precio	Potencial	Precio	Potencial	Retorno total	Precio	Potencial	
Grupo Sura	37,500	14.33%	44,500	35.67%	37.45%	46,500	41.8%	SOBREPONDERAR
Nutresa	28,900	13.78%	32,400	27.56%	30.09%	34,200	34.6%	SOBREPONDERAR
Celsia	4,850	13.32%	5,350	25.00%	29.56%	5,650	32.0%	SOBREPONDERAR
Ecopetrol	3,100	6.35%	3,600	23.50%	32.08%	3,820	31.0%	SOBREPONDERAR
GEB	2,300	6.48%	2,650	22.69%	29.44%	2,800	29.6%	SOBREPONDERAR
Cemargos	7,200	-3.23%	8,900	19.62%	23.04%	10,900	46.5%	SOBREPONDERAR
Avianca	1,450	-21.2%	2,180	18.5%	18.5%	3,630	97.3%	NEUTRAL
Banco de Bogotá	89,000	10.70%	96,400	19.90%	24.98%	101,000	25.6%	NEUTRAL
Corficolombiana	27,000	-5.26%	33,900	18.95%	25.96%	37,900	33.0%	NEUTRAL
Grupo Aval	1,250	-3.10%	1,510	17.05%	22.64%	1,720	33.3%	NEUTRAL
Grupo Argos	17,800	0.00%	20,500	15.17%	17.34%	22,100	24.2%	NEUTRAL
Promigas	7,200	-11.66%	8,800	7.98%	13.80%	10,400	27.6%	NEUTRAL
ISA	16,100	-14.27%	19,700	4.90%	8.13%	20,500	9.2%	NEUTRAL
Cemex LatAm Holdings	6,200	39.48%	8,200	84.48%	84.48%	9,500	113.7%	SUBPONDERAR
Bancolombia	40,200	0.55%	45,100	12.81%	15.73%	47,600	19.1%	SUBPONDERAR
COLCAP	1,617	2.4%	1,878	18.9%	23.0%	2,027	28.4%	

Fuente: Davivienda Corredores

corporativo, iliquidez (excepto en las acciones preferenciales) o investigaciones. Sin embargo, somos conscientes de que actualmente el mercado les asigna a algunas compañías este tipo de descuentos, lo que las puede llevar a desviarse de nuestra estimación de valor justo. Siendo conscientes de esto, si asumiéramos que las acciones de Corficolombiana, Cemex Latam Holdings y Grupo Aval se mantuvieran en el nivel de precio actual e incorporáramos un descuento por iliquidez del 3% en el COLCAP (+400 pbs del nivel actual), el valor objetivo del COLCAP se ubica en 1,792 puntos, lo que equivale a un potencial de valorización de 13.50%, muestra de lo atractivo que continúa siendo el mercado colombiano.

Por último, y en línea con lo que mencionamos en nuestra metodología, estimamos un descuento en las acciones preferenciales de Grupo Sura (10%), Grupo Argos (30%) y Cementos Argos (23%) frente a nuestro Precio Objetivo, basados en un promedio EWMA (*Exponential Weighted Moving Average*) de los últimos cuatro años.

Riesgos y oportunidades

1. MISIÓN DE MERCADO DE CAPITALES

La Misión de Mercado de Capitales buscó establecer una nueva hoja de ruta que permita reactivar y potenciar el desarrollo del mercado de capitales en Colombia. El paso siguiente, y más importante, está relacionado con la implementación de estas recomendaciones, para lo cual algunas requerirán la modificación de las leyes colombianas y, por lo tanto, pueden tardar mucho más tiempo en adoptarse. Sin embargo, es clave que la disposición del Gobierno Nacional y, en particular, del Ministerio de Hacienda y Crédito Público sea la mayor posible para lograr convertir nuestro mercado de capitales en una herramienta vital de canalización del ahorro a la inversión y un incentivo al desarrollo de la empresa privada en nuestro país. Las conclusiones de la Misión se agrupan en las secciones temáticas a continuación:

ARREGLO INSTITUCIONAL

La recomendación de *crear una Dirección para el desarrollo y promoción del mercado de*



capitales dentro del Ministerio de Hacienda y, que a esta la acompañe la creación de un comité consultivo que haga seguimiento a la política pública, lo convierte en un eje central de desarrollo para el país y, por lo tanto, garantiza un apoyo gubernamental determinante para que se materialicen las iniciativas planteadas por la Misión.

Respecto a la URF, se plantea que debe ser el organismo técnico responsable del estudio, proyección y evaluación de la regulación aplicable a las actividades del mercado de capitales, y para esto debe evaluar *ex ante* y *ex post* el costo/beneficio buscado por la regulación, así como basar la regulación en principios de riesgo.

Del mismo modo, se recomienda que la Superintendencia Financiera sea la única entidad responsable de la vigilancia estatal de las personas que ejerzan actividades del mercado de capitales, por lo que igualmente se plantea la necesidad de que el modelo

de autorregulación sea revisado a profundidad para redefinir su papel.

ESTRUCTURA DE MERCADO

Establece la necesidad de definir estándares por tipo de actividad para poder generar licencias modulares, así como que se regule de forma simétrica la actividad de gestión de portafolios (*Asset Management*), independientemente de las entidades que estén autorizadas para ejercerla, con el fin de que no estén restringidos por el tipo de operaciones y servicios que pueden ofrecer.

Respecto al ahorro voluntario de mediano y largo plazo, se resalta que en tanto que el tratamiento regulatorio y tributario sea simétrico, lo deseable es que todos los agentes del sistema financiero (*Asset Managers*) puedan administrarlo y gestionarlo.

Se propone una organización de tres mercados: Mercado Principal, Mercado Privado y Mercado Balcón, este último enfocado



en facilitar el cumplimiento de lo planteado en el Plan Nacional de Desarrollo 2018-2022, en el que se plantea un modelo de emisión de acciones e instrumentos de crédito hasta por 584,000 UVT (~COP20 mil mm) para pequeñas y medianas empresas.

REGULACIÓN DE INCENTIVOS

En relación con las AFP, se resalta la necesidad de suprimir el régimen de rentabilidad mínima para establecer incentivos financieros alineados con el mejor interés de los afiliados. Por lo tanto, se establece la eliminación de la reserva de estabilización de rendimientos. Es probable que estas modificaciones tarden un tiempo más para su implementación porque van a requerir, ini-

cialmente, un estudio de los impactos que estos cambios puedan tener en los recursos administrados y modificaciones a las leyes existentes en el país. Por lo tanto, se sugiere al gobierno iniciar una evaluación de la conveniencia del nivel actual exigido para la reserva de estabilización.

Para los Fondos de Pensiones y Cesantías propone definir la comisión a través de un componente fijo y uno variable, como proporción del exceso de retorno que se genere sobre la rentabilidad objetivo que se defina para cada portafolio.

En lo que respecta a las entidades aseguradoras, se recomienda permitir la participación de entidades del exterior en el mercado de seguros previsionales y rentas vitalicias.

MANEJO DE ACTIVOS PÚBLICOS

Se recomienda crear la Anpap (Agencia Nacional de Participaciones Públicas) que aglomere la propiedad de todas las empresas en las que la Nación tenga participaciones de capital, con el mandato de actuar como el *holding* de inversiones del Estado colombiano. Esta puede ser una de las iniciativas que más se ha revelado por parte del Ministerio de Hacienda y que se espera esté creada antes de que termine 2019; entendemos por información conocida a través de medios de comunicación que la fecha estimada para que esto suceda es a finales de noviembre.

En este punto, es importante mencionar que recientemente se expidió el De-



creto 1562 del 30 de agosto de 2019, en el que se realizaron adiciones referentes al retiro de cesantías, al Decreto 1072 de 2015, en donde el artículo 2.2.1.3.24 establece: “Retiro para acciones: Las personas naturales podrán retirar sus cesantías acumuladas con el objeto de adquirir acciones de propiedad del Estado, en los términos y condiciones establecidas en la Ley 226 de 1995. (...)”, lo cual complementa lo que ya establece la Ley 226 en su artículo 11: “Cuando los adquirentes sean personas naturales, podrán utilizar las cesantías que tengan acumuladas, con el objeto de adquirir estas acciones”. Así que entendemos que se formaliza la posibilidad de que los colombianos participen en procesos de enajenación de empresas de la Nación utilizando sus ahorros de cesantías.

Frente a la selección de gestores de los fondos públicos vinculados a seguridad social en pensiones, plantea la necesidad de ampliar el número de agentes y tomadores de decisiones de inversión. Por lo tanto, se plantea que, en lugar de adjudicar el fondo a través de consorcios, se opte por otorgar múltiples mandatos de inversión entre diversos agentes; todo esto con el fin de que se aumente la competencia que maximice los intereses del Estado.

Propone modificaciones y flexibilización de la Ley 226 de 1995, por lo cual plantea que se debe diferenciar entre los procesos que se adelantan en mercados privados o en mercados de capitales para que, en el caso de los primeros, se acorte el tiempo de la oferta preferente al sector solidario y, por otro lado, en los segundos, el enfoque busca que la formación de precio de enajenación se ajuste a los usos internacionales.

PROMOCIÓN DE MERCADO Y EDUCACIÓN FINANCIERA

Se le da un rol muy relevante a la educación financiera, la cual debe ser un objetivo de política para el desarrollo y promoción del mercado de capitales e impulsada por el gobierno.

ÁMBITO INTERNACIONAL

“El gobierno debe adoptar autónomamente medidas regulatorias que señalen el camino para la integración de los mercados de capitales de la Alianza del Pacífico”.



“

Respecto al ahorro voluntario de mediano y largo plazo, se resalta que en tanto que el tratamiento regulatorio y tributario sea simétrico, lo deseable es que todos los agentes del sistema financiero (*Asset Managers*) puedan administrarlo y gestionarlo

”

2. LEY DE FINANCIAMIENTO

El pasado 16 de octubre de 2019, la Corte Constitucional profirió su sentencia en la que declaró inexecutable la totalidad de la Ley de Financiamiento (Ley 1943 de 2018), a partir del 1 de enero de 2020. La Sala Plena justificó su decisión al adjudicar vicios en el procedimiento, por haber desconocido los principios de publicidad y consecutividad. Adicionalmente, se dispuso que en caso de que para el 31 de diciembre de 2019 no se haya aprobado una nueva ley, de manera inmediata entrarían en vigencia las normas derogadas y modificadas por la Ley de Financiamiento.

Recientemente, el Gobierno Nacional radicó ante el Congreso la propuesta de Reforma Tributaria con las mismas características de la Ley de Financiamiento, la cual

actualmente se encuentra en estudio por parte del legislativo. Si bien la reforma presentada no contiene modificaciones frente a la ley vigente en 2019, no descartamos que la aprobada finalmente surta cambios o que eventualmente no se apruebe, por lo que será importante monitorear los siguientes aspectos, que quedaron plasmados en la ley derogada y que pueden impactar el valor justo de compañías del COLCAP:

- I. Reducción del impuesto de renta y eliminación gradual de la renta presuntiva
- II. Sobretasa de impuesto de renta al sector financiero
- III. IVA a comisiones de seguros de vida
- IV. Imposibilidad de venta de bienes inmuebles
- V. Dedución de IVA generado en adquisición de bienes de capital



3. INVESTIGACIONES

Una de las principales preocupaciones en el ámbito local continúa siendo la incertidumbre que generan las distintas investigaciones adelantadas por entidades nacionales y extranjeras, en las que están vinculadas algunas compañías como Grupo Aval, Corficolombiana, Concreto, Cemex y Cementos Argos. Si bien esta no es una novedad para el mercado y su posible resultado e impactos no son de fácil cuantificación, no deja de ser una limitante para el desem-

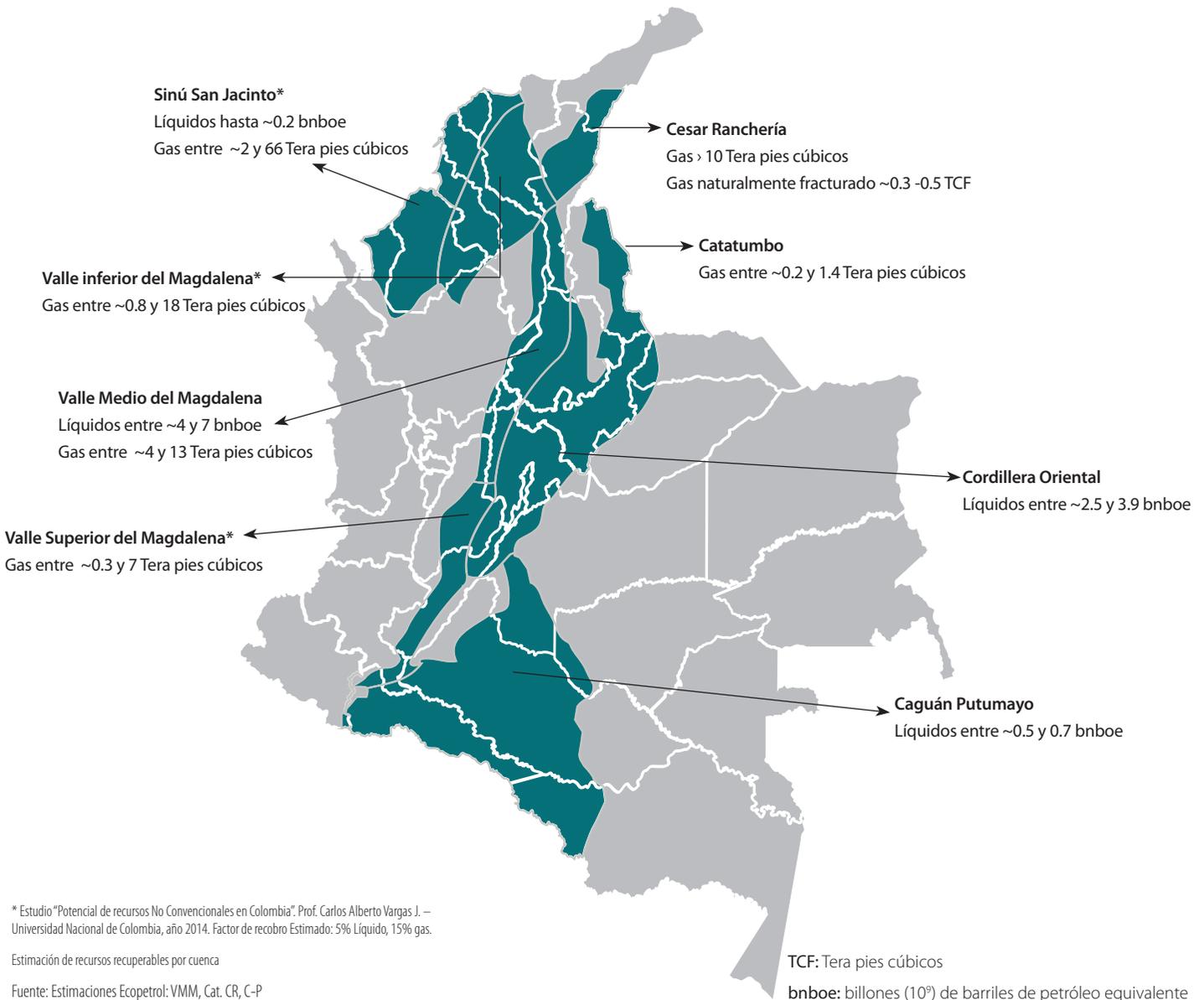
peño de la renta variable a escala local, que puede generar desconfianza en inversionistas de distintos perfiles de riesgo, particularmente en lo relacionado con el sector de la construcción, que ha sido el más afectado.

Al evaluar el impacto que las investigaciones han tenido en los precios de las acciones, reconociendo que hay muchos otros factores que determinan su precio de mercado, encontramos que desde que se hicieron públicas las investigaciones y hasta la fecha, los precios de sus acciones han caído entre el 13% (Corficolombiana) y el 60%

(CLH). Este resultado deja en evidencia que, incluso en casos como el de Corficolombiana, en el cual las utilidades han crecido de manera acelerada, el impacto y la aversión que han generado las investigaciones han pesado más que sus fundamentales y resultados.

Finalmente, en casos como el de Concreto, las investigaciones han llegado a repercutir significativamente en la capacidad de ejecución de obras, en el cierre financiero de proyectos, en su capacidad de reemplazo de backlog y en la liquidez de la compañía.

► Cuencas geológicas con potencial de no convencionales



4. FRACKING

Colombia es una economía dependiente del sector petrolero, una de las actividades más importantes para el desarrollo social y la generación de empleos. No obstante, la constante reducción en la vida media de las reservas probadas en Colombia (Crudo 6.2 años y Gas 9.8 años), ha generado mucha incertidumbre respecto a la sostenibilidad a futuro del sector. Por este motivo, la seguridad energética empieza a ser fundamental en las políticas económicas del país.

El tema del *fracking* en Colombia nace como una de las necesidades económicas para aumentar las reservas probadas e incentivar un mayor crecimiento en el sector. De acuerdo con los estudios realizados por la Agencia Nacional de Hidrocarburos, Ecopetrol y otras empresas del sector, el potencial de reservas de crudo y gas podría aumentar la vida media considerablemente, entre 8 y 22 años para el crudo y entre 35 y 50 años para el gas. En la página anterior se muestran las cuencas con mayor potencial en Yacimientos No Convencionales en nuestro país:

Tomando en cuenta el potencial de las cuencas, cerca de 5.000 mmbpe serían agregados a las reservas actuales que se encuentran en 1,958 mmbpe. Si bien el beneficio económico del *fracking* para la industria y el país es significativo, existen grupos opuestos a estas operaciones, que argumentan los siguientes puntos:

- **Impacto ambiental.** i) el fracturamiento de las formaciones puede generar filtraciones de fluidos tóxicos a los reservorios de agua que se encuentren cerca del yacimiento objetivo; ii) las operaciones de *fracking* requieren altas cantidades de agua, las cuales al retornar pueden contener elementos radiactivos; iii) emisión de gases de efecto invernadero, como el metano (CH₄), que se libera a través del fluido de fracturación; iv) la sismicidad inducida, causada por el aumento de las presiones en las formaciones geológicas; v) impacto sobre los ecosistemas.
- **Impactos sociales.** i) ruidos de perforación; ii) impacto visual; iii) impactos en



La constante reducción en la vida media de las reservas probadas en Colombia (Crudo 6.2 años y Gas 9.8 años), ha generado mucha incertidumbre respecto a la sostenibilidad a futuro del sector.



la salud de la población tras la contaminación de las fuentes hídricas con elementos tóxicos; iv) demandas sociales y continua intermitencia de las operaciones por protestas.

Con estos argumentos, el Consejo de Estado da suspensión a la reglamentación en noviembre de 2018 para el desarrollo de las actividades de *fracking*, y se reitera esta misma sentencia en agosto de 2019, resaltando que el crudo extraído por medio de esta técnica no puede ser comercializado; no obstante, las actividades de investigación sí pueden realizarse.

Por ende, Ecopetrol efectuará las pruebas piloto de *fracking* en el Valle Medio del Magdalena (inversión estimada de USD 500 mm para la totalidad del proyecto a 2021) en el segundo trimestre de 2020, con el fin de analizar detalladamente los impactos que pueden tener el fracturamiento hidráulico y su viabilidad para la comercialización y desarrollo de los campos productores. Se estima que el proceso de investigación tome tres años antes de entrar en la fase desarrollo de los campos, dependerá de que la compañía logre obtener la licencia social.

5. CONTEXTO INTERNACIONAL

Durante el año 2019, los altos niveles de incertidumbre global ligados a temas como la guerra comercial entre Estados Unidos y China, el *brexit* o las preocupaciones por la excesiva toma de riesgos en los mercados financieros a causa de las excepcionalmente bajas tasas de interés, en un entorno de

desaceleración económica mundial, han llevado a que el desempeño de los mercados accionarios emergentes sea débil y prime la cautela de los inversionistas y el apetito por activos en Estados Unidos. De esta manera, mientras el S&P500 ha tenido un retorno total de 19.12% en lo corrido del año,¹ el MSCI de mercados emergentes lo ha hecho en un 9.76%, el MSCI de Latinoamérica en 10.73% y el MSCI de Colombia ha avanzado 19.70% para este mismo período.

Ahora bien, aunque consideramos que los dos primeros factores seguirán concentrando la atención de los inversionistas y generando incertidumbre, también reconocemos que recientemente se han dado acercamientos y negociaciones entre las partes, que nos llevan a tener una expectativa levemente positiva sobre estos.

Por un lado, frente a las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, consideramos que las relaciones entre estas dos potencias económicas seguirán siendo, inevitablemente, tensionantes a largo plazo, dada la relevancia que ha cobrado la economía china en los últimos años, y que apunta a que antes de 2030 ocupe el primer lugar global por tamaño del PIB. A esto se suma que, debido al importante avance en materia tecnológica y al próximo desarrollo de la red 5G, esta economía se ubica como un gran retador para Estados Unidos. Sin embargo, también es importante mencionar que varios factores nos llevan a pensar que estos dos países se necesitan mutuamente y, por lo tanto, es probable que lleguen a acuerdos en materia comercial, dentro de los que destacamos:

1 Cifras al 18 de octubre de 2019



De acuerdo con los estudios realizados por la Agencia Nacional de Hidrocarburos, Ecopetrol y otras empresas del sector, el potencial de reservas de crudo y gas podría aumentar la vida media considerablemente, entre 8 y 22 años para el crudo y entre 35 y 50 años para el gas.



- I. En términos de PIB per cápita, China no superaría a Estados Unidos en los próximos cincuenta años.
- II. Estados Unidos produce lo que China necesita (bienes agrícolas y energía) y sus economías son muy diferentes y complementarias.
- III. Aunque el yuan pueda ganar relevancia internacional, no llegará a desplazar al dólar como principal moneda de reserva global.
- IV. China ha sido el mercado de mayor crecimiento para las exportaciones de Estados Unidos en los últimos años, lo que lo hace un mercado muy atractivo.

toma excesiva de riesgos en los mercados financieros, que podría llevar a correcciones significativas de los precios de los activos.

En primera medida, como lo mencionamos a lo largo de esta publicación, no consideramos que la economía global ni Estados Unidos se acerquen a un período de recesión para los próximos meses, aunque sí es claro que las presiones de desaceleración son importantes: i) Latinoamérica es una de las regiones de menor crecimiento económico en 2019; ii) la industria automotriz atraviesa por un período bastante retador a escala global; iii) la guerra comercial ha

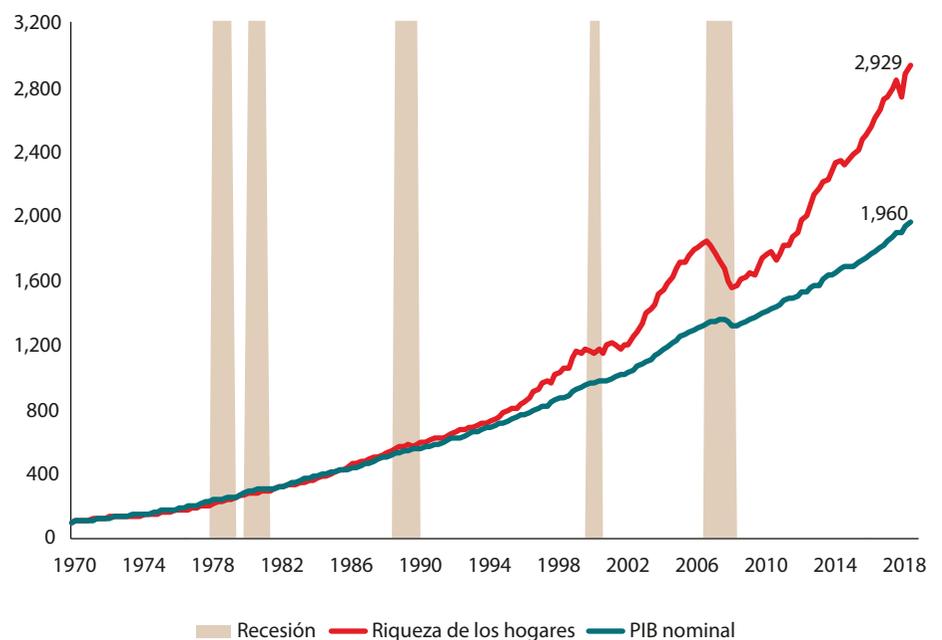
afectado la confianza empresarial y los volúmenes de comercio mundial. Sin embargo, en la medida en que los bancos centrales a escala mundial han retomado sus políticas de menores tasas de interés y que no identificamos un deterioro relevante de los indicadores económicos en Estados Unidos, consideramos que el mundo crecerá a bajas tasas durante 2020, pero evitará un escenario complicado como el de una recesión.

Ahora bien, tal vez el principal riesgo que sí identificamos en los mercados financieros a escala global es la inflación de activos que se ha producido en los últimos años

Por su parte, el *brexit* es un tema que ya completa más de tres años desde que se llevó a cabo el referendo del 23 de junio de 2016 y sigue sin una definición final. No obstante, en las últimas semanas, el primer ministro de Reino Unido, Boris Johnson, reveló que se ha llegado a un acuerdo con la Unión Europea y sería el momento para que el parlamento británico respalde este acuerdo. Aunque entendemos que aún no se logra un acuerdo que satisfaga los intereses del parlamento y vendrían algunos meses más de negociaciones, interpretamos estos acercamientos como un interés de las partes por evitar un escenario abrupto de salida sin acuerdo, que podría afectar significativamente la economía del Reino Unido.

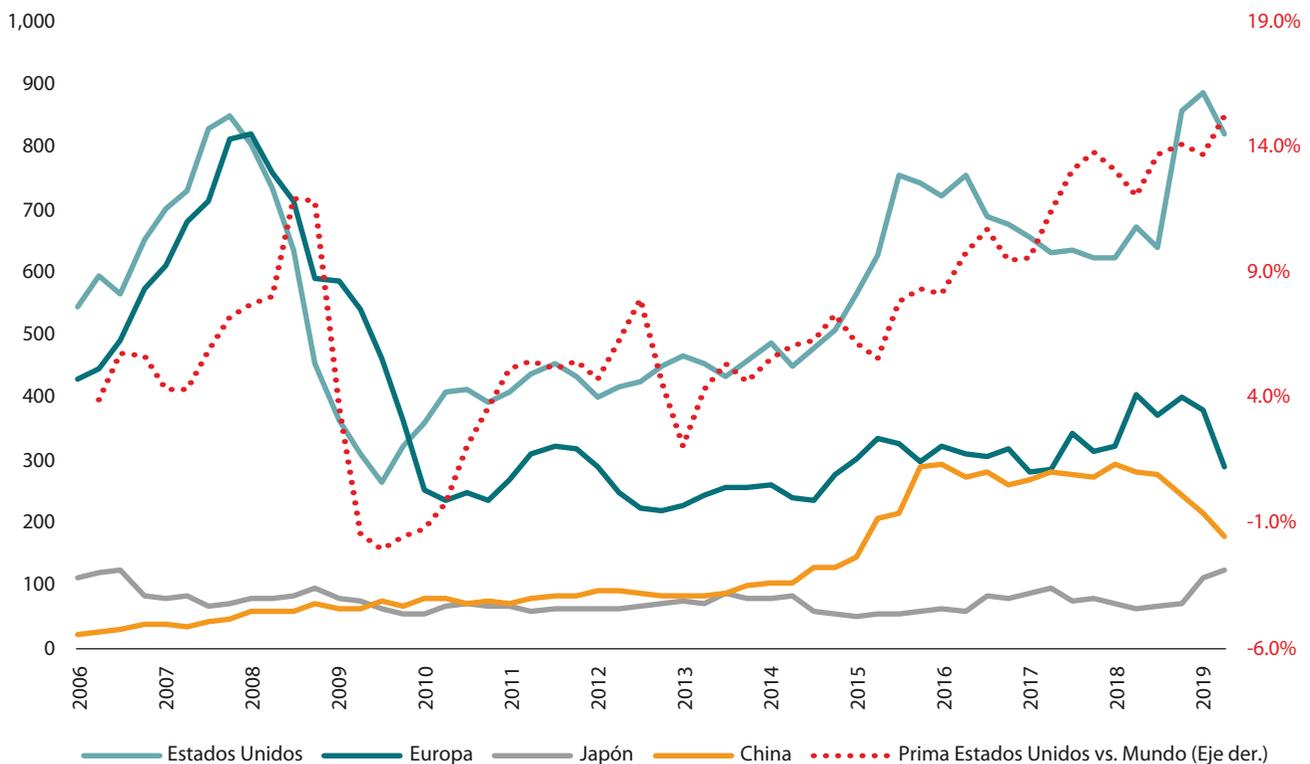
El tercer aspecto, y sobre el cual profundizaremos más en este aparte, dado que representa uno de los principales riesgos para nuestra visión positiva sobre las acciones colombianas, lo analizamos en dos partes: la desaceleración económica mundial y la

► Evolución de la riqueza de los hogares frente al PIB. Base 100 diciembre de 1970



Fuente: Fed St Louis

► **Transacciones globales de fusiones y adquisiciones. USD miles de millones**



Fuente: Reporte de Estabilidad Financiera Global – FMI | Bloomberg | Cálculos Davivienda Corredores

dadas las amplias condiciones de liquidez y las excepcionalmente bajas tasas de interés. De esta manera, al comparar la tendencia de la riqueza de los hogares en Estados Unidos desde 1970, frente a la evolución del PIB nominal de esa economía, se observa un claro desfase que guarda cierta similitud con momentos en la historia como el período 2000-2002 o el 2006-2008, lo que sin duda enciende las alarmas sobre un posible desfase en el precio de los activos que pudiese llevar a momentos complicados, como los atravesados en los períodos mencionados. En línea con esto, y teniendo en cuenta que gran parte de la riqueza se concentra en activos inmobiliarios o financieros, al evaluar el comportamiento de los primeros no se observan desajustes significativos, lo que deja como principales responsables de esta inflación a los activos financieros.

En este punto debemos destacar que el rol de la deuda y las bajas tasas de interés en el buen comportamiento de los mer-

cados accionarios ha sido muy relevante, en especial a través de la financiación de fusiones y adquisiciones (M&A), recompras de acciones y pago de dividendos, lo que ha servido para sostener los niveles actuales de valoración de los mercados y la dinámica de crecimiento de utilidades por acción de las compañías.

Sin embargo, es importante mencionar que una gran parte de estas operaciones ha estado financiada con deuda *High Yield* o con créditos apalancados (*leveraged loans*) y, por lo tanto, representa uno de los principales riesgos para el comportamiento del mercado accionario en Estados Unidos, en la medida en que una desaceleración más pronunciada de la economía podría llevar a dificultades para seguir financiando este tipo de operaciones y, por consiguiente, dejaría de ser el gran soporte del mercado como hasta ahora.

En línea con esto, es notorio que en Estados Unidos las transacciones de fusiones

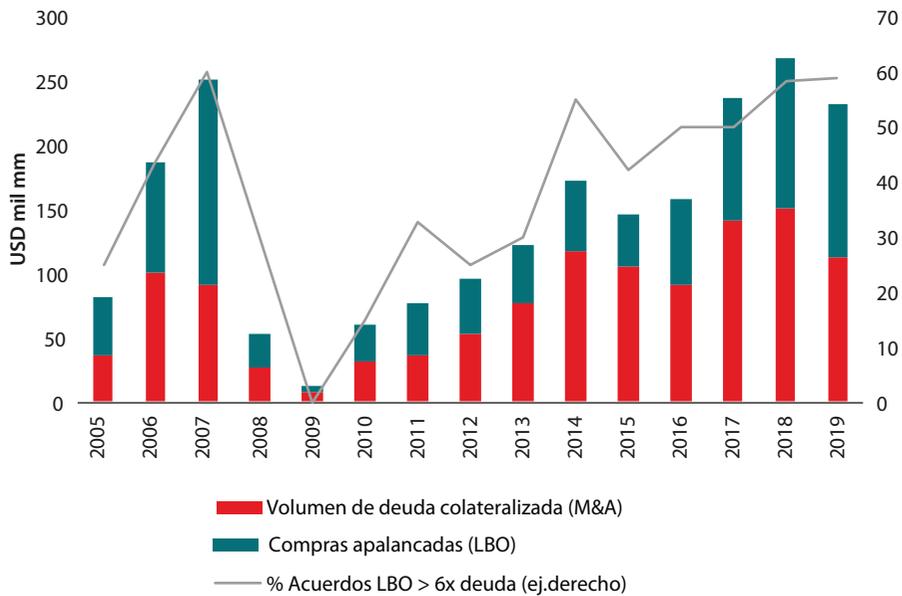
y adquisiciones han crecido significativamente en los últimos cinco años y alcanzan los USD 820,000 millones con cifras a junio de 2019, comportamiento que no se observa en la misma magnitud en Europa, ni en Japón, ni en China y que, en parte, también podría explicar por qué cuando se analizan las valoraciones de las acciones norteamericanas frente a las demás a escala global, se percibe que las primeras transan con una prima cercana al 16%, medida por el múltiplo de precio/utilidades proyectadas a 12 meses.

De esta manera, también podría argumentarse que el mayor riesgo de corrección de los precios de las acciones se encuentra en Estados Unidos, y que si las condiciones de tasas de interés bajas y amplia liquidez se mantienen, sería probable ver que la actividad de M&A repunte en el resto de los países, ayudando a sus valoraciones.

Del mismo modo, es claro cómo en el año 2019 se han emitido cerca de USD 80,000 millones en instrumentos de deuda



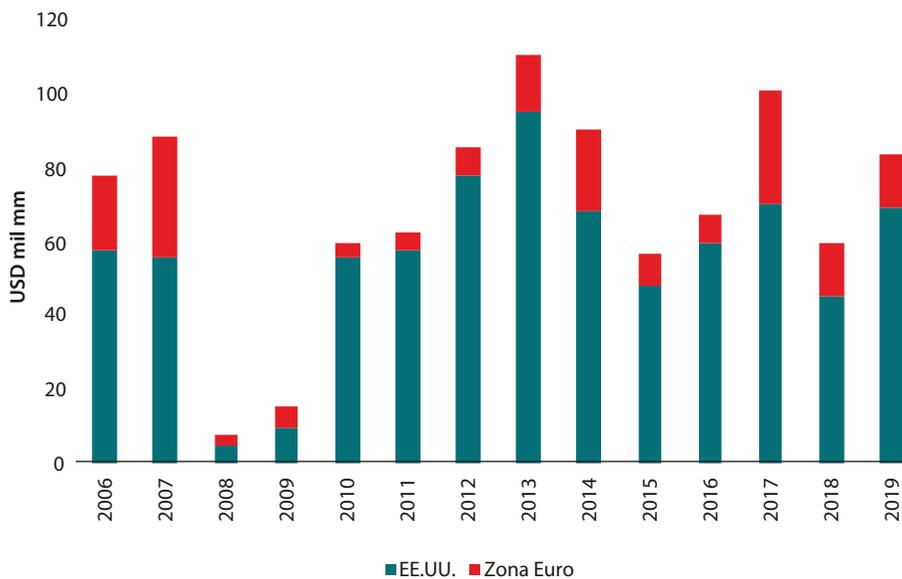
► **Volumen de Leveraged Loans para M&A y Compras apalancadas (LBO). USD Miles de millones**



High Yield y Leveraged Loans para financiar recompras de acciones y pagos de dividendos en los mercados de Estados Unidos y la Zona Euro, a lo que se suma que cerca de USD 240,000 millones en créditos apalancados se han utilizado para financiar operaciones de M&A en Estados Unidos, monto que ha aumentado en los últimos tres años. Así, cualquier alteración que se llegase a presentar en el mercado de deuda internacional podría inmediatamente impactar la dinámica del mercado corporativo y, por consiguiente, llevar a una corrección en los precios de los activos, lo que finalmente se traduciría en una reducción significativa del apetito por riesgo de los inversionistas y, posiblemente, en salidas de flujos de los mercados emergentes.

Fuente: Reporte de Estabilidad Financiera Global - FMI

► **Bonos High Yield y Leveraged Loans usados para dividendos y recompra de acciones. USD Miles de millones**



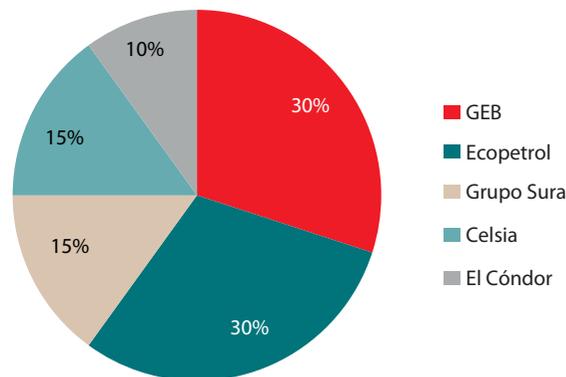
Fuente: Reporte de Estabilidad Financiera Global - FMI

TOP PICKS 2020

El año 2020 se presenta con importantes retos para el mercado local en medio de un variado grupo de factores, provenientes principalmente de los mercados internacionales, tales como la extensión de la guerra comercial y señales más evidentes de desaceleración global, que con seguridad repercutirán en el desempeño de los mercados financieros y generarán picos de volatilidad, pero que también se convierten en oportunidades para el mercado de acciones colombiano, teniendo en cuenta la recuperación en la economía del país y el potencial de valorización que persiste para el mercado. Pese a la importante valorización que presentó el COLCAP desde la publicación de *El Libro 2019 – De liquidez y oportunidades* (+13.4%), el grueso de las compañías colombianas continúa evidenciando amplios descuentos frente a sus valores justos, lo que implica que aún existe un potencial atractivo en la renta variable local.

En la medida en que las tasas de interés globales se mantengan en niveles históricamente bajos o incluso negativos, las primas de riesgo por capital, derivadas de las expectativas de retorno para la renta fija y las acciones, se podrían seguir ampliando o mantenerse en niveles altos. A lo anterior, se suma la expectativa de que la economía colombiana siga presentando un diferencial positivo en sus tasas de crecimiento frente a Latinoamérica, lo que se convierte en un argumento adicional para nuestra visión positiva frente a las acciones locales, donde estimamos un potencial de valorización del COLCAP de 19.2% para 2020, que nos lleva a una expectativa de retorno total de 23.6%. Sin embargo, y pese a que buena parte de las acciones en nuestro universo de cobertura cuentan con potenciales de valorización positivos,

► Portafolio Top Picks 2020



Fuente: Davivienda Corredores

consideramos que el posicionamiento en acciones debería favorecer aquellas compañías que cuentan con las condiciones para materializar de forma más rápida dichos potenciales, sin necesidad de exponerse a riesgos que puedan impactar muy negativamente su desempeño.

Nuestros *Top Picks* se concentran en compañías que en su mayoría forman parte de sectores estratégicos para el crecimiento económico del país, que cuentan, además, con estructuras de capital sólidas, con planes de expansión importantes para los próximos años, sin estar expuestas a riesgos de gobierno corporativo, con catalizadores que podrían permitir el reconocimiento de su valor justo con mayor facilidad y, por supuesto, con altos potenciales de valorización. Con estas premisas, nuestros *Top Picks*¹ para 2020 son: GEB (30%), Ecopetrol (30%), Grupo Sura (15%), Celsia (15%) y El Cóndor (10%).

Vale la pena destacar que en la escogencia de estos nombres mantenemos nuestra filosofía de inversión *Value Investing*², en busca de ponderar en mayor medida, a la hora de tomar decisiones de inversión, factores

fundamentales de las compañías, tales como su capacidad de generación de utilidades, la diferencia entre el valor justo estimado y el precio de mercado, los resultados operacionales, entre otros. Asimismo, tenemos un enfoque de inversión de largo plazo, pues cuando recomendamos adquirir acciones en una compañía, nos vemos como sus accionistas y no como inversionistas de corto plazo, pues creemos que los fundamentales de las empresas y, por ende, la generación de valor a sus accionistas, requieren de tiempo para materializarse, crecer y consolidarse.

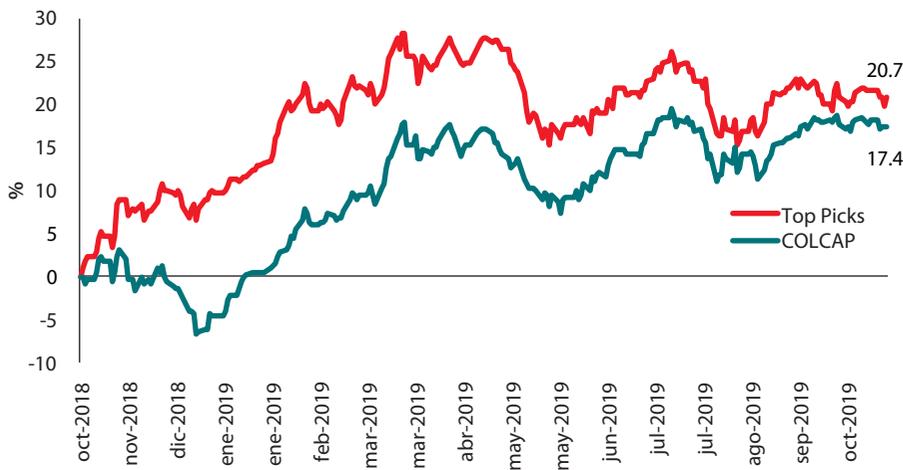
Estamos convencidos de que el análisis fundamental exhaustivo, acompañado de una rigurosa investigación de factores cualitativos de las compañías (principalmente factores de gobierno corporativo y otros intangibles) y de un proceso de gestión de portafolio disciplinado y metódico, son herramientas esenciales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

1 Selección de compañías que, luego de aplicar nuestra metodología de análisis fundamental, consideramos son las alternativas de inversión más atractivas en el mercado local de acciones.
2 Value Investing o Inversión en Valor es una estrategia de inversión dada a conocer por Benjamin Graham y ampliamente implementada por Warren Buffett en su fondo de inversión Berkshire Hathaway.



TOP PICKS 2020

▶ Retorno total Top Picks vs. COLCAP (%)



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores



Durante el año realizamos varios rebalances de nuestro portafolio de *Top Picks* con el fin de aprovechar las diferentes oportunidades que se presentaban en el mercado, y de igual manera tomar utilidad en varias de las posiciones que tuvimos en el año.

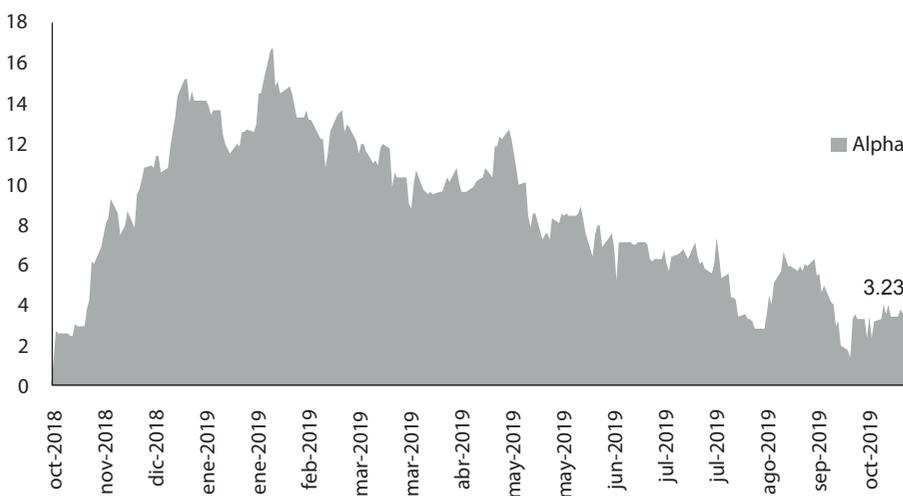


torno sobre el índice COLCAP) de nuestros portafolios sugeridos de *Top Picks* en los últimos cuatro años ha promediado +4.75%³.

Antes de exponer las principales razones por las cuales realizamos nuestra selección de *Top Picks* 2020, nos permitimos presentar un balance de los resultados de nuestros *Top Picks* 2019, donde vale la pena mencionar que, como consecuencia de la alta volatilidad que se anticipaba para el período y la necesidad de asumir posturas más tácticas y ser más estrictos al momento de tomar utilidades, el portafolio fue modificado en cuatro ocasiones desde la publicación de *El Libro 2019*. Desde la fecha de publicación de nuestro documento *El Libro 2019 – De liquidez y oportunidades*, el 29 de octubre de 2018, hasta la fecha de publicación de este informe *El Libro 2020 – Colombia, con fuerza propia*, nuestra canasta de *Top Picks* 2019 tuvo un retorno total de 20.7%, superior al retorno de índice COLCAP (17.4%) para el mismo período, generando un *alpha* total de 3.23%; es importante destacar que durante ese mismo período, el *alpha* promedio de nuestro portafolio fue de 8.46%.

Durante el año, realizamos varios rebalances de nuestro portafolio de *Top Picks* con el fin de aprovechar las diferentes oportunidades que se presentaban en el mercado, y de igual manera tomar utilidad en varias de las posiciones que tuvimos en el año. De esta forma, la composición promedio del portafolio de *Top Picks* 2019 durante el período de evaluación fue de 48.0% para Grupo Sura, 17.1% para Cementos Argos, 16.4% para Grupo Argos, 13.4% para Grupo Energía Bogotá y 5.1% para Preferencial Bancolombia. Como resultado, la contribución al retorno del portafolio (retorno total de 20.7%) está compuesta así: 9.3% Grupo Argos, 5.9% Preferencial Bancolombia, 4.3% Grupo Energía Bogotá, 2.1% Grupo Sura y -1.0% Cementos Argos. Por último, en términos de contribución al *alpha* (exceso de retorno sobre el índice COLCAP de 3.2%) de la cartera de *Top Picks*, Grupo Sura contribuyó con 1.7%, Cementos Argos con -1.2%, Grupo Argos con 8.2%, GEB con 3.1% y Preferencial Bancolombia con 0.0%.

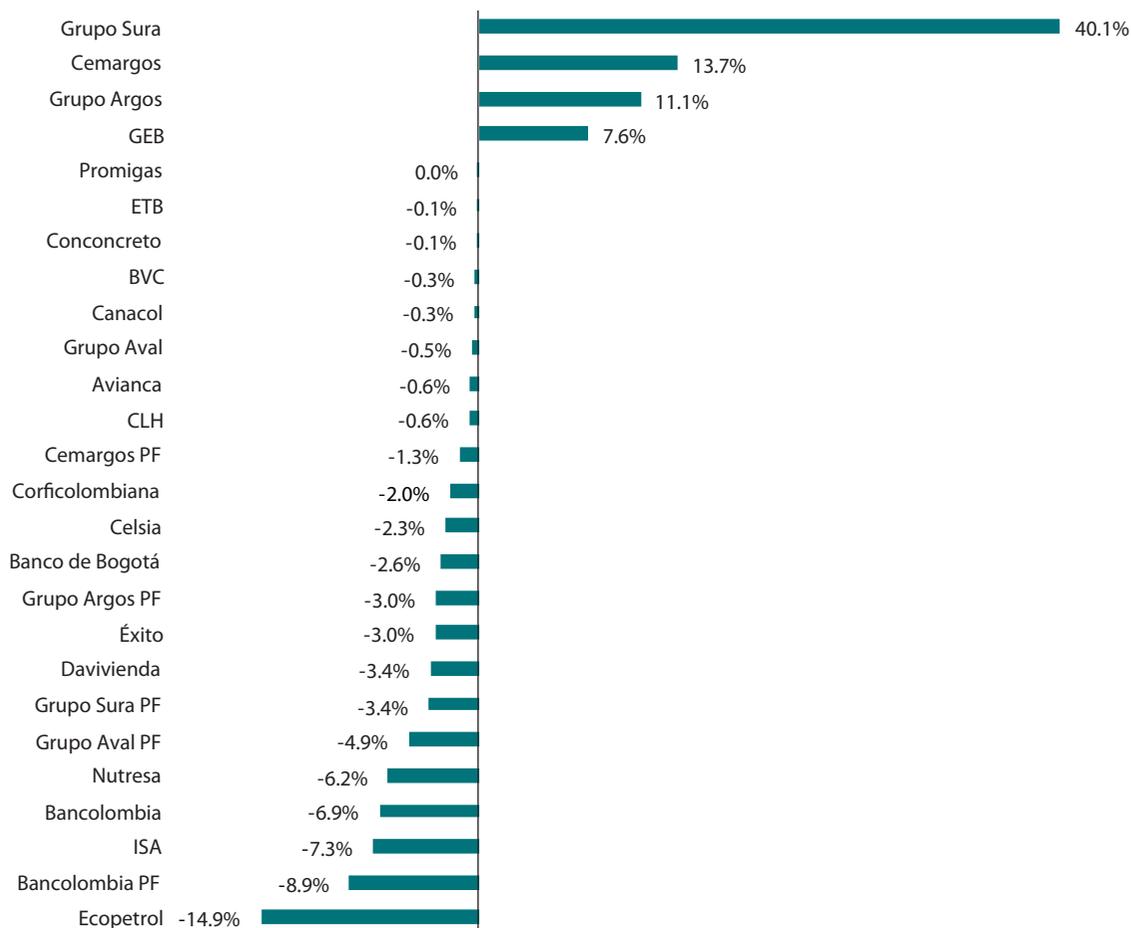
▶ Exceso de retorno frente al COLCAP



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

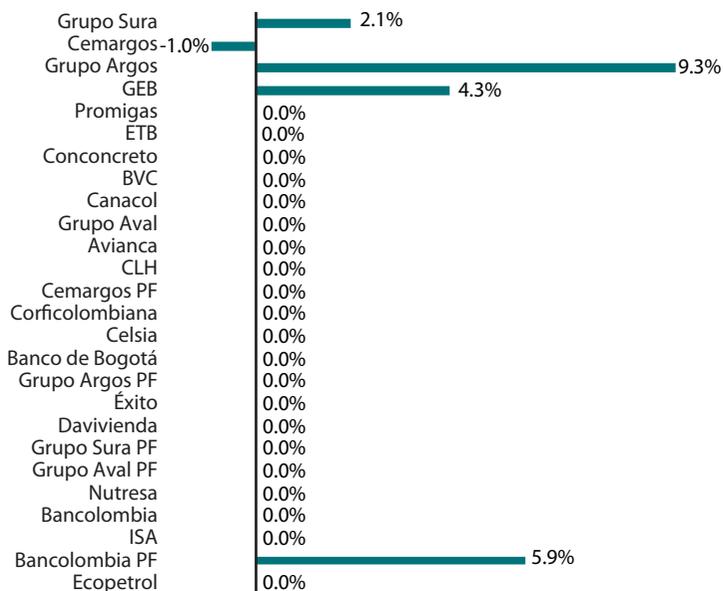
3 Para el cálculo del año 2018 tomamos el retorno del COLCAP excluyendo Ecopetrol dado que su valorización fue de 145% y más del 90% del índice rentó negativo.

► **Desviación de participación vs. COLCAP**



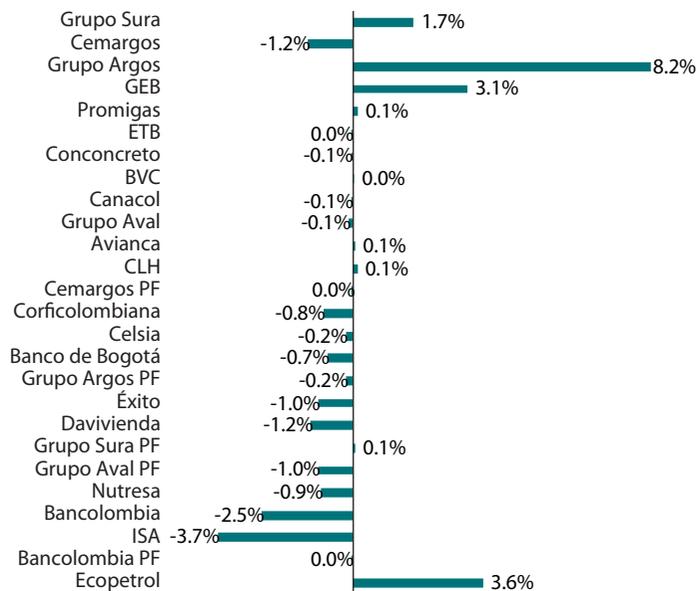
Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

► **Contribución del retorno Top Picks**



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

► **Contribución al alpha**



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores



GEB: Capacidad probada para generar valor

La decisión de mantener al Grupo Energía Bogotá en nuestro grupo de *Top Picks 2020* está fundamentada en el valor y potencial que seguimos identificando en el grupo, producto de un análisis individual de cada una de las compañías que integran su portafolio. Adicionalmente, desde la democratización (venta del Distrito del 10.4% de la compañía), GEB ha ganado relevancia en el mercado (mayor participación en índices locales), mejorado su liquidez y sus estándares de gobierno corporativo, lo que ha resultado en un escenario más apropiado para la formación de precios y, por lo tanto, para capturar el potencial de retorno frente a nuestro Precio Objetivo.

El crecimiento en ingresos y EBITDA de la compañía ha estado soportado por un intensivo plan de CAPEX; entre los años 2014-2018, GEB, a través de sus filiales, ha invertido COP 3.1 billones, lo que permitió pasar de un EBITDA de COP 1.96 bn a COP 2.64 bn en el mismo período, es decir, se incrementó 1.3x en un período de 5 años.

Hacia adelante, esperamos que la senda de crecimiento en los diferentes rubros operacionales se mantenga, dado que el intensivo plan de CAPEX se sostiene, puesto que solo entre 2019-2023 la compañía espera invertir USD 2,426 mm (~USD 400 mm anuales), lo cual es muy favorable si se tiene en cuenta que la rentabilidad media a través del ROE de GEB se ha incrementado paulatinamente desde 11% en 2015 hasta 17% en los últimos 12 meses. Destacamos que las características propias de los negocios de

GEB (regulados, maduros y con flujos de caja estables y crecientes), le permitirán apalancar los nuevos proyectos que forman parte de la estrategia de expansión actual, sin sacrificar la distribución de utilidades.

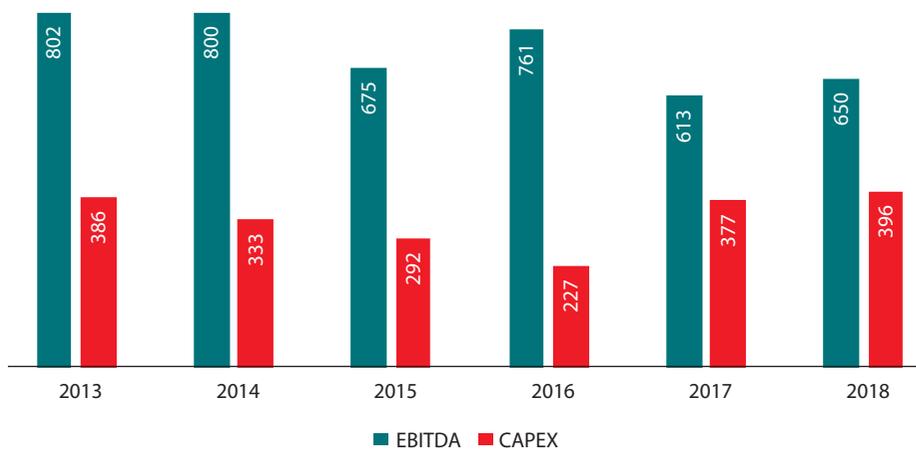
La generación de caja de los negocios maduros (TGI, Codensa y Emgesa), que actualmente representan el 73% del EBITDA consolidado, le daría al *holding* una posición cómoda para explorar oportunidades de crecimiento en la región, sin presionar los indicadores de endeudamiento; teniendo en cuenta que durante los últimos 3 años, Emgesa y Codensa han aportado ~COP 800 mil mm en promedio anual en dividendos al grupo y, que la generación de EBITDA (que ascenderá a ~COP 2.0 billones anuales), permitiría no solo financiar el plan de expansión orgánica de compañías controladas, sino que también abre la oportunidad de avanzar en el crecimiento inorgánico.

Sobre esta base, nuestra expectativa es que GEB pueda asumir su plan de inversiones y mantener una política de distribución de utilidades alta, sin impactar de manera importante sus métricas de apalancamiento. Lo anterior cobra relevancia dado que la compañía se mantendría como una de las de mayor retorno por dividendos del COLCAP, lo que, combinado con la naturaleza defensiva de sus negocios en un entorno de alta volatilidad e incertidumbre, permitirá no solo que se continúe destacando frente al COLCAP por su positivo desempeño, sino que se pueda materializar y reflejar el valor justo de sus activos en el precio de mercado y supere ampliamente el retorno del índice, tal como ha sucedido durante los últimos años.

Destacamos que, aunque no son riesgos equiparables, en la actualidad el retorno por dividendos de GEB supera el rendimiento de un TES de 10 años, por lo que sí se podría afirmar que un inversionista invertido en acciones de GEB podría obtener un retorno similar y dejar abierta la posibilidad de capturar el potencial de crecimiento de la compañía en el largo plazo.

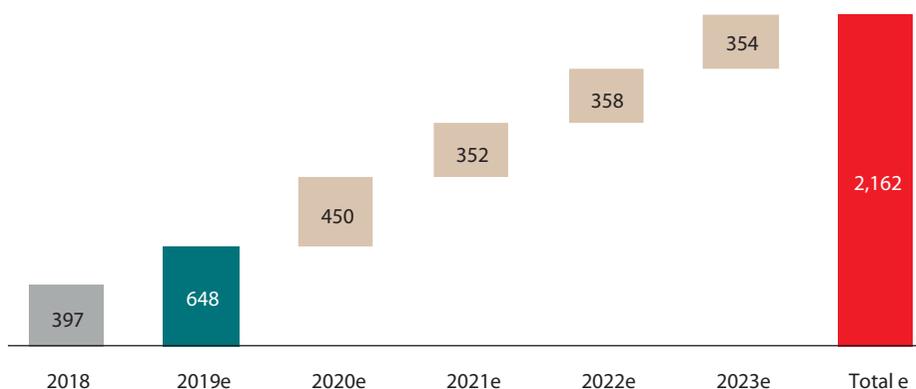
En este sentido, cobran relevancia los negocios en proceso de crecimiento que permiten expandir la operación en Latinoamérica, mitigando los riesgos regulatorios de cada país. Actualmente, el grupo tiene el liderazgo en la distribución de gas en Perú a través de su filial Cálidda, que cuenta con

▶ EBITDA compañías maduras vs. CAPEX (USD millones)



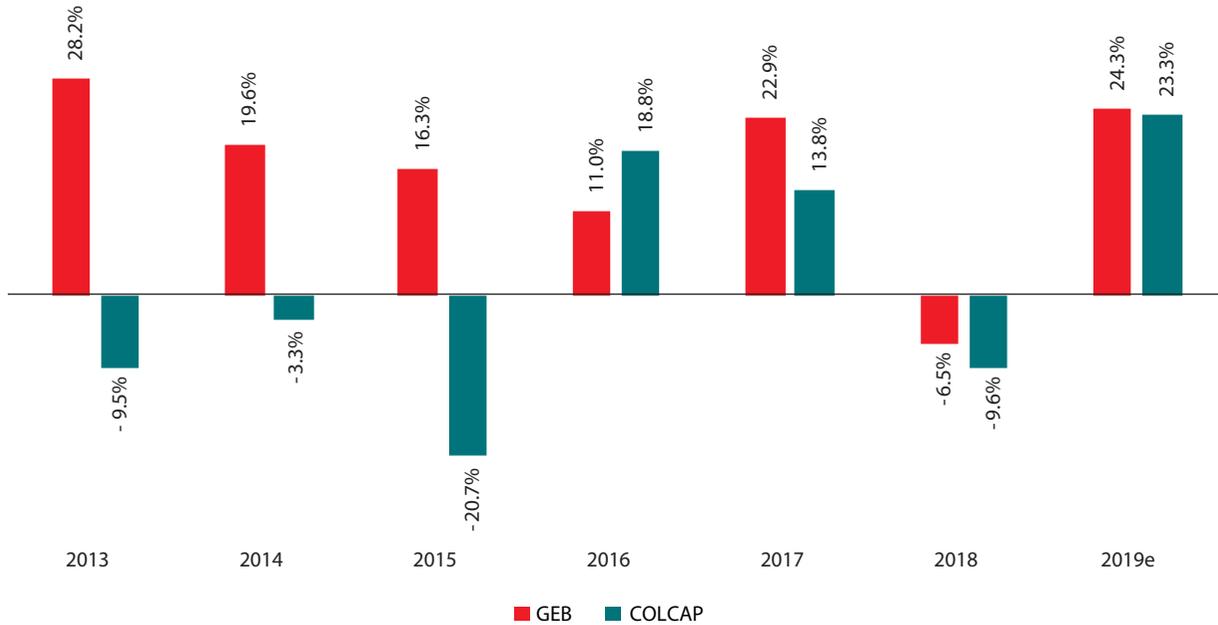
Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

▶ CAPEX del GEB 2018-2023e (USD millones)



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

▶ Retorno total anual GEB vs. COLCAP



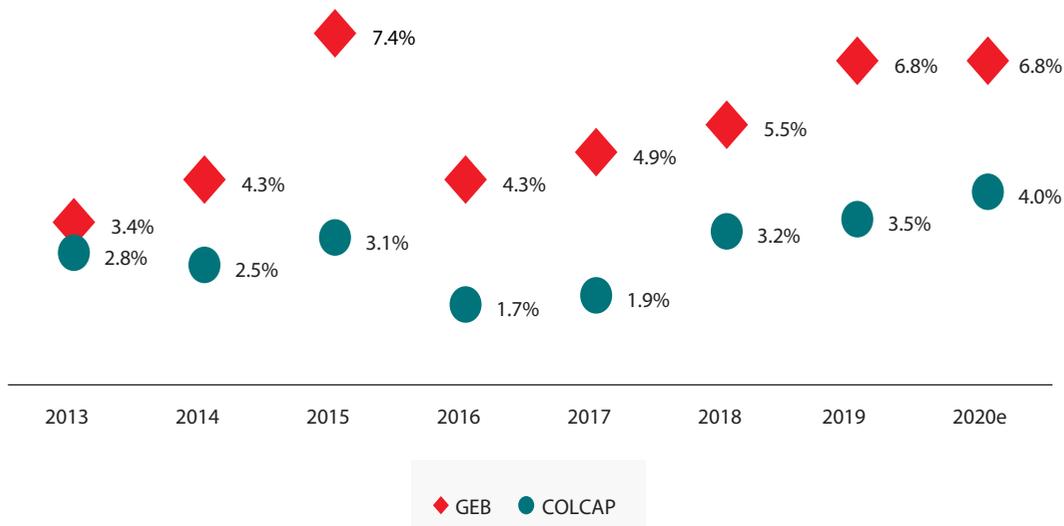
Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores



Destacamos que, aunque no son riesgos equiparables, en la actualidad el retorno por dividendos de GEB supera el rendimiento de un TES de 10 años, por lo que sí se podría afirmar que un inversionista invertido en acciones de GEB podría obtener un retorno similar y dejar abierta la posibilidad de capturar el potencial de crecimiento de la compañía en el largo plazo.



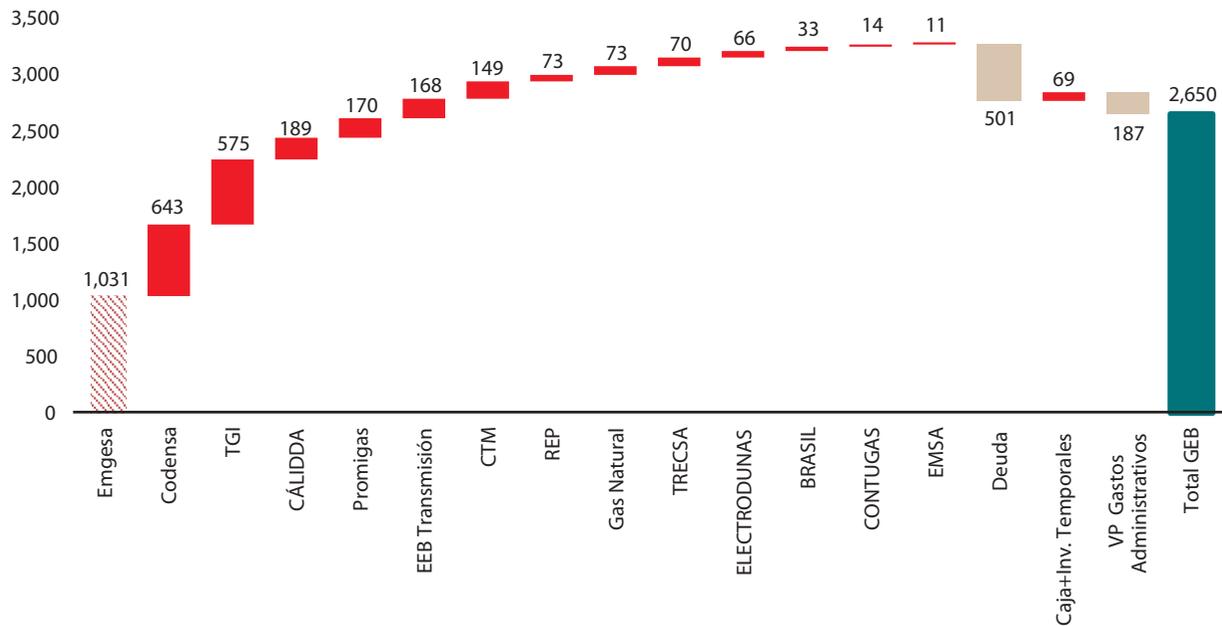
▶ Dividend Yield GEB vs. COLCAP



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores



► **Descomposición del valor –Grupo Energía de Bogotá (COP / acción)**



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

853 mil clientes potenciales y ha mostrado una robusta generación de EBITDA, la cual se ha incrementado a tasas anuales promedio de ~17%; además, en este país recientemente realizó la adquisición de ElectroDunas, que le permitirá acceder a 250 mil nuevos clientes en Perú, lo que se sumaría a la entrada en operación de 9 nuevos proyectos de transmisión en Colombia, que aportarán cerca de USD 98.4 millones a los ingresos consolidados. Vale la pena destacar que tanto los negocios maduros como los de expansión se encuentran en sectores defensivos, cuyo carácter de regulado brinda una importante estabilidad en sus ingresos, que se traduce en una baja volatilidad de la acción de GEB en el mercado.

Por último, es importante resaltar dos aspectos de mucha trascendencia para la compañía, y que transforman de manera importante dos limitantes que los inversionistas han tenido en el radar durante los últimos años, y que a nuestro juicio habían impedido una adecuada formación de precios del activo.

1. MEJORA EN ESTÁNDARES DE GOBIERNO CORPORATIVO

La democratización por parte del Distrito de Bogotá trajo consigo un cambio importante en el gobierno corporativo de GEB, lo cual se materializó a través de un Acuerdo de Accionistas, que se hizo efectivo al cierre de la democratización. Este acuerdo permite re-

ducir de forma significativa el riesgo político al que se ha visto expuesta la compañía y limita la capacidad de decisión del accionista mayoritario. Véase tabla a continuación.

2. INCREMENTO DE LA LIQUIDEZ DE LA ACCIÓN

La primera fase del proceso de democratización trajo consigo una importante mejora en la liquidez de la acción, además de que esta ganó relevancia en los ETF HCOLSEL e ICOLCAP. Cuando calculamos el descuento por iliquidez, se observa que este toca mínimos históricos, lo que tiene sentido dado el incremento de más del 200% en el volumen promedio diario de negociación frente a 2017.

► **Principales cambios por Acuerdo de Accionistas**

Asamblea General de Accionistas	Selección de presidente	Mayor independencia de Junta Directiva	Otras decisiones
<ul style="list-style-type: none"> Minoritarios podrán convocar a Asamblea General de Accionistas. Ampliación de plazos para convocatoria de Asamblea 	<ul style="list-style-type: none"> Conformación de un comité ad hoc que elegirá 3 candidatos Proceso de selección con <i>headhunter</i> Junta Directiva elige presidente de la terna del comité ad hoc 	<ul style="list-style-type: none"> Presidente será miembro independiente Cuatro de nueve miembros deberán ser independientes (GEB tiene 6 indep.) Comités de la Junta Directiva presididos por un miembro independiente 	<ul style="list-style-type: none"> Como: i) la emisión de acciones (incluidas emisiones para pago de dividendo en acciones); ii) venta de activos iguales o superiores al 15% de la capitalización bursátil; iii) reformas estatutarias; iv) distribución de dividendos de utilidades retenidas o reservas, deberán contar con el voto favorable de por lo menos el 70% de los accionistas

Ecopetrol: Preparado para crecer

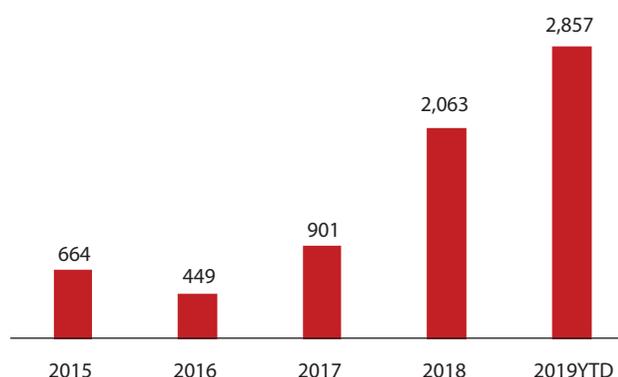
El giro de 180 grados que ha presenciado la industria petrolera desde finales de 2015, por la caída del petróleo, ha estado acompañado de una profunda transformación operacional en Ecopetrol, que a nuestro juicio, actualmente, no está siendo reconocida en el precio actual de la acción, pues subestima el potencial de crecimiento orgánico e inorgánico que podría tener el segmento de exploración y producción en el mediano plazo, dada su robusta posición de caja y el valor que representan sus altos niveles de rentabilidad (ampliamente superiores a sus pares), lo que sumado al alto retorno por dividendos, hacen de la petrolera una oportunidad sumamente atractiva para formar parte de nuestro portafolio de *top picks* 2020.

Vida de reservas: la principal limitante hasta el momento

Pese a que las reservas de la compañía se encuentran en niveles bajos cuando se comparan con las demás empresas de este sector, reconocemos que Ecopetrol ha incrementado sus esfuerzos estratégicos para dar vuelta a esta situación y al contar con una gran capacidad financiera para lograrlo, realizamos un ejercicio para evaluar el *fire-power* o la capacidad de compra de reservas. Así, tomando como base una relación objetivo de Deuda Neta/EBITDA de 2.5x a 2020, un nivel apropiado para no afectar la calificación crediticia de la compañía, y un precio conservador de adquisición de USD 21 por barril probado (que es el precio máximo considerando los múltiplos Precio/Reservas de empresas comparables del sector), concluimos que con USD 16,955 mm (deuda) se podrían adquirir 807 mm de barriles, el equivalente a 2.9 años de vida en reservas. Nuestro ejercicio se muestra en la siguiente tabla.

Vale la pena destacar que en agosto de este año Ecopetrol anunció una alianza estratégica o *Joint Venture* (JV) con Occidental Petroleum Corp. (OXY), con el fin de ejecutar un plan conjunto para el desarrollo de Yacimientos No Convencionales (YNC) en el *Midland* de la cuenca Permian, en el

► Volumen promedio diario GEB (COP mm)



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

estado de Texas (EE. UU.). El Precio/Reservas del *Joint Venture* con Oxy implícito es de ~USD 9.37. Los activos del JV permitirán incorporar 160 millones de barriles de petróleo equivalente al cierre de la transacción (+10% frente a reservas de 2018) y ~115 mmbpe entre 2020-2023, de acuerdo con el plan de desarrollo actual. Si evaluamos la transacción desde el múltiplo EV/Reservas 1P, con una inversión de USD 1,500 mm, el precio pagado es de USD 9.4 por barril de reserva probada, por lo que, en un escenario de este tipo de adquisiciones, incluso el potencial de compra de reservas podría

alcanzar más de cinco años. Consecuentemente, la capacidad para adquirir reservas, sumada a una gestión activa de las técnicas de recobro mejorado y una senda de precio y producción conservadora, disminuiría el riesgo de reservas que el mercado percibe en Ecopetrol. Además, la compañía continúa avanzando en aprovechar el potencial de los yacimientos no convencionales en Colombia, lo que representaría valor adicional en el mediano plazo, teniendo en cuenta que nuestros modelos y análisis de sensibilidad no incorporan supuestos relacionados con este tipo de exploración.

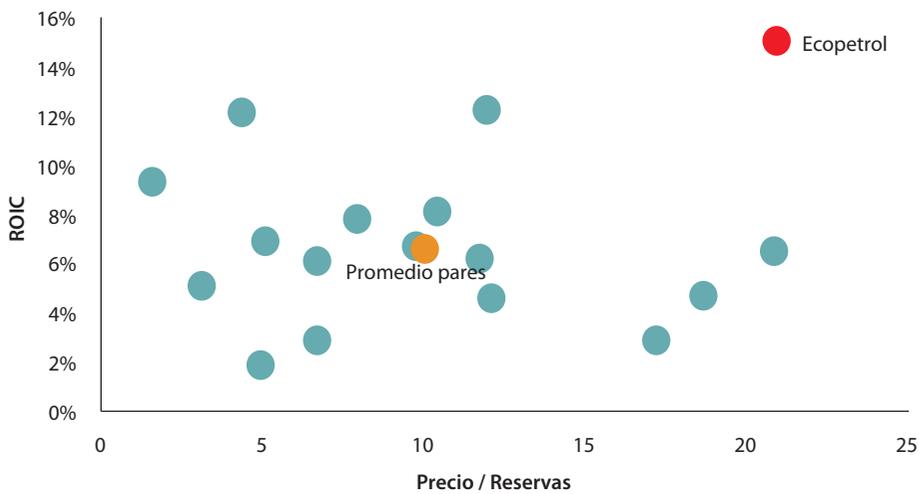
► Capacidad de crecimiento inorgánico

COP mil mm	2019e	2020e	2021e
Deuda Total	35,480	33,825	30,789
Deuda Neta	24,808	23,812	19,458
EBITDA	32,156	31,621	34,457
Deuda Total/EBITDA	1.1	1.1	0.9
Deuda Neta/EBITDA	0.8	0.8	0.6

COP mil mm	2019e	2020e	2021e
Deuda Neta/EBITDA Objetivo	2.5	2.5	2.5
Capacidad de endeudamiento	55,583	55,240	66,685
<i>Tasa de Cambio</i>	3,234	3,258	3,232
Total USD mm	17,187	16,955	20,633

Costos barril 1P (USD)	21	21	21
Adición de reservas (mmb 1P)	818	807	983
Producción (kbped)	725	752	778
Años	3.1	2.9	3.5

Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

**▶ ROIC vs. múltiplo Precio / Reservas**

Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

Por su parte, a pesar de tener una vida de reservas de 7 años, inferior al promedio de sus comparables (14.5 años), Ecopetrol es una compañía dos veces más rentable, pues su margen EBITDA es de 42.9% vs. 25.1% del promedio del mercado en los últimos 12 meses, el ROIC es de 15.2% vs. 6.7% promedio de sus pares comparables. Por lo anterior, si bien su precio de reservas es superior en USD 10 al promedio de sus pares, esto está más que justificado por su elevada rentabilidad y, por el contrario, en la medida en que nuestra expectativa de incremento en la vida de las reservas se materialice, es posible que se dé una expansión adicional en los múltiplos de

mercado, que reflejen su alta capacidad de generación de valor.

Ecopetrol, la compañía de mejor retorno por dividendos del COLCAP

Por último, aunque no menos importante, consideramos que el elevado retorno por dividendos podría ser uno de los principales catalizadores para el precio de la acción. De acuerdo con nuestras estimaciones, Ecopetrol será la acción con mayor retorno por dividendos del COLCAP, gracias a un dividendo estimado de COP 240/acción, lo que se constituye en un atributo adicional, más si se tiene en cuenta el escenario de bajas tasas de

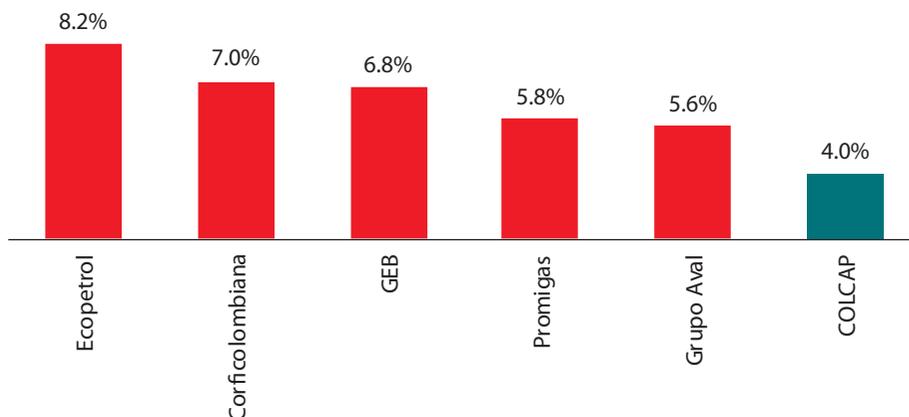
interés y el poco atractivo de la renta fija en la actualidad.

Grupo Sura: A un descuento excesivo

Mantenemos a Grupo Sura en nuestro portafolio de *Top Picks* y le damos continuidad a la tesis de inversión identificada originalmente, la cual en nuestro concepto no se ha visto reconocida en el precio de mercado. Nuestra tesis de inversión sigue siendo la misma: una compañía subvalorada, que hacia adelante sigue enfrentando unos retos significativos, sobre todo en lo que respecta a incrementar la rentabilidad en las operaciones adquiridas en el negocio de seguros y pensiones, pero cuya situación financiera continuará mejorando gradualmente, como resultado del análisis minucioso que se está llevando a cabo al portafolio con miras a una asignación eficiente del capital y, como consecuencia, la generación de valor para los accionistas.

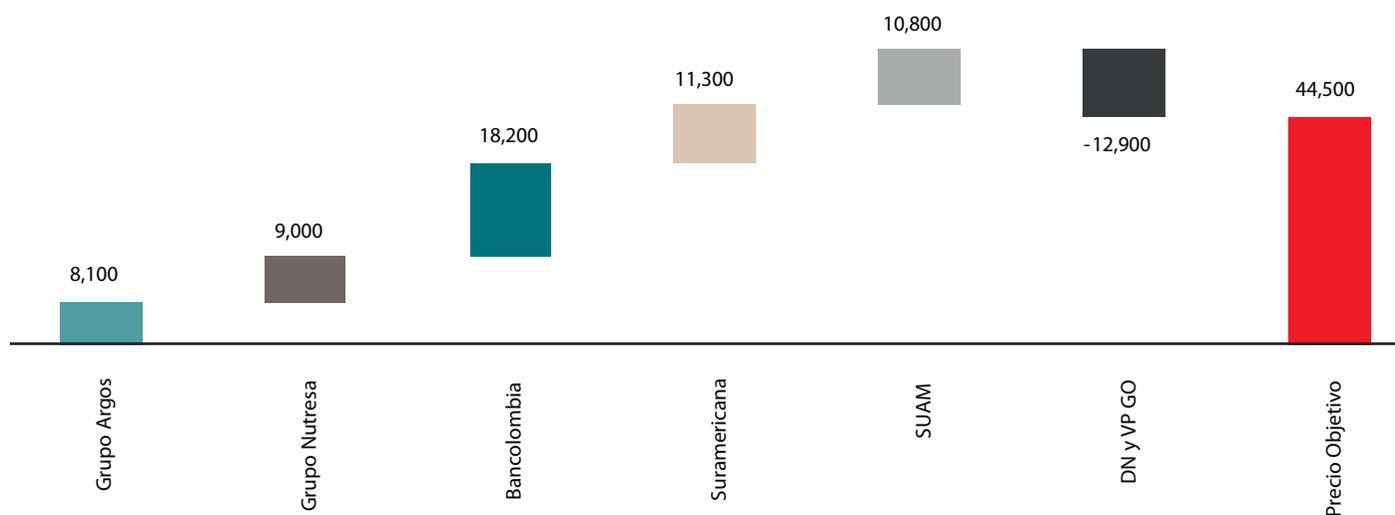
Consideramos que Grupo Sura es una de las acciones más subvaloradas del mercado accionario colombiano. De acuerdo con nuestra estimación de valor justo, la acción presenta un potencial del 35.67%, casi el doble del potencial que estimamos para el índice COLCAP y el más alto entre las compañías que no presentan riesgos de gobierno corporativo. Aunque reconocemos el pobre desempeño operacional y financiero de algunos segmentos (en particular, el negocio de pensiones) y que el mercado en parte ha castigado la acción por la nula generación de valor en el negocio de pensiones desde la adquisición de las operaciones de ING en 2010 (SUAM), en nuestro ejercicio de valoración incorporamos este activo a 0.8x su valor en libros (COP 10,800 por acción de Grupo Sura), por lo cual, incluso si elimináramos este activo del portafolio (asignar un valor de cero), manteniendo la deuda asociada al mismo, el valor de la acción mantendría un potencial positivo del 2.7%.

Por esto, consideramos que el precio actual de la acción no responde a los fundamentales de la compañía, y esperamos que en la medida en que los riesgos de liquidez y la concentración de las acciones en inversionistas locales disminuya, la acción empezará a reflejar el valor justo de sus activos en el precio de mercado.

▶ Top 5 Retorno por Dividendo del COLCAP 2020e

Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

► **Descomposición del valor – Grupo Sura (COP / acción)**



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

“

Consideramos que Grupo Sura es una de las acciones más subvaloradas del mercado accionario colombiano. De acuerdo con nuestra estimación de valor justo, la acción presenta un potencial del 35.67%, casi el doble del potencial que estimamos para el índice COLCAP y el más alto entre las compañías que no presentan riesgos de gobierno corporativo.

”

Respecto a SUAM (negocio de pensiones), es cierto que la rentabilidad se ha mantenido por debajo del costo del capital; no obstante, la contribución vía dividendos ha sido positiva: desde 2010 hasta 2018 SUAM entregó a Grupo Sura COP 2.16 billones en dividendos, 1.3x los dividendos aportados por Bancolombia, 3x los de Suramericana y 4.2x los de Grupo Argos en el mismo período. De esta forma, consideramos que esta compañía seguirá contribuyendo positivamente a la reducción en el apalancamiento y que gradualmente disminuirá la brecha entre la rentabilidad del negocio y el costo del capital. No obstante, en nuestro ejercicio de valoración, dado que se realiza por la metodología de exceso de retorno, incorporamos la destrucción de valor que prevemos continúe hasta 2023, por lo que valoramos la compañía a 0.8x su valor en libros.

Suramericana mantiene una rentabilidad sobresaliente. El crecimiento sostenido en la emisión de primas (TACC 26.7% 2015-2018), el continuo desarrollo de eficiencias en costos y una adecuada diversificación de los ingresos entre diferentes líneas de negocio han contribuido a la sólida rentabilidad de la operación de seguros en Colombia y a la continua captura de participación de mercado (20% a 22% en la última década). El TACC del flujo de dividendos que recibió Suramericana de sus subsidiarias entre 2014 y 2017 fue de +18.6%. Por otra parte, se ha avanzado en la integración y transferencia del modelo de negocio a las nuevas filiales de seguros de Latam.

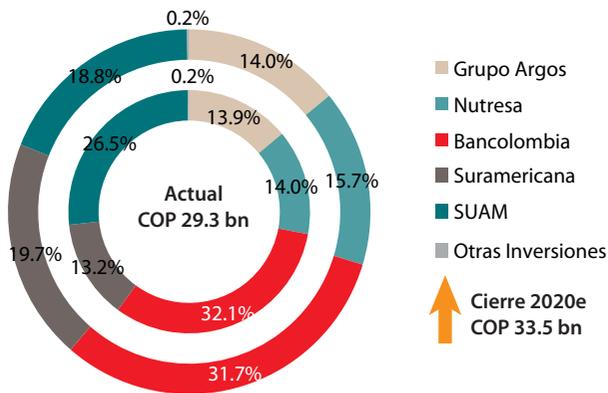
Bancolombia, el segundo activo más representativo del portafolio (31.7%), ha presentado un sobresaliente desempeño en el mercado local. Luego de tres años desa-

fiantes por un fuerte deterioro de la cartera, Bancolombia presentaría un crecimiento de utilidades de 30.1% en 2019 y 18.4% en 2020, lo que significa una importante recuperación en la rentabilidad y, por ende, en su contribución por dividendos y al valor de la compañía. Esperamos que su contribución a las utilidades de Grupo Sura continúe positiva. En cuanto a Grupo Argos, es destacable el esfuerzo que viene haciendo en cada uno de sus negocios estratégicos por alcanzar eficiencias e incrementar la rentabilidad, y pese al débil desempeño del negocio cementero, el crecimiento de Odinsa sobresale y gana participación en el portafolio. En cuanto a Nutresa, su desempeño también es positivo, de la mano de una mejor dinámica de la economía colombiana y de su propósito por ser más eficiente, las utilidades crecerían en 2019, 18.2% y en 2020, 5.8%.



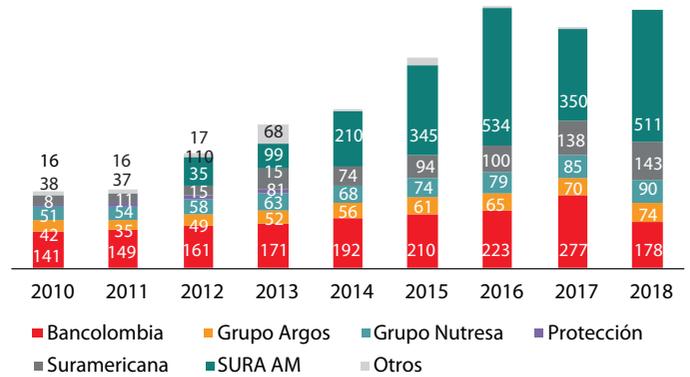
TOP PICKS 2020

► Valor portafolio actual vs. estimado



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

► Histórico dividendos recibidos (COP mil mm)



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

No desconocemos que uno de los aspectos que más ha impactado el precio de la acción ha sido la decisión de algunos fondos extranjeros de salir del mercado accionario colombiano, y que estos contaban en su portafolio con una exposición importante a Grupo Sura. Solo entre junio de 2018 y junio de 2019, la participación de los extranjeros sobre el flotante del emisor pasó de 56.0% a 42.3%. De hecho, en 2017 Oppenheimer llegó a tener el 2.27% de las acciones totales de la compañía y Harbor el 4.25%, posiciones valoradas en COP 991.5 mil mm (precio dic-17), los cuales ya salieron de la totalidad de su posición. No obstante, esto no obedeció a un tema específico relacionado con la compañía, sino a la decisión del administrador del portafolio de salir del país. En este sentido, y a pesar de que estos dos fondos terminaron de vender toda su posición, seguimos viendo ventas en este activo de otros jugadores, como es el caso de Abu Dabhi Investment Authority, que pasó de una participación de 1.20% a cierre de 2017 a 0.76% a junio de 2019, posición que a precios de mercado equivale a COP 147.1 mil mm. Este hecho puede limitar un rápido ajuste hacia nuestro Precio Objetivo.

Celsia: de la transformación al crecimiento

La difícil época de los años 2015 y 2016, a raíz del fenómeno de El Niño, fue trascendental

para la estrategia adoptada desde entonces por la compañía, pues no solo se puso a prueba la capacidad para enfrentar dificultades de diferente índole (climáticas, operativas y regulatorias), sino que se entendieron e interiorizaron los riesgos y las vulnerabilidades a las que se vio expuesta la compañía y se empezó a actuar para corregir estas situaciones. Desde entonces, el direccionamiento estratégico de Celsia se orientó a buscar una mezcla adecuada de los negocios tradicionales de generación, transmisión, distribución y comercialización, de la mano de una gestión enfocada en la eficiencia, junto con una posición innovadora para afrontar las nuevas formas de consumo de energía, de cara a las nuevas tendencias globales.

Pasaron tres años para que la balanza se inclinara de nuevo del lado de las oportunidades y que consideráramos no solo cambiar nuestra recomendación a SOBREPONDERAR, sino que decidiéramos incluir a la compañía en nuestro portafolio de Top Picks. El principal motivador es la velocidad con la que Celsia ha adelantado una estrategia consistente y disciplinada, enfocada en generación de valor que ya ha empezado a despejar el camino para seguir creciendo de forma rentable. A la fecha, se han materializado importantes cambios como i) la mayor relevancia del negocio de distribución, que permite mayor estabilidad en flujos de caja y resultados, ii) la consolidación de las operaciones de Colombia en EPSA, impactando positivamente la eficiencia y la rentabilidad y

iii) la venta de Zona Franca que permitirá acelerar y capturar oportunidades de crecimiento más rentables, entre otros. A continuación desglosamos cada uno de estos aspectos:

1. SIMPLIFICACIÓN Y OPTIMIZACIÓN DE LA ESTRUCTURA SOCIETARIA DEL NEGOCIO

En 2018 se llevó a cabo la compra del 11.3% de las acciones de EPSA a través de una emisión de acciones por COP 1.47 bn, lo que permitió iniciar un fortalecimiento en la estructura de capital de la compañía. Adicionalmente, se llevó a cabo una importante reorganización empresarial al consolidar a EPSA como la plataforma de crecimiento en Colombia, con la venta de varios activos de generación de Celsia y la representación comercial de la térmica Merilétrica, impactando positivamente la eficiencia y la rentabilidad, al capturar sinergias operacionales y financieras como resultado de la integración administrativa de la operación de EPSA y Celsia, lo que se suma a la optimización de la estructura de capital para disminuir el gasto financiero y acelerar el crecimiento de la compañía. Muestra de esto es que EPSA alcanzó a tener un indicador deuda neta/EBITDA de 1.5x y las estimaciones antes de la recomposición e inversiones recientes apuntaban a que podría haber llegado a 0.2x.

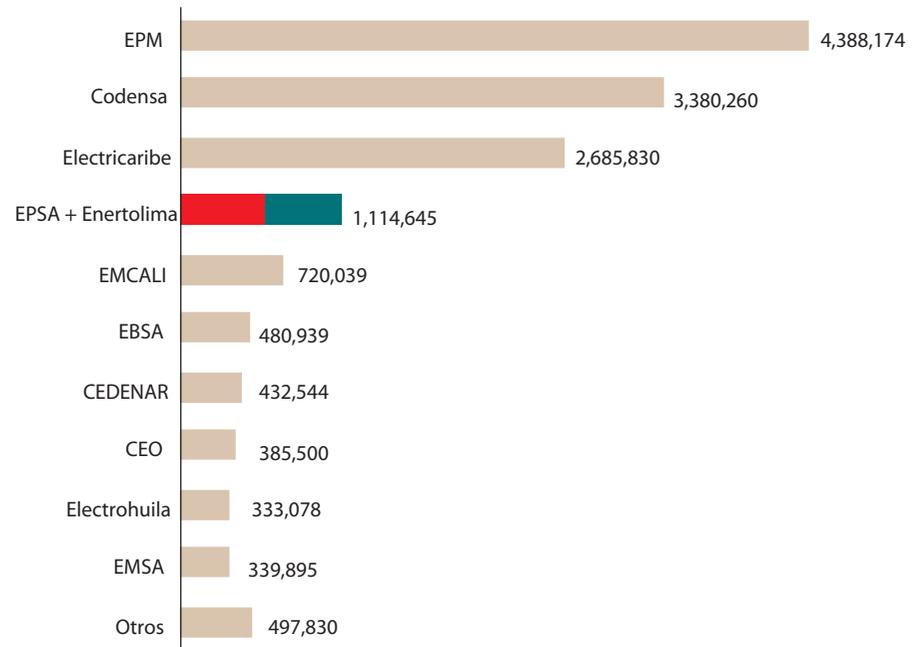
Adicionalmente, destacamos que la compra de los activos en el departamento de Tolima fortalece la posición de negocio de Celsia al consolidarse como la cuarta distribuidora

del país, sumado a que esta operación está encaminada a generar flujos de caja más estables y predecibles a futuro. Vale la pena destacar que: i) EPSA adelanta una emisión privada de acciones que se traducirá en una inyección de capital por parte de sus actuales accionistas, por alrededor de COP 484 mil millones entre 2019 y el primer semestre de 2020 (~COP 460 mil mm con descuento por pronto pago); ii) Celsia anunció recientemente la compra de las acciones de EPSA que son propiedad de la Banca de Inversión Bancolombia, luego de lo cual su participación en la compañía alcanzará 65.11%. Con todo este proceso, EPSA pasará de generar un EBITDA cercano a COP 700 mil mm en 2018 a COP 1.15 billones en 2020 de acuerdo con nuestras estimaciones.

2. MAYOR ESTABILIDAD EN FLUJOS DE CAJA Y RESULTADOS

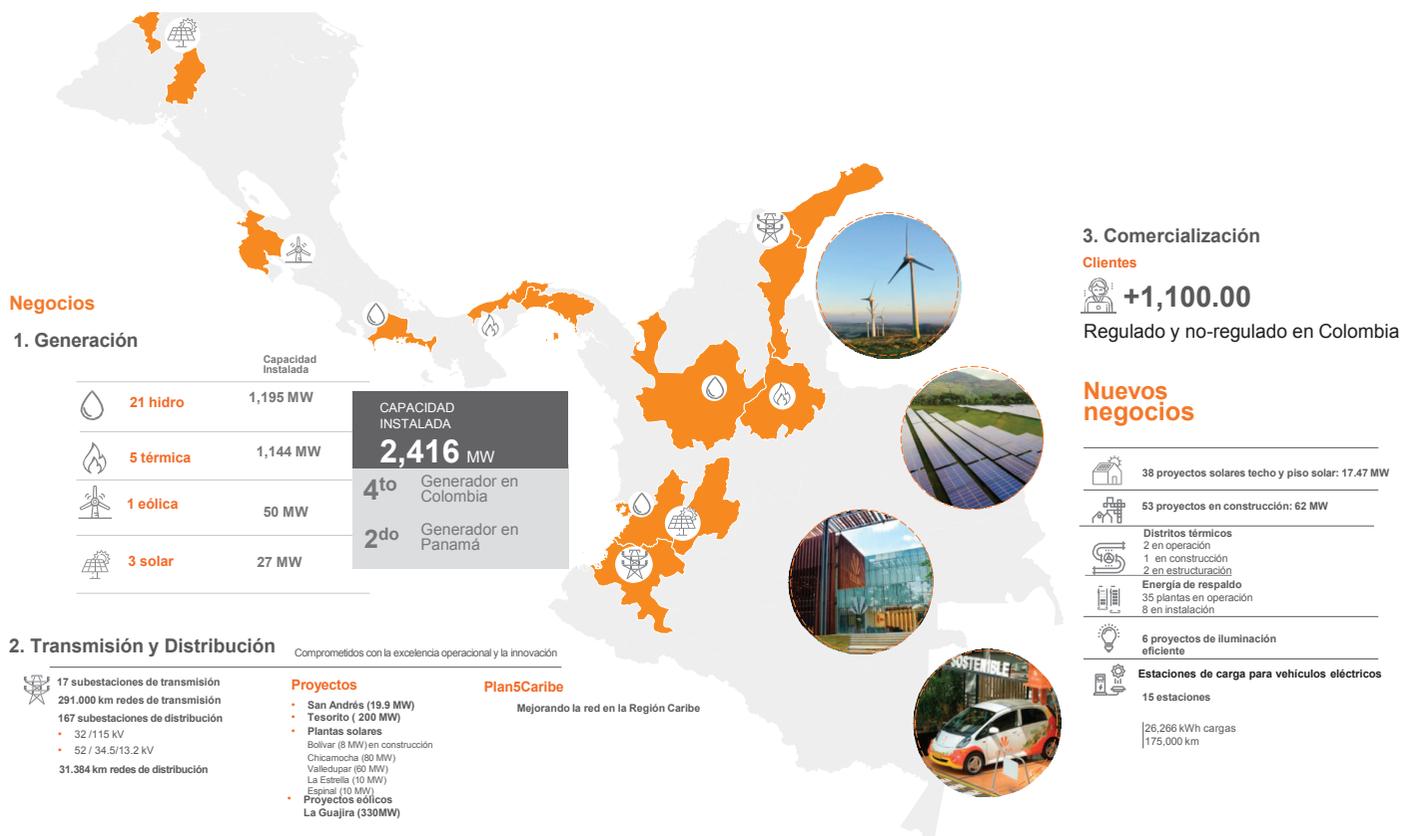
Celsia ha hecho un esfuerzo importante para crecer orgánica e inorgánicamente en el negocio de distribución. El primer logro a destacar fueron los siete proyectos del Plan5-

► Posicionamiento en el mercado de distribución (# clientes)



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

► Presencia Regional por negocio





Caribe, que en su conjunto alcanzaron inversiones aproximadas de COP 480 mil millones y, cuya TIR se ubica alrededor de 18%, ampliamente por encima del costo de capital de la compañía. A lo anterior se suma la adquisición de los activos de distribución y comercialización de Tolima, que contribuyen a la diversificación de EPSA, y refuerzan la predictibilidad de su generación operativa de caja, dada la característica regulada y exposición baja a riesgos de demanda de este negocio. Con esto, estimamos que el negocio de distribución eléctrica incrementará su participación hasta ~40% del EBITDA de Celsia (60% en EPSA) en el mediano plazo, desde el 28% de 2018 (40% en 2018 en EPSA), lo cual permitirá una generación de EBITDA más robusta y predecible. Somos conscientes de los grandes retos operativos que significan para Celsia la operación adquirida en el Tolima dadas las pérdidas altas de energía y

los bajos indicadores de calidad del servicio, por lo que estimamos que entre 2020 y 2023 se realizarán inversiones de CAPEX del orden de COP 130 mil mm anuales, las cuales serán cubiertas por la generación de caja operacional del negocio (que se ubicaría alrededor de COP 195 mil mm anuales, posteriormente (a partir de 2024) el CAPEX se normalizará hacia niveles de COP 75 mil mm, todo esto sobre la base de que la BRA regulatoria se sitúe en el nivel esperado por la compañía.

3. LA VENTA DE ZONA FRANCA Y REORGANIZACIÓN DEL PORTAFOLIO PERMITIRÁN ACELERAR Y CAPTURAR OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO MÁS RENTABLES

Recientemente Celsia vendió el 100% de las acciones de su planta térmica Zona Franca a Prime Energía Colombia S.A.S. y Prime Colombia Barranquilla S.A.S. por un valor de USD

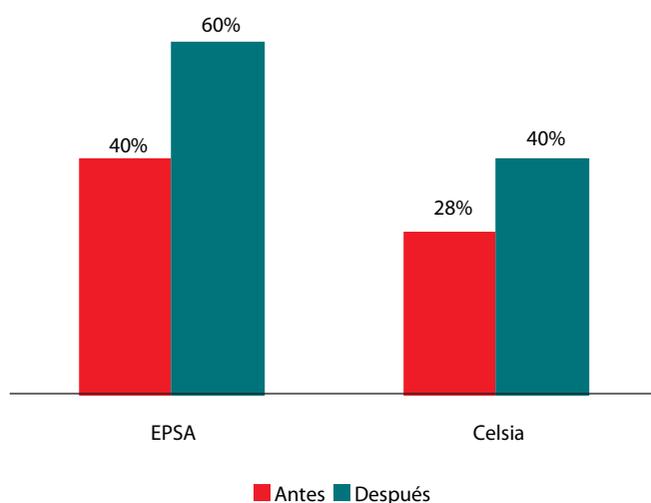
420 millones (USD 330 millones excluyendo la deuda). Con estos recursos Celsia fortalece su estructura de capital para desarrollar nuevos proyectos y consolidar su portafolio. De su estrategia de crecimiento se destaca que la compañía estima que el 25% de la potencia instalada en Colombia provendrá de energías renovables no convencionales en cinco años, lo cual estará complementado con un 25% de generación térmica, acorde con el respaldo que requiere la capacidad renovable. Por eso, recientemente se anunció la adquisición del proyecto Tesorito, una planta térmica de gas a boca de pozo de 200 MW, que aportará 1,665 GWh/año por un período de 20 años, y que espera iniciar operaciones el 1 de diciembre de 2022, fecha a partir de la cual tiene asignaciones de energía en firme (Cargo por Confiabilidad). Vemos positivo, entonces, que la inversión se concentre en proyectos con generación de EBITDA en el



Recientemente Celsia vendió el 100% de las acciones de su planta térmica Zona Franca a Prime Energía Colombia S.A.S. y Prime Colombia Barranquilla S.A.S. por un valor de USD 420 millones (USD 330 millones excluyendo la deuda). Con estos recursos Celsia fortalece su estructura de capital para desarrollar nuevos proyectos y consolidar su portafolio.



► Peso del negocio de distribución en el EBITDA estimado



Fuente: Cálculos: Davivienda Corredores

► Activos de la Nación sector energía

Valor Patrimonial	2018	% Nación
Cedelca	370,853	55.39%
Cedenar	341,077	99.98%
Dispac	147,761	100%
EEDAS	50,042	67.05%
Electrocaquetá	75,493	72.35%
Electrohuila	381,558	83.05%
Emsa	282,718	55.68%
Gecelca	1,121,752	100%
Gensa	498,187	93.20%
ISA	18,941,827	51.41%
Empresa Urrá	1,154,333	99.98%

Cifras en COP millones

Fuente: Ministerio de Hacienda | Estimaciones Davivienda Corredores

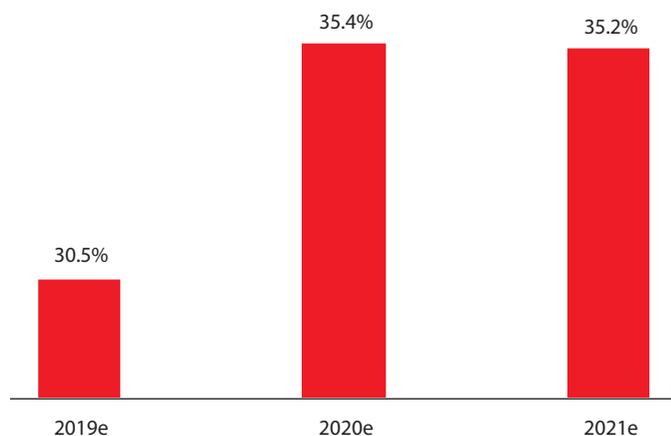
corto plazo, rápida recuperación del capital invertido y crecimiento con rentabilidad.

Una de las tendencias más relevantes que vive el sector es el auge de las fuentes de energía renovable no convencional. En 2018 la compañía finalizó con 84 MW de capacidad instalada con estas fuentes limpias y adelanta proyectos para en 5 años tener otros 560 MW, de tal forma que el 30% de la energía generada anualmente por fuentes renovables será no convencional. Vale la pena destacar que estos proyectos gracias a la Ley 1715 pueden acceder a beneficios tributarios, lo que esperamos sea de importante ayuda para la generación de flujo de caja operativo en los próximos años (2019-2023), en los cuales Celsia concentra inversiones en CAPEX cercanas a COP 2.7 bn.

Por último, no descartamos que la compañía siga creciendo inorgánicamente. Es de conocimiento público la intención del gobierno de enajenar activos. El valor en libros del portafolio de la Nación que alcanza COP 70 bn, está representado en un 14% por activos del sector de energía (5.8% excluyendo ISA), los cuales podrían ser atractivos para Celsia teniendo en cuenta su enfoque en incrementar la representatividad del negocio de distribución. Si bien, la generación de valor dependerá del precio al que compren los activos, sí reconocemos que este es un sector donde las oportunidades de adquisición de activos de gran tamaño son escasas y, en ese sentido, la posibilidad de crecer es limitada. Sin embargo, será importante monitorear los múltiplos de adquisición, dado que el apetito por estos activos en la región se ha incrementado fuertemente.

Con todo esto anticipamos una recuperación importante en los resultados y la rentabilidad de la compañía para los próximos años, y en particular en 2020, donde estimamos un crecimiento anual en el EBITDA de 14.7% acompañado de un margen EBITDA que pasará de 30.5% en 2019 a 35.4% en 2020. Por su parte, estimamos que la utilidad neta crezca 118% anual (excluyendo la venta de Zona Franca Celsia que estimamos aporte en 2019 247 COP mil mm a la utilidad por venta de activos), lo que favorecerá la distribución de dividendos, donde en particular destacamos que Celsia es la compañía con mejor retorno por dividendos del Grupo Empresarial Antioqueño: para 2019 el retorno por dividendos se ubicó en 4.3% (Dividendo COP 184/acción)

► Evolución margen EBITDA



Fuente: Cálculos: Davivienda Corredores





y estimamos que en 2020 alcance 4.6% (Dividendo Estimado: COP 195/acción).

Un tema que no queremos pasar por alto es la situación actual de Centroamérica; allí Celsia realizó la adquisición de los activos de GDF Suez en 2014 por USD 794 millones. El aporte al EBITDA de esta operación en 2018 ha disminuido considerablemente como resultado de la finalización de los contratos de Bahía las Minas y Cativá. En BLM desde diciembre de 2018 se opera en el *spot* a la espera de que se presente una nueva subasta de energía y potencia, la cual está estancada por temas regulatorios. Sobre esta base, en

nuestro ejercicio de valoración somos conservadores y pese a que la compañía estima aportes de USD 60 millones de esta operación (en condiciones normales de clima), nuestras estimaciones apenas alcanzan los USD 40 millones, por lo que estimamos que el desempeño de este negocio se mantenga débil aunque recuperándose frente a 2020 por condiciones climáticas más favorables. Finalmente, incorporamos estabilidad en precios de la energía a partir de 2023, cuando preveemos que podría entrar en operación Hidroituango, y continuamos atentos a que en los próximos días conoceremos la Base

Regulatoria de Activos de la cual dependerá la remuneración del negocio de distribución para EPSA, CETSA y los activos del Tolima, lo que podría eventualmente alterar nuestras estimaciones.

El Cóndor: Cimentando una gran alianza

Pese a que históricamente nuestro portafolio de *Top Picks* se ha concentrado en acciones de alta liquidez y que forman parte

► Proyectos y concesiones viales



Fuente: El Cóndor

► Valor estimado de las participaciones en proyectos 4G

Proyecto	Participación El Cóndor	Avance a 2T19	Valor participación 2020 (COP MM)	TIR estimada
Pacífico 2	21.2%	67.0%	110,022	16.4%
Pacífico 3	48.0%	55.1%	323,547	17.9%
Vías del Nus	21.1%	36.0%	136,863	16.2%
Ruta al Mar	50.0%	33.0%	296,727	15.9%

Fuente: Davivienda Corredores

del COLCAP, en esta actualización hemos decidido incluir a El Cóndor debido a que cumple con distintas premisas de valor, que la convierten en uno de los activos más atractivos del universo de compañías locales que seguimos, donde la alianza con ISA debería ser un catalizador adicional para el crecimiento de la compañía, pudiendo generar importantes referencias de valor para las inversiones que tiene en el negocio de concesiones viales.

Como primera medida, las expectativas de recuperación de la construcción en el país para los próximos años son altas; estimamos un crecimiento del sector del 6.8% en 2020, luego de decrecer cerca de 0.3% en 2019, impulsado principalmente por el segmento de obras civiles que registraría un crecimiento anual del 12%, donde los proyectos de 4G, como en los que participa El Cóndor, se han convertido en contribuyentes directos a dicha dinámica. Al cierre del 2T19, los cuatro proyectos de 4G en los que participa la compañía cuentan con un avance promedio ponderado por Capex invertido del 53%, lo cual, dada la curva normal de un proyecto de este tipo, implica que su ejecución está en uno de sus picos más altos y debería conti-

nuar así por los próximos ~2 años. Adicionalmente, a diferencia de otras obras y *sponsors* de obras de 4G en el país, El Cóndor cuenta con una reputación excelente, sus proyectos avanzan sin controversias y sin mayores dificultades, en todos los casos tiene cierre financiero definitivo, salvo en Vías del Nus, con cierre financiero de corto plazo y se espera lograr el definitivo en los próximos meses. Esto también responde a la relativa baja complejidad de sus proyectos, que están asociados principalmente a ampliaciones, rehabilitaciones y mejoras de vías existentes.

Al evaluar únicamente el valor que representa la participación en proyectos de 4G, excluido el componente de construcción, a cierre de 2020 dicha cifra para El Cóndor asciende a COP 867 mil mm, lo cual equivale al 123% de la capitalización bursátil actual de la compañía y hace muy evidente el descuento y potencial que presenta el título, más aún al tener en cuenta que dicho cálculo no incorpora el valor que aportan la construcción y otras inversiones. Del mismo modo, al analizar el valor en libros del portafolio de El Cóndor, al 2T19 dicho registro alcanzaba COP 880,458 millones, incluida la participación en el Túnel de Oriente por un valor de COP

23,605 millones, que como se anunció durante el mes de octubre de 2019, fue vendida por un valor de COP 80,391 millones (3.4x su valor en libros).

En este sentido, uno de los aspectos más importantes a destacar es que en la medida en que la ejecución de proyectos continúe sin retrasos significativos, tanto su valor en libros como el valor justo de sus participaciones crecen de manera acelerada. Para dar un ejemplo, estimamos que el valor justo de las participaciones de El Cóndor en concesiones de 4G a cierre de 2019 es de COP 581 mil millones, mientras que a cierre de 2020 esperamos que su valor justo será de COP 867 mil millones, donde estimamos que la TIR promedio de dichos proyectos es de 16.6%.

Finalmente, la alianza firmada con ISA, que debería empezar a materializarse en los próximos meses, será un hito importante para la compañía desde varios aspectos: i) al comprar ISA parte de las participaciones de El Cóndor en sus proyectos, se podrían generar referencias sobre el valor de las inversiones, lo cual debería contribuir a que el mercado reconozca el valor justo de la compañía; ii) los recursos que podría obtener El Cóndor tendrían implicaciones favorables

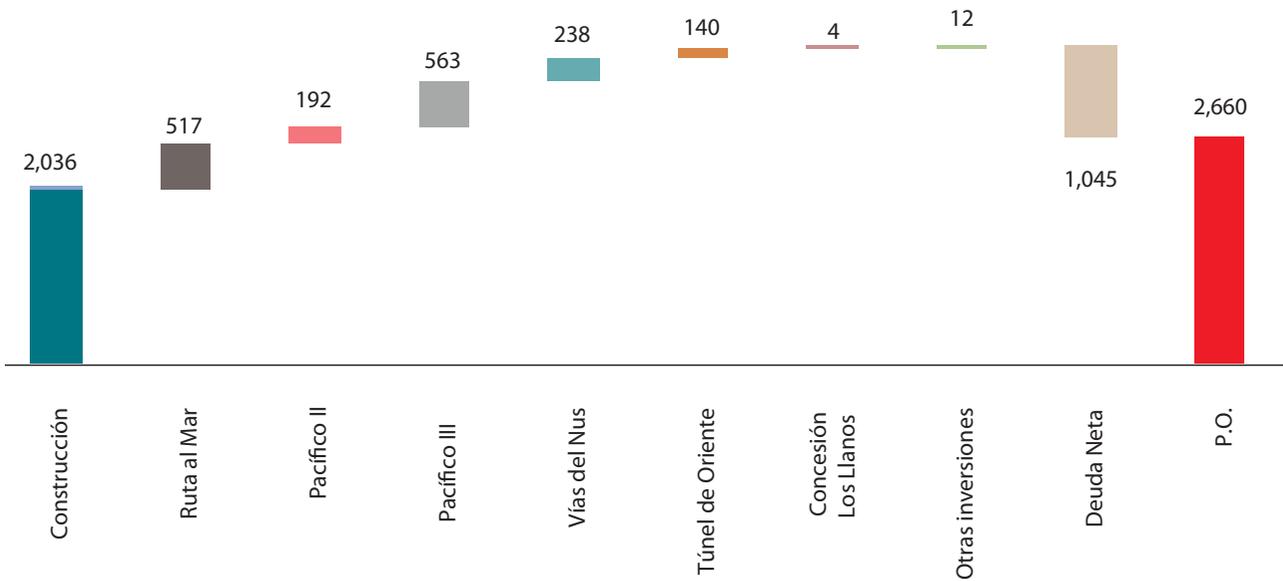
“

El Cóndor cuenta con una reputación excelente, sus proyectos avanzan sin controversias y sin mayores dificultades, en todos los casos tiene cierre financiero definitivo, salvo en Vías del Nus, con cierre financiero de corto plazo y se espera lograr el definitivo en los próximos meses.

”



► Descomposición del valor El Cónдор (COP / acción)



Fuente: Cálculos: Davivienda Corredores

en la liquidez de la compañía, lo que posiblemente podría llevar a *Fitch* a reconsiderar la calificación, que fue recortada durante el 2T19 y ha limitado su capacidad de financiamiento de largo plazo, donde además la liberación de algunos recursos pendientes en dos proyectos podría contribuir al fortalecimiento de la liquidez de la compañía; iii) asumiendo que ISA adquiere una participación en cada uno de los cuatro proyectos de 4G, estimamos que los recursos que podría obtener El Cónдор estarían entre COP

296 mil millones y COP 564 mil millones, ya que deberá definirse el porcentaje de participación que adquiriría ISA (entre el 51% y el 65%) y el momento en el que se podría dar cada transacción, que podría estar entre 2019 y 2020; iv) dado que la alianza incluye la exclusividad para El Cónдор como epicista, y el interés que ha mencionado por crecer en el segmento de concesiones viales por parte de ISA, la alianza crea condiciones adecuadas para que se busquen nuevos proyectos conjuntamente, que podrían fa-

vorecer de manera significativa el negocio de construcción de El Cónдор a través de una mayor generación de *backlog*; v) finalmente, esta alianza demuestra la alta reputación y estándares de la compañía.

Por último, al evaluar la composición de valor de El Cónдор, solo el 41% a 2020 proviene de los proyectos de 4G, lo que hace más evidente que la compañía cuenta con distintas fuentes de valor y que su capacidad de generar valor a través del negocio de construcción sigue siendo significativa. ●

An aerial photograph of a coastal city at dusk. The sky is a mix of blue, purple, and orange. The city skyline is illuminated with lights, and the beach is visible in the foreground. The ocean is on the right side of the image. A large white number '3' is overlaid on the left side of the image, and the text 'UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA' is overlaid on the right side. There are also red L-shaped graphic elements in the top right and bottom left corners.

3 UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA

2020: HACIENDO LA DIFERENCIA

Presentamos un análisis detallado de las compañías, en orden alfabético, que forman parte de nuestro universo de cobertura que reúne el 94.71% del índice COLCAP. Estas compañías abarcan los sectores financiero, construcción, energía eléctrica, petróleo y gas, transporte aéreo, industrial, *retail*, alimentos y *holdings*.

Entre las compañías no se ha incluido al Banco Davivienda por ser el dueño del 95.7% de las acciones de Davivienda Corredores, y en esta oportunidad no incluimos a Grupo Éxito dado que Corredores Davivienda, a través de su área de Banca de Inversión, es la encargada de llevar a cabo el proceso de la OPA por parte de GPA (Grupo Pão de Açúcar de Brasil) por las acciones del emisor.

- > Avianca Holdings
- > Banco de Bogotá
- > Bancolombia
- > Celsia
- > Cementos Argos
- > Cemex Latam Holdings
- > Concreto
- > Corficolombiana
- > Ecopetrol
- > El Cóndor
- > Grupo Argos
- > Grupo Aval
- > Grupo Energía Bogotá
- > Grupo Nutresa
- > Grupo Sura
- > ISA
- > Patrimonio Estrategias Inmobiliarias
- > Promigas
- > Terpel

Avianca

Levantando vuelo

Durante varios años hemos mantenido una posición cautelosa frente a la compañía, dados los riesgos que identificamos derivados del aumento precipitado del apalancamiento. Estos se han venido materializando al punto que, ante la restringida posición de liquidez, se volvió determinante para el futuro de la empresa la renegociación de obligaciones con acreedores. Hacia adelante el panorama luce más despejado, todo indica que la compañía va a conseguir reperfilar su deuda y que con el apoyo de United y Kingsland (USD 250 mm) se podrá ejecutar el Plan Avianca 2021, con lo que sus niveles de rentabilidad van a mejorar paulatinamente. No obstante, el futuro se mantiene retador, y que se disipen los riesgos de liquidez y endeudamiento dependerá de la implementación exitosa de su nueva estrategia.

Aspectos a destacar

- **Estimamos un Precio Objetivo 2020FA de COP 2,180/acción.** En esta actualización, el P.O. refleja: i) plan de reperfilamiento de deuda; ii) eficiencias ante la reducción de la flota y minimización de costos y gastos operativos; iii) deuda convertible de United y Kingsland por USD 250 mm, junto con el efecto de dilución de acciones; iv) precios de combustible estables, con una referencia WTI en wUSD 60/bl 2019-2021.
- **El plan de reperfilamiento y la deuda convertible de USD 250 mm son claves para el futuro de Avianca.** Avianca adelanta un plan de reperfilamiento de deuda con sus acreedores, mientras se alcanzan las mejoras operativas necesarias para incrementar la generación de caja y liquidez de la empresa. Destacamos el avance de las negociaciones con los acreedores y el compromiso por parte de United y Kingsland para capitalizar la compañía por USD 250 mm mediante una deuda convertible en acciones, la cual será usada para las necesidades de capital de trabajo en los próximos años. Consideramos que una culminación exitosa de estos dos hechos disminuiría considerablemente el riesgo de liquidez y le permitirá a la compañía avanzar de manera gradual en su proceso de desapalancamiento, lo que definitivamente marcaría un nuevo comienzo para Avianca.
- **Una nueva compañía luego de cambios en la administración.** Tras la renovación del equipo ejecutivo de Avianca y la necesidad de reenfocar a la compañía en un modelo de negocio rentable, se plantea el nuevo plan de vuelo Avianca 2021. Este tiene como objetivo: i) desinvertir en activos no rentables para la compañía; ii) la optimización de la flota aérea ~(155 aviones); y, iii) la concentración de sus operaciones en Colombia y conexiones internacionales. Todo con el fin de mejorar los márgenes operativos e incrementar la liquidez para cumplir con sus obligaciones financieras, que actualmente ascienden a USD 5,100 millones.

¿Por qué Neutral?

Actualizamos nuestra recomendación desde SUBPONDERAR ante una lectura positiva de la estrategia que adelanta la administración actual. No obstante, si bien nuestro P.O. expone un potencial de valorización del 18.5%, y puede representar una oportunidad para inversionistas con un perfil de riesgo agresivo, consideramos que persiste la incertidumbre sobre el desempeño operacional y, por lo tanto, el futuro en términos de apalancamiento.



NEUTRAL

P.O. ordinaria: 2,180

Potencial: 18.5%
Riesgo: ALTO
Cierre: COP 1,840
Sector: Aerolíneas
PFAVH CB

Bloomberg: RESP COAR <GO>

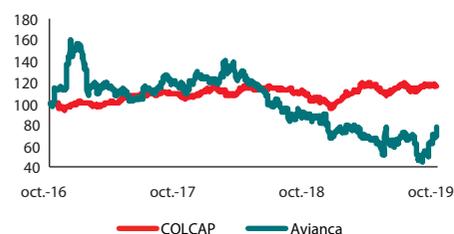
Camilo Roldán
 Analista sector Aerolíneas
 crolدان@corredores.com
 Ext. 92257

Katherine Ortiz
 Líder Renta Variable
 kortiz@corredores.com
 Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (USD)	534.8 mm
Flotante	43.7%
Dividendo 2020e (COP)	0
Retorno por dividendo	0.0%
% COLCAP	0.6%
# Acciones	1,101mm
P/VL actual	0.9x
P/U actual	N/A
EV/EBITDA actual	13.9x
Último precio	2,310
Máx. 52 semanas	2,150
Mín. 52 semanas	1,050

► Comportamiento Mercado (base 100: 2016)



Fuente: Bloomberg

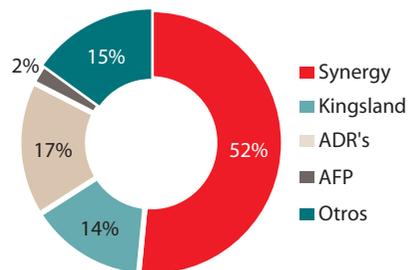


Avianca / Ficha técnica

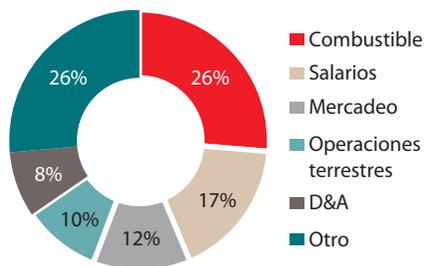
Avianca Holdings (PFAVH: Bloomberg). Es una compañía líder en Latinoamérica, nació en 2010 luego de la fusión entre Aerovías del Continente Americano –Avianca– y Taca. Opera aproximadamente 5,300 vuelos semanales a más de 100 destinos en más de 25 países alrededor del mundo. La compañía ofrece tres tipos de

negocios: transporte de pasajeros, transporte de carga y otros. Este último incluye el Programa de Viajero Frecuente LifeMiles, el cual al final del 2018 cuenta con 8.9 millones de miembros y 515 socios comerciales. Avianca cuenta con una participación de mercado de 63.9% en el mercador colombiano.

Composición accionaria Jun 2019



Distribución de los costos y gastos 2019e



Comparables (Datos actuales)

Compañías	Mkt Cap	EV/EBITDA 2020e	EV/EBITDA 2021e
Delta	34,517	4.79x	4.52x
Southwest	28,951	5.52x	5.06x
Continental	22,984	4.84x	4.71x
AA	12,436	5.90x	5.30x
Air Canada	9,247	3.34x	3.75x
Alaska Air	8,257	5.09x	4.51x
Latam Airlines	7,323	5.04x	5.46x
JetBlue	5,093	3.94x	-
Copa	4,170	7.25x	6.97x
Gol	3,025	3.19x	2.19x
Westjet	2,693	4.91x	4.43x
Spirit	2,517	5.55x	5.00x
Allegiant	2,485	6.03x	-
Hawaiian	1,376	4.61x	-
Aeromexico	519	5.71x	-
Mediana	5,093	5.04x	4.51x

- ▶ **Presidente:** Anko van der Werff
- ▶ **Vicepresidente Financiero:** Adrian Neuhauser
- ▶ **IR:** Luca Pfeifer
- ▶ **Página web:** www.avianca.com

Resumen

USD Millones	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Acciones en circulación (miles mm)	1,001	1,001	1,001	1,001	1,001
Cap. Bursátil (USD mm)	981	511	537	537	537
Precio (USD/Acción)	0.98	0.51	0.54	0.54	0.54
VL (USD/Acción)	1.40	1.41	1.15	0.78	0.70
UPA (USD/Acción)	0.08	0.00	(0.35)	(0.07)	(0.03)
EV Ajustado (USD millones)	6,176	5,619	5,193	5,187	5,080
Deuda Neta (USD mm)	5,195	5,108	4,656	4,651	4,543
P/VL	0.70	0.36	0.46	0.69	0.76
P/U	12.0x	444.8x	-1.5x	-7.6x	-20.7x
EV/EBITDAR	7.0x	6.3x	6.8x	6.4x	5.7x

Balance general consolidado

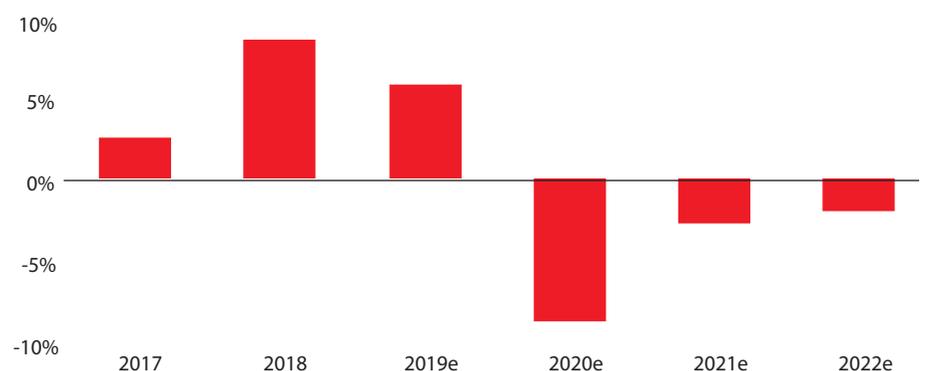
USD Millones	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Activo Corriente	1,271	1,116	1,451	1,229	1,176
Activo No Corriente	5,590	5,988	6,471	6,183	5,943
Activos	6,861	7,104	7,922	7,412	7,120
Pasivo Corriente	1,911	2,180	2,318	2,086	1,984
Pasivo no Corriente	3,611	3,947	5,005	4,799	4,634
Pasivos	5,522	6,126	7,323	6,884	6,618
Patrimonio	1,340	978	599	528	502
Pasivo+Patrimonio	6,861	7,104	7,922	7,412	7,120
Interes Minoritario	(76)	(178)	(178)	(178)	(178)
Deuda / Patrimonio	3.9x	5.2x	7.8x	8.8x	9.1x
Deuda Neta Ajustada / EBITDAR	5.9x	5.7x	6.1x	5.8x	5.1x

Estado de resultados consolidado

USD Millones	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pasajeros (miles)	3,550	4,080	4,074	3,769	3,898
Carga y otros	892	811	719	738	762
Ingresos Operacionales	4,442	4,891	4,793	4,508	4,659
Gastos Operacionales	4,148	4,659	4,848	4,350	4,446
Utilidad Operacional	294	232	-55	158	214
Margen Operacional	7%	5%	-1%	4%	5%
Utilidad Neta	82	1	-348	-71	-26
EBITDAR	886	889	765	808	896

*Precio de Cierre del 18/10/2019

Crecimiento de la capacidad medida en ASK



Hipótesis de valor

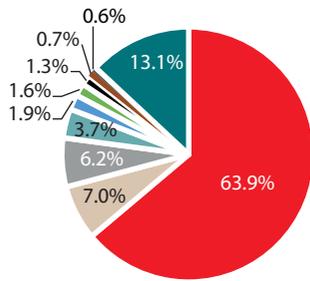
> **Mejora en el Gobierno Corporativo.** Tras el incumplimiento de *covenants* del préstamo por USD ~460 mm, provisto por United Airlines a Synergy (propiedad de Germán y José Efromovich), United ejerció la prenda por las 516 mm de acciones ordinarias poseídas por Synergy, concediendo el control de Avianca al accionista minoritario Kingsland. Así, se renovaron la junta directiva y los altos ejecutivos con el fin de dar un nuevo rumbo a la compañía. Dos expertos en la industria llegan a pilotarla, Anko van der Weff fue nombrado CEO y Adrian Neuhauser como CFO, lo que trajo consigo la nueva estrategia Avianca 2021, enfocada en el crecimiento rentable para reducir el apalancamiento. El cambio desde nuestra lectura es trascendental, lo que sumado al hecho de que United y Kingsland se hayan comprometido a respaldar a Avianca Holdings con un préstamo a través de deuda convertible por USD 250 millones (USD 150 mm United + USD 100 mm Kingsland), disminuye sustancialmente la posibilidad de que Synergy retome el control a futuro. Consideramos que este hecho puede significar una mejora en la confianza y credibilidad, tanto para inversionistas como acreedores.

> **Plan Avianca 2021, clave para mejorar situación de liquidez.** La compañía oficializó su estrategia para hacer frente a los desafíos que se derivan del elevado apalancamiento. La estrategia se caracteriza por los siguientes aspectos: i) simplificación de la flota y renegociación del libro de pedidos de flota; ii) desinversión en activos no estratégicos; iii) eliminación de rutas no rentables. Con esta estrategia espera duplicar el margen EBIT de 5% a 10%, reducir el apalancamiento de 6x en 2019 a 4x en 2022 e incrementar el *Load Factor* de 81% a 86%. Desde nuestra perspectiva, el nuevo enfoque va en la dirección correcta; de hecho, ya se han dado los primeros pasos con la venta de 14 aviones (~USD 160 mm), la desinversión en activos como simuladores de vuelos, el 100% de Deprisa y el 42% de viajes Éxito, entre otros. Así mismo, se han eliminado rutas no rentables y se anunció recientemente su nuevo esquema de tarifas llamado "Branded Fares", que les permitirá a los pasajeros tener un repertorio más amplio en opciones de viaje, permitiendo personalizar el tipo de pasaje según las necesidades del viajero. Con esto, la compañía espera triplicar la oferta tarifaria y generar más valor ante la creciente competencia de las compañías *lowcost*.

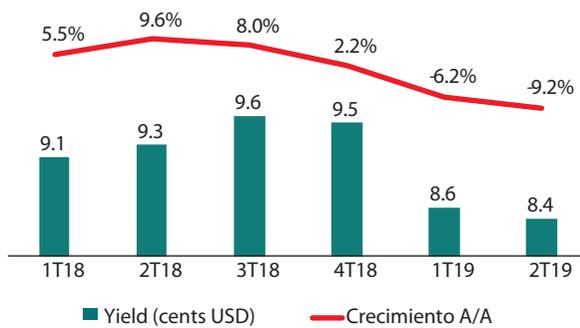
> **El reperfilamiento de deuda es clave para la estrategia de desapalancamiento.** Una de nuestras mayores preocupaciones se concentraba en los bonos por USD 550 millones, con vencimiento en mayo de 2020, por el escenario de riesgo de *default* que se derivaba de un eventual incumplimiento. La compañía lanzó una oferta de intercambio, que a la fecha había sido aceptada por un total del 87.5% de los tenedores de bonos, equivalente a un monto de USD 481 mm, lo que representará un alivio para las presiones de liquidez. A lo anterior se suma que actualmente se adelantan negociaciones con otros acreedores financieros, sobre las cuales tenemos una expectativa de resultado positiva. De lograrse una culminación exitosa en la negociación con acreedores, sumada a la capitalización por parte de United y Kingsland, estimamos que Avianca podría alcanzar niveles de caja cercanos a USD 700 millones, que acompañado de una mejora gradual en el EBITDA, serían el inicio de una etapa de desapalancamiento.

USD mm Aerolínea	LTM Deuda	Equity	D/E
Norwegian Air	6,831	186	36.8x
PT. Garuda Indonesia	1,665	730	2.3x
Gol Linhas Aéreas	3,270	(1,083)	-3.0x
Copa Holdings	1,595	1,841	0.9x
Controladora Vuela	2,251	478	4.7x
Aeroméxico	3,562	607	5.9x
Azul S.A.	3,079	760	4.1x
LATAM Airlines	10,654	3,747	2.8x
Chine Airlines	4,612	1,959	2.4x
SAS AB	1,105	742	1.5x
Air Canada	7,165	3,058	2.3x
United Airlines	20,140	9,995	2.0x
		Promedio	5.2x
		Mediana	2.3x
Avianca	5,107	452	11.3x

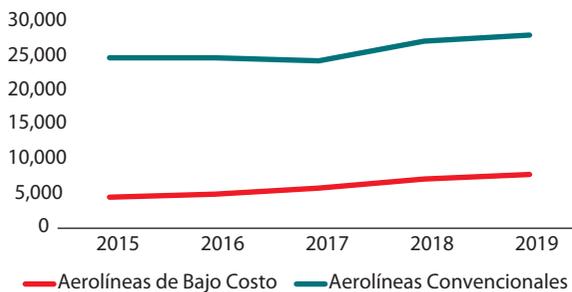
Fuente: Bloomberg

**Participación de mercado 2019 - Colombia**

Fuente: Euromonitor

Yield (Cents USD)

Fuente: Avianca

Pasajeros Transportados 2019 (miles)

Fuente: Avianca

➤ **La capitalización de USD 250 mm por parte de United y Kingsland para las necesidades de capital de trabajo.** United y Kingsland anunciaron el compromiso para realizar una capitalización de la compañía por medio de deuda convertible en acciones (USD 4.62 por ADS), la cual será usada para los requerimientos de capital de trabajo de la compañía. Esta deuda posee un interés del 3% anual PIK (Pago en especie), es decir, que los intereses serán también convertidos en acciones ordinarias o preferenciales, a elección de los prestamistas. Por otro lado, se emitirán USD 125 mm de deuda incremental convertible en acciones, con las mismas condiciones de la capitalización de United-Kingsland, a los accionistas preferenciales, con la finalidad de otorgar una oportunidad de evitar la dilución accionaria en la compañía. Nuestra lectura de este hecho es positiva por los beneficios en liquidez que implica y porque demuestra el respaldo, no solo estratégico sino también financiero de United.

Riesgos

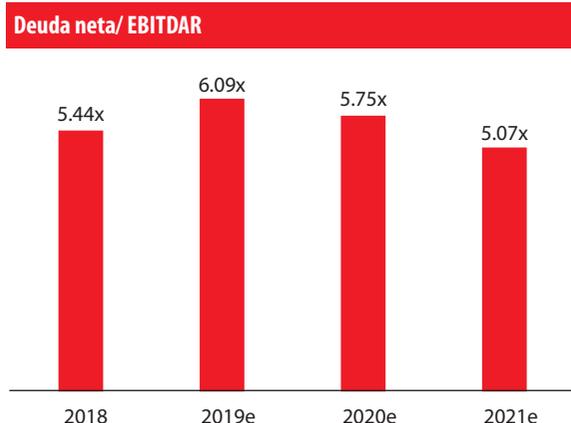
➤ **Los altos indicadores de apalancamiento seguirán impactando la generación de utilidades.** A cierre de junio de 2019, el indicador Deuda/EBITDAR ascendió a 7.1x, para un consolidado de deuda total de USD 5.1 mil mm, la relación Deuda/Patrimonio fue de 11.3x, la cual sigue siendo muy superior al promedio de la industria que se sitúa en ~5.2x. Lo anterior es reflejo del principal reto que, aun después de lograr reperfilarse su deuda, seguirá manteniendo la compañía. El nuevo plan de reperfilamiento propuesto por Avianca lograría un eventual período de gracia y una extensión del plazo de los pagos requeridos por sus acreedores; sin embargo, se mantiene una carrera contra el tiempo para mejorar los indicadores operativos, incrementar los márgenes y liquidez, y conseguir una mejora en la calificación crediticia para, eventualmente, disminuir el costo del endeudamiento.

➤ **Nuevas renegociaciones de flota continúan siendo necesarias a futuro.** La reducción en los pedidos de la flota A320 anunciada en mayo, cronograma que implicó la cancelación de 17 aviones y el aplazamiento de la entrega de otros 35, permitirá a Avianca reducir sus necesidades de capital de trabajo en más de USD 350 mm en los próximos 3 años y reducir las obligaciones financieras en cerca de USD 2,600 mm. Pese a esto, el número de órdenes de aviones entre 2020 y 2028 es de 108, por lo que las presiones sobre la caja en este sentido no se han eliminado totalmente. Esperamos noticias de la compañía en este aspecto, que sigue siendo un factor clave para monitorear.

Renegociación flota A320

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Total
Orden Original	6	20	23	20	20	20	19	0	0	0	128
Aeronaves Diferidas								15	14	6	35
Aeronaves Canceladas								5	6	6	17
Nueva Orden	3	6	4	4	20	20	19	15	14	6	111
Diferencial de Ordenes	-3	-14	-19	-16	0	0	0	15	14	6	-17

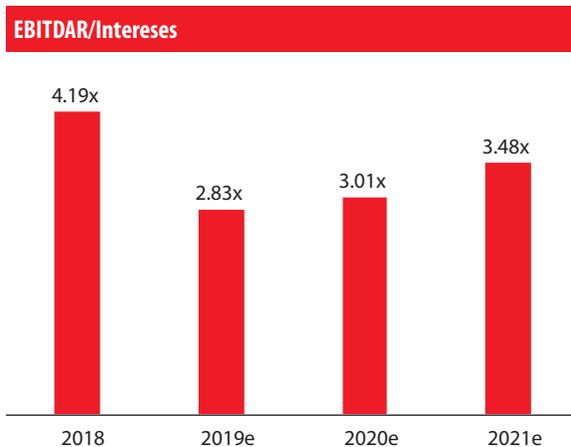
- **Un mercado muy competitivo ante los modelos de *lowcost* representará una reducción en tarifas.** Según datos de Euromonitor, Avianca ha disminuido su participación en Colombia, que pasó de 67% en 2016 a 63.9% en 2019. Por su parte, las aerolíneas de bajo costo o *lowcost* han incrementado la participación de mercado en transporte de pasajeros desde 2016, cuando representaban el 16.3%, hasta 21.5% en 2019. La tendencia de un mayor uso de las aerolíneas de bajo costo se ve representada en el número de pasajeros transportados en 2019, que alcanzó 7.8 mm de pasajeros, un incremento del 9.8% respecto a 2018, mientras que los pasajeros transportados en las aerolíneas convencionales llegaron a un 28.0 mm, tan solo un 2.6% más que en 2018. No descartamos que la guerra de tarifas se intensifique ante la alta competencia.
- **Factores externos de mercado podrían continuar afectando los resultados de Avianca.** La tasa de cambio, que ha experimentado un comportamiento alcista, ha llegado a su máximo histórico en 3T19 de COP 3,503, lo que ha afectado negativamente los ingresos de Avianca durante el transcurso de 2019, ya que el 53% de sus ingresos son de la operación colombiana, donde la tarifa se cobra a los pasajeros en COP, y es muy sensible a la tasa de cambio, como se evidencia en la reducción de *Yield* a USD8.4 en el 2T19 desde USD9.5 en el 4T18. Por la incertidumbre global es posible que la tasa de cambio se mantenga en niveles altos, y el crecimiento en los pasajeros pueda moderarse. Por otro lado, a pesar de que las proyecciones del petróleo han ido a la baja, los gastos de combustible continúan siendo altos, ya que al cierre del 2T19 los gastos se ubicaron en USD 312 mm, que representan un incremento del 5.4% en comparación del mismo período de 2018. Tomando en cuenta que, si bien la desaceleración económica global es clara, los precios podrían subir levemente ante mayores recortes de la producción de la OPEP+ o choques de oferta por factores geopolíticos.



Fuente: Davivienda Corredores

Proyecciones

- **Ingresos.** Estimamos los ingresos consolidados 2020 de Avianca en USD 4,508 mm, que muestran una disminución del 6% frente a nuestro estimado 2019 de USD 4,793 mm. Resultado de: i) la disminución en la flota aérea (~ 155) que limitará el crecimiento de los ASK; y, ii) menor ingreso causado por la devaluación del peso.
- **EBIT-EBITDAR.** Consideramos que la aplicación del Plan Avianca 2021 implicaría una reducción significativa en los costos y gastos operativos de la compañía, permitiendo incrementar sus márgenes EBIT y EBITDA levemente a valores de 5% y 19%, respectivamente, para 2021 y un potencial aún mayor para los años que siguen, dadas las estrategias operativas para aumentar los *Yield* y *ASK*.
- **Utilidad Neta.** A pesar de contar con un EBIT de USD 158 mm en 2020, los elevados gastos financieros seguirán siendo el motivo de la generación de pérdidas (USD -71 mm en 2020). No obstante, tras el crecimiento en márgenes operativos, la compañía podría amortizar deuda y reducir los gastos financieros en ~USD 12-14 mm anualmente. Por otro lado, si se da la dilución por la deuda convertible, de acuerdo con la tasa de conversión, se podría emitir un total de 662 mm de acciones. En caso de darse este evento, las utilidades por acción se reducirían considerablemente, al igual que una pérdida de valor en nuestro precio objetivo de COP 160.



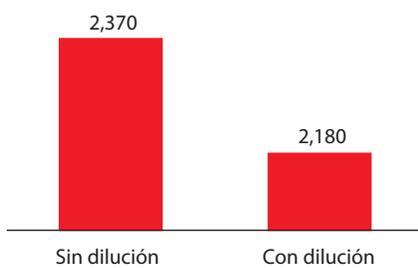
Fuente: Davivienda Corredores



Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Para estimar el valor de Avianca utilizamos la metodología de valoración con múltiplo fwd EV/EBITDAR de 7.0x bajo el escenario, el cual se lleva a cabo la dilución por la deuda convertible de USD 250 mm - United y Kingsland, y USD 125 mm - accionistas preferenciales o terceros. No obstante, publicamos a manera de ejercicio el impacto en el valor de la acción si no se hiciera la conversión de deuda.

P.O. Acción 2020



Fuente: Davivienda Corredores

Precio Objetivo	2020	2020
Componente	Sin dilución	Con dilución
EV/EBITDAR fwd	7.0x	7.0x
EBITDAR (USD mm)	808	808
Deuda Neta e Interés minoritario (USD mm)	4,929	4,546
Equity (USD mm)	729	1,112
# Acciones (mm)	1,001	1,663
P.O. (COP)	2,370	2,180

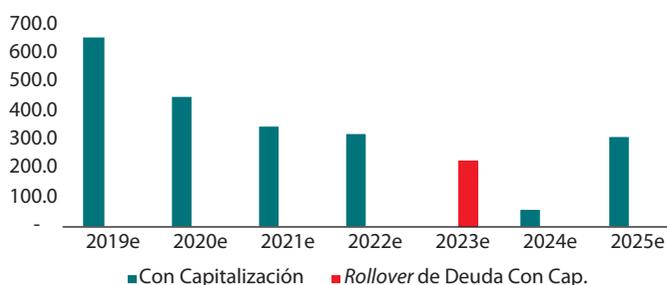
En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un P.O. 2020 FA de USD 5.35/ADR (COP 2,180/acción), el cual posee un impacto negativo de COP 190 tras la dilución de acciones (+662 mm) por la deuda convertible, representando un potencial de valorización de 18.5%. Asimismo, cambiamos nuestra recomendación a NEUTRAL, tras una lectura más positiva del escenario actual, ante el nuevo plan estratégico que en nuestra perspectiva podría generar valor a los accionistas. No obstante, consideramos que la compañía sigue representando un muy alto riesgo de inversión por su exceso de apalancamiento y factores externos e internos que podrían causar divergencias frente a nuestras estimaciones.

Ejercicio de sensibilidad

Caja al final del período y rollover de deuda

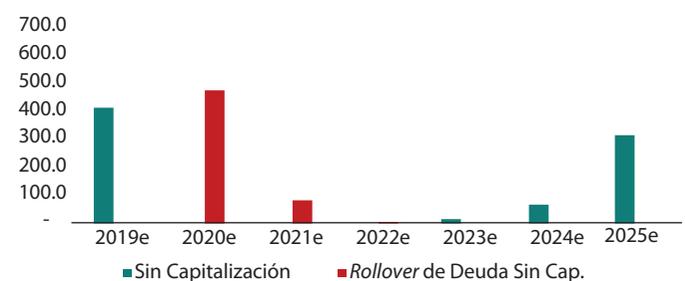
Realizamos un ejercicio para estimar el comportamiento de la caja de Avianca con y sin la capitalización (USD 250 mm de United y Kingsland + USD 125 mm accionistas PF) bajo el escenario de que no se hace rollover de ningún tipo de deuda, excepto la de los bonos y acreedores que se adelanta actualmente. En el caso de que además de lograr el intercambio de bonos 2020, se lleve a cabo en su totalidad el préstamo convertible, Avianca podría alcanzar un nivel de caja cercano a USD 700 millones, e incluso mantener un nivel de caja superior a los USD 300 millones hasta 2023 (año en que se vencerían de nuevo los bonos). No obstante, en el escenario en que esta capitalización no se diera, la situación de liquidez se tornaría bastante apretada en línea con el escenario *default* que plantean las calificadoras (vale la pena mencionar que este último no es nuestro escenario base).

Caja al final del Período (USD mm)



Fuente: Davivienda Corredores

Caja al final del Período (USD mm)



Fuente: Davivienda Corredores

Banco de Bogotá

Rentabilidad que sobresale

La diversificación que presenta el banco en cuanto a ingresos, derivada principalmente de su participación en Corficolombiana y Porvenir, le ha permitido mostrar rentabilidades superiores a las de sus pares en Colombia. Adicionalmente, esperamos que el banco siga capturando valor gracias al repunte de la economía y el cambio estructural del sector que se derivará de la transformación digital. No obstante, nuestra recomendación NEUTRAL tiene en cuenta factores como la baja liquidez de la acción, que limitaría la valorización frente al valor fundamental de la compañía, adicional a la volatilidad que podría presentar la acción por las investigaciones pendientes relacionadas con el caso Ruta del Sol II.

Aspectos a destacar

- **Nuestra valoración sugiere un Precio Objetivo 2020FA de COP 96,400/ acción.** Dentro de nuestros pronósticos para 2020, resaltamos lo siguiente: i) utilidad neta de COP 3.58 bn, con un crecimiento de 11.2% respecto a la utilidad de 2019E; ii) crecimiento de cartera neta de 8.5% anual, apoyado en una mayor demanda por crédito y un bajo incremento de la cartera vencida; iii) ingresos netos por interés de COP 8.1 bn, creciendo 11.7% anual y representando un margen neto de interés (NIM) de 5.98% (+17 pbs anual); iv) gasto en provisiones de COP 2.8 bn, costo de crédito de 2.3% y eficiencia de 48.7%.
- **Buen desempeño del banco continuaría durante 2020.** Esperamos que en 2020 los resultados del banco sigan siendo positivos (+11.2% en utilidad neta), en la medida en que el costo de riesgo en Colombia presentaría una normalización, después de estar presionado por el deterioro de casos específicos. Adicionalmente, la rentabilidad del banco seguirá beneficiada con la reactivación de la demanda de crédito por parte de los hogares, las eficiencias que se podrían derivar de la transformación digital, y el buen desempeño de Corficolombiana y Porvenir.
- **Varios riesgos podrían tener impactos importantes en la operación.** En el año se han propuesto varios proyectos de Ley que hubiesen podido tener impactos negativos en la operación del sistema bancario; uno de ellos buscaba eliminar las comisiones de las tarjetas de crédito y débito, además de otras comisiones por servicios bancarios, que en el caso de Banco de Bogotá tendría un impacto aproximado de 7% en la utilidad neta. Adicional a esto, también se propuso una ley que buscaba eliminar la información negativa de las centrales de información, lo cual podría generar una distorsión en la información que actualmente manejan los bancos y promover una cultura de no pago de los consumidores. No descartamos que se sigan promoviendo proyectos de este tipo, que ponen en riesgo la rentabilidad del sector y la viabilidad de algunas de las operaciones.

¿Por qué NEUTRAL?

A pesar de que esperamos que la rentabilidad de Banco de Bogotá siga siendo superior a la de sus pares durante 2020, creemos que los riesgos relacionados con las investigaciones de CRDS y la baja liquidez de la acción podrían significar aspectos determinantes al momento de invertir en el banco.



NEUTRAL
P.O.: 96,400

Potencial: 19.9%
Riesgo: MEDIO
Cierre: COP 80,400
Sector: Financiero

BOGOTÁ CB

Bloomberg: RESP COAR <GO>

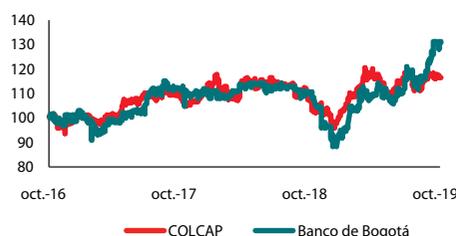
Julián Felipe Amaya
Analista Sector Financiero
jamaya@corredores.com
Ext. 92473

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP)	28.0 bn
Flotante	26.2%
Dividendo 2020e (COP)	4,080
Retorno por dividendo	5.1%
% COLCAP	3.1%
# Acciones	331 mm
P/VL actual	1.5x
P/U actual	8.7x
Último precio	80,400
Máx. 52 semanas	80,480
Mín. 52 semanas	54,000

► Comportamiento Mercado (base 100: 2016)



Fuente: Bloomberg

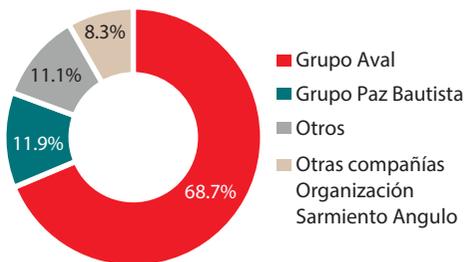


Banco de Bogotá / Ficha técnica

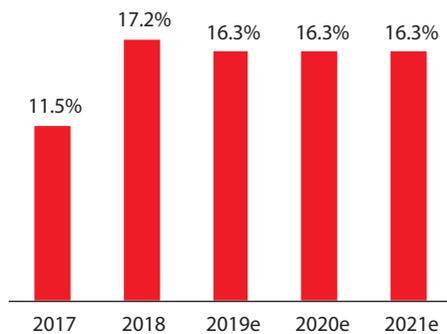
Descripción de la compañía. Banco de Bogotá, la institución financiera con mayor trayectoria en Colombia, inició operaciones en 1870. En la actualidad, Banco de Bogotá tiene cobertura en todo el territorio nacional y ofrece un completo portafolio de productos y servicios financieros. Es el banco universal de Grupo

Aval y tiene la segunda mayor participación de mercado individual en Colombia (13%). En 2010 adquirió indirectamente BAC Credomatic, líder en el segmento de tarjetas de crédito en Centroamérica, con participación en Guatemala, Honduras, El Salvador, Nicaragua, Costa Rica y Panamá.

Composición accionaria



Evolución del ROAE



Comparables (ROE vs. P/VL) forward 2020

Banco	P/VL	ROE
Credicorp	2.0x	18.0%
Banco de Chile	2.5x	18.6%
Banco Santander	2.5x	19.5%
ITAU	2.2x	21.9%
Santander México	1.1x	16.3%
Bradesco	1.7x	18.5%
Davivienda	1.2x	14.6%
Bancolombia	1.3x	14.3%
BCI	1.5x	13.3%
Bogotá	1.2x	16.3%
Mediana	1.7x	18.0%

Resumen

	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Acciones en circulación (millones)	331	331	331	331	331
Cap. Bursátil (COP mil millones)	22,348,186	18,485,455	26,634,957	26,634,957	26,634,957
Precio (COP/acción)	67,460	55,800	80,400	80,400	80,400
VL (COP/acción)	51,929	56,054	62,821	69,299	76,276
UPA (COP/acción)	5,759	8,867	9,710	10,798	11,897
P/VL	1.3x	1.0x	1.3x	1.2x	1.1x
P/U	11.7x	6.3x	8.3x	7.4x	6.8x

Balance general consolidado

COP mil millones	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Caja y Depósitos Interbancarios	16,925	22,061	20,610	22,372	24,590
Inversiones	13,907	14,325	16,240	17,628	19,376
Cartera Neta	104,244	111,018	112,293	121,892	133,978
Otros Activos	14,314	15,898	19,088	20,996	23,180
Total Activos	149,389	163,303	168,231	182,889	201,126
Depósitos	100,947	108,405	111,133	120,633	132,594
Otros pasivos	30,250	35,230	34,929	37,637	41,267
Total Pasivos	131,197	143,635	146,062	158,270	173,861
Patrimonio	17,203	18,570	20,811	22,957	25,269
Pasivos+Patrimonio+Int. Min.	149,389	163,302	168,231	182,889	201,126

Estado de resultados

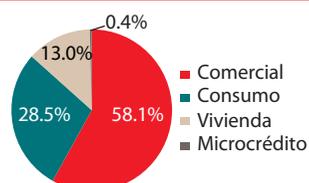
COP mil millones	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingreso neto por interés	6,721	6,825	7,231	8,079	8,840
Ingreso neto por comisiones	3,839	4,022	4,482	4,865	5,158
Ingresos operacionales netos	10,560	10,848	11,713	12,944	13,998
Gastos en provisiones	-2,361	-2,453	-2,705	-2,843	-2,778
Utilidad neta	1,908	2,937	3,217	3,577	3,941
Margen neto	28.4%	43.0%	44.5%	44.3%	44.6%

Indicadores

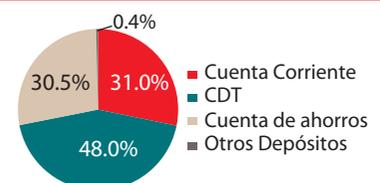
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Margen neto de interés NIM	6.0%	5.7%	5.8%	6.0%	6.0%
Eficiencia	51.4%	47.8%	47.0%	46.0%	45.8%
Calidad	3.5%	4.0%	4.5%	4.4%	4.3%
Cubrimiento	85.8%	110.5%	110.0%	111.5%	113.0%
Gasto en provisiones/Cartera	2.3%	2.2%	2.4%	2.3%	2.1%
Patrimonio/Activos	11.5%	11.4%	12.4%	12.6%	12.6%
Cartera/Activos	69.8%	68.0%	66.7%	66.6%	66.6%
Depósitos/Cartera	96.8%	97.6%	99.0%	99.0%	99.0%
ROA	1.3%	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%
ROAE	11.5%	17.2%	16.3%	16.3%	16.3%

*Precio de Cierre del 18/10/2019

Composición cartera



Fondeo



- ▶ **Presidente JD:** Luis Carlos Sarmiento Gutiérrez
- ▶ **Presidente:** Alejandro Figueroa Jaramillo
- ▶ **Vice Financiero:** Julio Rojas Sarmiento
- ▶ **Página web:** www.bancodebogota.com

Hipótesis de valor

➤ Repunte de la economía seguiría beneficiando los resultados.

Desde finales de 2018 se ha observado el cambio de tendencia en el sector bancario, luego de un par de años desafiantes, resultado de la desaceleración de la economía, el fuerte impacto negativo en los principales bancos del país por el deterioro de la cartera de Electricaribe, Ruta del Sol II y el SITP, que derivaron en fuertes contracciones, tanto en la rentabilidad como en la cartera comercial del sistema. Posterior a esto se ha observado cómo, de la mano de la recuperación de la economía, y consecuentemente del consumo de los hogares, la demanda por crédito se ha reactivado. Además, para finales de 2019 los bancos deberán haber provisionado por completo su exposición al caso de Ruta del Sol II, por lo que para 2020 esperamos continuar viendo un crecimiento en las utilidades de Banco de Bogotá (+11.2%), dado el efecto base que dejaría 2019 por el alto costo de riesgo en Colombia, así como el continuo crecimiento de la cartera y mayores eficiencias, resultado de la digitalización de sus operaciones.

➤ Fuerte posicionamiento de mercado en Colombia y Centroamérica.

El crecimiento del banco se ve robustecido por la diversificación geográfica que tiene en Centroamérica, pues esta región ha cobrado mayor relevancia dentro de la cartera total del banco, al pasar de 44.9% en 2015 a 46.9% a 2T19, y consecuentemente en los resultados. Esto, gracias a la importante participación de mercado que tiene BAC Credomatic en cada país. Con excepción de Panamá, donde la competencia es mayor y tiene una participación de 5.7%, en los demás países la participación de mercado varía entre 11.5% en Guatemala, hasta 14.9% en Costa Rica. Para 2020 esperamos que la cartera extranjera tenga un crecimiento de 5.6% en pesos colombianos.

➤ Hacia una banca más digital.

En los últimos años hemos observado cómo varios bancos en Colombia han tenido grandes avances en el campo de la digitalización y han dejado a Banco de Bogotá algo rezagado frente a este cambio estructural del sector en cuanto a la oferta de productos 100% digitales. No obstante, creemos que los recientes avances e inversiones que ha hecho el banco le permitirán empezar a optimizar su operación, ya sea mediante mayores sinergias con los demás bancos que forman parte del conglomerado del Grupo Aval o mediante nuevos productos y servicios que puedan otorgarles a sus clientes. En primera instancia, destacamos la fusión del laboratorio digital de Aval con el de Banco de Bogotá, para así alcanzar mayores avances en este aspecto, de forma conjunta entre todos los bancos del conglomerado. Asimismo, el pilar de crecimiento del banco en aras de la transformación digital ha sido el avance en sus canales de venta digitales, con lo cual, durante 2018, más del 36% de las cuentas de ahorro y el 31% de las tarjetas de crédito fueron colocadas a través de estos, y para cierre del segundo trimestre de 2019 la participación de las ventas digitales llegó al 44% del total, con un crecimiento anual de ~620%. De igual forma, entre 2017 y 2018 se observó la relevancia del canal digital, pues las transacciones realizadas por este medio presentaban el 56.5% en 2017, mientras que en 2018 la participación fue de 73.5%.

➤ Corficolombiana. La incertidumbre persiste.

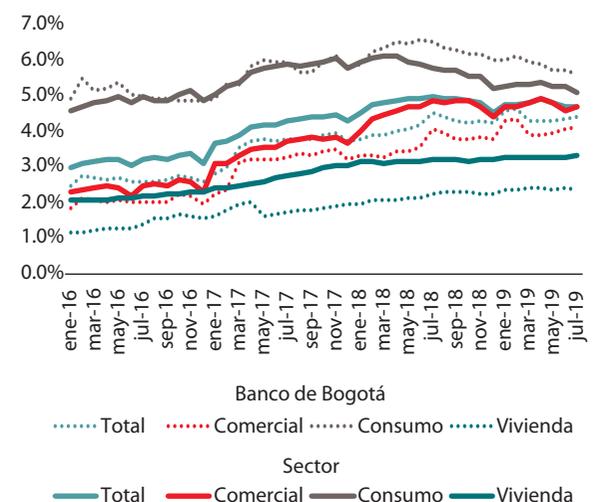
Corficolombiana ha sido uno de los principales segmentos que han contribuido a los re-

Estructura corporativa de Banco de Bogotá

	Principales filiales	Asociadas
		 
Participación		
Grupo Aval	20.0%	8.2%
Banco de Bogotá	100.0%	46.9%
Banco de Occidente	24.2%	4.0%
Banco Popular		5.0%
Otros	8.9%	49.5%
Total	100.0%	100.0%

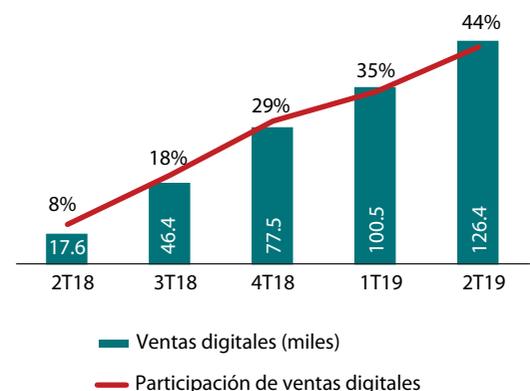
Fuente: Banco de Bogotá

Calidad de la cartera Banco de Bogotá vs. Industria



Fuente: Banco de Bogotá

Ventas digitales



Fuente: Banco de Bogotá



sultados del banco; a cierre del 2T19, este negocio había aportado cerca de 90 pbs en la expansión del ROAE. Destacamos la participación en Promigas, que se mantiene como la inversión individual más importante del portafolio de inversiones de Corficolombiana, que conjuntamente con su inversión en GEB son las que mayor estabilidad al flujo de caja le brindan. Sin embargo, y a pesar de los obstáculos no menores que tiene cada una de las obras, seguimos viendo en infraestructura la principal fuente de crecimiento de Corficolombiana para los próximos años, siendo este negocio, a su vez, el de mayor aporte de resultados en la medida en la que avancen las construcciones.

Riesgos

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

Acción	Diferencial precio de compra-venta %	Volumen promedio diario COP mm
Ecopetrol	0.28%	27,080
Preferencial Bancolombia	0.32%	19,964
Grupo Sura	0.40%	12,115
Grupo Energía Bogotá	0.43%	4,181
Avianca	1.28%	846
Banco de Bogotá	1.37%	775
CLH	1.49%	1,038
Canacol	1.68%	714
Mineros	2.18%	220
Concreto	3.13%	111

Fuente: Bloomberg

Participación comercio intrarregional Centroamérica

País	Exportaciones	Importaciones	Total Comercio
Costa Rica	Estados Unidos 34.0%	Estados Unidos 39.6%	Estados Unidos 37.0%
	Europa 22.2%	Asia 16.6%	Centro América 17.6%
	Centro América 21.7%	Centro América 14.1%	Europa 15.4%
El Salvador	Estados Unidos 44.8%	Estados Unidos 32.1%	Estados Unidos 35.3%
	Centro América 41.6%	Centro América 29.4%	Centro América 34.6%
	Europa 4.3%	Asia 17.3%	Asia 12.4%
Honduras	Estados Unidos 52.5%	Estados Unidos 42.2%	Estados Unidos 46.9%
	Centro América 23.6%	Centro América 29.4%	Centro América 26.8%
	Europa 15.2%	Asia 12.0%	Europa 10.3%
Panamá	Centro América 23.1%	Estados Unidos 24.4%	Estados Unidos 17.8%
	Ecuador 23.0%	Asia 12.8%	Centro América 15.8%
	Europa 11.6%	Centro América 11.7%	Europa 10.6%
Guatemala	Estados Unidos 37.0%	Estados Unidos 37.5%	Estados Unidos 37.9%
	Centro América 35.0%	Centro América 25.6%	Centro América 29.0%
	Europa 10.2%	Asia 14.6%	Asia 9.7%
Nicaragua	Estados Unidos 61.7%	Centro América 34.4%	Estados Unidos 45.6%
	Centro América 19.4%	Estados Unidos 28.1%	Centro América 26.5%
	Europa 6.5%	Asia 16.3%	Asia 8.9%

Fuente: Bloomberg

➤ **Investigaciones a Ruta del Sol II no han concluido.** Si bien ya han pasado tres años desde que se dio la apertura de las investigaciones en contra del concesionario de Ruta del Sol II, este panorama pareciera estar aún lejos de solucionarse. Hasta el momento se ha conocido la decisión por parte del Tribunal de Arbitramento, que declaró nulidad absoluta del contrato. Así, la Superintendencia Financiera de Colombia ordenó a los bancos provisionar por completo la exposición a este caso, con lo que supondría un impacto de ~5.2% en las utilidades de Banco de Bogotá en 2019 (COP 158 mil mm). No obstante, estamos a la espera de la demanda contra el fallo realizada por los bancos (terceros de buena fe). Por otro lado, aún quedan por solucionarse los procesos interpuestos por la SIC, la petición de información por parte del Departamento de Justicia de Estados Unidos, los cuales no descartamos que se resuelvan en el corto plazo.

➤ **Materialización de nuestro P.O. podría limitarse por la baja liquidez de la acción.** Actualmente, la acción de Banco de Bogotá es una de las de menor liquidez dentro del índice COLCAP, pues el volumen promedio diario del último año es de COP 796 mm, muy inferior frente a otros emisores del índice, y la mediana de negociación de las acciones que componen el COLCAP de COP 3,451 mm, ubicando la acción de Banco de Bogotá como la sexta acción más ilíquida del índice. Esto supone un riesgo al momento de negociar el título, ya que limita la formación de precios, hecho que se ve en el diferencial entre el precio de compra y venta de la acción, que al compararlo con otros emisores es un *spread* más amplio. De esta forma, al tener en cuenta la metodología sugerida por Damodaran, el descuento que se debería aplicar para la acción tendría que ser de 4.4%. Asimismo, es importante sumarle a este factor cualquier novedad relacionada con las investigaciones de CRDS, ya que esto podría repercutir de manera importante en el precio de la acción en el corto plazo, dada su baja liquidez.

➤ **Deterioro de las economías centroamericanas podría persistir.** Si bien las operaciones de BAC Credomatic aportan a la diversificación del banco, la coyuntura actual de algunos países de la región ha llevado al banco a adoptar medidas precaucionarias. Por ejemplo, ha tomado la decisión de no seguir creciendo en Nicaragua, por la coyuntura que atraviesa el país, que para febrero de 2019 había presentado un retroceso de 7% en el indicador de actividad económica. Este desempeño se ha prolongado a otras economías de la región dada la posición central de Nicaragua en la geografía de la región y la importancia en temas de comercio que existe entre los países del área. De esta for-

ma, se ha observado cómo la economía en Costa Rica también se ha desacelerado, a lo que se suman los altos niveles de desempleo en el país. Para mayo de 2019, el indicador de actividad económica presentó un crecimiento interanual de 1.3%, 200 pbs inferior a lo reportado en mayo de 2018. Costa Rica y Nicaragua representan el 13.4% y 3.2% de la cartera del banco y el aporte a la utilidad neta fue de 18.7% y 3.5%, respectivamente.

Proyecciones

- **Cartera de créditos.** Estimamos que la cartera neta se ubicaría en COP 121.9 billones al finalizar 2020. La cartera colombiana presentaría un crecimiento de 8.6% (que representaría el 52.5% de la cartera) y la cartera internacional se incrementaría 8.4%.
- **Ingresos netos por intereses e ingresos por comisiones.** Proyectamos un crecimiento anual de 11.7% en los ingresos netos por interés para 2020, el cual deriva en un NIM de 5.98%, 17 pbs más que lo estimado para 2019, debido a una estabilidad en el margen de intermediación que se presentará en 2020. Asimismo, los ingresos netos por comisiones se ubicarían en COP 4.9 bn para 2020 (con un crecimiento anual de 8.5%) a razón de la continua mejora del consumo de los hogares y los avances en digitalización.
- **Calidad y eficiencia.** Estimamos una mejora de 10 pbs en la calidad de la cartera, ubicándose en 4.4% para 2020. Por su parte, consideramos que el indicador de eficiencia en Centroamérica continuaría limitando los mejores resultados en este indicador, con lo cual nuestra estimación es de 48.7% para 2020.
- **Utilidad Neta y ROAE.** Proyectamos una utilidad neta de COP 3.58 bn para 2020, un crecimiento de 11.2% frente a lo estimado en 2019 (COP 3.22 bn), estimando un gasto en provisiones de COP 2.84 bn, que se incrementa 5.1% frente al gasto estimado en provisiones a 2019, debido a la terminación de la provisión necesaria para cubrir eventos corporativos específicos y la situación económica de los países en Centroamérica. Lo anterior llevaría el costo de crédito desde 2.40% (estimado para 2019) hasta 2.26% en 2020. De esta forma, el ROAE del banco se ubicaría en 16.3% en 2020.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Para estimar el valor de la acción del banco 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), que pesa el 30%.

Ingreso Residual

A través de esta metodología hemos obtenido un valor justo 2020FA de COP 96,100/acción, utilizando un costo del *equity* (K_e) de 13.3%.

Múltiplos de Valoración

Utilizando un múltiplo de P/VL 2020E @1.40x (ajustado por ROE), el valor justo se ubicaría en COP 97,100/acción.



Método	Peso	2020 FA
Ingreso residual @12.7%	70%	96,100
P/VL (ajustado por ROE) @1.40x	30%	97,100
Precio Objetivo 2020 FA	100%	96,400

Nuestro ejercicio de valoración sugiere un precio objetivo 2020FA de COP 96,400/acción, equivalente a un potencial de valorización de 19.90% y una recomendación de NEUTRAL. Asignamos un riesgo MEDIO, pues el banco cuenta con una operación sólida y diversificada geográficamente, que mitigaría el impacto de una coyuntura macroeconómica desafiante en Colombia.

WACC vs. crecimiento a perpetuidad (g)

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

		Ke 13.3%				
		2.0%	1.0%	0.0%	-1.0%	-2.0%
G 3.7%	-2.0%	81,200	87,400	94,900	103,800	114,800
	-1.0%	81,300	87,800	95,600	105,200	117,100
	0.0%	81,400	88,100	96,400	106,700	119,800
	1.0%	81,400	88,600	97,500	108,700	123,300
	2.0%	81,600	89,100	98,700	111,200	128,000

Calidad de la cartera vs. cubrimiento

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

		Calidad				
		2.0%	1.0%	0.0%	-1.0%	-2.0%
Cubrimiento	30.0%	96,000	96,100	96,300	96,400	96,600
	15.0%	96,100	96,200	96,300	96,500	96,600
	0.0%	96,200	96,300	96,400	96,500	96,600
	-15.0%	96,300	96,400	96,400	96,600	96,600
	-30.0%	96,400	96,400	96,500	96,600	96,700

Tasa de impuestos vs. indicador de eficiencia

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

		Tasa de impuestos				
		2.0%	1.0%	0.0%	-1.0%	-2.0%
Eficiencia	2.0%	87,800	89,400	90,800	92,200	93,700
	1.0%	90,600	92,100	93,500	95,000	96,600
	0.0%	93,200	94,900	96,400	97,800	99,500
	-1.0%	96,000	97,500	99,200	100,900	102,400
	-2.0%	98,800	100,200	101,900	103,600	105,300

Bancolombia

Un panorama descontentado

Después de varios años desafiantes para el sector bancario colombiano, desde finales de 2018 se observó un cambio de tendencia en la rentabilidad ante menores gastos por provisiones, y una mejora paulatina en el crecimiento de la cartera. De igual forma, 2020 será un año en el que los resultados del banco seguirán positivos, beneficiados principalmente por la mayor reducción del costo de crédito, así como la continua transformación digital que seguirá aumentando la eficiencia. No obstante, consideramos que el mercado se ha anticipado a esta recuperación, por lo que el potencial de valorización de la acción frente a nuestra estimación del valor justo fundamental es limitado, razón por la cual asignamos una recomendación de SUBPONDERAR.

Aspectos a destacar

- **Para finalizar 2020, estimamos un Precio Objetivo para Bancolombia de COP 45,100/acción.** Nuestro ejercicio de valoración es resultado de: i) un crecimiento anual de 8.47% en la cartera consolidada; ii) unos ingresos netos por interés de COP 12.6 bn, con un incremento anual de 9.78%; iii) utilidad neta 2020E de COP 4.01 bn, aumentando 18.42% anual, ROAE de 14.3%; iv) costo del *equity* de 13.0%.
- **Positivo desempeño de la economía colombiana seguirá beneficiando el desempeño del banco.** Esperamos que los resultados de Bancolombia continúen beneficiados por el buen desempeño que presenta la economía colombiana, pues para 2020 suponemos que el país continúe su senda de recuperación y registre un crecimiento del 3.2%, en el que el sistema financiero tendría un crecimiento superior, del orden del 5.2%. Este comportamiento se derivará del continuo repunte que esperamos tenga la cartera de créditos, el incremento en los ingresos por interés por una estabilidad en el margen neto de interés (NIM), la mejora en la calidad de la cartera, la tendencia positiva en el segmento de comisiones y mayores eficiencias por los continuos avances en la transformación digital.
- **Valor relativo luce cercano a su valor fundamental.** Si bien el panorama luce bastante atractivo para Bancolombia en el próximo año, cuando esperamos tenga un crecimiento en cartera bruta y utilidades del 8.47% y 18.4%, respectivamente, el potencial que presenta frente a sus pares de la región es estrecho, y más aún si se tiene en cuenta el mayor abaratamiento relativo que presentan sus comparables en el país. Actualmente, Bancolombia se encuentra transando a un múltiplo *forward* P/VL 2020 FA ajustado por ROE de 1.42x y un potencial de valorización de 1.7%.

¿Por qué SUBPONDERAR?

A pesar de que esperamos un buen desempeño de la compañía para 2020, que se vería traducido en una expansión de sus indicadores de rentabilidad, consideramos que el mercado ha venido incorporando de forma anticipada esta buena dinámica, lo que se observa en el reducido potencial de valorización que tiene la compañía frente a su valor fundamental y sus pares, incluso mucho menor al del índice COLCAP.



SUBPONDERAR
P.O. ordinaria: 45,100
P.O. preferencial: 48,300

Potencial: 12.8%
Riesgo: MEDIO
Cierre ordinaria: COP 39,980
Sector: Financiero

BCOLO CB / PFBCOLO CB

CIB US

Bloomberg: RESP COAR <GO>

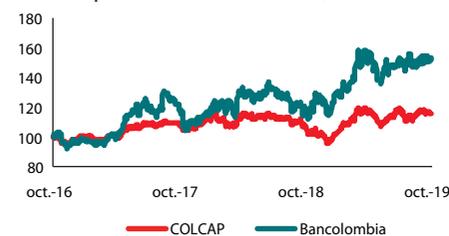
Julián Felipe Amaya
 Analista sector financiero
 jamaya@corredores.com
 Ext. 92473

Katherine Ortiz
 Líder Renta Variable
 kortiz@corredores.com
 Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP)	41.0 bn
Flotante	53.5%
Dividendo 2020e (COP)	1,168
Retorno por dividendo	2.9%
% COLCAP	20.0%
# Acciones	962 mm
P/VL actual	1.6x
P/U actual	12.0x
Último precio	39,980
Máx. 52 semanas	42,000
Mín. 52 semanas	29,400

► Comportamiento Mercado (base 100: 2016)



Fuente: Bloomberg

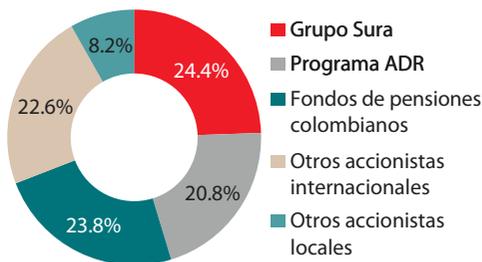


Bancolombia / Ficha técnica

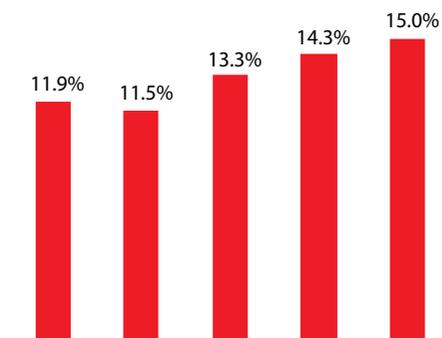
Descripción de la compañía. Fundado en 1945 como Banco Industrial Colombiano S.A., Bancolombia (BVC:BCOLOM; BVC:P-FBCOLO; NYSE:CIB) es hoy uno de los principales grupos financieros de Colombia. Bancolombia cuenta con una participación de mercado del 27% en Colombia, consolidándose como el líder

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 66.3% de la cartera es doméstica y 33.7% es cartera extranjera.

Composición accionaria



Evolución ROAE



Comparables (P/VL vs. ROE) fwd 20

Banco	P/VL	ROE
Credicorp	1.97x	18.01%
Banco de Chile	2.48x	18.60%
Banco Santander	2.54x	19.51%
ITAU	2.19x	21.86%
Inbursa	1.42x	15.33%
Bradesco	1.72x	18.51%
Davivienda	1.19x	14.55%
Bogotá	1.16x	16.35%
BCI	1.48x	13.29%
Bancolombia	1.28x	14.34%
Mediana	1.72x	18.01%

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

Resumen

	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Acciones en circulación (millones)	962	962	962	962	962
Cap. Bursátil (COP millones)	28,835,573	29,239,541	38,453,843	38,453,843	38,453,843
Precio (COP/acción)	29,980	30,400	39,980	39,980	39,980
VL (COP/acción)	24,030	25,835	28,304	31,124	34,334
UPA (COP/acción)	2,719	2,764	3,595	4,258	4,914
P/VL	1.2x	1.2x	1.4x	1.3x	1.2x
P/U	11.0x	11.0x	11.1x	9.4x	8.1x

Balance general consolidado

COP millones	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Caja y Depósitos Interbancarios	15,523,123	15,833,017	16,624,671	17,985,816	19,479,997
Inversiones	3,326,519	19,511,054	20,809,017	22,751,384	24,918,678
Cartera Neta	152,244,991	163,583,285	174,126,269	188,382,856	204,032,854
Otros Activos	32,813,578	21,186,262	27,196,028	29,088,737	31,011,724
Total Activos	203,908,211	220,113,618	238,755,985	258,208,793	279,443,252
Depósitos	133,043,806	143,502,693	153,204,076	165,747,658	179,135,352
Obligaciones	46,434,855	49,955,700	56,398,712	60,434,742	65,018,639
Total Pasivos	179,478,661	193,458,393	209,602,788	226,182,401	244,153,991
Patrimonio	23,112,964	24,848,920	27,223,891	29,935,672	33,023,614
Pasivos+Patrimonio+Int. Min.	203,908,211	220,113,618	238,755,985	258,208,793	279,443,252

Estado de resultados consolidado

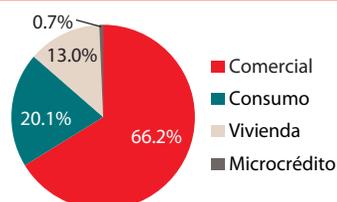
COP miles mm	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingreso Neto por interés	10,452,691	10,446,284	11,462,996	12,583,599	13,722,370
Ingreso Neto por comisiones	2,504,193	2,690,920	2,939,589	3,180,268	3,444,470
Ingresos operacionales	11,220,216	11,092,011	12,645,562	13,917,936	15,346,414
Gastos en provisiones	-3,461,845	-3,843,071	-3,744,026	-3,589,676	-3,690,414
Utilidad Neta	2,615,000	2,658,865	3,458,022	4,094,990	4,725,938
Margen Neto	23.3%	24.0%	27.3%	29.4%	30.8%

Indicadores Financieros

	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Margen Neto de interés NIM	6.1%	5.8%	5.8%	5.9%	5.9%
Eficiencia	49.2%	50.1%	48.0%	46.9%	46.0%
Calidad	4.6%	4.5%	4.6%	4.2%	4.1%
Cubrimiento	107.5%	128.2%	135.0%	153.0%	157.0%
Gasto en provisiones/Cartera	2.3%	2.3%	2.2%	1.9%	1.8%
Patrimonio/Activos	11.3%	11.3%	11.4%	11.6%	11.8%
Cartera/Activos	74.7%	74.3%	72.9%	73.0%	73.0%
Depósitos/Cartera	87.4%	87.7%	88.0%	88.0%	87.8%
ROAA	1.3%	1.3%	1.5%	1.6%	1.8%
ROAE	11.9%	11.5%	13.3%	14.3%	15.0%

*Precio de Cierre del 18/10/2019

Composición cartera



Fuentes de Fondo



Hipótesis de valor

➤ Normalización del costo de riesgo continuará como el principal catalizador de la rentabilidad.

Después de los años desafiantes para el sector bancario en Colombia, cuando se observaron contracciones en los márgenes de rentabilidad, derivados de la desaceleración de la economía, el incremento en los gastos por provisiones de los principales bancos por algunos casos específicos y la contracción de la cartera comercial, desde finales de 2018 y en lo corrido de 2019 se ha observado un cambio de tendencia en los resultados del sector. Por su parte, para 2020 se estima que la dinámica del sector siga mejorando, pues si bien la cartera seguirá presentando su tendencia de aceleración, el factor que podría ser más influyente sería la disminución del costo de riesgo que proyectamos se ubique en 1.8%, 15 pbs inferior a lo estimado en 2019, como resultado del efecto base que dejarían casos específicos provisionados, como lo es Ruta del Sol II y la recuperación natural derivada del mejor ciclo económico. Esto se traduciría en una reducción en los gastos por provisiones de 4.1% y un aporte de 120 pbs al ROAE.

➤ Robusta diversificación geográfica en Colombia y Centroamérica.

Bancolombia se sitúa como uno de los bancos más grandes de Latinoamérica, con presencia en Panamá, El Salvador, Guatemala y Puerto Rico, países donde cuenta con una participación de mercado importante, en algunos casos siendo el principal jugador del país, como lo es en Colombia. En Colombia, el foco de crecimiento ha estado concentrado en la cartera de consumo, que de la mano de los avances en la digitalización de sus operaciones, ha logrado capturar mayor participación de mercado para llegar a 19.4% a julio de 2019, desde 13.6% en enero de 2015. Esta estrategia ha estado enfocada en otorgar créditos preaprobados para préstamos personales, tarjetas de crédito y créditos vehiculares. De esta manera, Bancolombia ha balanceado su portafolio, puesto que la cartera de consumo incrementó su participación al pasar de 16.3% en 2015 a 20.1% en 2T19.

➤ Segmento de comisiones ha ganado más relevancia.

La retadora coyuntura de los años anteriores por la que pasó el sistema bancario llevó a Bancolombia a adoptar estrategias para diversificar sus ingresos y así mitigar la dependencia del ciclo de política monetaria en los países en los que opera. De esta manera, Bancolombia ha direccionado esta estrategia en fidelizar a sus clientes mediante esquemas de incentivos para usar sus productos crediticios y la profundización de Banca Seguros, con lo que el indicador de Comisiones netas/Ingresos operacionales antes de provisiones pasó de 16.9% en 2T16 a 18.5% en 2T19. Esto, además, le permitiría generar un colchón para mitigar el efecto de la tendencia de la industria a disminuir cobros en productos masivos, como cuentas de ahorro o tarjetas de crédito.

➤ Avances en digitalización contribuyen a una mayor eficiencia.

La tendencia reciente en el mundo ha sido la de digitalizar sus operaciones para propiciarles una mejor experiencia a sus clientes y, de igual forma, optimizar la estructura de gastos del negocio. En este sentido, Bancolombia se ha encargado de implementar en varios frentes la transformación digital dentro de sus operaciones, una de las cuales es la implementación del App personas y Sucursal Virtual Personas, con la que en 2018 logró otorgar ~COP 212 mil mm de desembolsos de

Gasto por provisiones trimestral



Fuente: Bancolombia

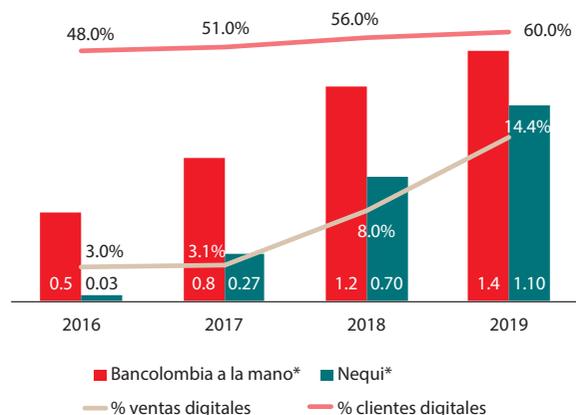
Participación de mercado por país*

Colombia		El Salvador	
Bancolombia	26.6%	Banco Agrícola	26.2%
Davivienda	15.6%	Davivienda	14.7%
Banco de Bogotá	11.5%	BAC	14.4%
BBVA	10.2%	Scotiabank	11.3%
Banco de Occidente	6.0%	Cuscatlan (Citibank)	8.3%
Panamá		Guatemala	
Banco General	16.2%	Banco Industrial	28.6%
Banistmo	11.0%	Banrural	16.9%
Global Bank	7.3%	Banco G&T Continental	13.5%
BAC	5.6%	BAC-Reformador	11.2%
Banesco	4.2%	Banco Agromercantil	10.9%

* Calculado sobre la cartera total del sistema

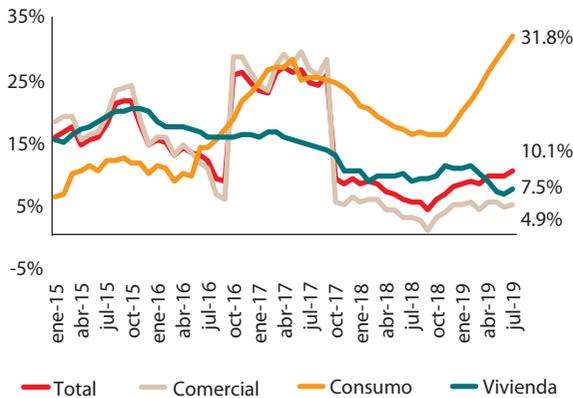
Fuente: Bancolombia

Transformación digital

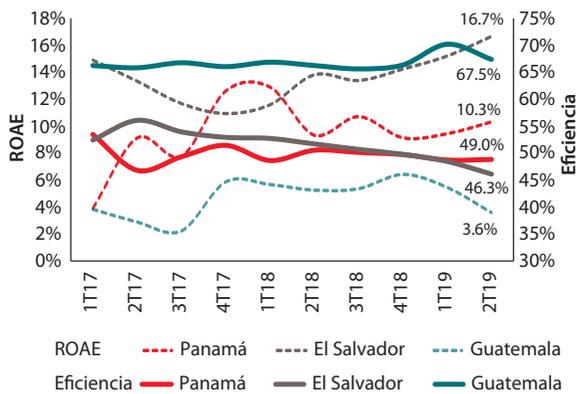


* Millones de clientes

Fuente: Bancolombia

**Crecimiento de la cartera por modalidades en Colombia**

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia | Cálculos: Davivienda Corredores

Desempeño operaciones centroamericanas

Fuente: Bancolombia | Cálculos: Davivienda Corredores

Impacto eliminación de cuotas de manejo y otras comisiones

COP mil mm	Banco de Bogotá	Grupo Aval	Bancolombia
Servicios bancarios	58	100	73
Cuotas de manejo tarjetas de crédito	162	260	319
Cuotas de manejo tarjetas débito	42	82	444
Total ingresos	262	443	900
Impacto estimado en la utilidad neta	200	220	530
Impacto estimado en la utilidad neta %	-7%	-8%	-20%
Impacto estimado en ROE	-120pbs	-130pbs	-230pbs

Fuente: Emisores | Cálculos: Davivienda Corredores

créditos de libre en inversión, además de otras iniciativas que le han ayudado a tener una mayor penetración en las regiones en las que opera, así como la agilización de varios procesos. Esta transformación le ha permitido al banco seguir mejorando su eficiencia, que pasó de 54.3% en 2016 a 48.5% para 2T19. Estimamos que este indicador puede alcanzar niveles de 46% en los próximos dos años.

Riesgos

> **Fuerte crecimiento de la cartera de consumo podría traer consecuencias en situaciones de estrés de la economía.** Si bien consideramos positiva la estrategia implementada por Bancolombia para que la cartera de consumo tenga una mayor participación en su portafolio, que le ha permitido beneficiarse del repunte de la economía colombiana, y donde este segmento ha presentado un crecimiento superior al del sistema en Colombia en los últimos años (+20.1% promedio anual desde enero de 2017 vs. +10.8% del sector), consideramos que esto también representa un riesgo importante para la calidad de la cartera, y más aún si se tiene en cuenta el incremento en la tasa de desempleo en Colombia, que en agosto fue de 10.8%. Además, el costo de crédito se podría ver presionado dado que el de esta modalidad es superior al de la cartera comercial e hipotecaria.

> **Resultados en Centroamérica permanecen débiles.** Los positivos resultados recientes de Bancolombia han sido impulsados, principalmente, por la operación local, puesto que la dinámica de las operaciones en Centroamérica, y en particular en Guatemala continúa debilitándose. En el caso de Guatemala, si bien la estrategia del banco está enfocada en ser más eficiente, dada la coyuntura actual del país y el deterioro de los principales aliados comerciales, el banco en este país reportó, incluso, pérdidas durante el segundo trimestre del año. Teniendo en cuenta que la fuerte depreciación del peso colombiano ha ayudado a que estos resultados no fuesen tan alarmantes, al considerar un escenario en el que el peso colombiano empezará a apreciarse, la situación podría tornarse desafiante e impactar en mayor medida los resultados consolidados.

> **Proyectos de Ley podrían perjudicar el desempeño de los bancos.** Durante 2019 hubo varios proyectos de ley que pudiesen haber tenido impactos significativos en las operaciones del sector bancario. El primero de ellos buscaba eliminar el cobro de las cuotas de manejo de las tarjetas de crédito y débito y otras comisiones por servicios bancarios, lo cual hubiese podido resultar en un impacto aproximado del 20% de la utilidad neta de 2018 (-230 pbs en el ROAE) para Bancolombia. El segundo proyecto que se estudió fue el de *habeas data*, que buscaba reducir el tiempo de permanencia del reporte de mora en las centrales de riesgo, de cuatro a dos años, además de otras condiciones que pudiesen tener un impacto negativo en la información que manejan los bancos para determinar el comportamiento crediticio de sus clientes. Hacia adelante no descartamos que haya nuevos proyectos de ley similares que puedan tener un impacto negativo en la operación del sector, y que, consecuentemente, puedan derivar en un aumento de la volatilidad del precio de Bancolombia.

> **Transformación digital podría traer nuevos competidores al sector.** Con el cambio de tendencia que ha empezado en el sector, referente

a la digitalización, se ha visto el surgimiento de nuevos competidores que pudiesen entrar con gran fuerza a Colombia. Ejemplo de esto es la creación hace cinco años del banco completamente digital (neobanco), Nubank, en Brasil, y que ya llegó a México en 2019. Además de esto, a pesar de que consideramos que Bancolombia es uno de los bancos en Colombia de más avances en la transformación digital, es importante tener en cuenta las diferentes propuestas de servicios digitales que puedan ofrecer otros bancos como Davivienda, BBVA o los bancos Aval, entre otros.

Proyecciones

- **Cartera de créditos.** Un crecimiento económico estimado de 3.2%, una inflación de 3.2% para 2020 y un mayor apetito por crédito permitiría un aumento de 10.4% en la cartera para Colombia. Por otra parte, para la cartera en USD estimamos un crecimiento de 4.7%, lo que nos llevaría a un crecimiento en la cartera consolidada de 8.4%.
- **Ingresos netos por interés.** Los ingresos por intereses se ubicarían en COP 19.17 bn a 2020, presentando un crecimiento anual de 9.4%, influenciados por una expansión en el margen de intermediación. Por otra parte, un incremento de 8.6% en los gastos por interés llevaría los ingresos netos por interés del periodo a situarse en COP 12.58 bn (+9.8% anual), lo que ubicaría el NIM de Bancolombia en 5.9% a 2020, 10 pbs más frente a lo que se estima en 2019.
- **Calidad, costo de crédito y eficiencia.** Contemplamos un indicador de calidad de 4.2% al finalizar 2020. Asimismo, consideramos un decremento de 8% en los gastos por provisiones, puesto que al finalizar 2019 los bancos habrán realizado por completo la cobertura del caso de Ruta del Sol II y no se prevén deterioros significantes adicionales. Por otra parte, esperamos una reducción de 40 pbs en el indicador de eficiencia, que se ubica en 47.6% para 2020, gracias a los avances que seguirá presentando el banco en su estrategia de digitalización, así como en los demás esfuerzos por reducir gastos y costos operativos para optimizar las operaciones.
- **Utilidad Neta y ROAE.** Estimamos una utilidad neta de COP 4.01 bn para 2020 (+18.42% anual) que llevaría a que el ROAE para ese año se ubique en 14.3%, un incremento de 105 pbs frente a lo estimado para 2019.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Para estimar el valor de la acción del banco 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), que pesa el 30%.

Ingreso Residual

Por medio de esta metodología hemos obtenido un valor justo 2020FA de COP 45,400/acción, utilizando un costo de capital de 13.0%.

Múltiplos de Valoración

Esta metodología utiliza el múltiplo de P/VL 2020E @1.43x, de las entidades comparables con Bancolombia. En este sentido, el valor de Bancolombia sería COP 44,500/acción.

Método	Peso	2020 FA
Ingreso residual	70%	45,400
P/VL (ajustado por ROE)	30%	44,500
Precio Objetivo 2020 FA	100%	45,100



Nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2020FA de COP 45,100/acción, equivalente a un potencial de valorización de 12.81% y una recomendación de SUBPONDERAR. Asignamos un riesgo MEDIO a nuestra valoración, pues aunque existen ciertos riesgos regulatorios y macroeconómicos que se pueden materializar en los resultados, el banco cuenta con todo el andamiaje corporativo para hacer frente a esta situación.

WACC vs. crecimiento a perpetuidad (g)

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

		Ke 13.0%				
		2.0%	1.0%	0.0%	-1.0%	-2.0%
G 3.8%	-2.0%	37,200	40,300	44,100	48,800	54,600
	-1.0%	37,200	40,500	44,600	49,600	56,000
	0.0%	37,300	40,800	45,100	50,700	57,800
	1.0%	37,400	41,100	45,900	52,000	60,300
	2.0%	37,600	41,600	46,800	53,800	63,600

Calidad de la cartera (90 días) vs. cobertura

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

		Calidad 4.16%				
		2.0%	1.0%	0.0%	-1.0%	-2.0%
Cobertura 153%	30.0%	39,800	42,100	44,400	46,700	49,000
	15.0%	40,500	42,600	44,800	46,900	49,100
	0.0%	41,100	43,100	45,100	47,200	49,100
	-15.0%	41,800	43,700	45,500	47,400	49,300
	-30.0%	42,400	44,200	45,900	47,600	49,400

Tasa efectiva vs. eficiencia

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

		Tasa efectiva de impuestos				
		2.0%	1.0%	0.0%	-1.0%	-2.0%
Eficiencia	2.0%	41,400	42,300	43,200	44,100	45,000
	1.0%	42,300	43,200	44,100	45,100	46,000
	0.0%	43,200	44,200	45,100	46,100	47,000
	-1.0%	44,200	45,200	46,100	47,100	48,100
	-2.0%	45,100	46,100	47,100	48,100	49,100

Celsia

De la transformación al crecimiento

Pasaron tres años para que la balanza se inclinara de nuevo del lado de las oportunidades. Una estrategia consistente de la que se han derivado importantes cambios como: i) la mayor relevancia del negocio de distribución, que permite mayor estabilidad en flujos de caja y resultados; ii) la consolidación de las operaciones en Colombia de EPSA, que impacta positivamente la eficiencia y la rentabilidad; iii) la venta de Zona Franca, que permitirá acelerar y capturar oportunidades de crecimiento más rentables, entre otros. Esto empezará a traducirse en un repunte en los resultados financieros, expansión en el margen EBITDA y generación valor para los accionistas, lo que junto a un atractivo potencial frente a nuestra estimación de valor justo soportan esta recomendación de SOBREPONDERAR.

Aspectos a destacar

- **Estimamos para 2020 un Precio Objetivo 2020FA de COP 5,350/acción, y actualizamos nuestra recomendación a SOBREPONDERAR.** Nuestro Precio Objetivo incorpora: i) en términos de fuentes de generación no convencionales, la granja solar Divisa en Panamá (9.9 MWh), el proyecto solar Comayagua de Honduras (10.6 MWh) y los proyectos eólicos Atlántico y Acacia (9.9 MWh y 80 MWh, respectivamente); ii) los activos de Enertolima; iii) la planta térmica Tesorito (200 MW) que entraría en operación en 2023; iv) el impacto en las cifras que se deriva de la venta de Zona Franca Celsia. Para Celsia estimamos un TACC 2019-2028 de ingresos de 4.3%, en EBITDA de 4.1% y en utilidad neta de 7.3%. El WACC de nuestra valoración es 9.22% y el gradiente de perpetuidad 3.5%.
- **Adquisiciones, nuevos proyectos y venta de Zona Franca favorecerán los resultados financieros.** Si bien los ingresos permanecerán sin mayores cambios en el consolidado, puesto que la salida de los activos de Zona Franca será compensada por la adquisición de Enertolima, el mix de ventas y EBITDA cambiarán de forma importante, a lo que se suma el impacto positivo en la utilidad gracias a un menor apalancamiento. Estimamos para 2020 un incremento del EBITDA de 14.7% y en la utilidad neta de 118%, excluyendo en 2019 la ganancia de la venta de Zona Franca.
- **Oportunidades de crecimiento inorgánico podrían ser aprovechadas.** Luego de la venta de Zona Franca, y aunque la adquisición de los activos del Tolima es reciente, no descartamos que Celsia siga expandiéndose inorgánicamente, aprovechando oportunidades como ventas de activos del gobierno. Consideramos probable que la compañía ceda participación en sus proyectos a socios que aporten conocimiento, experiencia y acceso a capital, lo que no solo potencializará la generación de valor, sino que podría significar una caída en el apalancamiento más rápido de la estimada.

¿Por qué SOBREPONDERAR?

La fortaleza patrimonial que se adelanta. ante la desinversión de activos, la nueva estrategia enfocada a los no convencionales, sumada a una solidez financiera y adecuados niveles de apalancamiento, esperamos que sean los catalizadores hacia un robusto desempeño operacional, que permita mantener una atractiva distribución de dividendos, así como un ajuste del precio de la acción más cerca de su valor fundamental.



SOBREPONDERAR
P.O.: 5,350

Potencial: 25.0%
Riesgo: MEDIO
Cierre: COP 4,280
Sector: Servicios Públicos

CELSIA CB

Bloomberg: RESP COAR <GO>

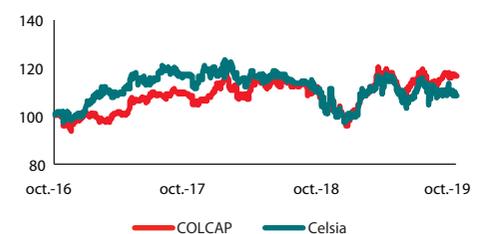
Camilo Roldán
Analista sector Utilities
crolدان@corredores.com
Ext. 92257

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP)	4.65 bn
Flotante	48.8%
Dividendo 2020e (COP)	195
Retorno por dividendo	4.3%
% COLCAP	2.11%
# Acciones	1,070 mm
P/VL actual	1.11x
P/U actual	29.1x
EV/EBITDA actual	9.76x
Último precio	4,280
Máx. 52 semanas	4,680
Mín. 52 semanas	3,800

► Comportamiento Mercado (base 100: 2016)



Fuente: Bloomberg

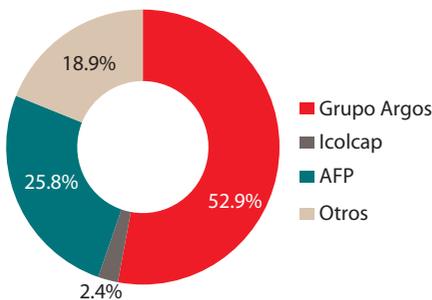


Celsia / Ficha técnica

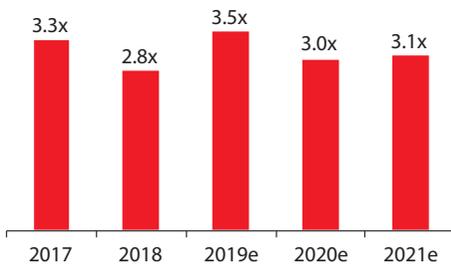
Descripción de la compañía. Celsia es un *holding* integrado especializado en la generación y distribución de energía eléctrica perteneciente a Grupo Argos. Actualmente, la empresa tiene presencia en Colombia, Panamá, Costa Rica y Honduras con una capacidad de generación de 2.398 MW desde 30 centrales hidroeléctricas, térmicas, fotovoltaicas y eólicas que generaron en 2018, 6.516 GWh anuales. En Colombia, Valle del Cauca cuenta con 92 subestaciones de distribución y 17 de transmisión, 20.781 km de redes de distribución y 291 km de redes de transmisión que

permiten atender, a través de EPSA E.S.P., Empresa de Energía del Pacífico S.A. E.S.P, 62% de participación, a más de 625.000 clientes en 39 municipios del Valle y uno en Chocó (San José del Palmar). En los municipios de Tuluá y San Pedro, Valle del Cauca, más de 60.000 clientes son atendidos por Cetsa E.S.P., Compañía de Electricidad de Tuluá S.A. E.S.P. Finalmente, la compañía decidió adquirir los activos de distribución de Enertolima, empresa encargada de la distribución de energía eléctrica en el Tolima con 491 mil clientes, 994 GWh/año de energía y COP ~1.5 billones en activos.

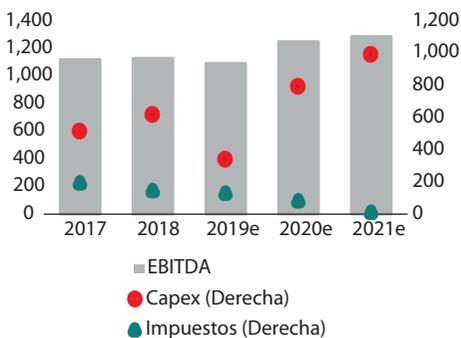
Composición accionaria jun-19



Deuda Neta / EBITDA



EBITDA vs. CAPEX e Impuestos (COP miles mm)



Resumen

COP miles mm	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Acciones en circulación (mm)	740	1,070	1,070	1,070	1,070
Cap. Bursátil (COP mm)	3,522,400	4,279,890	4,579,483	4,579,483	4,579,483
Precio (COP/Acción)*	4,760	4,000	4,280	4,280	4,280
VL (COP/Acción)	4,285	4,110	4,156	4,186	4,221
UPA (COP/Acción)	200	213	333	223	258
Total Deuda	3,919,182	3,625,805	4,022,095	4,074,429	4,006,721
Deuda Neta	3,746,744	3,181,183	3,831,361	3,773,518	3,945,728
EV	8,534,950	8,467,427	9,481,824	9,548,732	9,865,037
EV/EBITDA	7.6x	7.5x	8.6x	7.6x	7.6x
P/VL	1.1x	1.0x	1.0x	1.0x	1.0x
Precio Utilidad	23.8x	18.8x	12.9x	19.2x	16.6x
Retorno por dividendos	2.7%	4.3%	4.3%	4.6%	5.3%
Dividendo por acción	130	170	184	195	225

Balance general consolidado

Balance General Consolidado (COP mm)	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Total Activos	9,830,284	10,691,852	11,175,209	11,516,672	11,868,171
Total Pasivos	5,393,390	5,287,497	5,657,840	5,842,145	6,012,116
Patrimonio e interés minoritario	4,436,894	5,404,356	5,517,369	5,674,527	5,856,055
Deuda Total/Patrimonio	0.9x	0.67x	0.73x	0.72x	0.68x
Deuda Total/EBITDA	3.5x	3.2x	3.7x	3.2x	3.1x
Deuda Neta/EBITDA	3.3x	2.8x	3.5x	3.0x	3.1x
ROE	4.7%	5.2%	8.0%	5.3%	6.1%
ROA	1.5%	2.1%	3.2%	2.1%	2.3%

Estado de resultados consolidado

COP mm	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos Operacionales	3,093,146	3,424,416	3,600,876	3,559,358	3,666,767
Costo de ventas	2,099,640	2,413,591	2,598,643	1,879,260	1,963,961
Utilidad Bruta	993,506	1,010,825	1,002,233	1,280,097	1,312,806
Gastos adm. y comercial.	236,536	239,102	375,095	593,129	608,801
Utilidad Operacional	756,970	771,723	627,138	686,969	704,005
UNAI	445,655	502,177	315,956	450,040	432,729
Impuesto a la renta e Int. Minoritario	-297,398	-274,357	40,266	-211,457	-157,149
Utilidad Neta	148,258	227,820	356,222	238,584	275,580
EBITDA	1,123,681	1,135,052	1,097,537	1,258,472	1,292,171
Margen Bruto	32.1%	29.5%	27.8%	36.0%	35.8%
Margen Operacional	24.5%	22.5%	17.4%	19.3%	19.2%
Margen EBITDA	36.3%	33.1%	30.5%	35.4%	35.2%
Margen Neto	4.8%	6.7%	9.9%	6.7%	7.5%

*Precio de Cierre del 18/10/2019

► **Presidente:** Ricardo Sierra
 ► **Vicepresidente Financiero:** Esteban Piedrahíta

► **IR:** Jesús Cadavid
 ► **Página web:** www.celsia.com

Hipótesis de valor

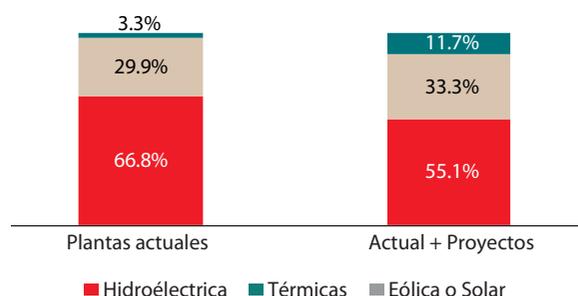
➤ **Transformación de Celsia va en la dirección correcta.** Celsia adelanta un plan de transformación que llevará a una reconfiguración en la generación de ingresos y EBITDA y permitirá un incremento en la rentabilidad. Mientras en 2018 el 57% de los ingresos de Celsia provino del negocio de generación, en 2020 estos representarían el 35% y el negocio de distribución y transporte 65%. La mayor participación en el negocio de distribución de energía, producto de la entrada en operación del Plan5Caribe y la compra de los activos del Tolima, la consideramos positiva dada la baja exposición de este negocio a riesgos de mercado, flujos de caja estables y predecibles y superiores márgenes de rentabilidad (margen EBITDA de 37%). Lo anterior, sumado a la inversión en proyectos con generación de EBITDA a corto plazo, rápida recuperación del capital invertido y atractiva rentabilidad, permitirán que el margen EBITDA pase de un promedio de 29% entre 2014 y 2018, a cerca de 35.4% en los próximos años, según nuestras estimaciones (más conservadoras que la expectativa de la compañía, de ~40%).

➤ **Recomposición en la estructura de capital y gestión más eficiente de su portafolio.** Acorde con su estrategia, enfocada en la búsqueda de generación de valor para sus accionistas, Celsia ha implementado durante los últimos años las siguientes acciones: i) consolidación de su participación en EPSA a través de una OPA inicial por COP 738 mil mm; ii) la reciente capitalización de EPSA por COP 460 mil mm; iii) la anunciada adquisición de las acciones de Banca de Inversión Bancolombia por COP 128 mil mm, con lo que su participación en la compañía alcanzará 65.1%; iv) la venta de los activos de generación hídrica de Celsia a EPSA. Estas decisiones permitirán consolidar una plataforma de operación y crecimiento para Colombia, que facilite gestionar de manera más eficiente los recursos asignados a cada una de sus filiales, así como lograr eficiencias en la estructura de capital de EPSA, que alcanzó a tener un indicador deuda neta/EBITDA de 1.5x, mientras las estimaciones antes de la recomposición e inversiones recientes apuntaban a que podría haber llegado a 0.2x.

➤ **Estrategia de crecimiento en negocio de generación con claro foco en energía renovable.** Celsia enfocó su estrategia corporativa para el negocio de generación, en el crecimiento a través de energías renovables no convencionales; de esta forma, se tienen planes de expansión de generación en este segmento a través de ocho proyectos de generación no convencional, planteados tanto en Colombia (5), como en Centroamérica (3), que representarán un 18% más de capacidad instalada (314 MW). Resaltamos que, teniendo en cuenta las dificultades futuras que se pueden presentar por la interconexión al Sistema Interconectado Nacional (SIN) para grandes proyectos eólicos en La Guajira, decidimos excluir el Parque Eólico Camelia, que forma parte del proyecto Begonia, con una capacidad instalada de 250 MWh, con lo cual, la participación en la capacidad instalada podría llegar a 25%. En nuestras estimaciones, Celsia pasaría de tener una capacidad instalada de 2,399 MWh en 2018 a 2,751 en 2022, donde el 14% correspondería a proyectos de energía renovable.

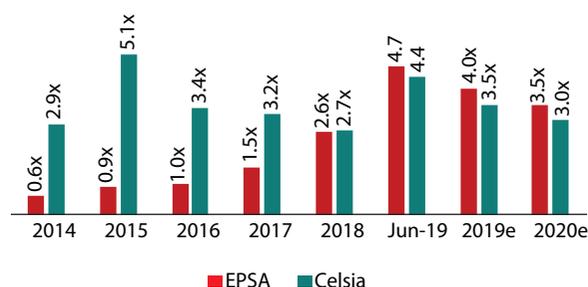
➤ **Oportunidades de crecimiento inorgánico podrían ser aprovechadas.** Es de conocimiento público la intención del gobierno de

Capacidad instalada por tipo de fuente de generación



Fuente: Celsia | Estimaciones Davivienda Corredores

Deuda Neta /EBITDA



Fuente: Celsia | Estimaciones Davivienda Corredores

Activos de la Nación sector de energía

Valor Patrimonial	2018	% Nación
ISA	18,941,827	51.41%
Empresa Urrá	1,154,333	99.98%
Gecelca	1,121,752	100%
Gensa	498,187	93.20%
Electrohuila	381,558	83.05%
Cedelca	370,853	55.39%
Cedenar	341,077	99.98%
Emsa	282,718	55.68%
Dispac	147,761	100%
Electrocaquetá	75,493	72.35%
EEDAS	50,042	67.05%

Cifras en COP millones

Fuente: Ministerio de Hacienda | Estimaciones Davivienda Corredores



enajenar activos de la Nación. El valor en libros del portafolio, que equivale a COP 70 bn, está representado en un 14% por activos del sector de energía (5.8% excluyendo ISA), los cuales podrían ser atractivos para Celsia teniendo en cuenta su enfoque en incrementar la representatividad del negocio de distribución. Si bien la generación de valor dependerá del precio al que compren los activos, sí reconocemos que en este sector las oportunidades de adquisición de activos de gran tamaño son escasas y, en ese sentido, la posibilidad de crecer es limitada.

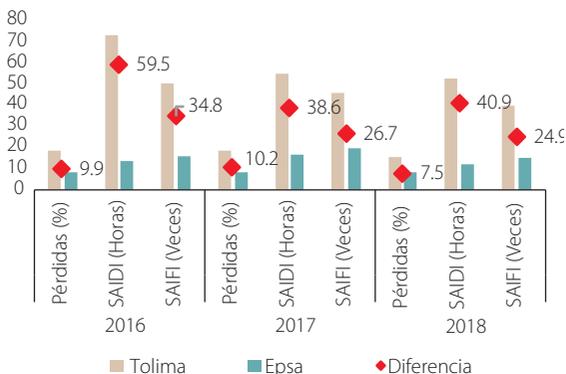
Riesgos

> **Elevada competencia en nuevos proyectos podría limitar el crecimiento futuro.** La UPME reportó recientemente que el Sistema Interconectado Nacional aprobó solicitudes de conexión de 90 proyectos de fuentes renovables no convencionales por cerca de 6,274 MW, un 53% más que en 2018 (en la actualidad la capacidad instalada de Colombia se ubica en 17,203 MW). De estos proyectos, 4,353 MW corresponden a 70 proyectos con tecnología fotovoltaica, 1,862 MW a 14 proyectos eólicos y 59 MW a 6 proyectos de biomasa, la mayoría ubicados en los departamentos de La Guajira, Cesar, Atlántico, Bolívar, Tolima, Magdalena, Valle del Cauca y Cauca. A lo anterior se suma la oferta nueva de otro tipo de proyectos de generación como es el caso de Hidroituango, que podrían derivar en una presión en los precios de la energía. Vale la pena destacar que nuestro modelo contempla cero incremento en precios de la energía a partir de 2023.

> **Activos del Tolima plantean retos operativos para EPSA.** Al cierre de 2018, la operación de Tolima presentaba pérdidas altas de energía (15.8%) e indicadores de calidad de servicio de duración de interrupciones (SAIDI: 52.6 horas y frecuencia de interrupciones SAIFI 40x) negativos en comparación con sus pares en Colombia. Lo anterior hace necesario que EPSA ejecute un agresivo plan de inversiones para mejorar el nivel de servicio de los activos adquiridos, a niveles similares a los que ha mantenido EPSA en los últimos años. Dicho plan de inversiones está ligado a la nueva metodología de remuneración de distribución de energía eléctrica, cuya aplicación iniciaría antes de finalizar 2019. Si bien el CAPEX se financiaría principalmente con el EBITDA generado por la operación, esto significa que el aporte de estas operaciones al flujo de caja de Celsia es mínimo por lo menos hasta 2022.

> **Centroamérica seguirá rentando por debajo de las operaciones locales.** Luego del fin de los contratos de Cativá y Bahía Las Minas (BLM) en 2018, plantas que representan el 69% de la capacidad instalada en Centroamérica, estimamos que el aporte de las operaciones de esta región se mantenga débil, más aún cuando hasta el momento no conocemos una estrategia comercial efectiva que pueda contrarrestar la caída de estos ingresos. Vale la pena resaltar que mientras consideramos que las operaciones de Colombia puedan llegar en el mediano plazo a un margen EBITDA cercano a 40%, en el consolidado, el máximo margen que proyectamos es de 37%, principalmente por el impacto negativo en la rentabilidad de estas operaciones.

Capacidad instalada por tipo de fuente de generación



Fuente: Celsia | Estimaciones Davivienda Corredores

“

Celsia adelanta un plan de transformación que llevará a una reconfiguración en la generación de ingresos y EBITDA y permitirá un incremento en la rentabilidad. Mientras en 2018 el 57% de los ingresos de Celsia provino del negocio de generación, en 2020 estos representarían el 35% y el negocio de distribución y transporte 65%.

”

Proyecciones

En esta oportunidad incorporamos en nuestras estimaciones y ejercicio de valoración: i) la venta de Zona Franca Celsia por USD 420 millones (USD 330 netos de deuda) y el uso de estos recursos en la capitalización de EPSA, la compra de las acciones de Bancolombia en esta compañía, la compra de deuda externa en cabeza de EPSA por USD 190 mm; ii) los activos adquiridos en el Tolima; iii) el proyecto de generación térmica Tesorito, que contará con una capacidad instalada de 200 MW, entrará en operación en 2023 y ya cuenta con asignaciones de cargo por confiabilidad; iv) en términos de fuentes de generación no convencionales, la granja solar Divisa en Panamá (9.9 MWh), el proyecto solar Comayagua de Honduras (10.6 MWh) y los proyectos Eólico Atlántico y Acacia (9.9 MWh y 80 MWh, respectivamente).

- **Ingresos.** Para 2020, el principal impacto en los resultados provendrá de la venta de Zona Franca Celsia, que significa una caída en los ingresos por generación de 21%, los cuales son compensados por la consolidación de los activos del Tolima, que impulsan los ingresos del negocio de distribución y comercialización, aportando COP 737 mil mm. Así, esperamos un decrecimiento de los ingresos de 1.2 % para 2020.
- **EBITDA.** Para 2020 esperamos que el EBITDA se sitúe en COP 1,26 billones, con un crecimiento de 14.7% frente a 2019, como resultado de la consolidación de los activos del Tolima, que son más rentables que el negocio de Zona Franca, así como de mayores eficiencias y rentabilidad.
- **Utilidad Neta.** Estimamos que se ubique en COP 239 mil mm en 2020, menor a 2019, donde alcanzaría COP 356 mil mm. No obstante, en 2019 estimamos un aporte de la utilidad en la venta de los activos de Zona Franca de COP 247 mil mm, por lo que excluyendo este efecto el crecimiento sería de 118%, evidencia del inicio de una importante recuperación en la rentabilidad que prevemos para los próximos años.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Para estimar el valor de Celsia utilizamos una suma de partes en donde: i) valoramos la operación de la compañía sin haber realizado la consolidación de la adquisición de los activos de Enertolima, a la cual otorgamos un Precio Objetivo (P.O.) de COP 5,210/acción; ii) valoramos de manera individual los activos de Enertolima con un P.O. de COP 170/acción, con lo que nuestro valor justo estimado a través del DCF es de COP 5,420. Por su parte, con un múltiplo promedio EV/EBITDA de los pares de 8.2x estimamos un valor justo de COP 5,510/acción. Consecuentemente, nuestro nuevo Precio Objetivo para la compañía es de COP 5,350/acción. Los parámetros

Valoración DCF COP MM	2020FY
+ Valor presente FCL	3,870,248
+ VP residual	6,898,253
+ Disponible	300,912
- Ob. Financieras	-4,074,429
- Int. Minoritario	-1,195,732
Total valor	5,799,251
# acciones (millones)	1,070
P.O.	5,420

Fuente: Davivienda Corredores



utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 9.22%, beta apalancado de 1.13x, costo del *equity* (K_e) de 13.7% y crecimiento a perpetuidad (g) de 3.5%.

Análisis de sensibilidad

Valoración Celsia	PESO	2020FY
FCL	80.0%	5,420
EV/EBITDA	20.0%	5,120
Precio Objetivo		5,350

WACC vs. crecimiento a perpetuidad (g)

Evaluamos el cambio en el P.O. frente a variaciones en el WACC y el crecimiento a perpetuidad (g). Un incremento de 50 pbs en el WACC significaría una disminución de COP 500 en el P.O., mientras que una disminución de 50 pbs en el gradiente significaría una reducción de COP 330.

		WACC= 9.22%				
		1.0%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.0%
G = 3.5%	-1.0%	3,980	4,320	4,720	5,190	5,720
	-0.5%	4,190	4,570	5,020	5,540	6,150
	0.0%	4,420	4,850	5,350	5,950	6,680
	0.5%	4,700	5,190	5,760	6,470	7,320
	1.0%	5,020	5,580	6,250	7,080	8,130

Precio de la energía en bolsa vs. contratos

Celsia tiene una exposición positiva frente a los precios de los contratos, pues un incremento de 5% más, compensa una caída en la misma magnitud de los precios en bolsa. Un incremento del 5% en nuestra senda de precios de contratos representa un incremento de COP 450, mientras que el mismo movimiento en los precios de bolsa significa COP 120.

		Precios de la energía en bolsa				
		-10.0%	-5.0%	0.0%	5.0%	10.0%
Precios de la energía en contratos	-10.0%	4,170	4,330	4,490	4,660	4,830
	-5.0%	4,460	4,630	4,790	4,960	5,130
	0.0%	4,880	5,040	5,350	5,470	5,640
	5.0%	5,480	5,640	5,800	5,970	6,150
	10.0%	6,330	6,500	6,670	6,840	7,010

Cementos Argos

Divergencias regionales

El desempeño reciente de las operaciones de Cemargos ha sido dispar, fortalecido por una recuperación en precios, una mayor ejecución en obras civiles, un dólar fuerte que magnifica los resultados de Estados Unidos y una serie de desinversiones que han contribuido a las utilidades. Hacia adelante, existen condiciones para mantener la senda de expansión de márgenes, a través de un menor apalancamiento, costos de la energía más favorables y mayor demanda por infraestructura. Sin embargo, los retos también se han acentuado en regiones como Centroamérica, cuyos márgenes se han distanciado de sus registros históricos, y factores como la entrada de Ecocementos en Colombia y un menor crecimiento en Estados Unidos podrían limitar una expansión más acelerada en utilidades.

Aspectos a destacar

- **Actualizamos el Precio Objetivo 2020FA a COP 8,900/acción con recomendación de SOBREPONDERAR.** A pesar de que la rentabilidad continúa por debajo de las métricas esperadas, vemos positivamente la recuperación (Colombia) y estabilidad (Estados Unidos) en volúmenes y precios. En Colombia esperamos un repunte en la actividad constructora, principalmente en obras civiles, donde no vemos al nuevo competidor (entrada 4T19-1T20) ganando una participación demasiado significativa en este segmento en el corto plazo, pero sí limitando aumentos de precios. Sin embargo, un deterioro superior al previsto en Centroamérica, nos ha llevado a reducir más nuestras estimaciones, mientras que en Estados Unidos no asumimos contracciones en rentabilidad, ante mayores eficiencias.
- **La rentabilidad permanece alejada de sus objetivos.** A pesar de las eficiencias logradas a través de BEST (expansión margen EBITDA 2017-2019e: 237 pbs), el retorno del capital empleado se mantiene ~360 pbs por debajo del costo del capital y su ajuste, al igual que el de múltiplos de mercado (P/U 2020e: 39x), seguiría mostrando desajustes frente a sus pares. Sin embargo, en la medida en que se materialicen desinversiones no estratégicas ya anunciadas, los múltiplos se ajustarían más rápidamente.
- **El desempeño de la acción se distancia de fundamentales.** A pesar de que nuestras estimaciones son conservadoras frente a las guías de la compañía (EBITDA 2019e: COP 1.75 bn vs. guía: ~COP 1.85 bn), durante 2019 el precio de Cemargos ha estado fuertemente impactado por la salida de inversionistas internacionales, que pasaron de representar el 28.5% del flotante a 2018FA al 19.12% a junio de 2019, sin que esto necesariamente esté asociado a los fundamentales de la compañía.

¿Por qué SOBREPONDERAR?

Somos positivos frente a la estabilidad del gasto de construcción en Estados Unidos y a una normalización en el mediano plazo en Centroamérica, por lo cual, pese a los rezagos en rentabilidad, consideramos a Cemargos como una de las mejores alternativas para exponerse al momento de la infraestructura en Colombia, con amplias capacidades de capturar las oportunidades de crecimiento y con un enfoque en eficiencias que deberían contribuir a su fortalecimiento y expansión paulatina de márgenes.



SOBREPONDERAR
P.O. ordinaria: 8,900
P.O. preferencial: 6,900

Potencial: 19.6%
Riesgo: MEDIO
Cierre ordinaria: COP 7,440
Sector: Industrial

CEMARGOS CB / PFCEMARG CB

Bloomberg: RESP COAR <GO>

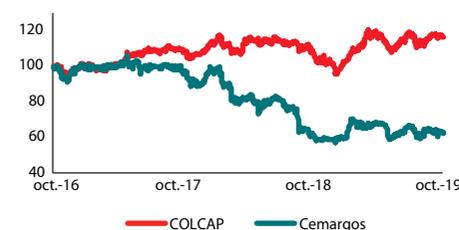
Rodrigo Sánchez
 Analista Senior Renta Variable
 wsanchez@corredores.com
 Ext. 92110

Katherine Ortiz
 Líder Renta Variable
 kortiz@corredores.com
 Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP)	9.8 bn
Flotante	36.8%
Dividendo 2020e (COP)	254
Retorno por dividendo	3.4%
% COLCAP	4.6%
# Acciones	1,361 mm
P/VL actual	1.4x
P/U actual	43.7x
EV/EBITDA actual	11.0x
Último precio	7,440
Máx. 52 semanas	8,400
Mín. 52 semanas	6,800

► Comportamiento Mercado (base 100: 2016)



Fuente: Bloomberg

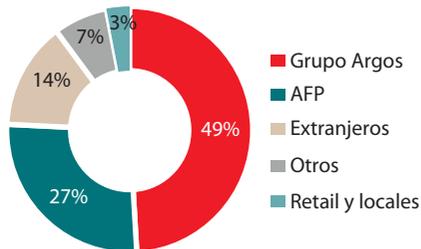


Cemargos / Ficha técnica

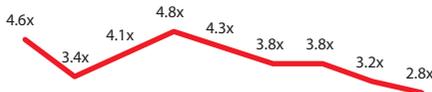
Descripción de la compañía. Cementos Argos produce cemento, concreto y agregados, en Colombia, Estados Unidos y el Caribe. Adicionalmente, realiza exportaciones de cemento y clínker a 39 países. La compañía es líder en el mercado colombiano, con una participación de mercado cercana a 43%, mientras que en la región Caribe es

uno de los dos productores líderes y cuenta con el 47% de participación del comercio marítimo cemento y clínker. En Estados Unidos, 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.

Composición accionaria



Deuda Neta/EBITDA



2014 2015 2016 2017 2018 2019e 2020e 2021e 2022e

Comparables (Datos actuales)

Compañía	EV/EBITDA 12M	EV/EBITDA 2020	P/U 12M	P/U 2020
Unacem Saa	6.2	6.4	18.4	15.0
Cementos Pacas-C	8.8	7.7	17.8	17.3
Grupo Cementos	7.3	7.1	16.9	13.4
Cemex Sab-Cpo	6.5	5.7	12.4	11.6
Cemex Latam Hold	5.9	5.5	10.8	9.6
Acc Ltd	11.4	10.2	24.6	22.5
Ultratech Cement	13.9	12.1	33.9	27.4
Indocement Tungg	12.5	10.5	20.4	20.4
Semen Indonesia	9.0	8.4	14.0	15.0
Holcim Indonesia	9.2	10.8	26.1	9.1
Heidelbergcement	6.6	6.6	10.4	9.5
Italcementi	6.9	6.4	25.3	15.6
Buzzi Unicem Spa	6.5	5.8	12.0	11.3
Eagle Materials	8.7	8.7	17.4	15.2
Vulcan Materials	9.3	11.3	22.7	20.9
Martin Mar Mtls	8.5	10.7	19.9	17.2
Mediana	8.6	8.1	18.1	15.1

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

Resumen

COP miles mm	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Acciones en circulación (mm)	1,361	1,361	1,361	1,361	1,361
Cap. Bursátil	15,677	9,472	10,125	10,125	10,125
Precio (COP/Acción)*	11,520	6,960	7,440	7,440	7,440
VL (COP/Acción)	5,904	6,000	5,887	5,827	5,828
UPA (COP/Acción)	-9	131	176	194	268
Total Deuda	7,378	7,226	6,990	6,821	6,411
Deuda Neta	6,854	6,585	6,605	6,269	5,914
EV	22,532	16,058	16,731	16,395	16,040
EV/EBITDA	15.8x	10.5x	9.6x	9.9x	8.7x
P/VL	2.0x	1.2x	1.3x	1.3x	1.3x
P/U	NM	53.0x	42.2x	38.3x	27.8x
Retorno por dividendos	1.9%	3.3%	3.3%	3.4%	3.6%
Dividendo por acción	218	228	242	254	267
Volumen cemento (miles ton)	16,203	16,037	16,229	16,327	16,789
Volumen concreto (miles de m3)	10,590	10,273	10,320	10,612	10,946

Balance general consolidado

COP miles mm	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Total Activos	18,783	18,870	19,454	19,376	19,112
Total Pasivos	10,004	9,874	10,634	10,585	10,247
Interés minoritario	745	831	809	861	934
Patrimonio	8,034	8,165	8,011	7,930	7,931
Deuda Total/Patrimonio	0.9x	0.9x	0.9x	0.9x	0.8x
Deuda Total/EBITDA	5.2x	4.7x	4.0x	4.1x	3.5x
Deuda Neta/EBITDA	4.8x	4.3x	3.8x	3.8x	3.2x
ROE	-0.2%	2.2%	3.0%	3.3%	4.6%
ROA	-0.1%	0.9%	1.2%	1.4%	1.9%
ROCE	3.8%	5.3%	5.7%	5.3%	6.4%
ROIC	0.9%	3.7%	4.3%	4.3%	5.2%

Estado de resultados consolidado

COP miles mm	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos Operacionales	8,533	8,418	9,191	9,322	9,656
Costo de ventas	6,970	6,852	7,493	7,549	7,745
Utilidad Bruta	1,563	1,565	1,699	1,774	1,911
Gastos adm. y comercial.	1,011	749	782	898	877
Utilidad Operacional	552	816	917	875	1,035
UNAI	290	414	432	422	582
Impuesto a la renta	213	123	116	105	145
Utilidad Neta	-13	179	240	264	365
EBITDA	1,422	1,533	1,750	1,660	1,854
Margen Bruto	18.3%	18.6%	18.5%	19.0%	19.8%
Margen Operacional	6.5%	9.7%	10.0%	9.4%	10.7%
Margen EBITDA	16.7%	18.2%	19.0%	17.8%	19.2%
Margen Neto	-0.1%	2.1%	2.6%	2.8%	3.8%

*Precio de Cierre del 18/10/2019

Hipótesis de valor

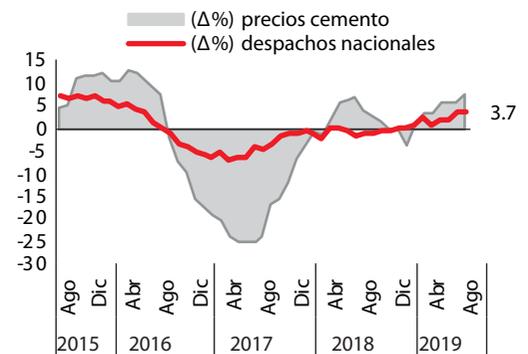
> **Buenas expectativas en infraestructura en Colombia.** A las más recientes estadísticas (agosto 2019) de despachos (+3.7% anual) y precios del cemento (+7.7% anual), se suma el buen desempeño en obras civiles (Δ PIB 2T19: 13.9% anual), lo cual, de la mano de una mejor expectativa de crecimiento de la construcción (2020e: +6.8%), permitiría un desempeño sólido de los volúmenes de materiales. Si bien la entrada de la planta de Corona-Molins (4T19-1T20) limitará el crecimiento de volúmenes y precios para todos los productores locales, no esperamos que Ecocementos tenga un fácil acceso a los proyectos 4G, debido a que buena parte de estos proyectos ya habrían sido contratados para los próximos años, en los que el posicionamiento de Cemargos, con el ~65% de la participación en las 4G, le asegura una demanda importante (~500 mil tons/año). Por otro lado, diversos proyectos en Bogotá, como el metro (inversión estimada de COP 14 bn), generarán oportunidades para todos los jugadores, mientras que la dinámica de edificaciones, aún lenta, debería tender a recuperarse, donde los excesos de capacidad integrada de Cemargos serán clave para su crecimiento con mayor rentabilidad, frente al de sus competidores.

> **Estados Unidos, estable pese a la desaceleración.** Nuestro escenario base no contempla recesión durante 2020, pero esperamos que la dinámica de crecimiento del país pierda un poco de tracción. Creemos que los precios y volúmenes seguirán mostrando la estabilidad de los últimos años. Sin embargo, vemos oportunidades en eficiencias, dadas las expectativas de ahorros de BEST 2.0 con USD 71 mm (~30% del EBITDA de 2018), lo cual debería contribuir a la continuidad en la mejora de márgenes, que entre 2015 y 2018 se expandieron ~714 pbs, donde además, al ser comparado con sus pares en la región, aún muestran oportunidades adicionales de crecimiento. Por otro lado, las desinversiones seguirían siendo una alternativa para reducir el apalancamiento de la compañía. Durante el segundo semestre de 2019 se esperan ventas de activos del orden de los USD 20 mm. En este mismo sentido, basados en la guía de niveles de apalancamiento objetivo (3.2x DN/EBITDA para 2T20), estimamos que las desinversiones en 2020 deberían estar en el orden de COP 270 mil mm, las cuales no han sido incluidas en nuestro modelo, pero de completarse, tendrían un impacto importante en las utilidades y múltiplos de la compañía (P/U 2020e ajustado: 24x).

> **No todo en Centroamérica es negativo.** Si bien algunas de las principales operaciones en Centroamérica presentan desafíos importantes, también reconocemos que países como Honduras, República Dominicana y Puerto Rico han compensado los malos resultados de Panamá, donde, por otro lado, se espera la reactivación parcial de las obras de infraestructura durante 2020. Vale la pena mencionar que nuestro modelo incorpora contracciones en volúmenes hasta 2021 en la regional y un margen EBITDA para 2020 que está 570 pbs por debajo del registro de 2018.

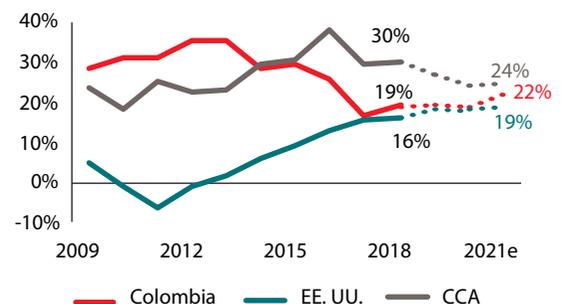
> **La deuda seguiría cediendo.** La compañía continúa la reducción de su nivel de apalancamiento (Deuda Neta /EBITDA) desde el 4.8x en 2017 a 4.1x en junio de 2019 y estimamos que llegará a 3.1x en 2021 (sin IFRS 16 y sin desinversiones). Ante la expectativa de menores necesidades de Capex, la generación de flujos de caja libre y el

Var % anual despachos y precios de cemento (Colombia)



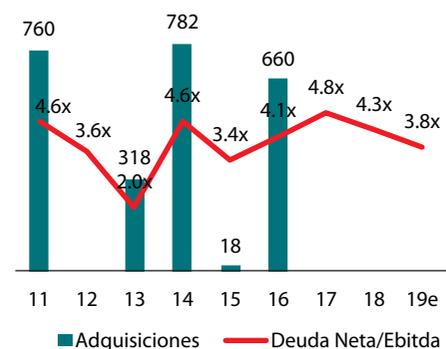
Fuente: DANE

Margen EBITDA por regional

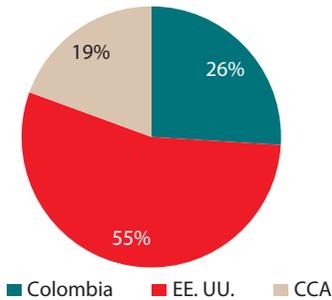


Fuente: Cementos Argos | Cálculos: Davivienda Corredores

Apalancamiento y adquisiciones (USD mm)



Fuente: Cementos Argos | Cálculos: Davivienda Corredores

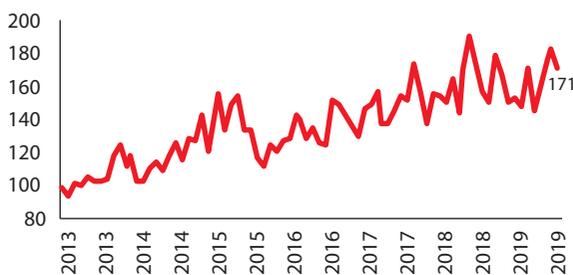
**Participación ingresos por región (2020E)**

Fuente: Cemargos | Cálculos: Davivienda Corredores

Capacidad instalada de cemento en Colombia

Productor	Capacidad instalada (MM Tons/año)
Cementos Argos	8,700
Cemex	4,500
LafargeHolcim	2,100
Ultracem	1,400
Tequendama	480
Oriente Sabanagrande	480
San Marcos	400
Mosaban (Fortecem)	400
Víctor M. Ríos	200
Oriente Sogamoso	150
Vallenato	130
G&J (Patriota)	60
Tairona	25
Capacidad actual Colombia	19,025
Nuevas plantas	
Corona Molins	1,350
Cemex (Maceo)	950-1300
Posible capacidad futura Colombia	21,500

Fuente: Dinero | Emis | Bloomberg | Cemargos | Cemex Latam Holdings | Sitios web corporativos

Comienzos actividad de construcción residencial y no residencial en EE. UU.

Fuente: Dodge Index - Dodge Data & Analytics | Bloomberg

fortalecimiento de la rentabilidad permitirán mantener la ruta de despalancamiento en curso, donde las inversiones podrían permitir una aceleración en la reducción de deuda por encima de nuestra expectativa.

Riesgos

> **La competencia limitaría el crecimiento.** A pesar de que Colombia continúa mostrando un cambio de tendencia positivo en cuanto a la demanda y precios de materiales, la entrada de nueva capacidad instalada (1.35 mm tons/año) por parte de Corona-Molins, en definitiva pondrá presiones vía precios y volúmenes. Adicionalmente, dado que la influencia de Cemargos en la región Antioquia es significativa (*market share* ~60%), y que la planta del nuevo competidor estará ubicada en dicha región, la presión que tendría Cemargos podría ser más agresiva que para otros competidores, por lo cual esperamos que la participación de mercado de Cemargos caiga al ~40%, desde el ~43%. En este mismo sentido, una eventual entrada en operación de Maceo, hacia 2021, que también está ubicada en Antioquia, crearía aún mayor competencia, aunque en el caso de Cemex, la nueva planta podría ser utilizada para reemplazar operaciones menos eficientes y no necesariamente implicaría una guerra de precios o volúmenes.

> **Crecimiento económico por debajo de lo esperado.** Pese a que las expectativas de crecimiento en Colombia se destacan en la región, retrasos adicionales en obras de 4G, un menor esfuerzo del gobierno por impulsar la vivienda o una baja absorción en metros cuadrados no residenciales podrían resultar en una dinámica de la construcción por debajo de lo esperado, que en el escenario actual de mayor competencia, posiblemente ejercería presiones adicionales vía precios. Por otro lado, un deterioro más acelerado del esperado de la economía estadounidense o la no reautorización de programas como el FAST (Fixing America's Surface Transportation Act) pondrían en peligro el crecimiento de la industria de la construcción en esta regional, donde además las afectaciones climáticas se han vuelto más recurrentes, y una expectativa de debilitamiento del dólar en el mediano plazo podrían acentuar el impacto.

> **Centroamérica, alejada de sus registros históricos.** Las dificultades de Panamá están asociadas principalmente con la lenta dinámica en infraestructura y la baja absorción en edificaciones, principalmente en vivienda, donde aspectos como la menor migración de extranjeros han llevado a que los inventarios estén por encima de los dos años. En Centroamérica también existe presión, vía competencia de importaciones, que no creemos vaya a desaparecer en el corto plazo y, por lo tanto, es poco probable que volvamos a ver márgenes EBITDA por encima del 40% en los próximos años. De hecho, vemos probable que los márgenes permanezcan por debajo del 30%, repitiendo la historia de Colombia. Por otro lado, la continua incertidumbre política en Honduras se consolida como una limitante para la recuperación de la regional.

> **Los múltiplos seguirían sin verse atractivos.** Si bien estimamos que la tendencia en múltiplos debería ajustarse a medida que la rentabilidad mejore, es evidente que la desviación frente a sus pares po-

dría persistir por varios años, particularmente en la relación P/U y lo mismo ocurriría con los niveles de rentabilidad (ROCE 2021E: 6.5%), que permanecerían por debajo del costo de capital, aunque podrían mejorar más rápido de lo esperado en la medida en que los programas de desinversiones sean exitosos. Sin embargo, reiteramos que nuestra valoración incluye un componente de múltiplos que castiga la prima con la cual se negocia el activo frente a sus pares. Por otro lado, en vista de la fuerte salida de algunos extranjeros de sus posiciones a comienzos de 2019 (Harbor International vendió 72 millones de acciones: ~COP 560 mil mm) y dados los límites de participación que tienen los fondos de pensiones, que han sido los principales compradores netos este año, estos factores de mercado podrían limitar un ajuste hacia el valor que estimamos justo.

Proyecciones

> **Ingresos-EBITDA.** Actualizamos nuestras estimaciones teniendo en cuenta principalmente la incorporación de los resultados a 2T19, el nuevo *guidance* de desinversiones para 2019 y nuestra expectativa de desempeño de las regionales y requerimientos de Capex. En general, el cambio frente a nuestra expectativa pasada fue negativo, jalonado principalmente por la regional Centroamérica.

Estimamos ingresos consolidados para 2020 de COP 9.3 bn (+2.8% anual), donde el crecimiento proviene principalmente de las regionales de Estados Unidos y Colombia, mientras que en Centroamérica no vemos crecimiento en ventas. En Colombia, el crecimiento es jalonado, sobre todo, por el aumento en la demanda de materiales para infraestructura, mientras que en precios no esperamos incrementos.

En EBITDA, estimamos COP 1.66 billones para 2020 con un margen de 18%, de los cuales cerca de COP 914 mil millones provendrán de la regional de Estados Unidos, mientras que Colombia y CCA aportarían alrededor de COP 457 mil millones y COP 441 mil millones, respectivamente. Vale la pena mencionar que para 2019 nuestro EBITDA estimado es de COP 1.75 bn, alrededor de COP 100 mil mm por debajo de la guía de EBITDA de la compañía tras la implementación de IFRS 16.

- > **Volúmenes.** Estimamos que el crecimiento anual en volúmenes consolidados de cemento y concreto durante 2020 será de 0.6% y 2.8% anual, respectivamente.
- > **Apalancamiento.** Estimamos que la relación Deuda Neta/EBITDA se ubicará en 3.8x para cierre de 2020, aunque reiteramos que este cálculo no incluye desinversiones durante dicho año.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

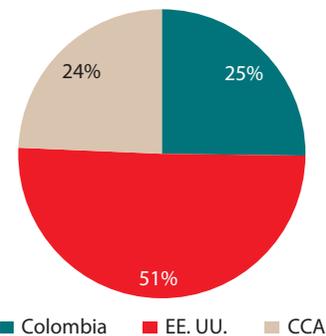
Para estimar el valor de Cementos Argos utilizamos una metodología de flujo de caja descontado (70% del Precio Objetivo) y una valoración ponderada por los múltiplos EV/ EBITDA 2020E y P/U 2020E (30% del Precio Objetivo). Los parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 9.4%, beta apalancado de 1.1x, costo del *equity* (Ke) de 14.2% y crecimiento a perpetuidad (g) de 2.7%.

Operaciones Cemargos



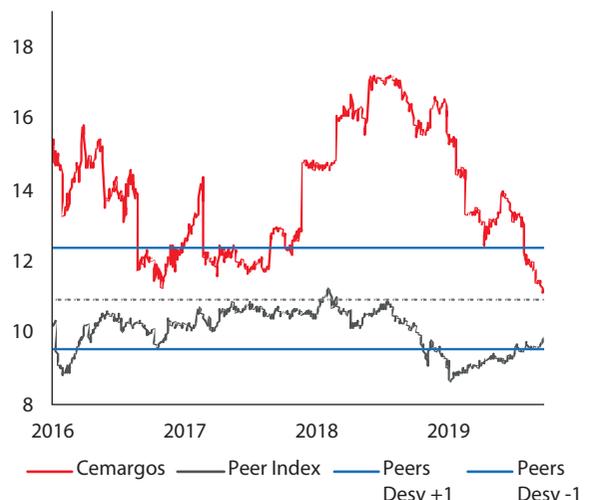
Fuente: Cemargos | Cálculos: Davivienda Corredores

Participación EBITDA por región (2020E)



Fuente: Cemargos | Cálculos: Davivienda Corredores

Múltiplo EV/EBITDA



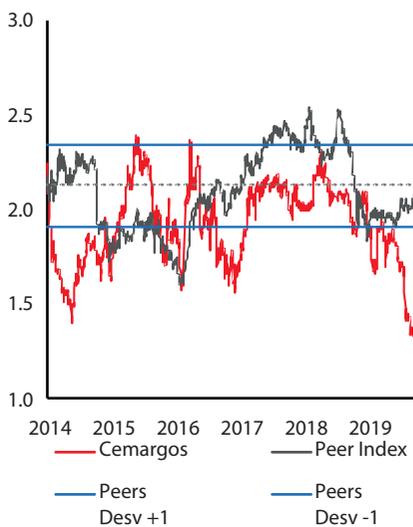
Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores



En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2020FA de COP 8,900/acción, que ofrece un potencial de valorización del 19.6% y un retorno del 23.0%, incluido el dividendo proyectado (COP 254/acción). Reafirmamos nuestra recomendación de SOBREPONDERAR.

De igual manera, estamos reduciendo nuestro Precio Objetivo de la preferencial a COP 6,900/acción, teniendo en cuenta el promedio diario exponencial del diferencial de precios de los títulos ordinarios frente a las preferenciales en los últimos tres años, con un lambda de 0.95 para ajustar las ponderaciones diarias (*RiskMetrics*). La recomendación es SOBREPONDERAR.

Múltiplo P/VL



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

Valoración	Ponderación	2020FA
DCF	70%	11,284
Fwd - EV/EBITDA	10%	5,199
Fwd - P/E	20%	2,345
Precio objetivo (ord)		8,900
Precio de mercado (18/10/19)		7,440
Potencial de valorización		19.6%
Dividendo proyectado		254.1
Dividend yield		3.4%
Retorno total		23.0%

WACC vs. Crecimiento a perpetuidad (g)

Evaluamos el cambio en el P.O. frente a variaciones en el WACC y el crecimiento a perpetuidad (g). Un incremento de 30 pbs en el WACC significaría una disminución de COP 500 en el P.O., mientras que una disminución de 50 pbs en el g resultaría en una disminución de COP 400/acción.

		WACC=9.4%				
		10.0%	9.7%	9.4%	9.1%	8.8%
G=2.7%	1.7%	7,200	7,600	8,000	8,400	8,900
	2.2%	7,500	7,900	8,400	8,900	9,500
	2.7%	7,900	8,400	8,900	9,400	10,100
	3.2%	8,400	8,900	9,400	10,100	10,800
	3.7%	8,900	9,400	10,100	10,800	11,600

Precio del cemento vs. Volumen de cemento en Colombia

Evaluamos el impacto en el P.O. frente a un mayor/menor crecimiento al estimado de los volúmenes y precios del cemento en Colombia. Un incremento adicional de 100 pb en el crecimiento de los volúmenes significaría un incremento de COP 300 en el P.O., mientras que un aumento de 100 pb en los precios del cemento implica un incremento de COP 700 en el P.O.

		Volumen de cemento en Colombia				
		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%
Precio cemento en Colombia	-2.0%	7,500	7,700	7,900	8,100	8,400
	-1.0%	7,900	8,100	8,400	8,600	8,900
	0.0%	8,400	8,600	8,900	9,200	9,500
	1.0%	8,900	9,200	9,400	9,900	10,200
	2.0%	9,400	9,800	10,200	10,500	10,900

Cemex Latam Holdings

Centroamérica, el gran reto

El año 2019 ha sido una extensión de las principales dificultades que ha venido enfrentando CLH desde 2017. Los márgenes de la compañía han seguido distanciados de sus registros históricos (margen EBITDA 2019E: 18.4% vs. 30.8% prom. 2011-2018) y el retorno sobre el capital invertido (ROIC) 2019E, de 5.9%, sería apenas una sexta parte de su promedio entre 2011 y 2016. Sin embargo, a pesar de la entrada de un nuevo competidor, el sector en Colombia ya habría pasado su peor momento y la construcción en países como Panamá, debería mostrar señales de estabilización post 2020. Por otro lado, a pesar de que la acción sigue mostrando un descuento significativo frente a su valor justo y sus múltiplos históricos, somos cautelosos ante el desarrollo de las distintas investigaciones.

Aspectos para destacar

- **Actualizamos el P.O. 2020FA a COP 8,200/acción y reducimos la recomendación a SUBPONDERAR.** Pese a que consideramos que la recuperación en volúmenes en Colombia es consistente con el inicio de un repunte económico, redujimos significativamente nuestras estimaciones de crecimiento de volúmenes consolidados (2019FA: -3.3% cemento, -6.1% concreto y -6.8% agregados), donde la principal fuente de contracción es Centroamérica (CA). En nuestra visión, si bien los márgenes de CA seguirían siendo superiores (margen EBITDA 2020E ex-Colombia: 30% vs. Colombia: 18%), estimamos que, por lo menos en el periodo proyectado, los márgenes de todas las regionales tenderán a ser inferiores al 30%. De esta manera reducimos nuestro P.O. a COP 8,200.
- **El impacto reputacional persiste.** Si bien las investigaciones en Colombia y Panamá no han tenido un avance significativo y no es fácil realizar una cuantificación del impacto, extensiones adicionales en los procesos podrían seguir limitando el desempeño del título. En este sentido, el descuento es significativo al evaluar la relación P/VL de la compañía (0.5x) frente a la de sus comparables regionales (2.2x), lo cual también se hace evidente al compararse con sus registros históricos entre 2011 y 2018 (prom. 1.9x).
- **Maceo sin avances.** Los retrasos de Maceo ya están limitando la rentabilidad de la operación. Los mantenimientos programados han obligado a la importación de clínker, lo cual no sería necesario si Maceo ya fuese operacional. Por esto, la entrada del proyecto es de suma importancia para CLH, no solo por la inversión ya realizada (USD 350 mm), sino también por ser una necesidad para poder seguir creciendo. Continuamos excluyendo a Maceo del valor justo de CLH, pero estimamos que su entrada en operación podría sumar alrededor de COP 1,000/acción al P.O.

¿Por qué SUBPONDERAR?

Si bien el valor de mercado de Cemex Latam Holdings continúa muy por debajo de su valor fundamental, reducimos nuestra recomendación desde Neutral hasta Subponderar debido a la alta incertidumbre que aún genera el proyecto de Maceo y al impacto que podrían seguir causando las investigaciones y retrasos en la entrada de la planta, a lo cual se suman las dificultades en Centroamérica, que persistirán durante 2020.



SUBPONDERAR
P.O.: 8,200

Potencial: 84.5%
Riesgo: ALTO
Cierre: COP 4,445
Sector: Industrial

CLH CB

Bloomberg: RESP COAR <GO>

Rodrigo Sánchez

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

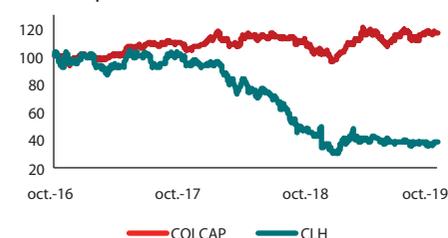
Katherine Ortiz

Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP)	2.6 bn
Flotante	25.8%
Dividendo 2020e (COP)	0
Retorno por dividendo	0.0%
% COLCAP	0.6%
# Acciones	557 mm
P/VL actual	0.5x
P/U actual	15.0x
EV/EBITDA actual	3.4x
Último precio	4,445
Máx. 52 semanas	5,740
Mín. 52 semanas	3,470

► Comportamiento Mercado (base 100: 2016)



Fuente: Bloomberg

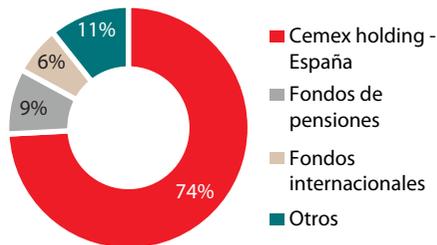


Cemex Latam Holdings / Ficha técnica

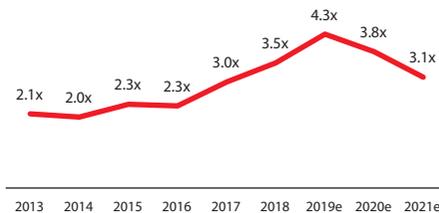
Descripción de la compañía. Cemex Latam Holdings es una compañía subordinada indirectamente de Cemex S.A.B de C.V., uno de los principales actores en el negocio de fabricación de cemento, concreto y agregados a escala global. El grupo de compañías subordinadas de Cemex Latam Holdings son las unidades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

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

Composición accionaria



Deuda Neta / EBITDA



Comparables (Datos actuales)

Compañía	EV/EBITDA 12M	EV/EBITDA 2020	P/U 12M	P/U 2020
Unacem Saa	6.2	6.4	18.4	15.0
Cementos Pacas-C	8.8	7.7	17.8	17.3
Grupo Cementos	7.3	7.1	16.9	13.4
Cemex Sab-Cpo	6.5	5.7	12.4	11.6
Cementos Argos	9.8	8.3	22.4	17.3
Acc Ltd	11.4	10.2	24.6	22.5
Ultratech Cement	13.9	12.1	33.9	27.4
Indocement Tungg	12.5	10.5	20.4	20.4
Semen Indonesia	9.0	8.4	14.0	15.0
Holcim Indonesia	9.2	10.8	26.1	9.1
Heidelbergcement	6.6	6.6	10.4	9.5
Italcementi	6.9	6.4	25.3	15.6
Buzzi Unicem Spa	6.5	5.8	12.0	11.3
Eagle Materials	8.7	8.7	17.4	15.2
Vulcan Materials	9.3	11.3	22.7	20.9
Martin Mar Mtls	8.5	10.7	19.9	17.2
Mediana	8.7	8.3	19.1	15.4

Resumen

USD miles	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Acciones en circulación (mm)	557	557	557	557	557
Cap. Bursátil	2,049,104	634,408	785,737	785,737	798,410
Precio (USD/Acción)*	3.7	1.1	1.4	1.4	1.4
Precio (COP/Acción)*	11,000	3,700	4,445	4,445	4,445
VL (COP/Acción)	8,243	8,820	8,863	9,115	9,321
UPA (USD/Acción)	0.09	0.11	0.05	0.08	0.11
Total Deuda	960,341	885,107	881,962	755,750	648,135
Deuda Neta	915,187	847,981	786,734	725,531	642,996
EV	2,969,201	1,482,394	1,572,477	1,511,273	1,441,412
EV/EBITDA	9.6x	6.1x	8.6x	7.9x	6.9x
P/VL	1.3x	0.4x	0.5x	0.5x	0.5x
P/U	38.8x	10.1x	27.0x	17.6x	12.7x
Retorno por dividendos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividendo por acción	-	-	-	-	-
Volumen cemento (miles ton)	7,447	6,623	6,402	6,543	6,790
Volumen concreto (miles de m3)	6,537	5,855	5,708	5,799	6,018

Balance general consolidado

USD miles	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Total Activos	3,293,989	3,047,781	3,095,691	3,008,344	2,968,114
Total Pasivos	1,750,944	1,530,180	1,523,712	1,391,933	1,288,847
Interés minoritario	4,910	5,296	5,229	5,118	4,960
Patrimonio	1,538,135	1,512,305	1,566,749	1,611,293	1,674,307
Deuda Total/Patrimonio	0.6x	0.6x	0.6x	0.5x	0.4x
Deuda Total/EBITDA	3.1x	3.6x	4.8x	4.0x	3.1x
Deuda Neta/EBITDA	3.0x	3.5x	4.3x	3.8x	3.1x
ROE	3.4%	4.1%	1.9%	2.8%	3.8%
ROA	1.6%	2.1%	0.9%	1.5%	2.1%
ROCE	12.4%	8.8%	6.3%	3.9%	4.2%
ROIC	20.4%	15.7%	9.9%	5.9%	5.8%

Estado de resultados consolidado

USD miles	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos Operacionales	1,206,453	1,108,329	999,269	1,025,656	1,095,923
Costo de ventas	-670,189	-649,266	-618,222	-629,001	-648,519
Utilidad Bruta	536,264	459,063	381,047	396,655	447,404
Gastos adm. y comercial.	-297,543	-290,762	-275,526	-283,453	-319,758
Utilidad Operacional	238,721	168,301	105,520	113,202	127,645
UNAI	136,607	109,022	42,746	56,715	79,228
Impuesto a la renta	-83,492	-46,120	-13,618	-12,061	-16,056
Utilidad Neta	52,799	62,708	29,074	44,543	63,014
EBITDA	310,075	244,032	183,871	191,196	208,861
Margen Bruto	44.4%	41.4%	38.1%	38.7%	40.8%
Margen Operacional	19.8%	15.2%	10.6%	11.0%	11.6%
Margen EBITDA	25.7%	22.0%	18.4%	18.6%	19.1%
Margen Neto	4.4%	5.7%	2.9%	4.3%	5.7%

*Precio de Cierre del 18/10/2019

- ▶ **Presidente:** Jesús González
- ▶ **IR:** Pablo Antonio Gutiérrez
- ▶ **Página web:** www.cemexlatam.com

Hipótesis de valor

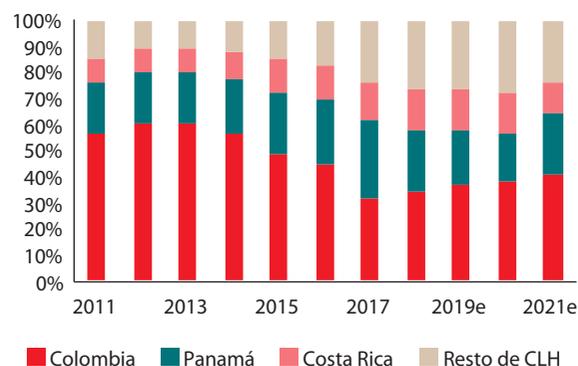
> **El descuento actual refleja un escenario poco probable.** Si bien los resultados y los cambios en guías han sido peores a los anticipados, teniendo en cuenta unas proyecciones mucho más conservadoras, seguimos encontrando difícil de justificar el descuento actual que presenta el título. En nuestras estimaciones, CLH seguirá generando flujos de caja operativos positivos en el mediano y largo plazo (P/FC-F2019E: 5.2x vs. 7.1x de sus pares), que sumados a su estrategia de desapalancamiento, le permitirían contar con los recursos suficientes para soportar eventuales *one-offs* relacionados con reconocimientos o deterioros de las inversiones realizadas en la planta de Maceo (USD 350 millones) o multas asociadas a esta.

> **¿Qué justifica un precio de la acción por debajo de COP 5,000?** Evaluando una serie de escenarios en nuestro ejercicio de valor justo, para que el precio de CLH se acerque al de mercado, tendría que ocurrir alguno de los siguientes eventos: i) una multa de USD 650 millones (21% del valor actual de los activos); ii) una reducción recurrente del 80% de flujos de caja de la operación de Panamá, que a pesar de las dificultades y la mayor competencia, estimamos aportará cerca del 26% del EBITDA de largo plazo; iii) precio de largo plazo de la tonelada de cemento en Colombia por debajo de los USD 60 (promedio de los últimos 3 años: USD 108/ton). En conclusión, el mercado incorpora escenarios realmente ácidos y que consideramos muy improbables, aunque sí reconocemos la destrucción de valor de los últimos años.

> **Recuperación e integración en Colombia.** El país ha mostrado señales de inicio de un ciclo de recuperación, ya que si bien la construcción sigue rezagada, las expectativas continúan siendo positivas, donde destacamos las estimaciones de ejecución de Capex en proyectos de 4G para 2019 y 2020 de cerca de COP 9 bn y los anuncios del Gobierno de garantizar los subsidios para los programas Mi Casa Ya y Semilleros de Propietarios hasta por lo menos 2024. Por otro lado, a pesar de que la entrada de un nuevo competidor limitaría el crecimiento en volúmenes y precios de la industria local en 2020, no esperamos ver a Ecocementos ganando participación en los proyectos de 4G que ya están en ejecución, por lo cual, teniendo en cuenta la curva de ejecución de los mismos, esperamos un incremento en los despachos de cemento y concreto de CLH para estos proyectos de cerca del 40% anual. Además, los precios de la energía han empezado a ceder, lo cual favorecería los márgenes de la industria.

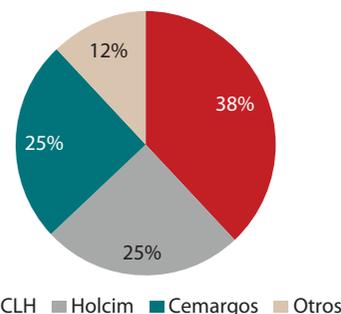
> **Ventajas geográficas.** Dada la ubicación geográfica de sus plantas y teniendo en cuenta las dificultades logísticas en Colombia, donde estimamos que los costos de transporte por tonelada de material desde la costa norte hacia el resto del país están en el orden de USD 30/ton, Cemex cuenta con una ventaja competitiva que le permite un fuerte posicionamiento en la región centro (~40% *market share* de Bogotá). Consecuentemente, considerando los diferentes proyectos que planea desarrollar la Alcaldía en los próximos años, consideramos que Cemex podría ser uno de los principales beneficiados de las inversiones por ~COP 40 bn que se tienen planeadas en materia de infraestructura. Por otro lado, al contar con capacidad integrada en su operación panameña, Cemex está menos expuesta a los choques de precio o de oferta de clínker, lo cual le permite mitigar los efectos de la competencia.

Participación en el EBITDA por regional

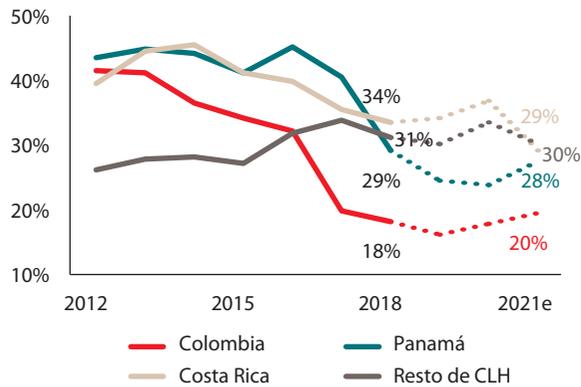


Fuente: CLH | Estimaciones Davivienda Corredores

Market share estimado Bogotá



Fuente: CLH | Estimaciones Davivienda Corredores

**Margen EBITDA por regional**

Fuente: SIC | Portafolio | SFC | Cálculos: Davivienda Corredores

Riesgos

> **Centroamérica repite la historia colombiana.** Panamá y Costa Rica, que aportan el ~30% de los ingresos y el ~40% del EBITDA de CLH, atraviesan una coyuntura compleja, que no parece reversible en el corto plazo. Por el contrario, a sus dificultades económicas se ha sumado una mayor presión, vía competencia. En Panamá, a pesar de que se está buscando implementar estándares que aumenten las exigencias técnicas de calidad del cemento, el problema ha venido más desde la demanda, donde la lentitud en la ejecución de infraestructura y la baja absorción de metros cuadrados ha llevado a que, de acuerdo con Convivienda, los inventarios de algunos tipos de inmuebles alcancen los seis años. Esto nos lleva a pensar que estas operaciones no volverán a recuperar sus márgenes históricos (margen EBITDA prom. 2011-2018: ~40%), tal como le ocurrió a Colombia. Sin embargo, el ser el único productor verticalmente integrado en Panamá le da a CLH mayor capacidad de ajuste a estos cambios vs. sus competidores.

> **Requisitos pendientes en Maceo.** A pesar de que recientemente Cemex logró importantes acuerdos con la SAE y Corantioquia para una eventual puesta en marcha de Maceo, aún quedan por resolver aspectos clave, como la modificación de la licencia ambiental para permitir una producción de 950 mil/tons y la autorización para la construcción de las vías de acceso, entre otros procesos, que de acuerdo con la compañía podrían darse entre 2019 y 2020. Vale la pena mencionar que de buscar la autorización para aumentar la capacidad de producción a 1.3 mm/tons, esto será jurisdicción de la ANLA. A eso se suma que la ausencia de Maceo ya ha afectado la rentabilidad de las operaciones de CLH, donde los mantenimientos en Ibagué han causado deterioros de los márgenes. Por otro lado, considerando nuestras proyecciones de crecimiento, para antes de 2023 la capacidad de producción de Cemex se vería limitada, aunque nuestro modelo incorpora la entrada de una molinera adicional de 500 mil tons en dicho año (Capex: USD 60 mm). De igual manera, en el evento de un *impairment* por el valor invertido en Maceo (USD 350 mm), el impacto en las utilidades sería muy significativo, equivalente a las utilidades entre 2015 y 2018. Por otra parte, el precio actual descuenta prácticamente cualquier escenario negativo respecto a Maceo, aunque reconocemos la alta incertidumbre que genera.

Escenarios de sensibilidad a entrada de Maceo

Entrada de Maceo	reducción costos (USD miles)	Precio objetivo (COP)	
		-	8,200
-	5,000	-	8,700
-	10,000	-	9,200
-	15,000	-	9,700

> **¿Y qué implicaría la entrada de Maceo?** Dada su verticalidad y ubicación geográfica, Maceo permitiría lograr eficiencias en materia de costos de transporte y *clinker*. Evaluando la entrada de la planta en 2021, en escenarios de reducción no transitoria de costos entre USD 5-15 mm anuales, el impacto a nuestro P.O. estaría entre COP 500 y COP 1,500/acción. Adicionalmente, para todos los escenarios de sensibilidad, incluimos un incremento en el Capex en 2020 de USD 35 millones, relacionado con la construcción de un camino de acceso a la planta, necesario para su puesta en marcha. De igual manera, en este análisis eliminamos la necesidad de una nueva molinera.

> **Mayor competencia en Colombia.** La entrada de Ecocementos (1.3 MM tons) limitará el crecimiento de volúmenes y precios, y consecuentemente el crecimiento de volúmenes en 2020 de CLH podría únicamente estar concentrado en infraestructura, donde no creemos que el nuevo jugador vaya a entrar con fuerza en el mediano plazo.

“

Considerando los diferentes proyectos que planea desarrollar la Alcaldía de Bogotá en los próximos años, consideramos que Cemex podría ser uno de los principales beneficiados de las inversiones por ~COP 40 bn que se tienen planeadas en materia de infraestructura

”

- > **Justa a nivel relativo.** Los ajustes que realizamos a nuestras estimaciones resultan en que el precio actual se vea justo. Por relación P/U, la acción muestra una prima del ~8%, mientras que por EV/EBITDA se evidencia un descuento del ~8%. Del mismo modo, basados en transacciones precedentes, estimamos un precio promedio por millón de tonelada de cemento instalada de ~USD 212.3 mm, por lo cual, teniendo en cuenta su capacidad instalada (7.6 MM/tons), CLH se estaría negociando a un nivel justo, excluyendo el valor de sus 15 canteras de agregados y 78 plantas de concreto. Como referencia, el cemento representa el ~67% de los ingresos de CLH.
- > **Contingencias e investigaciones.** Distintos medios han hecho mención a supuestas revelaciones que exdirectivos de CLH —los cuales son prófugos de la justicia o están pagando penas— han entregado a autoridades locales y de Estados Unidos, relacionadas con presuntas prácticas anticompetitivas. Si bien no podemos cuantificar el impacto de estas investigaciones o determinar su evolución, sí es un aspecto fundamental que podría afectar a la compañía, por lo menos desde una perspectiva reputacional. Por otro lado, CLH ha informado acerca de una serie de posibles contingencias relacionadas con: i) investigaciones de mercado por parte de la Autoridad Panameña, por supuestas prácticas anticompetitivas, donde también estaría siendo investigada Cementos Argos, y ii) requerimientos de la DIAN y entidades municipales, los cuales podrían resultar en pagos y multas por un monto máximo de hasta USD 209 mm, donde reiteramos que no se pueden anticipar los resultados.

Proyecciones

- > **Volúmenes.** Estimamos que el decrecimiento anual en volúmenes consolidados de cemento, concreto y agregados durante 2019 será de 3.3%, 6.1% y 6.8%, respectivamente. Para 2020, esperamos un crecimiento de 2.2%, 6.1% y 3.2%, en el mismo orden.
- > **Ingresos-EBITDA.** Estimamos ingresos por USD 999 millones para 2019 y USD 1,026 millones para 2020, donde la recuperación de 2020 se daría principalmente vía crecimiento de volúmenes en infraestructura en Colombia y debilitamiento del dólar. En las demás regionales esperamos estabilidad frente a las cifras de 2019.

En cuanto al EBITDA para 2019, estimamos un registro de USD 184 millones, el más bajo de los últimos años. Para 2020 prevemos un EBITDA de USD 191 millones, favorecido por un menor impacto vía costos de la energía y una leve recuperación en volúmenes. Esperamos un margen EBITDA para 2020 de 18.6%.

- > **Apalancamiento.** Esperamos que la compañía cierre 2019 con una relación Deuda Neta/EBITDA de 4.3x para posteriormente descender a niveles de 3.8x en 2020.

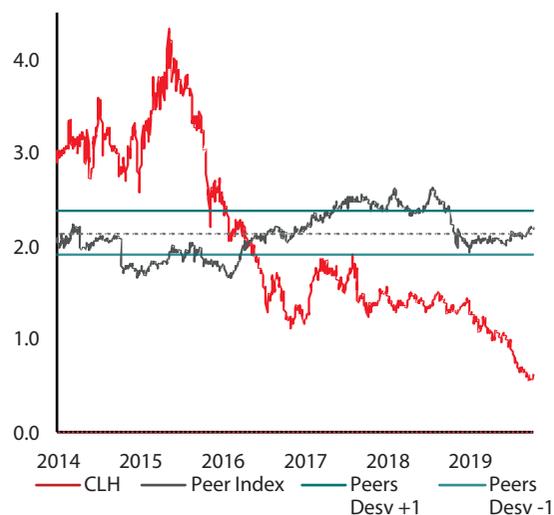
Impacto estimado de posibles contingencias

Procedimiento	Pago máximo (USD mm)*	Impacto en P.O (COP/acción)
Rechazo deducciones 2012	78	391
Rechazo deducciones 2011	54	270
Rechazo deducciones 2009	56	280
ICA San Luis Tolima	15	75
Total	209	1,016

* No incluye intereses

Fuente: CLH | SFC | Cálculos: Davivienda Corredores

Múltiplo P/VL



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores



Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Para estimar el valor de Cemex Latam Holdings utilizamos una metodología de flujo de caja descontado (70% del Precio Objetivo) y una valoración ponderada por los múltiplos EV/EBITDA 2020E y P/U 2020E (30% del Precio Objetivo). Los parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 10.3%, beta apalancado de 0.93x, costo del equity (Ke) de 13.0% y crecimiento a perpetuidad (G) de 3.4%.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2020FA de COP 8,200/acción, que ofrece potencial de valorización a los precios actuales a los que transa la acción, pero dados los riesgos asociados a las distintas inversiones y las dificultades que anticipamos en Centroamérica, reducimos nuestra recomendación a SUBPONDERAR.

Múltiplo P/E



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

Valoración	Ponderación	2020FA
DCF	70%	3.30
Fwd - EV/EBITDA	20%	1.23
Fwd - P/E	10%	0.90
Precio objetivo (USD)		2.65
Tasa de cambio (COP/USD)		3,100
Precio objetivo (COP)		8,200
Precio de mercado (01/08/19)		4,445
Potencial de valorización		84.5%

WACC vs. Crecimiento a perpetuidad (g)

Evaluamos el cambio en el P.O. frente a variaciones en el WACC y el crecimiento a perpetuidad (g). Un incremento de 50 pbs en el WACC significaría una disminución de COP 700 en el P.O., mientras que una disminución de 50 pbs en el g resultaría en una disminución de COP 500/acción.

		WACC=10.3%				
		11.3%	10.8%	10.3%	9.8%	9.3%
G=3.4%	2.4%	6,200	6,700	7,300	8,000	8,700
	2.9%	6,500	7,100	7,700	8,500	9,300
	3.4%	6,900	7,500	8,200	9,000	10,000
	3.9%	7,300	8,000	8,800	9,700	10,900
	4.4%	7,700	8,500	9,500	10,600	11,900

Precio del cemento vs. Volumen de cemento en Colombia

Evaluamos el impacto en el P.O. frente a un mayor/menor crecimiento al estimado de los volúmenes y precios del cemento en Colombia. Un incremento de 100 pb en el crecimiento de los volúmenes significaría un incremento de COP 600 en el P.O., mientras que un aumento de 100 pb en los precios del cemento implica un incremento de COP 500 en el P.O.

		Crecimiento adicional volumen de cemento en Colombia				
		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%
Precio cemento en Colombia	-2.0%	6,100	6,600	7,200	7,800	8,400
	-1.0%	6,600	7,100	7,700	8,300	9,000
	0.0%	7,100	7,600	8,200	8,800	9,500
	1.0%	7,600	8,100	8,700	9,400	10,100
	2.0%	8,100	8,700	9,300	10,000	10,700

Concreto

El quid es el Tercer Carril

A pesar de las dificultades que ha atravesado la compañía durante los últimos años, Concreto se mantiene como una de las principales firmas de ingeniería y construcción del país, con amplia experiencia en edificaciones e infraestructura de distinto alcance. Adicionalmente, al considerar el valor de algunas de sus inversiones es evidente el descuento que presenta el título frente a su valor fundamental, lo cual responde, sobre todo, a la incertidumbre que genera la formulación de pliegos por parte de la SIC en relación con supuestas prácticas anticompetitivas en la adjudicación de la APP del Tercer Carril Bogotá-Girardot, que ha dificultado el cierre financiero del proyecto, por lo cual, a pesar del alto potencial de valorización, reafirmamos nuestra recomendación NEUTRAL.

Aspectos a destacar

- **Actualizamos el Precio Objetivo 2020FA a COP 1,380/acción.** Para esta actualización hemos incorporado la venta de CCFC y el *cash-out* en Devimed. También hemos excluido al proyecto Vía 40 (COP 250/acción) de la valoración debido a la alta incertidumbre que rodea al proyecto, que además consideramos el principal factor que podría seguir limitando la recuperación del precio de la acción y la razón de nuestra recomendación. En este sentido, y si bien el gobierno busca destrabar los proyectos de infraestructura, la evidencia nos muestra que este tipo de procesos normalmente termina por extenderse más de lo esperado y podría implicar multas, presiones de liquidez y, en el peor de los casos, la liquidación o nulidad del contrato.
- **Descuento excesivo pero sin catalizadores.** En el escenario que Concreto no generara nuevo *backlog*, el impacto en el P.O. sería de ~COP 400/acción, lo cual, al ser un supuesto extremadamente ácido, evidencia el descuento actual frente al valor justo. Por otro lado, como parte de su estrategia y compromiso con bancos, la compañía avanza en su plan de desinversiones por ~COP 550 mil mm (105% del *market cap*), donde además, dada la mejora en apalancamiento (1.9x deuda neta/EBITDA), las directivas han expresado que no tienen prisa en realizar desinversiones que no cumplan con su expectativa de retorno. Finalmente, nuestra estimación de valor justo de su inversión en Pactia es de COP 808/acción.
- **La liquidez es prioridad.** A pesar de que las directivas cuentan con la autorización para recomprar acciones hasta por COP 50 mil mm y de alguna manera la posibilidad de dar un mensaje al mercado sobre la subvaloración actual del título, compartimos la decisión del *management* de preservar la liquidez de la compañía, teniendo en cuenta los requerimientos que podrían implicar demoras adicionales en el cierre financiero de Vía 40 Express.

¿Por qué NEUTRAL?

Debido a la alta complejidad, los posibles retrasos y las implicaciones relacionadas con el proyecto de Vía 40 Express (Tercer carril Bogotá-Girardot) y las limitaciones que esto representa para el crecimiento de la compañía, la generación de nuevo *backlog* y las necesidades de liquidez futura de la compañía, reiteramos nuestra recomendación NEUTRAL, sin dejar de reconocer el descuento excesivo que en la actualidad presenta el título.



NEUTRAL
P.O.: 1,380

Potencial: 194.9%
Riesgo: MUY ALTO
Cierre: COP 468
Sector: Construcción

CONCONC CB

Bloomberg: RESP COAR <GO>

Rodrigo Sánchez

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

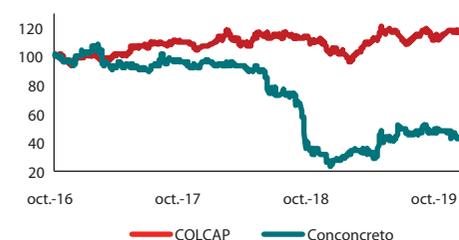
Katherine Ortiz

Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP)	0.5 bn
Flotante	25.0%
Dividendo 2020e (COP)	0
Retorno por dividendo	0.0%
% COLCAP	N.A
# Acciones	1,134 mm
P/VL actual	0.4x
P/U actual	7.1x
EV/EBITDA actual	6.0x
Último precio	468
Máx. 52 semanas	592
Mín. 52 semanas	248

► Comportamiento Mercado (base 100: 2016)



Fuente: Bloomberg

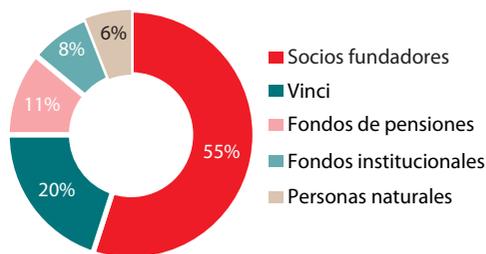


Concreto / Ficha técnica

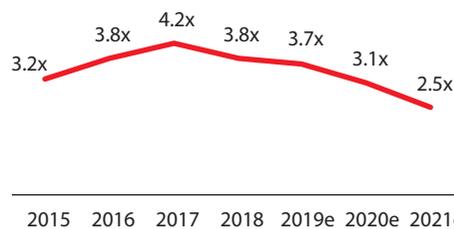
Descripción de la compañía. Concreto es una de las compañías más importantes y de mayor trayectoria (58 años de experiencia) en el desarrollo y construcción de proyectos de edificación e infraestructura en Colombia; Concreto cuenta además con un portafolio de inversiones de largo plazo. Dentro de este segmento se en-

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

Composición accionaria



Deuda Total / EBITDA



Comparables (Datos actuales)

Compañía	"EV/EBITDA 12M"	"EV/EBITDA 2020"	"P/U 12M"	"P/U 2020"
Salfacorp	10.5	10.2	11.5	11.6
Besalco	8.9	8.0	22.0	19.5
Salini Impregilo	3.5	3.6	7.1	5.8
Obrascon Huarte	6.1	5.7	5.6	6.5
Ferrovial Sa	19.4	17.5	29.9	24.4
Strabag Se-Br	3.4	3.0	11.6	10.2
Vinci Sa	8.7	8.6	13.8	12.9
Osjb Holdings Co	5.0	4.6	13.5	12.6
Concreto	4.5	3.8	4.0	3.7
Mediana	7.4	6.9	12.5	12.1

Resumen

COP Millones	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Acciones en circulación (mm)	1,134	1,134	1,134	1,134	1,134
Cap. Bursátil	1,122,912	417,406	530,831	530,831	530,831
Precio (COP/Acción)*	990	368	468	468	468
VL (COP/Acción)	1,224	1,300	1,417	1,543	1,666
UPA (COP/Acción)	67	65	113	123	120
Total Deuda	933,269	754,305	832,455	779,737	611,008
Deuda Neta	549,908	363,658	502,393	412,070	272,247
EV	1,676,188	785,500	1,038,548	951,551	814,983
EV/EBITDA	7.6x	4.0x	4.6x	3.8x	3.3x
P/VL	0.8x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x
P/U	14.7x	5.7x	4.1x	3.8x	3.9x
Retorno por dividendos	2.7%	4.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividendo por acción	26.9	14.6	0.0	0.0	0.0
Backlog	2,735,110	1,895,835	1,118,265	872,865	753,865

Balance general consolidado

COP Millones	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Total Activos	3,096,803	3,128,988	3,491,526	3,604,722	3,551,685
Total Pasivos	1,708,033	1,654,952	1,883,810	1,854,389	1,661,861
Interés minoritario	3,368	4,436	5,323	8,650	11,904
Patrimonio	1,385,403	1,469,600	1,602,393	1,741,683	1,877,920
Deuda Total/Patrimonio	67%	51%	52%	45%	33%
Deuda Total/EBITDA	4.2x	3.8x	3.7x	3.1x	2.5x
Deuda Neta/EBITDA	2.5x	1.8x	2.2x	1.6x	1.1x
ROE	5.5%	5.0%	8.0%	8.0%	7.3%
ROA	2.5%	2.3%	3.7%	3.9%	3.8%

Estado de resultados consolidado

COP Millones	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos Operacionales	1,228,211	1,080,208	999,908	1,148,307	1,123,127
Costo de ventas	1,084,019	934,859	835,713	965,027	943,866
Utilidad Bruta	144,192	145,349	164,195	183,281	179,262
Gastos adm. y comercial.	-9,500	6,270	-6,284	-1,222	-3,991
Utilidad Operacional	153,692	139,079	170,479	184,503	183,253
Utilidad antes de impuestos	104,000	100,093	157,018	174,295	170,473
Impuesto a la renta	26,946	25,260	26,429	31,678	30,983
Utilidad Neta	76,396	73,195	128,306	139,291	136,236
EBITDA	219,683	196,895	226,297	249,769	247,088
Margen Bruto	11.7%	13.5%	16.4%	16.0%	16.0%
Margen Operacional	12.5%	12.9%	17.0%	16.1%	16.3%
Margen EBITDA	17.9%	18.2%	22.6%	21.8%	22.0%
Margen Neto	6.2%	6.8%	12.8%	12.1%	12.1%

*Precio de Cierre del 18/10/2019

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

Hipótesis de valor

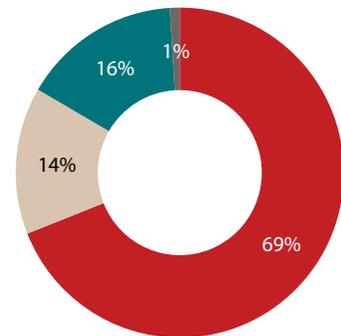
> **Problemas de la vía Bogotá-Girardot no justifican el precio.** A pesar de que Concreto cuenta con una serie de riesgos, cuya posible materialización no puede ser descartada fácilmente, los precios actuales a los que se negocia su acción son difíciles de justificar desde una aproximación de valor. A partir de su negocio *core* en construcción, que aporta COP 660 al P.O., evidentemente este ha sido un sector que ha atravesado etapas complejas, pero cuya perspectiva es favorable para los próximos años, particularmente en obras civiles, una de las principales fortalezas de Concreto, con cerca de 1,000 kilómetros de vías, viaductos y túneles construidos, por lo cual no nos parece muy fácil justificar que la compañía no logre reemplazar, por lo menos parcialmente, el *backlog* por ejecutar. Sin embargo, para esta actualización hemos partido de supuestos más conservadores, con una tasa de reemplazo de *backlog* de 30%. Ahora bien, si eliminamos el 100% del *backlog* asociado a Vía 40 Express (~COP 1 bn), la reducción en el P.O. sería de COP 386/acción.

> **Valor de Pactia por encima del *market cap*.** Con un área bruta arrendable de 774 mil m², Pactia sigue siendo uno de los vehículos inmobiliarios de mayor importancia en el país y la inversión individual más grande de Concreto (COP 808/acción), la cual tiene un valor en libros superior a la capitalización de mercado de Concreto. Adicionalmente, y considerando que nuestras proyecciones no incorporan el plan de inversiones de la compañía para los próximos años por cerca de COP 0.65 bn y que nuestro supuesto de ajustes futuros en cánones de arrendamiento es conservador (IPC), en próximas actualizaciones no descartamos un *upside* adicional en nuestra estimación de valor justo del vehículo. Por otro lado, teniendo en cuenta la posibilidad de que se realicen restituciones de aportes adicionales, Pactia también puede desempeñar un rol importante en la liquidez de Concreto. Finalmente, dada la naturaleza de cada negocio, Concreto (constructor) y Pactia (administrador), la complementariedad de estos negocios es evidente.

> **El aporte de las concesiones no desaparece.** Ante la incertidumbre que genera el desarrollo del proceso adelantado por la SIC en Vía 40, hemos excluido esta concesión del valor justo de Concreto (COP 250/acción). Sin embargo, y a pesar de la venta de su participación de CCFC, la compañía continúa expuesta a este tipo de proyectos a través de Devimed, la cual aún cuenta con seis años hasta su finalización. Por otro lado, vale la pena mencionar que de adjudicarse el proyecto Doble Calzada Oriente, que se encuentra en etapa de licitación y podría ser firmado en diciembre de 2019, en el cual Concreto tendría una participación del 60%, la inversión requerida en el proyecto (COP 960 mil mm) podría darle un nuevo impulso al *backlog* de la compañía para los próximos años (valor contrato EPC: COP 320 mil mm).

> **Crecimiento sostenido y soporte del sector financiero.** Desde su listamiento en bolsa en el año 2010 hasta junio de 2019, el patrimonio de Concreto, que ha crecido un 1,070% (COP 1.54 billones), refleja una estructura mucho más robusta, producto del mayor desarrollo de sus distintos segmentos de negocio. En este sentido, al evaluar el promedio de la relación P/VL de sus comparables (1.6x) e incluso el de las compañías del COLCAP, el descuento se ve significativamente alto. Por

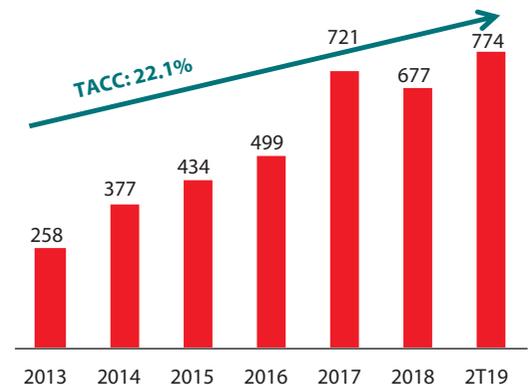
Distribución de ingresos



■ Construcción ■ Vivienda ■ Inversiones ■ Corporativo

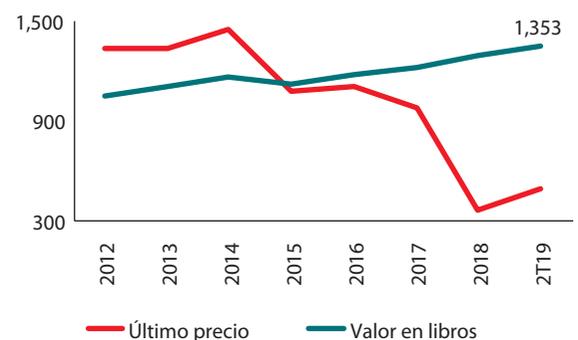
Fuente: Concreto

GLA Pactia (miles m²)



Fuente: Concreto | Grupo Argos

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

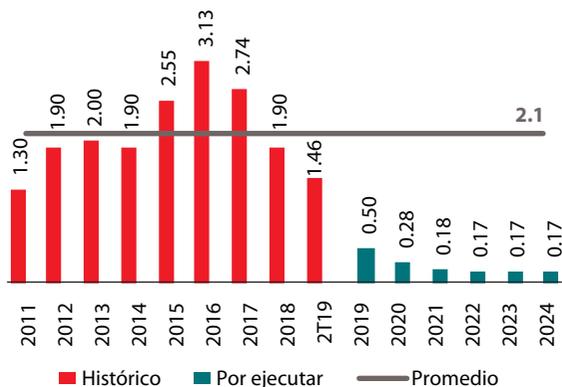


Fuente: Bloomberg | Concreto

**Impactos hipotéticos de posibles sanciones**

Evento	Proporción	Impacto (COP/acción)	Impacto (COP mm)
Multas SIC - Prácticas anticompetitivas	100%	(138)	78,124
Demanda Conalvías	50%	(87)	100,000
Eliminación backlog Vía 40	100%	(386)	1,000,000
Recuperación nula en Vía Pacífico	100%	(26)	30,000
Inclusión de Vía 40	100%	+247	30,000

Fuente: SFC | Cálculos: Davivienda Corredores

Backlog (COP bn)

Fuente: Conconcreto

otro lado, el hecho de que durante 2018 se lograra un reperfilamiento de la deuda demuestra el respaldo del sector bancario, a pesar de las investigaciones.

Riesgos

> **Desarrollo de Vía 40 tendría distintas implicaciones.** En agosto de 2018, la SIC anunció la apertura de pliegos contra compañías y personas naturales aparentemente vinculadas a hechos de colusión en la adjudicación de la APP del Tercer Carril Bogotá-Girardot. En la información de la SIC se menciona la posibilidad de multar a las compañías vinculadas hasta por COP 78,124 millones por compañía, lo cual resultaría en un impacto máximo de COP 140/acción en nuestra estimación de valor, teniendo en cuenta que tanto Constructora Conconcreto como Industrial Conconcreto fueron vinculadas. De igual manera, reiteramos que nuestra estimación de valor no incluye a Vía 40. Adicionalmente, en 2018 Conalvías impuso una demanda aludiendo competencia desleal y con pretensiones por COP 197 mil mm. Por otro lado, en un escenario en el que el proyecto fuese declarado nulo o debiese ser liquidado y Conconcreto castigara la totalidad del valor de los aportes hechos a la fecha (COP 210 mil mm), el impacto en utilidades sería significativo, y se sumaría el efecto que esto tendría vía disminución del *backlog*. Sin embargo, encontramos difícil determinar que una eventual liquidación del contrato resulte en un reconocimiento nulo para el concesionario, en vista de que ya, incluso, se entregó la UF8.

Por el momento se desconocen los tiempos y resolución que pueda tener el proceso, pero dado que la indagación preliminar tuvo inicio hace alrededor de tres años, el proceso debería tomar un tiempo máximo de dos años adicionales. En este sentido, sin duda Vía 40 es el principal riesgo para la compañía, no solo desde la perspectiva financiera sino también reputacional, lo cual dificulta su cuantificación. Sin embargo, también reconocemos que existe un riesgo al alza en la medida en que una solución que les permita avanzar en el desarrollo del proyecto podría significar una menor presión de liquidez futura y una posible recuperación en la confianza por parte de inversionistas.

> **Riesgo de liquidez no desaparece.** En nuestra pasada actualización hacíamos mención al importante riesgo que representaba la situación de liquidez de la compañía y la concentración de deuda de corto plazo. No obstante, a finales de 2018 se conoció que la compañía había logrado reperfilar hasta 2023 su deuda a través de un crédito sindicado y tras el proceso de desinversión de activos por cerca de COP 250 mil mm, su concentración de deuda de corto plazo es del 22% y su relación deuda neta/EBITDA de 1.9x, donde, además, la compañía anunció que ya prepagó el saldo de capital de 2019. Sin embargo, en la medida en que en el mediano plazo no se alcance el cierre financiero de Vía 40 Express, las presiones por liquidez podrían empezar a reaparecer, más aun teniendo en cuenta la posibilidad de multas, las amortizaciones de deuda en 2020 (~COP 120 mil mm) y el efecto reputacional de la investigación.

> **Baja negociación limita la formación de precios.** La baja liquidez de la acción, con apenas COP 113 mm negociados en promedio durante los últimos 12 meses, limitan una mejor formación de precios, lo



A finales de 2018 se conoció que la compañía había logrado reperflar hasta 2023 su deuda a través de un crédito sindicado y tras el proceso de desinversión de activos por cerca de COP 250 mil mm, su concentración de deuda de corto plazo es del 22% y su relación deuda neta/EBITDA de 1.9x, donde, además, la compañía anunció que ya prepagó el saldo de capital de 2019.



cual también es evidente por el hecho que el *bid-ask spread* de Concreto, en lo corrido de 2019, sea uno de los más altos (2.63%) entre el grupo de acciones al que hacemos cobertura. Si bien esto no cambia nuestra visión fundamental del activo, es un factor a considerar por parte los inversionistas, más aun al incorporar su reciente salida del COLCAP. Por otro lado, si bien compartimos la postura de la Junta Directiva de proteger la liquidez, también consideramos que la recompra de acciones sería una alternativa muy interesante que podría retornar valor a los accionistas y que, incluso con un monto muy inferior a los COP 50 mil mm, podría dar un mensaje directo al mercado acerca de la subvaloración que presenta la acción.

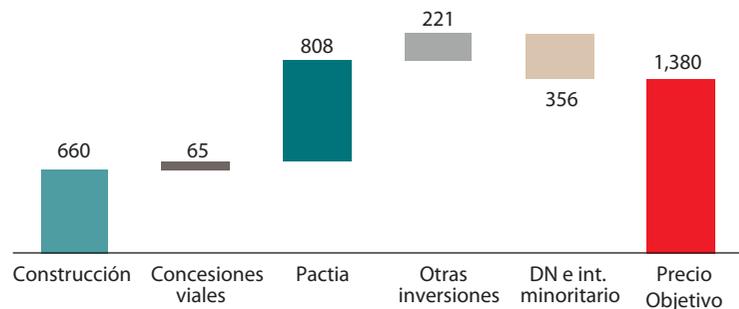
Proyecciones

- > **Ingresos-EBITDA.** Actualizamos nuestras estimaciones teniendo en cuenta los proyectos en ejecución y una tasa de reemplazo de *backlog* del 30% frente al ejecutado. Estimamos un EBITDA de COP 226 mil millones para 2019, con un margen del 22.6%. El aporte al EBITDA seguiría distribuido de manera equivalente entre construcción (47%), incluida vivienda, e inversiones (47%).
- > **Apalancamiento.** Si bien estimamos que para 2020 la compañía continuará reduciendo su apalancamiento hacia niveles de 1.65x (deuda neta/EBITDA), reconocemos que demoras excesivas en el cierre financiero de Vía 40 y la adjudicación del proyecto DCO podrían resultar en diferencias importantes frente a nuestras estimaciones.
- > **Dividendos.** En línea con las posibles necesidades futuras de liquidez, no hemos estimado una posible distribución de dividendos en el corto plazo. Consideramos que este escenario seguirá dependiendo del cierre financiero de Vía 40.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

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

1. Valoración del negocio de construcción, incluido el segmento de vivienda, por medio del flujo de caja libre descontado con un WACC de 10.5%, beta apalancado de 0.82, costo del *equity* de 12.2% y un crecimiento a perpetuidad de 3%.
2. Valoración de Pactia mediante el flujo de caja operación ajustado, con un WACC de 10.8%, beta apalancado de 0.9 y un *exit cap-rate* de 6.5%.

**Composición del valor (COP/acción)**

3. Valoración de las concesiones viales Devimed y Vía 40 Express (excluida) como un *project finance* del flujo de caja del accionista, ajustada por *cash-outs*. En el caso de Vía Pacífico (Buga-Buenaventura), utilizamos el valor de las inversiones realizadas, dada la suscripción con la ANI del Acta de Ocurrencia de una Causal de Terminación Anticipada por mutuo acuerdo e inicio de Etapa de Reversión.
4. Otras inversiones fueron incluidas al valor en libros a cierre de junio de 2019.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2020FA de COP 1,380/acción, ofreciendo un alto potencial de valorización frente a los precios actuales a los que transa la acción. Sin embargo, dados los riesgos e incertidumbre asociados al proceso de Vía 40, reafirmamos nuestra recomendación NEUTRAL.

Negocio	Valor 2020 (COP MM)	Valor por acción (COP)	Participación
Construcción	749,134	660	37.6%
Concesiones viales	74,120	65	3.7%
Pactia	916,760	808	46.1%
Otras inversiones	250,733	221	12.6%
Total negocios	1,990,747	1,755	100%
Deuda total	779,737	687	
Efectivo y equivalentes	367,667	324	
Interés minoritario	8,650	8	
Total Concreto	1,570,027	1,380	
# acciones (mm)	1,134		
Precio Objetivo	1,380		

Backlog construcción vs. valor Pactia

Evaluamos el cambio en el P.O. frente a variaciones en la tasa de reemplazo de *backlog* de construcción y en el valor estimado de Pactia. Un incremento adicional del 10% en la tasa de reemplazo del *backlog* de construcción significaría un aumento de COP 160 en el P.O., mientras que un aumento del 10% en nuestra estimación de valor de Pactia significaría un incremento de COP 80/acción.

		Cambios en el valor de Pactia				
		-20%	-10%	0%	10%	20%
Tasa de reemplazo de backlog	10%	920	1,000	1,080	1,160	1,240
	20%	1,070	1,150	1,230	1,310	1,390
	30%	1,220	1,300	1,380	1,470	1,550
	40%	1,380	1,460	1,540	1,620	1,700
	50%	1,530	1,610	1,690	1,770	1,850

Corficolombiana

La incertidumbre persiste

En la medida en que la ejecución de sus proyectos de 4G continúe su marcha y que Promigas siga presentando resultados sólidos, Corficolombiana seguirá fortaleciendo el valor de sus principales inversiones y mostrando recuperaciones importantes de utilidades. Sin embargo, los impactos reputacionales y, eventualmente, financieros, que podrían presentar las diversas investigaciones en las que está envuelta la compañía continuarían siendo una resistencia que limite la recuperación del precio de la acción hacia su valor justo y la principal razón de nuestra recomendación.

Aspectos a destacar

- **Actualizamos el Precio Objetivo 2020FA a COP 33,900/acción, sin modificar nuestra recomendación NEUTRAL.** Entre los principales cambios destacamos la actualización de valor justo de Promigas (2020FA COP 8,800), la adquisición del 49.5% restante de la participación de CCFC por parte de Pisa, el nivel de avance de los tres proyectos de 4G que ya han iniciado construcción y excluimos a Covimar debido a sus nuevos retrasos, asociados a temas de licenciamiento ambiental. De igual manera, hemos incorporado el nuevo P.O. de GEB (2020FA COP 2,650) y eliminado a Leasing Corficolombiana dada su liquidación voluntaria.
- **Concentrados en gas y asfalto.** La participación en Promigas se mantiene como la inversión individual más importante del portafolio de inversiones, que conjuntamente con su inversión en GEB son las que mayor estabilidad le brindan al flujo de caja de la corporación. Sin embargo, y a pesar de los obstáculos no menores que tiene cada una de las obras, seguimos viendo la infraestructura como la principal fuente de crecimiento del *holding* para los próximos años, siendo este negocio, a su vez, el de mayor aporte a escala de resultados (~COP 1.5 bn en utilidades para 2019 y 2020) en la medida en que sigan avanzando las construcciones.
- **Los riesgos de Ruta del Sol no desaparecen.** Son casi tres años desde que se dio la apertura de investigaciones contra el Consorcio Ruta del Sol y el escenario luce nublado y lejos de resolverse definitivamente. Si bien ya conocimos el laudo del Tribunal de Arbitramento, aún quedan por resolverse el fallo del Tribunal Administrativo de Cundinamarca, el proceso de pliegos por parte de la SIC y la solicitud de información por parte del Departamento de Justicia de Estados Unidos, a lo cual se ha sumado el cierre de la Vía al Llano y las demoras en los inicios de algunas obras.

¿Por qué NEUTRAL?

Si bien los resultados financieros seguirían encaminados al crecimiento y el ejercicio de valor justo sigue mostrando un descuento frente al precio de mercado, incluso teniendo en cuenta una posible multa por parte del Tribunal de Cundinamarca (COP 800 mil mm / ~COP 2,700/acción), la incertidumbre relacionada con las investigaciones, que también han vinculado a algunos de sus principales directores, y los retrasos en los itinerarios de algunas obras, hacen que consideremos el título de Corficolombiana como de alto riesgo y nos lleva a reiterar la recomendación del activo.



NEUTRAL
P.O.: 33,900

Potencial: 18.9%
Riesgo: ALTO
Cierre: COP 28,500
Sector: Holdings

CORFICOLCF CB

Bloomberg: RESP COAR <GO>

Rodrigo Sánchez

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

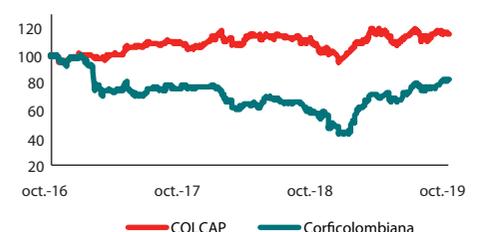
Katherine Ortiz

Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP)	8.5 bn
Flotante	39.0%
Dividendo 2020e (COP)	2,000
Retorno por dividendo	7.0%
% COLCAP	2.4%
# Acciones	297 mm
P/VL actual	1.2x
P/U actual	4.0x
EV/EBITDA actual	3.6x
Último precio	28,500
Máx. 52 semanas	28,800
Mín. 52 semanas	14,830

► Comportamiento Mercado (base 100: 2016)



Fuente: Bloomberg

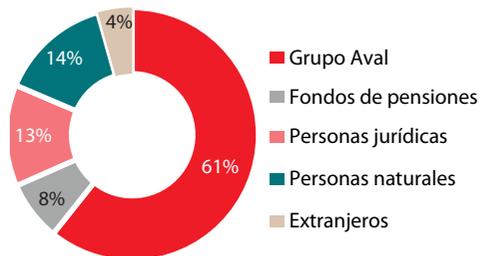


Corficolombiana / Ficha técnica

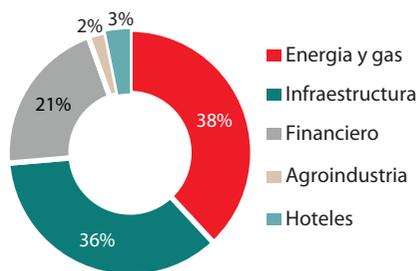
Descripción de la compañía. Corficolombiana es el banco comercial líder en Colombia en términos de activos, patrimonio e ingresos netos. Su actividad principal es la gestión activa de su cartera de renta variable a través de inversiones controladas y no controladas en sectores estratégicos, que incluyen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

agroindustria y hoteles. Corficolombiana complementa su negocio de gestión de inversiones con las operaciones de tesorería y banca de inversión. Sus inversiones más representativas son energía e infraestructura, que representan el 40% y 35% del valor de los activos y 38% y 55% del EBITDA de la corporación, respectivamente.

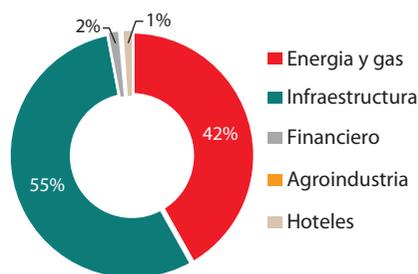
Composición accionaria



Valor en libro de las inversiones



Distribución EBITDA



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

Energía y gas



Infraestructura



Agroindustria



Hotelería



Financiero



Resumen

COP Millones	2015	2016	2017	2018	2T19UDM
Acciones en circulación (mm)	223.8	231.7	237.9	279.4	296.6
Cap. Bursátil	8,315,446	8,590,939	6,947,214	4,582,952	7,771,244
Precio (COP/Acción)	37,162	37,080	29,200	16,400	26,200
VL (COP/Acción)	12,693	13,020	13,686	21,591	23,300
UPA (COP/Acción)	2,076	1,303	886	5,798	7,066
P/VL	2.9x	2.8x	2.1x	0.8x	1.1x
P/U	17.9x	28.5x	33.0x	2.8x	3.7x

Balance general consolidado

COP Millones	2015	2016	2017	2018	2T19UDM
Disponible	2,211,492	2,446,600	2,288,634	2,044,470	2,974,886
Inversiones y ac. de concesión	11,057,459	10,485,428	11,309,939	16,614,711	17,052,335
Otros activos	6,301,773	7,627,635	7,557,443	7,585,746	8,470,759
Total Activos	19,570,724	20,559,663	21,156,016	26,244,927	28,497,980
Depósitos	4,057,324	3,830,209	4,094,365	3,805,028	4,006,158
Obligaciones financieras	2,201,740	3,804,510	6,252,678	7,112,413	7,889,640
Otros pasivos	8,688,241	7,976,065	5,529,510	7,208,797	7,659,488
Total Pasivos	14,947,305	15,610,784	15,876,553	18,126,238	19,555,286
Interés minoritario	1,783,303	1,932,383	2,023,262	2,084,983	2,031,656
Patrimonio controlado	2,840,116	3,016,496	3,256,201	6,033,706	6,911,038

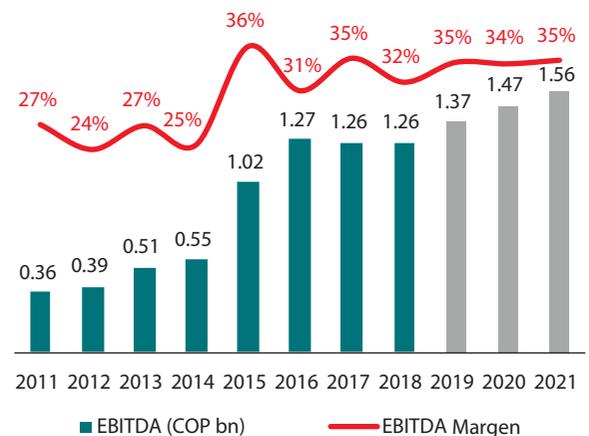
Estado de resultados consolidado

COP Millones	2015	2016	2017	2018	2T19UDM
Margen Bruto sector real	1,965,592	2,180,795	2,566,541	4,341,013	5,187,004
MPU y Dividendos	232,376	221,875	205,695	248,263	283,872
EBITDA	586,123	735,789	2,153,329	4,083,128	4,841,711
Utilidad antes de impuestos	1,104,385	1,084,382	1,008,178	2,977,163	3,664,510
Utilidad neta	464,485	301,795	210,808	1,620,160	2,095,732

Hipótesis de valor

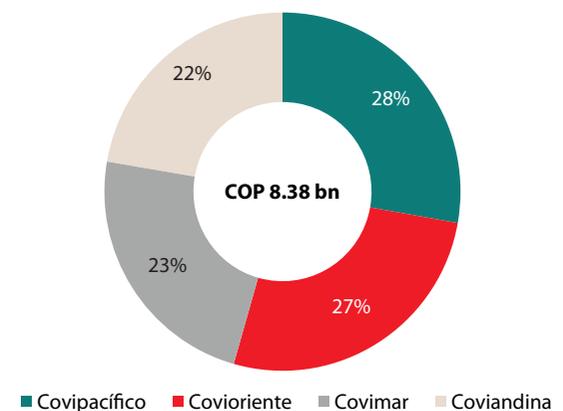
- **Promigas sigue siendo fuente de crecimiento rentable.** La UPME prevé tasas anuales de crecimiento compuesto en el consumo de gas y en la demanda de energía en Colombia para el periodo 2018-2021, de 7.5% y 2.3%, respectivamente, lo cual crea condiciones propicias para que Promigas mantenga el crecimiento estable y rentable de los últimos años, y a su vez sostener uno de los retornos por dividendos más altos del mercado. A este crecimiento se suma la entrada del nuevo gasoducto de 100 MMpcd para Canacol, que debería entrar en operación antes de culminar 2019 y le permitirá a la compañía aumentar su capacidad de transporte en cerca de un 10%. Adicionalmente, su inversión en Cálidda seguirá contribuyendo al crecimiento, más aun teniendo en cuenta el Plan de Inversiones Incremental que le permitirá una expansión más acelerada hasta 2022. Nuestra estimación de valor justo de Promigas es de COP 8,800/acción 2020FA.
- **La infraestructura como principal generador de crecimiento.** Corficolombiana se ha consolidado como uno de los líderes nacionales en materia de proyectos de infraestructura vial, con ocho concesiones en su portafolio, que según nuestra estimación tienen un valor cercano a los COP 5.2 bn (COP 17,400/acción) y cuyo aporte debería seguir incrementándose a medida que los avances en construcción e inicios de sus proyectos de 4G se sigan materializando. Esperamos que para 2021 se logre dar inicio al proyecto Mulaló-Loboguerrero, pero dada la alta incertidumbre, la hemos excluido de esta actualización (COP 800/acción) y también el hecho de que durante 2020 la concesión Bogotá-Villavicencio pase a ser administrada por Coviandina, por lo cual nuestra valoración no incluye a Coviandes, que terminaría a finales de 2019. Nuestra estimación es que para 2020, los cuatro proyectos de 4G hayan alcanzado un avance promedio del 35%. Por otro lado, consideramos que el precio pagado por Pisa (filial de Corficolombiana) para aumentar su participación en un 49.5% en la Concesión CCFC se llevó a cabo con un descuento del 8% frente al valor justo. Finalmente, si bien el proceso aún está en una etapa temprana, ya se radicó ante la ANI la factibilidad de la Iniciativa Privada Aeropuertos del Suroccidente, en la cual Aerocali tendría una participación del 50%, que busca concesionar los aeropuertos de Cali, Armenia, Neiva, Ibagué y Buenaventura, donde las inversiones necesarias estarían en el orden de COP 1.2 bn.
- **Los resultados seguirían impulsados por la construcción.** A pesar de los retrasos en el proyecto Covimar, la firma del acta de inicio de construcción podría darse en 2021, lo cual sería un impulso adicional a los resultados del *holding*, mientras que las demás concesiones de 4G seguirían mostrando aportes significativos, particularmente tras la adopción de las IFRS 15. Además, consideramos que este efecto positivo continuará siendo recurrente por los próximos 4 a 6 años, mientras las etapas constructivas continúan su curso. De igual manera, posterior a la etapa de construcción se debería empezar a dar una importante liberación de caja, que podría permitir la destinación de recursos a otras inversiones o proyectos.
- **No hay que olvidar las demás inversiones.** Si bien las carreteras y la energía son los principales aportantes al valor del *holding*, la contribución de las inversiones en hoteles, agroindustria y financiero sigue siendo valiosa y generan un aporte vía diversificación. En nuestra estimación, estas inversiones aportan el 18% del valor de Corficolombiana.

Promigas - EBITDA & Margen



Fuente: Promigas | Cálculos: Davivienda Corredores

Capex total concesiones 4G



Fuente: Corficolombiana

**Impactos hipotéticos de posibles sanciones**

Evento	Proporción	Impacto (COP/acción)
Fallo Tribunal de Cundinamarca	33%	890
Fallo Tribunal de Cundinamarca	100%	2,698
Pagos pendientes a terceros de buena fe	33%	1,335
Sobrecosto Chirajara	100%	270
Multas SIC - Prácticas anticompetitivas	100%	614

Fuente: SIC | Portafolio | SFC | Cálculos: Davivienda Corredores

UPA (COP) vs. Capitalización bursátil (Bn)

Fuente: Corficolombiana | SFC | Cálculos: Davivienda Corredores

Sensibilidad del P.O. al doble apalancamiento

Indicador de doble apalancamiento	180%	29,900
	170%	31,900
	160%	33,900
	150%	35,900
	140%	37,900

Fuente: Cálculos: Davivienda Corredores

Riesgos

> **La novela de Ruta del Sol no termina.** A pesar de que ya se conoció el laudo arbitral entre la ANI y CRDS, que determinó que el Concesionario no debe reconocer algún valor al gobierno, no descartamos que en el futuro, los terceros de buena fe pudiesen buscar alternativas para que les sea reconocido el valor de la deuda pendiente (~COP 1.2 bn), lo cual no vemos como muy probable, pero tampoco totalmente descartable. En un escenario hipotético en el que Corficolombiana se llegase a ver obligada a pagar el monto adeudado ajustado por participación (33%), nuestro P.O. se vería reducido en COP 1,300/acción. Por otro lado, de acuerdo con las directivas de Corficolombiana, el contrato de crédito no tiene avales o garantías por parte de los consorciados, lo cual mitiga este riesgo. Sin embargo, teniendo en cuenta que el Tribunal de Arbitramento declaró la nulidad del contrato por objeto y causa ilícitos y por haber sido celebrado con abuso y desviación de poder, esto podría ser considerado como precedente en los procesos llevados a cabo por el Tribunal Administrativo de Cundinamarca y la SIC, que además buscan inhabilitar por 10 años a Episol para contratar con el Estado. Estos fallos pendientes son aún más preocupantes considerando que Odebrecht en Brasil se declaró en bancarrota en junio de 2019.

> **La reputación ha pesado más que los resultados.** Han pasado tres años desde que se conoció el escándalo de Odebrecht, que resultó para Corficolombiana, el Grupo Aval y algunos de sus directivos, en investigaciones, fallos y solicitudes de información por parte de distintos entes de control locales y extranjeros. Desde entonces, el tema reputacional y el riesgo de sanciones evidentemente ha pesado más que los fundamentales de la compañía, donde hemos visto una tasa anual de crecimiento compuesto de la UPA del 42% entre 2015 y 2019, mientras que en el mismo periodo la capitalización bursátil de Corficolombiana ha perdido cerca de COP 0.3 bn. Por otro lado, si bien no nos es posible cuantificar con precisión los impactos financieros que podrían acarrear sanciones, en una estimación del impacto económico de la condena impuesta por el Tribunal Administrativo de Cundinamarca asumiendo que Corficolombiana responde únicamente por una porción equivalente a su participación en la Concesionaria (33%), nuestro precio objetivo tendría una reducción de ~COP 890/acción, aunque vale la pena mencionar que por la condición de solidaridad, la totalidad de la multa (COP 800 mil mm) podría ser cobrada a cualquiera de los condenados.

> **Los riesgos de la construcción se han seguido materializando.**

Las complejidades de proyectos como la Vía al Llano se han hecho evidentes. A la caída del puente Chirajara, en 2018, se han sumado los frecuentes cierres en la vía y consecuentemente los retrasos en la culminación de Coviandes e inicio de Coviandina, lo cual podría resultar en sanciones monetarias y sobrecostos. Adicionalmente, si bien este tipo de eventos son compensados parcialmente con extensiones en la vida de las concesiones, retrasos significativos en Coviandina podrían resultar en un menor número de años de recaudo y afectar la rentabilidad del proyecto. De igual manera, esto podría seguir generando una mayor aversión al riesgo por parte de los financiadores de estos proyectos y, consecuentemente, aumentar los costos de financiamiento, lo cual resultaría en caídas en la rentabilidad de los proyectos. Estimamos que cada año adicional que se desplace la ejecución de los cuatro proyectos de 4G reduce nuestro P.O. en ~COP 2,000/acción.

- > **Doble apalancamiento permanece alto.** A pesar de que en el pasado hemos visto niveles de doble apalancamiento superiores al actual (131%), este indicador continúa siendo agresivo y representa una mayor exposición a riesgos frente al nivel deseable, más aun teniendo en cuenta el alto riesgo implícito que representa el negocio de las inversiones en construcción de infraestructura.

Proyecciones

- > **Concesiones viales.** Estimamos el valor de las ocho concesiones viales que controla Corficolombiana, donde entre los principales cambios frente a nuestra última actualización destacamos: i) la no instalación del peaje Ancón Sur en la concesión Bolombolo-Ancón Sur y su compensación por menor recaudo; ii) ante la incertidumbre hemos excluido a Covimar de la valoración. Sin embargo, como referencia, el aporte de Covimar a nuestro P.O. sería de COP 700/acción, considerando que hemos pospuesto la fecha estimada de finalización de la construcción y, consecuentemente, de la entrada del peaje La Cordillera para el año 2026; iii) debido a la incertidumbre frente al impacto de las afectaciones a la Vía al Llano, hemos incrementado en un 7.5% el Capex a ejecutar en el proyecto.

- > **Energía y Gas.** Hemos actualizado nuestro Precio Justo 2020FA de Promigas y GEB a COP 8,800/acción y COP 2,650/acción, respectivamente. Nuestras estimaciones del segmento de transporte y distribución de gas natural y energía se revisaron con base en las estimaciones de crecimiento de la UPME en el escenario medio. De esta manera, los ingresos consolidados de Promigas se ubicarían en COP 4.29 billones al cierre de 2020 y crecerían a una TACC de 4.7% durante el periodo 2018-2025. El margen EBITDA se ubicaría en promedio en 34%, impulsado por la entrada en operación del gasoducto de Canacol, de 100 MMpcd.

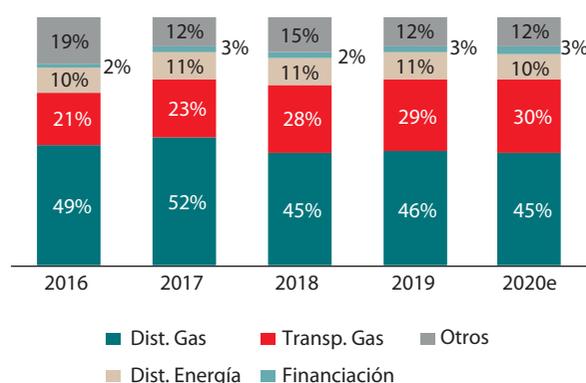
- > **Doble apalancamiento y segmento financiero.** Esperamos que un año después de haber realizado la última emisión de acciones y tras la reciente emisión de bonos, teniendo en cuenta las inversiones que requieren las carreteras para los próximos años, el indicador de doble apalancamiento de la compañía, que actualmente se ubica en 132%, de nuevo empiece a mostrar incrementos hacia niveles de 160% para finales de 2020. De igual manera, vale la pena mencionar que nuestro modelo ya no incorpora el negocio del Leasing Corficolombiana, debido a su decisión de liquidación voluntaria.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Hemos utilizado la metodología de suma de partes, así:

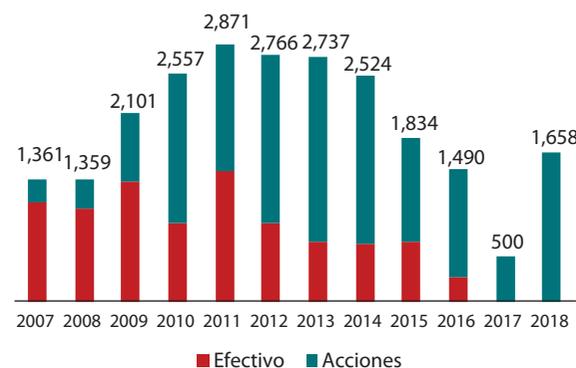
1. Infraestructura: valoramos las concesiones viales como un *project finance* del flujo de caja del accionista descontado a un Ke de 14.4%, con una estructura de capital de 70% *equity* y 30% deuda.
2. Valoración de Promigas a través de flujo de caja libre y múltiplos con un WACC de 10.7% y un crecimiento a perpetuidad de 2.0%.
3. Valoración del segmento financiero y hotelero a partir de múltiplos ajustados por rentabilidad (P/VL y EV/EBITDA).
4. Para el negocio financiero directo, pronosticamos el resultado neto de esta unidad y lo traemos a valor presente con un Ke de 13.5%.
5. Valoración de GEB mediante una metodología de suma de partes.

Ingresos por Segmento - Promigas



Fuente: Promigas | Cálculos: Davivienda Corredores

Dividendo por acción (COP)



Fuente: Bloomberg | SFC | Cálculos: Davivienda Corredores



- Compañías de agroindustria y otras inversiones fueron incluidas a valor en libros.
- El endeudamiento del *holding* fue calculado a partir del indicador de doble apalancamiento del 160%, mientras que para el cálculo del valor presente de los gastos administrativos se utilizó un crecimiento a perpetuidad de 3% y un Ke de 13.5%.

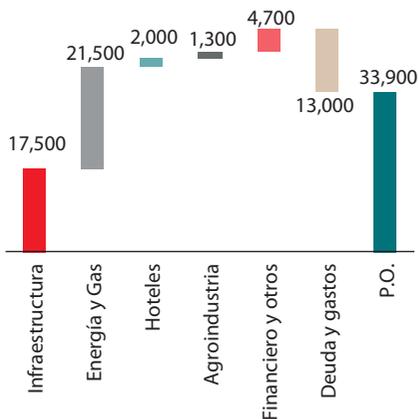
En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un P.O. 2020FA de COP 33,900/acción, ofreciendo un potencial de valorización de 20.2% frente al precio de mercado actual, pero debido a los riesgos inherentes a investigaciones y fallos por Ruta del Sol, mantenemos la recomendación NEUTRAL.

Cambio en el P.O. de Promigas vs. crecimiento del tráfico promedio de las concesiones

Evaluamos el cambio en el P.O. del valor justo de Promigas, a partir de un escenario base de COP 8,800/acción y el crecimiento del tráfico promedio diario (TPD) de todas las concesiones. Como resultado, un incremento de COP 500/acción en el valor justo de Promigas significaría un aumento en el P.O. de COP 1,000/acción, mientras que un aumento de 100 pbs adicionales de crecimiento anual del TPD tendría un impacto positivo de COP 1,000/acción.

		Precio Objetivo Promigas (COP)				
		7,800	8,300	8,800	9,300	9,800
Cambio TPD concesiones 4G	-2.0%	30,400	31,300	32,300	33,300	34,300
	-1.0%	31,100	32,100	33,100	34,000	35,000
	0.0%	32,000	32,900	33,900	34,900	35,900
	1.0%	32,900	33,900	34,900	35,800	36,800
	2.0%	34,000	35,000	36,000	36,900	37,900

Composición de valor



Fuente: Cálculos: Davivienda Corredores

Composición de valor

SOTP	Metodología	% Participación	Valor participación	Valor por acción	Peso en el portafolio
Infraestructura			5,155,568	17,500	37.0%
Covipacífico	FCD	89.9%	641,631	2,200	4.6%
Covimar	FCD	100.0%	-	-	0.0%
Coviandina	FCD	100.0%	1,919,730	6,500	13.8%
Covioriente	FCD	100.0%	1,506,833	5,100	10.8%
Panamericana	FCD	100.0%	175,427	600	1.3%
Pisa	FCD	88.3%	773,738	2,600	5.6%
CCFC	FCD	88.3%	102,666	300	0.7%
Tibitoc	VL	33.0%	18,305	100	0.1%
Aerocali	VL	45.0%	17,238	100	0.1%
Energía y Gas			6,347,778	21,500	45.6%
Promigas	FCD	51.0%	5,089,203	17,200	36.6%
GEB	SOTP	5.2%	1,212,742	4,100	8.7%
Gas Natural	Precio transacción	1.7%	45,214	200	0.3%
Hoteles			595,834	2,000	4.3%
Estelar	P/VL adj. ROE@1.6x	84.9%	536,446	1,800	3.9%
Santamar	P/VL adj. ROE@1.6x	84.6%	59,388	200	0.4%
Agroindustria			415,556	1,300	3.0%
Pajonales	VL	99.4%	158,462	500	1.1%
Unipalma	VL	54.5%	70,271	200	0.5%
Valora	VL	100.0%	186,823	600	1.3%
Financiero			629,993	2,100	4.5%
Negocio financiero directo	VP Margen financiero	100.0%	502,414	1,700	3.6%
Fiduciaria Corcolombiana	P/VL adj. ROE@1.7x	100.0%	98,048	300	0.7%
Casa de Bolsa	VL	100.0%	29,531	100	0.2%
Otras inversiones	VL	100.0%	777,010	2,600	5.6%
Total negocios			13,921,739	46,900	100.0%
Gastos administrativos	VP gastos Admón.	100.0%	(844,569)	(2,800)	
Deuda Neta	2x apalancamiento	100.0%	(3,019,107)	(10,200)	
Precio Objetivo 2020FA			10,097,710	33,900	

Ecopetrol

Preparada para crecer

Uno de los riesgos más relevantes de Ecopetrol ha sido la corta vida de sus reservas de crudo (7.2 años a 2018), las cuales han creado incertidumbre en los inversionistas sobre el futuro sostenible de la compañía; sin embargo, hechos recientes nos llevan a pensar que esto podría cambiar de forma significativa y que gradualmente este riesgo podría moderarse. Las recientes adquisiciones en el mercado internacional, y en particular en la cuenca Permian, serían solo el primer paso hacia el crecimiento inorgánico, dado que consideramos que las oportunidades de adquisiciones son amplias. Lo anterior, sumado a la abierta posibilidad de iniciar con los pilotos de *fracking* en Colombia y al potencial de valorización frente a nuestro P.O. de COP 3,600, incorporamos a la compañía en nuestro portafolio de *Top Picks* de acciones para 2020.

Aspectos a destacar

➤ **Actualizamos el P.O. 2020FA a COP 3,600/acción.** En esta actualización incorporamos: i) la senda de precios del crudo para la valoración disminuyó en su promedio 2019-2028 USD 6/bbl ante negativas revisiones del consenso global sobre los precios del petróleo; ii) los bajos márgenes de refinación, producto del inferior diferencial de venta de la canasta de destilados en el mercado internacional; iii) el aumento gradual de la producción ante las inversiones de recobro mejorado y el aporte del JV con OXY en el Permian, que tendrá una producción tope en 2027 de 97 kbped; iv) expectativas sobre el incremento de la tasa de cambio; v) tasa WACC de 11.4%, con beta apalancado de 1.09 y un gradiente de crecimiento a perpetuidad de 1.15%.

➤ **Precio actual de Ecopetrol no incorpora la nueva realidad de la compañía.** Consideramos que el precio actual de Ecopetrol de ~COP 2,915/acción incorpora un precio del Brent de alrededor de ~USD 58/bbl, una producción bruta constante de 720-730 kbped y un deterioro en los márgenes de refinación en 2019. No obstante, el mercado aún no ha integrado a la valoración: i) el aumento en producción aportado por el JV con OXY, el cual incrementaría gradualmente en ~11.9 kbped/año; ii) el incremento en las reservas probadas por 160 mmbpe, que reducirá el declive de la producción diaria media; iii) el potencial aumento de la tasa de producción local gracias a las inversiones en recobro mejorado, y iv) a pesar de que las revisiones del consenso sobre los precios del petróleo han sido a la baja, las estimaciones siguen mostrando precios del Brent de USD 65 en 2019 y USD 63 para 2020, al igual que un precio cercano de USD 70 para los años siguientes, los cuales siguen siendo superiores al precio reflejado en la acción.

¿Por qué SOBREPONDERAR?

La nueva estrategia de Ecopetrol, enfocada en el crecimiento inorgánico en mercados internacionales, principalmente en Estados Unidos y Brasil, y una postura agresiva en inversiones de exploración y recobro mejorado para la producción, podría finalmente reducir la incertidumbre frente a su riesgo más grande en relación con la vida media de sus reservas. Sin contar con su sólida estructura operativa y rentable, que se destaca entre sus competidores y le permite generar grandes volúmenes de caja a sus accionistas.



SOBREPONDERAR
P.O.: 3,600

Potencial: 23.5%
Riesgo: ALTO
Cierre ordinaria: COP 2,915
Sector: Petróleo

ECOPETL CB

Bloomberg: RESP COAR <GO>

Camilo Roldán

Analista Petróleo y Gas
crolدان@corredores.com
Ext. 92257

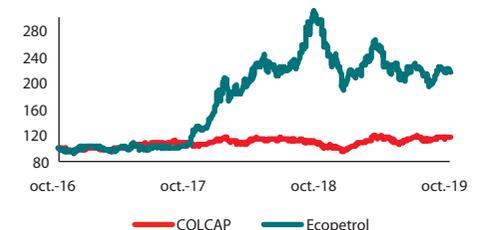
Katherine Ortiz

Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP)	119.9 bn
Flotante	8.8%
Dividendo 2020e (COP)	225
Retorno por dividendo	7.7%
% COLCAP	13.9%
# Acciones	41,117 mm
P/VL actual	2.2x
P/U actual	10.0x
EV/EBITDA actual	5.3x
Último precio	2,915
Máx. 52 semanas	3,960
Mín. 52 semanas	2,550

► Comportamiento Mercado (base 100: 2016)



Fuente: Bloomberg

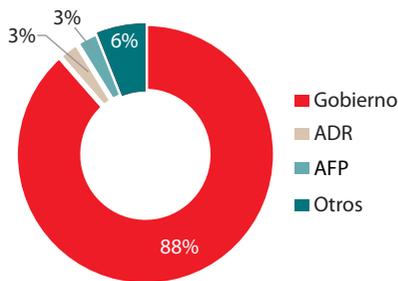


Ecopetrol / Ficha técnica

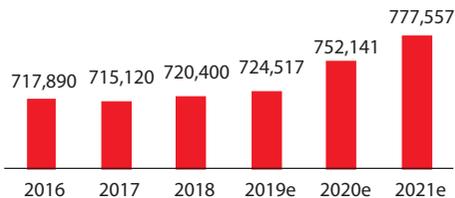
Descripción de la compañía. Ecopetrol S.A. (ECOPETL: BVC) es la única compañía colombiana de petróleo crudo y gas natural verticalmente integrada que tiene operaciones en Colombia, Brasil, México y la costa del golfo de Estados Unidos. Ecopetrol es una de las mayores 40 compañías petroleras del mundo y una de las

cuatro principales compañías petroleras en América Latina. Opera en tres segmentos de negocio: exploración/producción, refinación y transporte. Actualmente Ecopetrol cuenta con reservas probadas de 1,727 mmbpe y un producción diaria meta para el 2019 de 715-725 kbped.

Composición accionaria



Producción Bruta (Kbped)



Comparables (Datos actuales)

Compañía	EV/EBITDA 20	P/E 20
SINOPEC CORP-H	3.68	9.62
BP PLC	4.36	9.85
ROYAL DUTCH SH-A	4.67	8.46
EXXON MOBIL CORP	6.81	14.62
IMPERIAL OIL	7.74	14.26
LUKOIL	3.11	5.65
TOTAL SA	4.47	8.47
PETROCHINA-H	5.11	11.89
CHEVRON CORP	5.70	15.02
ENI SPA	2.97	10.06
HUSKY ENERGY INC	4.80	14.17
ROSNEFT	3.71	4.96
PETROBRAS-PREF	4.17	5.47
SUNCOR ENERGY	6.09	12.57
CONOCOPHILLIPS	5.33	13.85
ANADARKO PETROLE	4.90	17.94
CNOOC	3.51	8.74
OCCIDENTAL PETE	6.54	20.28
APACHE CORP	4.56	20.90
Mediana	4.85	11.94

- ▶ **Presidente:** Felipe Bayón
- ▶ **Vicepresidente Financiero:** Jaime Caballero Uribe
- ▶ **IR:** Claudia Trujillo
- ▶ **Página web:** www.ecopetrol.com

Resumen

COP Millardos	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Acciones en circulación (miles mm)	41.1	41.1	41.1	41.1	41.1
Cap. Bursátil	90,868	108,754	119,855	119,855	119,855
Precio (COP/Acción)*	2,210	2,645	2,915	2,915	2,915
VL (COP/Acción)	1,215	1,442	1,561	1,682	1,816
UPA (COP/Acción)	161	281	302	301	332
Total Deuda	40,428	39,189	35,480	33,825	30,789
Deuda Neta	35,602	31,751	24,808	23,812	19,458
EV	126,470	140,505	144,663	143,667	139,314
EV/EBITDA	5.5x	4.6x	4.5x	4.5x	4.0x
P/VL	1.8x	1.8x	1.9x	1.7x	1.6x
Precio Utilidad	13.7x	9.4x	9.6x	9.7x	8.8x
Retorno por dividendos	4.0%	8.5%	8.3%	8.3%	9.1%
Dividendo por acción	89	225	242	241	265
Producción (kbped)	715,120	720,400	724,517	752,141	777,557
Reservas 1P (mmbpe)	1,659	1,727	1,681	1,547	1,481
Vida de las reservas 1P (años)	6.4	6.6	6.4	5.6	5.2
Precio Crudo Brent	51	75	65	63	69

Balance general consolidado

COP millardos	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Total Activos	118,893	126,241	135,488	135,134	142,037
Total Pasivos	69,112	66,937	71,284	65,966	67,371
Patrimonio e interés minoritario	49,943	59,304	64,203	69,167	74,665
Deuda Total/Patrimonio	0.8x	0.7x	0.6x	0.5x	0.4x
Deuda Total/EBITDA	1.8x	1.3x	1.1x	1.1x	0.9x
Deuda Neta/EBITDA	1.5x	1.0x	0.8x	0.8x	0.6x
ROE	13.3%	19.5%	19.3%	17.9%	18.3%
ROA	5.6%	9.2%	9.2%	9.2%	9.6%

Estado de resultados consolidado

COP miles mm	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos Operacionales	55,210	67,820	69,737	69,268	76,332
Costo de ventas	36,894	41,170	42,836	42,851	47,591
Utilidad Bruta	18,316	26,650	26,901	26,416	28,741
Gastos adm. y comercial.	2,812	4,939	4,315	4,286	4,723
Utilidad Operacional	15,504	21,711	22,586	22,130	24,017
UNAI	13,037	19,855	20,271	20,220	22,266
Impuesto a la renta e interes minoritario	5,635	7,322	6,800	6,783	7,469
Utilidad Neta	6,621	11,556	12,421	12,390	13,644
EBITDA	23,075	30,798	32,156	31,621	34,457
Margen Bruto	33.2%	39.3%	38.6%	38.1%	37.7%
Margen Operacional	28.1%	32.0%	32.4%	31.9%	31.5%
Margen EBITDA	41.8%	45.4%	46.1%	45.7%	45.1%
Margen Neto	12.0%	17.0%	17.8%	17.9%	17.9%

*Precio de Cierre del 18/10/2019

Hipótesis de valor

> La cuenca del Permian, la gran oportunidad para generar valor.

Recientemente, Ecopetrol dentro de su estrategia de internacionalización ha incrementado su participación en mercados tales como Brasil, México y Estados Unidos, donde destacamos que en Estados Unidos se da la noticia más importante de 2019 en cuanto a adquisición de activos, ante el anuncio de la alianza o *Joint Venture* (JV) con Occidental Petroleum Corp. (OXY) para el desarrollo de pozos productores en la cuenca del Permian, rica en yacimientos de hidrocarburos no convencionales (YNC). Dentro de los principales activos adquiridos se destacan: 97 mil acres en la cuenca del Permian y la integración de 160 mmbpe a sus reservas probadas. Adicional a lo anterior, y como uno de los aspectos más relevantes, sobresale el acuerdo de transferencia de conocimiento que será clave para una eventual implementación exitosa del *fracking* en Colombia, lo que cobra relevancia luego del reciente pronunciamiento del Consejo de Estado en relación con la posibilidad de iniciar los proyectos piloto.

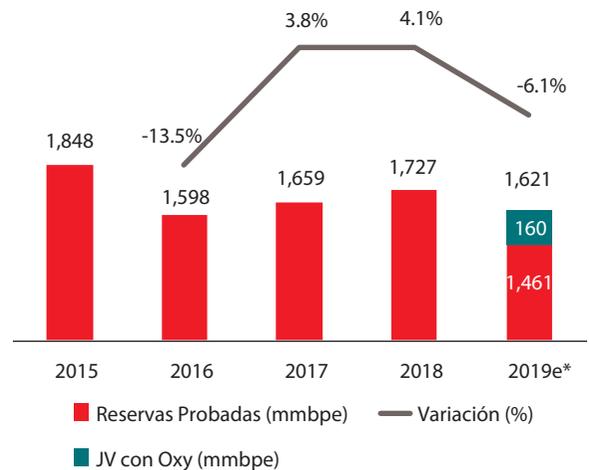
> La caja por cerca de USD 3,000 mm y un bajo apalancamiento financiero permitirán tener una postura más activa en expansión inorgánica.

Los grandes niveles de generación de caja de Ecopetrol, gracias a fuertes márgenes operativos que se encuentran en el rango de 26-30%, permiten a Ecopetrol contar con recursos suficientes para realizar inversiones, donde destacamos los recientes anuncios: i) USD 300 mm que serán destinados, entre 2019 y 2021, para llegar a una tasa recobro mejorado, de ~24% acumulado para las reservas probadas en 2021; ii) inversiones por ~USD 600 mm para campos *onshore* en el valle medio del Magdalena, Caguán-Putumayo, Piedemonte y Llanos, los cuales aportarían reservas estimadas de 250 mmbpe/año; iii) inversiones por USD 320 mm para el desarrollo de bloques en el *offshore* de la costa Caribe con potencial de gas; iv) la expansión en el mercado de activos internacionales ante la conformación de JV con jugadores globales como Shell, Chevron, BP y OXY, que esperamos sea un detonador para la vida de las reservas vía adquisiciones adicionales, dadas las amplias oportunidades de crecimiento en la zona.

> La seguridad energética es el catalizador del inicio del *fracking*.

En un escenario donde las reservas probadas de petróleo del país se encuentran en 6.2 años y de gas en niveles inferiores a 10 años, se ha incrementado la incertidumbre para el futuro del sector. Esto, a nuestro juicio, incrementa la posibilidad de que el *fracking* en el país finalmente sea viable y se materialice. Se estima que con el desarrollo de las operaciones de *fracking* para los YNC, se podría dar un aumento considerable de la vida de las reservas del país, de entre 8-22 años de reservas de crudo, y de entre 35-50 años de reservas para gas. Por otro lado, a pesar de que el Consejo de Estado decidió (Sep. 19) mantener la suspensión de las actividades de *fracking* en Colombia, los planes de ejecución de los pozos piloto de Ecopetrol no se verán afectados e iniciarán a finales de 2020. Se estima una inversión de ~USD 500 mm en total en el transcurso de 2019-2021 para estos pilotos, tiempo durante el cual seguirá el debate por su aprobación definitiva, que podría significar la adición de ~10 trillones de metros cúbicos de gas y de 4 a 7 billones de barriles de petróleo (solo del valle medio del Magdalena) a su portafolio actual de reservas, que se encuentra en 1,727 mmbpe.

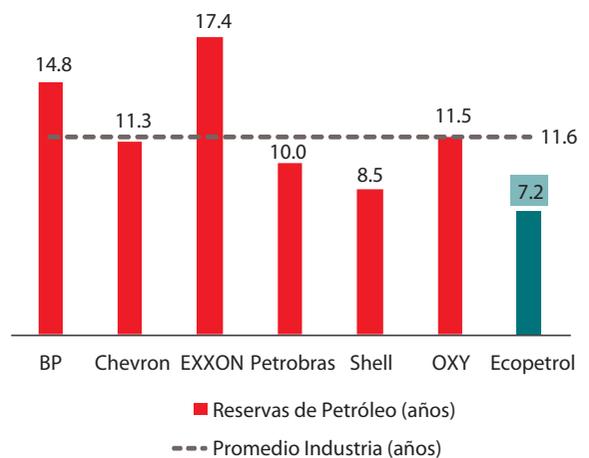
Reservas 1P



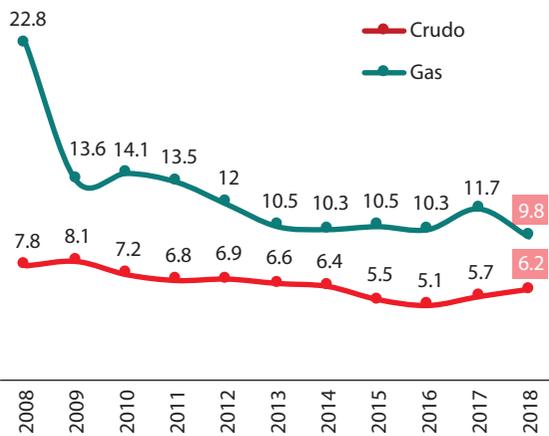
* El cálculo contempla la producción estimada de 2019.

Fuente: Ecopetrol | Estimaciones Davivienda Corredores

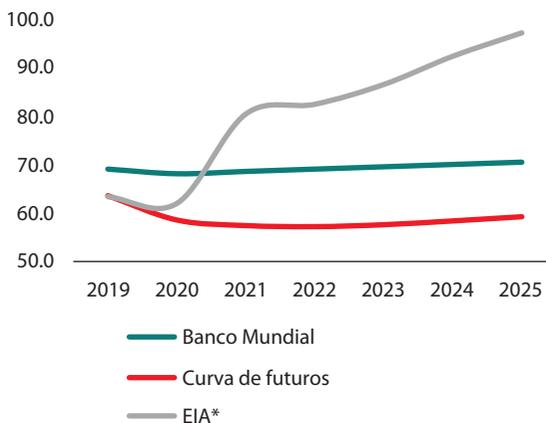
Vida media de reservas por compañía (años)



Fuente: Ecopetrol | Estimaciones Davivienda Corredores

**Reservas crudo y gas en Colombia (años)**

Fuente: Ecopetrol | Estimaciones Davivienda Corredores

Pronósticos de precios del barril de petróleo (USD/Barril)

Fuente: Ecopetrol | Estimaciones Davivienda Corredores

> **Oportunidades para refinación.** El 1 de enero de 2019 entró en vigor el convenio internacional para prevenir la contaminación por buques (MARPOL), mediante el uso de combustibles con bajo contenido de azufre. Este representa una oportunidad de mercado para el segmento de refinación de Ecopetrol, ya que dispone de las capacidades operativas para producir combustibles con las especificaciones ambientales requeridas por este convenio. Por otro lado, la capacidad de Reficar podría incrementar su capacidad por encima de 200,000 bbl/d, mediante la integración de plantas adyacentes.

Riesgos

> **La desaceleración económica y la sobreoferta de petróleo podrían seguir afectando los precios del crudo.** Las recientes estimaciones del crecimiento económico mundial, que han ido a la baja, pasaron de 3.1% y 3.2% para 2019 y 2020, a 3.0% y 3.1%, respectivamente. Causado, sobre todo, por la desaceleración económica de Estados Unidos y Europa, lo que ha alimentado la incertidumbre en los mercados ante la posibilidad de una reducción en la demanda de petróleo. Por tal motivo, el consenso global recientemente ajustó el incremento de la demanda en 1.08 mmb/d, un 0.06 mmb/d menos que las proyecciones inicialmente estimadas para 2020. Adicionalmente, la guerra comercial de Estados Unidos-China continuará siendo un factor clave en los precios del petróleo en el mundo, debido a la importancia de estos dos países ante la reducción de demanda de crudo en sus economías. Por otro lado, la oferta de petróleo seguirá en aumento. A pesar de los esfuerzos por parte de la OPEP para reducir la producción, esta se verá opacada ante cifras récord de producción en Estados Unidos (12.4 mmbpd) y las salidas de productores como Catar y próximamente Ecuador, del cartel. Estos factores tendrán un impacto negativo en los precios del crudo en el corto y mediano plazo.

> **El segmento de refinación podría continuar con sus bajos márgenes.** A pesar de los recientes mantenimientos programados en las refinerías de Barrancabermeja y Cartagena en el 2T19, cuya finalidad consistía en la optimización operativa de las plantas para proveer mejores tasas de conversión y ofrecer mejor calidad de combustibles con alto contenido de azufre, los bajos precios del crudo y el diferencial de la canasta de destilados, que para el 2T19 se ubicaron por debajo de los USD 5, continuarán con un efecto negativo en el segmento de refinación, ya que no se espera una mejora sustancial en los márgenes. Por otro lado, la competencia podría verse incrementada ante los anuncios sobre la construcción de refinerías por parte de empresas privadas, entre las que destacamos: i) Petróleos del Llano-Llanopetrol, que propone instalaciones con capacidad de 260 kb/d; y ii) una refinería independiente, Sebas-topol, con capacidad de carga de 150 kb/d, las cuales podrían disminuir considerablemente la participación de mercado de Ecopetrol.

> **Los riesgos sociales seguirán siendo un factor de peso en las operaciones.** Los continuos ataques e instalación de válvulas ilegales a la infraestructura de transporte y almacenamiento de crudo de Ecopetrol, que en 2018 sumaron un total de 84 y en 2019 ya consolidan 20 actos de terrorismo, continuarán afectando las operaciones y causando intermitencia en el transporte de crudo, sin contar con los daños ambientales producto de los derrames de petróleo. Por otro lado, la resistencia de los grupos ambientales ante el desarrollo de nuevos proyectos de

exploración y las actividades de *fracking* en Colombia podrían implicar que se sigan posponiendo proyectos de desarrollo para el aumento de reservas probadas de petróleo.

- > **La tasa de cambio USD/COP ha sido clave para compensar la caída de los precios del petróleo.** Sin embargo, esto podría cambiar. En 2018, la TRM promedio se ubicó en COP 2,957, mientras que en lo transcurrido de 2019, el promedio ha incrementado en un 9.8% para llegar a COP 3,247 por USD. Adicionalmente, en el 3T19 se llegó al máximo histórico de COP 3,503 por USD, debido principalmente a la incertidumbre mundial ante los indicios de desaceleración económica de los países desarrollados y la guerra comercial. Dado este fenómeno, Ecopetrol se ha visto beneficiada puesto que los menores precios del petróleo han sido compensados por la tasa de cambio. No obstante, esta elevada tasa de cambio podría no ser sostenible en el tiempo, pues se espera que la economía mundial se estabilice ante los estímulos de los bancos centrales y el apetito de rentabilidad de los inversionistas, que buscarán nuevamente activos en países emergentes, trayendo consigo la entrada de dólares.
- > **La reglamentación para las actividades de *fracking* aún es incierta.** El 8 de noviembre de 2018 se dio la suspensión de las actividades de *fracking* en Colombia, tras la demanda ante la débil normativa y los riesgos ambientales asociados a estas operaciones. Por este motivo, en agosto de 2019, la ANH y el gremio del sector petrolero solicitaron sustituir la medida cautelar que impedía la realización de las actividades de *fracking* en Colombia. No obstante, el Consejo de Estado (CE) decidió mantener las medidas cautelares. Sin embargo, cabe resaltar que, a pesar de la decisión del CE, las actividades de investigación con pilotos de *fracking* sí se pueden realizar, ya que las medidas cautelares solo aplican para actividades de explotación de no convencionales (HNC) en uso comercial. Por consiguiente, Ecopetrol continuará sus estudios de viabilidad de los proyectos en las cuencas con HNC.

Proyecciones

- > **Ingresos.** Estimamos que para 2020 los ingresos serán de ~COP 69 bn, muy cercanos a los del cierre de 2019. Si bien las tasas de producción aumentarán en el orden de los 750 kbped, el crecimiento respecto a 2019 se verá reducido ante los precios del petróleo Brent. Por otro lado, en 2021 esperamos un crecimiento considerable del 10%, gracias al aporte de la producción del JV con OXY, junto con las mejoras en recobro.
- > **EBITDA.** Tasamos un EBITDA de COP 31.6 bn para el año 2020, lo que representa un margen de 45.7%, afectado principalmente por los márgenes de refinación y la reducción en ingresos, producto de los precios internacionales del petróleo. Por otro lado, consideramos que los precios de la canasta de destilados continuarán afectando negativamente el segmento de refinación e implicarán una leve reducción en el margen EBITDA también para 2021, con una estimación del 45.1%.
- > **Utilidad Neta.** Finalmente, estimamos una utilidad neta de COP 12.4 bn en 2020, lo que representa un margen neto del 17.9% y una leve reducción -0.2% respecto del año 2019, tomando en cuenta que los ingresos se reducirán en un -0.6%, gracias a la reducción de gastos financieros y aumento de la tasa de cambio. En cuanto a 2021, estimamos que el margen de utilidad se mantendrá cercano al 18%.



Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Para estimar el valor de Ecopetrol utilizamos una metodología de flujo de caja descontado (70% del Precio Objetivo) y una valoración ponderada por los múltiplos EV/EBITDA 2020E y P/E 2020E (30% del Precio Objetivo). Los principales parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 11.4%, beta apalancado de 1.09x y crecimiento a perpetuidad (G) de 1.15%.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2020FA de COP 3,600/acción, que representa un retorno positivo de 23.5% frente al precio actual del mercado, por lo cual asignamos una recomendación de SOBREPONDERAR.

	Precio Objetivo	Ponderación	2020
Método			
FCL		70%	3,870
EV/EBITDA fwd		15%	2,910
P/E fwd		15%	3,030
P.O.			3,600

WACC vs. crecimiento a perpetuidad (g)

Evaluamos el cambio en el P.O. frente a variaciones en el WACC y el crecimiento a perpetuidad (g). Un incremento de 100 pbs en el WACC significaría una disminución de COP 330/acción en el P.O., mientras que una disminución de 40 pbs en el gradiente representaría una disminución de COP 140/acción.

		WACC (Base=11.4%)						
		3.0%	2.0%	1.0%	0.0%	-1.0%	-2.0%	-3.0%
G (Base 1.15%)	-1.1%	2,750	2,900	3,090	3,300	3,550	3,840	4,200
	-0.8%	2,800	2,970	3,160	3,390	3,660	3,980	4,380
	-0.4%	2,850	3,030	3,240	3,490	3,790	3,840	4,600
	0.0%	2,910	3,110	3,330	3,600	3,930	4,350	4,860
	0.4%	2,980	3,190	3,440	3,740	4,120	4,580	5,200
	0.8%	3,050	3,280	3,560	3,900	4,330	4,880	5,610
	1.1%	3,140	3,390	3,700	4,090	4,580	5,240	6,170

Precio promedio del Brent vs. TRM

Evaluamos el impacto en el P.O. frente a cambios en el precio del crudo Brent y a variaciones en la TRM. Un incremento de USD 5/bbl en nuestra senda base representa un incremento de COP 140 en el precio por acción. Por otro lado, un aumento en COP 100 la TRM representaría un incremento de COP 120/acción en nuestro P.O.

		Precio Promedio Brent (Base=USD 65/bi)						
		-20	-10	-5	0	5	10	20
TRM Promedio (Base=\$ 3,258)	-300	2,830	2,950	3,040	3,140	3,240	3,360	3,580
	-200	2,980	3,120	3,210	3,320	3,430	3,550	3,790
	-100	3,110	3,260	3,360	3,480	3,600	3,720	3,980
	0	3,230	3,380	3,490	3,600	3,740	3,870	4,140
	100	3,310	3,480	3,590	3,720	3,850	3,990	4,280
	200	3,390	3,560	3,940	3,800	3,940	4,090	4,400
	300	3,440	3,610	3,740	3,880	4,020	4,170	4,500

El Cóndor

Cimentando una gran alianza

El Cóndor se consolida como uno de los jugadores en infraestructura más relevantes del país. Sus obras avanzan sin mayores dificultades, con cierres financieros en casi todos sus proyectos. Sin embargo, retrasos en los desembolsos pendientes en Cesar-Guajira (en liquidación) y Vías de las Américas (en reversión), han llevado a que la liquidez de la compañía se vea contraída y que en 2019 Fitch redujera su calificación. Aun así, la alianza firmada con ISA podría significar una liberación importante de recursos. Pese a la baja liquidez de su acción, El Cóndor es uno de los activos más atractivos en el mercado local, con una interesante historia de generación de valor, unos altos niveles reputacionales y gran capacidad de ejecución de proyectos de gran envergadura, por lo cual la hemos incluido en nuestro portafolio de Top Picks.

Aspectos a destacar

- **Alianza con ISA es clave para el fortalecimiento.** Ante las necesidades de aportes a los proyectos que debe hacer la compañía en los próximos tres años (~COP 270 mil mm) y los niveles de apalancamiento actuales (4.0x Deuda Neta/EBITDA), evidentemente, la alianza con ISA, compañía con una estructura de capital muy sólida, podría implicar una liberación de caja importante, que si se diese a cierre de 2019 podría significar un monto cercano a COP 400 mil mm para la compañía (más del 50% de su deuda total), recursos que podrían ser aprovechados en nuevos proyectos y así potenciar su generación de *Backlog*. Esto también podría resultar en mejoras de la calificación y menores gastos financieros.
- **El descuento sigue siendo considerable.** A cierre de 2T19, el valor en libros se ubicaba en COP 1,732/acción, ~40% por encima del valor de mercado. Estimamos que al cierre de 2020, este se ubique en COP 2,274/acción, lo que implicaría un TACC del 12% entre 2015 y 2020, evidenciando el descuento, no solo frente a nuestro P.O., sino frente a su valor patrimonial, mientras que sus pares se negocian a 1.7x P/VL. Sin embargo, reconocemos que parte de este descuento excesivo obedece a la iliquidez del título y al riesgo que representa para una compañía de su tamaño la operación de un importante portafolio de concesiones.
- **La liquidez se ha visto presionada.** Recientemente, la compañía realizó una emisión de bonos por COP 81,500 mm para sustituir endeudamiento de corto plazo. El monto y la tasa de esta colocación (9.8% e.a.) señala que la rebaja de calificación realizada por Fitch ha pesado en los costos de financiamiento. Sin embargo, el anuncio de la alianza con ISA, la venta del Túnel de Oriente (COP 80 mil mm) y los recursos que deberían ingresar por Cesar-Guajira (~COP 130 mil mm), deberían favorecer la posición de caja.

¿Por qué ATRACTIVA?

El Cóndor es una de las compañías de mayor potencial de valorización en nuestro universo de coberturas, con exposición al sector de infraestructura en Colombia, el cual presenta altas tasas de crecimiento. Su excelente reputación y la alianza con ISA la convierten en una de las mejores alternativas de inversión; esto, sin desconocer su baja capitalización bursátil y liquidez, lo cual puede dificultar la correcta formación de precios del activo.



ATRACTIVA
P.O.: 2,660

Potencial: 116%
Riesgo: ALTO
Cierre ordinaria: COP 1,230
Sector: Construcción

ELCONDOR CB

Bloomberg: RESP COAR <GO>

Rodrigo Sánchez

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

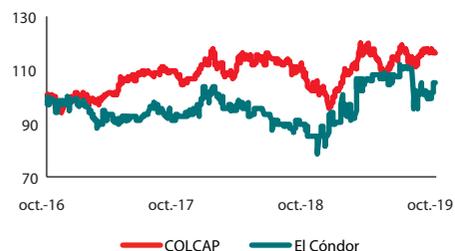
Katherine Ortiz

Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP)	0.7 bn
Flotante	20.0%
Dividendo 2020e (COP)	54
Retorno por dividendo	4.4%
% COLCAP	N.A
# Acciones	574 mm
P/VL actual	0.7x
P/U actual	6.1x
EV/EBITDA actual	16.4x
Último precio	1,230
Máx. 52 semanas	1,310
Mín. 52 semanas	920

► Comportamiento Mercado (base 100: 2016)



Fuente: Bloomberg

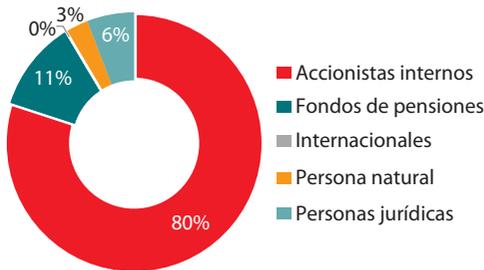


El Cóndor / Ficha técnica

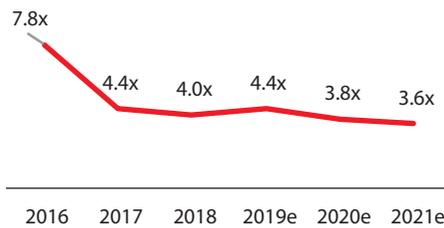
Descripción de la compañía. El Cóndor se dedica a la construcción y operación de concesiones viales, con 40 años de experiencia en estos segmentos. La compañía ha ejecutado proyectos de urbanismo, ferroviarios, hidroeléctricos y mineros en Colombia. Se especializa en la construcción de vías, túneles, puentes, viaductos, obras en con-

creto, minería a cielo abierto y la gestión y operación de concesiones viales, aeroportuarias y de servicios públicos. El Cóndor cuenta con un portafolio de concesiones viales, entre las que se destacan cuatro proyectos de cuarta generación, los cuales cuentan con cierres financieros.

Composición accionaria



Deuda Total EBITDA



Comparables (Datos actuales)

Compañía	EV/EBITDA 12M	EV/EBITDA 2020	P/U 12M	P/U 2020
Salfacorp	10.5	10.2	11.5	11.6
Besalco	8.9	8.0	22.0	19.5
Salini Impregilo	3.5	3.6	7.1	5.8
Obrascon Huarte	6.1	5.7	5.6	6.5
Ferrovial Sa	19.4	17.5	29.9	24.4
Strabag Se-Br	3.4	3.0	11.6	10.2
Vinci Sa	8.7	8.6	13.8	12.9
Osjb Holdings Co	5.0	4.6	13.5	12.6
Concreto	4.8	4.0	4.6	4.2
Mediana	6.1	5.7	11.6	11.6

Resumen

COP Millones	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Acciones en circulación (mm)	574	574	574	574	574
Cap. Bursátil	669,113	631,780	706,445	706,445	706,445
Precio (COP/Acción)*	1,165	1,100	1,230	1,230	1,230
VL (COP/Acción)	1,604	1,817	2,102	2,296	2,494
UPA (COP/Acción)	322	200	201	226	242
Total Deuda	523,861	684,029	687,265	672,954	675,592
Deuda Neta	503,107	659,258	671,806	596,737	645,665
EV	1,172,219	1,291,038	1,378,251	1,303,183	1,352,111
EV/EBITDA	9.8x	7.5x	8.8x	7.3x	7.2x
P/VL	0.7x	0.6x	0.6x	0.5x	0.5x
P/U	3.6x	5.5x	6.1x	5.5x	5.1x
Retorno por dividendos	4.2%	4.6%	4.3%	4.4%	4.6%
Dividendo por acción	49.0	51.0	52.5	54.2	56.4
Backlog	2,476,484	1,818,604	997,292	1,975,363	2,103,761

Balance general consolidado

COP Millones	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Total Activos	1,992,170	2,331,430	2,501,358	2,672,599	2,720,133
Total Pasivos	1,070,695	1,287,847	1,293,965	1,353,682	1,287,811
Patrimonio	921,474	1,043,583	1,207,393	1,318,916	1,432,322
Deuda Total/Patrimonio	57%	66%	57%	51%	47%
Deuda Total/EBITDA	4.4	4.0	4.4	3.8	3.6
Deuda Neta/EBITDA	4.2	3.8	4.3	3.3	3.4
ROE	20.1%	11.0%	9.5%	9.8%	9.7%
ROA	9.3%	4.9%	4.6%	4.8%	5.1%

Estado de resultados consolidado

COP Millones	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos Operacionales	603,429	905,369	914,977	948,174	1,009,805
Costo de ventas	505,418	742,735	768,200	787,712	838,913
Utilidad Bruta	98,011	162,634	146,776	160,462	170,892
Gastos adm. y comercial.	-146,368	44,261	12,975	31,784	32,520
Utilidad Operacional	244,379	118,373	133,801	128,679	138,372
Utilidad antes de impuestos	234,225	152,599	155,513	174,882	204,177
Impuesto a la renta	49,317	37,444	40,298	45,317	65,337
Utilidad Neta	184,908	115,155	115,215	129,565	138,840
EBITDA	119,259	171,353	156,197	179,454	187,664
Margen Bruto	16.2%	18.0%	16.0%	16.9%	16.9%
Margen Operacional	40.5%	13.1%	14.6%	13.6%	13.7%
Margen EBITDA	19.8%	18.9%	17.1%	18.9%	18.6%
Margen Neto	30.6%	12.7%	12.6%	13.7%	13.7%

*Precio de Cierre del 18/10/2019

- ▶ **Presidente:** Luz María Correa
- ▶ **VP Financiero:** Alejandro Correa
- ▶ **Página web:** www.elcondor.com

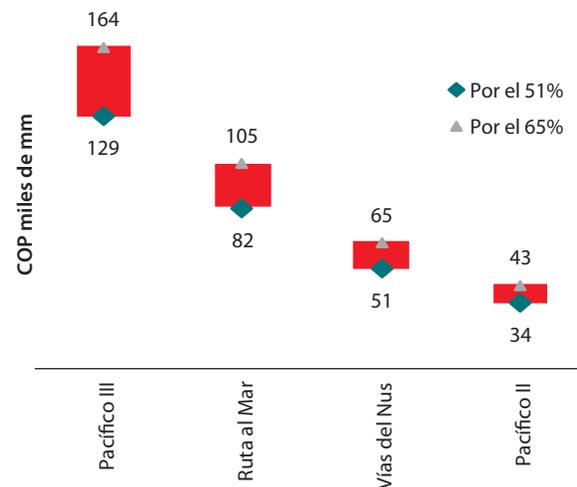
Hipótesis de valor

➤ **La alianza con ISA es pieza clave para el futuro.** A finales de 2018 se dio a conocer la alianza estratégica firmada entre El Cóndor e ISA, que busca crear una plataforma de concesiones viales con presencia en Colombia y Perú. Según el acuerdo, ISA tendría una participación entre el 51% y el 65% de las concesiones con las que cuenta El Cóndor. De acuerdo con la información entregada por ambas compañías, se evaluará el valor de cada una de las concesiones y, de llegar a un acuerdo, ISA entraría a formar parte de los proyectos según la participación acordada, entendiendo que no se obliga a que todas las concesiones entren en el acuerdo. La materialización de esta alianza, que se espera empiece a dar frutos antes de finalizar 2019, podría significar para El Cóndor una liberación de caja importante y, o, menores esfuerzos financieros futuros (aportes de *equity*) para concluir las obras en curso. En nuestras estimaciones, consideramos únicamente los cuatro proyectos de 4G en los que participa El Cóndor y sin tener en cuenta algún tipo de prima de control, el valor a reconocer a cierre de 2019 por parte de ISA podría estar en el orden de COP 300-380 mil mm, donde además, en la medida en que la materialización se retrase, el valor de cada proyecto se incrementaría de manera significativa. Finalmente, al ser ISA un jugador con una estructura financiera robusta y de muy buena reputación, esto podría tener un impacto favorable para la consecución de nuevos proyectos a futuro, la creación de *backlog* y también podría servir como referencia de valor para el título de El Cóndor.

➤ **La brecha entre el valor justo y el precio de mercado es difícil de justificar.** Al evaluar la evolución de la compañía durante los últimos años, es evidente una divergencia entre el crecimiento de su estructura y el valor que le otorga el mercado. Entre 2012 y el 2T19 la capitalización bursátil de la compañía se ha reducido en un 21%, mientras que desde 2011 su valor patrimonial ha crecido en un 126% (TACC 11.5%), favorecido por la entrada de nuevos proyectos al portafolio, los cuales, en condiciones normales, deberían contribuir al crecimiento, por lo menos por cuatro años adicionales, en la medida en que se vayan completando las etapas de construcción. Por otro lado, y si bien la percepción de riesgo generalizada del sector de la construcción en el país se ha deteriorado durante los últimos años, producto de distintas dificultades e investigaciones, El Cóndor no se ha visto envuelta en escándalos o investigaciones que nos generen algún tipo de preocupación particular, por el contrario, tal como lo reconoce Fitch, “la trayectoria del equipo gerencial y capacidad de ejecución le han permitido a la compañía licitar de manera competitiva y extraer márgenes operativos por encima de sus pares, de manera consistente”.

➤ **Las concesiones aportan vía construcción y administración.** Con la ejecución de su grupo de proyectos, El Cóndor se beneficia, por un lado, del margen y la generación de *backlog* asociado a la construcción de las obras, y por otro, de los flujos futuros que generan las concesiones para sus accionistas. Además, proyectos como Pacífico II y Pacífico III cuentan con vigencias futuras que mitigan riesgos de dependencia a tráfico. En este sentido, las concesiones de 4G representan cerca del 80% del *backlog* total de la compañía, y en la medida en que se sigan ejecutando de manera adecuada, el valor del portafolio de concesiones debería ganar participación en el valor total de la compañía, donde para 2020, esperamos que su participación en el valor total de

Valor estimado de las participaciones por concesión a 2019

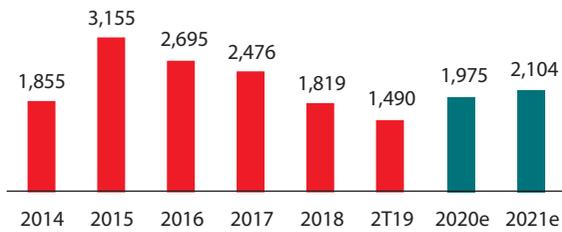


Fuente: Cálculos Davivienda Corredores

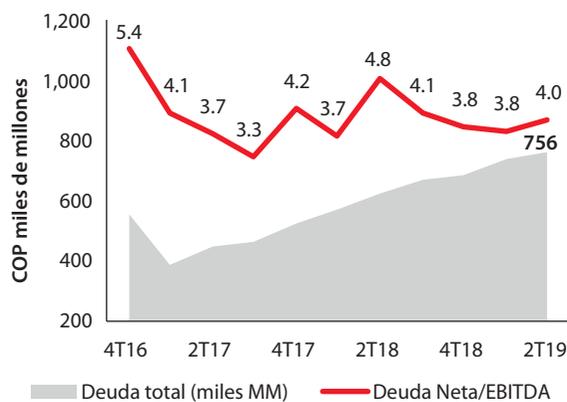
Patrimonio vs. Market Cap (COP miles mm)



Fuente: El Cóndor | Cálculos Davivienda Corredores

**Backlog (COP miles de MM)**

Fuente: El Cónдор | Cálculos Davivienda Corredores

Stock de deuda vs. deuda neta/EBITDA

Fuente: El Cónдор | Cálculos Davivienda Corredores

El Cónдор alcance el 45%, y en 2021 sea de 48%. Finalmente, estas participaciones pueden cambiar en la medida en que se materialice la alianza con ISA.

Riesgos

> **Fitch podría hacer nuevos recortes.** Los retrasos adicionales en la liberación de recursos en Cesar-Guajira (~COP 130 mil mm) y Transversal de las Américas (~COP 50 mil mm), podrían significar presiones de liquidez y, en este sentido, a partir de una perspectiva negativa, Fitch podría tomar nuevas medidas en materia de calificación, que afectaría los costos y capacidad de financiamiento de El Cónдор a un plazo más acorde con la duración de sus inversiones. Estimamos que un incremento de 100 pbs en el costo de financiamiento de largo plazo de la compañía implica una reducción de COP 160/acción en nuestro precio objetivo. Por otro lado, la liberación de recursos producto de la alianza con ISA podría compensar fácilmente estas necesidades de liquidez, pero en la medida en que su materialización se retrase o que no cobije un importante número de proyectos, esto podría también tener implicaciones de riesgo crediticio. A nuestro mejor conocimiento, la calificadora podría tomar acciones durante el 1T20, pero resaltamos que en el mediano plazo, nuestro escenario base contempla una recuperación de calificación, particularmente tras conocerse la venta de su participación en el Túnel de Oriente.

> **Recursos atrapados podrían presionar la liquidez.** A pesar de que la compañía ha reducido la concentración de deuda de corto plazo desde el 77% a cierre de 2018 hasta el 52% al 2T19, y que exitosamente emitió un bono en el mercado secundario (COP 81,500 mm) para reemplazar sus vencimientos más próximos, las métricas de apalancamiento permanecen en niveles altos (4.0x deuda neta/EBITDA) y toda su deuda, excluidos *leasings*, está concentrada en un periodo no mayor de dos años. En el mismo sentido, los proyectos en los que participa la compañía implicarán importantes esfuerzos, donde los aportes de *equity* hasta 2021 podrían estar en el orden de COP 170 mil mm y donde, además, por la estructura de los proyectos, la liberación de caja solo se da en la medida en que se logren hitos de construcción, por lo cual, cualquier retraso en el pago de obras ejecutadas o en el recibimiento de avances por parte de la ANI, podrían generar dificultades temporales para la compañía. Sin embargo, consideramos que las medidas que está adoptando la compañía en materia de generación de flujo de caja serán favorables para su estructura de capital en los próximos años.

> **La construcción y las concesiones son un negocio riesgoso per se.** Si bien El Cónдор es una de las compañías con mejor reputación y experiencia en la ejecución de obras de importante envergadura, este es un sector que, por naturaleza, está altamente expuesto a riesgos de ingeniería, y en la coyuntura actual del sector, a investigaciones e impactos reputacionales. En este sentido, al participar como constructor y operador, El Cónдор está expuesto no solo a la construcción sino a riesgos como un menor tráfico al esperado en los proyectos de Iniciativa Privada, que podrían afectar la rentabilidad de las concesiones. Finalmente, al no formar parte de un conglomerado o tener un respaldo financiero adicional al propio (patrimonio de COP 995 mil millones), la materialización de estos riesgos podría tener un impacto material.



Con la ejecución de su grupo de proyectos, El Cóndor se beneficia, por un lado, del margen y la generación de *backlog* asociado a la construcción de las obras, y por otro, de los flujos futuros que generan las concesiones para sus accionistas.

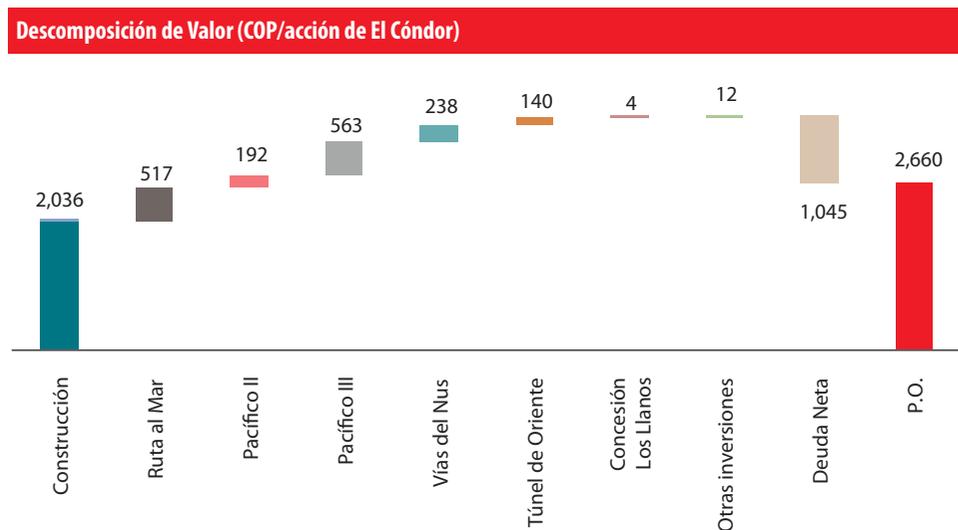


- > **Bajo nivel de liquidez de la acción podría limitar la formación de precios.** El Cóndor es una acción con baja liquidez, con un volumen promedio diario de negociación de COP 129 millones, donde apenas el 8.6% de sus acciones (COP 58 mil mm) está en manos distintas a las de los socios fundadores o fondos de pensiones, lo cual limita una adecuada formación de precios y expone al título a movimientos fuertes en precio, con baja profundidad de negociación. Adicionalmente, la iliquidez de la compañía se refleja en el *bid-ask spread*, que asciende a 3.62%, en comparación con las acciones más líquidas del índice (0.26% para Ecopetrol). En este sentido, al calcular el descuento por iliquidez de El Cóndor, basados en la metodología de Damodaran, este sería del 9.6%.

Proyecciones

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

1. Valoración del negocio de construcción, por medio del flujo de caja libre descontado con un WACC de 10.5%, beta apalancado de 0.9, costo del *equity* en pesos 12.8% y un crecimiento a perpetuidad de 3%.
2. Valoración de las concesiones viales Pacífico II, Pacífico III, Ruta al Mar y Vías del Nus como un *project finance* del flujo de caja del accionista a un K_e de 14.3%.
3. Otras inversiones a valor en libros.





SOTP	Metodología	% Participación	Valor participación (COP MM)	Valor por acción (COP)	Peso en el portafolio
Construcción	FCD	100.0%	1,169,410	2,036	55.0%
Concesiones			949,730	1,654	44.7%
Ruta al Mar	FCD	50.0%	296,727	517	14.0%
Pacífico II	FCD	21.2%	110,022	192	5.2%
Pacífico III	FCD	48.0%	323,547	563	15.2%
Vías del Nus	FCD	21.1%	136,863	238	6.4%
Túnel de Oriente	Transacción	12.5%	80,391	140	3.8%
Los Llanos	VL	11.0%	2,180	4	0.1%
Vía de las Américas	VL	100.0%	-	-	0.0%
Otras inversiones	VL	100.0%	7,003	12	0.3%
Total negocios			2,126,143	3,702	100.0%
Deuda Neta			600,194	1,045	
Equity Value (SOTP)			1,525,949	2,657	
# Acciones en mm	574.3				
Precio Objetivo			2,660		
Precio Actual	1,230				
Potencial de valorización	116%				

En conclusión, estimamos un Precio Objetivo 2020FA de COP 2,660/acción, con un potencial de valorización de 116%. De esta manera, asignamos una recomendación de ATRACTIVA y la incluimos en nuestro portafolio de *Top Picks*, soportada en el amplio potencial de valorización frente a nuestro P.O., teniendo en cuenta que, además de ser una compañía con amplia trayectoria en el sector de construcción, incrementaría la generación de valor para sus accionistas de manera significativa en el mediano plazo, y en la cual el catalizador de la alianza con ISA podría ser una importante referencia de valor para la acción. No obstante, asignamos un riesgo ALTO a nuestra valoración, dada la baja liquidez de la acción en el mercado, la concentración del *backlog* en la construcción de los proyectos de 4G y el tamaño de la compañía, puesto que el valor patrimonial podría verse afectado significativamente ante la materialización de riesgos legales y, o, de ingeniería.

Análisis de sensibilidad a nuestro Precio Objetivo

WACC construcción vs. crecimiento a perpetuidad (g)

Este ejercicio mide la sensibilidad de nuestro precio objetivo frente a variaciones en la tasa de descuento utilizada y al supuesto de crecimiento a perpetuidad del negocio de construcción. Como resultado, un incremento de 50 pbs en el WACC implica una reducción de COP 100/acción en el valor justo, mientras que una reducción de 100 pbs frente a nuestro escenario base del crecimiento a perpetuidad tendría un impacto negativo de COP 120/acción.

		WACC=10.8%				
		1.0%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.0%
G 3%	-2.0%	2,320	2,390	2,460	2,530	2,620
	-1.0%	2,390	2,460	2,540	2,640	2,740
	0.0%	2,470	2,560	2,660	2,770	2,890
	1.0%	2,580	2,680	2,800	2,940	3,100
	2.0%	2,720	2,850	3,000	3,170	3,390

Grupo Argos

El principal desafío es la rentabilidad

El posicionamiento de las distintas inversiones de Grupo Argos debería permitirle al *holding* capturar el repunte económico que se proyecta a escala local para los próximos años y convertirlo en un vehículo atractivo, particularmente por su exposición en infraestructura. Adicionalmente, vemos con buenos ojos el claro enfoque del *management* por incrementar la rentabilidad de sus inversiones; sin embargo, reconocemos que existen diversos retos, tanto en sus negocios estratégicos como en las inversiones de portafolio, lo cual nos lleva a estimar que las rentabilidades objetivo a nivel consolidado no se lograrían en el corto plazo.

Aspectos a destacar

- **Actualizamos el Precio Objetivo 2020FA a COP 20,500/acción.** Dentro de los principales ajustes que hemos hecho a nuestra valoración destacamos: i) el crecimiento más moderado en Cemargos, producto principalmente de la lenta dinámica en Centroamérica; ii) la recomposición del portafolio de activos de Celsia tras la venta de Zona Franca Celsia, la adquisición de activos en el Tolima y los nuevos proyectos en construcción; iii) el avance en ejecución de obras de Odinsa, el *cash-out* en Quiport y la adquisición del 53% del Túnel de Oriente; iv) los cambios en la participación en Pactia; v) ajustamos el valor del portafolio de tierras, incluida únicamente la porción de Barú y Barranquilla; vi) incluimos un descuento del 4.9%, basados en el diferencial entre el costo del capital ponderado por el aporte de cada inversión y la rentabilidad proyectada del capital invertido del *holding*.
- **El potencial del portafolio sigue siendo destacable.** A pesar de la reducción en nuestra estimación de valor justo de Grupo Argos y las dificultades de algunas operaciones, sus principales inversiones continuarían mostrando una evolución positiva, donde estimamos que el portafolio estratégico (52% del valor) continuará ganando participación dentro del *holding*. En la medida en que Grupo Argos logre cumplir con sus estrategias de desinversiones no estratégicas, la capacidad de alcanzar los niveles de rentabilidad esperados (al menos 200 pbs superiores al ROCE) se podrían materializar con mayor facilidad y en un menor periodo de tiempo.
- **A demostrar generación de valor.** Si bien la rentabilización de algunas operaciones tomará varios años, el alinear los intereses de las directivas a la creación de valor y el retorno a los accionistas genera incentivos para acelerar este proceso, en el que el aporte del *holding* podrá venir principalmente de la flexibilidad financiera brindada a sus inversiones y la centralización eficiente de procesos transversales, como los de M&A.

¿Por qué NEUTRAL?

Pese a que Grupo Argos cuenta con un portafolio de inversiones bien estructurado para capturar oportunidades en sectores estratégicos y proyecciones favorables, el proceso de rentabilización es retador, dada la importante participación del portafolio no estratégico. Además, el potencial de valorización actual es moderado frente a otros activos de nuestro universo de cobertura, razón por la cual hemos reducido nuestra recomendación.



NEUTRAL
P.O. ordinaria: 20,500
P.O. preferencial: 14,350

Potencial ordinaria: 15.2%
Riesgo: MEDIO
Cierre ordinaria: COP 17,800
Sector: Holdings

GRUPOARGOS CB / PFGRUPOARG CB

Bloomberg: RESP COAR <GO>

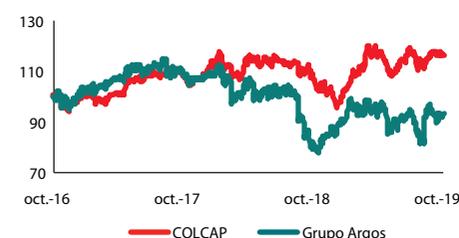
Rodrigo Sánchez
 Analista Senior Renta Variable
 wsanchez@corredores.com
 Ext. 92110

Katherine Ortiz
 Líder Renta Variable
 kortiz@corredores.com
 Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP)	15.3 bn
Flotante	48.0%
Dividendo 2020e (COP)	368
Retorno por dividendo	2.1%
% COLCAP	8.0%
# Acciones	857 mm
P/VL actual	0.9x
P/U actual	21.6x
EV/EBITDA actual	11.0x
Último precio	17,800
Máx. 52 semanas	18,940
Mín. 52 semanas	14,380

► Comportamiento Mercado (base 100: 2016)



Fuente: Bloomberg

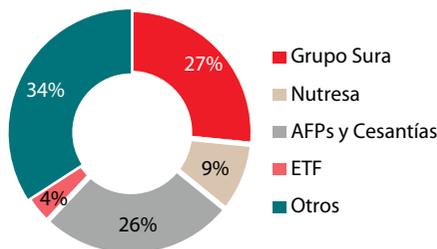


Grupo Argos / Ficha técnica

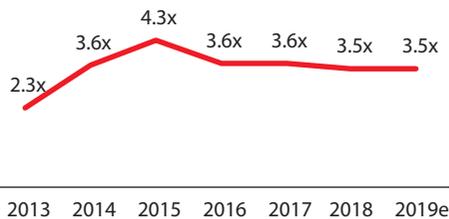
Descripción de la compañía. Grupo Argos es una de las sociedades de inversión más grandes de Colombia, con un portafolio de inversiones cercano a COP 51 billones en activos consolidados. La compañía invierte principalmente en tres sectores: industrial a través de su participación del 49% en Cementos Argos;

energético por medio del 53% en la participación en Celsia, e infraestructura, mediante de su participación de 99.8% en Odinsa. Grupo Argos también tiene inversiones en servicios financieros, alimentos, carbón e inmobiliario, a través de su participación en Grupo Sura, Bancolombia y el Grupo Nutresa, entre otros.

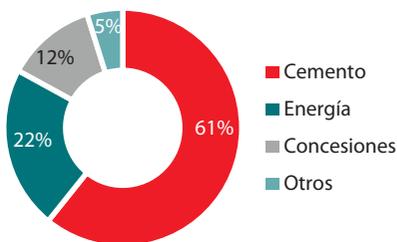
Composición accionaria



Deuda Neta / EBITDA



Ingresos por segmento 2019e



Resumen

COP millones	2016	2017	2018	2019e	2020e
Acciones en circulación (mm)	857	857	857	857	857
Cap. Bursátil	16,527,340	17,898,904	14,487,139	15,258,644	15,258,644
Precio (COP/Acción)	19,280	20,880	16,900	17,800	17,800
VL (COP/Acción)	9,365	9,637	10,670	10,479	10,619
UPA (COP/Acción)	688	712	783	845	792
Total Deuda	15,176,210	16,731,876	16,497,431	17,073,233	17,301,926
Deuda Neta	13,254,738	14,105,984	13,849,899	14,775,928	14,915,778
EV	45,388,906	48,050,995	44,762,929	47,033,768	47,401,319
EV/EBITDA	12.5x	12.3x	11.3x	11.1x	10.9x
P/VL	2.1x	2.2x	1.6x	1.7x	1.7x
P/U	28.0x	29.3x	21.6x	21.1x	22.5x
Retorno por dividendos	1.6%	1.6%	2.1%	2.1%	2.2%
Dividendo por acción	310	328	350	368	386

Balance general consolidado

COP millones	2016	2017	2018	2019e	2020e
Total Activos	44,749,574	47,567,948	48,714,355	49,595,243	50,262,234
Total Pasivos	21,114,978	23,260,800	23,141,618	23,717,232	24,036,197
Patrimonio	15,606,828	16,046,107	16,425,891	16,931,104	17,158,805
Interés minoritario	8,027,768	8,261,041	9,146,846	8,946,907	9,067,232
Deuda Total/Patrimonio	189%	203%	180%	190%	190%
Deuda Total/EBITDA	4.2x	4.3x	4.2x	4.0x	4.0x
Deuda Neta/EBITDA	3.6x	3.6x	3.5x	3.5x	3.4x
ROE	3.8%	3.8%	4.1%	4.3%	3.9%
ROA	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	1.4%
ROCE	6.5%	6.5%	6.4%	6.4%	6.6%

Estado de resultados consolidado

COP millones	2016	2017	2018	2019e	2020e
Ingresos Operacionales	14,552,884	14,573,579	14,314,013	15,120,564	15,705,317
Costo de ventas	10,431,474	10,492,135	10,211,392	10,847,652	11,213,764
Utilidad Bruta	4,121,410	4,081,444	4,102,621	4,272,911	4,491,553
Gastos adm. y comercial.	1,664,773	1,560,911	1,483,572	1,600,451	1,703,970
Utilidad Operacional	2,456,637	2,520,533	2,619,049	2,672,460	2,787,583
UNAI	1,485,035	1,441,448	1,537,025	1,576,752	1,644,674
Impuesto a la renta	353,033	534,865	342,907	441,490	460,509
Utilidad Neta	589,466	610,659	671,327	620,274	678,775
EBITDA	3,641,026	3,904,630	3,966,005	4,229,435	4,335,522
Margen Bruto	28.3%	28.0%	28.7%	28.3%	28.6%
Margen Operacional	16.9%	17.3%	18.3%	17.7%	17.7%
Margen EBITDA	25.0%	26.8%	27.7%	28.0%	27.6%
Margen Neto	4.1%	4.2%	4.7%	4.1%	4.3%

*Precio de Cierre del 18/10/2019

- ▶ Presidente: Jorge Mario Velásquez
- ▶ VP Finanzas Corporativas: Alejandro Piedrahíta
- ▶ IR: Natalia Agudelo
- ▶ Página web: www.grupoargos.com

Hipótesis de valor

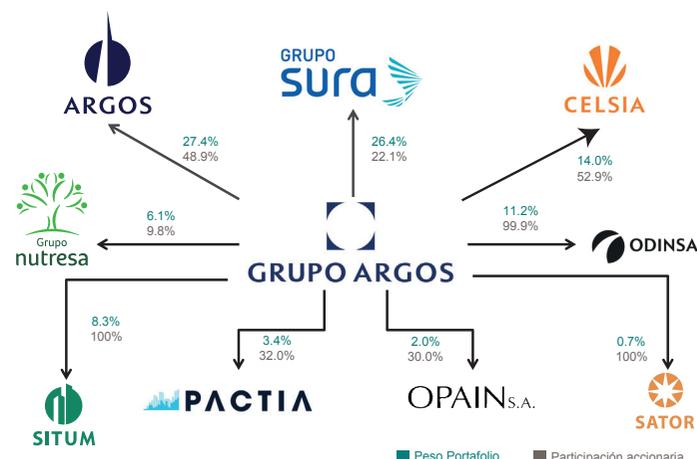
Labor de gestor de portafolio

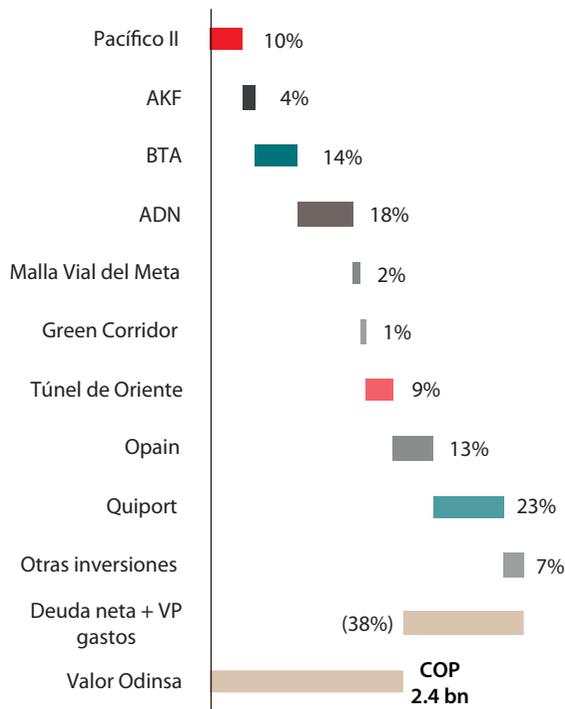
La generación de valor del *holding* se fundamenta en su capacidad de potencializar su portafolio para así capturar un mayor retorno vía dividendos y, o, valorización de las inversiones. En este sentido, la estrategia del *holding* se ha concentrado en distintos aspectos:

- i) Reducir sus costos y gastos operacionales propios, en lo cual han sido exitosos, ya que al analizar la evolución de gastos administrativos, estos pasaron de representar el 35% de los ingresos operacionales en 2014, al 20% al 2T19 UDM.
- ii) Centralizar procesos transversalmente necesarios en sus negocios, como los de estrategia y M&A, que han estado particularmente activos en los últimos trimestres, y que en general hemos visto positivamente, tales como la adquisición de los activos de Enertolima, la venta de Zona Franca Celsia y las desinversiones de *clusters* de concreto en Estados Unidos. En este sentido, también el *holding* desempeña un rol importante como soporte de adquisiciones de última instancia, como es el caso de la adquisición de EPSA en 2009, que en 2019 ya pasó a manos de Celsia, o la adquisición de Opain en 2017, donde esperamos que se haga el *push-down* de la participación directa de Grupo Argos (30%) a Odinsa en los próximos años. En este caso, el papel del *holding* ha sido fundamental, dado que ha permitido el control de estas inversiones.
- iii) Lograr costos de financiamiento menores por medio de unos niveles de calificación crediticia superiores a los que lograrían las operaciones individuales. Las calificaciones por parte de Fitch a Cemargos, Celsia y Odinsa resaltan la contribución y el respaldo del *holding* a las calificaciones y perspectivas de cada compañía.
- iv) Alinear los intereses de corto y largo plazo de los ejecutivos con los de los accionistas, en el sentido que parte de la remuneración (~45%) está ligada a objetivos como la ejecución presupuestal, el incremento de las métricas de rentabilidad (ROCE, FCO/EBITDA, FCO/intereses) y el retorno total del accionista.

Cementos Argos (P.O. COP 8,900/acción | 27.4% portafolio)

El desempeño reciente de las operaciones de Cemargos ha sido dispar, fortalecido por una recuperación en precios, una mayor ejecución en obras civiles, un dólar fuerte que magnifica los resultados de Estados Unidos y una serie de desinversiones que han contribuido a las utilidades. Hacia adelante, existen condiciones para mantener la senda de expansión de márgenes a través de un menor apalancamiento, costos de la energía más favorables y mayor demanda por infraestructura. Sin embargo, los retos también se han acentuado en regiones como Centroamérica, cuyos márgenes se han distanciado de sus registros históricos, y factores como la entrada de Ecocementos en Colombia y un menor crecimiento en Estados Unidos podrían limitar una expansión más acelerada en utilidades. El rol de Grupo Argos en los procesos de desinversiones de Cemargos será clave.



**Composición de valor Odinsa**

Fuente: Cálculos: Davivienda Corredores

Celsia (P.O. COP 5,350/acción | 14.0% portafolio)

Una estrategia consistente de la que se han derivado importantes cambios, como la mayor relevancia del negocio de distribución que permite mayor estabilidad en flujos de caja y resultados; la consolidación de las operaciones en Colombia de EPSA, con impacto positivo en la eficiencia y la rentabilidad; la venta de Zona Franca, que permitirá acelerar y capturar oportunidades de crecimiento más rentables, entre otros, empezará a traducirse en un repunte de los resultados financieros, expansión en el margen EBITDA y generación de valor para los accionistas.

Odinsa (11.2% portafolio) y Opain (2.0% portafolio)

Actualmente Odinsa se destaca como la inversión de mayor rentabilidad para Grupo Argos, donde la TIR de sus concesiones cumple con la premisa de *safety margin* del *holding* en la medida en que la rentabilidad de sus inversiones se encuentra por encima de 200 pbs del costo del capital. Además, consideramos que esta será la inversión en la cual el rol del *holding* será más importante para los próximos años, teniendo en cuenta los proyectos de iniciativa privada a los que le apunta la compañía, que podrían sumar más de USD 4 bn en inversiones para los próximos 8 a 10 años. En la medida en que las etapas de factibilidad culminen y se hagan las respectivas adjudicaciones, las necesidades de recursos para su ejecución, muy posiblemente, tendrán que ser financiadas vía deuda pero también *equity*, por lo cual la selección adecuada de socios, las decisiones de desinversión total o parcial de activos y las asignaciones de capital propio serán determinantes para Odinsa, donde el rol de Grupo Argos será fundamental. Por otro lado, las dificultades de algunos *sponsors* para concluir proyectos actualmente adjudicados y el interés de otros por hacer *cash-outs* abren oportunidades en el mercado secundario.

Las métricas consolidadas de apalancamiento de Odinsa, que a 2T19 registraban una relación Deuda Neta (excluyendo efectivo restringido) a EBITDA de 4.3x, podrían mantenerse en niveles altos por los próximos años, dado que algunas de sus concesiones aún se encuentran en etapa de construcción (Pacífico II) y que pese al *cash-out* en Quiport (USD 134 mm), la adquisición del 53% Túnel de Oriente generará una salida de recursos de COP 335 mil mm entre 2020 y 2021.

Proyectos Odinsa

Iniciativas privadas	Inversión (USD mm)
Aeropuerto Cartagena	800
Campo de vuelo El Dorado	250
Perimetral de la Sabana	250
Sistema aeroportuario de Bogotá	3,000
Total	4,300

Fuente: Odinsa

Negocio de Desarrollo Urbano (8.3% portafolio)

La estrategia de desarrollo del portafolio de tierras en los últimos años ha logrado generar suficientes flujos para cubrir sus gastos de operación, favorecido por estructuras tipo *project finance* que han permitido el desarrollo sin grandes esfuerzos de capital propio. En tal sentido, esperamos que esta dinámica persista, donde proyectos como el Hotel Casablanca, que forma parte del Plan Maestro de Barú, deberían permitir una aceleración en los volúmenes de desinversiones. Sin embargo, dado que el portafolio total es tan extenso, con alrededor de 5,000 hectáreas, las desinversiones tomarán varias décadas. Esto nos ha llevado a aplicar un descuento del 20% al valor actual del portafolio, asociado al valor de las tierras que están en zonas distintas a Barú y Barranquilla. Además, 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, llegamos a un descuento similar al implementado (23%).

Pactia (3.4% portafolio)

Con el aumento gradual de la participación de Protección, Grupo Argos ha ido reduciendo su participación en el fondo (30% en la actualidad). Sin embargo, el crecimiento en activos y en el valor del fondo ha consolidado a Pactia como uno de los vehículos inmobiliarios de mayor importancia del país, que a 2T19 registra un área bruta arrendable total de 774 mil m². Adicionalmente, dada la naturaleza del negocio de Pactia y el portafolio de tierras de Grupo Argos, existen oportunidades para la creación de sinergias.

Grupo Sura (P.O. COP 44,500 | 26.4% portafolio)

Consideramos positivo el cambio estratégico por parte de la administración hacia la búsqueda de rentabilizar las operaciones de su portafolio estratégico, que esperamos continúe generando resultados positivos durante los próximos años. Sin embargo, somos conscientes de los grandes retos que se presentarán por los posibles cambios regulatorios, particularmente en el negocio de pensiones en la región.

Nutresa (P.O. COP 32,400/acción | 6.8% portafolio)

La materialización de las perspectivas positivas en la economía colombiana para los próximos años debería seguir impulsando el consumo de los hogares y, consecuentemente, el crecimiento y solidez de Nutresa. De esta manera, esperamos que la rentabilidad siga beneficiada por el incremento en los volúmenes de venta y la capacidad de dilución de costos y gastos, por contar con economías de escala. Del mismo modo, la importante diversificación geográfica y de productos le permitirá a Nutresa generar valor de forma sostenida en el largo plazo.

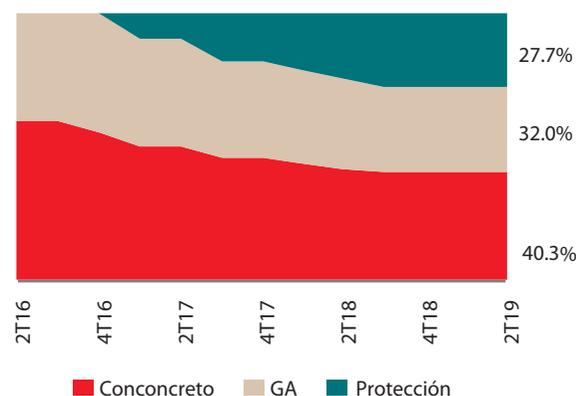
Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

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

1. Utilizamos los P. O. de Cemargos, Nutresa, Celsia y Grupo Sura.
2. Valoramos Pactia mediante la metodología de Flujo de Caja de Operación Ajustado.
3. Los activos del portafolio inmobiliario fueron incluidos a valor razonable a 2T19, con un descuento del 20% asociado al valor de los terrenos distintos a Barú y Barranquilla.
4. Odinsa fue valorada mediante una metodología de Suma de Partes, incorporando cada una de las concesiones, valoradas por flujos de caja descontados.
5. Descuento de *holding* del 4.93%, asociado al diferencial entre el costo del capital ponderado de las inversiones y el retorno sobre el capital invertido proyectado a 2020.
6. En el ejercicio de valoración se incluye la deuda neta del *holding* y el valor presente de los gastos administrativos descontados a un Ke del 10%.

Nuestro ejercicio de valoración sugiere un P.O. 2020FA de COP 20,500/acción y al considerar que hay otros activos en nuestro universo de coberturas con un mejor potencial, hemos reducido la recomendación a NEUTRAL. Resaltamos que buena parte del crecimiento futuro y del aumento en rentabilidad dependerá de la capacidad del *holding* de reorganizar su portafolio y potencializar inversiones.

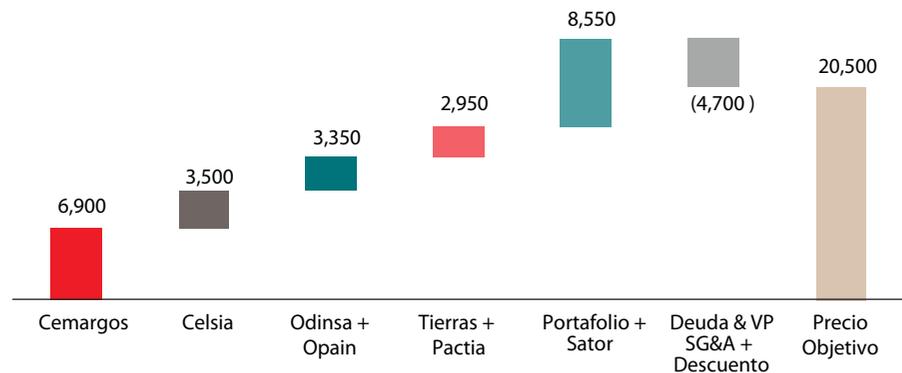
Composición accionaria Pactia



Fuente: Grupo Argos



Composición de valor (COP/acción)



SOTP	% de Participación	Precios Objetivo	Valor (COP mm)	Valor por Acción (COP)	Contribución
Estratégicas			11,378,485	13,274	52.5%
Cemargos	48.9%	8,900	5,925,353	6,912	27.4%
Celsia	52.93%	5,350	3,029,900	3,535	14.0%
Odinsa	99.9%	12,369	2,423,232	2,827	11.2%
No estratégicas			10,284,717	11,998	47.5%
Grupo Sura	22.1%	44,500	5,711,359	6,663	26.4%
Nutresa	9.8%	32,400	1,465,899	1,710	6.8%
Situm (NDU)	100.0%		1,790,051	2,088	8.3%
Pactia	32.0%		728,490	850	3.4%
Opain	30.0%		443,176	517	2.0%
Sator	100.0%		145,742	170	0.7%
Total negocios			21,663,202	25,271	100.0%
Gastos administrativos			1,619,671	1,889	
Deuda Neta			1,524,561	1,778	
Equity Value (SOTP)			18,518,970	21,603	
Descuento <i>holding</i>			913,759	1,103	
# Acciones en mm	857.2				
Precio Objetivo	20,500				

Precio de Cemargos vs. Precio Grupo Sura

Evaluamos el cambio en el Precio Objetivo frente a variaciones en el P.O. de Cemargos y el de Grupo Sura (COP 8,900 y COP 44,500, respectivamente). De esta manera, un incremento de 10% en el precio objetivo de Cemargos se reflejaría en un incremento de COP 400/acción en nuestro P.O., mientras que un incremento de 10% en el precio de Grupo Sura se traduciría en un aumento en el precio de COP 700/acción.

		Cemargos = COP 8,900				
		-20%	-10%	0%	10%	20%
Grupo Sura = COP 44,500	-20%	18,600	18,900	19,300	19,600	19,900
	-10%	19,200	19,600	19,900	20,200	20,600
	0%	19,900	20,200	20,500	20,900	21,200
	10%	20,500	20,800	21,200	21,500	21,800
	20%	21,100	21,500	21,800	22,100	22,500

Grupo Aval

En los sectores adecuados

La sólida diversificación que presenta Grupo Aval le permitirá capturar el valor que se derivará de la materialización de la recuperación de la economía y del sector bancario. Adicionalmente, las políticas conservadoras de los cuatro bancos del conglomerado, y el buen desempeño de Corficolombiana y Porvenir, lo han llevado a mantener rentabilidades superiores a las de sus pares en el país, además de un menor deterioro de su cartera frente a la industria en años pasados, lo que nos lleva a cambiar nuestra recomendación desde SUBPONDERAR a NEUTRAL. No obstante, a pesar de lo anterior, nos mantenemos atentos a las investigaciones derivadas del caso de la Concesionaria de Ruta del Sol II, y sus posibles impactos futuros, financieros y, o, reputacionales al grupo, subsidiarias y funcionarios, que a su vez podrían tener impactos en el precio de la acción.

Aspectos a destacar

- **Para finalizar 2020, estimamos un Precio Objetivo para Grupo Aval de COP 1,510/acción.** Nuestro ejercicio de valoración es resultado de: i) un crecimiento anual de 8.2% en la cartera consolidada; ii) unos ingresos netos por interés de COP 12.3 bn, que presentan un incremento anual de 9.5%; iii) utilidad neta 2020E de COP 3.70 bn, aumentando 14.1% anual, ROAE de 17.8 %; y iv) costo del *equity* de 13.5%.
- **Grupo Aval está centrado en seguir optimizando las operaciones de sus bancos.** Los bancos del conglomerado en los últimos años han concentrado sus esfuerzos en seguir capitalizando las sinergias que se pueden presentar en sus operaciones. De esta manera, los esfuerzos se han enfocado en integrar su red de servicios (Red Aval), avanzar con la misma estrategia en la transformación digital (Laboratorios Aval) y operaciones del *back office*, entre otros. Así, esperamos que el grupo llegue a un indicador de eficiencia cercano a ~45% en dos años, desde 46.3% en 2017.
- **Importantes riesgos continúan en el radar.** Aun cuando el panorama operacional del *holding* financiero es positivo, es de gran relevancia tener en cuenta los riesgos presentes para la compañía y sus subsidiarias. En primera instancia están los procesos de investigación por las irregularidades en el contrato de la Concesionaria de Ruta del Sol II; además, las dificultades que ha tenido Corficolombiana por las complejidades de las obras de infraestructura y la reforma pensional que posiblemente se impulse durante 2020, que podría tener un impacto en los resultados de Porvenir. Y adicionalmente, los proyectos de Ley que hubiesen podido impactar las diferentes operaciones que llevan a cabo los bancos pertenecientes al conglomerado, los cuales no descartamos vuelvan a tenerse en consideración.

¿Por qué NEUTRAL?

Aunque estimamos que los resultados de Grupo Aval sigan mejorando y adicionalmente teniendo en cuenta el potencial de valorización para la acción de Grupo Aval frente a su valor justo, creemos que los inversionistas mantendrán su cautela frente a la compañía, a raíz de los procesos de investigación que siguen sin solucionarse por la Concesionaria de Ruta del Sol II.



NEUTRAL

P.O. preferencial: 1,510

P.O. ADR: 9.29

Potencial preferencial: 23.21%

Riesgo: ALTO

Cierre ordinaria: COP 1,310

Sector: Financiero

AVAL CB / PFAVAL CB / AVAL US

Bloomberg: RESP COAR <GO>

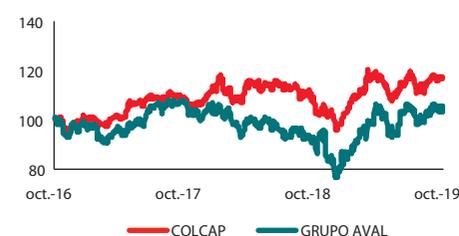
Julían Felipe Amaya
Analista Sector Financiero
jamaya@corredores.com
Ext. 92473

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP)	29.8 bn
Flotante	48.7%
Dividendo 2020e (COP)	72
Retorno por dividendo	5.5%
% COLCAP	5.1%
# Acciones	22 mil mm
P/VL actual	1.6x
P/U actual	9.1x
Último precio	1,310
Máx. 52 semanas	1,320
Mín. 52 semanas	950

► Comportamiento Mercado (base 100: 2016)



Fuente: Bloomberg

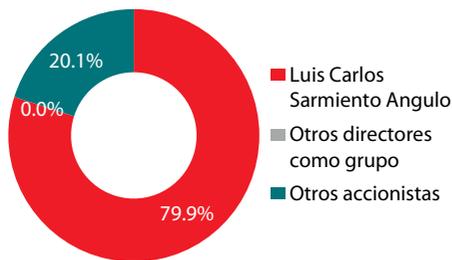


Grupo Aval / Ficha técnica

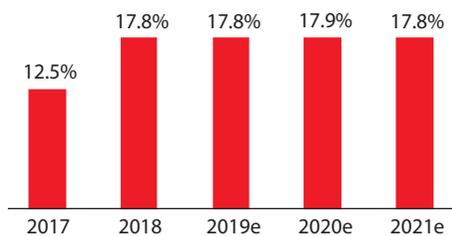
Descripción de la compañía. Grupo Aval es el principal conglomerado financiero colombiano, conformado por Banco de Bogotá, Banco de Occidente, Banco Popular, Banco AV Villas que conjuntamente tienen el 25% de participación de mercado, la Sociedad Administradora de Pensiones y Cesantías Porvenir S.A. y cuenta con

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

Composición accionaria



Evolución ROAE



Comparables (ROE vs. P/V) Fwd 2020

Banco	P/VL	ROE
Credicorp	2.0x	18.0%
Banco de Chile	2.5x	18.6%
Banco Santander	2.5x	19.5%
ITAU	2.2x	21.9%
Santander México	1.1x	16.3%
Bradesco	1.7x	18.5%
Davivienda	1.2x	14.6%
BCI	1.5x	13.3%
Bancolombia	1.3x	14.3%
Grupo Aval	1.3x	17.9%
Mediana	1.7x	18.0%

Resumen

	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Acciones en circulación (mil millones)	22	22	22	22	22
Cap. Bursátil (COP mil millones)	28,965	20,610	29,077	29,077	29,077
Precio (COP/acción)*	1,300	925	1,305	1,305	1,305
VL (COP/acción)	731	798	884	977	1,078
UPA (COP/acción)	81	131	145	166	184
P/VL	1.8x	1.2x	1.5x	1.3x	1.2x
P/U	16.0x	7.1x	9.0x	7.9x	7.1x

Balance general consolidado

COP mil millones	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Disponible	22,337	28,401	31,419	34,053	37,597
Inversiones netas	28,923	30,235	32,678	35,417	39,104
Cartera neta	160,754	168,686	170,639	184,642	204,662
TOTAL ACTIVOS	236,539	259,675	273,114	295,708	327,288
Depósitos	154,885	164,359	174,873	189,533	209,261
Otros pasivos	55,782	65,761	64,198	67,110	73,438
PASIVO	210,667	230,121	239,071	256,643	282,699
PATRIMONIO	16,287	17,790	19,694	21,766	24,019
Pasivos+Patrimonio+Int. Min.	236,539	259,675	273,114	295,708	327,288

Estado de resultados consolidado

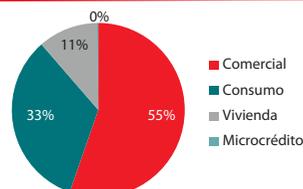
COP mil millones	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingreso Neto por interés	10,514	10,872	11,210	12,278	13,465
Ingreso Neto por comisiones	4,579	4,840	5,221	5,659	6,248
Ingresos operacionales netos	15,093	15,711	16,431	17,937	19,713
Gastos en provisiones	-4,028	-3,810	-4,194	-4,121	-4,322
Utilidad Neta	1,806	2,913	3,241	3,699	4,102
Margen Neto	17.2%	26.8%	28.9%	30.1%	30.5%

Indicadores

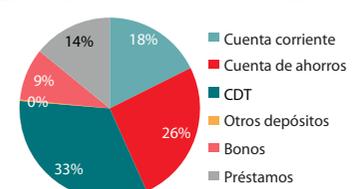
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Margen Neto de interés NIM	5.8%	5.7%	5.6%	5.7%	5.6%
Eficiencia	46.3%	44.1%	45.7%	45.2%	45.1%
Calidad	3.9%	4.3%	4.4%	3.9%	3.8%
Cubrimiento	86.7%	109.0%	114.0%	120.0%	122.2%
Gasto en provisiones/Cartera	2.5%	2.3%	2.5%	2.2%	2.1%
Patrimonio/Activos	6.9%	6.9%	7.2%	7.4%	7.3%
Cartera/Activos	68.0%	65.0%	62.5%	62.4%	62.5%
Depósitos/Cartera	93.1%	92.9%	97.3%	97.7%	97.4%
ROA	0.8%	1.1%	1.2%	1.3%	1.3%
ROAE	12.5%	17.8%	17.8%	17.9%	17.8%

*Precio de Cierre del 18/10/2019

Composición cartera



Composición fondeo

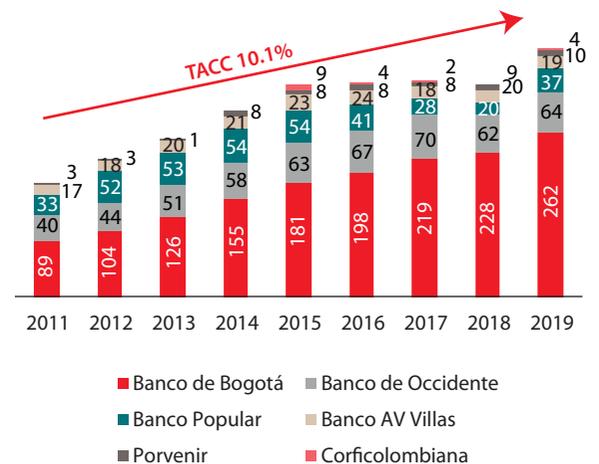


- ▶ **Presidente de J. Dir.: Luis Carlos Sarmiento Angulo**
- ▶ **Presidente: Luis Carlos Sarmiento Gutiérrez**
- ▶ **Vicepresidente Senior Financiero: Diego Solano**
- ▶ **Vicepresidente IR y Jurídico: Tatiana Uribe**
- ▶ **Página web: www.grupoaval.com.co**

Hipótesis de valor

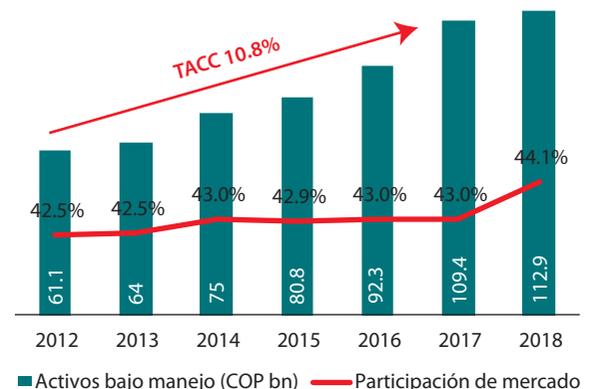
- **Sector bancario seguiría beneficiado por repunte de la economía.** Para 2020 estimamos que la economía colombiana presente un crecimiento de 3.2%, en línea con lo estimado para 2019, pero superior a lo reportado en 2018 y 2017, de 2.7% y 1.4%, respectivamente. De esta manera, esperamos que la actividad de las entidades financieras presente un crecimiento de 5.2% en el año, principalmente por el continuo crecimiento que consideramos tendría la cartera de crédito y la recuperación de las métricas de calidad de la misma. Adicional a esto, esperamos que los resultados de los principales bancos del país se vean favorecidos por el efecto base que se generaría en 2019 por el elevado costo de riesgo, resultado del deterioro de los casos concretos de la cartera corporativa. Así, estimamos que para 2020 el costo de riesgo de Grupo Aval se sitúe en 2.12% frente a 2.35% del 2019e, con lo que las utilidades presentarían un crecimiento de 14.1% para 2020.
- **Métricas de calidad de cartera en mejores niveles que sus pares en Colombia.** Frente a la fuerte desaceleración que presentó la economía colombiana en años pasados, la estrategia de Grupo Aval fue la de preservar la calidad de la cartera de sus bancos, pues mientras la calidad de la industria pasó de 3.0% en enero de 2015 a 4.7% para julio de 2019, este comportamiento en el conglomerado fue de 2.6% a 4.0% en el mismo período. Si bien esto ha llevado al *holding* financiero a perder participación de mercado (27.3% vs. 24.9% en el mismo período), la rentabilidad frente a sus pares se ha mantenido por encima en este período. Hacia adelante, esperamos que de la mano del repunte de la economía, los bancos Aval presenten una dinámica en la cartera más similar a la de sus pares. Por su parte, los cuatro bancos del conglomerado continúan con los esfuerzos para reducir costos de forma conjunta y lograr operaciones mucho más eficientes, beneficiándose de los avances en temas de digitalización de las operaciones y productos.
- **Porvenir. Fortaleza a nivel de comisiones.** Porvenir, el principal fondo de pensiones del país, cuenta con una participación de mercado de ~44%, con activos bajo manejo (AUM) de COP 113 billones. El valor del fondo ha tenido un crecimiento compuesto anual desde 2012 de 10.8%. Para Grupo Aval, esta inversión ha contribuido a la diversificación de sus ingresos, pues en los últimos 12 meses los ingresos por comisiones por parte de Porvenir representaron el 18.5% de los ingresos del segmento de comisiones, que a su vez representó cerca del 30% del total de los ingresos.
- **Corficolombiana. La incertidumbre persiste.** Corficolombiana se ha consolidado como uno de los líderes nacionales en materia de proyectos de infraestructura vial, con ocho concesiones en su portafolio, que en nuestra estimación tienen un valor cercano a COP 5.2 bn y cuyo aporte debería seguir incrementándose a medida que los avances en construcción e inicios de sus proyectos de 4G se materialicen. Adicionalmente, la participación en Promigas, que se mantiene como la inversión individual más importante del portafolio de inversiones, conjuntamente con la inversión en GEB, brindan mayor estabilidad al flujo de caja de la corporación. Si bien las carreteras y la energía son los principales aportantes al valor del *holding*, la contribución de las inversiones en hoteles, agroindustria y financiero sigue siendo valiosa y genera un aporte adicional, vía diversificación.

Histórico de dividendos recibidos por las subsidiarias (USD mm)



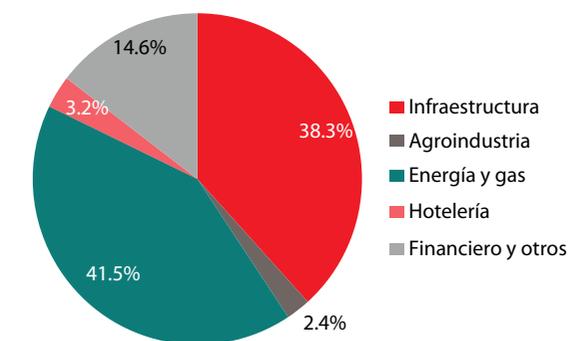
Fuente: Grupo Aval

Activos bajo manejo de Porvenir y participación de mercado



Fuente: Grupo Aval

Composición de los activos por sector Corficolombiana

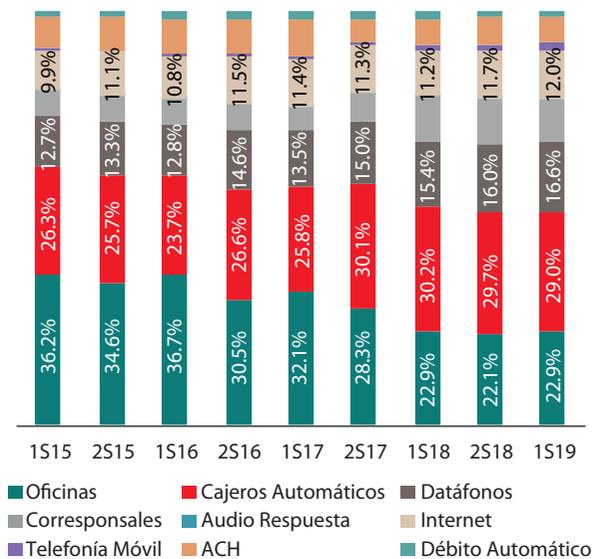


Fuente: Grupo Aval

**Impacto por provisión de Ruta del Sol II**

Cifras en COP mil mm	Grupo Aval	Banco de Bogotá	Bancolombia
Exposición (Capital + intereses)	724	434	390
% provisionado	47.0%	47.0%	50.0%
Sin provisionar	384	230	195
Impacto estimado en Patrimonio (%)	1.0%	0.9%	0.5%
Impacto estimado en utilidad neta (%)	5.7%	5.2%	4.0%
Impacto estimado en utilidad neta	174.10	158	134

Fuente: Emisores | Cálculos: Davivienda Corredores

Participación por tipo de operaciones monetarias en Colombia

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia | Cálculos: Davivienda Corredores

Riesgos

> **Incertidumbre recurrente frente a investigaciones por Ruta del Sol II.** A raíz de las irregularidades que se presentaron con el contrato de Ruta del Sol II, varios entes de control locales y extranjeros han vinculado y solicitado información al Grupo Aval, filiales y funcionarios de estas compañías. Hasta el momento solo se ha conocido el fallo por parte del Tribunal de Arbitramento, que declaró nulo el contrato y ordenó el pago de COP 211 mil mm al concesionario. De esta manera, la Superintendencia Financiera de Colombia ordenó a los bancos provisionar el restante de la exposición que tenían con el concesionario, por lo cual el impacto en utilidad neta de 2019 que tendría el Grupo Aval sería de ~5.7% (~COP 174 mil mm). De igual forma, es importante monitorear la demanda a este proceso que presentaron los bancos por una posible invalidez del laudo. Por otro lado, sigue abierto el procedimiento por parte de la SIC contra varias compañías del grupo y funcionarios, a lo que se le suma la solicitud de información del Departamento de Justicia de Estados Unidos. De esta forma, creemos que en la medida en que estas investigaciones sigan sin resolverse, la acción podría seguir presentando un rezago frente a sus pares y su valor justo.

> **Avances en digitalización podrían dejar rezagado al grupo.** El sector bancario presenta un cambio estructural significativo, en el que los productos y servicios digitales estarán liderando este cambio. En tal sentido, desde finales de 2018 el grupo empezó a encarrilar su estrategia hacia este cambio, con base en la experiencia del Laboratorio Digital de Banco de Bogotá y la consolidó en el grupo como el Laboratorio Digital de Aval, con lo cual se han empezado a desarrollar diferentes productos y servicios digitales a la medida de la estrategia de cada uno de sus bancos. No obstante, la competencia se ha adaptado a este cambio desde años anteriores, con lo que su avance, conocimiento y participación del mercado digital superan al Grupo Aval. De esta manera, creemos que si bien el grupo ha realizado progresos en la transformación, con un número de operaciones por internet y telefonía móvil durante el 1S19 que alcanzó el 14.0% del total, en el sector esta cifra alcanza el ~25.0%, lo que le podría significar una reducción en su posición de liderazgo.

> **Riesgos existentes para Corficolombiana y Porvenir.** Las complejidades de proyectos como la Vía al Llano se han hecho muy evidentes. A la caída del puente Chirajara en 2018 se han sumado los frecuentes cierres de la vía y, como consecuencia, los retrasos en la culminación de Coviandes e inicio de Coviandina. Adicionalmente, si bien este tipo de eventos son compensados parcialmente con extensiones en la vida de las concesiones, retrasos significativos en Coviandina podrían resultar en un menor número de años de recaudo, que afectarían la rentabilidad del proyecto. Además de esto, será importante tener en cuenta la reforma pensional que se podría presentar en 2020, y su impacto en el desempeño futuro de Porvenir.

Proyecciones

> **Cartera de créditos.** En una base anual, la cartera consolidada a 2020 crecería 8.2%. Asimismo, la cartera comercial tendría un crecimiento de 4.54% y la cartera hipotecaria 11.0%.



Esperamos que de la mano del repunte de la economía, los bancos Aval presenten una dinámica en la cartera más similar a la de sus pares. Por su parte, los cuatro bancos del conglomerado continúan los esfuerzos para reducir costos de forma conjunta y lograr operaciones mucho más eficientes, beneficiándose de los avances en temas de digitalización de las operaciones y productos.



- > **Ingresos netos por interés.** A 2020 se presentaría un crecimiento anual de 9.5% en los ingresos netos por interés, que se ubicarían en COP 12.3 bn. Lo anterior llevaría a que el NIM se consolide en 5.8% frente a 5.7% estimado en 2019.
- > **Calidad y eficiencia.** Estimamos un indicador de calidad y de eficiencia del grupo para 2020, en 3.90% y 45.2%, respectivamente, frente a 4.35% y 45.7%, calculados a 2019. Estos indicadores empezarán a mostrar una mejora debido a que esperamos que no se causen deterioros adicionales en la cartera, especialmente en la cartera comercial, lo que nos llevaría a un costo de crédito alrededor del 2.12%, desde 2.35% a 2019E.
- > **Utilidad Neta y ROAE.** A 2020 estimamos que Grupo Aval alcance una utilidad de COP 3.7 bn, y un crecimiento anual de 14.1% por una recuperación del crecimiento de la cartera y bajo gasto por provisiones.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Para estimar el valor de la acción del grupo utilizamos dos metodologías: i) Ingreso Residual, 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%.

Método	Peso	2020 FA
Ingreso residual	70%	1,550
P/VL (ajustado por ROE) @1.61x	30%	1,420
Precio Objetivo 2020 FA	100%	1,510

Ingreso Residual

Por medio de esta metodología hemos obtenido un valor justo 2020FA de COP 1,550/acción, utilizando un costo de capital de 13.5%.

Múltiplos de Valoración

Esta metodología utiliza el múltiplo de P/VL 2020E ajustado por ROE @1.61x, de las entidades comparables con Grupo Aval. En este sentido, el valor de Grupo Aval sería COP 1,420/ acción.

Nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2020FA de COP 1,510/acción, equivalente a un potencial de valorización de 15.71% y una recomendación NEUTRAL. Asignamos un riesgo ALTO a nuestra valoración pues, aunque existen ciertos riesgos reputacionales que se pueden materializar en los resultados, el grupo cuenta con todo el andamiaje corporativo para hacerle frente a esta situación.

**Ke vs. crecimiento a perpetuidad (g)**

Evaluamos el cambio en el P.O. frente a variaciones en el Ke y el crecimiento a perpetuidad (g). Un incremento de 2% en el Ke significaría una disminución de COP 240 en el P.O., mientras que una disminución de 2%, un incremento de COP 40/acción.

		Ke 13.5%				
		2.0%	1.0%	0.0%	-1.0%	-2.0%
G 3.7%	-2.0%	1,260	1,360	1,480	1,620	1,790
	-1.0%	1,270	1,370	1,500	1,640	1,830
	0.0%	1,270	1,380	1,510	1,670	1,870
	1.0%	1,270	1,390	1,530	1,710	1,930
	2.0%	1,280	1,410	1,550	1,750	2,000

Costo de riesgo vs. indicador de eficiencia

Nuestro segundo ejercicio contempla variaciones en los indicadores de calidad y eficiencia. Es importante resaltar que en la medida en que estos indicadores se encuentren más cercanos a cero, refleja una estructura operacional más eficiente y menores presiones por los gastos por provisiones. Nuestro caso base tiene un costo de riesgo de 2.12% y un indicador de eficiencia de 45.2%.

		Costo de riesgo				
		0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%
Eficiencia	2.0%	1,370	1,400	1,430	1,470	1,500
	1.0%	1,400	1,440	1,470	1,500	1,540
	0.0%	1,440	1,480	1,510	1,540	1,580
	-1.0%	1,480	1,510	1,550	1,580	1,610
	-2.0%	1,520	1,550	1,580	1,620	1,650

Tasa de impuestos vs. Indicador de eficiencia

Nuestro tercer ejercicio de sensibilidad contempla variaciones en la tasa efectiva de impuestos y el cubrimiento. Mientras mayor cubrimiento exista, el gasto por provisiones tenderá a aumentar (aunque es una política más conservadora).

		Tasa efectiva de impuestos				
		2.0%	1.0%	0.0%	-1.0%	-2.0%
Cubrimiento	20.0%	1,310	1,350	1,390	1,430	1,470
	10.0%	1,370	1,410	1,450	1,490	1,540
	0.0%	1,430	1,460	1,510	1,550	1,600
	-10.0%	1,480	1,530	1,570	1,610	1,660
	-20.0%	1,540	1,590	1,630	1,670	1,720

Grupo Energía Bogotá

Trayectoria de creación de valor

Durante los años que hemos mantenido a GEB en nuestro portafolio de *Top Picks*, su desempeño ha sido destacable, la compañía ha rentado 22% (+39.8% retorno con dividendos), un 5.4% por encima del índice COLCAP y si incluimos los dividendos, el rendimiento ha sido 13% superior. Hacia adelante, esperamos que la compañía mantenga un positivo desempeño, pues consideramos que además de que el precio de mercado aún no reconoce el valor justo de sus activos (+22.6% potencial), de mantenerse la rentabilidad de sus inversiones, el valor de su portafolio crecería cerca de 10.5% anual. Adicionalmente, esperamos que la compañía mantenga una sólida política de distribución de dividendos dado que su capacidad de generar caja lo permite.

Aspectos a destacar

- **Actualizamos el Precio Objetivo 2020FA a COP 2,650/acción.** Nuestro PO es resultado de la suma de partes de su portafolio de inversiones. En esta oportunidad incluimos: i) el valor de REP y Transmantaro, resultante de la valoración por DCF (antes valor en libros); ii) el valor de Promigas a nuestro Precio Objetivo de COP 8,800 (antes precio de venta COP 5,201/acción); iii) la valoración la de reciente adquisición de activos en Perú (Electro Dunas) por DCF, el cual genera ingresos estimados de USD 109 mm anuales y un aporte en el EBITDA de USD 24.
- **Democratización trajo consigo beneficios en liquidez y gobierno corporativo.** Como resultado del proceso de democratización del Distrito se impulsó un acuerdo de accionistas que fortaleció los estándares de gobierno corporativo, destacándose la mayor independencia de la junta directiva, los procedimientos acordados con estándares internacionales para elección de presidente de la sociedad, y el voto favorable de por lo menos 70% de los accionistas para decisiones especiales. Así mismo, resaltamos que el descuento por liquidez pasó de 8.2% promedio antes de la democratización a 1.7% post; en este momento, incluso, este se encuentra en mínimos históricos de 1.0%.
- **Emisor de naturaleza defensiva y con un atractivo retorno por dividendos.** En los últimos 5 años, el TACC de los ingresos, EBITDA y Utilidad neta de GEB ha sido de 16.8%, 19.3% y 17.5%, respectivamente, lo que es resultado de tener unos negocios regulados, que ofrecen ingresos y EBITDA con crecimientos estables y defensivos, que permiten financiar la expansión orgánica e inorgánica de la compañía, por lo que esperamos se mantenga el sólido desempeño. Adicionalmente, la compañía cuenta con un atractivo retorno de dividendos, que desde 2014 supera ampliamente al consolidado del COLCAP; para 2020 proyectamos un dividendo de COP 146/acción, que representaría una rentabilidad de 6.8%.

¿Por qué SOBREPONDERAR?

Un sólido y rentable portafolio de activos, el cual se ha diversificado a nuevas geografías y líneas de negocio, un atractivo retorno por dividendos (6.8%) que se encuentra entre las empresas con mayor Yield, desajuste frente al valor justo de 22.6%, y expectativas de crecimiento futuro que apalancarán un crecimiento en el EBITDA en promedio de 9.5% en nuestro período de valoración (expansión orgánica), soportan nuestra recomendación.



Grupo Energía Bogotá

SOBREPONDERAR
P.O. : 2,650

Potencial: 22.7%
Riesgo: ALTO
Cierre: COP 2,160
Sector: Servicios Públicos

GEB CB

Bloomberg: COAR <GO>

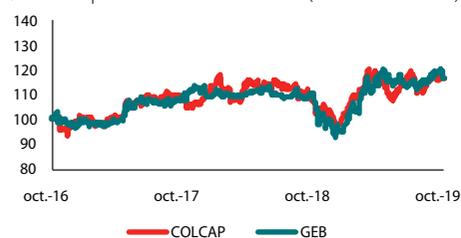
Camilo Roldán
Analista sector utilities
crolدان@corredores.com
Ext. 92257

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP)	19.8 Bn
Flotante	14.0%
Dividendo 2020e (COP)	130
Retorno por dividendo	6.0%
% COLCAP	6.0%
# Acciones	1,151 mm
P/VL actual	1.6x
P/U actual	10.0x
EV/EBITDA actual	14.6x
Último precio	2,160
Máx. 52 semanas	2,230
Mín. 52 semanas	1,710

► Comportamiento Mercado (base 100: 2016)



Fuente: Bloomberg

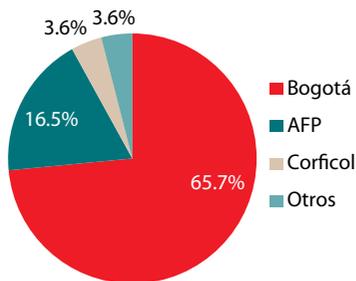


GEB / Ficha técnica

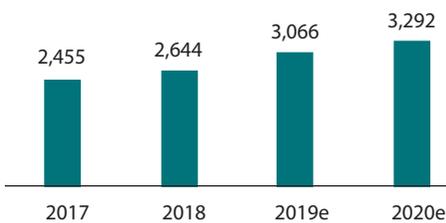
Descripción de la compañía. El Grupo de Energía de Bogotá ha logrado consolidarse como el primer grupo empresarial en el sector energético colombiano. Su casa matriz es la Empresa de Energía de Bogotá, dedicada al transporte de energía eléctrica. En el negocio del transporte y distribución de gas natural,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

en Brasil posee el 51% de 4 líneas de transmisión eléctrica a través de su canal de inversión Gebbras y en Guatemala tiene a Trecca. Dispone de un portafolio de inversiones en empresas del sector energético en Colombia, como Emgesa, Codensa, Gas Natural, Promigas, EEC, EMSA e ISA. Recientemente incursionó en el negocio de distribución de Perú, con Electrodonas.

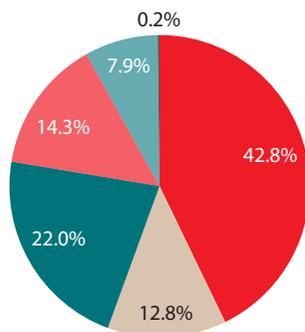
Composición accionaria



EBITDA incluidos dividendos (COP miles mm)



Composición accionaria



- Transporte de Gas
- Transmisión Elec.
- Generación Elec.
- Distribución Elec.
- Distribución Gas
- Otros

- ▶ **Presidente:** Astrid Álvarez
- ▶ **Vicepresidente Financiero:** Felipe Castilla
- ▶ **IR:** Valeria Marconi
- ▶ **Página web:** www.grupoenergiadebogota.com

Resumen

COP miles mm	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Acciones en circulación (mm)	9,182	9,182	9,182	9,182	9,182
Cap. Bursátil	18,364	18,364	19,833	19,833	19,833
Precio (COP/Acción)*	2,000	2,000	2,160	2,160	2,160
VL (COP/Acción)	1,261	1,368	1,433	1,500	1,577
UPA (COP/Acción)	163	186	234	241	273
EV	25,919	27,273	28,612	28,916	28,948
Deuda Bruta	8,884	9,626	9,876	10,010	10,147
Deuda Neta	7,169	8,472	8,331	8,628	8,653
P/VL	1.59x	1.46x	1.51x	1.44x	1.37x
P/U	12.2x	10.8x	9.2x	9.0x	7.9x
EV/EBITDA	10.56x	10.32x	9.33x	8.78x	8.01x
Dividendos	99	115	130	146	157

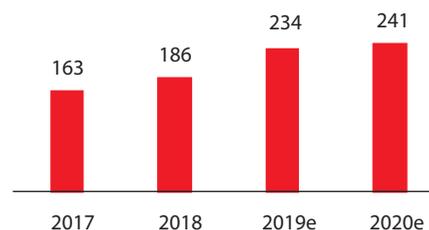
Balance general consolidado

COP miles mm	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Activo Corriente	3,346	3,158	3,316	3,466	3,659
Activo No Corriente	20,443	22,123	23,229	24,286	25,633
Activos	23,788	25,281	26,545	27,752	29,292
Pasivo Corriente	1,185	2,407	2,535	2,648	2,811
Pasivo No Corriente	10,638	9,881	10,405	10,872	11,539
Pasivos	11,822	12,288	12,940	13,520	14,350
Patrimonio	11,580	12,556	13,157	13,777	14,480
Pasivo + Patrimonio	23,403	24,844	26,097	27,297	28,830
Interes Minoritario	386	437	448	455	462
Deuda Bruta/ Patrimonio	76.7%	76.7%	75.1%	72.7%	70.1%
Deuda Bruta/ EBITDA*	3.62x	3.64x	3.22x	3.04x	2.81x

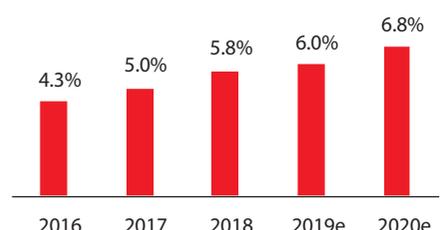
Estado de resultados consolidado

COP miles mm	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Transmisión Eléctrica	339	447	573	652	743
Transporte de Gas	1,221	1,313	1,583	1,498	1,654
Distribución Gas Natural	1,762	2,241	2,457	2,815	3,195
Ingresos Operacionales	3,322	4,001	4,613	4,965	5,592
Costos y Gastos de Ventas	2,220	2,699	2,957	3,188	3,640
Utilidad Operacional	1,102	1,302	1,656	1,778	1,952
Margen Operacional	33.2%	32.5%	35.9%	35.8%	34.9%
Utilidad Neta	1,500	1,704	2,145	2,215	2,511
Margen Neto	45.2%	42.6%	46.5%	44.6%	44.9%
EBITDA*	2,455	2,644	3,066	3,292	3,615
*EBITDA incluye ingreso por dividendos			16.0%	7.4%	9.8%

UPA (COP/Acción)

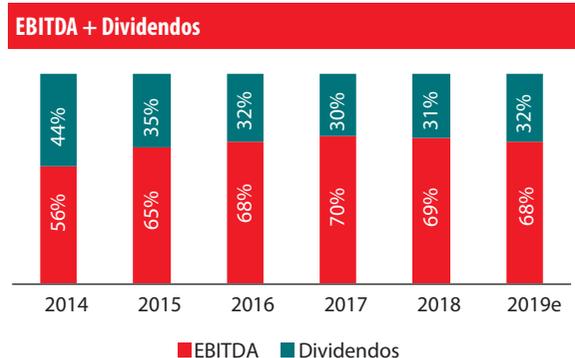


Rentabilidad del Dividendo

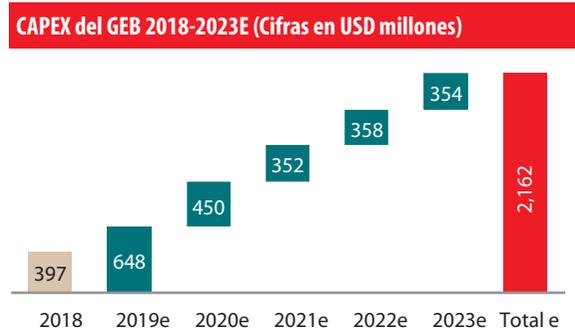


Hipótesis de valor

- **Cálidda seguirá siendo un motor de crecimiento.** El negocio de distribución de gas ha cobrado cada vez mayor relevancia para Grupo Energía de Bogotá; actualmente representa el 22% del EBITDA anual y el 7% del valor de la compañía (COP 189/acción). Cálidda es la compañía de distribución más grande de Perú y el único distribuidor de gas en Lima y Callao, zona que concentra más del 35% de la población del país y ~50% del PIB. A cierre del primer semestre de 2019, el número de clientes ascendió a 853 mil, lo que equivale a una ratio de penetración de 83% (vs. 59% en 2016). A lo anterior se suma el hecho de que recientemente el Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería (Osinergmin), aprobó la actualización del plan quinquenal 2018-2022 propuesto por Cálidda, sobre incorporar 200 mil conexiones adicionales de gas natural, que se suman a las 320 mil autorizadas en 2018, por lo que la compañía espera que se puedan adelantar 520 mil conexiones nuevas a 2022, lo que permitirá que el crecimiento en los ingresos y la creciente generación de valor se mantenga.
- **Perú, clave en el crecimiento futuro.** Perú se convierte en un país con una representatividad cada vez mayor para GEB. A las operaciones de REP y Transmantaro (transporte de energía en conjunto con ISA), y el negocio de distribución de gas a través de Cálidda, el cual a 2T19 cuenta con cerca de 853 mil clientes conectados a la red y un volumen facturado de 778 mm de pies cúbicos; se suma la reciente adquisición de Electro Dunas, que agrega un nuevo segmento de negocios (distribución y comercialización de energía) en este país y generación de ingresos por USD 109 mm anuales. Destacamos que estos negocios encajan con la estrategia de GEB respecto a mantener una perspectiva predecible y estable de dividendos, en negocios regulados y con altos márgenes de rentabilidad. Respecto a Electro Dunas, destacamos que es una concesión perpetua que se constituye en una plataforma para potencializar y aprovechar oportunidades de crecimiento orgánico e inorgánico.
- **Retorno por dividendo de GEB equipara a un TES de 10 años.** El fenómeno de tasas de interés bajas no es solo un efecto que se produzca a escala internacional, sino que para el caso del mercado colombiano, ya observamos que en compañías como Grupo Energía Bogotá el retorno por dividendo anual supera la rentabilidad de un TES con vencimiento a 10 años. Aunque claramente no son riesgos equiparables, sí se podría decir que un inversionista en acciones de esta compañía podría obtener un retorno similar y dejar abierta la posibilidad a capturar todo el potencial de crecimiento de la compañía en el largo plazo.
- **Expansión orgánica en las diferentes líneas de negocio permitirá que cifras operacionales mantengan altas tasas de crecimiento.** Grupo Energía de Bogotá proyecta ejecutar un CAPEX a través de sus subordinadas y filiales de USD 2,163 mm entre 2019-2022 (~USD 400 mm anuales). Del CAPEX proyectado, USD 896 mm corresponden al negocio de distribución, USD 1,147 mm a transporte y transmisión, y USD 120 millones a generación. Vale la pena destacar que este CAPEX no incluye expansión inorgánica ni proyectos que podrían llegar a ser adjudicados, como la Regasificadora del Pacífico (CAPEX USD 400 mm + USD 250 mm de CAPEX de gasoducto), donde TGI podría participar junto a un socio estratégico.



Fuente: GEB | Estimaciones: Davivienda Corredores



Fuente: GEB | Davivienda Corredores

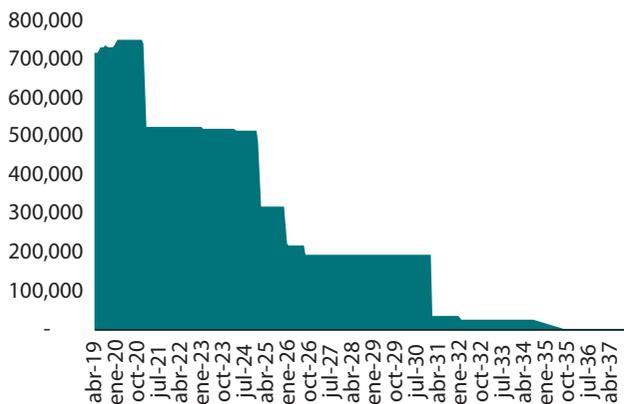


Presencia en Latam



Fuente: GEB

Vida remanente de los contratos de TGI



Fuente: GEB

Riesgos

- **Pleito con Enel limita oportunidades de crecimiento en generación y distribución.** El Grupo Energía de Bogotá tiene instaurado un tribunal de arbitramento con el Grupo Enel para dirimir diferencias relacionadas con la distribución de utilidades de Emgesa y Codensa, el negocio de energía renovable, uso de las marcas, etc. Al respecto, vale la pena destacar que actualmente el Grupo Enel adelanta su expansión en el negocio de energía renovable en Colombia a través de Enel Green Power, compañía que no genera valor para GEB. Así mismo, aunque hay oportunidades de crecimiento en el negocio de distribución y transporte de energía (venta de activos del gobierno), es posible que Codensa no participe de estos procesos hasta que no se tengan determinaciones del Tribunal.
- **Distrito de Bogotá mantiene ~863 millones de acciones para enajenar (~ COP 1.89 billones).** El Concejo de Bogotá aprobó por parte del Distrito la venta del 20% de su participación accionaria. El Distrito de Bogotá llevó a cabo, en 2018, un primer proceso de enajenación como resultado del cual disminuyó su participación desde el 76.3% hasta el 65.7%. En este sentido, el Distrito cuenta con la aprobación para iniciar en el momento que lo decida, la venta del 9.4% aprobado, que equivale a COP 1.89 bn. Al respecto, si bien consideramos que la venta se daría a un precio superior a la oferta anterior (solo ajustando por inflación, el precio de venta de COP 2,018 hasta el cierre de 2019, sería de COP 2,160), y esta venta podría traer beneficios en términos de liquidez; de renovarse podríamos ver temporalmente un estancamiento en el precio de la acción.
- **Cambios regulatorios para la remuneración del transporte de gas entrarán en vigencia a partir de 2020.** La revisión del esquema de remuneración incluye: disminuciones en el WACC regulatorio (actual: 15.55%), un nuevo modelo para determinar el costo eficiente de la infraestructura y cambios en los procedimientos para el reemplazo de activos cuando estos cumplen su vida útil, entre otros; todo esto según estima la compañía, presionaría los márgenes de rentabilidad una vez entre en vigencia. Hay que mencionar que la revisión del esquema de remuneración que debería realizarse cada 5 años, generalmente se retrasa; la pasada revisión tarifaria estuvo vigente por 9 años, 2003-2012, cuando el nuevo esquema entró en vigencia.
- **TGI está expuesta a riesgo de contratación.** Aunque la vida remanente de los contratos en firme de TGI es en promedio de 7 años, cerca del 33% de la capacidad contratada de transporte de TGI expira en 2020; se destacan los contratos de Ecopetrol e Isagen, que representan el 15% y 5%, respectivamente, de los ingresos de clientes. Si bien es posible que en particular Ecopetrol renueve un par de años más estos contratos, lo cierto es que esto está relacionado con el gasoducto que transporta gas desde los campos de La Guajira, donde la producción de gas ha ido disminuyendo en los últimos años, acorde con su etapa de declive. Por lo tanto, los ingresos y el EBITDA de TGI podrían verse afectados en el mediano plazo, a medida que los compradores actuales reemplacen las fuentes de gas. Calculamos que la no renovación de los contratos de Ecopetrol e Isagen tendría un impacto de USD 70-80 millones en los ingresos de TGI a partir de 2021, y de COP 70/acción en el PO de GEB.

Proyecciones

- **Ingresos.** Esperamos que los ingresos para 2019 y 2020 se ubiquen en COP 4.0 bn y COP 4.6 bn, respectivamente, creciendo 8% y 9%, impulsados en especial por el negocio de transmisión de energía y distribución de gas natural, dada la entrada en operación de nuevos proyectos y la conexión de nuevos clientes en Perú (luego de la aprobación de la ampliación del plan quinquenal de inversiones), de alrededor de 45 mil clientes trimestrales.

Esperamos una desaceleración en el ritmo de crecimiento en 2020, principalmente por el efecto que estimamos para TGI de una menor tasa de cambio y de cambios regulatorios en remuneración. Destacamos que ElectroDunas aportaría, de acuerdo con nuestra estimación en 2020, COP 361 mil mn a los ingresos, por lo que incluyendo esta compañía, estos alcanzarán COP 4.4 bn.

- **EBITDA.** Esperamos un aumento del EBITDA de 16%, 8% y 9.8% para 2019, 2020 y 2021, respectivamente. El incremento cada vez menor del EBITDA refleja un menor pago de dividendos por parte de Codensa, y una leve reducción en los márgenes operacionales de TGI acordes al cambio regulatorio en el esquema de transporte de gas. Destacamos que nuestra estimación de EBITDA para 2020 es de COP 3.3 bn, sin incluir ElectroDunas, compañía que aportaría COP 79.6 mil mn de pesos adicionales.
- **Utilidad Neta.** La utilidad neta, sin incluir el impacto de la consolidación de ElectroDunas para 2019 sería de COP 2.1 bn y para 2020 de COP 2.2 bn, beneficiada por el positivo desempeño de sus filiales y un importante incremento en el método por participación. Hacia adelante, el margen neto se mantendría cerca de 45%, donde esperamos el desapalancamiento de la compañía, que pasaría de una Deuda/EBITDA ajustado de 3.64x en 2018, a 3.04x en 2020, sin incluir la adquisición de ElectroDunas.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Para estimar el valor de Grupo Energía de Bogotá S.A. ESP utilizamos una metodología de flujo de caja descontado para la valoración de cuatro compañías controladas (TGI, Cálidda, ElectroDunas y EEB Transmisión) y cinco no controladas (Emgesa, Codensa, Promigas, REP y Transmántaro), e incorporamos a su valor en libros en el resto de las compañías en las que el grupo tiene participación. Destacamos que en esta oportunidad incluimos por primera vez por la metodología de DCF las valoraciones de REP, CTM, Promigas y ElectroDunas.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2019 FA de COP 2,650/acción, evidenciando un potencial de valorización de 22.7% sin incluir el retorno por dividendos que es uno de los más elevados de las compañías que hacen parte del índice COLCAP. Sobre esta base y ante la perspectiva positiva de desempeño de sus negocios, decidimos mantener al Grupo Energía de Bogotá en nuestro portafolio de Top Picks para el año 2020. Los parámetros utilizados para la valoración de las compañías se describen en la siguiente tabla:



Empresa	Metodología de valoración	Valor	% Participación GEB	Valor para GEB	Valor por acción para GEB
EEB Transmisión	DCF	1,539,059	100%	1,539,059	168
TRECSA	VL	674,388	95.3%	642,692	70
TGI	DCF	5,284,905	100%	5,283,319	575
CÁLIDDA	DCF	2,885,057	60%	1,731,034	189
CONTUGAS	VL	133,060	100%	133,060	14
ELECTRODUNAS	DCF	605,874	100%	605,874	66
Total Controladas		9,873,104		9,935,037	1,082
Emgesa	DCF	18,375,444	52%	9,465,191	1,031
Codensa	DCF	11,404,859	52%	5,902,015	643
Gas Natural	Precio última transacción	2,685,003	25%	670,982	73
Promigas	DCF-PO	9,986,663	16%	1,561,914	170
REP	DCF	1,678,182	40%	671,273	73
CTM	DCF	3,431,132	40%	1,372,453	149
EMSA	VL	635,533	16%	103,147	11
BRASIL	VL	589,861	51%	300,829	33
Total No Controladas		48,786,677		20,047,804	2,184
Valor Inversiones				29,982,841	3,266
Deuda*				(4,599,508)	-501
Caja+Inv. Temporales				637,380	69
VP Gastos Administrativos				(1,720,871)	-187
Valor Neto				24,299,843	
Número de acciones				9,181	
Precio Objetivo				2,650	

Valores en COP millones, con excepción de "Valor por acción para GEB" y P.O.

Valor de TGI ante presiones en el margen EBITDA y la tasa de cambio

Dado que sus ingresos están atados al USD y el riesgo regulatorio vigente en TGI podría significar una disminución en el margen EBITDA, sensibilizamos el valor de la compañía frente estas dos variables. Una disminución en 200 pbs en el margen EBITDA 2020-2027 resultaría en una caída de COP 53 pesos en el valor de la acción de GEB y una caída de COP 100 en la tasa de cambio significaría una disminución de COP 5 pesos.

Valor de TGI		M. EBITDA (Base prom. 2020-2027= 80%)				
		-4%	-2%	0%	2%	4%
TRM (Base prom. 2019-2027 = COP 3,241)	-200	454	498	543	587	632
	-100	449	495	540	585	630
	0	452	499	575	591	637
	100	459	506	553	601	648
	200	467	516	564	613	661

Grupo Nutresa

Capturando el repunte del consumo

La materialización de las perspectivas positivas para la economía colombiana en los próximos años debería seguir impulsando el consumo de los hogares y, consecuentemente, el crecimiento y solidez de Nutresa. Igualmente, esperamos que la rentabilidad se siga viendo beneficiada por el incremento en los volúmenes de venta y la capacidad de dilución de costos y gastos operacionales, por contar con economías de escala. Del mismo modo, la importante diversificación geográfica y de productos le permitirá a Nutresa seguir generando valor de forma sostenida en el largo plazo. De esta manera, cambiamos nuestra recomendación desde NEUTRAL a SOBREPONDERAR.



SOBREPONDERAR
P.O.: 32,400

Potencial: 27.6%
Riesgo: MEDIO
Cierre: COP 25,400
Sector: Consumo

NUTRESA CB

Bloomberg: RESP COAR <GO>

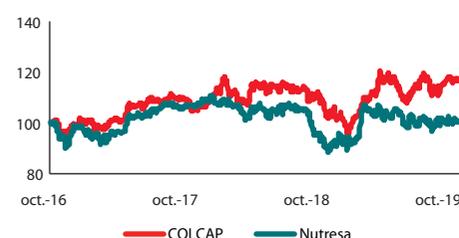
Julián Felipe Amaya
Analista Sector Consumo
jamaya@corredores.com
Ext. 92473

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP)	11.9 bn
Flotante	44.1%
Dividendo 2020e (COP)	643
Retorno por dividendo	2.5%
% COLCAP	6.1%
# Acciones	460 mm
P/VL actual	1.4x
P/U actual	21.8x
EV/EBITDA actual	13.1x
Último precio	25,400
Máx. 52 semanas	27,180
Mín. 52 semanas	22,140

Comportamiento Mercado (base 100: 2016)



Fuente: Bloomberg

Aspectos a destacar

- **Estimamos un Precio Objetivo 2020FA de COP 32,400/acción.** Nuestras principales estimaciones para 2020 son: i) ingresos que crecen 5.3% en 2020, ubicándose en COP 10.26 bn, producto de un crecimiento anual en volúmenes y precios de 3.3% y 1.9%, respectivamente; ii) crecimiento anual del EBITDA de 5.3%, equivalente a un margen EBITDA de 14.0%; iii) utilidad neta de COP 632 mil mm, creciendo 5.8% anual, pues esperamos que la compañía siga diluyendo los gastos y costos como porcentaje de las ventas; iv) el valor del portafolio de inversión en Grupo Argos y Grupo Sura representa 23.1% del valor total a un precio promedio de los últimos 12 meses de COP 17,100/acción y COP 33,800/acción, respectivamente.
- **Desempeño de la economía colombiana continuaría aportando al crecimiento.** Nutresa cuenta con una base diversificada en su operación, que se ha beneficiado del repunte presentado en el consumo de los hogares desde finales de 2018, lo que se ha reflejado en el crecimiento de las ventas de la compañía, principalmente a través de un incremento de los volúmenes. Para el primer semestre de 2019, el crecimiento en ventas fue de 5.2% en Colombia, resultado de un incremento de 4.2% en volúmenes y 0.9% en precio. De igual forma, esperamos que Nutresa cierre 2020 con un crecimiento de 5.3% en ventas, explicado por un aumento en los precios de 1.9% y una buena dinámica en los volúmenes de venta que presentarían un crecimiento del 3.3% en el año.
- **Atractiva también a nivel relativo.** Actualmente, la acción se negocia con descuento a nivel relativo frente a sus comparables, transando a un múltiplo *forward* ajustado por portafolio P/U UDM de 17.4x, que posteriormente desciende a P/U 2019 15.6x y P/U 2020 14.7x, muy por debajo a lo que están transando sus pares (20.4x, 16.3x y 15.3x). Por otro lado, a partir del valor de mercado de sus inversiones (Grupo Sura y Grupo Argos), el valor implícito al cual negocia su portafolio de alimentos (COP 17,900/acción) evidencia un descuento cercano al 40% frente a nuestra estimación (COP 24,900/acción).

¿Por qué SOBREPONDERAR?

La diversificación geográfica, el fuerte posicionamiento y el reconocimiento de sus marcas convierten a Nutresa en un vehículo ideal para capturar el repunte del consumo en la región, generando valor en el largo plazo y evidenciando un atractivo potencial de valorización frente a su valor justo, lo que nos lleva a dar una recomendación de SOBREPONDERAR.

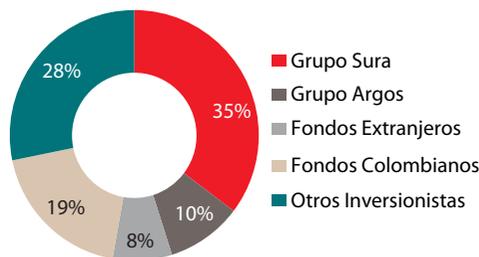


Grupo Nutresa / Ficha técnica

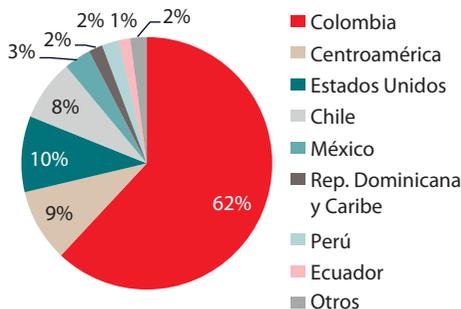
Descripción de la compañía. Grupo Nutresa, antes Grupo Nacional de Chocolates, es la empresa líder en alimentos procesados en Colombia (59.2% participación de mercado) y uno de los jugadores más relevantes del sector en América Latina. Opera 8 líneas de negocio: Cárnicos, Chocolates, Galletas, Café, Pastas, Helados,

Bebidas instantáneas frías (TMLUC) y desde 1T15 incorporó el segmento de Alimentos al Consumidor como una nueva categoría. Las ventas internacionales representan ~36% de los ingresos consolidados. La compañía tiene inversiones en otras compañías colombianas listadas, como Grupo Sura y Grupo Argos.

Composición accionaria



Participación en ventas por país 2020e



Comparables

Compañía	Market Cap (USD mm)	EV/12M EBITDA	EV/EBITDA 2020E
M Dias Branco	3,056	18.0x	10.3x
Grupo Herdez	884	9.1x	8.4x
Alicorp	2,342	12.5x	9.0x
BRF	7,405	12.4x	6.6x
Bimbo	8,751	8.2x	7.7x
Gruma	4,354	8.7x	8.5x
Mafrig Global Foods	1,762	6.3x	4.7x
Kraft	NA	29.0x	NA
Hershey	29,941	16.0x	12.0x
Kellogg Co.	20,741	13.1x	11.1x
General Mills	30,528	14.3x	11.3x
Mondelez	76,102	20.1x	13.4x
Ebro Foods	3,258	12.2x	9.2x
Mediana Alimentos	5,880	12.8x	9.1x
Mediana Alim. Consumidor	2,162	15.2x	11.0x
Mediana Global	5,441	13.1x	9.3x
Nutresa	3,508	9.6x	8.2x

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

Resumen

	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Acciones en circulación (millones)	460	460	460	460	460
Cap. Bursátil (COP millones)	12,800,635	10,812,901	11,687,136	11,687,136	11,687,136
Precio (COP/acción)*	27,820	23,500	25,400	25,400	25,400
VL (COP/acción)	19,359	18,018	18,704	19,381	20,137
Utilidad por acción (COP)	913	1,098	1,298	1,372	1,491
P/VL	1.44	1.30	1.36	1.31	1.26
P/VL ajustado	1.44	1.30	1.36	1.31	1.26
P/U	30.5	21.4	19.6	18.5	17.0
P/U ajustado	21.0	14.0	15.4	14.5	13.3
EV/EBITDA	11.16	10.90	8.53	8.67	8.19
EV/EBITDA ajustado	10.90	8.53	8.67	8.19	7.72
EV/Ventas	1.32	1.31	1.07	1.22	1.15
EV/Ventas ajustado	1.31	1.07	1.22	1.15	1.08

Balance general consolidado

COP mm	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Disponible	435,643	347,520	334,770	352,521	371,882
Propiedad, plata y equipo	3,395,671	3,376,364	3,520,664	3,576,517	3,633,268
Otros activos	10,478,163	9,799,813	11,291,043	11,612,496	11,983,332
Total Activos	14,309,477	13,523,697	15,146,477	15,541,534	15,988,482
Obligaciones Financieras	3,031,210	2,788,045	2,977,483	2,899,490	2,821,497
Otros pasivos	2,328,086	2,400,921	3,515,012	3,672,312	3,845,208
Total Pasivos	5,359,296	5,188,966	6,492,496	6,571,802	6,666,705
Patrimonio	8,907,656	8,290,443	8,605,966	8,917,791	9,265,696
Pasivos+Patrimonio+I.Min.	14,309,477	13,523,697	15,146,477	15,541,534	15,988,482
Pasivos/Activos	37.5%	38.4%	42.9%	42.3%	41.7%
Obligaciones Financieras/EBITDA	2.90	2.48	2.18	2.01	1.86
ROE	4.72%	6.10%	6.94%	7.08%	7.40%
ROA	2.94%	3.74%	3.94%	4.06%	4.29%
ROIC	5.47%	5.79%	6.57%	6.75%	6.98%

Estado de resultados

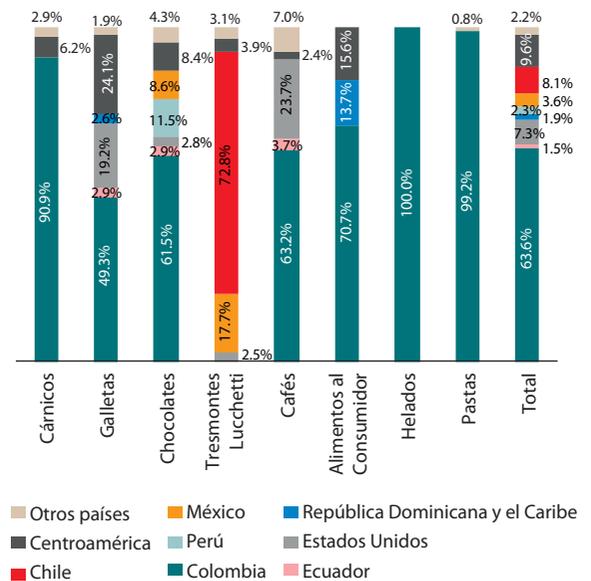
COP mm	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ventas	8,695,604	9,016,067	9,746,909	10,263,713	10,827,425
Cárnicos	1,829,516	1,849,753	1,828,132	1,917,423	2,027,342
Galletas	1,771,265	1,823,381	1,965,908	2,067,751	2,181,617
Chocolates	1,468,839	1,552,791	1,668,591	1,757,667	1,857,266
Café	1,002,296	985,657	1,341,404	1,430,588	1,505,263
Helados	423,550	444,361	415,026	434,553	456,499
Pastas	293,753	301,991	334,503	360,319	380,362
TMLUC	978,545	994,596	1,048,858	1,089,498	1,144,601
Alimentos al Consumidor	696,955	737,717	778,947	821,491	869,024
Costo de Venta	-4,855,635	-4,969,218	-5,410,769	-5,661,608	-5,934,526
Utilida Bruta	3,839,969	4,046,849	4,336,140	4,602,106	4,892,899
Gastos operacionales	3,065,444	3,197,553	3,325,525	3,542,692	3,773,948
Utilidad operacional	774,525	849,296	1,010,616	1,059,413	1,118,951
Utilida neta	420,207	505,308	597,119	631,518	685,820
EBITDA	1,044,179	1,126,422	1,366,371	1,438,954	1,518,837
Margen Bruto	44.16%	44.88%	44.49%	44.84%	45.19%
Margen operacional	8.91%	9.42%	10.37%	10.32%	10.33%
Margen EBITDA	12.01%	12.49%	14.02%	14.02%	14.03%

*Precio de Cierre del 18/10/2019

Hipótesis de valor

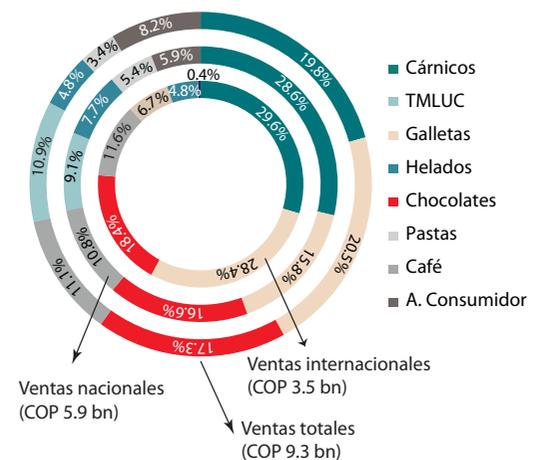
- **El crecimiento de Nutresa se basa en la diversificación geográfica y variedad de negocios.** El crecimiento sostenido de Nutresa se basa en su diversificación, tanto geográfica como por las diferentes líneas de negocio que la compañía maneja. En este aspecto, Nutresa cuenta con participación directa en 14 países y distribución hacia otros 75 países, donde el 63.0% de sus ingresos provienen de Colombia, seguida de Chile y Estados Unidos con 7.9% de participación, cada uno. De igual manera, su estrategia se robustece por medio de las diversas marcas de comida procesada, altamente reconocidas y con gran porcentaje de participación de mercado, que se resumen en sus 8 líneas de negocio, donde las líneas de Galletas y Cárnicos son las de mayor relevancia, con un peso dentro del total de las ventas cercano al 20%, cada uno.
- **Repunte de la economía seguiría aportando al crecimiento de los volúmenes de venta.** Desde el segundo trimestre del 2018 se ha observado un repunte en las cifras de Nutresa, impulsadas por el aumento en los volúmenes de venta, principalmente por su operación en Colombia, comportamiento derivado del mejor desempeño que ha presentado la economía del país, tal como se ha observado en la dinámica de las ventas minoristas, que frente al mismo periodo han crecido 6.1%. De esta manera, y teniendo en cuenta el buen desempeño que anticipamos para la economía en 2020 (estimamos que las ventas al por menor crezcan 3.6%), esperamos que la compañía mantenga su tendencia de crecimiento en las ventas por un continuo crecimiento de volúmenes. Asimismo, dada la capacidad de la compañía de contar con economías de escala, esperamos que los márgenes de rentabilidad sigan su ritmo de expansión, en la medida en que la compañía mantenga la buena gestión de control de gastos y costos operacionales que se ha observado en los últimos trimestres, donde el incremento de estos dos rubros ha sido inferior al presentado en la variación de las ventas.
- **Optimización de la operación a través del fortalecimiento de la red comercial.** Nutresa se ha encargado de mejorar la atención al cliente mediante el robustecimiento de los canales por los cuales realiza las ventas de sus productos, estrategia que ha desarrollado, principalmente en Colombia, mediante alianzas estratégicas con varios distribuidores y un mayor acercamiento al canal tradicional. Ejemplo de esto ha sido el gran alcance que ha logrado el formato de Novaventa, que en 2018 llegó a cubrir el 87% de Colombia, gracias a la participación de más de 170 mil Mamás Empresarias. De igual forma, a través de su alianza con La Recetta y la adquisición de Atlantic FS a principios de 2019, Nutresa busca potenciar su atención al canal institucional. En el ámbito internacional, Nutresa espera seguir ofreciendo mayores alternativas para mejorar su atención a los diferentes tipos de canales, y consecuentemente llegar a más hogares. De esta manera, esperamos que en la medida en que la compañía continúe la ampliación de su abanico de atención al cliente y su implementación a escala internacional, la penetración de sus marcas sea aún mayor y, consecuentemente, sigan generando valor para sus accionistas.
- **Importante oportunidad de crecimiento en el negocio de café en Estados Unidos.** El hábito de consumo de los estadounidenses refleja un incremento en la preferencia de bebidas de café por encima de

Diversificación por geografía y negocio



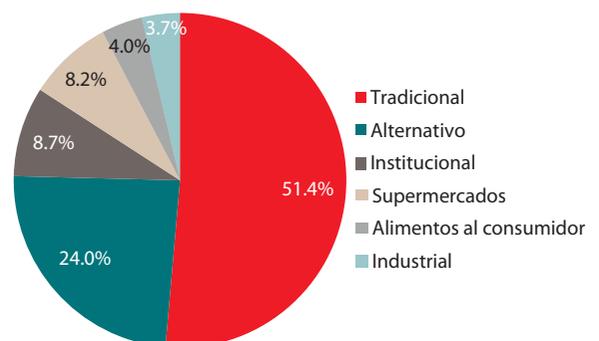
Fuente: Grupo Nutresa, cifras a cierre de 2018

Mezcla de ventas 2T19 UDM

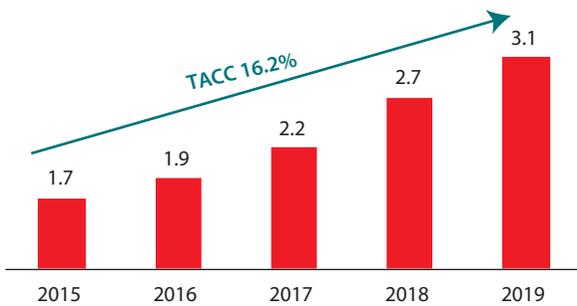


Fuente: Grupo Nutresa

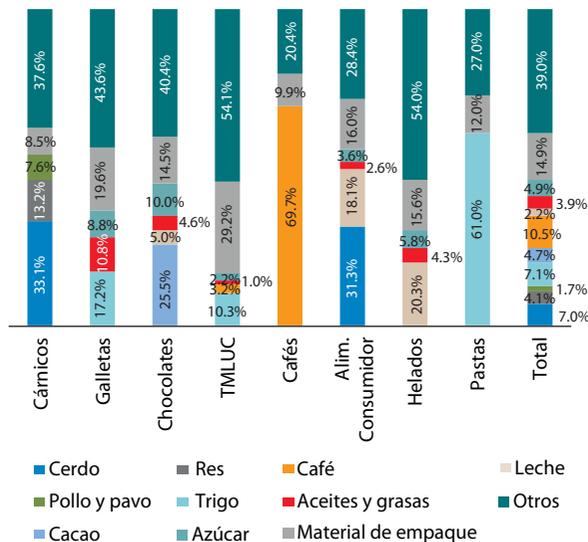
Ventas por tipo de canal



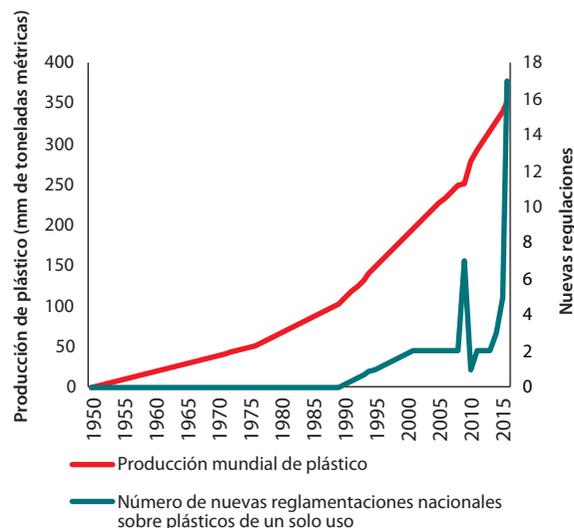
Fuente: Grupo Nutresa

**Ventas de café soluble en EE. UU. (USD mil mm)**

Fuente: Nielsen

Mezcla de insumos por negocio

Fuente: Grupo Nutresa, cifras a cierre de 2018

Regulaciones sobre el uso de plástico vs. producción de plástico

Fuente: MSCI ESG Research, Statista, United Nations Environment Programme

otras bebidas energéticas similares. Como resultado de esto, el crecimiento promedio anual desde julio de 2015 (con corte a julio de 2019) del segmento de café soluble en Estados Unidos ha sido del 16.2%. De esta manera, esperamos que la adquisición de Cameron's Coffee presente una dinámica similar a la del resto de la industria, donde adicionalmente esperamos que Nutresa obtenga beneficios adicionales por sinergias y diversificación de su portafolio.

Riesgos

> **Cambios de tendencia en los consumidores presenta un reto adicional.** La industria alimentaria tiene que innovar constantemente para satisfacer los gustos de sus consumidores. Si bien Nutresa se caracteriza por reinventar sus productos de forma permanente para así mantener su portafolio de productos lo más acorde posible con las preferencias de los consumidores, la concientización de estos por mantener una dieta más saludable y, o, con el menor impacto ambiental, ha llevado al consumidor a buscar alternativas diferentes, más acordes con su nuevo estilo de vida. De esta manera, varios de ellos han dejado de consumir carne para reemplazarlas por productos a base de vegetales. De igual forma, el impacto que han tenido los productos de plástico en el medio ambiente ha llevado a que en la mayoría de países se instauren regulaciones para la reducción o prohibición de productos con estas características; así, la industria de alimentos procesados se encuentra dentro de las que mayor impacto negativo han tenido a raíz de este incremento de regulaciones, pues las ha llevado a buscar alternativas para reemplazar sus materiales de empaque o adecuarse a estas nuevas leyes.

> **Oportunidades de crecimiento inorgánico siguen siendo una preocupación.** Si bien las adquisiciones recientes no han llevado a que la compañía deteriore sus métricas de apalancamiento (luego de la adquisición de Cameron's Coffee, el indicador de Deuda Neta/EBITDA se situó en 2.42 veces), al tener en cuenta la meta que se tiene planteada para cierre de 2020, de alcanzar ventas por COP 11.8 bn y que bajo nuestras estimaciones, estas llegarían a COP 10.3 bn (-13% inferior), no descartamos un escenario en el que la compañía siga recurriendo a expansiones inorgánicas. Además, al observar las recientes adquisiciones que se han efectuado en este sector y varias de las adquisiciones pasadas por parte de Nutresa, el panorama podría ser desafiante, dado que estas adquisiciones se han llevado a cabo a múltiplos elevados.

> **Hard Discounters mantienen su ritmo de expansión de mercado.** Desde la entrada de los formatos de precios bajos, la dinámica en el sector *retail* ha cambiado en varios aspectos: i) el impacto más claro es el incremento de la participación que han tenido estos nuevos jugadores en la industria, que junto a la diversidad de productos que ofrecen, han impactado los volúmenes de venta de productores de alimentos como Nutresa; ii) a raíz de lo primero, los minoristas más tradicionales han tenido que adoptar diferentes medidas y estrategias para mitigar la disminución de su participación en el mercado; algunas de ellas han sido el incremento de la inversión en la creación de marcas propias, que finalmente le han quitado porción de mercado a productores como Nutresa.

- **Cambios en las reglas de juego podrían volver a afectar el gasto de los hogares.** En Colombia, cada dos años en promedio se ha llevado a cabo una reforma tributaria, que en algunas ocasiones ha impactado el consumo de los hogares y disminuido el consumo durante el año. En 2017 se observó cómo los volúmenes de venta de Nutresa se vieron afectados, tanto por la reforma tributaria que se presentó ese año, como por el auge de los *hard discounters*. Debido a que Colombia es la principal operación de Nutresa, consideramos importante tener en cuenta los retos que pueda presentar la economía, que deriven en una nueva reforma tributaria o en la declaración de nulidad de la Ley de Financiamiento.

Proyecciones

- **Ingresos.** Estimamos ingresos de COP 10.26 bn para 2020, con un crecimiento de 5.3% anual. Dicho crecimiento anual por línea sería: i) 4.9% en Cárnicos, 5.2% en Galletas, 5.3% en Chocolates, 6.6% en Café, 4.7% en Helados, 7.7% en Pastas, 3.9% en TMLUC y 5.5% en Alimentos al Consumidor; ii) revisión del PIB para 2020 a 3.2% e inflación a 3.2%. Esperamos un mix de ventas similar al de 2019, teniendo en cuenta el incremento de participación de la línea de Café por la reciente adquisición de Cameron's Coffee. De esta manera, los segmentos de Galletas, Cárnicos y Chocolates aportarían 20.1%, 18.7% y 17.1%, respectivamente, mientras que las líneas de Café, Tresmontes Lucchetti y Alimentos al Consumidor aportarían 13.9%, 10.6% y 8.0%, en el mismo orden.
- **EBITDA.** Proyectamos un incremento en el EBITDA, con respecto a 2019, del 5.3%, con lo que el margen se ubicaría en 14.0%. Estimamos un aumento en los costos de ventas de 4.6%, dadas las nuevas proyecciones de inflación. Esperamos un aporte al EBITDA total de 19.7% por parte de Chocolates y Galletas individualmente, de 18.1%, 11.9%, 11.8% y 10.8% en Cárnicos, Café, Alimentos al Consumidor y Tresmontes Lucchetti, respectivamente. Por su parte, Helados y Pastas aportarían 4.3% y 3.1%.
- **Utilidad Neta.** Esperamos una utilidad de COP 632 mil mm para 2020, lo que representa un incremento de 5.8% anual, a raíz de la continua mejora que estimamos en los volúmenes de venta de Nutresa, reflejada en un aumento de 6.1% en su utilidad bruta e incremento de 5.8% en los gastos financieros, que se ubicarían en COP 308 mil mm para el periodo.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Flujo de caja libre para el negocio de alimentos

El valor justo 2020FA obtenido es COP 32,400/acción. Los parámetros usados son: WACC de 9.6%, beta de 0.6x, costo del *equity* de 10.9% y perpetuidad de 3.0%.

Portafolio de inversión

Para calcular el valor del portafolio de inversión utilizamos el precio de las acciones ordinarias de Grupo Argos y Grupo Sura, teniendo en cuenta el promedio de los últimos 12 meses, siendo de COP 17,100 y COP 33,800, respectivamente. Así, el valor del portafolio se ubica en COP 3.4 bn, que equivale a COP 7,500 de nuestro Precio Objetivo, representando el 23.1%.

Exposición a reglamentaciones sobre plásticos y productos relacionados con el plástico por sectores



Fuente: MSCI ESG Research



Método	Peso	PO 2020
FCL @9.6%	70%	33,000
EV/EBITDA 2020E @10x	10%	31,200
EV/VENTAS 2020E @1.7x	10%	30,900
P/U 2020E @17.2x	10%	31,100
Precio Objetivo 2020 FA	100%	32,400

Múltiplos de Valoración

Esta metodología utiliza los siguientes múltiplos: EV/EBITDA 2020E de 10x, EV/VENTAS 2020E de 1.4x y P/U 2020E de 17.2x al que transan los pares de Nutresa.

Para finalizar, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2020FA de COP 32,400/acción, equivalente a un margen de apreciación de 27.56% y una recomendación de SOBREPONDERAR. Asignamos un riesgo MEDIO a nuestra valoración, puesto que la naturaleza defensiva del negocio, así como sus estrategias de diversificación geográfica y coberturas de precios de materias primas, ayudan a mitigar la volatilidad a la que la compañía podría estar expuesta.

WACC vs. crecimiento a perpetuidad (g)

Este ejercicio mide la sensibilidad de nuestro precio objetivo frente a variaciones en la tasa de descuento utilizada (WACC) y el supuesto de crecimiento a perpetuidad de los flujos de caja libre que utilizamos para el último flujo proyectado.

		WACC = 9.6%				
		2.00%	1.00%	0.00%	-1.00%	-2.00%
G = 3%	-2.0%	25,500	27,200	29,200	31,900	35,300
	-1.0%	26,300	28,200	30,600	33,800	38,200
	0%	27,200	29,500	32,400	36,500	42,300
	1.0%	28,400	31,200	34,900	40,300	48,700
	2.0%	30,000	33,500	38,400	46,200	60,000

Sensibilidad P.O. del portafolio de inversión

Las inversiones de Nutresa en Grupo Argos y Grupo Sura representan el 23.1% de nuestro Precio Objetivo y están incluidas en nuestra valoración a Precio Objetivo de cada uno de los emisores. Esto, debido al propósito de inversión de Nutresa sobre estas compañías, pues si vendiera las inversiones, se perdería la estructura de enroque.

		Grupo Argos COP 17,200				
		-20.0%	-10.0%	0.0%	10.0%	20.0%
Grupo Sura COP 33,800	-20.0%	30,900	31,200	31,500	31,800	32,100
	-10.0%	31,400	31,700	32,000	32,300	32,600
	0.0%	31,800	32,100	32,400	32,700	33,000
	10.0%	32,300	32,600	32,900	33,200	33,500
	20.0%	32,700	33,000	33,300	33,600	33,900

Volumen de ventas vs. Margen EBITDA

Medimos la sensibilidad que tendría nuestro Precio Objetivo frente a cambios en volúmenes de venta y el margen EBITDA, ya que consideramos que estas variables son las más importantes para enfocarnos durante 2020.

		Margen EBITDA				
		-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
Ventas	-10.0%	28,900	30,500	32,100	33,800	35,400
	-5.0%	29,000	30,600	32,300	33,900	35,600
	0.0%	29,200	30,800	32,400	34,100	35,700
	5.0%	29,300	30,900	32,600	34,200	35,900
	10.0%	29,500	31,100	32,700	34,400	36,000

Grupo Sura

A un descuento excesivo

Consideramos positivo el cambio estratégico por parte de la administración hacia la búsqueda de rentabilizar las operaciones de Suramericana y Sura Asset Management en los últimos años, que esperamos continúe generando resultados positivos durante los próximos años. Si bien somos conscientes de los grandes retos que se presentarán por los posibles cambios regulatorios, particularmente en el negocio de pensiones en la región, consideramos que en el precio actual de la acción está sobredimensionado el impacto de los mismos, lo que se refleja en el amplio espacio de valorización frente a nuestra estimación de valor justo y frente a su portafolio, que incluso ya incorpora el negocio de Sura Asset Management a 0.8x su valor en libros.

Aspectos a destacar

- **Actualizamos el Precio Objetivo 2020FA a COP 44,500/acción.** El valor del *holding* está compuesto por 18.8% de Sura Asset Management, 31.7% Bancolombia, 14.0% Grupo Argos, 19.7% Suramericana y 15.7% Grupo Nutresa. En nuestra valoración tenemos en cuenta el valor de la deuda neta del *holding* y el valor presente de los gastos operacionales. Incluimos un descuento del 5.1% asociado al diferencial entre el costo de capital ponderado y la rentabilidad proyectada del *holding*.
- **Excesivo descuento frente a su portafolio.** Actualmente, Grupo Sura transa a un precio muy inferior al valor de mercado de su portafolio, presentando un descuento de 14.9%, muy cercano al máximo histórico (-16.0%). Al respecto, destacamos los buenos resultados de Bancolombia durante 2019 y el crecimiento en utilidad que esperamos tenga durante 2020, de 18.4%, escenario que hemos visto descontado en la acción preferencial y ordinaria de Bancolombia, pero no en Grupo Sura. Esto cobra más relevancia si se tiene en cuenta el buen desempeño financiero, que esperamos continúe en Nutresa, Grupo Argos y Suramericana en los próximos años.
- **Una estrategia direccionada a rentabilizar las operaciones actuales.** En el último año, Grupo Sura ha centrado su estrategia en rentabilizar los negocios adquiridos. De esta forma, el *holding* ha logrado reconocer aquellos negocios que no le generan valor y se ha ido desinvirtiendo de ellos paulatinamente, como fue la venta del segmento de rentas vitalicias en Chile, la no participación del negocio previsional en Colombia y la decisión de no seguir creciendo en el segmento de rentas vitalicias en México. Con los recursos procedentes de la venta de estos negocios, Grupo Sura ha reducido su apalancamiento (deuda neta/dividendos), al pasar de 5.5x en 2017 a 4.89x para cierre de 2T19, lo cual también beneficiará a los resultados de la compañía.

¿Por qué SOBREPONDERAR?

Consideramos que Grupo Sura es una de las acciones más subvaloradas del COLCAP. De acuerdo con nuestra estimación de valor justo, la acción presenta un amplio potencial de 35.7%, cerca del doble del potencial que estimamos para el índice COLCAP y el más alto entre las compañías que no presentan riesgos de gobierno corporativo.



SOBREPONDERAR
P.O. ordinaria: 44,500
P.O. preferencial: 40,100

Potencial: 35.7%
Riesgo: MEDIO
Cierre ordinaria: COP 32,800
Sector: Holdings

GRUPOSUR CB / PFGRUPSUR CB

Bloomberg: RESP COAR <GO>

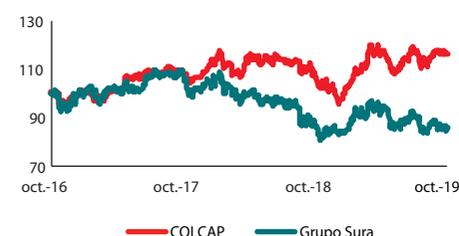
Julían Felipe Amaya
 Analista sector Financiero
 jamaya@corredores.com
 Ext. 92473

Katherine Ortiz
 Líder Renta Variable
 kortiz@corredores.com
 Ext. 92134

Información de la acción (ordinaria)

Cap. Bursátil (COP)	18.9 bn
Flotante	51.5%
Dividendo 2020e (COP)	585
Retorno por dividendo	1.8%
% COLCAP	10.7%
# Acciones	575 mm
P/VL actual	0.6x
P/U actual	10.4x
Último precio	32,800
Máx. 52 semanas	37,500
Mín. 52 semanas	30,800

► Comportamiento Mercado (base 100: 2016)



Fuente: Bloomberg



Grupo Sura / Ficha técnica

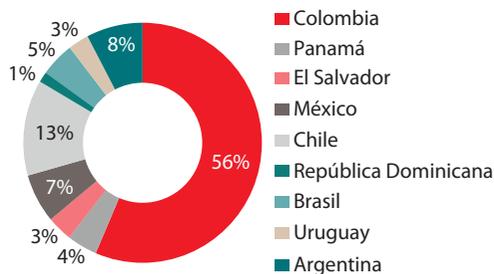
Descripción de la compañía. Grupo Sura es un *holding*, listado en la Bolsa de Valores de Colombia, LATIBEX –mercado español para valores latinoamericanos– y cuenta con dos programas de ADR en Estados Unidos para sus acciones ordinarias y preferenciales. Posee un portafolio de inversiones agrupado en 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.

Composición accionaria



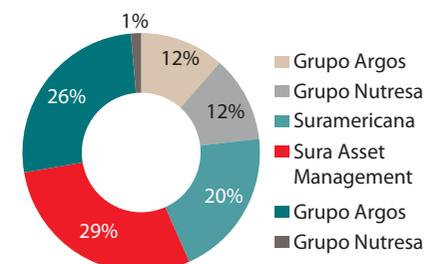
Primas netas por país 2T19 UDM (Suramericana)



Distribución de valor del portafolio



Portafolio de inversiones



Resumen

COP millones	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Acciones en circulación (mm)	575	575	575	575	575
Cap. Bursátil (COP mn)	23,187,501	18,480,956	18,872,209	18,872,209	18,872,209
Precio (COP/Acción)*	40,300	32,120	32,800	32,800	32,800
VL (COP/Acción)	41,416	42,536	42,540	45,382	48,398
UPA (COP/Acción)	2,183	2,056	2,961	3,250	3,868
P/VL	1.0x	0.8x	0.8x	0.7x	0.7x
P/U	18.5x	15.6x	11.1x	10.1x	8.5x

Balance general consolidado

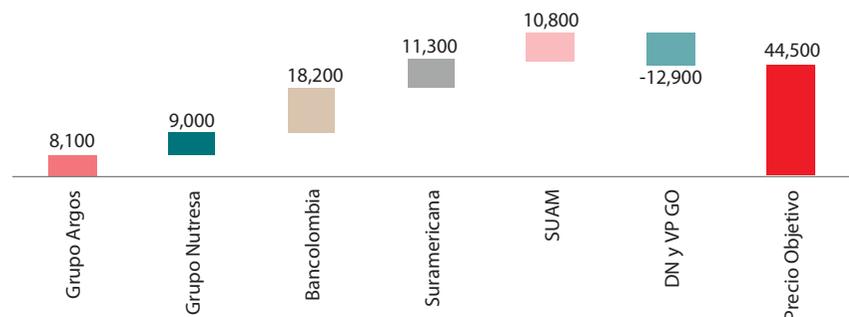
COP millones	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Efectivo y equivalentes	1,575,609	1,878,040	2,067,515	2,205,630	2,352,212
Otros Activos	67,417,648	69,195,332	69,288,954	73,917,613	78,830,059
Total Activos	68,993,257	71,073,373	71,356,469	76,123,242	81,182,271
Reservas técnicas	26,195,224	22,199,074	25,686,992	27,402,941	29,224,097
Otros pasivos	16,571,473	21,973,386	18,663,612	19,910,383	21,233,596
Total Pasivos	42,766,697	44,172,460	44,350,604	47,313,324	50,457,692
Patrimonio	23,829,521	24,473,747	24,476,264	26,111,333	27,846,651
Minoritarios	2,397,040	2,427,165	2,529,602	2,698,585	2,877,928
Pasivos+Patrimonio+Int. Min.	68,993,258	71,073,373	71,356,469	76,123,242	81,182,271
ROE	5.3%	4.8%	7.0%	7.2%	8.0%
ROA	1.8%	1.7%	2.4%	2.5%	2.7%

Estado de resultados consolidado

COP miles mm	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Primas retenidas	11,206,634	10,734,847	11,364,960	12,124,165	12,929,918
Ingresos por Comisiones	2,352,154	2,503,860	2,766,502	2,868,285	2,973,814
Prestación de Servicios	2,809,297	3,407,145	4,048,319	4,888,390	5,902,787
Ingresos totales	19,471,182	19,473,146	22,107,423	23,610,842	25,750,878
Siniestros retenidos	6,298,762	5,867,804	6,555,648	6,969,332	7,393,713
Gastos totales	16,993,049	16,934,980	18,772,807	20,072,650	21,725,496
Ganancia antes de impuestos	1,768,056	1,679,639	2,525,803	2,762,762	3,246,571
Ganancia Neta	1,454,616	1,343,286	1,929,188	2,120,676	2,523,658
Ganancia de la controladora	1,256,254	1,182,880	1,703,645	1,870,093	2,225,457
Margen Neto	6.5%	6.1%	7.7%	7.9%	8.6%

*Precio de Cierre del 18/10/2019

Resumen de la valoración (COP/acción)



► Presidente: David Bojanani ► Vicepresidente Financiero: Ricardo Jaramillo ► IR: Juan Carlos Gómez ► Página web: www.gruposura.com

Hipótesis de valor

> **Sura Asset Management-SUAM (18.8% del portafolio). Con grandes retos por delante.** La rentabilidad de SUAM aún sigue siendo baja (7.3% para 2S19) y esperamos que se mantenga por debajo de su costo de capital (10%) por lo menos en los próximos cinco años. No obstante, en la medida en que SUAM continúe su estrategia de optimización de la operación mediante los esfuerzos por reducir gastos, los avances en transformación digital y una mayor oferta de productos innovadores, esperaríamos que se reduzca el *spread*. Asimismo, si bien la rentabilidad del sector se ha visto afectada en los últimos años por la tendencia decreciente en las tarifas por comisiones, creemos que en el corto y mediano plazo este efecto podrá ser mitigado por el crecimiento en las bases salariales en los países y en el número de clientes que ha mostrado en años anteriores, que consecuentemente ha llevado a aumentar el monto de los AUM a un TACC de 9.4% desde 2012 (8.5% en el negocio mandatorio y 18.2% en el voluntario). De igual forma, el liderazgo que presenta SUAM en la región le ha permitido tener una base robusta y estable en su generación de ingresos por comisiones.

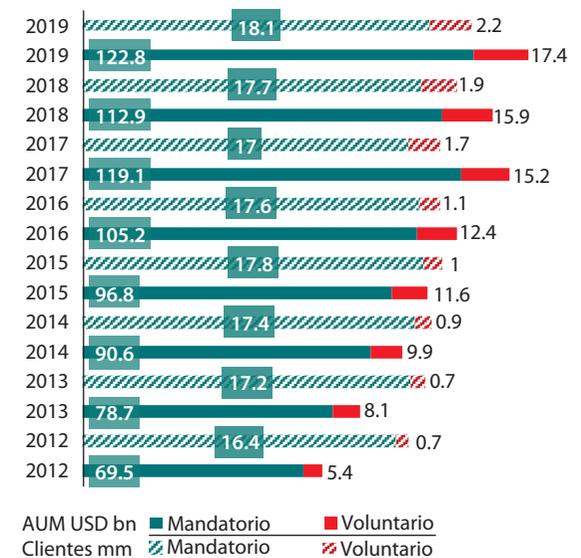
Por último, es importante tener en cuenta que 2020 será un año con riesgos grandes para este sector, ya que se conocerán las reformas pensionales en Chile, México y posiblemente Colombia, lo que podría derivar en un gran cambio en las reglas de juego. De igual modo, reconocemos que el próximo año la alta volatilidad de los mercados financieros podría permanecer, con lo que se observaría un impacto en el rendimiento de las inversiones y, por ende, en el encaje.

> **Bancolombia (P.O. 45,100 | 31.7% del portafolio). Un panorama desalentado.** Esperamos que los resultados de Bancolombia sigan beneficiados por el buen desempeño que presenta la economía colombiana, pues para 2020 se prevé que el país continúe su senda de recuperación y registre un crecimiento del 3.2%, en el que el sistema financiero tendría un crecimiento superior, del orden del 5.2%. Este comportamiento se derivaría del continuo repunte de la cartera de crédito, la significativa reducción en el costo de riesgo y las mayores eficiencias operacionales, resultado, principalmente, de los avances en la transformación digital.

> **Grupo Argos (P.O. 20,500 | 14.0% del portafolio). El principal desafío es la rentabilidad.** El posicionamiento de las distintas inversiones de Grupo Argos debería permitirle al *holding* capturar el repunte económico que se proyecta a escala local para los próximos años y convertirlo en un vehículo atractivo, particularmente por su exposición en infraestructura. Adicionalmente, vemos con buenos ojos el claro enfoque del *management* por incrementar la rentabilidad de sus inversiones; sin embargo, reconocemos que existen diversos retos, tanto en sus negocios estratégicos como en las inversiones de portafolio, lo cual nos lleva a estimar que las rentabilidades objetivo no se lograrían en el corto plazo.

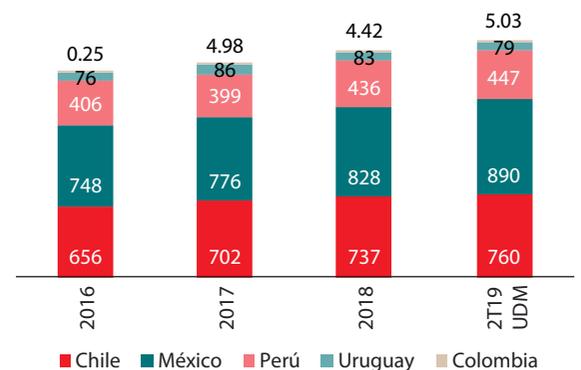
> **Suramericana (19.7% del portafolio). La fortaleza de Grupo Sura.** A medida que se materialice el buen desempeño de la economía colombiana, el sector asegurador continuará beneficiado por una mayor demanda de seguros, pues en lo acumulado a junio de 2019 se ha observado un crecimiento del 8.2% en las primas emitidas, frente al

Histórico AUM y clientes Sura Asset Management



Fuente: Sura Asset Management

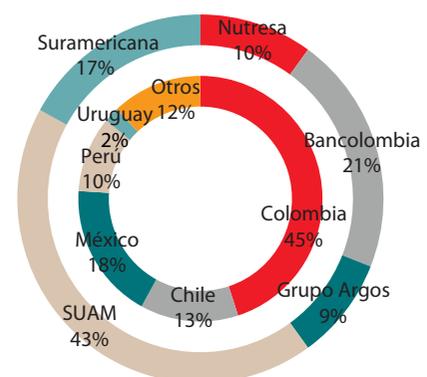
Ingreso por comisiones SUAM (COP mil mm)



*Excluye a Protección

Fuente: Sura Asset Management

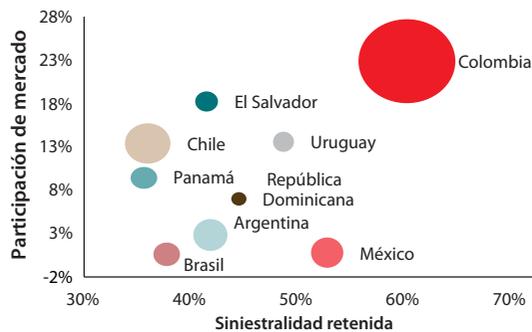
Dividendos por compañía y país a escala holding



Fuente: Grupo Sura



Desempeño de las operaciones de Suramericana por país

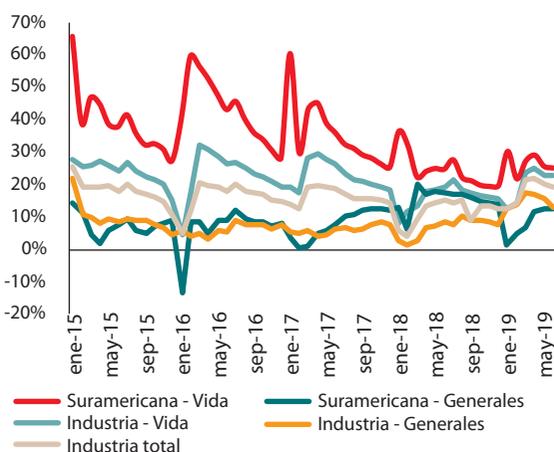


Tamaño burbuja por primas emitidas
Fuente: Suramericana

2T19 UDM COP mm	Primas emitidas	Primas retenidas	Siniestros retenidos	Siniestralidad
Seguros de Vida	4,612,580	4,370,523	2,581,449	59.1%
Vida Individual	728,488	634,740	176,795	27.9%
Vida Grupo	1,110,908	1,027,022	368,675	35.9%
Previsionales	44,270	35,212	59,676	169.5%
Salud	900,102	868,476	852,159	98.1%
Riesgos Laborales	1,478,139	1,478,139	877,852	59.4%
Otros	350,673	326,934	246,292	75.3%
Seguros Generales	8,092,483	5,673,465	2,750,679	48.5%
Autos	2,597,524	2,496,858	1,488,561	59.6%
Incendio	2,050,565	797,660	170,412	21.4%
Autos Obligatorio	489,679	463,492	250,729	54.1%
Transporte	443,738	306,615	126,664	41.3%
Cumplimiento	162,903	65,907	50,339	76.4%
RC	252,043	148,291	62,748	42.3%
Sustracción	174,582	153,037	65,820	43.0%
Otros	1,779,341	1,115,418	477,197	42.8%
Ajustes por inflación	142,108	126,187	58,209	46.1%
Total	12,705,063	10,043,988	5,332,128	53.1%

2T19 UDM COP mm	Prestación de servicios	Costos de servicios	% costos / ingresos
EPS	3,277,881	3,143,388	95.9%
IPS	584,831	404,116	69.1%
Dinámica	309,164	209,999	67.9%
Total	4,171,876	3,757,503	90.1%

Rentabilidad Suramericana Colombia vs. industria



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia | Cálculos: Davivienda Corredores

mismo periodo de 2018. Esto, junto a la menor siniestralidad y mejor índice combinado que ha presentado Suramericana frente a la industria colombiana, la ha llevado a mantener su posición de liderazgo, tanto en el segmento de Vida (24.8% participación de mercado a julio de 2019) como en el de Generales (18.8%), y presentar una rentabilidad superior al de la industria (+508 pbs y +9 pbs, respectivamente).

Por su parte, Suramericana ha logrado en los últimos años diversificar su generación de ingresos al incursionar en otros países de Latinoamérica, región que consideramos tiene alto potencial de crecimiento, dada la baja penetración de la industria si se compara frente al resto del mundo (3.1% vs. 7.8% para cierre 2T19). Además, las diferentes sinergias derivadas de la complementariedad de estos negocios, le han permitido mantener un buen desempeño operacional y tener un TACC de 18.6% en el ingreso por dividendos por parte de sus subsidiarias, entre 2014 y 2018.

De igual forma, somos conscientes de los desafíos que tiene Suramericana en Colombia por varios cambios regulatorios que se han hecho, como el gravamen con IVA a las pólizas de Seguro de Vida, que tendría un impacto de 100 pbs en el ROE. Además de los retos en el sector de salud colombiano por el desajuste existente en la Unidad de Pago por Capitación frente a los cambios que hubo en el POS, y la entrada de nuevos afiliados por la liquidación de otras EPS, por las cuales Suramericana tuvo un impacto negativo en sus gastos operacionales en 2019.

➤ **Grupo Nutresa (P.O. 32,400 | 15.7% del portafolio). Capturando el repunte del consumo.** La materialización de las perspectivas positivas para la economía colombiana en los próximos años debería seguir impulsando el consumo de los hogares y, consecuentemente, el crecimiento y solidez de Nutresa. De esta manera, esperamos que la rentabilidad siga beneficiada por el incremento en los volúmenes de venta y la capacidad de dilución de costos y gastos, por contar con economías de escala. Del mismo modo, la importante diversificación geográfica y de productos le permitirán a Nutresa generar valor de forma sostenida en el largo plazo.

Valoración

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

- Incluimos un descuento del 5.1% basados en el diferencial entre el costo del capital ponderado por el aporte de cada inversión y la rentabilidad proyectada del patrimonio del holding.
- Utilizamos los Precios Objetivo para final de 2020 de Grupo Argos, Bancolombia y Grupo Nutresa.
- Incluimos en nuestra valoración a Suramericana y SUAM mediante un ejercicio de exceso de retorno (ingreso residual) para SUAM y Suramericana, incorporando en la valoración de Suramericana los activos de RSA.
- Ajustamos la deuda de Grupo Sura con la última información disponible.
- Otras inversiones están incluidas al valor en libros.

Inversiones	Acciones	Precio Objetivo	Valor (COP mm)	Peso portafolio	Participación accionaria
Grupo Argos	229,295,179	20,500	4,700,551	14.0%	26.6%
Grupo Nutresa	161,807,155	32,400	5,242,552	15.7%	34.9%
Bancolombia	235,098,823	45,100	10,602,957	31.7%	44.2%
Suramericana		P/VL 1.5x	6,584,692	19.7%	81.1%
Sura Asset Management		P/VL 0.8x	6,295,649	18.8%	83.6%
Otras inversiones			64,293	0.2%	
Total inversiones			33,490,694		
Deuda neta			5,094,455		
VP GO			1,121,654		
Valor del portafolio neto			27,274,585		
Descuento por <i>holding</i>			5.10%		
Valor del portafolio con descuento			25,883,581		
Número de acciones			582		
Precio Objetivo			44,500		

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2020FA de COP 44,500/acción. Consideramos que el impulso que dará a los resultados Suramericana con su continua captura de participación de mercado, sumada a la recuperación de Sura Asset Management y la mayor contribución que darían Grupo Argos, Bancolombia y Grupo Nutresa al portafolio de la *holding*, soportarían nuestra recomendación de SOBREPONDERAR, toda vez que esperamos que nuestra tesis de inversión se siga materializando y permita capturar el potencial de valorización frente al precio actual.

Sensibilización a nuestro Precio Objetivo

Precio Bancolombia vs. Grupo Argos

Evaluamos el cambio en el Precio Objetivo frente a variaciones en el Precio Objetivo de Bancolombia y el de Grupo Argos (COP 45,100 y COP 20,500, respectivamente). De esta manera, un incremento de 15% en el Precio Objetivo de Bancolombia se reflejaría en un incremento de COP 2,600/acción en nuestro P.O., mientras que una disminución de 15% en el precio de Grupo Argos se traduciría en una disminución en el precio de COP 1,200/acción.

		Bancolombia COP 45,100				
		-25%	-15%	0%	15%	25%
Grupo Argos COP 20,500	-25.0%	38,200	40,000	42,600	45,200	46,900
	-15.0%	39,000	40,700	43,300	45,900	47,600
	0.0%	40,200	41,900	44,500	47,100	48,800
	15.0%	41,300	43,000	45,600	48,200	49,900
	25.0%	42,100	43,800	46,400	49,000	50,700

Valor Suramericana vs. valor de Sura Asset Management

Estimamos el impacto en el Precio Objetivo frente a variaciones en el valor de Suramericana y el valor de Sura Asset Management (SUAM). De esta manera, un incremento de 15% en el valor de Suramericana tendría un beneficio en nuestro Precio Objetivo de COP 1,600/acción, y paralelamente,



una disminución de 15% en el valor de Sura AM se reflejaría en una disminución de COP 1,600/acción.

		Suramericana				
		-25%	-15%	0%	15%	25%
SUAM	-25.0%	39,200	40,300	41,900	43,500	44,600
	-15.0%	40,300	41,300	42,900	44,500	45,600
	0.0%	41,800	42,900	44,500	46,100	47,200
	15.0%	43,300	44,400	46,000	47,600	48,700
	25.0%	44,400	45,400	47,000	48,700	49,700

Precio Grupo Nutresa vs. nivel de deuda neta individual

Estimamos el impacto en el Precio Objetivo frente a variaciones en el precio de Grupo Nutresa y el monto del endeudamiento neto. De esta manera, un incremento de 15% en el valor de Nutresa tendría un impacto en nuestro Precio Objetivo de COP +1,300/acción, y paralelamente, una disminución de 5% en la deuda neta individual de Grupo Sura se reflejaría en un aumento de COP 400/acción.

		Grupo Nutresa COP32,400				
		-25%	-15%	0%	15%	25%
Deuda neta	10.0%	41,500	42,400	43,600	44,900	45,800
	5.0%	41,900	42,800	44,100	45,300	46,200
	0.0%	42,300	43,200	44,500	45,800	46,600
	-5.0%	42,800	43,600	44,900	46,200	47,000
	-10.0%	43,200	44,000	45,300	46,600	47,400

ISA

La consolidación de una multilatina

El buen desempeño de ISA en 2018 y el primer semestre de 2019 se sustenta en la sólida estructura operativa y financiera de la compañía, gracias al incremento en márgenes operacionales y la expansión en nuevos mercados internacionales. Por otro lado, para el segundo semestre de 2019 y en adelante, la entrada de nuevos proyectos en operación tendrá un impacto positivo en la generación de ingresos, llegando a valores superiores a los ~COP 8.0 bn, gracias al plan de inversiones de COP 10.6 bn hasta 2023. Adicionalmente, el pago de la RBSE impactará positivamente en la generación de caja de su filial CTEEP, lo cual permitirá suplir las inversiones de Capex, amortizaciones a la deuda y pago de dividendos a sus accionistas. No obstante, ante el limitado potencial de valorización frente a nuestro P.O., mantenemos nuestra recomendación en NEUTRAL en la acción, debido a factores externos como la posible enajenación de acciones del gobierno y cambios regulatorios que podrían afectar los ingresos.

Aspectos a destacar

- **Actualizamos el Precio Objetivo 2020FA a COP 19,700/acción.** Para esta entrega se realizó la valoración de ISA por suma de partes, donde se valoró individualmente cada una de sus filiales. Destacamos que los principales aportantes al precio de la acción son: Intercolombia-ISA (29%), CTEEP (22%), CTM (9%) e Intervial (11%)
- **La diversificación y elevadas inversiones en Capex incrementarán de forma considerable sus ingresos y generación de caja.** El Capex estimado para el periodo 2019-2023 es de COP 10.6 bn, destinado a la inversión en proyectos de transmisión eléctrica, concesiones viales y proyectos de telecomunicaciones. Destacamos los ingresos incrementales de la RBSE, que impactarán de manera positiva la generación de caja por parte de la compañía, permitiéndole tener capacidades financieras para cumplir con los requerimientos de Capex, sus obligaciones crediticias y el pago de dividendos a sus accionistas.
- **El proceso de enajenación podría generar aumentos en volatilidad.** A pesar de que el gobierno no ha oficializado su decisión, las expectativas generadas por su posible desinversión en ISA y lo que esto podría significar en cuanto al posible reconocimiento de una prima de control, hace que la especulación alrededor de la acción se incremente. Por otro lado, de llegar a conocerse que el gobierno ha desistido de vender ISA no descartamos una corrección en el precio de la acción, sin tener en cuenta la posible referencia de valor que generaría la venta de la participación de EPM, posiblemente antes de finales de 2019.

¿Por qué NEUTRAL?

El potencial de valoración ante nuestro P.O. estaría limitado por las altas tasas de volatilidad, producto de la posible venta de la participación accionaria del gobierno y la prima de control que podría estar aplicando el mercado ante la venta de EPM. No obstante, consideramos que la sólida estructura de liquidez y expectativas de crecimiento en mercados internacionales, son un factor clave para mantener la recomendación NEUTRAL de ISA.



NEUTRAL
P.O. : 19,700

Potencial: 4.9%
Riesgo: ALTO
Cierre: COP 18,780
Sector: Servicios Públicos

ISA CB

Bloomberg: RESP COAR <GO>

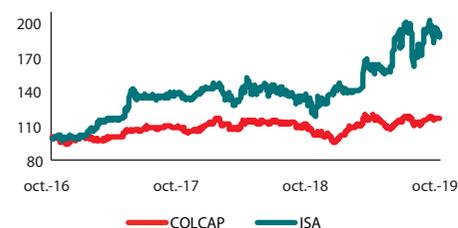
Camilo Roldán
Analista de Utilities
crolدان@corredores.com
Ext. 92257

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP)	20.8 bn
Flotante	39.8%
Dividendo 2020e (COP)	552
Retorno por dividendo	2.94%
% COLCAP	8.7%
# Acciones	1,108 mm
P/VL actual	1.8x
P/U actual	11.6x
EV/EBITDA actual	8.6x
Último precio	18,780
Máx. 52 semanas	20,100
Mín. 52 semanas	11,740

▶ Comportamiento Mercado (base 100: 2016)



Fuente: Bloomberg

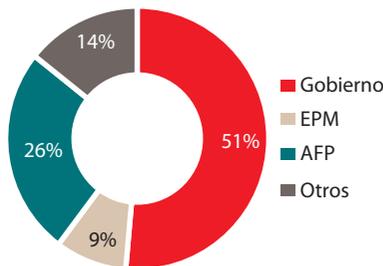


ISA / Ficha técnica

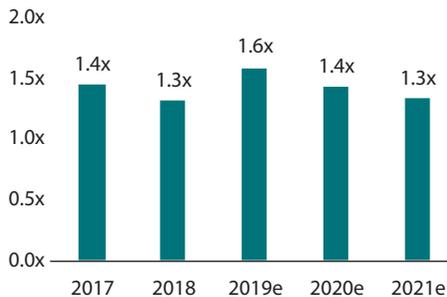
Descripción de la compañía. ISA, directamente y a través de sus 43 empresas filiales y subsidiarias, adelanta importantes proyectos en Sistemas de Infraestructura Lineal que impulsan el desarrollo en el continente. Para lograrlo, focaliza sus actividades en los negocios de Transporte de Energía Eléctrica, Tecnologías de Informa-

ción y Telecomunicaciones, Concesiones Viales y Gestión de Sistemas de Tiempo Real. Los Sistemas de Infraestructura Lineal de ISA se extienden de ciudad en ciudad y de país en país, punto a punto, contribuyendo al desarrollo de los habitantes de Colombia, Brasil, Perú, Chile, Bolivia, Ecuador, Argentina, Panamá y América Central.

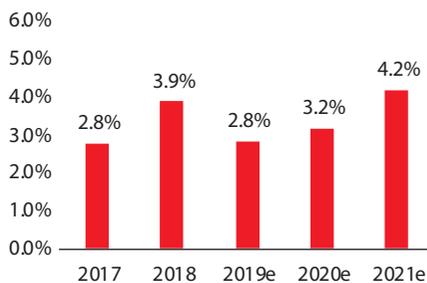
Composición accionaria



Precio / Valor en libros



Rentabilidad del Dividendo



Resumen

COP Millardos	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Acciones en circulación (mm)	1,107.7	1,107.7	1,107.7	1,107.7	1,107.7
Cap. Bursátil	15,729,026	15,485,337	20,802,191	20,802,191	20,802,191
Precio (COP/Acción)*	14,200	13,980	18,780	18,780	18,780
VL (COP/Acción)	9,892	10,716	12,372	13,748	14,644
UPA (COP/Acción)	1,298	1,376	1,536	2,021	1,744
Total Deuda	15,689,028	17,190,586	15,929,705	13,818,301	12,691,685
Deuda Neta	14,147,477	15,668,526	15,430,209	14,125,574	12,646,021
EV	36,924,124	38,620,348	42,765,575	40,527,628	38,114,765
EV/EBITDA	8.3x	8.0x	7.5x	5.5x	5.9x
P/VL	1.4x	1.3x	1.5x	1.4x	1.3x
Precio Utilidad	10.9x	10.2x	12.2x	9.3x	10.8x
Retorno por dividendos	2.8%	3.9%	2.9%	3.3%	4.3%
Dividendo por acción	392	542	552	616	811

Balance general consolidado

COP millardos	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Total Activos	43,408,501	44,963,965	47,578,028	49,195,571	48,910,821
Total Pasivos	24,984,979	26,022,138	25,707,365	24,892,506	23,025,032
Patrimonio e interés minoritario	18,423,522	18,941,827	21,870,663	24,303,064	25,885,789
Deuda Total/Patrimonio	0.9x	0.9x	0.7x	0.6x	0.5x
Deuda Total/EBITDA	3.5x	3.6x	2.8x	1.9x	2.0x
Deuda Neta/EBITDA	3.2x	3.3x	2.7x	1.9x	2.0x
ROE	13.1%	12.8%	12.4%	14.7%	11.9%
ROA	3.3%	3.4%	3.6%	4.6%	4.0%

Estado de resultados consolidado

COP miles mm	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos Operacionales	6,954,265	7,173,967	8,436,109	10,905,549	9,494,488
Costo de ventas	2,499,854	2,467,025	2,824,517	3,684,299	3,193,233
Utilidad Bruta	4,454,411	4,706,942	5,611,592	7,221,250	6,301,255
Gastos adm. y comercial.	327,486	433,780	508,677	658,190	572,761
Utilidad Operacional	4,126,925	4,273,162	5,102,915	6,563,060	5,728,494
UNAI	3,260,106	3,184,121	3,808,240	4,895,452	4,274,024
Impuesto a la renta e interés minoritario	1,822,170	1,659,739	2,106,703	2,656,609	2,341,940
Utilidad Neta	1,437,936	1,524,382	1,701,537	2,238,843	1,932,085
EBITDA	4,439,157	4,810,871	5,708,137	7,357,117	6,414,727
Margen Bruto	64.1%	65.6%	66.5%	66.2%	66.4%
Margen Operacional	59.3%	59.6%	60.5%	60.2%	60.3%
Margen EBITDA	63.8%	67.1%	67.7%	67.5%	67.6%
Margen Neto	20.7%	21.2%	20.2%	20.5%	20.3%

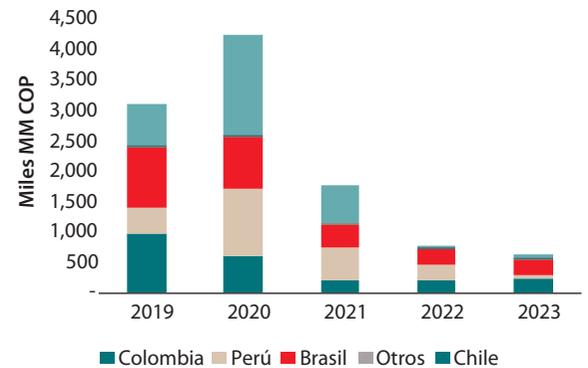
*Precio de Cierre del 18/10/2019

- ▶ **Presidente:** Bernardo Vargas Gibsone
- ▶ **Vicepresidente Financiero:** John Bayron Arango Vargas
- ▶ **IR:** Gloria Velázquez
- ▶ **Página web:** www.isa.com

Hipótesis de valor

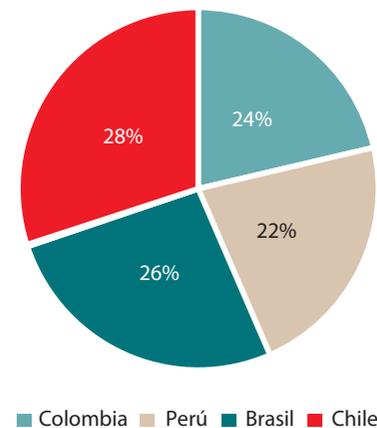
- > **Plan ISA 2030.** La compañía anunció la nueva estrategia hacia 2030, con la cual busca enfrentar los desafíos que se imponen en los mercados a futuro. Dentro de los principales hitos destacamos: i) Energía, que seguirá siendo el negocio central del grupo. ISA buscará la incursión en nuevas geografías de Latinoamérica y Estados Unidos; ii) Vías, donde los mercados objetivo son Colombia, Perú y Chile. Se buscarán oportunidades en *Brownfield* y alianzas estratégicas para un desarrollo sostenible y rápido de las capacidades requeridas; iii) Telecomunicaciones y TIC, en las cuales se buscarán nuevas sinergias entre las empresas del grupo y nuevas alianzas con socios estratégicos. Se estima que la inversión total será de USD 12,500 mm, y de ellos, USD 2,000 mm serán destinados a nuevos negocios de energía y USD 150 mm a emprendimientos. Finalmente, se espera lograr un aumento del ~70% en el EBITDA al final del periodo. De materializarse esta estrategia, el valor de la compañía podría aumentar entre 1.4x y 1.6x en un escenario de rentabilidad similar al actual.
- > **Los pagos de la Red Básica del Sistema Existente (RBSE) continuarán apalancando el crecimiento de ISA en Brasil.** Tras el inicio de las remuneraciones de la RBSE en agosto de 2017, en 2018 se generaron ingresos por BRL 1,607 mm y se estima que al final de los pagos del ciclo se totalice ~ BRL 9,671 mm de ingresos, los cuales continuarán su impacto positivo en la generación de caja en CTEEP. Lo anterior permitirá a la filial de ISA participar de forma recurrente en las nuevas concesiones de transmisión en Brasil, al igual que un mayor pago de dividendos a sus accionistas y reducciones considerables en la deuda.
- > **La diversificación del portafolio de negocios de ISA permitirá reducir el riesgo de mercado.** Las continuas inversiones en los sectores de energía, telecomunicación y concesiones viales acumularán para el año 2023 un total de COP 3.06 billones, de los cuales el 73.5% serán destinados al negocio de energía, 22.5% a vías y el restante 4% al desarrollo de proyectos de telecomunicaciones. Destacamos la alianza con El Cóndor, la cual le permitirá crear la base estructural de capital y conocimientos técnicos a ISA para las inversiones que se realizarán en Chile bajo la filial Intervial, cuyo principal proyecto en curso es la concesión del LOA que consta de 136 km de carretera entre Enlace Carme Alto y las concesiones viales en Calama. Esta concesión tendrá ingresos mínimos garantizados durante 24 años empezando desde USD 24.5 mm hasta USD 75.5 mm. Por otro lado, esta alianza también permitirá a ISA ingresar en el mercado de concesiones viales en Colombia y Perú.
- > **Continúa la tendencia mundial y regional por las energías renovables solar y eólica a gran escala.** Según la IEA (International Energy Agency), a 2023 las energías renovables proveerán el 30% de la demanda mundial de electricidad (6% eólica y 4% solar) y esta crecerá de manera drástica gracias a los incentivos gubernamentales en materia de cambio climático. A escala regional, países como Colombia y Chile continúan con el plan de proyectos para la transición en la generación de energías convencionales a no convencionales, lo cual requerirá mayor infraestructura de transporte de energía, con el fin de consolidar la red de transmisión eléctrica en el país. Esta tendencia beneficiará a ISA ante la posibilidad de entrar en nuevos proyectos de transmisión.

Capex 2019-2023



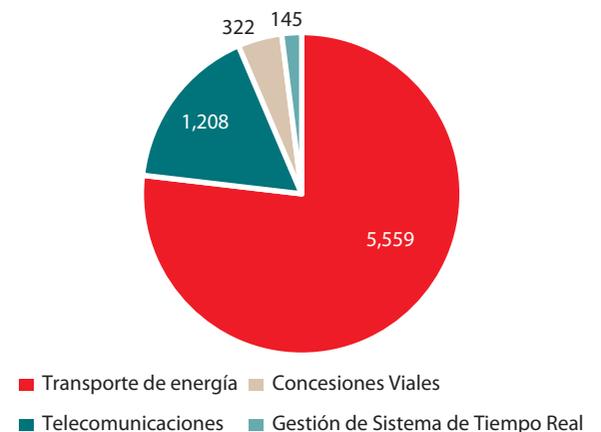
Fuente: ISA | Estimaciones Davivienda Corredores

Distribución Capex por país



Fuente: ISA | Estimaciones Davivienda Corredores

Ingresos por Negocio 2018 (COP Miles mm)



Fuente: ISA | Estimaciones Davivienda Corredores



Filial	Nombre del Proyecto	Fecha de Entrada en Operación	Ingresos Anuales (USD mm)
Interchile	Compensación Reactiva LT Nueva Pan de Azúcar - Polpaico	1T20	5.6
	Ampliación SE Nueva Maitencillo y Nuevo Pan de Azúcar	3T20	1.2
	Segundo Banco SE Cardones, Maitencillo y Pan de Azúcar	1T21	3.6
Intercolumbia	Subestación Ituango y LT's a 500 y 230 kV	3T20	42.4
	UPME 05-2014: Cerromatoso-Chinú-Copey	3T20	14.1
	Segundo Transformador Ocaña	2T20	1.5
	Línea de Transmisión Copey - Cuestecitas - Fundación	4T20	18.2
	UPME 07-2017: Sabanalarga - Bolívar 500 kV	2T22	4.9
	UPME 06-2018: Sibestación del Río 220 kV y LT asociadas	2T22	10.8
CTEEP	IEITAÚNAS (L21)	1T22	14.3
	IEAIMORÉS(L3)	1T22	21.7
	IEPARAGUAÇU (L4)	1T22	32.4
	IVAÍ(L1)	3T22	81.2
	IEITIBAGI(L5)	3T22	5.6
	IEITAQUERÉ(L6)	3T22	14.0
	IEITAPURA(L25)	3T22	3.2
	IEAGUAPEÍ(L29)	3T22	16.3
	IE BIGUAÇU	4T22	11.8
	IE ITAPURA(SE LORENA)	3T20	12.0
CTM	Enlace nueva Mantaro - Nueva Yanango y Carapongo	4T21	40.6
	Conexión Moquegua - Papujune (Quellaveco)	2T20	2.9
	Conexión Talara (Petroperú)	2T20	3.5
Transelca	Conexión Termium - Sabanalarga 220 kV	4T19	2.2

Fuente: Estimaciones Davivienda Corredores

➤ **Los ingresos operacionales continuarán con altas tasas de crecimiento.** Para 2018, los ingresos operacionales alcanzaron COP 7.2 billones, un 4% más que en 2017. En cuanto a 2019, se espera un mayor crecimiento (17.5%), impulsado principalmente por la entrada en operación de 5 nuevos proyectos, que sumados generan aproximadamente ~USD 42.7 mm, resaltando la línea de transmisión Pan de Azúcar-Polpaico 2x500 kV en Chile, la cual presentaba un retraso de 6 meses y fue puesta en funcionamiento en marzo de 2019. Por otro lado, aún hay 23 proyectos en curso, los cuales serán puestos en operación en el transcurso del periodo 2020-2022 y se estima que agreguen a los ingresos un estimado de ~ USD 376 mm.

Riesgos

➤ **La venta por parte de la nación podría tener varias implicaciones.**

Si bien no hay certeza de que el gobierno vaya a completar la enajenación de su participación en ISA (51%) ante las necesidades fiscales para los próximos años, esta es una alternativa. Dada la expectativa que ha generado este proceso, desde abril de 2019 el precio de la acción de ISA ha presentado valorizaciones importantes que podrían estar asociadas a un pago de prima de control por parte de un interesado. A manera de ejemplo, la venta de Isagen en 2016 se completó a múltiplos EV/EBITDA de 12.8x y P/VL de 3.3x, equivalentes a una prima de entre el 43% y 51% frente a comparables. No obstante, la decisión de vender la participación aún no parece definitiva y cualquier anuncio, positivo o negativo, podría generar incrementos importantes en la volatilidad, mientras que de no conocerse nueva información, el precio de la acción podría estancarse. De igual manera, de completarse el proceso que adelanta EPM para vender su participación (8.7%) se creará una referencia de valor y se conocería el apetito de inversionistas estratégicos en ISA.

➤ **Riesgos de cambios regulatorios continúan siendo relevantes para ISA.**

Los cambios regulatorios en Colombia y Brasil siguen siendo de alta importancia para la estabilidad en la generación de ingresos de ISA. Se continúan monitoreando: i) los impactos producto del incumplimiento de los pagos relacionados con el 15% de la remuneración de la RBSE; ii) la reaparición de proyectos de ley como el de expansión de fechas de pagos del RBSE a más de 8 años, que podrían comprometer los flujos de caja en la filial CTEEP, y, iii) cambios de remuneración de la CREG en transmisión de energía en Colombia, que siguen sin ser resueltos.

➤ **La alta generación de caja no necesariamente implica un negocio eficiente para ISA.**

Los altos márgenes operacionales de la filial CTEEP, producto de los ingresos de la RBSE, generarán altos niveles de caja para la compañía, que estarán disponibles para inversiones y pagos de deuda y dividendos. No obstante, en la última subasta de proyectos de transmisión en Brasil (diciembre 2018), CTEEP no ganó ningún lote de los 16 subastados, dado que no cumplían con las exigencias de rentabilidad. Por tanto, existe un gran reto de la filial para obtener eficiencias de Capex del ~40% y el uso adecuado de la acumulación de caja, la cual, sin ser invertida, afectaría de forma considerable la rentabilidad del grupo (la TIR de inversión en proyecto de transmisión eléctrica en Brasil, es de 6.5%). A pesar de que la generación de caja para el periodo 2019-2021 suplirá las inversiones en Capex y amortizaciones de deuda, a partir de 2022 la acumulación puede ser excesiva.

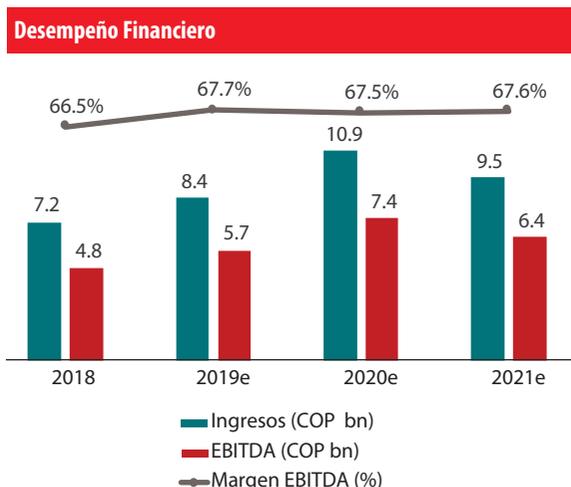
- **El mercado de Estados Unidos puede representar un entorno con muchos retos.** ISA, dentro su estrategia de expansión, busca entrar en el mercado de Estados Unidos, el cual podría representar retos significativos en cuanto a competencia, costo de la deuda y regulación. Incidiendo en una menor rentabilidad en comparación con sus operaciones en Latinoamérica, ya que, a pesar de su sólida situación operativa y financiera, ISA continuará teniendo la mayor parte de sus operaciones en mercados con alto riesgo. Por lo cual, el mercado internacional puede castigar su acceso a mercados de capitales y deuda.

Proyecciones

- **Ingresos – Margen EBITDA.** Para 2019 los ingresos mostrarán un incremento del 16.7%, impulsado principalmente por la entrada en operación de nuevos proyectos en Brasil, Colombia y Perú. El ingreso de la RBSE seguirá impactando positivamente los márgenes operacionales, que se situarán por encima del 60%. En cuanto a 2020, será el año en donde más se evidenciará un crecimiento del ingreso (+29%A/A), producto de proyectos nuevos que entrarán en operación de CTEEP y el ingreso por construcción de Interval.

En cuanto al EBITDA, esperamos que para el año 2020 se generen COP 7.3 bn, un incremento del 51.5% respecto al año 2018, el cual es principalmente afectado por las inversiones e ingresos por construcción pronosticados para el año 2020, cuyos valores ascienden a COP 4.2 bn.

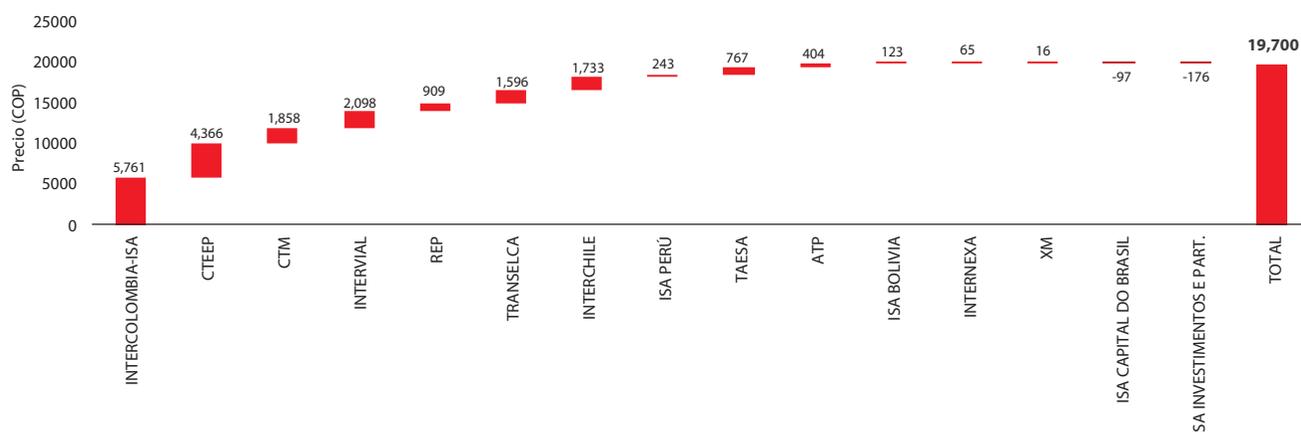
- **Utilidad Neta.** Al igual que los demás rubros del estado de resultados, estimamos comportamientos positivos en crecimiento para la utilidad neta gracias a la entrada en operación de proyectos en sus distintas filiales. Gracias a este fenómeno, la generación de caja de ISA será suficiente para afrontar las necesidades de Capex según el plan de inversiones, por lo cual consideramos que la probabilidad de emitir nueva deuda es baja. No obstante, reconocemos que gracias a sus bajos niveles de apalancamiento (Deuda neta EBITDA 2019 ~ 2.7x), ISA podría adquirir deuda a muy bajas tasa de interés y aumentar el pago de dividendos a sus accionistas (2021 ~COP 803).



Fuente: ISA | Estimaciones Davivienda Corredores

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Para estimar el valor de ISA valoramos, por suma de partes, cada una de sus filiales, como se muestra a continuación:





MM COP							
Compañía	Método	EV	Deuda Neta	Equity	Participación ISA	Valor Para ISA	Contribución
INTERCOLOMBIA-ISA	FCD	10,633,014	4,251,642	6,381,372	100.0%	6,381,372	5,761
CTEEP	FCD	15,927,079	2,421,997	13,505,082	35.8%	4,836,820	4,367
CTM	FCD	5,919,218	2,488,086	3,431,132	60.0%	2,058,679	1,859
INTERVIAL	FCD	6,809,138	4,484,615	2,324,522	100.0%	2,324,522	2,099
REP	FCD	2,044,739	366,557	1,678,182	60.0%	1,006,909	909
TRANSELCA	FCD	1,810,898	42,403	1,768,494	100.0%	1,768,494	1,597
INTERCHILE	FCD	4,196,746	2,277,118	1,919,628	100.0%	1,919,628	1,733
ISA PERÚ	FCD	351,671	82,339	269,332	100.0%	269,332	243
TAESA	MÚLTIPLOS	7,799,975	2,085,842	5,714,133	14.9%	850,263	768
ATP	VT			448,108	24.9%	448,108	405
ISA BOLIVIA	VL			137,240	100.0%	137,240	124
INTERNEXA	VL			72,255	100.0%	72,255	65
XM	VL			18,204	100.0%	18,204	16
ISA CAPITAL DO BRASIL	VPG			(107,637)	100.0%	(107,637)	(97)
ISA INVERSIONES E PART.	VD			(195,171)	100.0%	(195,171)	(176)
TOTAL						Valor ISA (COP)	19,700

	WACC	G
INTERCOLOMBIA-ISA	9.5%	2.0%
CTEEP	9.5%	3.0%
CTM	6.8%	N/A
INTERVIAL	7.4%	N/A
REP	6.5%	N/A
TRANSELCA	9.4%	3.0%
INTERCHILE	6.0%	2.0%
ISA PERÚ	6.9%	N/A

Las metodologías usadas fueron: valor en libros (VL), múltiplos, valor presente de gastos administrativos (VPG), valor de deuda (VD) y flujo de caja descontado (FCD). Los parámetros utilizados para la valoración por FCD de las compañías fueron: beta desapalancado para empresas de transmisión de 0.42, mientras que para concesiones viales se usó un beta desapalancado de 0.43. Por otro lado, el WACC y el gradiente de crecimiento usados se muestran en la tabla.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2020 FA de COP 19,700/acción, que ofrece un potencial de valorización a los precios actuales a los que transa la acción de 3.6%. Por tanto, consideramos que el Upside de la acción es muy limitado ante factores exógenos del mercado actual, pero reconocemos el potencial de la compañía para ampliar su valor mediante nuevos proyectos o adquisiciones, al igual que la generación de caja para pagos de dividendos a sus accionistas. De este modo, asignamos una recomendación de NEUTRAL.

Tasa de reinversión del Exceso de Caja vs. Precio de la Acción

Evaluamos el cambio en el P.O. frente a variaciones en la tasa de reinversión del exceso de caja de las actividades operativas. Podemos notar que, si los excesos de caja se reinvierten en la operación a un ROIC del 7.2% (del año 2018), el precio de la acción tendría un aumento de COP 1,600. Del mismo modo, un cambio en 240 pbs de la tasa de reinversión, se vería reflejado en un cambio de COP 500 en el precio de la acción.

Tasa de Reinversión	Valor Acción
0.0%	19,700
2.4%	20,200
4.8%	20,800
7.2%	21,300
9.6%	21,900
12.0%	22,400
14.4%	23,000

PEI

Experiencia mitiga la competencia

La emisión de TEIS realizada en 2019 y los proyectos por incorporar en los próximos años, mantienen al PEI como el vehículo inmobiliario más importante a escala local. Su tamaño le ha permitido lograr un importante grado de diversificación y, a su vez, absorber la vacancia de algunos activos, sin dejar de entregar resultados consistentes a sus inversionistas. Para 2020 estimamos una rentabilidad anual de IPC+4.6%. Sin embargo, los últimos reportes muestran un deterioro en vacancia de 210 pbs frente a 2018, lo cual responde a la terminación de algunos contratos específicos y refleja la fuerte competencia en el sector, que continúa siendo el principal riesgo del PEI.

Aspectos a destacar

- **Actualizamos el Precio Objetivo 2020FA a COP 10,920,000/TEIS con recomendación NEUTRAL.** Dentro de los principales cambios que hemos incorporado a esta actualización se destacan: i) incrementamos la vacancia económica esperada para 2020e a 6.2%; ii) redujimos la participación en Atrio Torre Norte al 30%, basados en la disminución en la inversión originalmente anunciada, tras el anuncio de compra por parte de Bancolombia, y iii) estimamos un nivel de endeudamiento del 31%.
- **Diversificación operacional mitiga el riesgo de vacancia.** Pese a la fuerte competencia y los deterioros en ocupación de algunos segmentos, la rentabilidad del PEI permanece estable y su crecimiento continuo le permite atomizar los riesgos propios de su portafolio. Asimismo, nuestra expectativa para 2019 y 2020 es que su desempeño operacional continúe estable y que la incorporación de nuevos activos no afecte significativamente la rentabilidad. Estimamos un cap rate de 6.8% para 2020. Sin embargo, al analizar las métricas por TEIS, es evidente que la creación de valor por título ha sido limitada (TACC 2010-2019e ingresos/TEIS: 3.2% y NOI/TEIS: 3.1%).
- **Alternativa para los portafolios.** Dado que prevemos que la alta volatilidad en los mercados financieros no cambiará en el corto plazo, el PEI se sigue posicionando como una alternativa interesante para diversificar los portafolios, con relativamente baja sensibilidad a los movimientos de los mercados (Beta PEI: 0.52), con retornos consistentes y atractivos, que se ven favorecidos por el escenario actual de bajas tasas de interés a escala global. De igual manera, se espera que durante 2020 se pueda dar la migración del PEI y otros vehículos inmobiliarios a la rueda de renta variable, lo cual inevitablemente podría aumentar la volatilidad del título.

¿Por qué NEUTRAL?

Consideramos que el precio actual del título ya incorpora el desempeño futuro del activo, el deterioro en vacancia, el cual podría seguir repercutiendo en la rentabilidad futura del vehículo. Adicionalmente, si bien la inversión en vehículos inmobiliarios debería seguir siendo empleada como estrategia de diversificación, un posible paso a la rueda de renta variable podría generar cambios significativos en la volatilidad del activo, pero actualmente se desconoce la fecha exacta de la migración.



NEUTRAL
P.O. : 10,920,000

Potencial: 4.3%
Riesgo: MEDIO
Cierre: COP 10,466,128
Sector: Inmobiliario

Bloomberg: RESP COAR <GO>

Rodrigo Sánchez

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

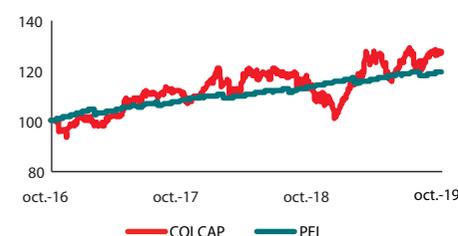
Katherine Ortiz

Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información del título

Cap. Bursátil (COP)	4.5 bn
Flujo 2020e	536,326
Retorno por flujo	5.1%
% COLCAP	NA
# TEIS	431,422
P/VL actual	1.0x
P/U actual	12.8x
Último precio	10,466,128
Máx. 52 semanas	10,572,124
Mín. 52 semanas	10,113,756

► Comportamiento Mercado (base 100: 2016)



Fuente: Bloomberg

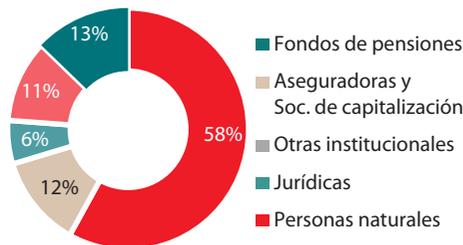


Patrimonio Estrategias Inmobiliarias -PEI / Ficha técnica

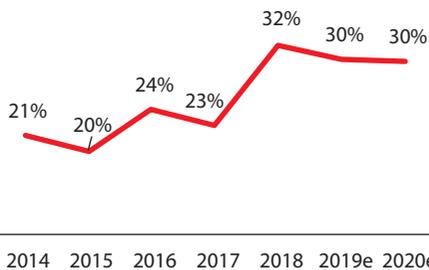
Descripción de la compañía. El Patrimonio Estrategias Inmobiliarias -PEI- es un vehículo de inversión administrado por PEI Asset Management. El PEI es el principal vehículo inmobiliario en Colombia, con alrededor de COP 5.4 bn en activos administrados generadores de renta en los segmentos comercial, 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.

Participación por tipo de inversionista



Deuda total / valor propiedades



Comparables (Datos actuales)

Vehículo	EV / EBITDA 2019e	EV / EBITDA 2020e	P/U 2019e	P/U 2020e
FIBRA UNO	12.2	11.5	10.2	8.3
BR PROPERTIES	10.4	9.4	12.7	12.8
FIBRA DANHOS	12.3	11.3	11.1	10.0
FIBRA MACQUARIE	10.7	11.1	7.0	7.2
FIBRA INN	9.8	10.1	22.1	33.1
FIBRA HOTEL	8.1	7.6	11.4	10.5
FIBRA MTY SAPI	11.8	10.9	11.5	10.3
FIBRA SHOP	11.3	10.5	8.4	7.9
FDO INV IMOB BTG	14.8	13.2	NA	NA
FVIA 16	8.5	6.5	15.5	14.6
Mediana	11.0	10.7	11.4	10.3

Resumen

COP millones	2016	2017	2018	2019e	2020e
TEIS en circulación (miles)	178	354	354	431	431
Cap. Bursátil	1,688,471	3,504,504	3,645,800	4,515,318	4,515,318
Precio (TEIS/COP)	9,493,365	9,909,554	10,309,091	10,466,128	10,466,128
VL (TEIS/COP)	12,094,654	9,909,557	10,309,094	10,623,344	10,895,234
UPT (TEIS/COP)	1,477,484	777,859	871,311	817,590	864,351
Total Deuda	841,896	1,008,819	1,700,808	1,729,146	1,874,869
Deuda Neta	757,385	936,589	1,660,162	1,146,342	1,542,098
EV	2,445,856	4,441,092	5,305,961	5,661,660	6,057,416
EV/EBITDA	17.8x	19.7x	21.4x	18.5x	18.1x
P/VL	0.8x	1.0x	1.0x	1.0x	1.0x
P/U	6.4x	12.7x	11.8x	12.8x	12.1x
Retorno por flujos distribuibles	6.3%	4.7%	4.8%	4.9%	5.4%
Flujos distribuibles por título (COP)	514,626	447,306	463,146	536,326	592,461
AUMs	3,597,000	4,585,000	5,430,000	5,744,670	6,249,564
GLA (mts ²)	647,811	854,773	967,624	1,004,728	1,040,897
Vacancia económica	4.5%	3.9%	4.0%	6.1%	6.2%
Cap rate*	6.1%	6.9%	6.5%	6.8%	6.8%

Balance general consolidado

COP millones	2016	2017	2018	2019e	2020e
Total Activos	3,597,236	4,585,007	5,434,980	6,426,749	6,698,524
Total Pasivos	1,446,106	1,080,502	1,789,179	1,843,605	1,998,081
Patrimonio e interés minoritario	2,151,131	3,504,505	3,645,801	4,583,144	4,700,444
Deuda total / Valor propiedades	24.3%	22.6%	31.9%	30.1%	30.0%
Deuda Total/Patrimonio	39.1%	28.8%	46.7%	37.7%	39.9%
Deuda Total/EBITDA	6.1x	4.5x	6.9x	5.7x	5.6x
Deuda Neta/EBITDA	5.5x	4.2x	6.7x	3.8x	4.6x
ROE	12.2%	7.8%	8.5%	7.7%	7.9%
ROA	7.3%	6.0%	5.7%	5.5%	5.6%

Estado de resultados consolidado

COP millones	2016	2017	2018	2019e	2020e
Ingresos operacionales	200,941	343,620	385,217	470,412	507,273
Gastos operacionales	36,131	70,900	78,268	93,141	100,186
Utilidad operativa neta (NOI)	164,810	272,720	306,949	377,270	407,087
Gastos administrativos	27,055	47,086	58,760	71,755	72,289
EBITDA	137,755	225,634	248,189	305,515	334,798
Gastos financieros netos	45,456	101,124	70,307	65,497	71,035
Flujo de caja de operación	92,299	124,510	177,882	240,018	263,763
Inversión en Capital de Trabajo	-18,349	-46,448	-851	-2,854	-4,337
CAPEX	5,685	23,780	14,942	11,489	12,499
Flujo de caja distribuible	104,963	147,178	163,791	231,383	255,601
Margen NOI	82.0%	79.4%	79.7%	80.2%	80.3%
Margen EBITDA	68.6%	65.7%	64.4%	64.9%	66.0%
Margen desp. de gasto financiero	45.9%	36.2%	46.2%	51.0%	52.0%

* 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 18/10/2019

- ▶ **Presidente:** Jairo Alberto Corrales
- ▶ **Vicepresidente Financiero:** Andrés Felipe Ruiz
- ▶ **IR:** Jimena Maya
- ▶ **Página web:** www.pei.com.co

Hipótesis de valor

> **El vehículo mantendrá su senda de crecimiento.** En lo corrido de 2019, el PEI ha adicionado ~20 mil m² de área arrendable a su portafolio, incluido el CC. Nuestro Cartago y la Clínica Sánitas Tequendama, con lo cual el valor de sus activos administrados se acerca a los COP 6 billones; además, se espera adicionar al portafolio su participación en Atrio Torre Norte, que podría llevar el vehículo a superar el millón de metros cuadrados de GLA. Este crecimiento lo consolida como el principal vehículo inmobiliario del país y su grado de diversificación por tipo de activo y ubicación geográfica le permite atomizar los riesgos normales de su negocio. Por otro lado, desde 2018 se firmaron varios documentos vinculantes para la adquisición futura de inmuebles que entrarían en operación entre 2019 y 2021, lo cual le permitirá al vehículo mantener su senda de crecimiento. De acuerdo con la información disponible y nuestras estimaciones, los documentos vinculantes vigentes implicarían inversiones superiores a COP 1 billón, que podrán ser financiados inicialmente vía deuda; el PEI ya ha anunciado que buscará colocar COP 500 mil mm en bonos en el mes de noviembre.

> **Las estrategias comerciales han funcionado.** Si bien la competencia en el sector inmobiliario es cada vez más agresiva, el PEI en más de 10 años de trayectoria ha demostrado una alta capacidad de comercialización de sus activos y logrado niveles de vacancia muy inferiores al sector. Sin embargo, recientemente se creó la gerencia comercial que estará a cargo de la prospección de arrendatarios y negociación de espacios vacantes, al igual que de los planes de fidelización, la cual consideramos una decisión adecuada ante la creciente competencia. Por otro lado, el PEI ha mencionado que varios de los inmuebles a incorporar en su portafolio son hechos a la medida (build to suit) y, o, con flujos preferentes, lo cual mitiga los riesgos de ocupación y acortaría los períodos de estabilización.

> **El repunte económico podría dar un impulso adicional al sector.** A pesar de que las expectativas de crecimiento global se han recortado, Colombia se sigue consolidando como la economía de la región de mejores perspectivas para 2019 y 2020, con un crecimiento económico estimado para 2019 del 3.2% y para 2020 de 3.4%. Adicionalmente, algunas estadísticas de vacancia en Bogotá y Medellín evidencian reducciones, que aunque moderadas, demuestran una buena capacidad de absorción en dichas ciudades. Vale la pena mencionar que entre Medellín y Bogotá se concentra el 62% del área arrendable del PEI. Por otro lado, las bajas tasas de interés a escala global hacen que vehículos como el PEI ganen mayor atractivo.

> **Las emisiones de deuda favorecen la estructura del vehículo.** La emisión de bonos llevada a cabo en 2018 le permitió al PEI alinear su estructura de capital con su política de inversiones de largo plazo, con amortizaciones de deuda que ahora van incluso hasta los 25 años. En este sentido, esperamos que la colocación planeada para el último trimestre de 2019 tenga un impacto similar, donde además la coyuntura de bajas tasas a escala global acentúa el beneficio en el sector de gastos financieros. Del mismo modo, estimamos que los niveles de endeudamiento (deuda financiera/valor de las propiedades) se mantendrán dentro de sus límites estipulados.

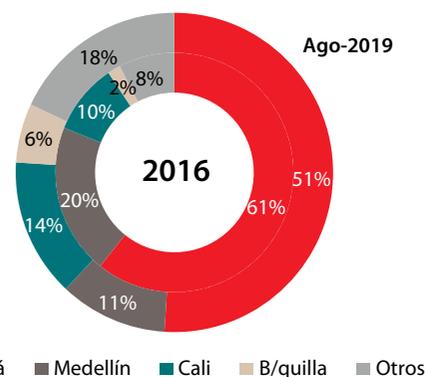
Activos a incorporar al portafolio

Proyecto	Ubicación	Inversión* (COP mm)	GLA* (m ²)	Entrada est. en operación
Torre Norte Atrio	Bogotá	271,000	20,303	2,019
CC. Nuestro Bogotá	Bogotá	315,000	31,920	2,020
Hotel Casablanca	Barú	120,000	ND	2,021
Jardín Plaza	Cúcuta	93,000	18,610	2,019
Clínica Las Américas	Envigado	82,000	18,830	2,020
CC. El Tesoro (Expansión)	Medellín	78,000	13,282	2,020
Centro de Distribución D1	Ibagué	28,400	13,163	2,020
Clinisanitas	Cali	14,000	2,584	2,020
Jardín Plaza	Cali	ND	21,405	2,021

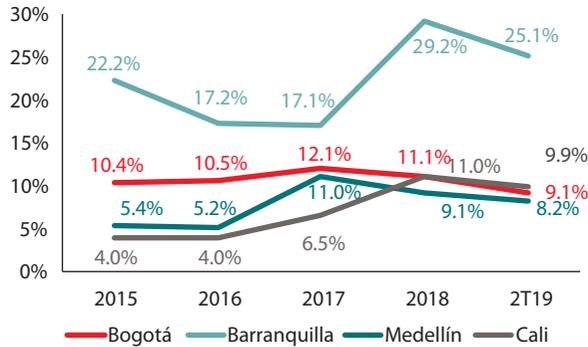
* Los datos únicamente corresponden a la participación del PEI

Fuente: PEI A.M | La República | Sitios web de los proyectos | Estimaciones: Davivienda Corredores

Ingresos por ciudad



Fuente: PEI A.M

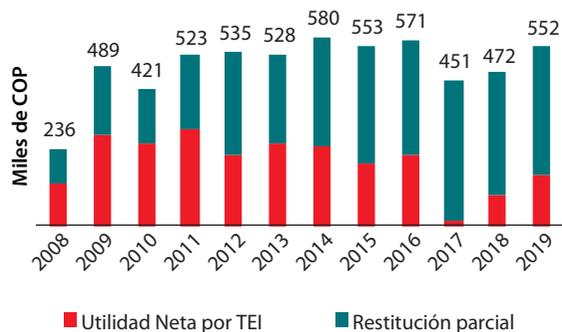
**Vacancia total — oficinas**

Fuente: PEI A.M. | Colliers

Riesgos

➤ **La vacancia muestra señales de deterioro.** La aparición de nuevos vehículos inmobiliarios y la consolidación de algunos ya existentes podrían seguir ejerciendo presión en los márgenes de rentabilidad del PEI durante los próximos años. El *cap rate* (NOI/Valor de los Activos) entre el período 2010-2019e ha perdido en promedio ~19 pbs anualmente. Por otro lado, el registro de 6.1% en vacancia económica a agosto de 2019 es uno de los más altos en los registros históricos del PEI, teniendo en cuenta, además, que el vehículo entre el período 2014 y 2018 había promediado niveles de desocupación del 3.7%. Si bien este deterioro era esperado debido a: i) la terminación de algunos contratos (Itaú calle 26); ii) la finalización de flujos preferentes (City U), y iii) la restitución de algunas bodegas (Redetrans, en reestructuración), esto prueba que los riesgos por vacancia no son eliminables por completo y que en la medida en que la competencia se incremente, la rentabilidad se puede ver afectada por los incrementos en vacancia y, o, los gastos adicionales en los que se debe incurrir para recolocar un activo vacante.

➤ **El crecimiento debe ser selectivo.** Si bien en su mayoría los activos que el vehículo ha adquirido recientemente cuentan con bajas métricas de vacancia, al analizar el desempeño por TEIS, el crecimiento del tamaño del vehículo no se ha visto equivalentemente reflejado en el crecimiento en resultados. El TACC del área bruta arrendable por título entre 2010 y 2018 fue de -0.3%, mientras que el crecimiento de los flujos distribuibles por título durante el mismo período fue de -1.3%, lo cual, en parte, está asociado a factores como los períodos de estabilización y los esfuerzos e inversiones que debe hacer el vehículo en sus activos para continuar siendo atractivo para sus arrendatarios. En esta medida, consideramos que el vehículo debe enfocar sus esfuerzos no solo en crecer sino en seguir haciéndolo rentablemente; además, hacia adelante esperamos contar con un mayor nivel de detalle sobre las adquisiciones, lo cual es fundamental para poder dar una opinión más precisa y sustentada sobre el aporte de valor de los nuevos activos.

Flujos distribuidos

Fuente: PEI A.M. | SFC

➤ **El paso a renta variable podría tener varias implicaciones.** Si bien el cambio a la rueda de renta variable aún no está confirmado y desconocemos los tiempos en los que se llevaría a cabo, existen factores de mercado que podrían ser beneficiosos o negativos para los inversionistas, pero que no alterarían los fundamentales del vehículo. En el lado positivo, el cambio podría ser favorable para la liquidez del título y ampliaría las oportunidades de capturar rentabilidades propias del mercado de renta variable. Sin embargo, la migración también traería consigo los riesgos de un activo que se negocia como renta variable, lo que podría resultar en aumentos de la volatilidad. En ese sentido, basados en la experiencia internacional y la literatura sobre el tema, la volatilidad de los vehículos inmobiliarios listados está en parte explicada por factores tales como su liquidez, su desempeño y los cambios en las expectativas de los inversionistas, tal como ocurre con las acciones. En el ámbito global, varios de los principales REIT se negocian con descuentos, y en algunos casos con prima, frente a su NAV, lo que a nuestro juicio responde a los factores ya mencionados. Sin embargo, dado que el desempeño del PEI ha mostrado estabilidad, que el valor de la unidad se reporta con periodicidad diaria y que su base de activos está bien diversificada, consideramos que el vehículo no debería

“ Si bien la competencia en el sector inmobiliario es cada vez más agresiva, el PEI en más de 10 años de trayectoria ha demostrado una alta capacidad de comercialización de sus activos y logrado niveles de vacancia muy inferiores al sector.

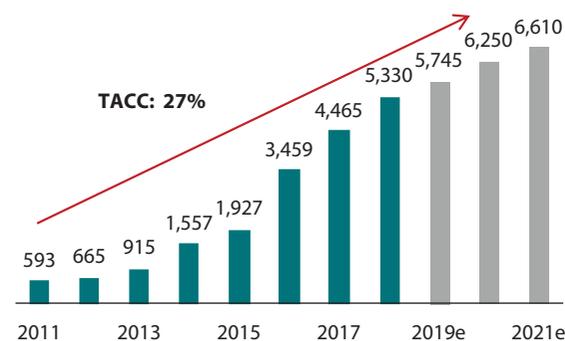
presentar un descuento o que este no debería ser muy significativo, más aún teniendo en cuenta que el PEI es la alternativa más líquida de los vehículos inmobiliarios locales.

- > **El beneficio tributario de la restitución parcial de la inversión no es ilimitado.** Desde su constitución, el PEI ha distribuido flujos a sus inversionistas mediante utilidad neta y a través de restituciones parciales de capital. La parte considerada restitución de la inversión tiene beneficios tributarios y, consecuentemente, favorece la rentabilidad de las inversiones en el PEI. Sin embargo, dado que las restituciones se hacen a partir de un valor finito (valor nominal de cada título), este tipo de distribución no podrá ser utilizado indefinidamente, y asumiendo que el porcentaje de flujos distribuidos hacia adelante cuentan con la misma participación entre utilidad y restitución de los pagos realizados en 2019, estimamos que entre 2022-2023 se recibirá el último flujo por restituciones y terminará dicho beneficio.

Proyecciones

- > **Crecimiento de activos.** Nuestras estimaciones incluyen los activos nuevos que ya han sido anunciados por el *management* o que cuentan con documentos vinculantes para ser incorporados entre 2019 y 2021. Sin embargo, dado que no conocemos en detalle sus condiciones específicas (vacancia, período de estabilización y valor arriendos), asumimos que los nuevos activos ingresarán y evolucionarán en línea con nuestras estimaciones de *cap rate*. Nuestro *cap rate* estimado de largo plazo es de 6.5%. Adicionalmente, para el período 2018-2021e estimamos una tasa anual de crecimiento compuesto del valor del portafolio de 7.4%, incluido un factor de valorización de IPC+0.9%.
- > **Flujo distribuible.** Estimamos una tasa de crecimiento anual compuesta de los flujos de caja distribuibles del 4.6% para el período 2019-2029 y un *yield* promedio de los flujos distribuibles de 4.3% para el período 2018-2020.

Valor propiedades (COP miles mm)



Fuente: PEI A.M. | SFC | Estimaciones: Davivienda Corredores

Valoración y sensibilidades a la rentabilidad

Metodologías

Para estimar el valor del PEI utilizamos dos metodologías tradicionales en la valoración de REIT, 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 9.31% y un *exit cap rate* de 6%.



En conclusión, nuestro ejercicio de valoración resulta en un Precio Objetivo 2020FA de COP 10,920,000/TEIS, ofreciendo un potencial de valorización del 4.3% (9.5%, incluido el flujo distribuible), frente al precio de negociación actual del título, por lo cual mantenemos la recomendación NEUTRAL. Resaltamos que el PEI es un activo que brinda un buen grado de diversificación y que los riesgos asociados a nuestra valoración están relacionados, principalmente, con el desempeño operacional de los activos bajo administración, pero reconocemos que a pesar de que el impacto del paso a renta variable no altera nuestra visión fundamental, sí es un factor clave que podría resultar en incrementos en la volatilidad de los títulos.

Ajuste anual de los arriendos vs. vacancia económica

Evaluamos el impacto en la rentabilidad objetivo para 2020 (IPC+4.6%) frente a un mayor/ menor ajuste anual en el precio de los arriendos y en el nivel de vacancia económica del vehículo. Un incremento de 45 pbs en el ajuste anual del valor de los arriendos significaría un incremento de COP 140 pbs en la rentabilidad objetivo, al igual que una reducción de 150 pbs en la vacancia económica resultaría en un incremento de COP 110 pbs en la rentabilidad objetivo.

		Ajuste anual arriendos = IPC + 0.9%				
		0.0%	0.5%	0.9%	1.4%	1.8%
Vacancia = 6.10%	9.10%	-0.1%	1.1%	2.4%	3.7%	5.1%
	7.60%	1.0%	2.2%	3.5%	4.9%	6.3%
	6.10%	2.0%	3.3%	4.6%	6.1%	7.5%
	4.60%	3.1%	4.4%	5.8%	7.2%	8.7%
	3.10%	4.2%	5.5%	6.9%	8.4%	9.9%

Promigas

Historia de crecimiento rentable y defensivo

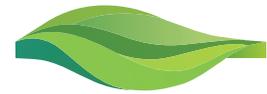
Promigas ha demostrado recurrentemente la capacidad de mantener altos niveles de rentabilidad y estabilidad, mientras capitaliza distintas oportunidades de crecimiento en todos sus negocios. Su naturaleza defensiva y robusta generación de flujos operativos le permiten soportar niveles altos de apalancamiento, necesarios para lograr expansiones de sus negocios en Colombia y Perú. Si bien Promigas es una acción de baja liquidez, su reciente regreso al COLCAP podría aumentar su visibilidad y favorecer la formación de precios. Finalmente, su política de dividendos se mantiene atractiva (~6% *dividend yield*).

Aspectos para destacar

- **Reiteramos el P.O. 2020FA de COP 8,800/acción y reducimos la recomendación a NEUTRAL.** Entre los principales cambios destacamos la incorporación de nuevos activos de transporte de gas en Colombia (gasoducto Jobo Sincelejo), el plan de inversiones incremental aprobado a Cálidda y las actualizaciones en materia de proyecciones de demanda de gas y de energía emitidas por la UPME. Entre los supuestos de la actualización resaltamos un WACC del 10.7% y un g del 2%. El cambio de recomendación es producto de la valorización reciente del título.
- **Nuevos proyectos impulsarían el crecimiento sin afectar los márgenes.** La entrada del nuevo gasoducto de Canacol implica un incremento en el EBITDA cercano a COP 140 mil mm anuales, mientras que el número de usuarios a ser conectados a la red de distribución de Cálidda aceleraría su ritmo de crecimiento, buscando llegar a los ~1.3 millones de usuarios para 2022 (TACC 2016-2022: 20%). Por otro lado, negocios como el de instalaciones y servicios técnicos, al igual que el de financiación no bancaria cuentan con perspectivas favorables y les permite seguir contribuyendo a la generación de valor. Estimamos que pese a los requerimientos de financiamiento, el retorno sobre el capital empleado de la compañía se mantendrá cerca de 400 pbs por encima de su costo de capital.
- **El alto endeudamiento exige disciplina.** Para los próximos años, los requerimientos de inversiones de capital para ampliar sus redes de transporte y distribución demandarán recursos que serán financiados, principalmente, vía deuda. A pesar de que la compañía ha demostrado experiencia en el manejo de altos niveles de endeudamiento (4.0x DN/EBITDA) sin deteriorar su calificación, un exceso de apetito por nuevos proyectos o inconvenientes en la ejecución de proyectos actuales podrían deteriorar aún más las métricas de la compañía. Sin embargo, destacamos el amplio acceso que tiene la compañía a los mercados de capitales (Fitch: AAA).

¿Por qué NEUTRAL?

A pesar de los riesgos asociados al alto endeudamiento, Promigas cuenta con uno de los *equity stories* más sólidos a escala local, dada la experiencia demostrada para capitalizar oportunidades de crecimiento. Además, su reciente regreso al COLCAP debería favorecer la liquidez del título y permitir una formación de precios más apropiada.



PROMIGAS

NEUTRAL
P.O.: 8,800

Potencial: 8.0%
Riesgo: MEDIO
Cierre ordinaria: COP 8,150
Sector: Utilities

PROMIG CB

Bloomberg: RESP COAR <GO>

Rodrigo Sánchez

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

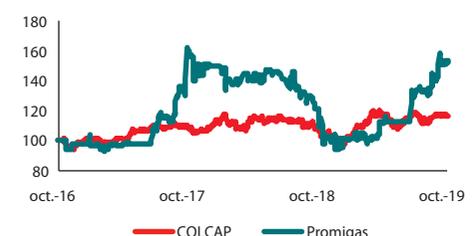
Katherine Ortiz

Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. Bursátil (COP)	9.1 bn
Flotante	13.9%
Dividendo 2020e (COP)	475
Retorno por dividendo	5.8%
% COLCAP	1.3%
# Acciones	1,135 mm
P/VL actual	2.8x
P/U actual	8.4x
EV/EBITDA actual	12.3x
Último precio	8,150
Máx. 52 semanas	8,432
Mín. 52 semanas	4,908

► Comportamiento Mercado (base 100: 2016)



Fuente: Bloomberg

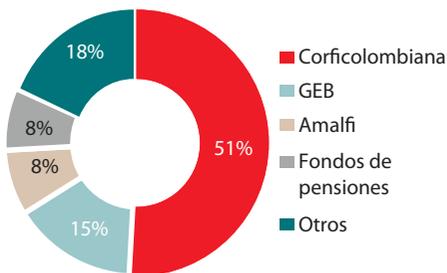


Promigas / Ficha técnica

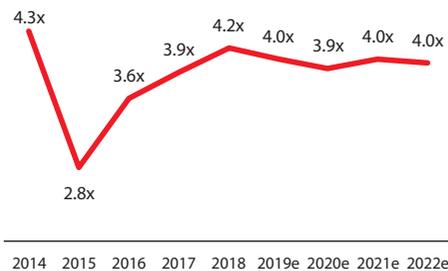
Descripción de la compañía. Con más de 40 años de trayectoria y 3,240 empleados, Promigas, a través de su grupo de 19 compañías, es uno de los principales jugadores del sector de gas natural en Colombia y Perú, que participa en dos segmentos complementarios: el transporte de gas natural y licuado y la distribución

de gas y electricidad, a lo cual se suma el negocio de financiación bancaria. La naturaleza regulada de los negocios de transporte y distribución de gas limita la exposición a cambios en la demanda. Adicionalmente, Promigas cuenta con una alta solidez reputacional y amplio acceso al mercado de capitales.

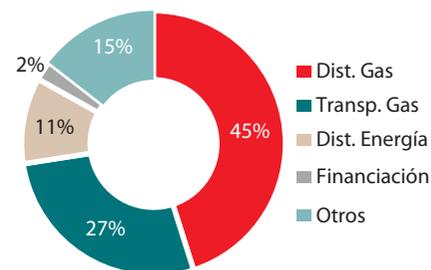
Composición accionaria



Deuda Neta/EBITDA



Distribución de ingresos por segmento



- ▶ **Presidente:** Eric Flesch
- ▶ **Vicepresidente Financiero:** Aquiles Mercado
- ▶ **IR:** Zoraya Suárez
- ▶ **Página web:** www.promigas.com

Resumen

COP miles mm	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Acciones en circulación (mm)	1,135	1,135	1,135	1,135	1,135
Cap. Bursátil	9,033	6,105	9,249	9,249	9,249
Precio (COP/Acción)*	7,960	5,380	8,150	8,150	8,150
VL (COP/Acción)	2,611	2,831	3,028	3,195	3,363
UPA (COP/Acción)	569	639	673	666	671
Total Deuda	5,057	5,503	5,785	6,033	6,439
Deuda Neta	4,869	5,224	5,544	5,771	6,256
EV	14,119	11,550	15,124	15,461	16,057
EV/EBITDA	11.2x	9.2x	11.0x	10.5x	10.3x
P/VL	3.0x	1.9x	2.7x	2.6x	2.4x
P/U	14.0x	8.4x	12.1x	12.2x	12.2x
Retorno por dividendos	4.7%	8.2%	6.7%	5.8%	6.1%
Dividendo por acción	373	441	545	475	499
Capacidad de transporte (Mpcd)	1,040	1,040	1,140	1,140	1,140

Balance general consolidado

COP miles mm	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Total Activos	9,635	10,425	10,992	11,532	12,278
Total Pasivos	6,456	6,992	7,223	7,465	7,910
Interés minoritario	216	221	332	442	552
Patrimonio	2,963	3,213	3,437	3,626	3,816
Deuda Total/Patrimonio	171%	171%	168%	166%	169%
Deuda Total/EBITDA	4.0x	4.4x	4.2x	4.1x	4.1x
Deuda Neta/EBITDA	3.9x	4.2x	4.0x	3.9x	4.0x
ROE	21.8%	22.6%	22.2%	20.8%	19.9%
ROA	6.7%	7.0%	6.9%	6.6%	6.2%
ROCE	15.2%	14.2%	14.3%	14.3%	14.2%
ROIC	9.8%	10.1%	9.8%	9.7%	9.5%

Estado de resultados consolidado

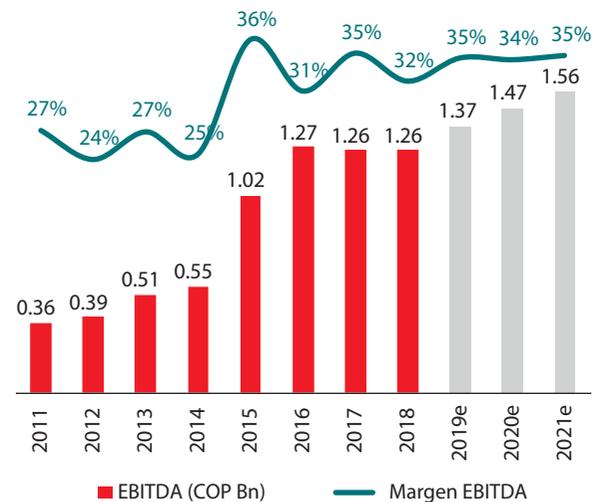
COP miles mm	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos Operacionales	3,581	3,900	3,976	4,285	4,468
Costo de ventas	2,245	2,483	2,440	2,662	2,774
Utilidad Bruta	1,336	1,417	1,536	1,623	1,694
Gastos adm. y comercial.	281	337	351	375	393
Utilidad Operacional	1,056	1,080	1,185	1,248	1,301
UNAI	931	965	1,149	1,137	1,145
Impuesto a la renta	243	190	275	272	274
Utilidad Neta	645	725	763	756	761
EBITDA	1,256	1,256	1,375	1,474	1,557
Margen Bruto	37.3%	36.3%	38.6%	37.9%	37.9%
Margen Operacional	29.5%	27.7%	29.8%	29.1%	29.1%
Margen EBITDA	35.1%	32.2%	34.6%	34.4%	34.8%
Margen Neto	18.0%	18.6%	19.2%	17.6%	17.0%

*Precio de Cierre del 18/10/2019

Hipótesis de valor

- **Crecimiento rentable en una industria defensiva.** A pesar de los distintos ciclos económicos que ha experimentado la economía durante las últimas décadas, Promigas ha demostrado la capacidad de generar crecimiento rentable, consistente y superior al de otras industrias y al de sus pares. Su estrategia de apuntar a proyectos privados y públicos le ha permitido obtener altas tasas de crecimiento (TACC EBITDA 11-18: 19%), ser uno de los principales jugadores en industrias de características monopolísticas y beneficiarse, a su vez, de la naturaleza regulatoria propia de este negocio, que le brinda estabilidad desde una perspectiva de generación de caja y le permite así asumir altos niveles de deuda para apalancar su crecimiento. En este sentido, resaltamos que, incluso con alto endeudamiento y una política de distribución de dividendos relativamente alta (*dividend payout* promedio 5 años: 74%), su generación de retornos está entre los mejores del mercado (ROE 2019E: 22%).
- **Perú como foco de crecimiento.** Promigas también ha logrado expandirse de manera exitosa, e igualmente rentable, a uno de los países con mayor estabilidad, amplias reservas de gas (5x las de Colombia), mejor desempeño económico y de mayores expectativas de la región, como Perú. La aún baja penetración de gas en este país, que sería inferior al 10% en cobertura residencial, ha sido capitalizada por Promigas y sus socios a través de la adjudicación de concesiones que buscan un mayor nivel de conectividad industrial y de hogares, lo cual ha sido logrado a través de inversiones individuales o en conjunto, que superan los USD 800 mm en un periodo de 11 años. En este sentido, a pesar de que inversiones como Cálidda, atraviesan un proceso de expansión importante que demandará recursos significativos (USD 525 mm entre 2018-2022), la rentabilidad de este negocio es igualmente alta (ROE 2T19: 24%) y su crecimiento predecible (TACC de conexiones 15-22e: 21%), por lo cual estimamos que su contribución en los próximos años seguirá ganando relevancia para Promigas. Además, la adjudicación reciente de nuevas concesiones en otras regiones del Perú, le generan oportunidades de crecimiento importante para la próxima década.
- **Generación de caja consistente.** Reiterativamente, la compañía ha generado flujos de caja operacional y libre positivos, que le han permitido fondear parte de su expansión y retornar valor a sus inversionistas vía dividendos. En este sentido, las utilidades de la compañía han registrado un TACC del 18% entre 2011 y 2T19, donde además, las inversiones están concebidas para empezar a generar flujos de caja rápidamente y no requieren un periodo de estabilización demasiado largo. En este mismo sentido, a pesar de la alta intensidad en ejecución de Capex de los últimos años, normalmente la compañía ha logrado mantener un indicador de conversión de flujo de caja libre (FCL/ utilidad neta) positivo y esperamos que este siga siendo el caso para los próximos años, al igual que la relación FCO/Ingresos.
- **Uno de los retornos por dividendo más atractivos.** Si bien no podemos descartar totalmente que las necesidades de inversión de la compañía puedan requerir una menor tasa de distribución de dividendos a futuro (*dividend payout* promedio últimos 5 años: 74%), la política de Promigas ha sido estable, predecible y atractiva, por lo cual, en nuestro escenario base, no esperamos que el nivel de distribución esté por debajo del 70%.

Promigas - EBITDA y Margen



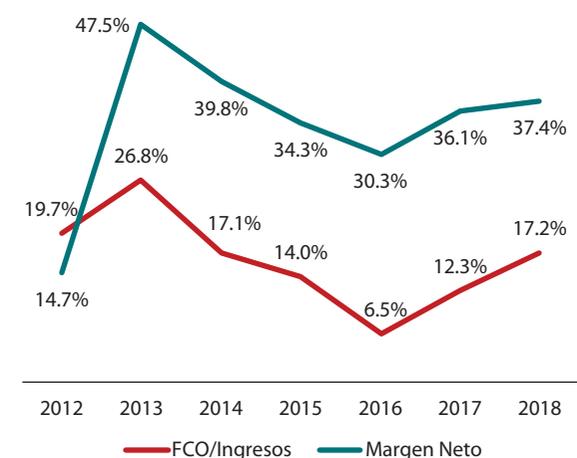
Fuente: Promigas | Estimaciones Davivienda Corredores

Usuarios Cálidda (miles)

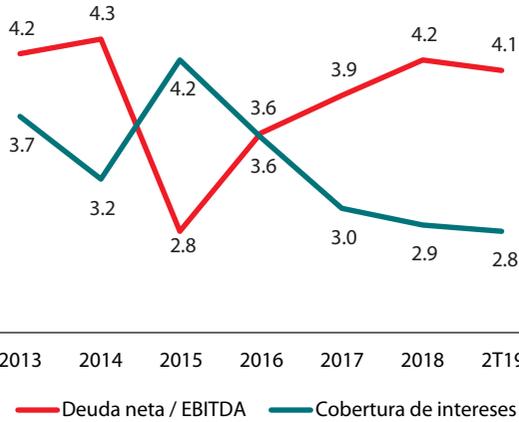


Fuente: Cálidda | Estimaciones Davivienda Corredores

FCO/Ingresos vs. Margen Neto



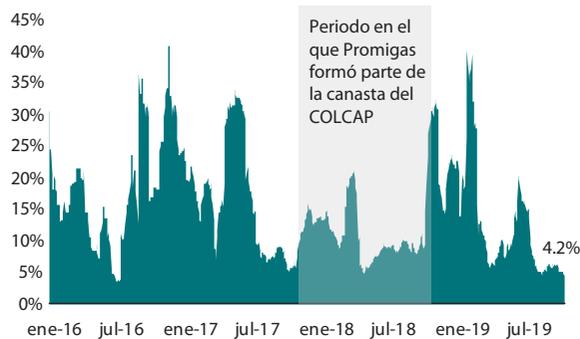
Fuente: Promigas | Estimaciones Davivienda Corredores

**Indicadores de apalancamiento**

Fuente: Promigas | Cálculos: Davivienda Corredores

Reservas de gas en Colombia (años)

Fuente: Promigas | Cálculos: Davivienda Corredores

Descuento por iliquidez

Fuente: Bloomberg | Damodaran | Cálculos: Davivienda Corredores

Riesgos

- **Los niveles de endeudamiento exigen alta disciplina.** La compañía ha apalancado buena parte de su crecimiento vía deuda, llevando sus indicadores de endeudamiento a niveles normalmente considerados agresivos (DN/EBITDA 4.0X y relación Deuda/Patrimonio del 170%). Adicionalmente, y en vista de que la compañía aún cuenta con una serie de proyectos en Colombia y Perú que requieren importantes montos de inversión, y que ha señalado públicamente su eventual interés por proyectos de gran magnitud, como la Regasificadora del Pacífico, no descartamos que, en el futuro, los niveles de apalancamiento puedan presentar un mayor estrés, lo cual, sin duda, obliga a una alta disciplina de capital. Sin embargo, sus distintos negocios cuentan con un importante componente de generación de caja (FCO/Ingresos: ~16%), que históricamente le ha permitido a la compañía crecer de manera rentable y cumplir sus obligaciones, con fácil acceso al mercado de deuda, donde además, la compañía recientemente logró una colocación (USD 400 mm) que tendrá beneficios en costos (tasa: 3.75% en USD), teniendo en cuenta el escenario actual de tasas globales.
- **Cambios regulatorios.** Modificaciones en la remuneración de los activos podrían amenazar la rentabilidad de los distintos negocios. Según la agenda regulatoria de la CREG, durante 2019 debería ser publicada la resolución de metodología tarifaria de transporte de gas natural, al igual que la metodología definitiva para la actualización del cargo de comercialización de gas natural para usuarios regulados, las cuales ya tienen varios años de retraso desde su última actualización. Si bien no esperamos que se incorporen cambios cuyos impactos sean demasiado significativos, no podemos descartar que la rentabilidad y las necesidades de inversión en los distintos negocios puedan ser alteradas negativamente.
- **Riesgos de comunidades y licencias cada vez mayores.** Durante los últimos años, las consultas a comunidades y las exigencias en los requerimientos ambientales han ido en aumento, causando retrasos y obstáculos a la ejecución de algunos proyectos, en los que Promigas no ha sido ajena a este tipo de dificultades. Sin embargo, si bien se han dado algunos retrasos, la compañía ha logrado sacar adelante sus distintos proyectos, sin generar un deterioro en las inversiones. Por otro lado, dada la complejidad y la longitud que podrían tener proyectos como la Regasificadora del Pacífico, de participar Promigas y ser adjudicataria del proyecto, los riesgos de este tipo asociados a este proyecto podrían ser considerables.
- **Escasez de gas en Colombia.** Se prevé que a partir de 2024 podría darse un desbalance entre oferta y demanda de gas en Colombia, dado el declinamiento natural de algunos campos, lo que podría reducir los volúmenes transportados en ciertas regiones y afectar la renovación de diversos contratos de transporte. Sin embargo, el hecho de que Promigas sea el controlador de la única regasificadora del país, le permite mitigar estos riesgos y se convierte en una oportunidad para la extensión de la duración del contrato de SPEC y de una eventual ampliación de la planta.
- **Baja liquidez del título.** Promigas continúa siendo un emisor de liquidez moderada, lo cual dificulta su correcta formación de precios. Sin embargo, su retorno al COLCAP debería disminuir este riesgo, lo cual

se hace evidente al calcular su descuento por liquidez, con base en la metodología de Damodaran, la cual arroja que durante el periodo en el que la acción formó parte del índice, su descuento por liquidez fue mucho menos volátil y menor que durante periodos en los que no formó parte de la canasta.

Proyecciones

➤ **Ingresos-EBITDA.** Estimamos ingresos de COP 3.98 bn para 2019 y COP 4.29 bn para 2020, donde el crecimiento se daría principalmente debido a la entrada del nuevo gasoducto de Canacol, el cual ya está en operación, y al desarrollo normal de sus demás negocios, favorecidos por un dólar fuerte.

En cuanto al EBITDA, estimamos un registro de COP 1.38 bn para 2019, el cual, con un crecimiento del 7% para 2020, sería impulsado por la entrada del nuevo gasoducto, pero también por un mayor aporte vía método de participación de Cálidda, donde estimamos que el número de conexiones para cierre de 2020 alcanzaría los 1.03 millones. Los márgenes de rentabilidad deberían mantenerse estables y la tasa efectiva de impuestos podría estar en el orden del 24%.

➤ **Apalancamiento.** Puesto que las necesidades de inversión de capital para el periodo 2020-2021 estarían por encima del billón de pesos, no consideramos que la compañía reduzca sus niveles actuales de apalancamiento por debajo de las métricas actuales. Estimamos que la compañía cierre 2020 con una relación Deuda Neta/EBITDA de 4.0x.

➤ **Dividendos.** Partiendo de un nivel de distribución de utilidades del 71% para 2019, estimamos que el dividendo a decretar en 2020 estaría en el orden de los COP 475 por acción.

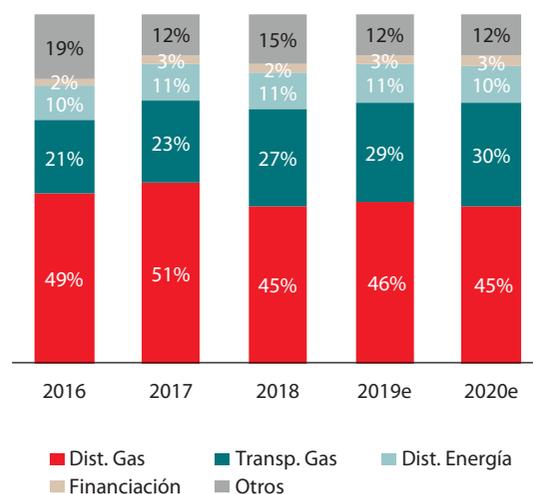
Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

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 2020E y P/U 2020E (30% del Precio Objetivo). Los parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 10.7%, beta apalancado de 1.79x y crecimiento a perpetuidad (G) de 2%.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2020FA de COP 8,800/acción, donde dada la capacidad de generación de valor en sus distintos segmentos y a pesar de los altos niveles de deuda, otorgamos una recomendación NEUTRAL, la cual reducimos desde Sobreponderar debido a la valorización reciente que ha presentado el título.

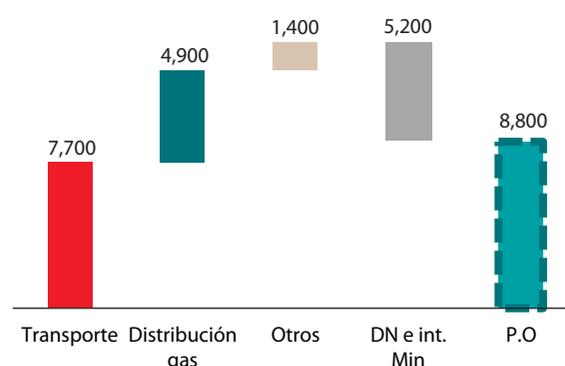
Valoración	Ponderación	2020FA
DCF	70%	9,270
Múltiplos Fwd - EV/EBITDA (8.8x)	15%	6,014
Múltiplos Fwd - P/E (13.8x)	15%	9,175
Precio objetivo (COP)		8,800
Precio de mercado (18/10/19)		8,150
Potencial de valorización		8.0%
Dividendo estimado		475
Dividend yield		5.8%
Retorno		13.8%

Ingresos por segmento - Promigas



Fuente: Promigas | Cálculos: Davivienda Corredores

Composición del valor (COP/acción)



Fuente: Cálculos: Davivienda Corredores

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

Evaluamos el cambio en el P.O. frente a variaciones en el WACC y el crecimiento a perpetuidad (g). Un incremento de 100 pbs en el WACC significaría una disminución de COP 1,200 en el P.O., mientras que una disminución de 50 pbs en el g resultaría en una disminución de COP 300/acción.

		WACC=10.7%				
		12.7%	11.7%	10.7%	9.7%	8.7%
G=2.0%	1.0%	6,400	7,200	8,200	9,400	11,000
	1.5%	6,500	7,400	8,500	9,800	11,500
	2.0%	6,700	7,600	8,800	10,200	12,100
	2.5%	6,900	7,900	9,100	10,700	12,800
	3.0%	7,100	8,100	9,500	11,200	13,600

Consumo de gas en Colombia vs. Capex

Evaluamos el cambio en el P.O. frente a variaciones en el crecimiento del consumo de gas en Colombia y las necesidades de Capex de la compañía. Un incremento de 100 pbs por encima del crecimiento del consumo de gas estimado por la UPME en su escenario base, significaría un aumento de COP 1,000 en el P.O., mientras que una reducción del 10% en las necesidades de Capex futuras estimadas resultaría en un aumento de COP 600/acción.

		Crecimiento Adicional consumo de gas Colombia				
		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%
Necesidades adicionales Capex	20.0%	5,700	6,600	7,600	8,700	9,800
	10.0%	6,300	7,200	8,200	9,300	10,400
	0.0%	6,900	7,800	8,800	9,800	11,000
	-10.0%	7,500	8,400	9,400	10,400	11,600
	-20.0%	8,100	9,000	9,900	11,000	12,200

Terpel

Afianzando su liderazgo en la región

Terpel se ha consolidado como un jugador importante del sector de distribución de combustibles líquidos, lubricantes y *Jet Fuel*, entre otros segmentos, en Colombia, Panamá, Perú, Ecuador y República Dominicana. Su liderazgo se ha derivado de su estrategia de otorgar productos y servicio de alta calidad a sus clientes. Adicionalmente, en los últimos años ha logrado diversificar sus operaciones, mediante un crecimiento orgánico e inorgánico sostenible, que le ha permitido afianzar su liderazgo en segmentos como el de lubricantes en Colombia, Ecuador y Perú. Por otro lado, aunque la baja liquidez de la acción es un limitante para el reconocimiento del valor justo del activo, el amplio potencial que presenta frente a su valor fundamental y frente a sus pares nos lleva a otorgarle a la acción de Terpel una recomendación de ATRACTIVA.

Aspectos a destacar

- **Nuestro Precio Objetivo para cierre de 2020 es de COP 17,100.** Nuestras principales estimaciones son: i) Crecimiento de ingresos de 2.5% anual, que se ubican en COP 22.0 bn, impulsados por un aumento de 2.6% en los volúmenes totales (3.4% en Colombia y 2.3% en Panamá); ii) EBITDA que al crecer 3.3%, se ubicaría en COP 868 mil mm, y resulta en un margen EBITDA de 3.9%; iii) utilidad neta de COP 159 mil mm, creciendo 5.2% anual, equivalente a un margen neto de 0.7%.
- **Efectiva estrategia de crecimiento por parte del accionista mayoritario.** La estrategia de crecimiento inorgánico de Copec, *holding* chileno, accionista mayoritario de la compañía, ha consistido en ampliar su participación de mercado en regiones donde Terpel tiene presencia, lo cual hizo recientemente a través de la adquisición de los activos de combustibles líquidos y lubricantes de ExxonMobil en Colombia, Ecuador y Perú en 2018, que lo llevó a situar las métricas de apalancamiento en niveles relativamente altos. No obstante, creemos que en la medida en que Terpel logre incorporar por completo estos activos a su operación, la rentabilidad debería presentar un incremento de ~70 pbs en los próximos dos años, y que el apalancamiento medido por el ratio Deuda Neta/EBITDA debería situarse por debajo de 3.0x.
- **Ilíquidez de la acción podría limitar el potencial de valorización.** Si bien los fundamentales de la compañía son atractivos, uno de los principales limitantes de la valorización de la acción de Terpel es su baja liquidez, pues en la actualidad se negocia diariamente en promedio aproximado de COP 214 mm vs. alrededor de COP 3 mil mm que negocian en promedio las demás acciones que pertenecen al COLCAP.

¿Por qué ATRACTIVA?

La baja liquidez de la acción es un gran limitante para la convergencia del precio de la acción hacia nuestro Precio Objetivo. No obstante, creemos que la compañía presenta un atractivo potencial de valorización de 59.8%, tanto por valor fundamental como por valor relativo, ya que sus comparables transan a un múltiplo *forward* EV/EBITDA 2020 7.8x vs. 5.7x EV/EBITDA 2020 a lo que se negocian las acciones de Terpel.



ATRACTIVA
P.O. : 17,100

Potencial: 59.8%
Riesgo: MEDIO
Cierre: COP 10,700
Sector: Consumo

TERPEL CB

Bloomberg: RESP COAR <GO>

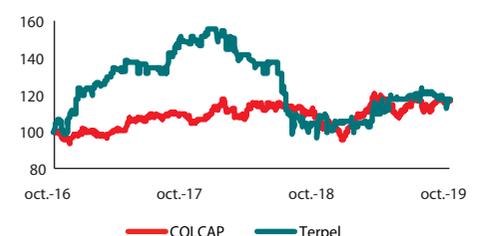
Julián Felipe Amaya
Analista Sector Consumo
jamaya@corredores.com
Ext. 92473

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com
Ext. 92134

Información de la acción

Cap. bursátil (COP)	1.94 bn
Flotante	25.3%
Dividendo anual (COP)	419
Retorno por dividendo	3.9%
% COLCAP	N.A.
# Acciones	181.4 mm
P/VL actual	1.1x
P/U actual	15.7x
EV/EBITDA actual	6.2x
Último precio	10,700
Máx. 52 semanas	11,300
Mín. 52 semanas	9,010

► Comportamiento Mercado (base 100: 2016)



Fuente: Bloomberg

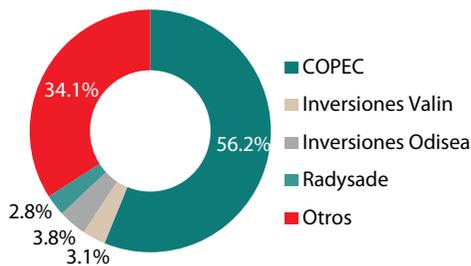


Terpel / Ficha técnica

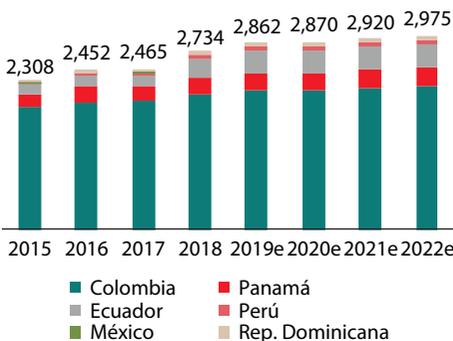
Descripción de la compañía. Distribuidor colombiano de gas y otros combustibles sólidos y líquidos y productos conexos. El propietario mayoritario es COPEC de Chile con 56.18%. Para expandir sus operaciones internacionales, en 2006 Terpel adquirió Accel, empresa distribuidora de petróleo en Panamá; en 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.

Composición accionaria



Evolución de volúmenes de venta



Comparables

Compañía	EV/EBITDA 2020	P/U 2019	P/U 2020
PTG Energy	7.5x	28.6x	19.4x
Travelcenters	19.1x	na	na
Attock Petroleum	4.0x	8.0x	7.2x
Abu Dhabi Oil Company	11.1x	15.0x	14.0x
Z Energy	7.4x	11.5x	13.5x
CST Brands	na	na	na
PAK State Oil	6.5x	4.4x	5.6x
Global Partners	11.2x	13.4x	27.9x
Sprague Resource	8.1x	10.1x	11.2x
Mediana	7.8x	11.5x	13.5x
Terpel	5.7x	12.8x	12.1x

- ▶ **Presidente:** Sylvia Escovar Gómez
- ▶ **Vicepresidente Financiero:** Oscar Bravo
- ▶ **IR:** Carolina Ferro
- ▶ **Página web:** www.terpel.com

Resumen

	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Acciones en circulación (millones)	181	181	181	181	181
Cap. bursátil (COP millones)	2,576,228	1,741,675	1,941,242	1,941,242	1,941,242
Precio (COP/acción)*	14,200	9,600	10,700	10,700	10,700
VL (COP/acción)	9,245	10,818	11,247	11,500	12,039
Utilidad por acción (COP)	1,076	737	837	881	979
P/VL	1.54x	0.89x	0.95x	0.93x	0.89x
P/U	13.2x	13.0x	12.8x	12.1x	10.9x
EV/EBITDA	5.5x	5.5x	6.0x	5.7x	5.3x
Retorno por dividendo	3.8%	3.8%	3.9%	4.1%	4.6%
Dividendo por acción	538.19	368.58	418.64	440.38	489.40

Balance general consolidado

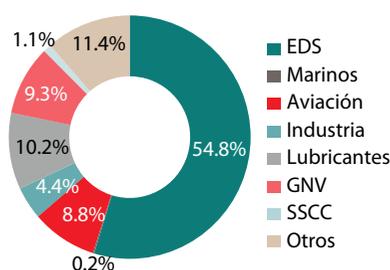
COP mm	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Disponible	239,953	398,678	175,397	60,259	11,345
Propiedad, plata y equipo	1,845,262	2,198,564	2,937,020	2,944,597	2,944,546
Otros activos	2,211,983	3,782,629	3,837,778	3,914,878	3,999,984
Total Activos	4,297,198	6,379,871	6,950,195	6,919,734	6,955,875
Obligaciones Financieras	1,458,450	2,766,994	3,250,137	3,098,142	2,956,976
Otros pasivos	1,161,482	1,649,745	1,659,223	1,734,860	1,814,471
Total Pasivos	2,619,932	4,416,739	4,909,360	4,833,002	4,771,447
Patrimonio	1,677,263	1,962,597	2,040,556	2,086,441	2,184,124
Pasivos+Patrimonio+I.Min.	4,297,198	6,379,871	6,950,195	6,919,734	6,955,875
Pasivos/Activos	61.0%	69.2%	70.6%	69.8%	68.6%
Obligaciones Financieras/EBITDA	2.1x	3.7x	3.9x	3.6x	3.2x
ROE	11.64%	6.81%	7.44%	7.66%	8.13%
ROA	4.54%	2.10%	2.19%	2.31%	2.55%
ROIC	9.40%	6.80%	6.30%	6.00%	6.30%

Estado de resultados consolidado

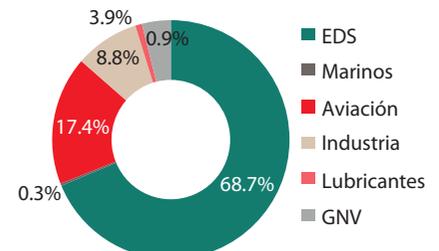
COP mm	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos operacionales	15,346,837	19,065,573	21,477,067	22,021,119	23,068,751
Costo de Ventas	13,821,862	17,370,774	19,641,769	20,192,032	21,150,706
Utilidad Bruta	1,524,975	1,694,799	1,835,298	1,829,088	1,918,046
Gastos operacionales	1,044,124	1,237,069	1,330,790	1,373,524	1,446,541
Utilidad Operacional	480,851	457,730	504,507	455,564	471,505
Utilidad Neta	195,281	133,741	151,903	159,790	177,579
EBITDA	690,100	740,929	840,056	868,079	915,877
Margen Bruto	9.9%	8.9%	8.5%	8.3%	8.3%
Margen EBITDA	4.5%	3.9%	3.9%	3.9%	4.0%
Margen Neto	1.3%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%

*Precio de Cierre del 18/10/2019

Utilidad bruta por segmento Colombia



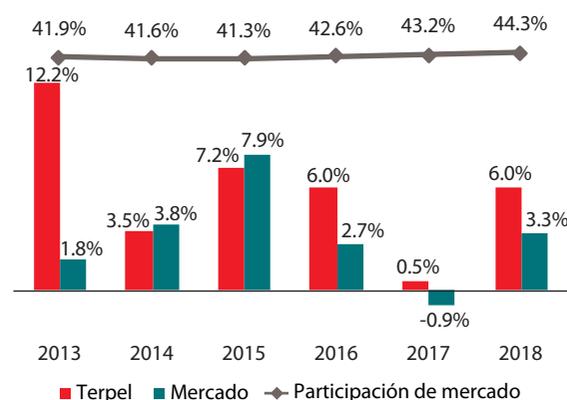
Volumen por segmento Colombia



Hipótesis de valor

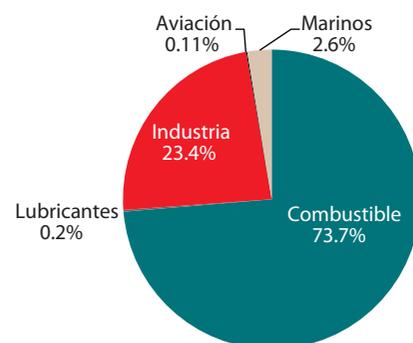
- **Robusta posición de liderazgo en Colombia.** Terpel se ha seguido consolidando como el principal jugador del sector en Colombia, pues cuenta con una participación de mercado de 41% en estaciones de servicio (EDS) y el segmento industrial, segmento que atiende a través de su red de 2,010 EDS, de las cuales 245 son propias, y mediante sus 31 plantas de abastecimiento que se encuentran repartidas a lo largo de todo el país. Adicionalmente, Terpel complementa su servicio por medio de sus tiendas de conveniencia (Altoque y Deuna, que a su vez es la red de tiendas más grande del país), sistemas de autolavado de carros (Ziclos) y otros servicios que le han ayudado a mantener la fidelización de sus clientes. En 2018, Terpel incrementó su participación en el segmento de Lubricantes y se consolidó como líder del segmento con 48% de participación de mercado, diversificando así su generación de ingresos hacia un negocio mucho más rentable.
- **Liderazgo y diversificación en Panamá.** Panamá es el segundo país en importancia de la operación de Terpel (~11.3% de los ingresos y 9.9% en el volumen total). Allí cuenta con una base diversificada en productos y servicios ofrecidos, pues tiene presencia en los segmentos de Combustibles Líquidos, Lubricantes, Industria, Aviación y Marítimo. Para este país esperamos que la buena dinámica continúe, dada la estrategia de incremento de EDS, que pasó de 131 en 2017 a 147 para el cierre de 2T19. Adicionalmente, Terpel cuenta con dos de los tres contratos más importantes del segmento industrial (sector minero y transporte), lo cual ha contribuido a la diversificación de esta región, al aportar 26.6% en los volúmenes de venta del país. Asimismo, en abril de 2019 Terpel obtuvo los permisos necesarios para suministrar combustible en 5 aeropuertos de Panamá, para así tener presencia en 33 aeropuertos en los cinco países en los que opera.
- **Ecuador y Perú, el nuevo eje de diversificación.** En línea con la estrategia de expansión en las redes de distribución de lubricantes de COPEC, Terpel adquirió los activos de Exxon Mobil en Perú y Ecuador. En el primer caso, Terpel tomó el liderazgo del segmento de Lubricantes, al adquirir el 30% de participación de mercado y una planta de producción de lubricantes, que ha representado un incremento de 28.7 mm de galones a nivel consolidado (+45.9% en Perú). De igual manera, en el segmento de aviación obtuvo la concesión exclusiva para la operación, almacenamiento y carga de combustibles en el aeropuerto Jorge Chávez de Lima, con lo cual la operación de este país pasó de tener participación de solo 12% en GNV, a participación adicional en Lubricantes y el segmento de aviación. Por su parte, en Ecuador se entró al negocio de Lubricantes con el 7% de participación de mercado y en Combustibles se adquirieron 43 EDS, con lo que para el cierre del 2T19 contaban con 98 EDS en ese país. De esta forma, en el negocio de Combustibles, la participación de mercado fue del 11%, siendo el cuarto jugador más importante en el segmento. Esto ha significado un incremento de 225.4 mm de galones a nivel consolidado (+92.3% en Ecuador).
- **República Dominicana, retos por explorar.** Un factor de importancia para República Dominicana es la estacionalidad de sus ventas, ya que la principal fuente de ingresos es el segmento de aviación, que depende, en su mayoría, de la dinámica del turismo en el país y los

Crecimiento anual volumen combustibles líquidos y participación de mercado



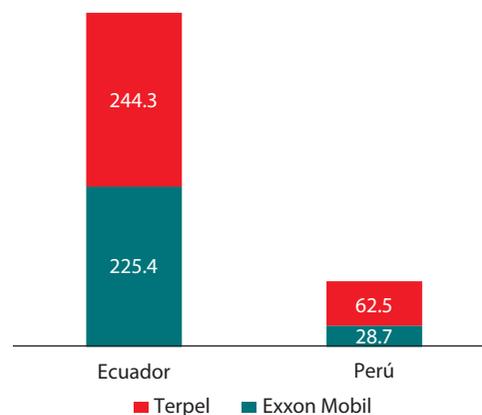
Fuente: Terpel

Composición volumen por segmento - Panamá

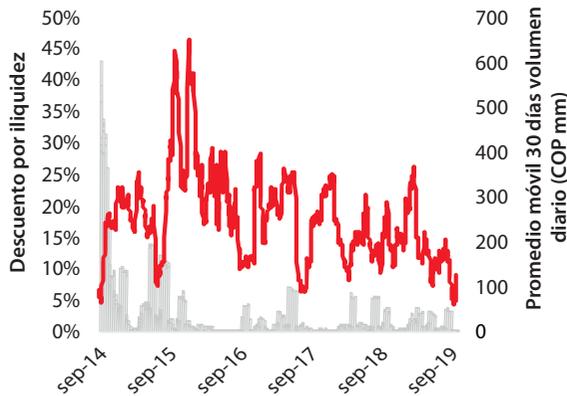


Fuente: Terpel

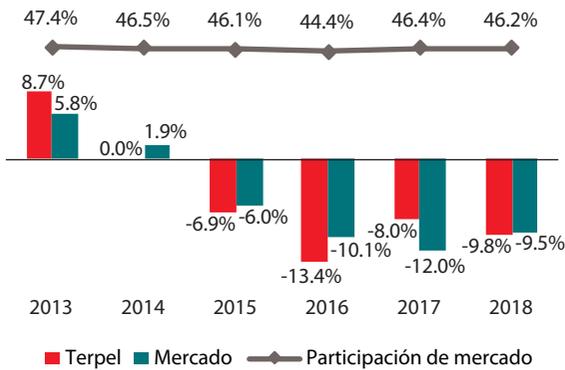
Aporte en volúmenes de las operaciones adquiridas de Exxon Mobil (mm galones)



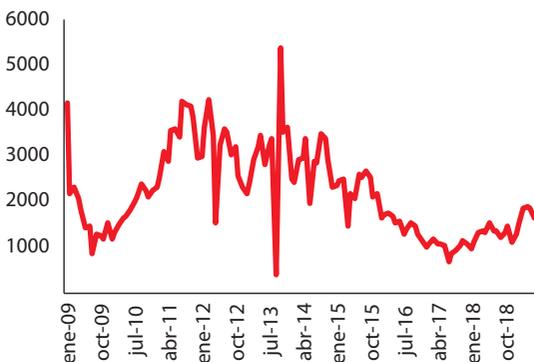
Fuente: Terpel | Cálculos: Davivienda Corredores

**Descuento por iliquidez y volumen promedio diario de la acción**

Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

Crecimiento volumen GNV y participación de mercado

Fuente: Terpel

Vehículos Convertidos a Gas Natural Vehicular (GNV) por mes

Fuente: UPME

períodos de vacaciones a escala global. No obstante, esperamos que la operación de la compañía en este país empiece a presentar de manera gradual una mayor estabilidad en sus ingresos, en la medida en que aumente la presencia en el segmento Industrial (actualmente, el ~92% de los ingresos de este país provienen del segmento de aviación, mientras que el ~8% restante deriva del segmento industrial).

Riesgos

➤ **Baja liquidez de la acción podría limitar potencial de valorización.** La acción de Terpel, después de su listamiento en bolsa en 2014, ha evidenciado una reducción importante en el volumen de negociación, pasando de negociar diariamente en promedio, durante el primer año en la bolsa ~COP 1,502 mm, a ~COP 214 mm en el último año. Adicionalmente, si bien el descuento por iliquidez de la acción se encuentra en la actualidad por debajo de su mediana histórica (9.1% vs. 17.6%), este sigue siendo superior al del COLCAP (1.7%) y de la mediana de las compañías que forman parte del índice (2.8%). De esta manera, se evidencia cómo la baja liquidez de la acción dificulta la negociación de la misma y, consecuentemente, la adecuada formación de su precio.

➤ **Nuevo jugador en Colombia podría derivar en pérdida de mercado.** Si bien Exxon Mobil era un jugador bastante relevante en el sector de comercialización de combustibles líquidos y contaba con una gran trayectoria y experiencia, la entrada de la peruana Primax podría significar para Terpel un gran reto para no perder participación de mercado. Primax, respaldada por el Grupo Romero (*holding* peruano), tiene como principal desafío cambiar la imagen de las EDS que antes formaban parte de la red de ExxonMobil. Para 2019 plantea finalizar el cambio de imagen de 200 EDS, en la cuales buscará implementar su estrategia de atención al cliente, que además dispondrá de la alianza con Puntos Colombia para la fidelización de clientes. Adicionalmente, varias directivas de Primax han manifestado querer aumentar su participación de mercado, que es del 22%, hasta el 50%, por lo que consideramos importante tener en cuenta el crecimiento que se propone esta compañía en el sector, y los esfuerzos que debería realizar Terpel para mantenerse como líder del mercado, sin impactar en gran medida sus márgenes de rentabilidad.

➤ **Retención de afiliados y transmisión de estrategia constituyen un gran reto.** En Colombia, la red de la marca Terpel cuenta con 2,010 EDS, de las cuales 245 son propias, el resto lo constituyen afiliadas con contratos de siete años de vigencia en promedio y alrededor del 12% vencen anualmente; por lo tanto, la capacidad para retener a sus afiliados, sin que esto represente costos adicionales por incentivos, es determinante para mantener el negocio y la participación de mercado en el largo plazo. Asimismo, para la transmisión de la estrategia enfocada en mejorar la experiencia del cliente a todas las EDS, Terpel asume la totalidad del costo de cambio de imagen, descuentos en sus márgenes de retribución y equipamiento para las tiendas de conveniencia, lo cual representa un gran riesgo, ya que al no ser propietario de la mayoría de las EDS, los beneficios de la estrategia podrían verse limitados, puesto que la implementación de la misma depende de los afiliados.

- > **Segmento de GNV no pareciera repuntar.** En años pasados se observó cómo el segmento de Gas Natural Vehicular presentó una expansión importante, de la mano del crecimiento en número de EDS (TACC de 21% desde 1999 hasta 2018) y del número de vehículos convertidos a GNV (TACC de 28% en el mismo período). No obstante, este desempeño en los últimos años ha presentado un estancamiento, observado en los volúmenes de venta del sector, que han presentado contracciones anuales desde 2015; de forma similar lo ha hecho Terpel, aunque ha conservado su posición de líder del segmento con una participación de 46%.

Proyecciones

- > **Ingresos.** Actualizamos nuestras estimaciones de acuerdo con los resultados de la compañía al cierre del segundo trimestre de 2019, teniendo en cuenta el crecimiento en los volúmenes, resultado de la adquisición de las operaciones a Exxon Mobil. De esta manera, estimamos ingresos para 2020 COP 22.0 billones, que representan un incremento de 2.5% frente al 2019E. Resaltamos que el TACC de los ingresos para el período de valoración entre 2019-2029 es de 4.6%.
- > **EBITDA.** Teniendo en cuenta que cerca del 50% de los ingresos de la compañía provienen del negocio de EDS en Colombia, el cual se encuentra regulado, esperamos que el margen EBITDA se mantenga estable (promedio 2017-2025 de 4.4%). De esta manera, estimamos que el EBITDA para 2019 y 2020 se ubique en COP 652,696 millones y COP 692,352 millones, con un margen de 4.36% y 4.4%, respectivamente. El TACC del rubro para el período de valoración es de 5.8%.
- > **Utilidad Neta.** Proyectamos una utilidad neta de COP 159 mil millones para 2020, que representan un crecimiento de 5.2% frente al 2019E.

Valoración y sensibilidades al Precio Objetivo

Para estimar el valor de Terpel utilizamos una metodología de flujo de caja descontado (70% del Precio Objetivo) y una valoración ponderada por los múltiplos EV/EBITDA 2020E y P/E 2020E (30% del Precio Objetivo). Los parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 9.3%, beta apalancado de 0.95x, costo del *equity* (K_e) de 14.2% y crecimiento a perpetuidad de 2.9%.

Método	Peso	PO 2020
FCL @9.3%	70%	19,000
EV/EBITDA 2020E @6.9	15%	15,300
P/E 2020E @11.0	15%	10,300
Precio Objetivo 2020 FA		17,100

Nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2020FA de COP 17,100/acción, que ofrece un potencial de valorización a los precios actuales de 59.8%. Asignamos una recomendación de ATRACTIVA con un riesgo MEDIO a nuestra valoración, teniendo en cuenta que las cifras operacionales de la compañía provienen de un negocio regulado.

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

Nuestro primer ejercicio fue evaluar el cambio en el Precio Objetivo de la acción frente a cambios en la tasa de descuento WACC y el crecimiento a perpetuidad. Así, contemplamos un escenario base para el WACC de 9.3%, por lo que un incremento de 50 pbs significaría una disminución en el precio de COP 1,700/acción. El escenario base del G es de 2.9%, por lo que una disminución de 50 pbs implicaría una disminución del precio de COP 1,100/acción.

		WACC = 9.3%				
		1.00%	0.50%	0.00%	-0.50%	-1.00%
G = 2.9%	-1.0%	12,400	13,600	15,100	16,700	18,700
	-0.5%	13,100	14,500	16,000	17,900	20,000
	0%	13,900	15,400	17,100	19,200	21,700
	0.5%	14,800	16,400	18,400	20,800	23,700
	1.0%	15,700	17,700	19,900	22,700	26,000

Crecimiento demanda vs. EBITDA por galón

Nuestro segundo ejercicio consistió en evaluar el cambio en el Precio Objetivo de la acción frente a variaciones en la demanda de gasolina y la generación de EBITDA por galón. El escenario base contempla demanda por gasolina de 2.8% en el período de valoración, por lo cual una disminución de 1 punto porcentual significaría una caída en el Precio Objetivo de COP 400/acción. Por su parte, un incremento en el EBITDA generado por galón de 50 pbs se traduciría en aumento de COP 500/acción.

		Crecimiento Demanda gasolina				
		-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%
EBITDA por galón	-1.0%	15,500	15,900	16,200	16,600	17,000
	-0.5%	15,900	16,300	16,700	17,100	17,500
	0.0%	16,300	16,700	17,100	17,600	18,000
	0.5%	16,700	17,200	17,600	18,000	18,600
	1.0%	17,200	17,600	18,100	18,600	19,000



DAVIVIENDA

www.davivienda.com



DAVIVIENDA
Corredores

www.daviviendacorredores.com