



Informe anual

EL LIBRO 2021

EL LIBRO 2021

EL LIBRO 2021

COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN

MÁS QUE INFORMACIÓN ADQUIERA VISIÓN

DIRIGIDO POR



JOSÉ GERMÁN CRISTANCHO

GERENTE DE INVESTIGACIONES
ECONÓMICAS Y ESTRATEGIA

KATHERINE ORTIZ

LÍDER RENTA VARIABLE

RODRIGO SÁNCHEZ

ANALISTA SENIOR ACCIONES

JULIÁN FELIPE AUSIQUE

ANALISTA ACCIONES

CAMILO ROLDÁN

ANALISTA ACCIONES

DAVID SEBASTIÁN CÁRDENAS

ESTUDIANTE EN PRÁCTICA

Nuestra Mejor Selección

Las oportunidades de inversión más
atractivas en el mercado accionario
colombiano. Conocerá nuestros TopPicks

COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN RENDA VARIABLE 2020 - 2021

04	I. RESUMEN PRECIOS OBJETIVO Y RECOMENDACIONES
05	II. METODOLOGÍA DE VALORACIÓN Y RECOMENDACIONES
08	III. 2020: UN IMPACTO NEGATIVO NO PREVISTO
12	¿CÓMO SE HA DESEMPEÑADO EL COLCAP EN 2020 RESPECTO A NUESTRA ESTIMACIÓN?
13	IV. 2021: HACIA UNA GRADUAL RECUPERACIÓN
16	ESCENARIOS DE POTENCIAL DE VALORACIÓN DEL COLCAP
19	V. RETOS Y OPORTUNIDADES
19	1. ALTOS NIVELES DE DEUDA SOBERANA Y CORPORATIVA
21	2. BAJA LIQUIDEZ DE MERCADO SE MANTENDRÁ COMO UNO DE LOS GRANDES RETOS
24	3. AVANCE EN IMPLEMENTACIÓN DE RECOMENDACIONES DE LA MISIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES
26	4. ENTORNO POLÍTICO
27	5. MENORES DIVIDENDOS POR CUENTA DE LA AFECTACIÓN A LAS UTILIDADES
28	VI. UNA MIRADA DE MÁS LARGO PLAZO: LA HORA DE LA TRANSFORMACIÓN HA LLEGADO
29	DIGITALIZACIÓN: UNA TENDENCIA QUE SE DISPARÓ CON LA PANDEMIA
34	EL SECTOR INMOBILIARIO NO PIERDE ATRACTIVO PERO DEBE AJUSTARSE
36	TRANSICIÓN ENERGÉTICA: UN PILAR DE LA SOSTENIBILIDAD
42	VII. NUESTRA MEJOR SELECCIÓN: TOP PICKS 2021
42	1. BALANCE DEL DESEMPEÑO DE LOS TOP PICKS
45	2. TOP PICKS 2021: NUESTRA MEJOR SELECCIÓN
49	CORFICOLOMBIANA
51	GRUPO ENERGÍA BOGOTÁ
55	MINEROS
59	GRUPO AVAL



*Nuestra
Mejor
Selección*

INTRODUCCIÓN

Si bien el 2020 pasará a la historia como uno de los años de mayores dificultades para los mercados accionarios, el 2021 seguramente también estará cargado de eventos y factores que podrían llevar a que la volatilidad y la incertidumbre permanezcan altas. En ese sentido, la variable que mayor impacto tendrá en el desempeño de la renta variable será la velocidad de recuperación de las economías, dado que esta marcará el compás, la capacidad y consecuentemente las expectativas de desempeño de las compañías.



COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN

RENTA VARIABLE 2020 - 2021

I. RESUMEN PRECIOS OBJETIVO Y RECOMENDACIONES

Empresa	Precio Objetivo 2021FA					
	Precio Objetivo	Potencial	Div. 2021E	Retorno total	Recomendación	Riesgo
Corficolombiana	33,600	28.4%	2,500	38%	Sobreponderar	Alto
GEB	2,800	12.3%	160	19%	Sobreponderar	Medio
Grupo Aval	1,060	22.7%	33	27%	Sobreponderar	Alto
Mineros	5,700	54.3%	218	60%	Sobreponderar	Muy Alto
Grupo Sura	32,200	52.4%	316	54%	Sobreponderar	Medio
Celsia	5,450	18.2%	195	22%	Sobreponderar	Medio
Ecopetrol	2,150	15.6%	21	17%	Neutral	Muy Alto
Nutresa	29,800	38.9%	688	42%	Neutral	Medio
Grupo Argos	14,600	33.8%	0	34%	Neutral	Medio
Promigas	8,900	18.7%	414	24%	Neutral	Medio
ISA	23,700	12.1%	808	16%	Neutral	Medio
Concreto	1,300	291.6%	0	292%	Neutral	Alto
Bancolombia	29,900	22.1%	0	22%	Neutral	Alto
El Cóndor	2,620	164.6%	23	167%	Neutral	Alto
PEI	10,820,000	0.5%	315,546	3%	Neutral	Medio
Cemargos	6,500	41.9%	0	42%	Subponderar	Alto
Banco de Bogotá	77,000	6.9%	2,580	11%	Subponderar	Alto
Terpel	12,600	48.2%	0	48%	Subponderar	Alto
COLCAP	1,454	23.7%	2.6%	26.3%		

Fuente: Davivienda Corredores

* Precio de cierre: 23 de Octubre de 2020



COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN

RENTA VARIABLE

II. METODOLOGÍA DE VALORACIÓN Y RECOMENDACIONES

Nuestro grupo de analistas aplica diferentes metodologías de valoración, las cuales son ampliamente aceptadas internacionalmente para determinar el valor justo de una compañía. El uso y selección de cada metodología depende del tipo de negocio, información disponible y discreción del analista y equipo de Davivienda Corredores.

Flujo de caja libre o ingreso residual (70%):

Estimación del costo del Equity (Ke):

Ke_{USD}
= [Tasa libre de riesgo (Rf) + Beta Apalancado (BL)
* Prima por riesgo de mercado ponderada (RP)
* Factor multiplicador (1.02)]

Tasa libre de riesgo (2.12%): Promedio 5 años de los US 10 Year Bonds.

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

Prima Mercado: La suma del promedio 5 años de la prima de riesgo por capital de EE.UU. (5.57%) y el promedio de 5 años del riesgo país ponderado por participación de los ingresos de cada país donde la compañía tenga operaciones (2.53% para Colombia). Datos publicados por Damodaran.

Devaluación: Para el cálculo de la devaluación, utilizamos los diferenciales de las inflaciones de largo plazo de Colombia (3.0%) y EE.UU. (2.0%).

Valoración Relativa (30%):

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

Suma de Partes:

Los conglomerados, holdings y algunas compañías en particular son valorados por suma de partes, tomando como base los Precios Objetivo de sus inversiones estratégicas, los Precios de Mercado de las inversiones no estratégicas y/o el valor en libros de otras inversiones menos representativas.



Precio Objetivo (P.O):

Corresponde al valor justo al que, según nuestras expectativas de desempeño financiero futuro y metodologías de valoración en Davivienda Corredores, estimamos la acción de una compañía debería negociarse en el mercado de capitales. No obstante, debido a que estas metodologías contemplan factores de largo plazo, el precio de mercado puede desviarse por periodos prolongados de esta estimación; por lo cual, la aproximación de nuestras recomendaciones conserva una mirada de largo plazo.

Recomendación:

El sistema de recomendaciones de Davivienda Corredores está conformado por una recomendación fundamental de inversión y una calificación que responde al nivel de riesgo asociado a la recomendación emitida.

La recomendación es el resultado de una ponderación de criterios cuantitativos (70%) y cualitativos (30%). El pilar cuantitativo de la recomendación corresponde a lo explicado en "Metodología de Valoración". Por su parte, el pilar cualitativo busca tener en consideración aspectos que no necesariamente impactan el ejercicio de valoración, pero que pueden tener impacto significativo en el valor y precio de las compañías bajo cobertura. Nuestro proceso de evaluación cualitativo abarca los principales aspectos considerados en el Gobierno Corporativo, que son juzgados a criterio de nuestros analistas en una escala de 1 a 3. A las compañías con mejores estándares se les asigna 3 en el criterio evaluado.

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

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

Es importante destacar que en caso de presentarse algún evento de corto plazo que no pueda ser incluido en la valoración, y que ponga en riesgo la materialización de nuestro P.O., será discreción del EQUIPO cambiar la recomendación de inversión. Adicionalmente, las recomendaciones incorporan aspectos y riesgos que podrían deteriorar la generación de valor a los accionistas, tales como factores de gobierno corporativo, la capacidad de generación de utilidades en el largo plazo y el apalancamiento.



RESUMEN TASAS DE DESCUENTO

Alta liquidez:

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

Sobreponderar: Potencial acción > Potencial Colcap+5%

Neutral: Potencial Colcap-5% ≤ Potencial acción ≤ Potencial Colcap+5%

Subponderar: Potencial acción < Potencial Colcap- 5%

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

Baja liquidez:

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

Atractiva: Potencial acción > Potencial Colcap+25%

Neutral: Potencial Colcap -25% ≤ Potencial acción ≤ Potencial Colcap+25%

Subponderar: Potencial acción < Potencial Colcap -25%

Empresa	Tasa de descuento
Calidda (USD)	7.9%
Banco de Bogotá	13.1%
Bancolombia	12.6%
Celsia	10.0%
Cementos Argos	9.1%
CLH	14.5%
Codensa	8.1%
Concreto	11.5%
Corficolombiana	13.5%
CTEEP (BRL)	7.5%
CTM (USD)	7.0%
Ecopetrol	10.2%
El Cóndor	11.3%
Electrodunas (PEN)	8.1%
Emgesa	9.3%
GEB	8.9%
GEB Transmisión	8.9%
Grupo Argos	10.0%
Grupo Aval	13.0%
Grupo Nutresa	9.7%
Interchile (CLP)	6.9%
Intervial (CLP)	8.5%
ISA	8.8%
ISA Colombia	8.8%
ISA Perú (USD)	7.0%
Mineros	7.1%
Promigas	10.9%
REP (USD)	6.9%
SUAM	12.8%
Suramericana	12.5%
Terpel	10.0%
TGI	9.5%
Transelca	8.9%

Fuente: Davivienda Corredores

* Para empresas del sector real es WACC y sector financiero KE



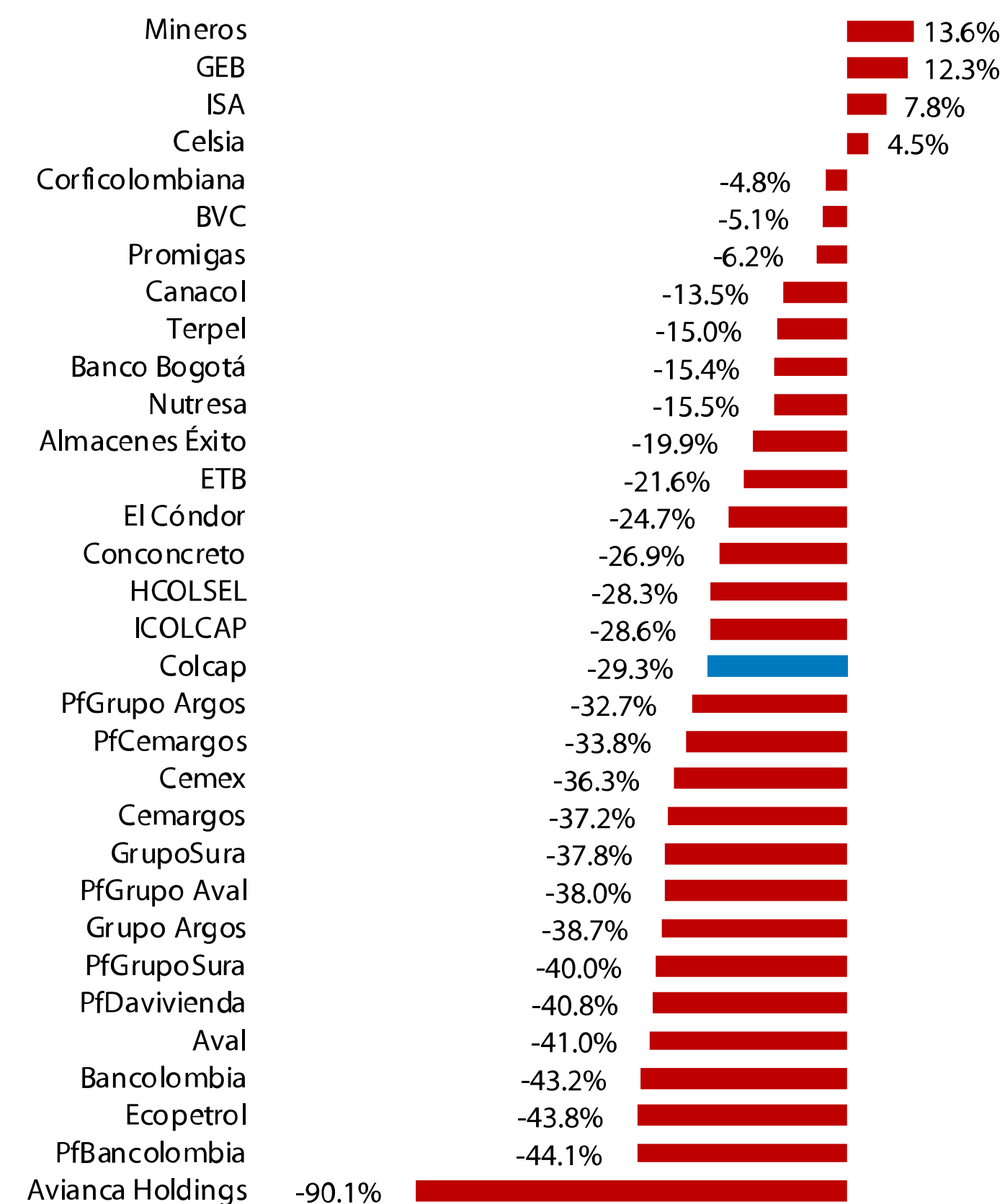
COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN

RENTA VARIABLE III. 2020: UN IMPACTO NEGATIVO NO PREVISTO

... la sorpresiva crisis económica desatada por cuenta del COVID-19 trajo consigo un cambio total en las perspectivas de desempeño de la economía y un impacto negativo en el valor justo de las compañías no previsto ...

Este año iniciamos con una perspectiva optimista para el mercado de renta variable local en medio de un entorno donde todo apuntaba a que la economía colombiana mantendría su senda de recuperación, sobresaliendo entre sus pares regionales, lo que planteaba un entorno favorable para el desempeño financiero de las compañías locales. No obstante, la sorpresiva crisis económica desatada por cuenta del COVID-19 trajo consigo un cambio total en las perspectivas de desempeño de la economía y un impacto negativo en el valor justo de las compañías, no previsto. Con esto, hoy nos encontramos ante una desvalorización del COLCAP acumulada en lo corrido del año de 29% (49% en USD), que sitúa al mercado colombiano como uno de los más desvalorizados a nivel global.

DESEMPEÑO DEL MERCADO ACCIONARIO EN 2020



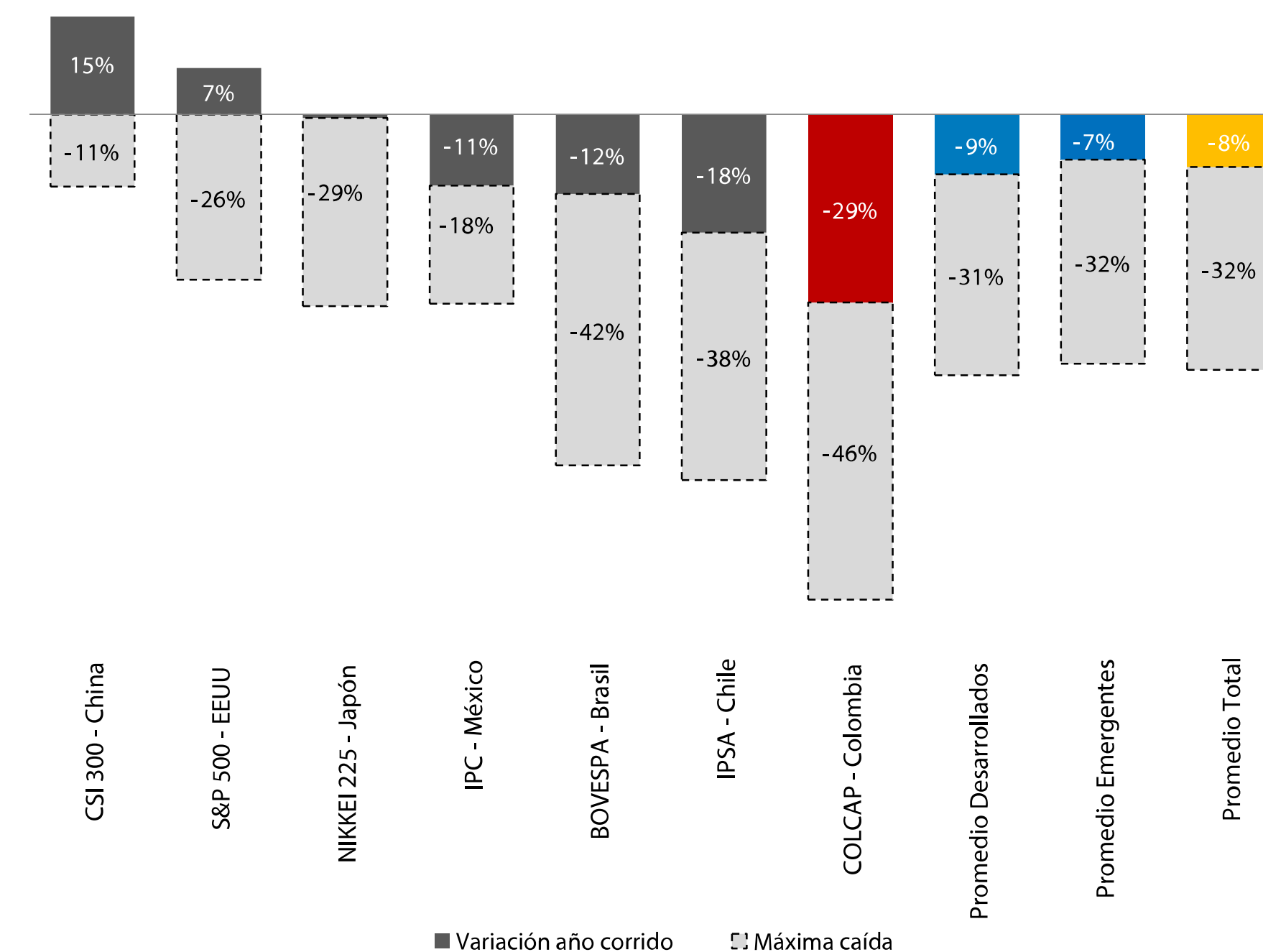
Fuente: BVC
* Cierre 23 de octubre de 2020



MÁXIMA CONTRACCIÓN DEL ÍNDICE VS NIVEL ACTUAL

El momento más desafiante para los mercados financieros lo vivimos al inicio de la pandemia, en particular durante los meses de marzo y abril. Es importante destacar que el COLCAP llegó a presentar una caída de 46% cuando alcanzó su nivel mínimo del año en marzo y, desde ese nivel, ha mostrado una importante recuperación, valorizándose 31.4%.

Aunque este desempeño negativo fue global y generalizado, en promedio y desde el cierre de 2019, los mercados desarrollados llegaron a registrar una desvalorización de 31.3% y los emergentes un -31.7% en su peor momento; un desempeño significativamente menos negativo que lo evidenciado por el índice COLCAP, el cual aún mantiene una amplia brecha frente a los niveles precrisis.



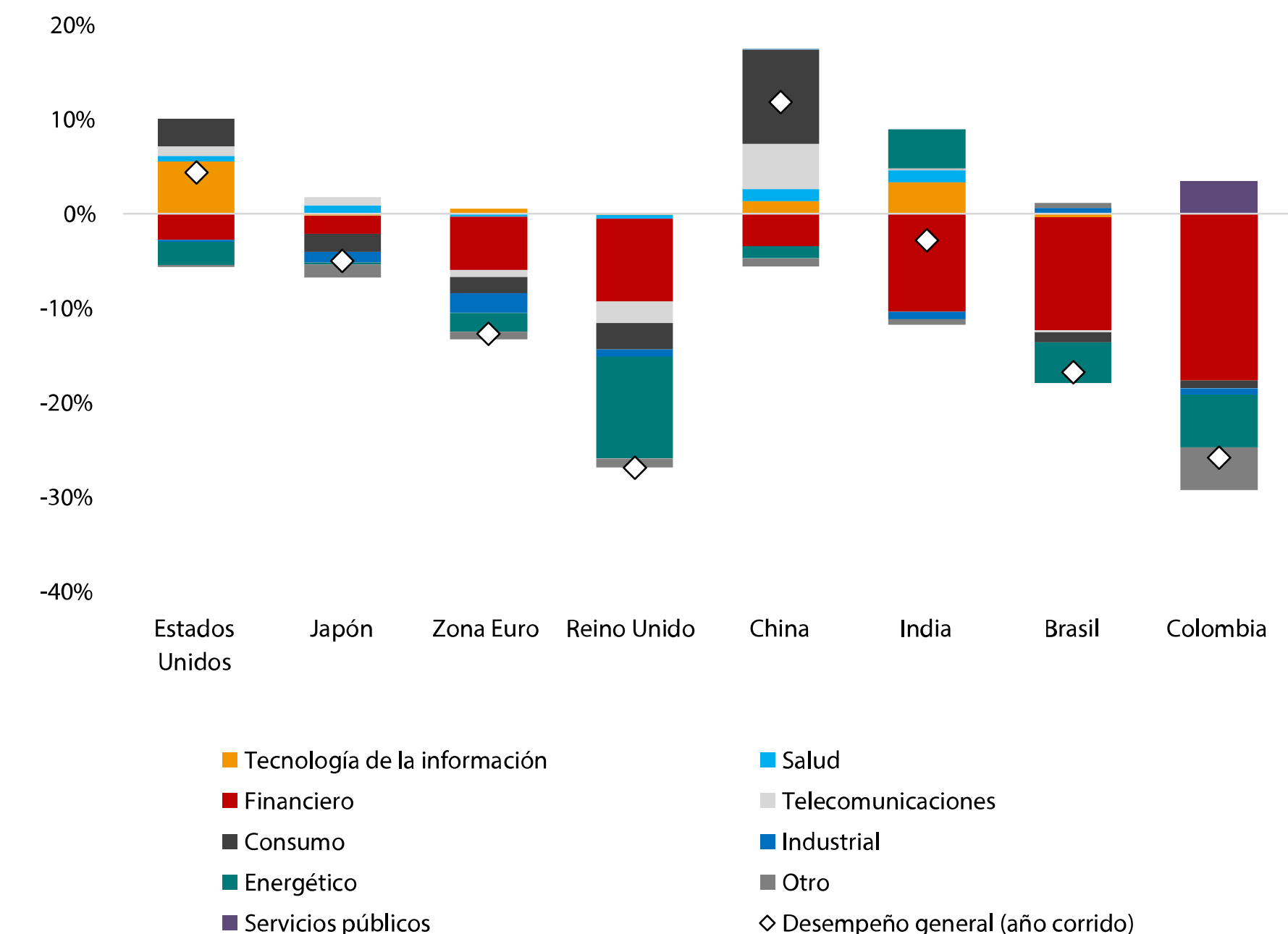


DESEMPEÑO DEL MERCADO ACCIONARIO: CONTRIBUCIONES SECTORIALES

Uno de los grandes retos a los que se ha enfrentado el mercado de acciones local es la elevada participación de empresas vinculadas a sectores altamente procíclicos y afectados por la pandemia. Adicional a la baja exposición de nuestro mercado a compañías de base tecnológica.

Cuando evaluamos el desempeño de diferentes mercados, encontramos que son sectores orientados a la tecnología, o defensivos como consumo, los que han impulsado la recuperación de los precios de las acciones tras la fuerte corrección presentada al inicio de la pandemia, y países como China y EE.UU. se destacan por, incluso, haber recuperado la totalidad de la caída; lo cual entre otros factores, lo atribuimos a que sus índices tienen la particularidad de tener una mayor participación de empresas de estos sectores.

Por su parte, los sectores financiero y energético (petróleo) han sido los de peor desempeño a nivel global y son los que más han contribuido a la baja de los mercados. Es ahí donde el COLCAP se enfrenta a un gran desafío, pues el sector financiero representa más del 30% del índice y el petróleo se acerca al 15%.

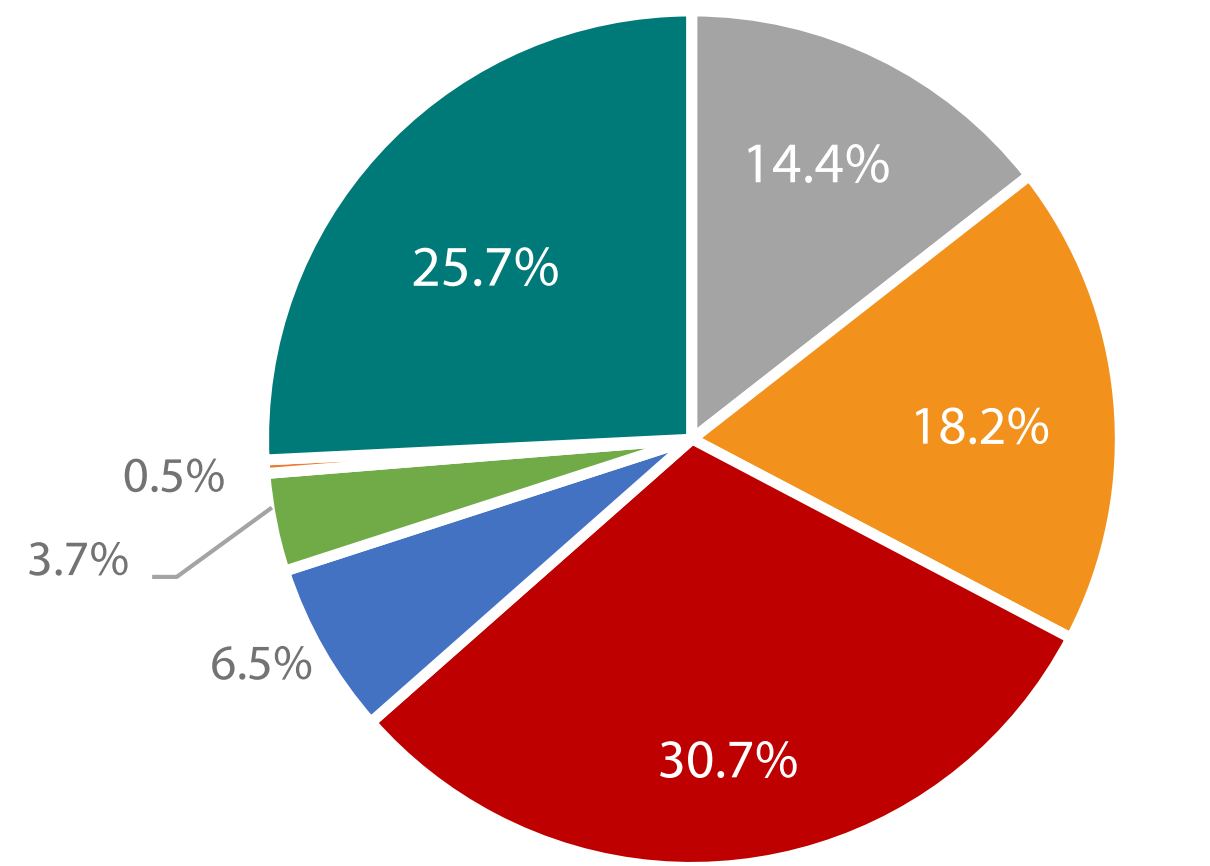


Fuente: FMI y BVC

* Para el caso de Colombia se incluyo de forma separa el sector de servicios públicos

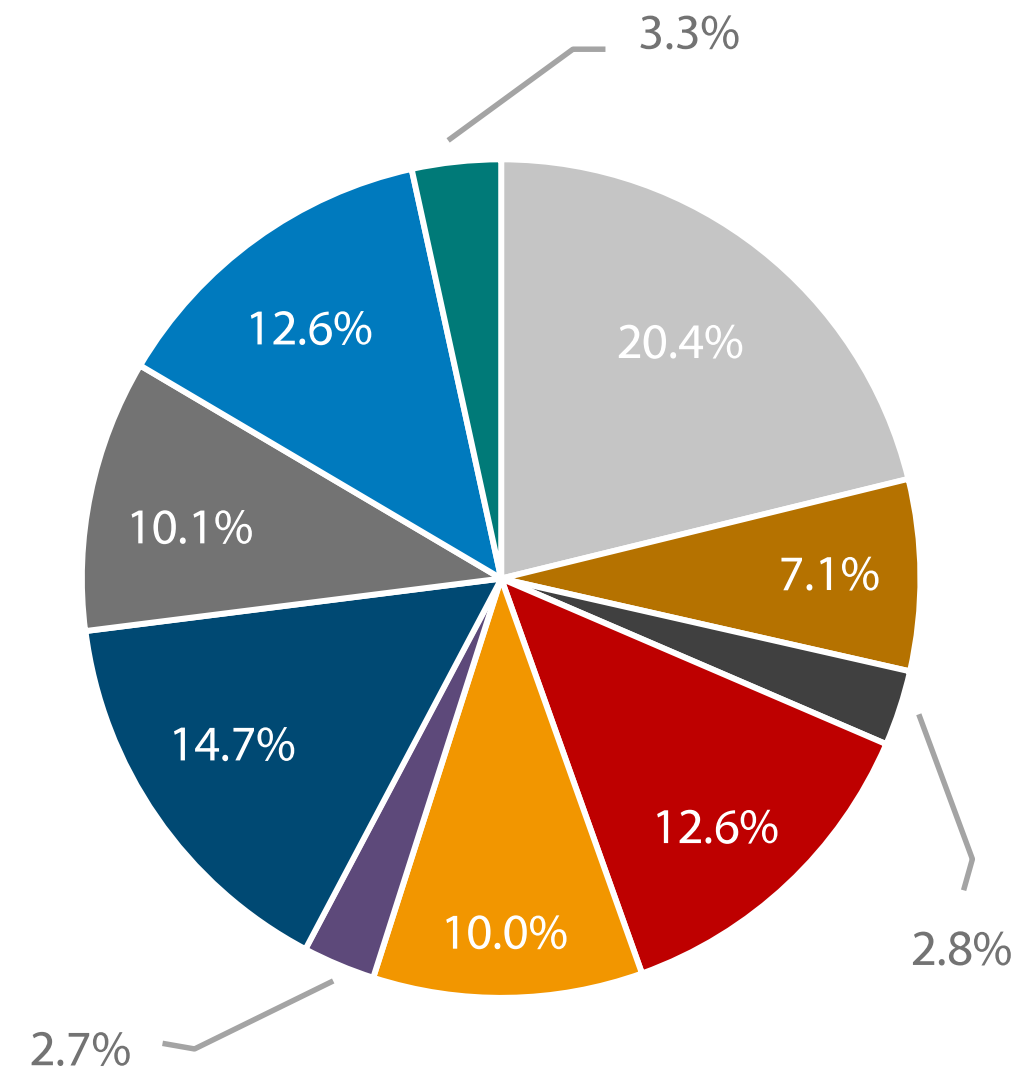


COMPOSICIÓN SECTORIAL COLOMBIA- ÍNDICE COLCAP



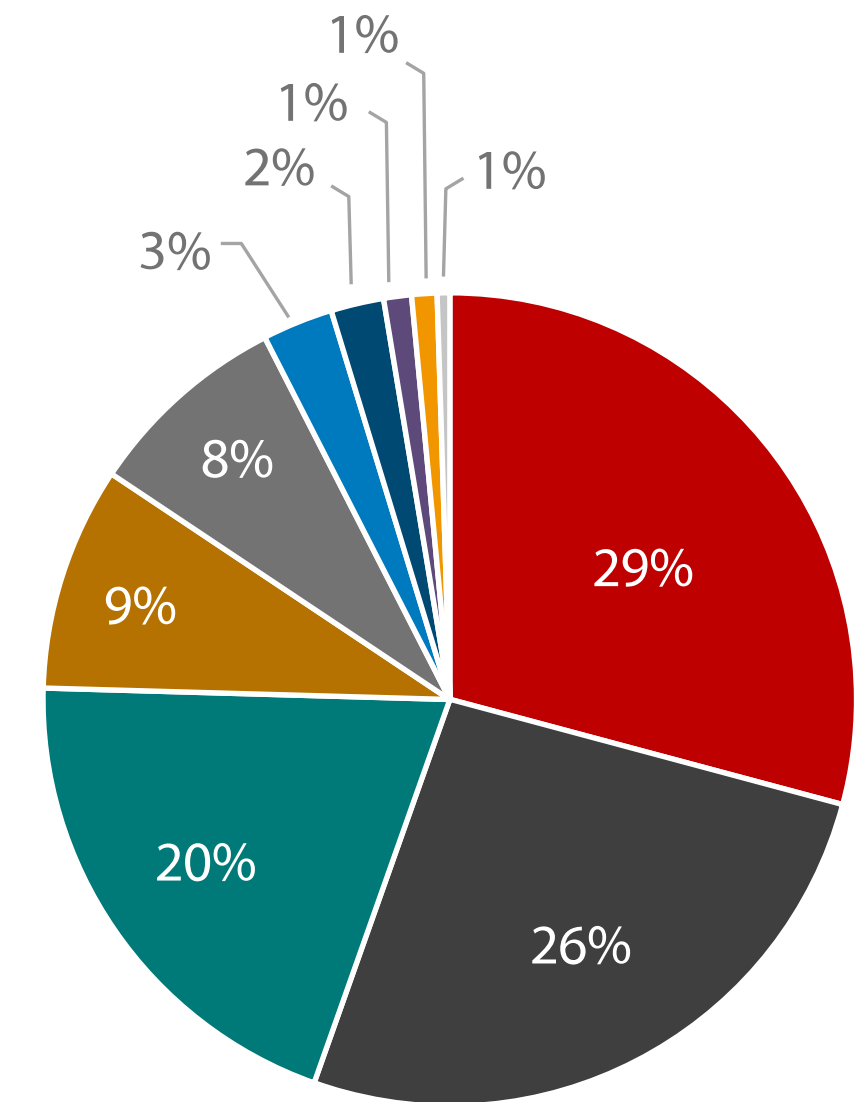
- Petróleo y gas ■ Holdings ■ Financiero ■ Consumo
- Materiales ■ Minería ■ Utilities

COMPOSICIÓN SECTORIAL S&P MILA 40



- Tecnología ■ Productos básicos ■ Materiales ■ Financiero
- Industrial ■ Comunicaciones ■ Salud ■ Energía
- Consumo discrecional ■ Utilities

COMPOSICIÓN SECTORIAL USA-S&P



- Financiero ■ Materiales ■ Utilities ■ Productos Basicos
- Energía ■ Consumo discrecional ■ Bienes raíces
- Comunicaciones ■ Industriales ■ Tecnología



¿CÓMO SE HA DESEMPEÑADO EL COLCAP EN 2020 RESPECTO A NUESTRA ESTIMACIÓN?

En nuestra pasada publicación (nov-19) “El libro 2020: Colombia, con fuerza propia” utilizamos los Precios Objetivo de las compañías bajo cobertura y sus respectivos escenarios de sensibilidad, para estimar el valor justo del COLCAP en 2020.

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 la coyuntura, en mayo publicamos el reporte **“Valor más allá de la gran cuarentena”** donde realizamos una actualización de nuestro ejercicio incorporando supuestos acordes a los desafíos desatados por el COVID-19.

El ajuste resultó en un escenario base para el COLCAP en 2020 de 1,365 puntos, un escenario pesimista de 1,218 puntos y uno optimista de 1,508 puntos. Actualmente el COLCAP fluctúa muy cerca de nuestro escenario pesimista.



... Para lo que resta del año 2020 esperamos que el COLCAP continúe fluctuando muy cerca de nuestro escenario pesimista, ante la ausencia de catalizadores en el corto plazo y, por el contrario, los riesgos de nuevas olas de contagio se han incrementado ...





COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN

RENTA VARIABLE

IV. 2021: HACIA UNA GRADUAL RECUPERACIÓN

... Esperamos un positivo año 2021 para el índice COLCAP, cuyo principal catalizador será el repunte en el desempeño de la economía que se traducirá en una recuperación gradual de las cifras de las compañías ...

La actual crisis económica global es la más severa desde la Segunda Guerra Mundial y, aunque recientemente se ha presentado un rebote en la actividad económica, las expectativas apuntan a que el camino de recuperación a recorrer, probablemente, será prolongado, desigual y rodeado de incertidumbre. Adicionalmente, una recuperación sostenible de la economía no está asegurada mientras la pandemia no esté controlada, puesto que en algunos lugares se están experimentando nuevos brotes de contagio, que ponen en riesgo las reaperturas graduales que se han venido implementando.

Pese al fuerte golpe derivado de la crisis y aunque somos conscientes de los retos, nuestra perspectiva es optimista por varios factores dentro de los que destacamos: i) Colombia retomaría su rumbo con un crecimiento positivo y transversal de todos los sectores de su economía, donde estimamos que el PIB pase de una contracción de -7.5% en 2020 a un crecimiento de 5.3% en 2021; y ii) las tasas de interés, tanto en Colombia como a nivel global, se mantendrían bajas y estables, limitando los retornos de la renta fija e incrementando el atractivo por el mercado de acciones.

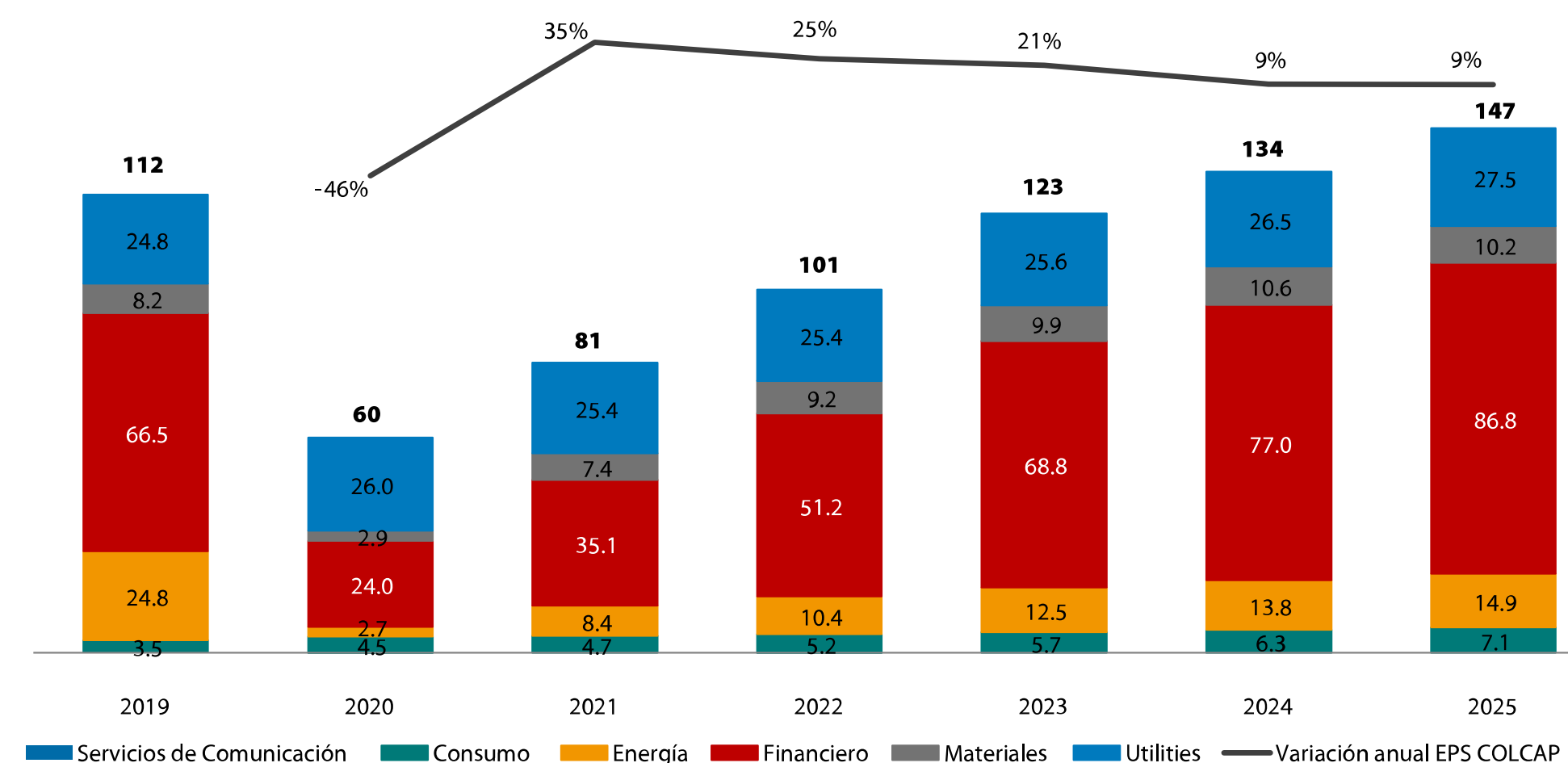


CONTRIBUCIÓN POR SECTOR AL EPS DEL COLCAP

Así mismo, es importante destacar qué coyunturas de crisis económica como la actual generan desviaciones de la tendencia de generación de utilidades y crecimiento de las compañías, lo que a su vez puede representar oportunidades de inversión, dadas las caídas en precios que pueden resultar de estos choques.

En el caso del COLCAP, nuestras estimaciones apuntan a una caída en las utilidades de 46% en 2020 y un crecimiento de 35% en 2021, iniciando así una senda de recuperación para alcanzar de nuevo niveles de 2019 entre los años 2022 y 2023, lo que a su vez soporta nuestra expectativa de que el mercado local tenga un repunte importante en los próximos años.

De todas formas, es importante resaltar que el sector financiero podría tardar hasta el año 2023 en alcanzar los niveles de utilidades por acción pre-COVID y, en el caso del sector energético (petróleo), no esperamos regresar a niveles previos a la crisis ante nuestra expectativa de un precio de equilibrio del commodity inferior a periodos anteriores.





“ ... Potencial de valorización frente al valor justo del COLCAP sería de 24% ... ”

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

Sobre esta base, estimamos un valor justo para el índice COLCAP en 2021 de 1,454 puntos, el cual representa un potencial de valorización de 23.7% frente al nivel actual. Vale la pena destacar que aun en nuestro escenario pesimista, el COLCAP presenta un potencial de valorización de 9.2%, reflejando el amplio descuento frente a su valor justo al que transa el grueso de las compañías que lo componen.

Destacamos que nuestros Precios Objetivo no incorporan descuentos por gobierno corporativo, liquidez o investigaciones. Sin embargo, somos conscientes que actualmente el mercado le asigna a algunas compañías este tipo de descuentos lo que las puede llevar a desviarse de nuestra estimación de valor justo a nivel fundamental.

Por último, para el cálculo del valor justo fundamental, estimamos un descuento en las acciones preferenciales de Grupo Sura (3%), Grupo Argos (12%) y Cementos Argos (15%), frente a nuestro precio objetivo basados en un promedio EWMA (Exponential Weighted Moving Average) de los últimos 3 años.



ESCENARIOS DE POTENCIAL DE VALORIZACIÓN DEL COLCAP

Precio Objetivo 2021 FA							
Empresa	Escenario Pesimista		Escenario Base		Escenario Optimista		Recomendación
	Precio	Potencial	Precio	Potencial	Precio	Potencial	
Corficolombiana	30,100	15.0%	33,600	28.4%	36,900	41.0%	Sobreponderar
GEB	2,490	-0.2%	2,800	12.3%	3,250	30.3%	Sobreponderar
Grupo Aval	930	2.8%	1,060	17.1%	1,200	32.6%	Sobreponderar
Mineros	4,500	21.8%	5,700	54.3%	6,900	86.8%	Sobreponderar
Grupo Sura	30,300	43.4%	32,200	52.4%	35,000	65.6%	Sobreponderar
Ecopetrol	1,760	-5.4%	2,150	15.6%	2,520	35.5%	Neutral
Nutresa	27,000	25.9%	29,800	38.9%	32,000	49.2%	Neutral
Grupo Argos	10,100	-7.4%	14,600	33.8%	15,500	42.1%	Neutral
Promigas	7,500	0.0%	8,900	18.7%	10,300	37.3%	Neutral
Bancolombia	27,200	8.8%	29,900	19.6%	32,800	31.3%	Neutral
ISA	22,600	6.9%	23,700	12.1%	24,700	16.8%	Neutral
Cemargos	5,200	13.5%	6,500	41.9%	8,100	76.8%	Subponderar
Banco de Bogotá	74,000	2.8%	77,000	6.9%	79,000	9.7%	Subponderar
Terpel	11,000	29.4%	12,600	48.2%	15,000	76.5%	Subponderar
COLCAP	1,284	9.2%	1,454	23.7%	1,607	36.7%	



Las expectativas de recuperación serán un factor clave que determinará el atractivo de la inversión en acciones. En ese sentido, en la medida que el peor momento de la crisis empieza a quedar atrás y pese a que la recuperación será lenta; el abanico de oportunidades en el mercado local se ha abierto nuevamente y el potencial de nuestro mercado luce altamente atractivo. Desde la publicación de El Libro 2020 – Colombia con fuerza propia, el grueso de las compañías colombianas continúa evidenciando amplios descuentos frente a sus valores justos, incluso tras incorporar fuertes impactos a cada sector, lo que implica que aún existe un potencial atractivo en el mercado local y posiblemente una oportunidad histórica de inversión.

Pese a que el potencial de valorización del índice COLCAP es alto, esta crisis tiene componentes muy particulares que limitan la visibilidad sobre la dinámica de recuperación que tomará cada sector y cada país donde tienen presencia las compañías de nuestro universo de cobertura.

Donde parece no haber mayor incertidumbre es en la expectativa acerca de que las bajas tasas de interés serán una constante durante el 2021, resultando en mayores primas de riesgo por capital que se convierten en factores que dan señales acerca de las oportunidades para aumentar la participación en acciones en los portafolios, a lo cual se debe sumar otro factor como las perspectivas de repuntes en inflación. En el caso colombiano, al igual que para algunos países emergentes y de la región, pese a que el escenario de recuperación luce altamente retador y las herramientas de políticas fiscal y monetaria son más limitadas que en países desarrollados, la brecha entre valor justo y precio de mercado hoy luce bastante amplia, donde estimamos que el COLCAP tiene un potencial de valorización de 23.7% y pese a que estimamos que varias compañías no distribuirían dividendos en 2021, el retorno por dividendos alcanzaría 2.6%, lo cual implica un retorno potencial total del 26.3% en el mercado colombiano.



... aún existe un potencial atractivo en el mercado local y posiblemente una oportunidad histórica de inversión ...





CONTRACCIÓN DE UTILIDAD POR ACCIÓN (EPS) DEL COLCAP EN 2020

Adicionalmente, y siendo conscientes de la afectación que han sufrido las compañías y que el mercado se podría ajustar al ritmo de recuperación de las utilidades, usamos nuestra expectativa de evolución de las utilidades para estimar cuál podría ser el nivel razonable del índice, acorde a la relación precio /utilidad a la que ha transado el mercado en los últimos años.

Como lo mencionamos nuestra expectativa de caída en las utilidades es de 46% en 2020, las cuales en 5 años habrían presentado una recuperación de 120%. Por su parte, durante los últimos 5 años, la relación P/E del COLCAP ha sido de 15x, mientras que en los últimos 3 años dicho promedio se ha ubicado en 13.5x. Usando estas dos variables estimamos que el valor justo del COLCAP, siguiendo nuestras proyecciones de crecimiento de utilidades, estaría entre 1,229 y 1,392 puntos a un P/E de 13.5x. Sobre esta base el potencial del COLCAP sería cercano a 12%.

Múltiplo P/E

13.5

Contracción de utilidad por acción (EPS) del COLCAP en 2020

		90%	80%	70%	60%	50%	40%	30%	20%	10%
% de recuperación de EPS en 5 años frente al 2019	60%	479	597	696	784	867	945	1,019	1,091	1,160
	70%	535	661	764	857	943	1,024	1,102	1,177	1,249
	80%	590	722	831	928	1,017	1,102	1,182	1,259	1,334
	90%	645	783	896	997	1,089	1,177	1,260	1,340	1,417
	100%	698	842	959	1,064	1,160	1,250	1,336	1,418	1,497
	110%	751	900	1,022	1,130	1,229	1,321	1,410	1,494	1,576
	120%	803	958	1,083	1,194	1,296	1,392	1,482	1,569	1,653
	130%	854	1,014	1,144	1,258	1,363	1,461	1,554	1,642	1,728
	140%	905	1,071	1,204	1,321	1,428	1,529	1,624	1,714	1,802



COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN

RENTA VARIABLE

V. RETOS Y OPORTUNIDADES

1. Altos niveles de deuda soberana y corporativa. Los retos derivados de los altos niveles de deuda soberana y corporativa no se pueden dejar de lado, pues una rebaja en la calificación crediticia del país se traduciría a su vez en una menor calificación para las compañías locales, lo que en un entorno donde las empresas han tenido que incrementar sus niveles de endeudamiento, puede impactar la rentabilidad y generación de valor.

La aparición y el posterior desarrollo de la pandemia ha obligado a los diferentes países a hacer uso sin precedentes de sus herramientas tanto de política fiscal como monetaria, en busca de favorecer las condiciones financieras y compensar el entorno de incertidumbre sobre la economía, lo que en efecto ha permitido mitigar el impacto de la pandemia y ha impulsado la recuperación de los mercados.

En este contexto, las empresas han podido refinanciar sus deudas y sortear los problemas de liquidez derivados de la caída de actividad económica y la disminución de los ingresos por cuenta de las cuarentenas. No en vano, la cartera comercial en Colombia ha mantenido un ritmo de crecimiento positivo a pesar de la desaceleración de la economía, como efecto del incremento en la demanda de créditos para mantener apropiados niveles de liquidez.

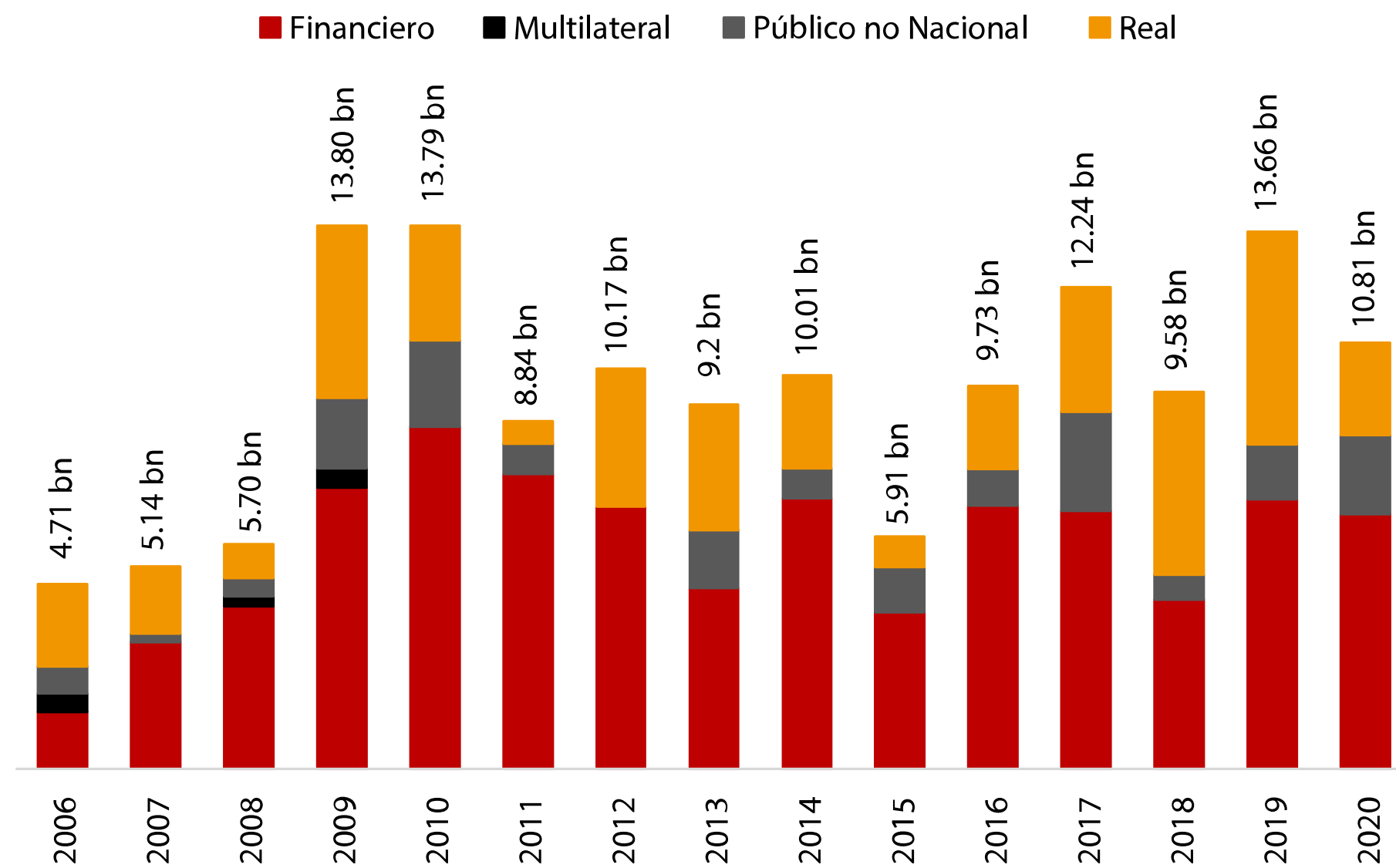
Por el lado del país, una de las mayores fragilidades está representada en el elevado nivel de endeudamiento, que a cierre de 2020 superaría el 60% del PIB. En este contexto, el riesgo de una rebaja de calificación es bastante alto y estará condicionado a la capacidad de saneamiento de las finanzas públicas a partir del 2021 (ver capítulo: Colombia retoma su rumbo).



... Respuesta de Gobiernos y Bancos Centrales ha sido determinante para garantizar acceso a liquidez; sin embargo, esto ha significado aumentos generalizados en el nivel de endeudamiento ...



HISTÓRICO DE EMISIONES POR SECTOR EN COLOMBIA (2020: ENE - OCT)



EVOLUCIÓN INDICADORES DE APALANCAMIENTO

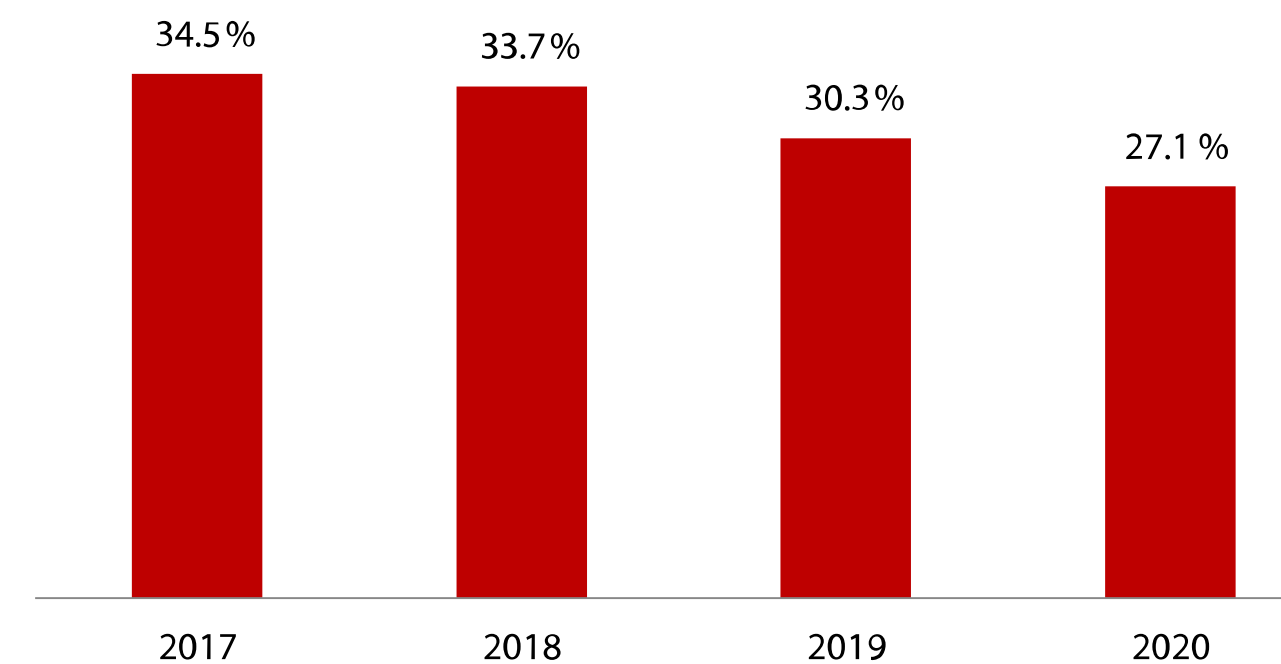
Compañía	Deuda Neta / EBITDA			EBITDA / intereses		
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
Calidda (USD)	3.2	3.9	4.1	7.5	5.6	5.2
Celsia	2.9	3.2	3.2	3.0	3.0	3.0
Cemargos	4.2	5.1	4.2	3.6	3.3	3.6
Codensa	1.0	1.3	1.5	8.8	7.8	8.1
Concreto	2.5	3.8	3.5	2.4	1.8	2.3
Ecopetrol	0.9	2.0	1.4	22.0	8.1	10.5
El Cóndor	3.4	6.4	5.7	2.7	1.9	2.0
Emgesa	1.2	0.9	0.8	7.8	8.9	8.5
GEB	3.3	3.5	3.6	5.2	5.8	6.1
Grupo Argos	3.1	5.0	4.0	3.8	2.6	3.1
ISA	2.9	2.5	2.3	4.3	5.3	5.1
Mineros	0.5	0.3	0.2	15.1	24.6	24.0
Nutresa	2.3	2.1	2.1	6.6	6.6	6.7
PEI	4.8	6.6	8.0	3.3	2.5	2.1
Promigas	4.4	4.5	4.1	2.5	3.7	3.4
Terpel	3.0	5.8	5.4	5.5	2.3	2.7
TGI	1.9	1.9	1.8	5.1	4.6	4.6



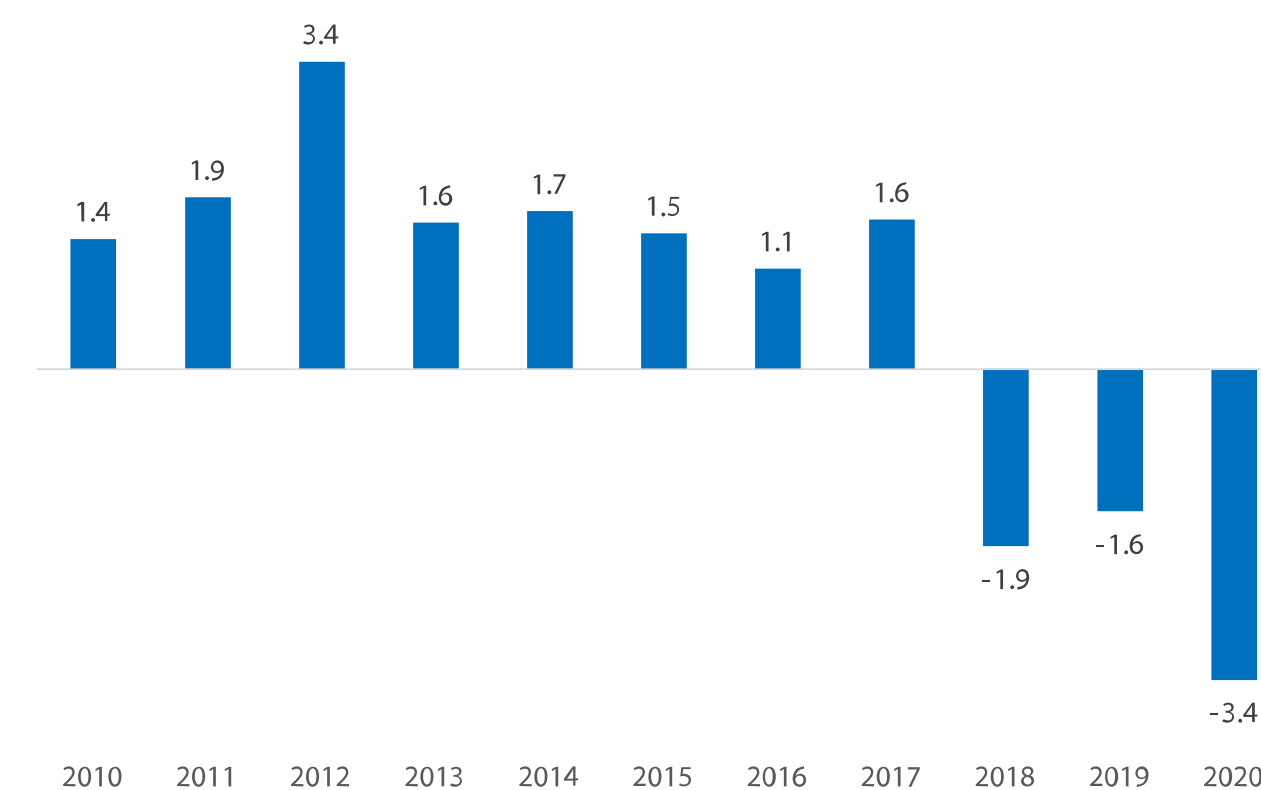
2. Baja liquidez del mercado se mantendrá como uno de los grandes retos. La baja liquidez de mercado local y poca diversificación en la base de accionistas seguirá siendo uno de los principales limitantes para que las compañías alcancen su valor justo.

Los extranjeros han mantenido una posición neta vendedora, incluso desde antes del COVID-19, y gradualmente han venido reduciendo su participación en el flotante del COLCAP, pasando del 34.5% en 2017 al 27% a junio de 2020. Al mismo tiempo, la participación de estos está representada en una proporción importante por fondos pasivos (gestora que se dedica a replicar el índice de referencia o benchmark), por lo que rebalances de índices como MSCI o FTSE han tomado mucha relevancia y, en los casos en que acciones locales han sido excluidas de estos, se han visto altamente golpeadas.

EVOLUCIÓN DE PARTICIPACIÓN EXTRANJEROS EN EL FLOTANTE DEL COLCAP

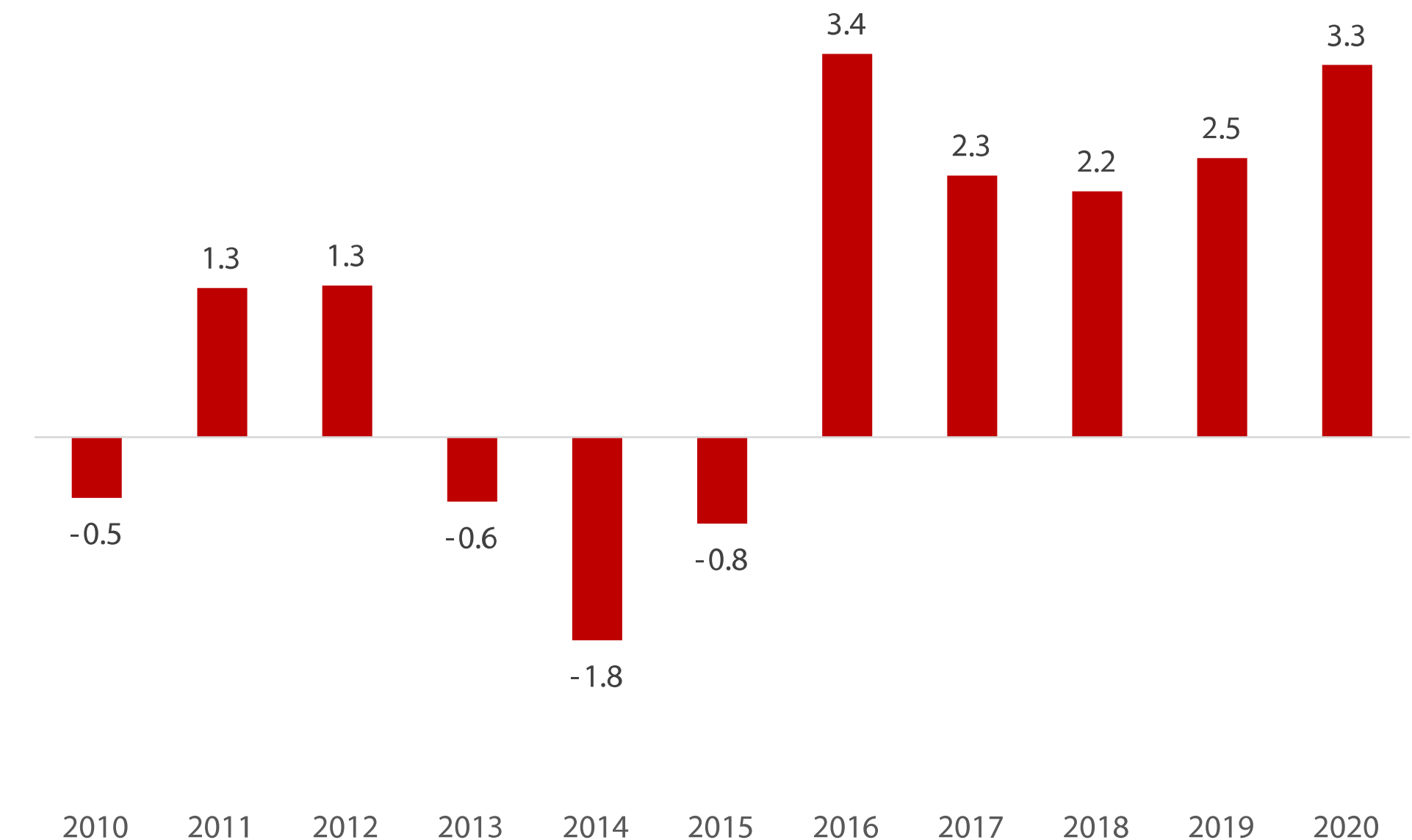


POSICIÓN NETA ANUAL DE INVERSIONISTAS EXTRANJEROS (COP BN)





POSICIÓN NETA ANUAL DE FONDOS DE PENSIONES (COP BN)



Fuente: BVC

Los Fondos de Pensiones, por su parte, han mantenido una participación activa en el mercado local, manteniéndose como los principales compradores netos. No obstante, dado que en distintos emisores ya alcanzaron el límite de participación por emisor (10% de la composición accionaria), para lograr aumentar su participación en acciones locales han optado por la creación de ETFs, reduciendo a su vez el circulante de las acciones y presionando la liquidez del mercado.

A lo anterior, se suma que hoy el negocio de administración de activos está concentrado en cuatro fondos de pensiones, donde el esquema regulatorio actual no genera incentivos a la competencia entre estos.

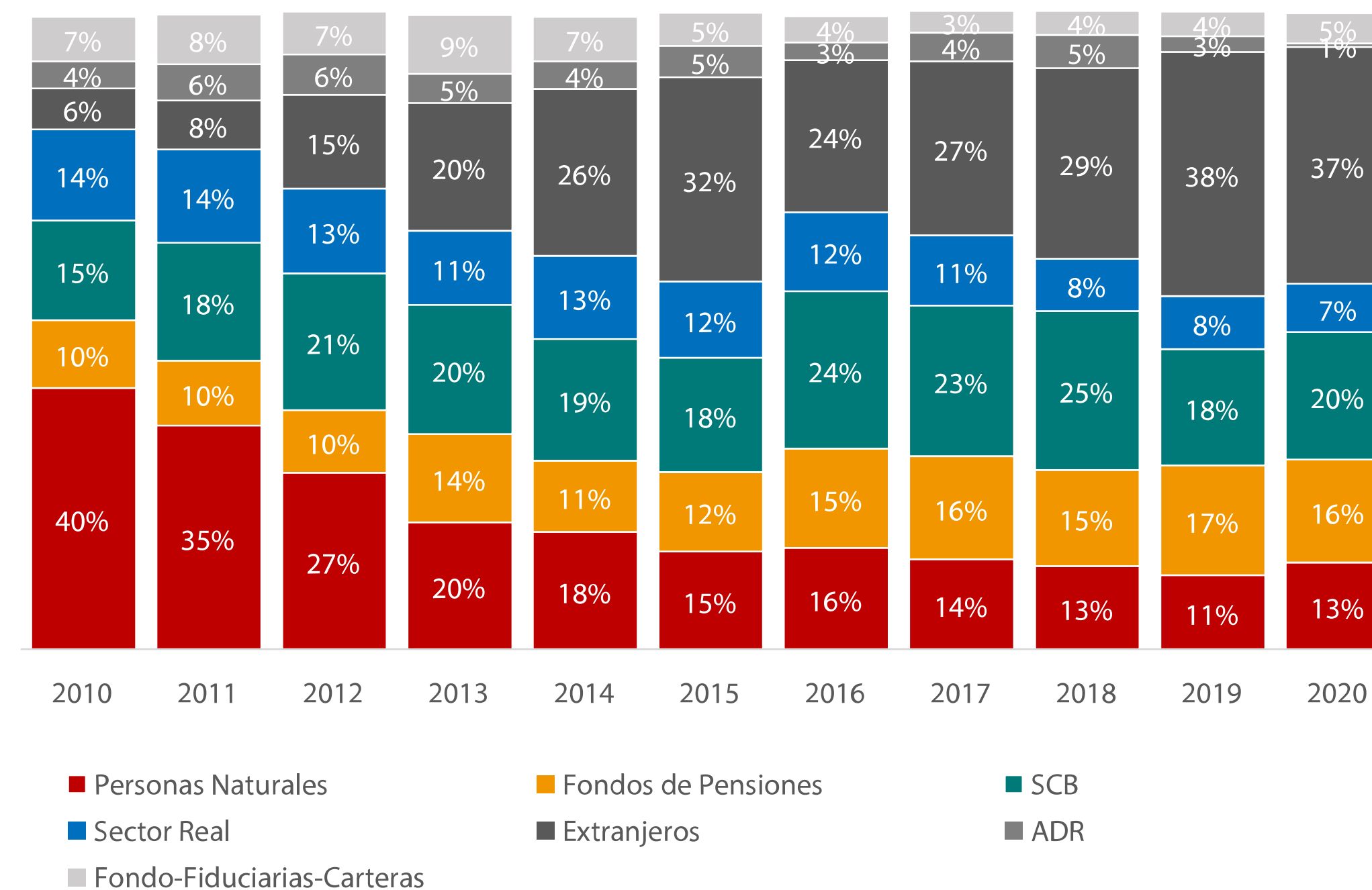
Finalmente, resaltamos que, aunque en los últimos años las personas naturales han reducido su interés por las acciones, recientemente y a raíz de las desvalorizaciones generadas por la pandemia, este grupo de inversionistas ha vuelto a ubicarse como comprador neto, aunque su participación sigue siendo limitada.



PARTICIPACIÓN DE AFPS POR ACCIÓN

PARTICIPACIÓN EN VOLUMEN NEGOCIADO POR TIPO DE INVERSIONISTA

Posición en COP mm	Colfondos		Porvenir		Protección		Skandia		Total
Acción	Posición en COP mm	%Acciones	Posición en COP mm	%Acciones	Posición en COP mm	%Acciones	Posición en COP mm	%Acciones	Posición en COP mm
GEB	589,817	2.75%	2,093,187	9.76%	1,527,067	7.12%	239,434	1.12%	4,449,505
ISA	592,483	2.85%	2,002,141	9.61%	1,435,441	6.89%	285,461	1.37%	4,315,526
PF Bancolombia	492,191	2.07%	1,014,489	4.27%	1,784,212	7.51%	294,414	1.24%	3,585,306
Ecopetrol	433,671	0.51%	1,245,368	1.46%	1,058,232	1.24%	208,647	0.24%	2,945,918
Bancolombia	344,783	1.49%	1,413,694	6.12%	681,731	2.95%	140,182	0.61%	2,580,390
Grupo Sura	263,715	3.02%	898,197	10.27%	423,824	4.85%	149,036	1.70%	1,734,772
Grupo Nutresa	258,182	2.68%	805,257	8.37%	515,756	5.36%	133,011	1.38%	1,712,206
Banco Davivienda	187,710	1.48%	625,382	4.94%	494,252	3.91%	75,772	0.60%	1,383,116
Celsia	153,536	3.49%	461,787	10.49%	447,072	10.15%	78,987	1.79%	1,141,383
PF Grupo Argos	151,655	2.30%	417,880	6.33%	478,693	7.25%	76,742	1.16%	1,124,970
PF Grupo Sura	143,105	1.55%	191,789	2.08%	646,262	6.99%	77,659	0.84%	1,058,814
Grupo Argos	133,046	1.56%	340,146	3.98%	308,082	3.61%	51,229	0.60%	832,502
Cementos Argos	125,686	2.72%	254,157	5.49%	310,661	6.71%	58,764	1.27%	749,267
PF Aval	96,583	0.52%	305,263	1.66%	226,107	1.23%	83,875	0.46%	711,828
Promigas	82,339	1.12%	176,049	2.39%	221,004	3.00%	47,309	0.64%	526,701
Corficolombiana	85,602	1.04%	180,260	2.19%	200,136	2.43%	59,550	0.72%	525,549
PF Cemargos	60,636	1.50%	197,233	4.86%	154,680	3.81%	20,994	0.52%	433,543
PF Corficol	9,416	0.14%	59,210	0.87%	13,582	0.20%	7,623	0.11%	89,830
CLH	11,831	1.35%	30,576	3.48%	32,372	3.68%	4,652	0.53%	79,431
Concreto	24,706	6.08%	0	0.00%	14,836	3.65%	2,603	0.64%	42,145
Canacol Energy Ltd	11,635	0.61%	0	0.00%	9,053	0.47%	17,903	0.93%	38,592
Banco De Bogotá	4,534	0.02%	4,832	0.02%	7,613	0.04%	10,909	0.05%	27,888
Grupo Aval	2,068	0.01%	5,602	0.03%	16,949	0.08%	1,153	0.01%	25,771
TOTAL	4,258,929		12,722,500		11,007,616		2,125,908		30,114,953



3. Avance en implementación de recomendaciones de la Misión de Mercado de Capitales. Recientemente, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público dio a conocer el documento “Política Pública para el desarrollo del sistema financiero”, que será la hoja de ruta para una serie de reformas que buscan promover el desarrollo del mercado de capitales y la profundización financiera. El gobierno ha retomado muchas de las recomendaciones de la Misión de Mercado de Capitales (MMC) y ha mencionado que espera dejar implementadas las reformas antes de que finalice el actual periodo presidencial. Entre los principales cambios que traerían resultados positivos para el mercado resaltamos:

- **Arquitectura financiera:** Acorde a la recomendación de la MMC se avanzará en adoptar un modelo de intervención funcional, centrado en las actividades y no en el tipo de licencia financiera, de manera que el Gobierno pueda modificar las actividades de las licencias existentes; esto abre el camino a licencias modulares, de tal manera que una sola entidad podrá realizar una o varias actividades autorizadas.



... Política Pública para el desarrollo del sistema financiero, que será la hoja de ruta para una serie de reformas que buscan promover el desarrollo del mercado de capitales y la profundización financiera ...



Con esto se busca dinamizar la competencia e incentivar la entrada de nuevos jugadores, puesto que se estudiará la posibilidad de admitir una mayor diversidad de agentes en la intermediación de valores.

Se actualizará el régimen de revelación de información relevante por parte de los emisores, así como un ajuste al Código de Comercio que permita un relacionamiento más eficiente y transparente con los inversionistas.

- **Expandir la base de inversionistas:** Se busca generar incentivos adecuados para una eficiente administración de portafolios institucionales y de recursos públicos, generando condiciones propicias para la inversión extranjera y lograr así simplificar la entrada y participación de los inversionistas retail. En este sentido, en línea con las recomendaciones de la MMC 2019, se realizará una revisión comprensiva al régimen de inversiones, incluyendo los activos admisibles y límites autorizados de los Fondos de Pensiones Obligatorias.



Además, se realizará una revisión del modelo de gestión y administración de los fondos públicos vinculados a la seguridad social en pensiones, en particular, en lo relacionado con FONPET. Por su parte, con el fin de mejorar el proceso de selección de los gestores de los fondos públicos, así como incrementar el número de agentes que participen en el proceso, se propondrá una modificación a la Ley 549 de 1999 para que, en lugar de adjudicar el Fondo como unidad a través de consorcios, se opte por otorgar múltiples mandatos de inversión sobre los recursos fraccionados de la unidad entre diversos agentes.

Por su parte en cuanto al régimen de inversiones de las AFPs se propondrá la eliminación del régimen de rentabilidad mínima y la reserva de estabilización, y se reglamentará el esquema de comisión por desempeño.

... en cuanto al régimen de inversiones de las AFPs se propondrá la eliminación del régimen de rentabilidad mínima y la reserva de estabilización, y se reglamentará el esquema de comisión por desempeño ...

• **Internacionalización:** Bajo la presidencia pro-tempore 2021 de la Alianza del Pacífico que recibirá Colombia en diciembre de 2020, el Gobierno nacional estudiará la posibilidad de ajustar el marco regulatorio para viabilizar un mecanismo alternativo de negociación, compensación y liquidación de valores extranjeros que tengan como origen países de la Alianza.

Así mismo, se iniciará la ruta para emprender nuevas iniciativas de integración, es decir, países con mercados de capitales que cuenten con características complementarias que permitan intercambio de productos y vehículos de inversión, lo que permitirá diversificar la oferta y demanda local, así como una mayor competencia y eficiencia en los mercados involucrados.



4. Entorno político. Durante el año 2021, el entorno político y social cobrará una gran relevancia en Latinoamérica. Por un lado, durante el mes de febrero se llevarán a cabo elecciones presidenciales en Ecuador. Además, se realizarán las elecciones presidenciales y parlamentarias en Perú en el mes de abril y se realizará la elección popular de los ciudadanos chilenos que se encargarán de redactar el nuevo texto de la constitución política. Por otro lado, en junio se adelantarán elecciones federales en México que, a su vez, permitirán medir el respaldo al actual presidente Andrés Manuel López Obrador. También, en octubre se realizarán las elecciones legislativas de Argentina y finalmente, durante el mes de Noviembre, tendrán lugar las elecciones presidenciales de Chile.

Así mismo, aunque en Brasil y Colombia las elecciones presidenciales tendrán lugar durante el 2022, sin duda a lo largo del próximo año se irá desarrollando en mayor detalle la carrera por la presidencia para el siguiente periodo y se irán conociendo los posibles candidatos y sus propuestas. Es por esta razón, que los inversionistas tendrán muy presente el entorno político y la evolución de las manifestaciones sociales al momento de tomar decisiones de inversión en los mercados financieros de la región. Más aún, teniendo presente que durante 2019 y 2020 en países como Colombia y Chile este ha sido un factor muy visible.



***... entorno
político
latinoamericano
estará bastante
dinámico en
2021 ...***





DIVIDENDO ESTIMADO POR COMPAÑÍA

5. Menores dividendos por cuenta de afectación a las utilidades. El impacto en la generación de utilidades de las compañías por cuenta de la pandemia tendrá repercusiones en la capacidad para distribuir dividendos. Mientras este año el retorno por dividendos del COLCAP se ha ubicado por encima del 5%, en 2021 estimamos que se reduzca a la mitad.

Aún es incierta la decisión que las empresas tomarán respecto a la distribución de dividendos, sin embargo, resaltamos que ante la afectación en el flujo de caja no es descartable que algunas compañías opten por distribuir dividendos en acciones, con el fin de no afectar a sus accionistas.

Destacamos que empresas en sectores defensivos y resilientes mantendrán un atractivo retorno por dividendos en 2021; es el caso de GEB, ISA, Promigas, Nutresa y Corficolombiana.

Empresa	Dividendos 2020	Dividend yield 2020	Dividendos 2021E	Dividend yield 2021
Corficolombiana	2,640	10.1%	2,500	9.6%
GEB	140	5.6%	160	6.4%
Mineros	193	5.2%	218	5.9%
Promigas	388	5.2%	414	5.5%
Celsia	292	6.3%	195	4.2%
ISA	675	3.2%	808	3.8%
Grupo Aval	60	6.9%	33	3.8%
Banco de Bogotá	4,032	5.6%	2,580	3.6%
Nutresa	649	3.0%	688	3.2%
PEI	485,495	4.5%	315,546	2.9%
El Cóndor	27	2.7%	23	2.4%
Grupo Sura	634	3.0%	316	1.5%
Ecopetrol	180	9.7%	21	1.1%
Grupo Argos	376	3.4%	0	0.0%
Concreto	0	0.0%	0	0.0%
Bancolombia	1,638	6.7%	0	0.0%
Cemargos	251	5.5%	0	0.0%
Terpel	656	7.7%	0	0.0%
COLCAP		5.60%		2.60%



COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN

RENTA VARIABLE

VI. UNA MIRADA DE MÁS LARGO PLAZO: LA HORA DE LA TRANSFORMACIÓN HA LLEGADO

Uno de los factores más importantes que consideramos claves a monitorear para el desempeño del mercado no solo en el corto, sino en el mediano y largo plazo, y que marcará la pauta para un retorno sostenible en el tiempo, es la capacidad de las compañías de adaptarse a las grandes tendencias que aceleraron su penetración a raíz del COVID-19.

Los cambios de comportamiento que se están generando en la sociedad como resultado de la pandemia están teniendo una repercusión importante en la manera en la que los usuarios interactúan con las empresas y en sus decisiones de consumo de bienes y servicios. Es evidente que la pandemia traerá muchas consecuencias que cambiarán la vida de las personas para siempre.

Así, en medio de un entorno de extrema incertidumbre, aislamiento y en el que la vida y el cuidado del medio ambiente cobraron un valor muchísimo mayor; la tecnología, la sostenibilidad y el compromiso social han transformado la forma de hacer negocios a nivel mundial. Este fenómeno podría decirse que está cambiando el capitalismo de los Shareholders al capitalismo de los Stakeholders.

Desconocer esta realidad y no estar preparado para adaptar los negocios a este nuevo entorno constituye uno de los principales riesgos para los negocios como están concebidos actualmente.

A continuación, daremos un vistazo a algunas de las grandes tendencias que marcarán el rumbo de las principales empresas que cotizan en la BVC.



... La pandemia del COVID-19 aceleró grandes transformaciones pero, sobre todo, acentuó la transición del capitalismo de shareholders al capitalismo de stakeholders ...





DIGITALIZACIÓN: UNA TENDENCIA QUE SE DISPARÓ CON LA PANDEMIA

La digitalización está teniendo un gran impacto, revolucionado todos los sectores de la economía, especialmente por tres grandes avances tecnológicos: la masificación de los dispositivos móviles inteligentes, la computación en la nube y la usabilidad y procesamiento de los datos.

Con esto, la ola de transformación en los servicios financieros ha llegado a todos los rincones del mundo y Colombia no es indiferente a esta tendencia. De acuerdo con información de la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), el monto de operaciones vía Banca Internet y Móvil creció cerca de un 20% producto de esta pandemia.

El uso de canales digitales ha crecido entre 160% y 190% respecto a un día promedio normal. Además, en el país se han hecho más de dos millones de atenciones en salud a través de teleasistencia y telemedicina en los últimos meses y el número de usuarios de billeteras digitales se ha multiplicado por algo más de dos veces en los últimos seis meses y hoy supera los 15 millones de usuarios, esto solo por mencionar algunos indicadores

Este acelerado avance representa grandes retos para los negocios como los conocemos hoy, donde la competencia ya no se limita a empresas del mismo sector sino que es multisectorial.

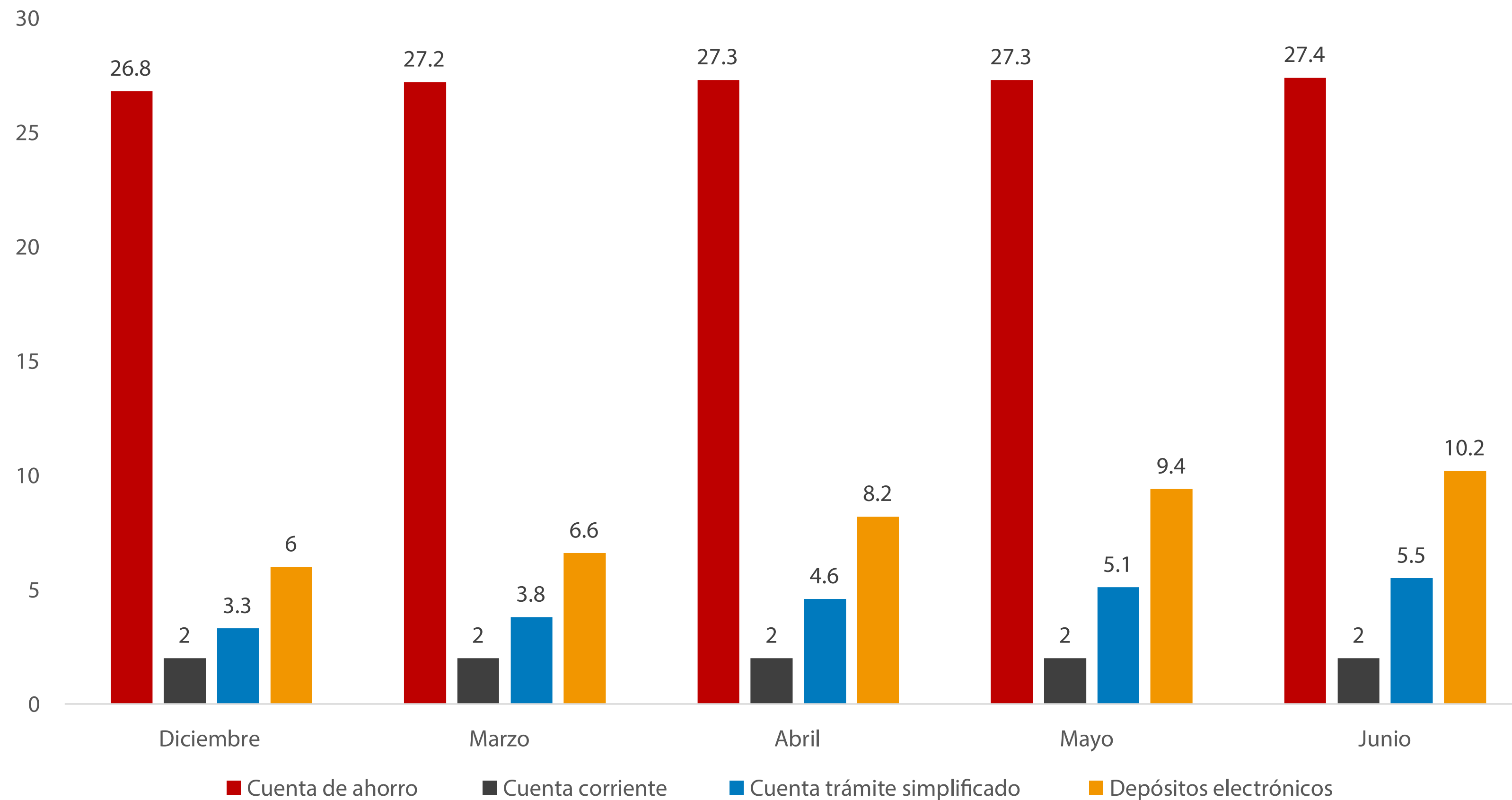


... la ola de transformación en los servicios financieros ha llegado a todos los rincones del mundo y Colombia no es indiferente a esta tendencia ...





NÚMERO DE ADULTOS CON PRODUCTOS DE DEPÓSITO POR TIPO DE PRODUCTO EN COLOMBIA (MILLONES)





Los algoritmos ya gobiernan, o al menos influyen en gran parte de nuestras decisiones. Se asegura que, en la actualidad, cerca del 31% de los matrimonios en EE.UU. inicia a través de aplicaciones tecnológicas y se estima que en 10 años este porcentaje ascenderá al 50%. Es claro que la capacidad de conocimiento de nuestras preferencias a través de la información que compartimos en el mundo digital ha abierto grandes posibilidades en el mundo de los bienes y servicios y está transformando la aproximación de las compañías a los consumidores.

Al mismo tiempo, el avance del internet de las cosas, la inteligencia artificial, la computación cuántica, el Big Data, la automatización, entre otras tendencias de transformación digital, implican un

ajuste acelerado en su adopción para estar a tono con la evolución de la competencia global en un mundo que continuará avanzando a gran velocidad.



***... En este contexto,
uno de los sectores
con mayores
desafíos es la
banca ...***



Los avances tecnológicos prometen cambiarlo todo en apenas unos años, los consumidores lo saben y con eso nuestros hábitos de consumo han cambiado, lo que nos ha llevado a que seamos más exigentes, demandando calidad, cercanía e inmediatez.

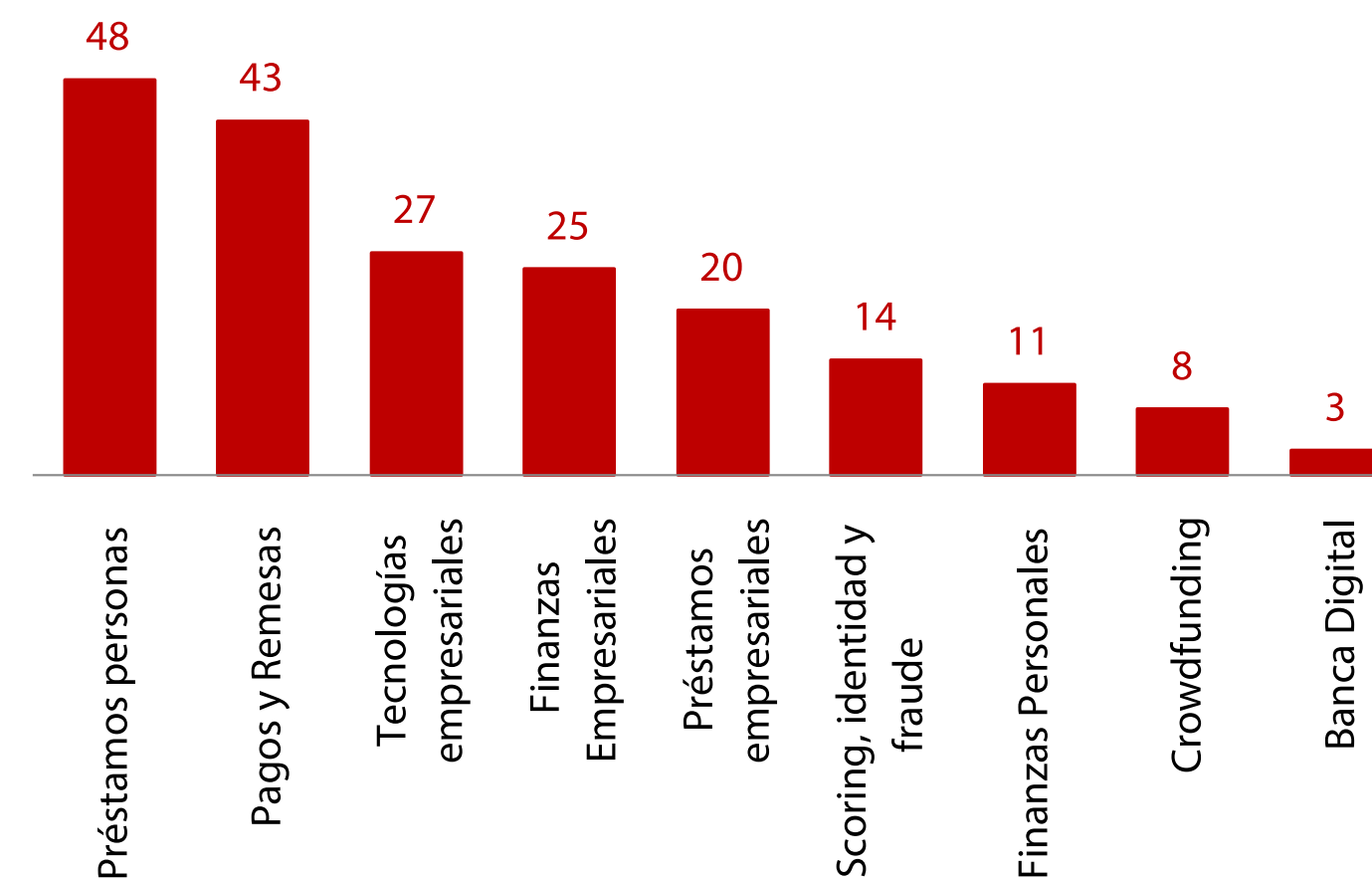
En este contexto, uno de los sectores con mayores desafíos es la banca. Los avances digitales han motivado la llegada de nuevos jugadores que, hasta ahora, eran ajenos al negocio bancario tradicional, como las reconocidas bigtechs.



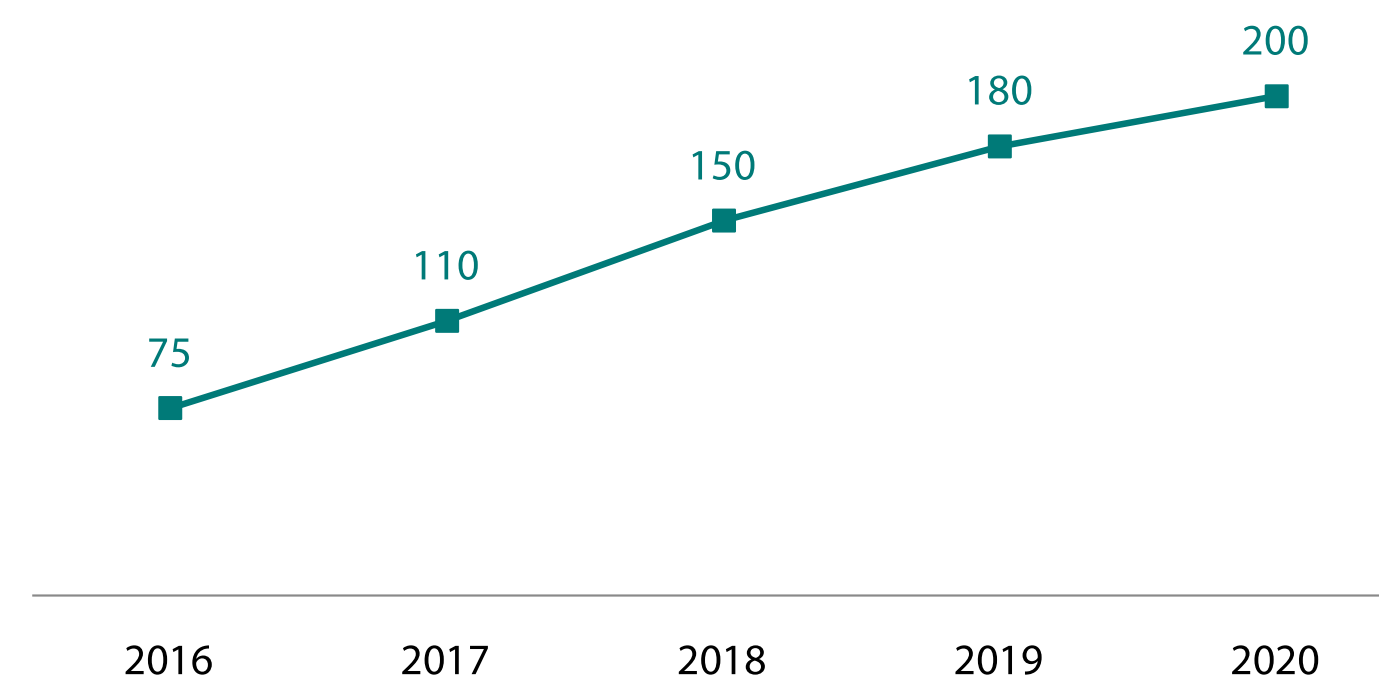
Hoy se identifican como grandes competidores para el sector financiero tradicional: i) las Bigtech (grandes empresas del sector tecnológico, con interés de incursionar en la prestación de servicios financieros) como es el caso de Google, Apple, Facebook y Amazon; ii) las Fintech, nuevos modelos de negocio que se apalancan de la tecnología para prestar servicios financieros; y iii) los Neobancos, entidades que ofrecen servicios de intermediación bancaria bajo un modelo 100% digital.

En Colombia el avance se ha dado principalmente en las Fintech, las cuales han crecido en promedio 26% por año desde 2016. Este incremento viene impulsado por el dinamismo del segmento de préstamos y las enormes oportunidades en un país enmarcado en las carencias de acceso al crédito por parte de consumidores, pymes y población sub-bancarizada.

COLOMBIA: NÚMERO DE FINTECHS POR SEGMENTO



NÚMERO DE FINTECHS CREADAS POR AÑO





En la prestación de servicios financieros, los datos y la información son un activo fundamental. Cada vez toman más fuerza los conceptos de open banking y open finance, bajo los cuales los consumidores autorizan al banco o a las entidades financieras en general, a compartir sus datos con otras entidades financieras o con terceros, para que estos les suministren otros servicios, diseñados según las particularidades de cada cliente, dándole una mayor eficiencia al mercado e imprimiendo dinamismo a la economía digital.

La arquitectura de datos abiertos y el uso de la tecnología ha impulsado la portabilidad de los servicios financieros, principalmente cuentas y créditos. Tal como funciona en el sector de las telecomunicaciones, la portabilidad consiste en el derecho que tiene el consumidor financiero de mantener su número de cuenta y la información

relacionada a ella sin importar su proveedor de servicios.

Estos conceptos implican un importante cambio, al pasar de un modelo tradicional en el cual la entidad financiera es el único que accede, procesa y almacena los datos del cliente, a uno en el cual el consumidor adquiere mayor control de sus datos y se empodera en la toma de decisiones financieras, lo cual redundará en mayor competencia, eficiencia e innovación del sector financiero. Incluso, el Gobierno Nacional ya explora aproximaciones regulatorias y prácticas de mercado para implementar el concepto de portabilidad financiera.

Este entorno de revolución digital que esbozamos de forma muy resumida, sin duda, marcará el rumbo de los negocios a futuro.



... El Open Banking desafía los límites tradicionales, pues ya no se tiene por qué empezar de cero, y así nuevas empresas pueden sorprender con nuevas estrategias y sus ofertas de valor con información incluso de su competencia ...





EL SECTOR INMOBILIARIO NO PIERDE ATRACTIVO PERO DEBE AJUSTARSE

El teletrabajo, la digitalización, el boom del e-commerce y las tendencias de consumo, atraviesan cambios irreversibles que están impactando el uso de espacios físicos. Estas transformaciones no son completamente novedosas en el mundo, donde en países como Holanda cerca del 14% de los trabajadores ya laboraban desde la casa antes del inicio de la crisis, ni es la primera vez en la historia que el sector se enfrenta a cambios en las dinámicas de usos de espacio.

Sin embargo, las particularidades de esta crisis han acelerado varios años la transición, dejando a proveedores y consumidores de metros cuadrados en la disyuntiva de seguir operando bajo las condiciones pre-crisis o transformar total o parcialmente la forma en la que se utilizan estos espacios. Estos cuestionamientos se han trasladado a los inversionistas, lo cual se ha visto reflejado en el desempeño de las inversiones inmobiliarias durante el año.

La transformación seguirá dándose al compás de la recuperación económica y los desarrollos tecnológicos, por lo cual no será sorpresivo que algunos de los indicadores del sector, como la vacancia y los cap rates, sigan mostrando deterioros durante los próximos meses, reflejando así factores como la destrucción de empleo, la menor capacidad de gasto de los hogares y las restricciones en inversiones de capital por parte de las compañías.

Sin embargo, esto no implica que el uso de espacios físicos para uso comercial, corporativo o industrial vaya a ser obsoleto o que no pueda recuperarse. Por el contrario, considerando la ciclicidad del sector inmobiliario, se espera que en la medida que las restricciones se vayan disminuyendo, muchos de estos espacios puedan volver a niveles de ocupación pre-pandemia y generar rentabilidades cercanas a las que antecedian el inicio de la crisis; y que consecuentemente veamos una senda positiva en el valor de los vehículos inmobiliarios y sus activos subyacentes en el mediano plazo.



... Considerando la ciclicidad del sector inmobiliario, se espera que en la medida que las restricciones vayan disminuyendo, muchos de estos espacios puedan volver a niveles de ocupación y generar rentabilidades cercanas a las que antecedian el inicio de la crisis ...



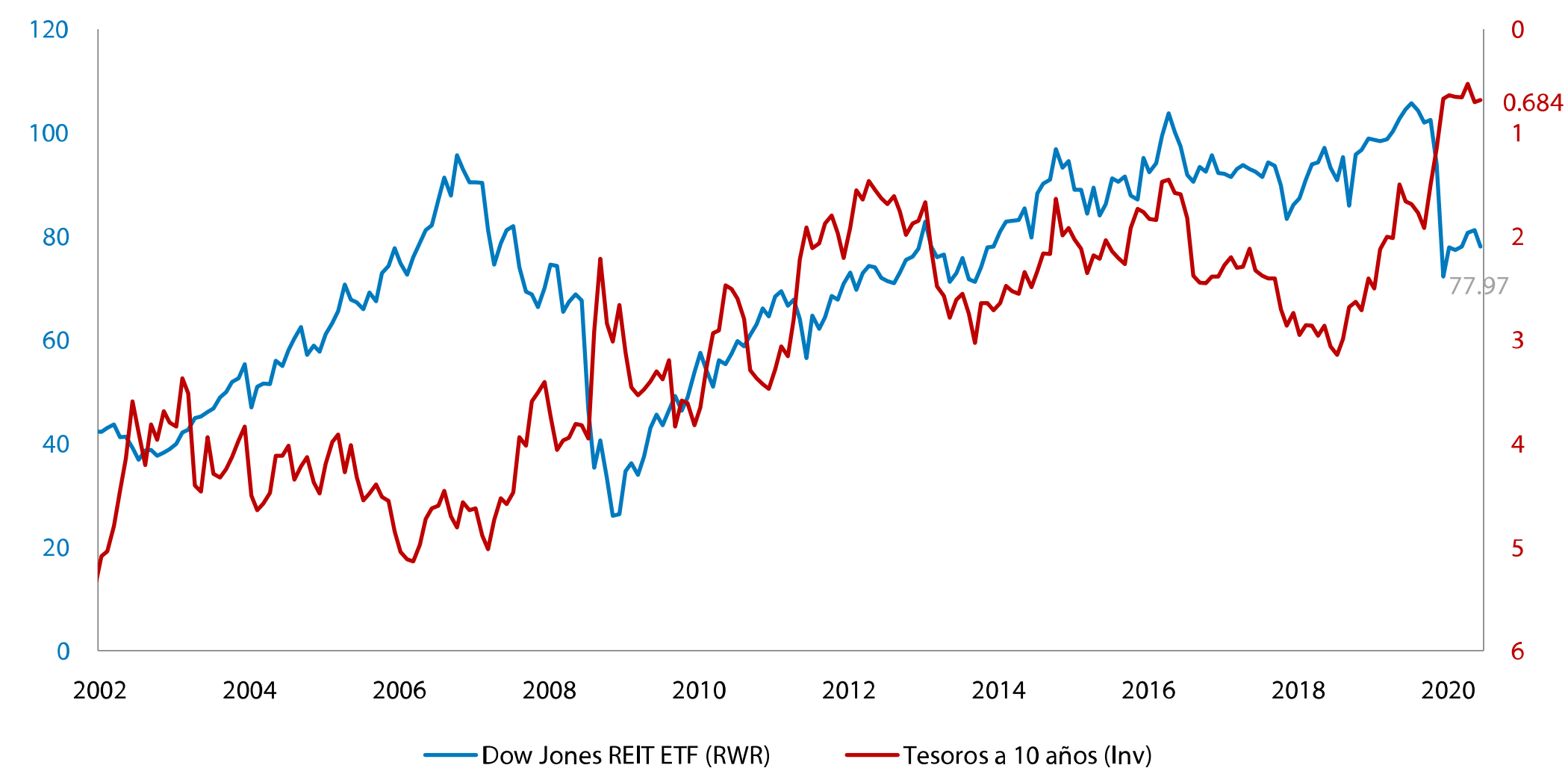


Consideramos que el éxito y la velocidad de recuperación del uso de espacios físicos dependerá en buena medida de la oferta, donde la capacidad de adaptabilidad de espacios que se adecúen mejor a las tendencias actuales, como por ejemplo locales comerciales con ubicaciones estratégicas que también sirvan como ejes logísticos, serán determinantes en este negocio. Además, otro factor clave para la recuperación de la rentabilidad de los vehículos inmobiliarios será la flexibilidad que tengan los administradores de activos para aprovechar las oportunidades que entregará el sector.

El ser humano cuenta con más de 100 mil años de historia y parte del éxito en la evolución de nuestra raza ha sido la interacción y el relacionamiento, es por esto que si bien la tecnología ha cambiado y generado muchos paradigmas, no pensamos que el uso de espacios donde se comparten relaciones como las oficinas y los comercios, vayan a perder completamente la relevancia que han tenido, más aun considerando que la cultura latinoamericana, por encima de otras regiones, está caracterizada por la interacción física.

Finalmente, Carlos Betancourt, socio fundador de Bresco, una de las principales firmas inmobiliarias en Brasil, al igual que muchos otros grandes inversionistas de este sector, considera que el éxito de las inversiones inmobiliarias depende de factores como la paciencia, el pensamiento de largo plazo y el saber aprovechar las oportunidades que da este sector durante las etapas bajas de los ciclos económicos, factores que compartimos plenamente y que más aún en un escenario de bajas tasas de interés, parecen convertirse en indicadores de que las oportunidades de inversión en este sector siguen estando vigentes.

TESOROS A 10 AÑOS VS. SPDR DOW JONES REIT ETF





TRANSICIÓN ENERGÉTICA: UN PILAR DE LA SOSTENIBILIDAD

Cuando hablamos de Transición Energética se hace referencia al cambio estructural de los sistemas energéticos o las fuentes de energía que el mundo utiliza para su consumo, crecimiento y desarrollo.

La Transición Energética es parte de la historia de la humanidad, que a medida que ha evolucionado y descubierto nuevas tecnologías, ha buscado y desarrollado recursos para alimentar dichos descubrimientos. Repasando la historia moderna, en la Primera Revolución Industrial, sucedida a finales del siglo XVIII y a lo largo del XIX, el carbón fue la fuente para la máquina de vapor; y durante la Segunda, en la mitad del siglo XX, el petróleo movió los motores de autos, aviones, barcos y maquinaria.

Actualmente vivimos la Tercera, en la que la energía nuclear alcanzó a tener su protagonismo y donde los combustibles fósiles como el petróleo y el gas natural siguen siendo las principales fuentes de energía del mundo. Sin embargo, su uso desmedido, los altos niveles de contaminación que generan, el calentamiento global y el efecto invernadero, así como el aumento de la población mundial y la superpoblación de las ciudades, han hecho imperante el uso de energías sostenibles y renovables como la eólica, la solar, la fotovoltaica, la biomasa, etc.

El hecho es que estas energías están comenzando a desplazar a las anteriores dando origen a una nueva Transición Energética.



... El mundo se ha embarcado en un proceso de transformación energética para depender cada vez menos de los combustibles fósiles ...





La Agencia Internacional de Energía (EIA por sus siglas en inglés) estima que a causa de la pandemia, la demanda global de energía caerá un 5% en 2020, el consumo de petróleo un 8% y la inversión en energía probablemente baje un 18% durante el año. La única fuente de energía que se espera que crezca este año (1%) son las renovables, impulsadas principalmente por energía solar

Aunque la agencia señala que “es demasiado pronto para decir si la crisis de hoy representa un revés para los esfuerzos por lograr un sistema energético más seguro y sostenible, o un catalizador que acelera el camino del cambio”, también estima que las energías renovables podrían satisfacer el 80% del crecimiento de la demanda de electricidad durante los próximos 10 años.

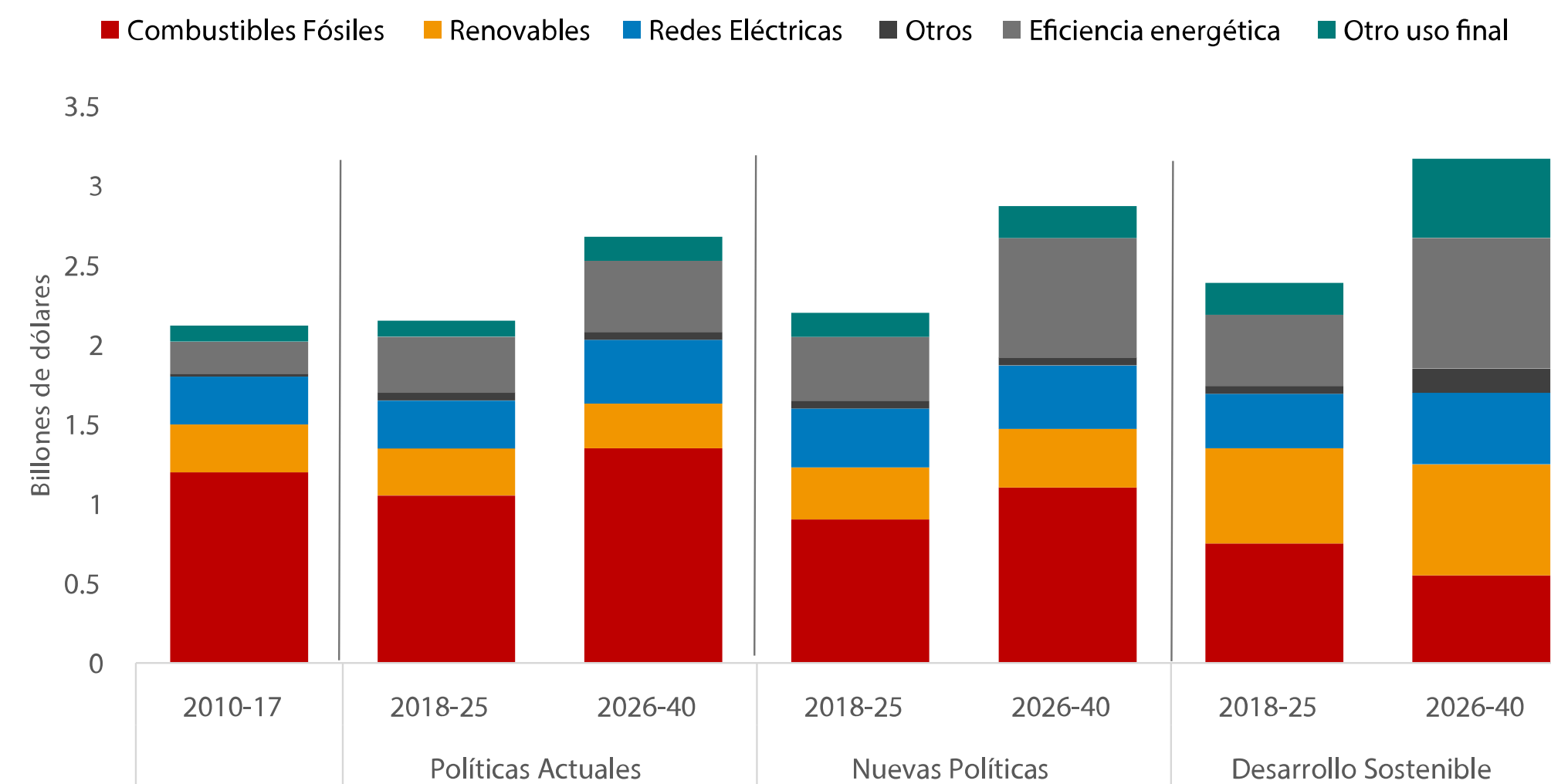


... las energías renovables podrían satisfacer el 80% del crecimiento de la demanda de electricidad durante los próximos 10 años ...



Adicionalmente, se prevé que la demanda de carbón no volverá a los niveles anteriores al coronavirus y representará menos del 20% del consumo de energía para 2040, por primera vez desde la Revolución Industrial. El petróleo seguirá siendo vulnerable a las principales incertidumbres económicas resultantes de la pandemia y su demanda comenzará a disminuir después de 2030 según la Agencia. Esto se verá traducido en una importante reducción de la inversión en combustibles fósiles.

INVERSIÓN EN ENERGÍA ANUAL PROMEDIO POR TIPO Y ESCENARIO





Por su parte, en un reciente informe publicado por la compañía BP, se evalúa la transición energética hasta 2050 utilizando tres escenarios:

1. El escenario Rapid (rápido) asume la introducción de medidas políticas, que resulten en una caída de las emisiones derivadas del uso de la energía en un 70% en 2050. Este escenario está en línea con la limitación del aumento de las temperaturas globales muy por debajo de los 2°C para 2100 con respecto a los niveles preindustriales.

2. El escenario Net Zero (emisiones netas cero) asume que las medidas políticas de Rapid están reforzadas por cambios significativos en el comportamiento y preferencias de la sociedad y los consumidores, como una mayor adopción de

economías circulares y colaborativas y un cambio a fuentes de energía bajas en carbono. Esto permitiría la reducción de emisiones de carbono en un 95% para 2050. Este escenario está en línea con la limitación del aumento de las temperaturas a 1.5°C.

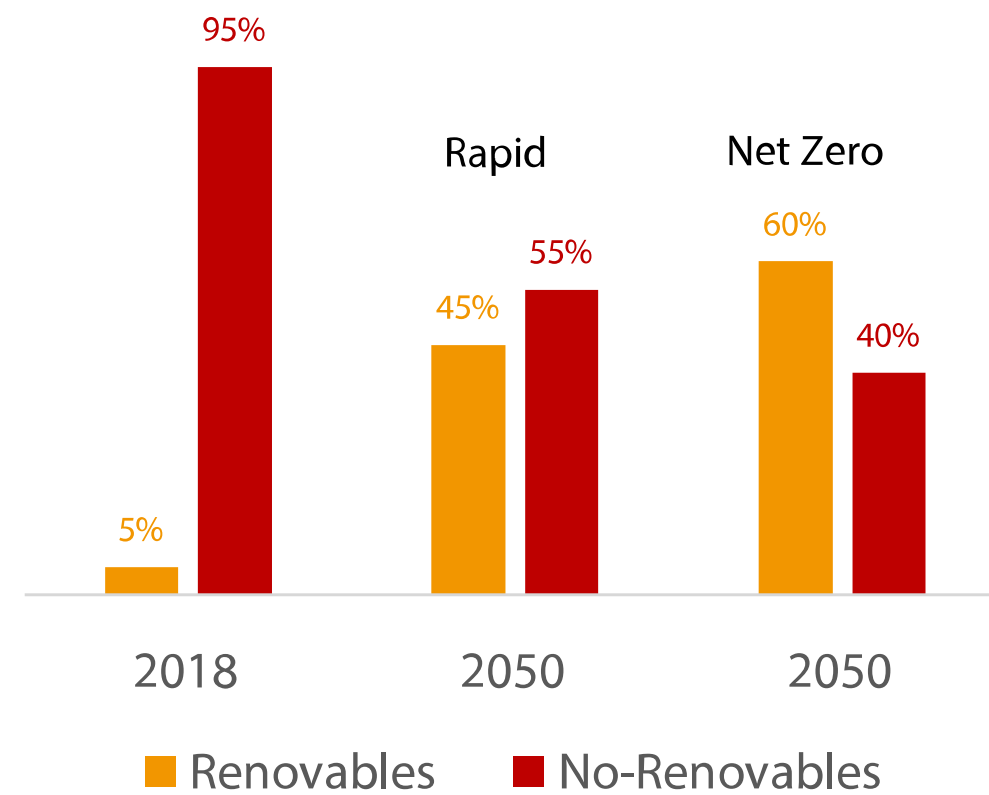
3. El escenario Business-as-usual o BAU (sin cambios) asume que las políticas gubernamentales, las tecnologías y las preferencias sociales siguen evolucionando de manera y velocidad similares al pasado reciente. Así, las emisiones de carbono derivadas del uso de la energía alcanzarían el punto más alto a mediados de la década de 2020, pero no disminuyen de manera significativa, sino que supone una reducción de las emisiones en 2050 inferior al 10% con respecto a los niveles de 2018.

Las energías renovables serán la fuente de energía de más rápido crecimiento en los próximos 30 años en todos los escenarios. La participación de energía primaria procedente de las renovables crece de alrededor del 5% en 2018 al 60% en 2050 en Net Zero, 45% en Rapid y 20% en BAU.

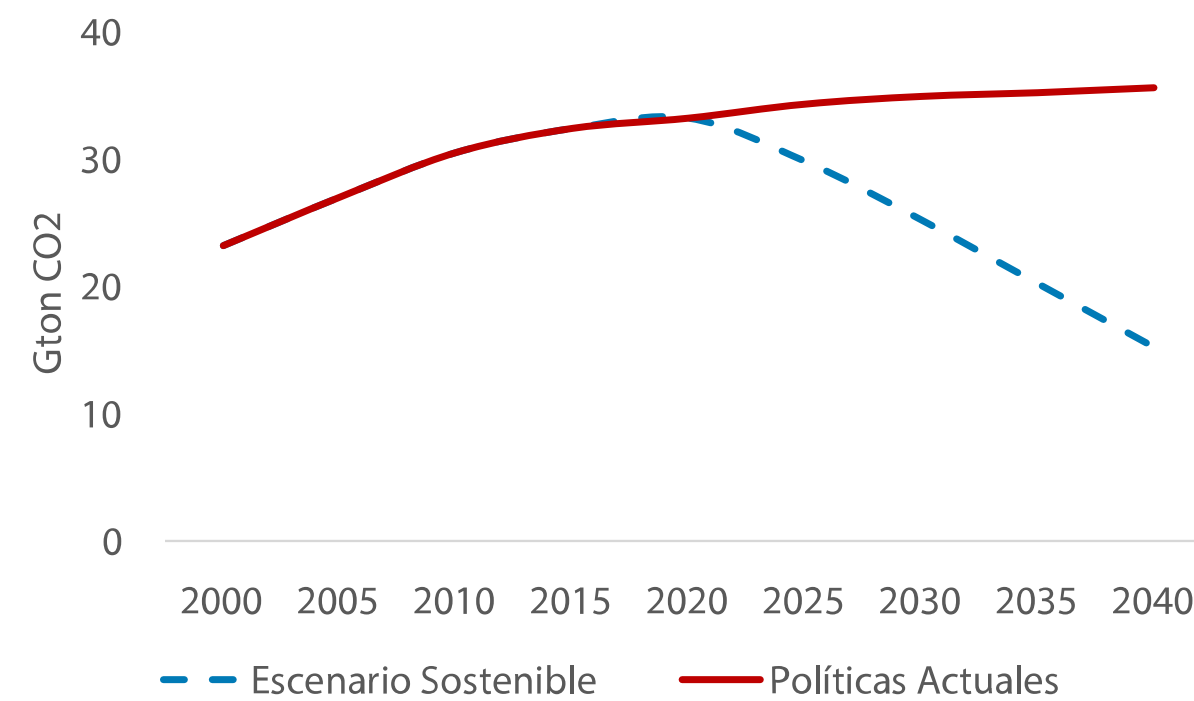
La energía eólica y la solar dominan este crecimiento, apuntalado por las continuas caídas en los costes de desarrollo, disminuyendo en 2050 alrededor de un 30% y un 65% para la energía eólica y la solar respectivamente en Rapid y en un 35% y 70% en Net Zero.



SECTOR ENERGÉTICO



EMISIONES DE CO2



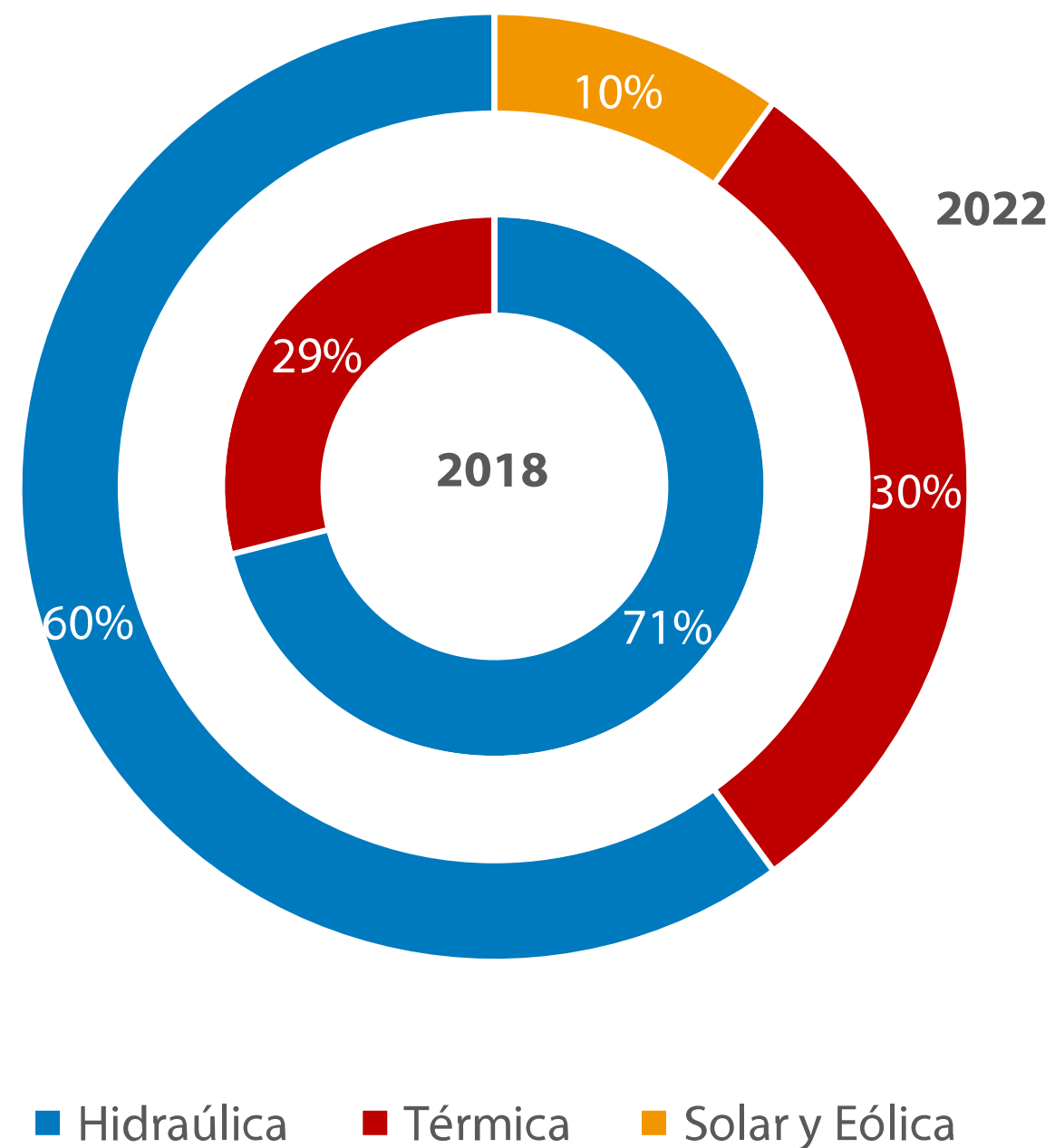
Aunque ningún país puede dejar atrás la energía fósil de la noche a la mañana, lo cierto es que el mundo está transitando en esa dirección y en Colombia el recorrido se ha iniciado con un esfuerzo enorme por diversificar la matriz energética vía la incorporación proyectos eólicos y solares. Al mismo tiempo, se empieza a observar un esfuerzo por parte de los consumidores no regulados por invertir en sus propias fuentes de generación.

Esto representa importantes retos y oportunidades. Por un lado, Ecopetrol, una de las empresas más importantes del mercado, se enfrenta al reto de adaptarse a esta transformación en un entorno en que no se puede descuidar la necesidad de mantener como país la autosuficiencia energética que soporta la necesidad de impulsar estrategias como el fracking.

Por otro lado, compañías como Celsia e ISA han venido evolucionando y liderando la transición energética del país y están a la vanguardia de el cambio del sector, en medio de un entorno en el que las barreras de entrada parecen disiparse por lo que la competencia es cada vez más marcada.



CAMBIO MATRIZ ENERGÉTICA



INVERSIÓN SOSTENIBLE Y RESPONSABLE

Una de los temas que más importancia está cobrando a la hora de tomar decisiones de inversión está relacionado con factores ambientales, sociales y de Gobierno corporativo (ESG por sus siglas en inglés). Tal es la relevancia, que en esta versión de El Libro, dedicamos un capítulo especial a analizar este tema. Lo invitamos a consultarlo.



... Creemos que las pandemias y los riesgos ambientales son similares en términos de impacto, lo que representa una importante llamada de atención para los tomadores de decisiones ...



- Jean-Xavier Hecker & Hugo Dubourg
Codirectores de Sostenibilidad & ESG
Research J.P. Morgan



COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN

RENTA VARIABLE

VII. NUESTRA MEJOR SELECCIÓN: TOP PICKS 2021

1. Balance del desempeño de los top picks. Antes de exponer las principales razones por las cuales realizamos nuestra selección de Top Picks 2021, nos permitimos presentar un balance de los resultados de nuestros Top Picks 2020, donde vale la pena mencionar que, como consecuencia de la mayor volatilidad a la anticipada para el período y la necesidad de posicionarse en compañías que contaran con estructuras de capital robustas para afrontar la crisis, el portafolio fue modificado en una ocasión desde la publicación de El Libro 2020.

Desde la fecha de publicación de nuestro documento El Libro 2020 –Colombia con fuerza propia, el 5 de noviembre de 2019, hasta la fecha de publicación de este informe El Libro 2020 – Colombia, frente al reto de la transformación, nuestra canasta de Top Picks 2020 tuvo un retorno total de -5.03%, superior al retorno de índice COLCAP (-25.4%) para el mismo período, generando un alpha total de 20.35%; es importante destacar que durante ese mismo período, el alpha promedio de nuestro portafolio fue de 12.66%.



... El alpha (exceso de retorno sobre el índice COLCAP) de nuestro portafolio sugerido de Top Picks desde la publicación de El Libro 2020 ha sido 20.35%. ...

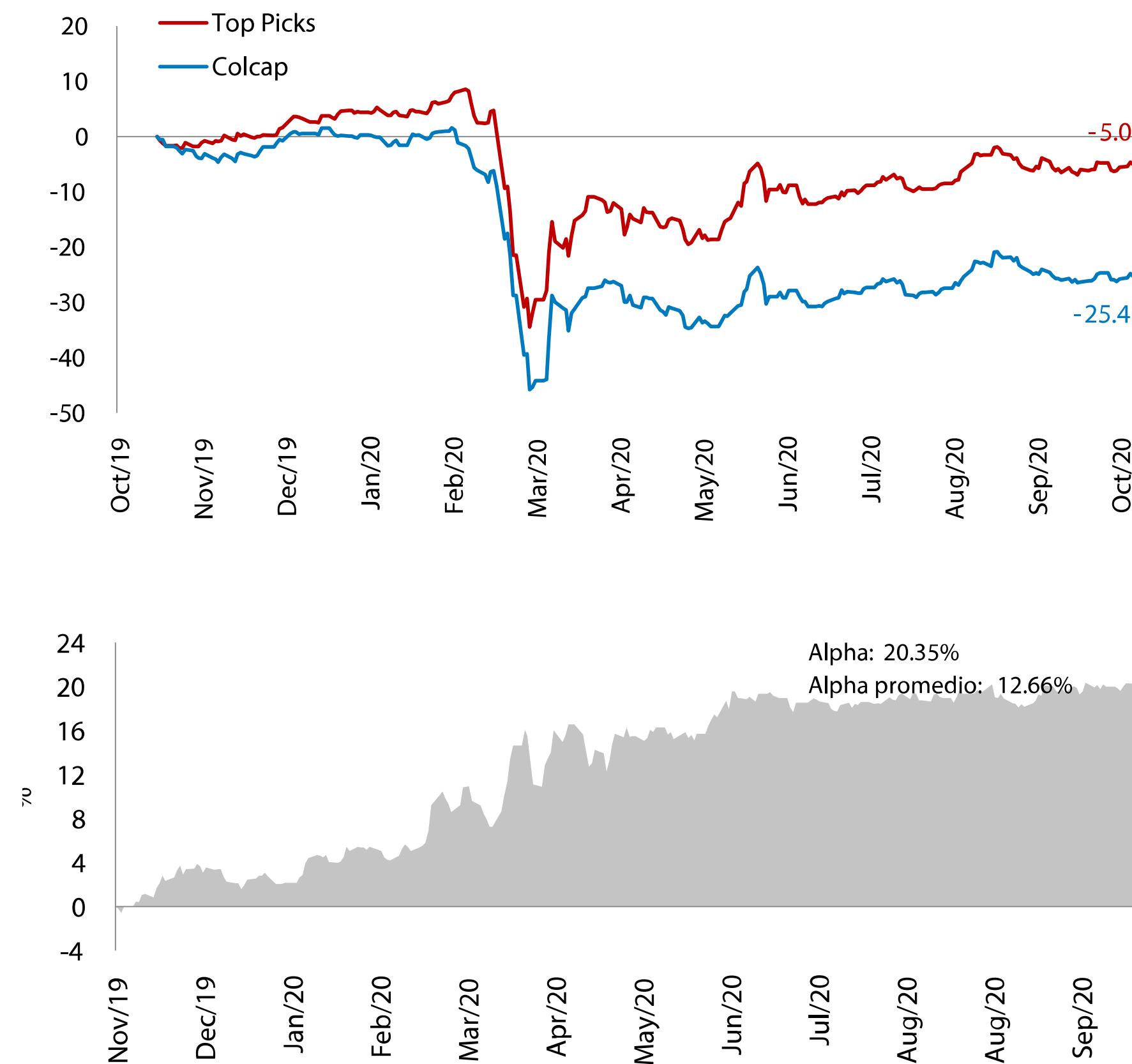




Durante el 2020, realizamos un único rebalanceo de nuestro portafolio de Top Picks con el fin de preparar el portafolio para enfrentar de mejor manera la coyuntura y aprovechar las diferentes oportunidades que se presentaban en el mercado. De esta forma, la composición promedio del portafolio de Top Picks 2020 durante el período de evaluación fue de 30.0% para Grupo Energía Bogotá, 22.8% para Ecopetrol, 16.8% para Celsia, 9.6% para Grupo Sura, 7.2% para Preferencial Grupo Aval, 7.2% para Preferencial Bancolombia y 6.4% para El Cóndor.

Como resultado, la contribución al retorno del portafolio (retorno total de -5.03%) está compuesta así: 4.8% Grupo Energía Bogotá, 4.3% Preferencial Bancolombia, 4.1% Preferencial Grupo Aval, 2.4% Celsia, -2.4% El Cóndor, -7.7% Grupo Sura y -8.2% Ecopetrol. Por último, en términos de contribución al alpha (exceso de retorno sobre el índice COLCAP de 20.35%) de la cartera de Top Picks, Preferencial Bancolombia contribuyó con 9.7%, Preferencial Grupo Aval con 6.2%, GEB con 3.6%, Celsia con 2.1%, El Cóndor -2.4%, Grupo Sura -4.9% y Ecopetrol -5.4%.

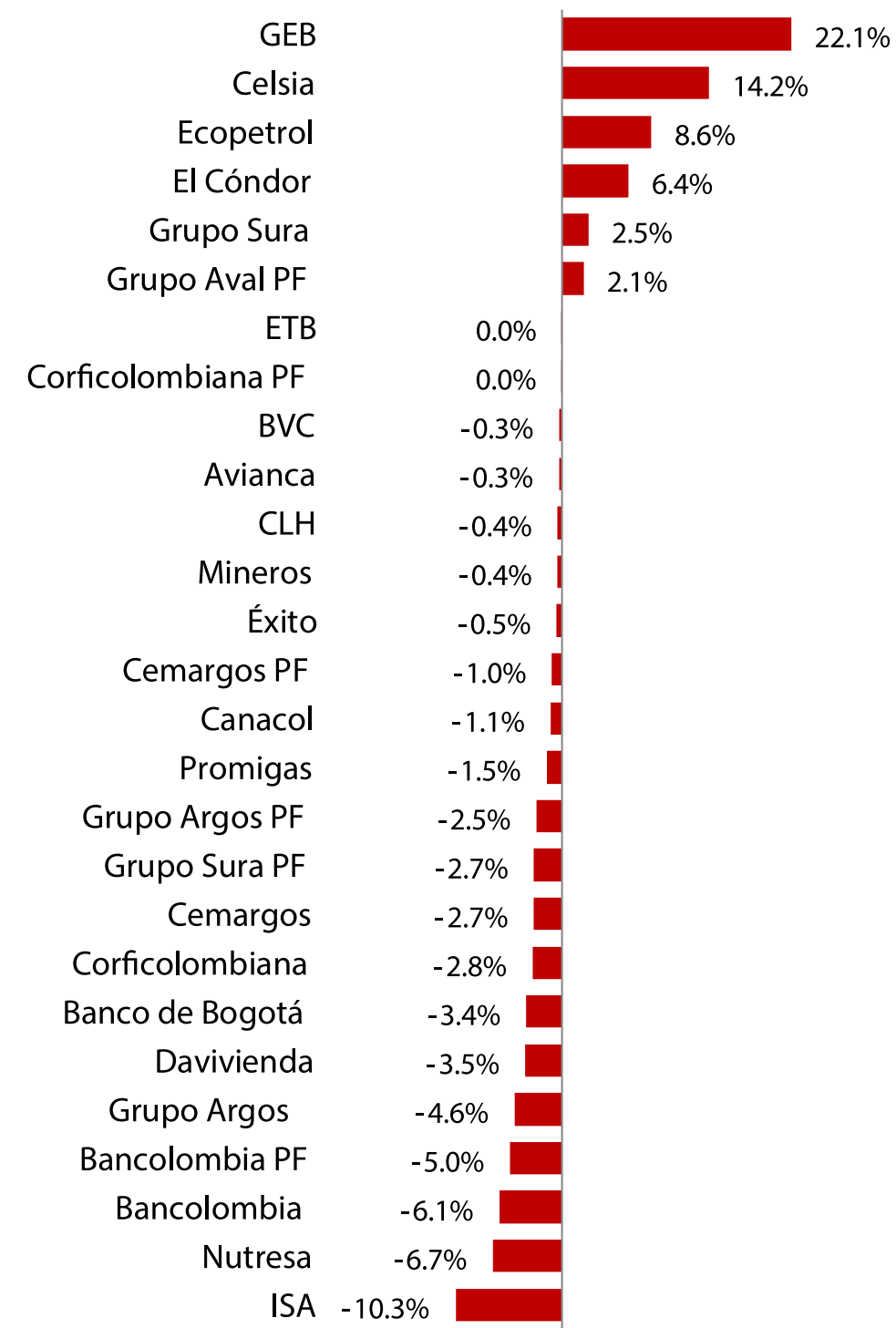
RETORNO TOTAL TOP PICKS VS. COLCAP (%)



Fuente: Bloomberg



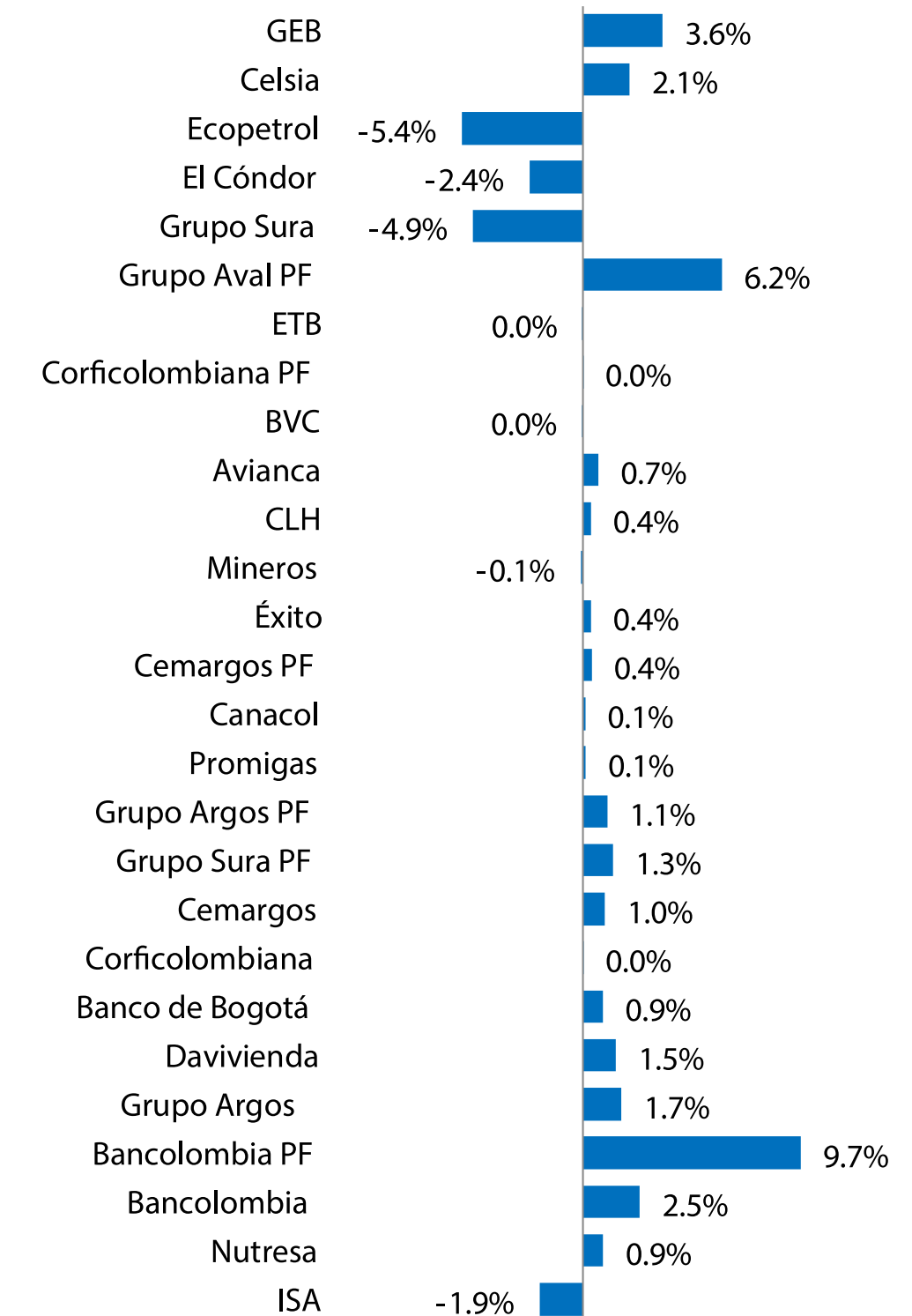
DESVIACIÓN DE PARTICIPACIÓN VS. COLCAP



CONTRIBUCIÓN DEL RETORNO TOP PICKS



CONTRIBUCIÓN AL ALPHA





2. Top picks 2021: nuestra mejor selección. Si bien el 2020 pasará a la historia como uno de los años de mayores dificultades para los mercados accionarios, el 2021 seguramente también estará cargado de eventos y factores que podrían llevar a que la volatilidad y la incertidumbre permanezcan altas. Como lo mencionamos anteriormente, la variable que mayor impacto tendrá en el desempeño de la renta variable será la velocidad de recuperación de las economías, dado que esta marcará el compás, la capacidad y, consecuentemente, las expectativas de desempeño de las compañías.

Consideramos que el peor momento de la crisis ya habría pasado y, por consiguiente, el 2021 vendría acompañado de repuntes en la actividad y el desempeño de casi todas las compañías bajo análisis.



... Ponderamos en mayor medida factores fundamentales de las compañías, tales como su capacidad de generación de utilidades, nivel de apalancamiento y la diferencia entre el valor justo estimado y el precio de mercado. ...



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

- i.** Estructuras de capital sólidas e indicadores de solvencia lo suficientemente robustos para continuar sorteando posibles deterioros en indicadores de rentabilidad y apalancamiento.
- ii.** Hacen parte de sectores estratégicos para la recuperación económica.
- iii.** Cuentan con atractivos potenciales de valorización.
- iv.** Cuentan con inversiones o hacen parte de sectores estables y perspectivas positivas, que les permitirá mantener la capacidad de generar buenos niveles de utilidades a través del ciclo (earnings yield), posibilitándoles además mantener prácticamente inalteradas sus políticas de distribución de dividendos.



EARNINGS YIELD POR COMPAÑÍA

Este último factor es clave y es de mucha relevancia en nuestra recomendación. A través de esta aproximación buscamos identificar las compañías que dada su capacidad de generación de utilidades en un período normalizado del ciclo económico podrían generar un mayor retorno para el inversionista, lo que contrastado con los precios actuales de mercado expone aquellas compañías más atractivas en términos de rentabilidad esperada.

Así, el tomar en cuenta la capacidad de generación de utilidades de las compañías en un periodo normalizado del ciclo (Earnings Power), permite capturar no solo el valor justo a 2021 (Precio Objetivo), sino que también permite capturar y analizar la capacidad de recuperación en la generación de utilidades de las compañías, incluso bajo los escenarios proyectados, donde varias de las empresas locales tardarán varios años en retornar a niveles de utilidades similares a los de 2019. Como referencia, el earnings yield que hemos estimado corresponde a la generación de utilidades de cada compañía en un periodo de cinco años, sobre el precio de mercado de la acción.

Compañía	Utilidad por acción							EPS Normalizada	Earnings yield
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E		
Banco de Bogotá	7,731	4,948	5,728	7,070	9,136	10,370	10,277	9,136	13%
Bancolombia	3,241	180	689	1,496	2,898	3,419	4,183	2,898	11%
Celsia	442	246	232	341	354	373	421	354	8%
Cementos Argos	90	61	133	166	196	227	264	196	4%
Corficolombiana	5,389	4,850	5,529	5,971	6,389	6,837	7,315	6,389	25%
Ecopetrol	322	34	106	133	161	178	192	161	9%
Grupo Argos	804	361	446	557	587	656	732	587	5%
Grupo Aval	136	66	71	100	126	134	144	126	14%
GEB	201	228	231	240	247	260	272	247	10%
Grupo Nutresa	1,162	1,182	1,213	1,348	1,484	1,641	1,827	1,484	7%
Grupo Sura	2,958	1,051	1,692	2,648	2,838	3,031	3,245	2,838	14%
ISA	1,479	1,795	1,722	1,536	1,472	1,489	1,488	1,489	7%
Mineros	477	1,080	1,432	1,592	1,593	1,398	698	1,432	37%
Terpel	1,311	(1,096)	524	791	1,043	1,172	1,446	1,043	12%
Concreto	57	41	39	59	62	64	67	62	18%
ElCóndor	127	109	154	163	174	183	194	174	18%
Promigas	715	740	715	741	809	850	900	809	11%



*... sobre esta base,
actualizamos
nuestro portafolio
de Top Picks
compuesto por
Corficolombiana,
Grupo Energía
Bogotá, Mineros y
Grupo Aval ...*



PORTAFOLIO RECOMENDADO TOP PICKS



Sector	Financiero	Utilities	Minería	Financiero
Peso sugerido en Portafolio	30%	30%	20%	20%
Dividend Yield	9.6%	6.4%	5.9%	3.8%
Precio Objetivo 2021FA	33,600	2,800	5,700	1,060
Potencial de valorización	28.4%	12.3%	54.3%	22.7%



Vale la pena destacar que nuestras recomendaciones tienen 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 retorno sobre el índice COLCAP) de nuestros portafolios sugeridos de Top Picks en los últimos cinco años ha promediado +7.87%.



... El alpha (exceso de retorno sobre el índice COLCAP) de nuestros portafolios sugeridos de Top Picks en los últimos cinco años ha promediado +7.87% ...





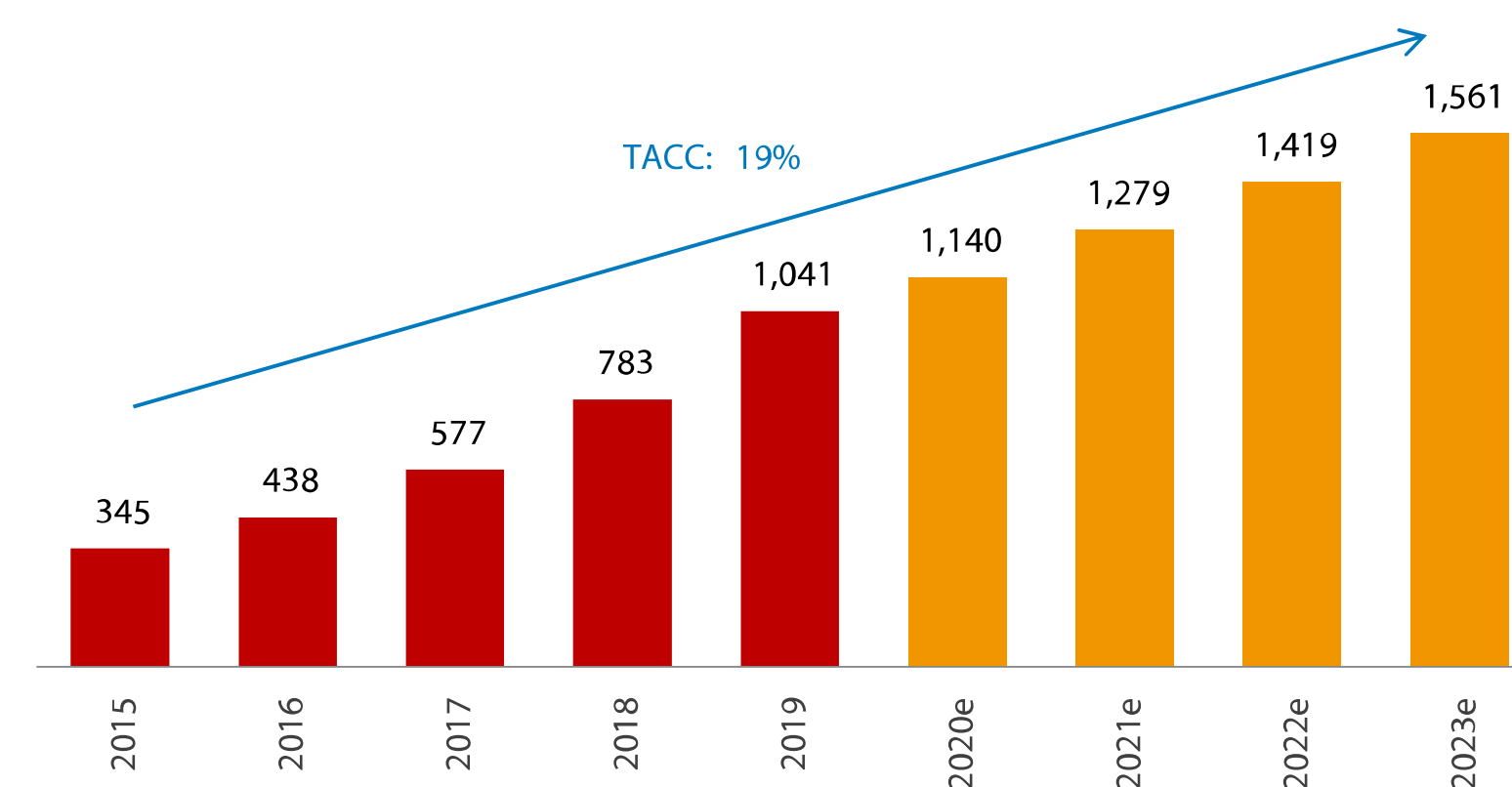
CORFICOLOMBIANA TOP PICK: DEFENSIVA Y DE RÁPIDO CRECIMIENTO

La incertidumbre que ha generado la crisis ha llevado a que muchos inversionistas busquen refugio en activos con características defensivas, que hayan tenido impactos moderados, continuidad en sus negocios, niveles de endeudamiento sostenibles y que se prevé pueden devolver valor a sus accionistas vía dividendos, como es el caso de las compañías de utilities. Por otro lado, en la medida que se presenten señales más claras de recuperación económica, otros inversionistas irán posicionando sus inversiones en negocios más procíclicos y que han presentado un desempeño inferior en 2020, como es el caso de las compañías del sector financiero y de la construcción, particularmente de infraestructura. Es por esto que, al evaluar el portafolio de inversiones de Corficolombiana, encontramos un mix muy atractivo y complementario que permite capturar de mejor manera la recuperación, manteniendo un componente significativo en activos defensivos, como es el caso de Promigas y GEB.

Estimamos que para el 2021, el 80% del valor del portafolio de Corficolombiana estará compuesto de energía y gas (45.2%) e infraestructura (34.8%), logrando una combinación de sectores, con excelentes perspectivas, que prácticamente ninguna otra compañía local permite tener.

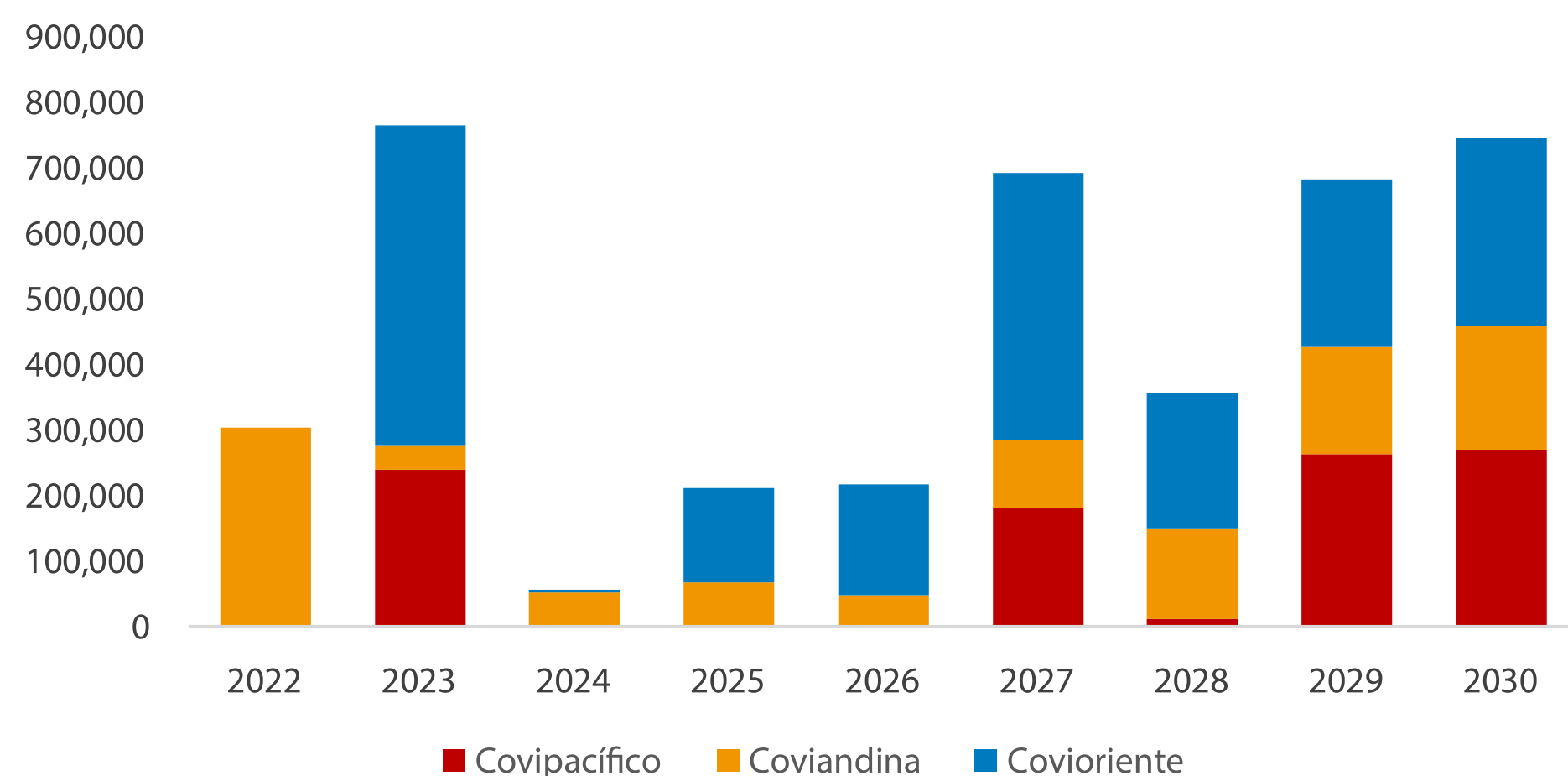
Por el lado de Promigas y GEB, las características casi monopólicas de estas inversiones y la penetración de sus negocios en el país le permiten mantener niveles de rentabilidad atractivos que le brindan estabilidad a los flujos que recibe Corficolombiana de estas compañías. Además, la apuesta de expansión en la región, particularmente en Perú, les permite asegurar el crecimiento futuro de ambas compañías, donde en el caso de Promigas, estimamos que el número de conexiones de gas, logradas a través de sus filiales y de su participación en Cálidda, registrará una tasa anual de crecimiento compuesto (TACC) del 19% para el periodo 2015-2023.

USUARIOS PROMIGAS EN PERÚ (MILES)





GENERACIÓN DE CAJA POR CONCESIÓN (COP MM)



Sin embargo, pese a que las inversiones en energía y gas podrán mantener una buena dinámica de crecimiento para los próximos años; la infraestructura se ha convertido en el baluarte de crecimiento de Corficolombiana durante los últimos años y prevemos que continuará haciéndolo por varios años más. De hecho, con un avance promedio del 54% de sus proyectos de 4G para 2020, el espacio para mantener el aporte a los resultados financieros, vía construcción, aún es amplio y en la medida que las obras sigan alcanzando hitos, su aporte al valor y la liberación de caja serán cada vez mayores. De hecho, estimamos que entre 2022 y 2030, las concesiones podrán generarle a Corficolombiana niveles de caja cercanos a los COP 4 bn, los cuales además podrán ser utilizados para seguir creciendo en iniciativas que ya ha anunciado el gobierno, como los programas de 5G que podrían requerir inversiones cercanas a COP 50 bn, donde además la corporación ya anunció su interés por algunos proyectos.

Además, estimamos que dado que el impacto en utilidades de Corficolombiana será moderado producto de la crisis y que la corporación ha acelerado sus obras para cumplir con su plan de inversiones en 2020 de COP 1.9 bn, la tasa de distribución de dividendos se mantendría en un nivel cercano al 50%, por lo cual el retorno por dividendo seguiría estando por encima del 7% anual, siendo uno de los más atractivos del mercado. Finalmente, es importante recalcar que pese a que hemos incluido a Corficolombiana dentro de nuestra selección de Top Picks, los riesgos financieros y reputacionales asociados a Ruta del Sol no han desaparecido y dicho riesgo no debe ser subestimado.

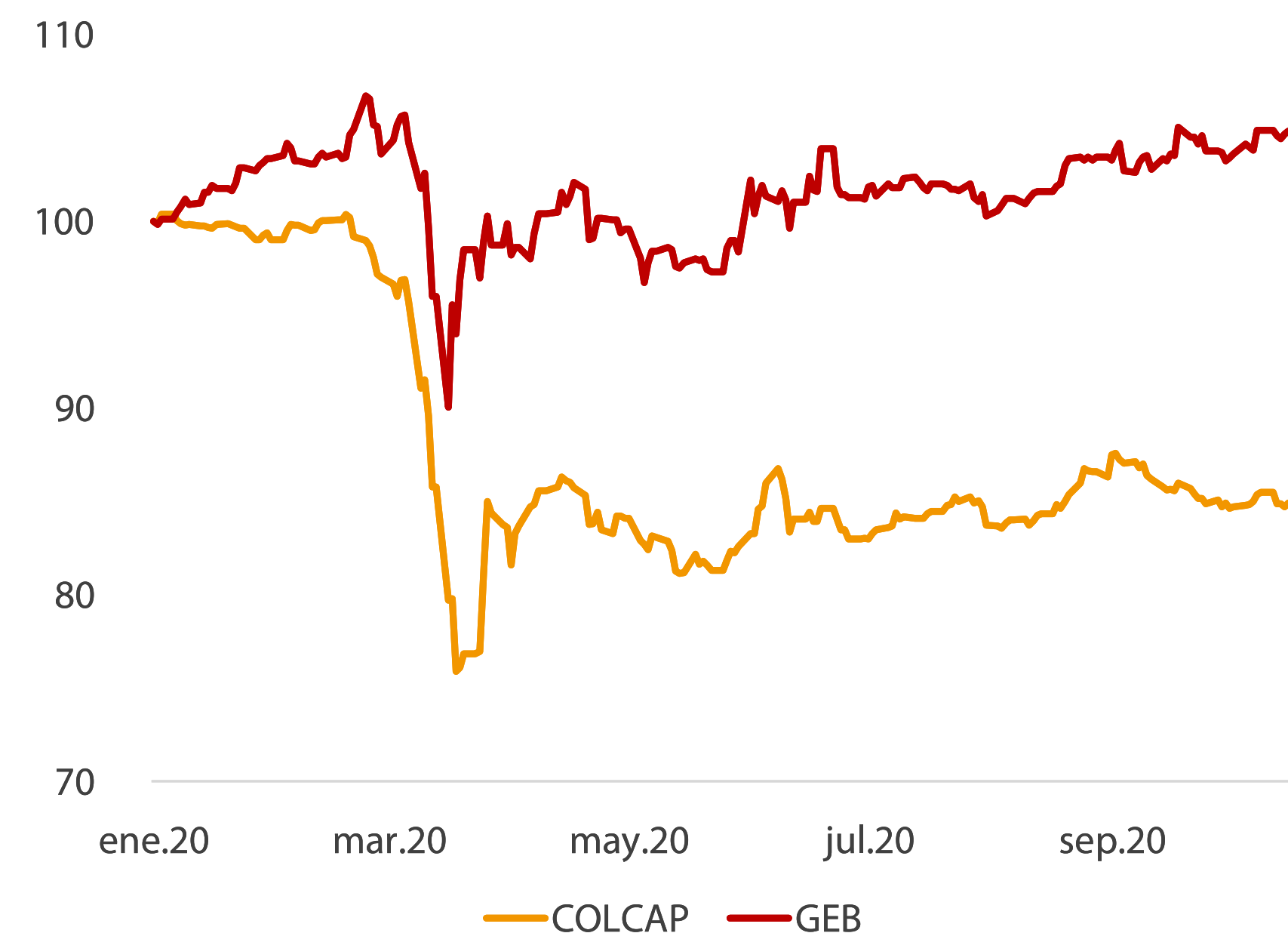


GRUPO ENERGÍA BOGOTÁ **TOP PICK: RENTABILIDAD** **PARA UN ENTORNO VOLÁTIL**

Al igual que en la selección de 2020, para esta ocasión decidimos mantener a Grupo Energía Bogotá en nuestro selecto grupo de Top Picks para el 2021. Esta decisión está fundamentada en la capacidad de generación de valor de la compañía a sus accionistas y el potencial de crecimiento que aún tiene su portafolio. El crecimiento en ingresos (TACC 2015-2019: 9.3%) y EBITDA (TACC 2015-2019: 14.7%) de la compañía ha sido resultado de la estrategia de inversión intensiva en capital, que desde del 2015 al 2019 acumula COP 3.4 bn, permitiendo pasar de un EBITDA de COP 1.80 bn a COP 3.12 bn en el mismo periodo, un crecimiento que casi ninguna otra compañía local ha logrado registrar.

Por otro lado, el atractivo retorno por dividendos evidenciado en los recientes años (>5%), hace evidente su sólida estructura financiera capaz de fondear grandes inversiones de capital y mantener altos dividendos a sus accionistas, sin comprometer sus métricas de apalancamiento (3.5x Deuda neta / EBITDA-2020e). Pese a la fuerte crisis durante el 2020, GEB ha sido la compañía con mejor desempeño del COLCAP, demostrando su capacidad de generar valor, aún considerando la alta volatilidad del mercado en medio de la crisis.

COLCAP VS GEB

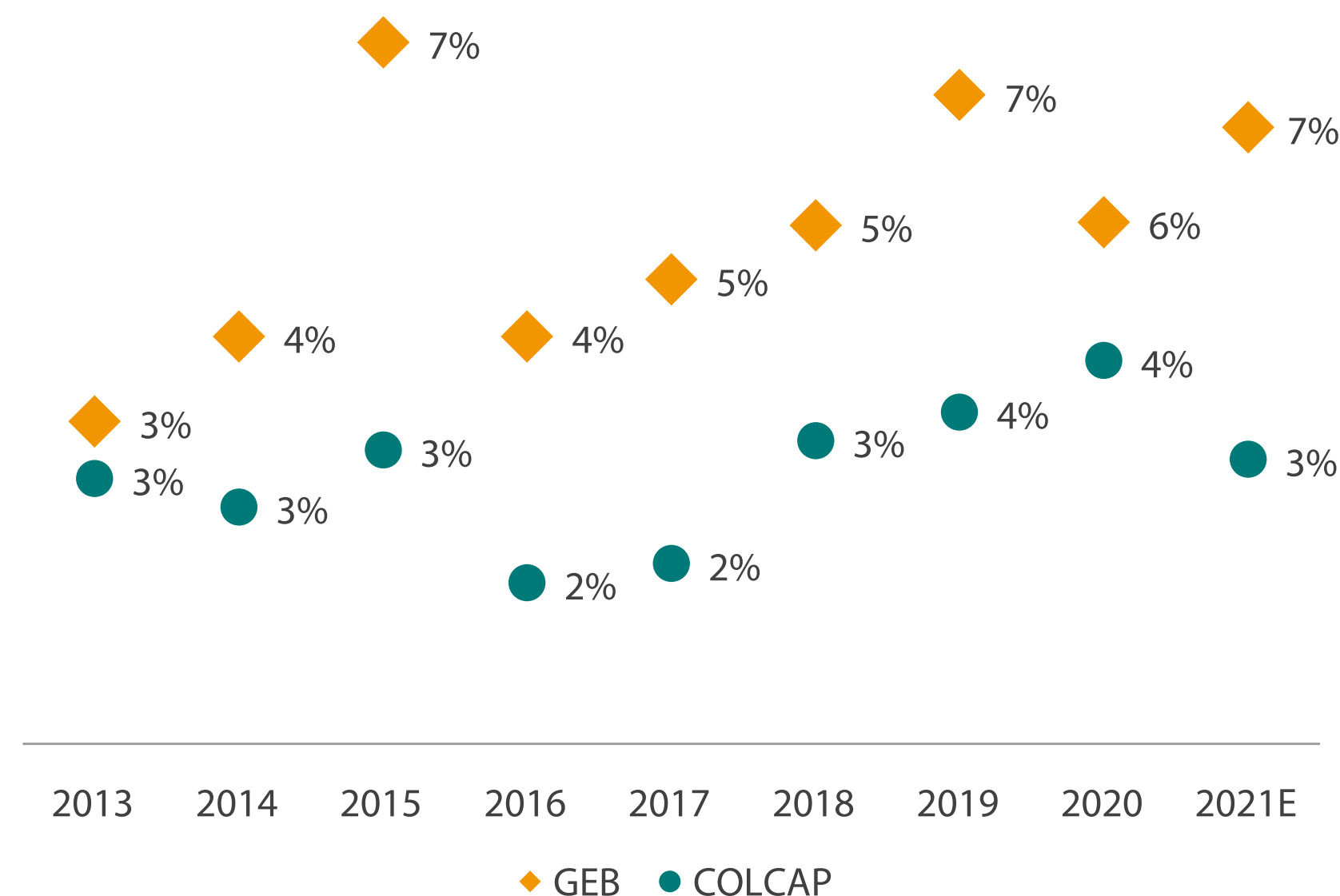




El futuro. Hacia adelante, esperamos que la senda del crecimiento de GEB continúe siendo apalancada por el plan intensivo de CAPEX orgánico, donde la compañía estima invertir cerca de USD 2,520 mm en el periodo 2020-2024 (~COP 9.3 bn), enfocándose principalmente en el negocio de transporte y transmisión (63% del CAPEX). No obstante, no descartamos la posibilidad de que existan oportunidades adicionales para crecer de forma inorgánica que puedan requerir de una mayor cantidad de recursos, como la Regasificadora del Pacífico. Ahora, consideramos altamente exitosa la estrategia de crecimiento del grupo, tomando en cuenta que la rentabilidad medida por el ROE de GEB ha aumentado de 10.1% en el 2015 a un estimado de 14.9% en el 2020, lo que finalmente se trasladará a un alto retorno por dividendos (COP 160/acción), equiparable al retorno de un TES a 10 años (~6%), sumado al potencial de valorización de la acción.

Adicionalmente, dadas las características propias de los negocios de la compañía, los flujos de caja poseerán un comportamiento estable y creciente, incluso ante la incertidumbre de una lenta recuperación económica a nivel mundial, ofreciendo a sus inversionistas estabilidad en sus ingresos.

DIVIDEND YIELD GEB VS COLCAP



Activos de Perú. Los activos de Perú serán clave para el crecimiento en ingresos y EBITDA, considerando que en el 2019 estos representaron el 56.1% de los ingresos y el 32.2% del EBITDA consolidado. Para el 2025 estimamos que estos activos pasen a representar el 59% de los ingresos operacionales aportando cerca de COP 3.7 bn (+35% frente al 2019). Destacamos el desempeño financiero de Cálidda, que si bien registró una caída en los volúmenes de venta de gas durante el primer semestre del 2020 (-11% 2T20), la cual impactará los ingresos operacionales consolidados del 2020 en aproximadamente un -18% anual (USD 590 mm ingresos estimados para el 2020), con la recuperación estimada de la demanda a partir el 2021, tasamos que los ingresos superarán los USD 700 mm a partir del 2022, en línea con la meta de establecer 1.8 mm de conexiones de usuarios en el segmento residencial. Por otro lado, Electro Dunas continuará ofreciendo altos índices de rentabilidad (Margen EBITDA ~25%) e ingresos anuales promedio de COP 432 mil mm.



Codensa y Emgesa. Adicional a los activos internacionales, estimamos que los activos no controlados, especialmente Codensa (ROIC 16.7%) y Emgesa (ROIC 19.8%), continuarán aportando a través del método de participación cerca de COP 1.6 bn anuales, lo cual continuará beneficiando la generación de utilidades y caja para cumplir con los planes de inversión que se ha planteado el grupo. Por otro lado, es importante mencionar que actualmente Enel y GEB adelantan conversaciones para llegar a una solución al pleito instaurado hace unos meses, donde se busca dirimir diferencias en la distribución de utilidades de Codensa y Emgesa (70%), el uso de las marcas y el negocio de energías renovables no convencionales.

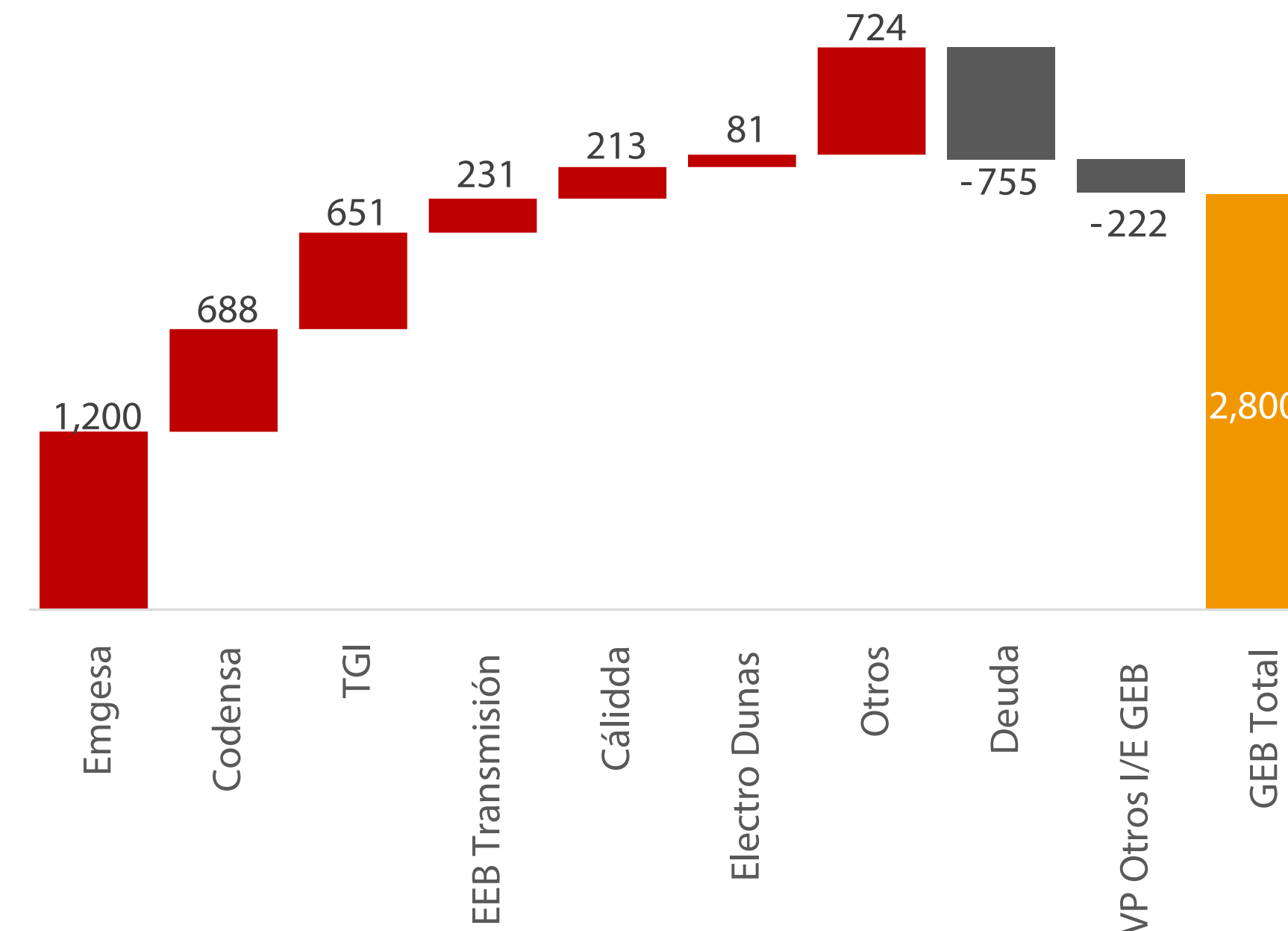
De darse una solución positiva para GEB, esperamos que los aportes en dividendos de las compañías no controladas incrementen en un ~30% (impacto en nuestro P.O. de +COP 50/acción), abriendo además la posibilidad de empezar a incursionar en el segmento de generación a través de energías renovables no convencionales (Solar y Eólica), aumentando aún más las expectativas de crecimiento de GEB en el futuro.



Venta participación remanente del Distrito Capital. Por último, es importante resaltar la posible reactivación de la venta de la participación remanente del Distrito Capital en GEB (9.4%), que hace parte del proceso de enajenación iniciado en el 2018 (Actualmente la Capital es el accionista mayoritario con el 65.7% de GEB), en donde la gerencia de GEB está explorando las condiciones de mercado actuales y posibles nuevos inversionistas que puedan comprar la participación del Distrito; recordemos que el Concejo de Bogotá ya tiene aprobada la opción de venta de las acciones de GEB.

De darse este evento, la liquidez de la acción se vería favorecida, lo cual podría resultar en una mayor diversificación en su base de inversionistas, al igual que una mayor participación o entrada en índices accionarios, resultando en flujos compradores por parte de fondos pasivos, que podrían impulsar aún más el precio de la acción.

DESCOMPOSICIÓN DEL VALOR-GRUPO ENERGÍA BOGOTÁ (COP/ACCIÓN)





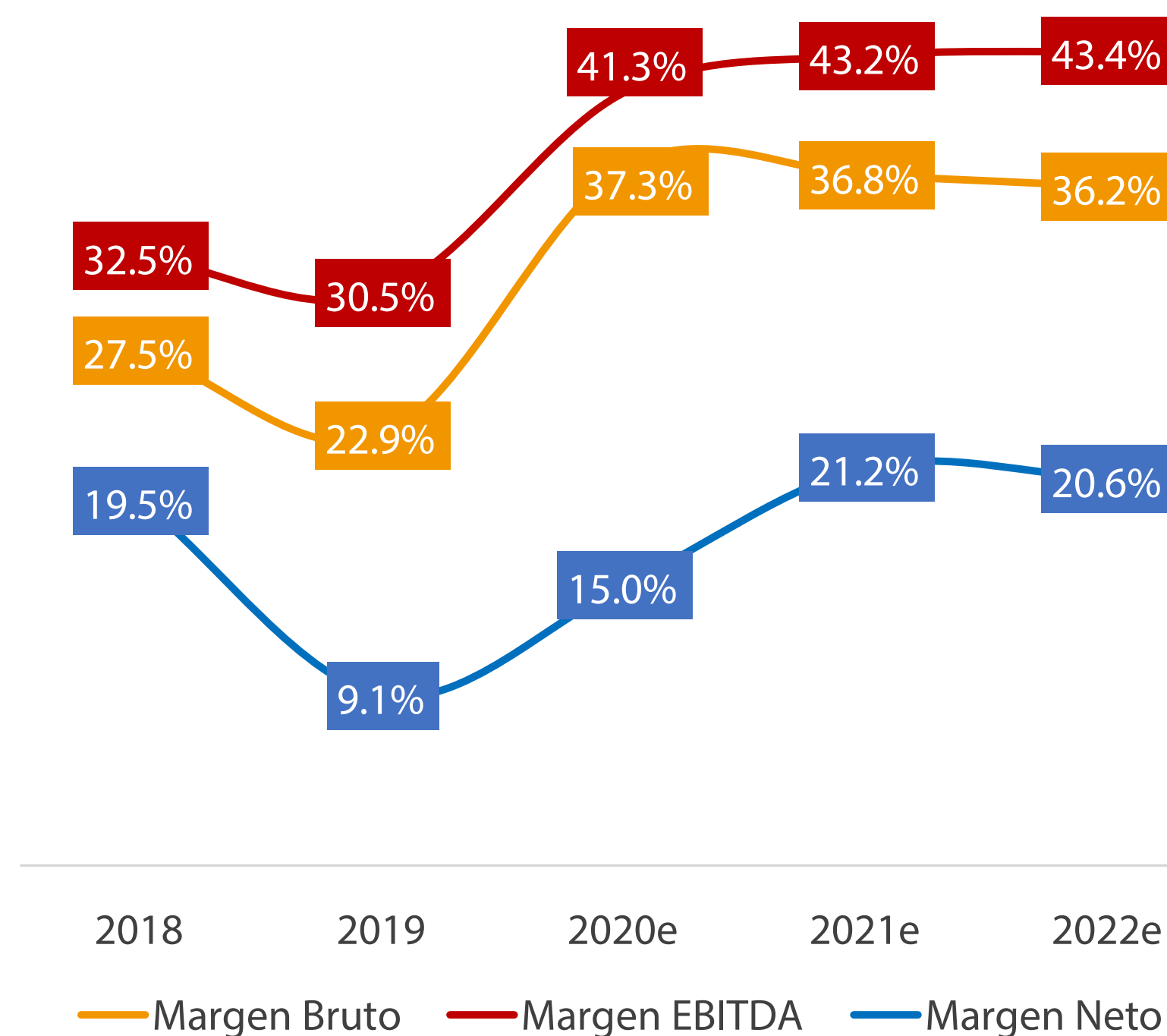
MINEROS

TOP PICK: REFUGIO CONTRA LA CRISIS

La inclusión de Mineros a los Top Picks parte del destacable desempeño financiero y la alta rentabilidad que la compañía ha registrado y que estimamos se mantendrá en los próximos años, dado el contexto de precios del oro y las eficiencias logradas en costos y gastos. Dichos resultados le han permitido a la Mineros incrementar la generación de flujos, destinados a su crecimiento y a generar retornos a sus accionistas vía dividendos, sin presionar sus métricas de apalancamiento.

El crecimiento en ingresos (TACC 2015 - 2T20: 23.1%) y EBITDA (TACC 2015-2T20: 28.2%), ha estado influenciado por la integración de las operaciones de HEMCO (Nicaragua) y Gualcamayo (Argentina), con lo cual se dio un aumento de producción desde 178k Oz en 2015 a 296k Oz en 2019. En el primer año de adquisición, HEMCO representó el 36% de la producción de Mineros y ya en 2017 fue el primer año en que esta operación superó a Colombia en Onzas. A cierre de 2018 se realizó la adquisición de Gualcamayo en Argentina, país que en 2020 representaría el 31% de la producción, permitiendo tener fuentes de producción diversificadas. Por otro lado, es importante mencionar que los indicadores de rentabilidad se han mantenido altos.

INDICADORES DE RENTABILIDAD

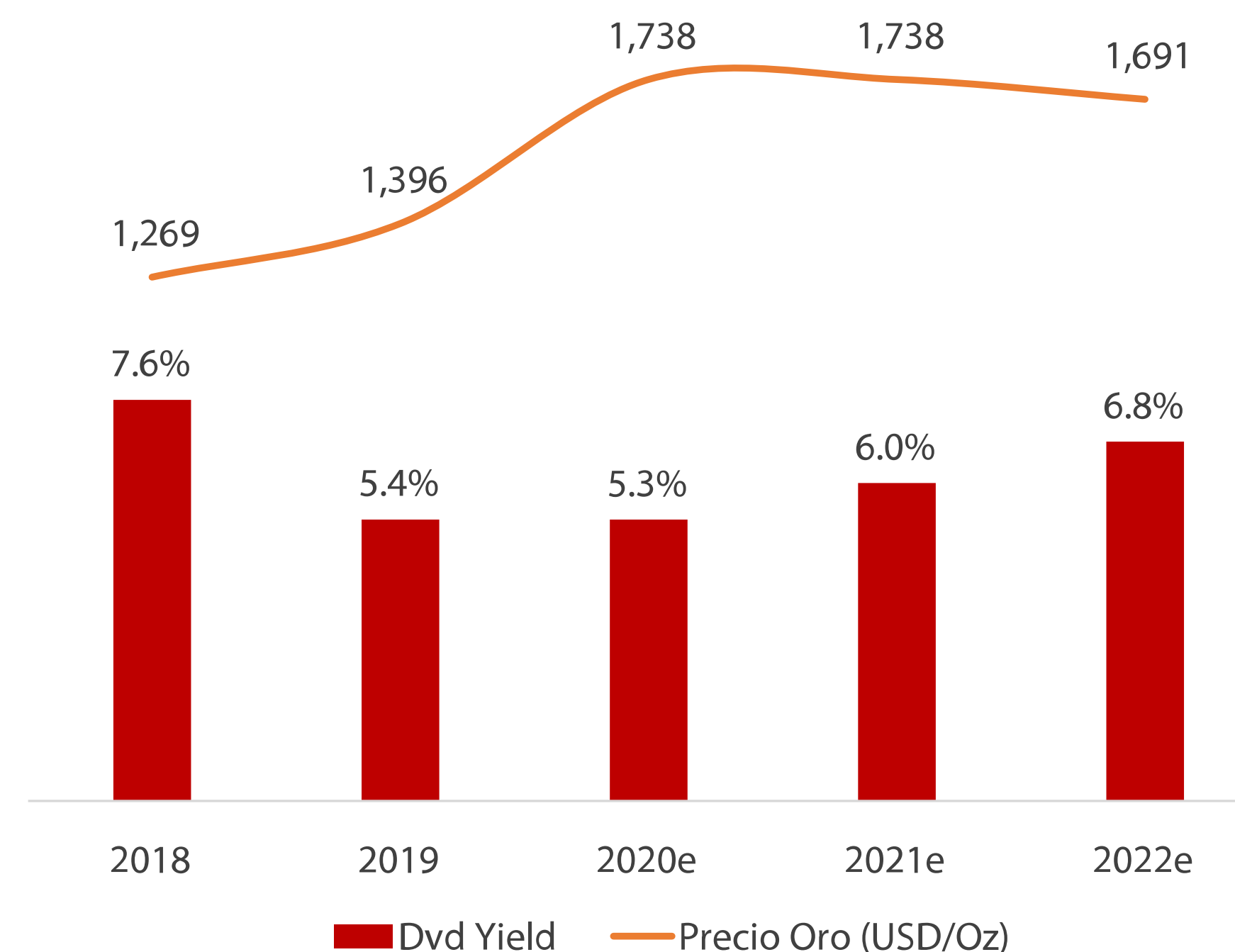




Hacia adelante, esperamos que el buen desempeño financiero de la compañía se mantenga, logrando una TACC de 11.1% en sus ingresos operacionales, llegando a un valor promedio de ingresos anuales en 2020-2024 de COP 1.9 bn (USD 520 mm), y un TACC de 18% en el caso del EBITDA. Por otro lado, esperamos que las eficiencias permitan disminuir el Cash Cost de la operación (-17% al 2023), tras la entrada de nuevos proyectos de extracción más eficientes en proyectos como Llanuras, logrando así un incremento significativo en la rentabilidad, con un Margen EBITDA que promediaría 43% en el periodo 2020-2024, registrando un aumento de 10% frente al margen del periodo 2015-2019.

Gracias al incremento en ingresos y los indicadores de rentabilidad, Mineros contará con la disponibilidad de caja necesaria para continuar ofreciendo un atractivo retorno por dividendos, el cual estimamos sería superior a ~5%, según las necesidades de capital de la compañía y su estrategia de listarse en Canadá. Por su parte, debido a la incertidumbre en el mercado tras la crisis desatada por el COVID-19 y el apetito por activos refugio, los precios del oro se pronostican en un nivel de ~USD 1,689 en promedio entre 2020 y 2024, lo cual le permitiría a la compañía mantener un ROIC promedio de 27% en los próximos 5 años.

RETORNO POR DIVIDENDO MINEROS

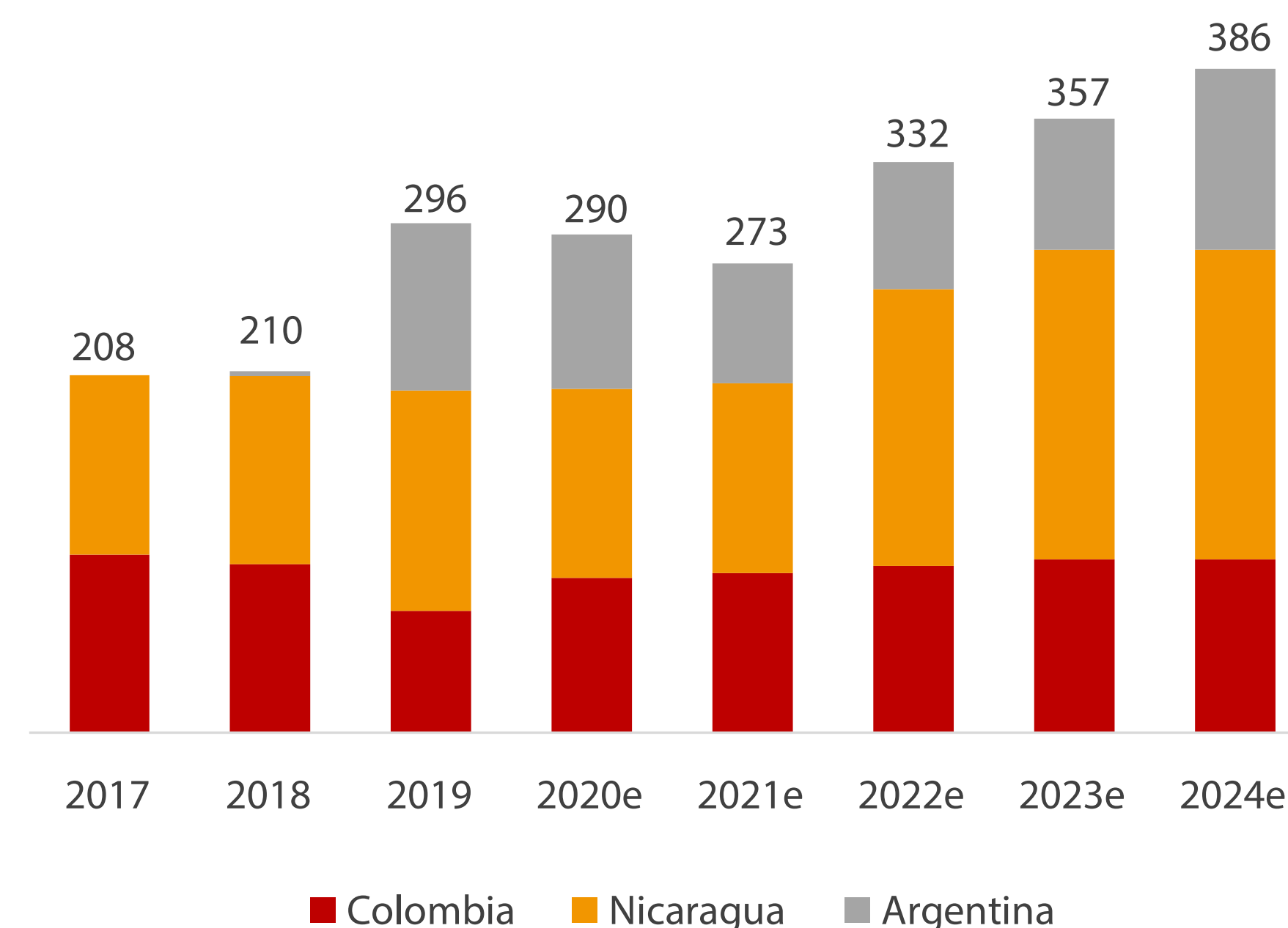




Un catalizador para el precio de la acción radica en la intención de Mineros de listarse en la bolsa de valores de Toronto. Esto ha requerido un esfuerzo importante tanto en términos de divulgación de información y certificación de reservas y recursos, como desde el punto de vista operacional. En ese sentido, se ha hecho un esfuerzo por mantener los niveles de producción y en 2020 estimamos que la compañía cierre con una producción de 289,922 onzas vs 296,411 en 2019 (caída esperada por la venta de la operación subterránea en Colombia), y a partir del 2022 lograr incrementar su producción a más de 300,000 Oz, lo que nos permitiría realizar ajustes al alza de nuestro precio objetivo, dado que sostener un producción mayor a 300,000 Oz en el largo plazo, clasificaría a la empresa como Intermediate Producer (nuestro precio objetivo podría ascender hasta un máximo de COP 6,750/acción), según los estándares de valoración de mineras en el mercado global.

Así, con la certificación de reservas adicional que se conocería a finales del 2020, Mineros estaría cada vez más cerca el cumplimiento de esta meta. Consideramos que este podría ser un catalizador para el precio de la acción, no sólo porque la liquidez mejoraría de forma importante, sino por el descuento al que transa la acción en diferentes métricas frente a las mineras de oro que cotizan en ese mercado: i) Junior Producers: 0.84 NAV "Net Asset Value" vs Senior and Intermediate Producer 1.09 NAV; ii) P/VL Mineros 0.7x vs 1.47x comparables; y. iii) Múltiplo EV/Reservas 2P USD 349/Oz Mineros vs USD 368/Oz comparables.

PRODUCCIÓN ANUAL DE ORO (MILES DE OZ)





Nuevos Proyectos. Finalmente, destacamos el desarrollo de nuevos proyectos de la compañía que podrían incrementar aún más los prospectos de producción, dentro de los cuales destacamos tres nuevos proyectos (Llanuras, Porvenir y Carbonatos Profundos) que requerirán inversiones cercanas a los COP 3 bn. Dichos recursos serían financiados principalmente a través de generación de recursos propios y la posibilidad de ampliar su deuda, ante la flexibilidad en sus métricas de apalancamiento, las cuales estimamos se ubiquen en 0.3x Deuda neta/EBITDA a finales del 2020. Esto le permitirá a la compañía estabilizar los niveles de producción de operaciones como las de Argentina y Colombia, y alcanzar niveles de producción de hasta 386k Oz, de acuerdo a nuestras estimaciones para el 2024.

De igual manera, vale la pena mencionar que nuestro escenario base es conservador sobre la capacidad de crecimiento de producción y contempla que la compañía no lograría la Mega de producción de 500k Oz, la cual fue definida hace más de una década, pues para alcanzar dicho hito deberá incrementar sus recursos y reservas (+10.4 mm Oz de oro, adicionales a las reservas y recursos actuales de 7.7 mm Oz), desarrollando proyectos adicionales a los mencionados, que se encuentran en etapa temprana como La Pepa-Distrital (Chile), Luna Roja y Caribe (Nicaragua), Güintar-Niverengo (Colombia) y Salamanca (Argentina), los cuales no incorporamos en nuestra valoración.

PROYECTOS DE MINEROS (RESERVAS ESTIMADAS)

	Colombia	Nicaragua	Argentina	Chile
Construcción	Llanuras (+0.1 M Oz)			
Factibilidad		Porvenir (+1.3 M Oz)		
Pre-Factibilidad			DCP (+2 M Oz)	La Pepa (3.4 M Oz)
Etapa Temprana	Güintar-Niverengo (+2 M Oz)	Luna Roja, Caribe (+2 M Oz)	Salamanca (+1 M Oz)	Distrital (+2 M Oz)

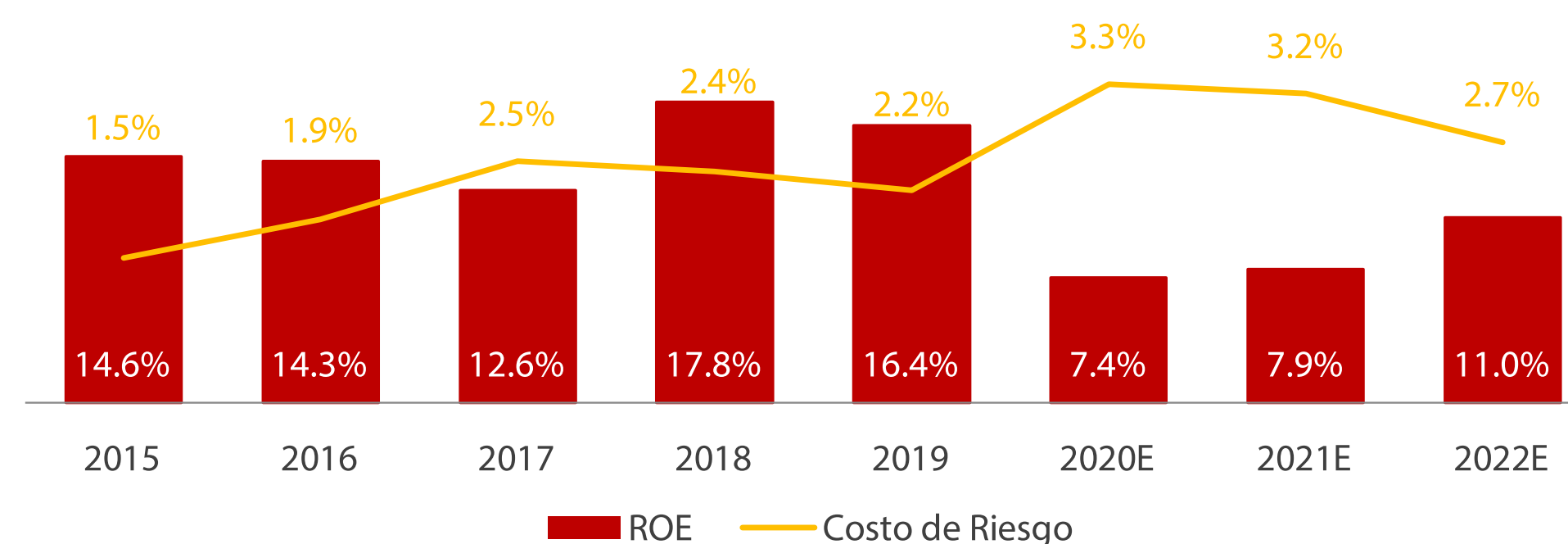


GRUPO AVAL TOP PICK: DIVERSIFICADO ESTRATÉGICAMENTE

En esta oportunidad decidimos mantener a Grupo Aval dentro de nuestro portafolio de Top Picks, ya que a pesar de que el panorama actual resultará en un impacto importante para el sistema bancario, consideramos que el grupo ha venido creciendo de una manera adecuada para sobrellevar la situación actual. El crecimiento de su cartera ha estado enfocado en segmentos de menor riesgo donde, por ejemplo, 14.5% de la cartera opera bajo libranzas, lo cual ha permitido que el banco haya mantenido niveles de rentabilidad altos (ROE del 13.1% promedio en los últimos 5 años) y un costo de crédito estable cercano al 2.0%. Con base a esto, consideramos que a pesar de este deterioro esperado, estos indicadores se mantendrán en mejores condiciones que los de la industria.

Estimamos que la rentabilidad, medida por el ROE, supere el costo de capital del grupo en el 2023 y que recupere el nivel de generación de utilidades visto en el 2019 en el 2024, llegando a COP 3.0 bn. Finalmente, destacamos la sólida posición de capital que mantienen los bancos del grupo, con indicadores superiores a los mínimos regulatorios. Además, resaltamos que la adopción de Basilea III tendría efectos positivos en los indicadores de solvencia de bancos como Popular y Occidente, permitiendo así afrontar de mejor manera la coyuntura actual. Todo esto, sumado a un potencial de valorización atractivo (17%) y a la expectativa de un inicio en la senda de recuperación económica, se convierten en atributos adicionales para prever que el desempeño de este emisor será positivo en el corto, mediano y largo plazo.

EVOLUCIÓN ROE Y COSTO DE RIESGO

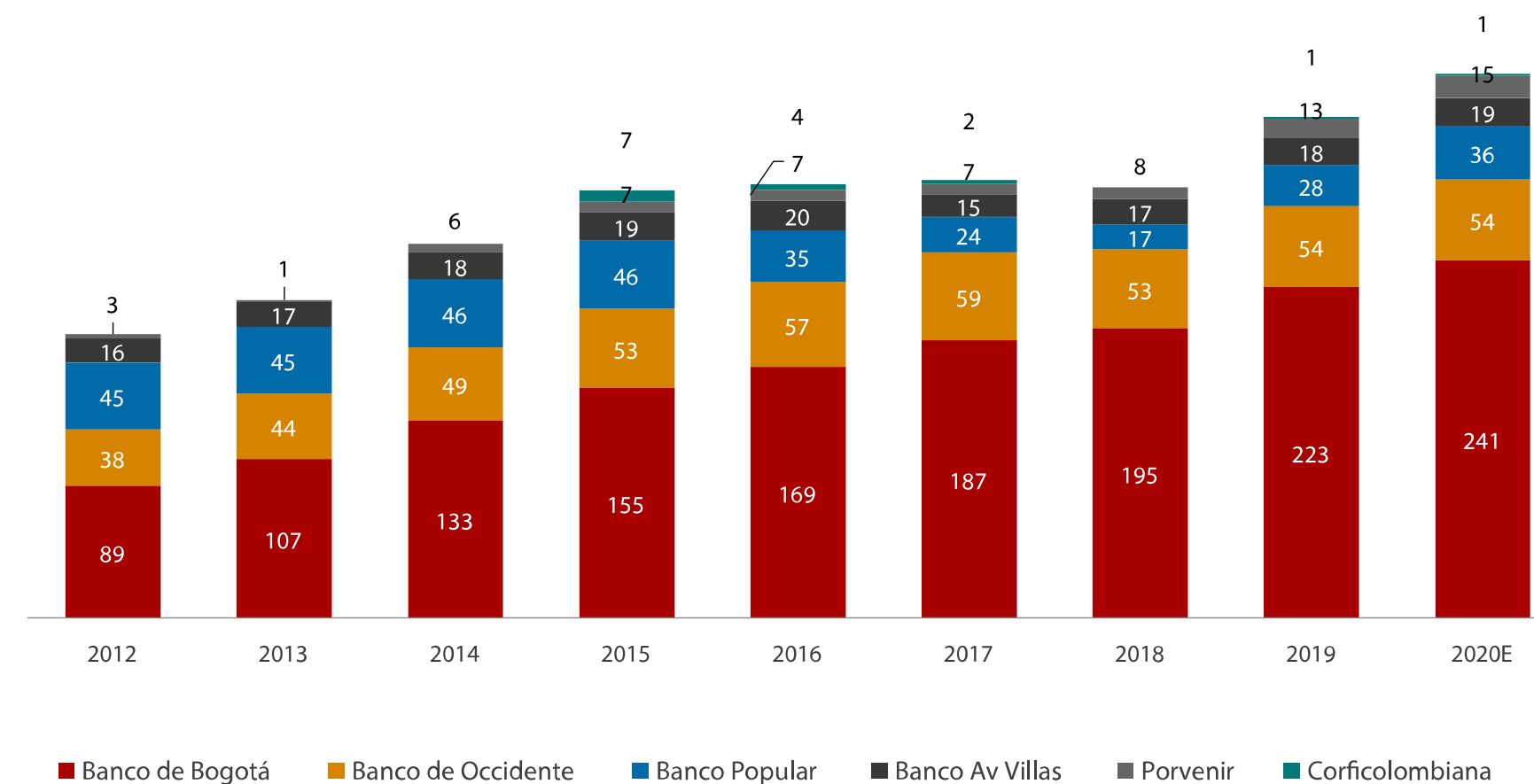




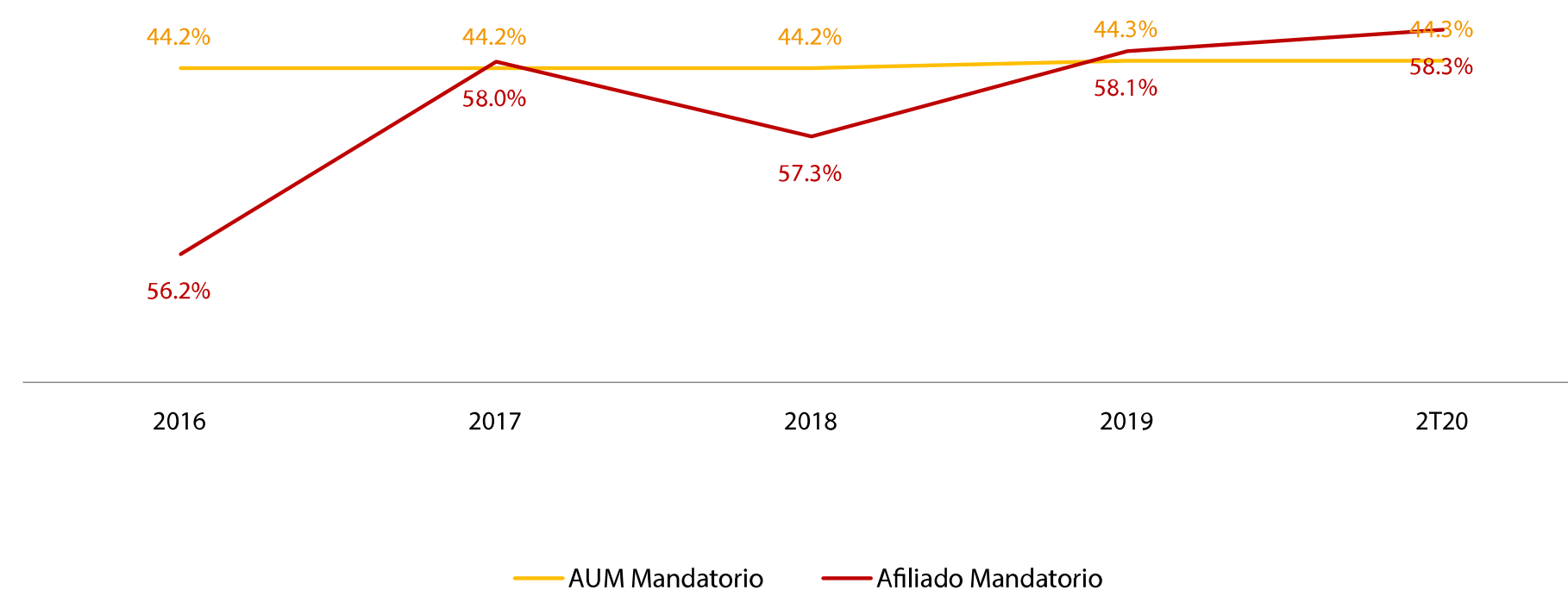
Además, destacamos la exposición que tiene Grupo Aval a Corficolombiana (62.7%), debido a que el portafolio de la corporación cuenta exposición a sectores que brindan estabilidad (energía y gas) pero también a industrias que se beneficiarán de la recuperación económica (infraestructura). Sumado a esto, el atractivo retorno por dividendos que tiene esta compañía, permitirá aliviar levemente los menores aportes vía dividendos que sus demás filiales generarán temporalmente.

Por otro lado, destacamos que a pesar de los impactos que esperamos en el sector de pensiones, tanto regulatorios como en rentabilidad, la fuerte posición de mercado de Porvenir ha permitido que la AFP mantenga el creciendo en número de afiliados, lo cual podrá ayudar a contrarrestar los efectos de posibles reducciones en las comisiones percibidas por los fondos.

HISTÓRICO DE DIVIDENDOS RECIBIDOS POR LAS SUBSIDIARIAS (USD MM)



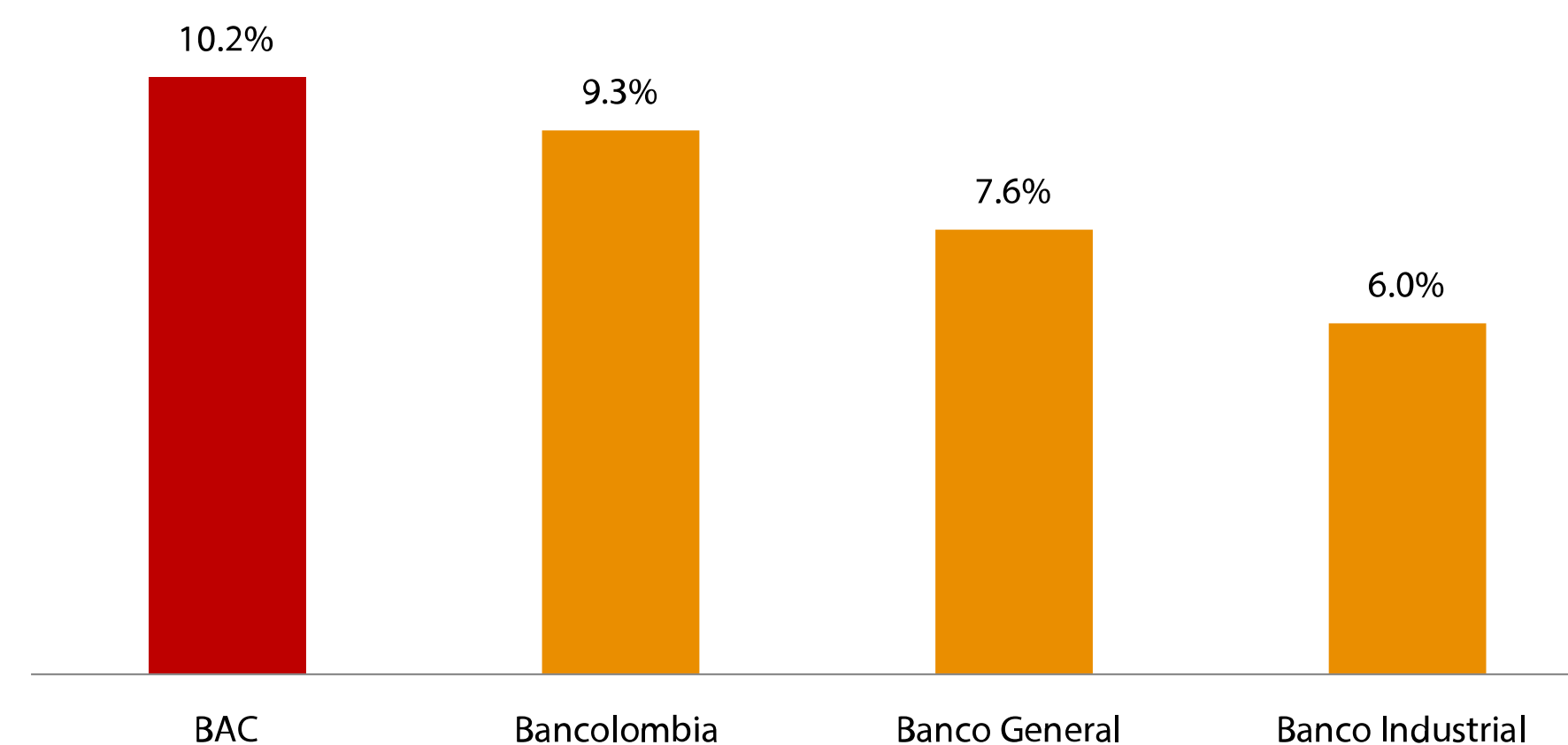
PARTICIPACIÓN MERCADO PORVENIR





PARTICIPACIÓN DE MERCADO EN CENTROAMÉRICA (CARTERA)

La diversificación geográfica será clave para el crecimiento de la cartera y de los ingresos del Grupo. En este sentido, consideramos que la operación de BAC Credomatic, junto a la nueva adquisición de MultiBank le darán un margen de maniobra más amplio a la compañía, producto de un deterioro más moderado de la economía centroamericana frente a la colombiana. En este sentido, resaltamos positivamente la reciente adquisición de Multibank, ya que con esta, Banco de Bogotá y Grupo Aval se convirtieron en el segundo grupo bancario más grande de Panamá, lo cual en cierta medida permite que el grupo disminuya la representatividad en economías centroamericanas con un entorno operativo tradicionalmente de mayor riesgo, como es el caso de Costa Rica y Nicaragua. Sin embargo, no podemos dejar de mencionar que Grupo Aval aún se encuentra rezagado en materia de digitalización de cara a productos financieros, lo cual podría afectar los ingresos por comisiones del grupo y en el mediano plazo podría implicar pérdidas de participación de mercado en ciertos segmentos de la cartera, especialmente en consumo.



RENTA VARIABLE 2020 - 2021 NUESTRA MEJOR SELECCIÓN

AUTORES:

José Germán Cristancho
Gerente de Investigaciones
Económicas y Estrategia
jcristancho@corredores.com

Katherine Ortiz
Líder Renta Variable
kortiz@corredores.com

Rodrigo Sánchez
Analista Senior Acciones
wsanchez@corredores.com

Camilo Roldán
Analista Acciones
migarciag@davivienda.com

Julián Felipe Ausique
Analista Acciones
jausique@corredores.com

Profesional en Práctica
David Sebastian Cárdenas

DIRIGIDO POR



La información aquí presentada es de carácter informativo e ilustrativo, por lo que no deberá interpretarse como una asesoría, recomendación o sugerencia por parte de Banco Davivienda S.A. y/o Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa (en adelante Corredores Davivienda) para la toma de decisiones de inversión o la realización de cualquier tipo de transacción o negocio. En caso que se utilice la información para la toma de decisiones de inversión, las mismas serán de total responsabilidad del inversionista, así como, sus efectos y consecuencias y, por lo tanto, ni el Banco Davivienda S.A. y/o Corredores Davivienda tendrán responsabilidad. La información y proyecciones mencionadas no deben ser tomadas como una garantía para proyecciones o resultados futuros. Los datos publicados son informativos y han sido tomados de fuentes confiables, pero el Banco Davivienda S.A. y/o Corredores Davivienda no garantizan que los mismos estén libres de errores. Cualquier cambio en las circunstancias actuales puede llegar a afectar la validez de la información o de las conclusiones presentadas. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad del usuario. Los valores, tasas de interés, cifras y demás datos que allí se encuentren son puramente informativos y no constituyen una oferta, ni una demanda en firme, para la realización de transacciones. No se permite la reproducción total o parcial de este documento sin la autorización previa y expresa de Banco Davivienda S.A. y/o Corredores Davivienda.

En adición a lo anterior, informamos que: i) Corredores Davivienda es filial (parte relacionada) del Emisor Banco Davivienda; ii) Corredores Davivienda es una de las empresas integrantes del Grupo Empresarial Bolívar; iii) Corredores Davivienda 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.