



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



# Visión Colombia

**Una ventana al panorama empresarial colombiano y el análisis  
detallado de las principales compañías del país**



# **COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN**

## **Universo de Compañías bajo coberturas**

- 1. Banco de Bogotá**
- 2. Bancolombia**
- 3. Celsia**
- 4. Cementos Argos**
- 5. Concreto**
- 6. Construcciones El Cóndor**
- 7. Corficolombiana**
- 8. Ecopetrol**
- 9. Grupo Argos**
- 10. Grupo Aval**
- 11. Grupo Energía de Bogotá**
- 12. Grupo Nutresa**
- 13. Grupo Sura**
- 14. ISA**
- 15. Mineros**
- 16. PEI**
- 17. Promigas**
- 18. Terpel**



# COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA



<b>05</b>	<b>I. ASPECTOS A DESTACAR</b>
<b>06</b>	<b>II. FICHAS TÉCNICAS</b>
<b>08</b>	<b>III. HIPÓTESIS DE VALOR</b>
<b>11</b>	<b>IV. RIESGOS</b>
<b>15</b>	<b>V. PROYECCIONES</b>
<b>16</b>	<b>VI. VALORACIÓN</b>



# Banco de Bogotá

## ESTRATEGIA CONSERVADORA DA SUS FRUTOS

**P.O.: 77,000 / SUBPONDERAR**

**POTENCIAL: 6.9% RIESGO: ALTO CIERRE: COP 72,000**

El entorno retador actual generará presiones importantes en el crecimiento de la cartera, la calidad de los activos y los indicadores de rentabilidad del banco. Sin embargo, resaltamos que el banco ha mantenido un nivel de rentabilidad superior al de sus pares (ROAE promedio 5 años: 14% vs 10% pares), esto gracias a unas políticas más conservadoras en términos de otorgamiento de crédito, un mejor control del gasto y un negocio bien diversificado. Resaltamos positivamente, la adquisición de Multibank en Panamá, debido a que permite que Banco de Bogotá fortalezca su posición de mercado, consolidándose como el 2do banco más grande de ese país.



# ASPECTOS A DESTACAR

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Cap. Bursátil (COP):	<b>23.9 bn</b>
Flotante:	<b>21.6%</b>
Dividendo anual (COP) 2021E:	<b>2,580</b>
Retorno por dividendo:	<b>3.6%</b>
%COLCAP:	<b>3.6%</b>
# Acciones:	<b>331 mm</b>
P/VL actual:	<b>1.1x</b>
P/U actual	<b>9.6x</b>
Último precio:	<b>72,000</b>
Max 52 semanas:	<b>90,000</b>
Min 52 semanas:	<b>58,000</b>

## Estimamos un Precio Objetivo 2021FA de COP 77,000/acción.

Dentro de nuestros pronósticos para 2021 resaltamos lo siguiente: i) utilidad neta de COP 1.87 bn, con un crecimiento de 17% respecto a la utilidad de 2020E; ii) crecimiento de cartera neta de 1.8% anual, producto de una desaceleración en línea con la dinámica de la economía; iii) ingresos netos por interés de COP 8.9 bn, creciendo 5.6% anual y representando un margen neto de interés (NIM) de 5.2%, presionado por las bajas tasas de interés, que esperamos que se mantengan así en el mediano plazo; iv) gasto en provisiones de COP 4.3 bn, decreciendo -0.7% frente a nuestras estimaciones para 2020E de COP 4.4, resultando en un costo de crédito de 3.1%, todavía muy superior a niveles Pre-COVID (2.3%).

## Mejores indicadores de rentabilidad y costo de riesgo, ayudarán a sortear los retos con mayor facilidad.

Si bien, el panorama actual resultará en un impacto importante para el sistema bancario, el banco ha venido creciendo de forma ordenada y prudente. El crecimiento de su cartera ha estado enfocado en segmentos de menor riesgo, lo que ha permitido que haya mantenido niveles de rentabilidad altos (14.3% promedio últimos 3 años) y un costo de crédito estable cercano a 2.2%. En este sentido, consideramos que estos indicadores van a presentar deterioros significativos, pero se mantendrán en mejores condiciones que los del sector. Así, esperamos un costo de crédito anualizado que llegue a 3.1% y 3.3% en 2020 y 2021 respectivamente, mucho menor que sus pares, en donde se espera que llegue a niveles del 4%.

## ¿POR QUÉ SUBPONDERAR?

Consideramos que las adecuadas métricas de capital, liquidez y rentabilidad, sumado a una buena diversificación geográfica, determinarán que el banco logre sobrellevar esta situación mejor que sus pares. Sin embargo, ante el bajo potencial de valorización vs el COLCAP y un rezago en digitalización frente a sus pares, decidimos reducir nuestra recomendación a SUBPONDERAR.

### AUTORES

**Julián Felipe Ausique**  
Analista Acciones  
jausique@corredores.com

**Katherine Ortiz**  
Líder Renta Variable  
kortiz@corredores.com



# BANCO DE BOGOTÁ

## FICHA TÉCNICA

Banco de Bogotá, la institución financiera con mayor trayectoria en Colombia, inició operaciones en 1870. En la actualidad, Banco de Bogotá tiene cobertura en todo el territorio nacional y ofrece un completo portafolio de productos y servicios financieros. Es el banco universal del Grupo Aval y tiene la segunda mayor participación de mercado individual en Colombia (14%). En 2010 adquirió indirectamente BAC Credomatic, líder en el segmento de tarjetas de crédito en Centroamérica, con participación en Guatemala, Honduras, El Salvador, Nicaragua, Costa Rica y Panamá y recientemente adquirió la mayoría del Multi Financial Group, consolidándose como el segundo banco más grande por activos en Panamá.

Resumen					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Acciones en circulación (millones)	331	331	331	331	331
Cap. Bursátil (COP millones)	18,469,800	28,181,340	23,832,000	23,832,000	23,832,000
Precio (COP/acción)*	55,800	85,140	72,000	72,000	72,000
VL (COP/acción)	59,419	66,042	67,968	69,501	71,394
UPA (COP/acción)	8,741	7,731	4,948	5,728	7,070
P/VL	1.1x	0.8x	0.9x	1.0x	1.0x
P/U	6.4x	11.0x	14.6x	12.6x	10.2x

Precio de Cierre del 23/10/2020.

Balance General Consolidado					
COP mil mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Disponible	22,061	24,809	38,195	36,296	39,899
Inversiones Netas	14,325	18,921	26,857	26,107	27,786
Cartera Neta	111,018	113,110	131,042	133,386	139,595
<b>Total Activos</b>	<b>163,303</b>	<b>175,020</b>	<b>218,438</b>	<b>218,730</b>	<b>231,549</b>
Depósitos	108,405	117,795	148,422	151,782	160,463
Otros pasivos	35,230	35,365	47,519	43,943	47,454
<b>Total Pasivos</b>	<b>143,635</b>	<b>153,160</b>	<b>195,941</b>	<b>195,725</b>	<b>207,917</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>19,668</b>	<b>21,860</b>	<b>22,497</b>	<b>23,005</b>	<b>23,632</b>
<b>Pasivos+Patrimonio+I.Min.</b>	<b>163,303</b>	<b>175,020</b>	<b>218,438</b>	<b>218,730</b>	<b>231,549</b>

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Ingreso Neto por interés</b>	<b>6,823</b>	<b>7,288</b>	<b>8,576</b>	<b>8,974</b>	<b>9,663</b>
Ingreso Neto por comisiones	4,022	4,555	4,164	4,986	5,268
<b>Ingresos operacionales netos</b>	<b>10,845</b>	<b>11,843</b>	<b>12,740</b>	<b>13,960</b>	<b>14,930</b>
Gastos en provisiones	2,494	2,626	4,370	4,341	4,126
<b>Utilidad Neta</b>	<b>2,893</b>	<b>2,559</b>	<b>1,638</b>	<b>1,896</b>	<b>2,340</b>
Margen Neto	42.4%	35.1%	19.1%	21.1%	24.2%
Margen neto de intrés NIM	5.7%	5.9%	5.3%	5.2%	5.3%
Eficiencia	46.9%	56.8%	54.0%	53.8%	53.5%
Calidad	4.0%	4.2%	4.1%	4.2%	4.3%
Cubrimiento	110.5%	112.2%	111.6%	111.6%	111.6%
Costo de crédito	2.2%	2.1%	3.2%	3.1%	2.8%
Patrimonio/Activos	12.0%	12.5%	10.3%	10.5%	10.2%
Cartera / Activos	68.0%	64.6%	60.0%	61.0%	60.3%
Depósitos/Cartera	97.6%	104.1%	113.3%	113.8%	114.9%
<b>ROAA</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.5%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.0%</b>
<b>ROAE</b>	<b>17.1%</b>	<b>14.4%</b>	<b>7.8%</b>	<b>8.9%</b>	<b>10.7%</b>



# BANCOLOMBIA

## FICHA TÉCNICA

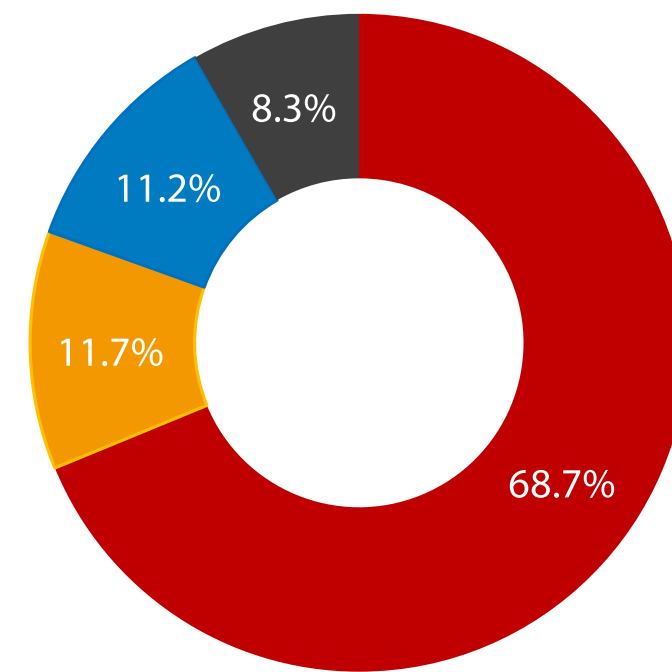
### Comparables

Compañía	P/VL	ROE
Bancolombia	0.9x	6.2%
Credicorp	1.5x	6.8%
Banco de Chile	1.8x	15.7%
Banco Santander	1.5x	14.0%
Grupo Fin	0.8x	9.0%
Itaú	1.9x	14.5%
Bradesco	1.5x	13.1%
Davivieda	0.9x	8.6%
BCI	1.0x	8.7%
Banco de Bogotá	1.1x	7.5%
Mediana	1.3x	8.9%

### Administración

Presidente:	Alejandro Figueroa Jaramillo
Vicepresidente	Julio Rojas Sarmiento
Ejecutivo:	Santiago Toro
IR:	
Página web:	www.bancodebogota.com

### Composición accionaria



- Grupo Aval
- Grupo Paz Bautista
- Otros
- Otras compañías Organización Sarmiento A.

### Escenarios Precio Objetivo

#### Escenario Optimista

**COP 79,000**

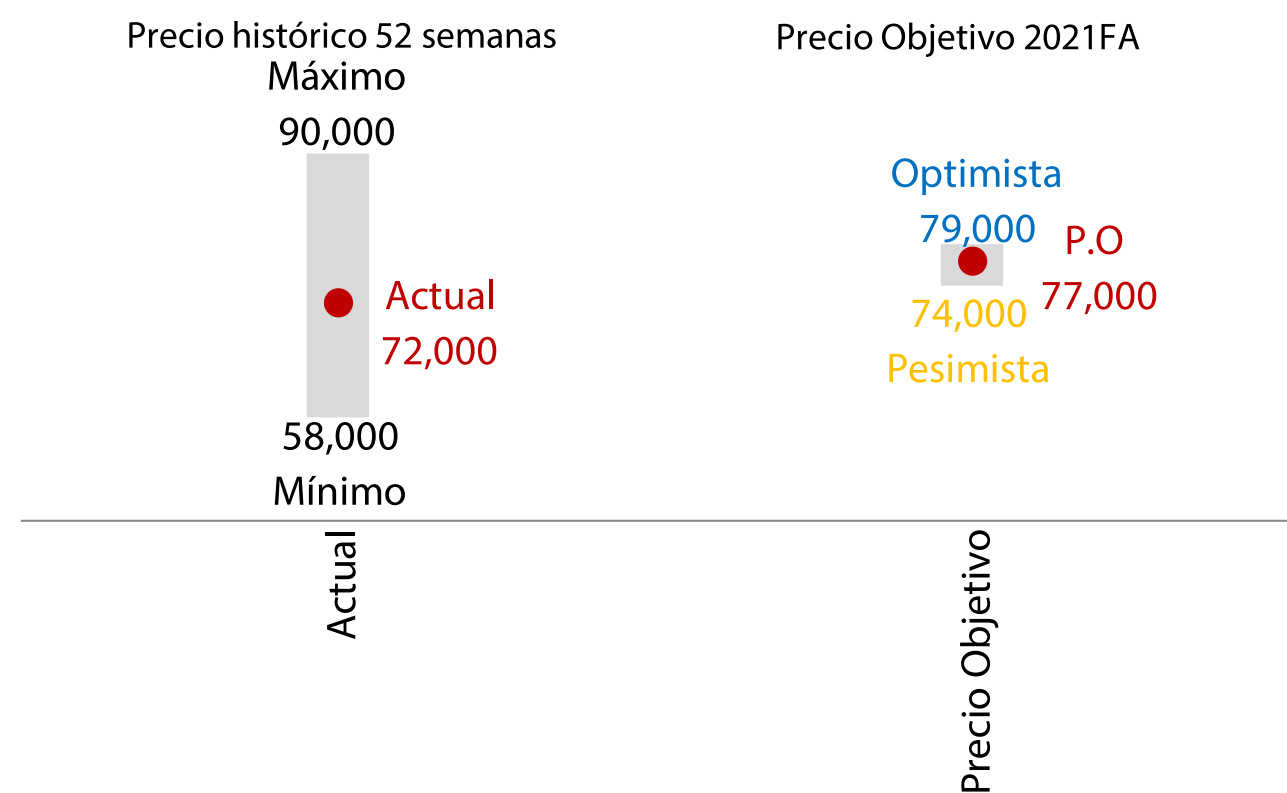
Para calcular el valor sensibilizamos fuertemente nuestra expectativa de costo de crédito. En este caso, consideramos un costo de crédito de 2.1%.

#### Escenario Pesimista

**COP 74,000**

Para calcular el valor sensibilizamos fuertemente nuestra expectativa de costo de crédito. En este caso, consideramos un costo de crédito de 4.1%.

### Escenarios Precio Objetivo



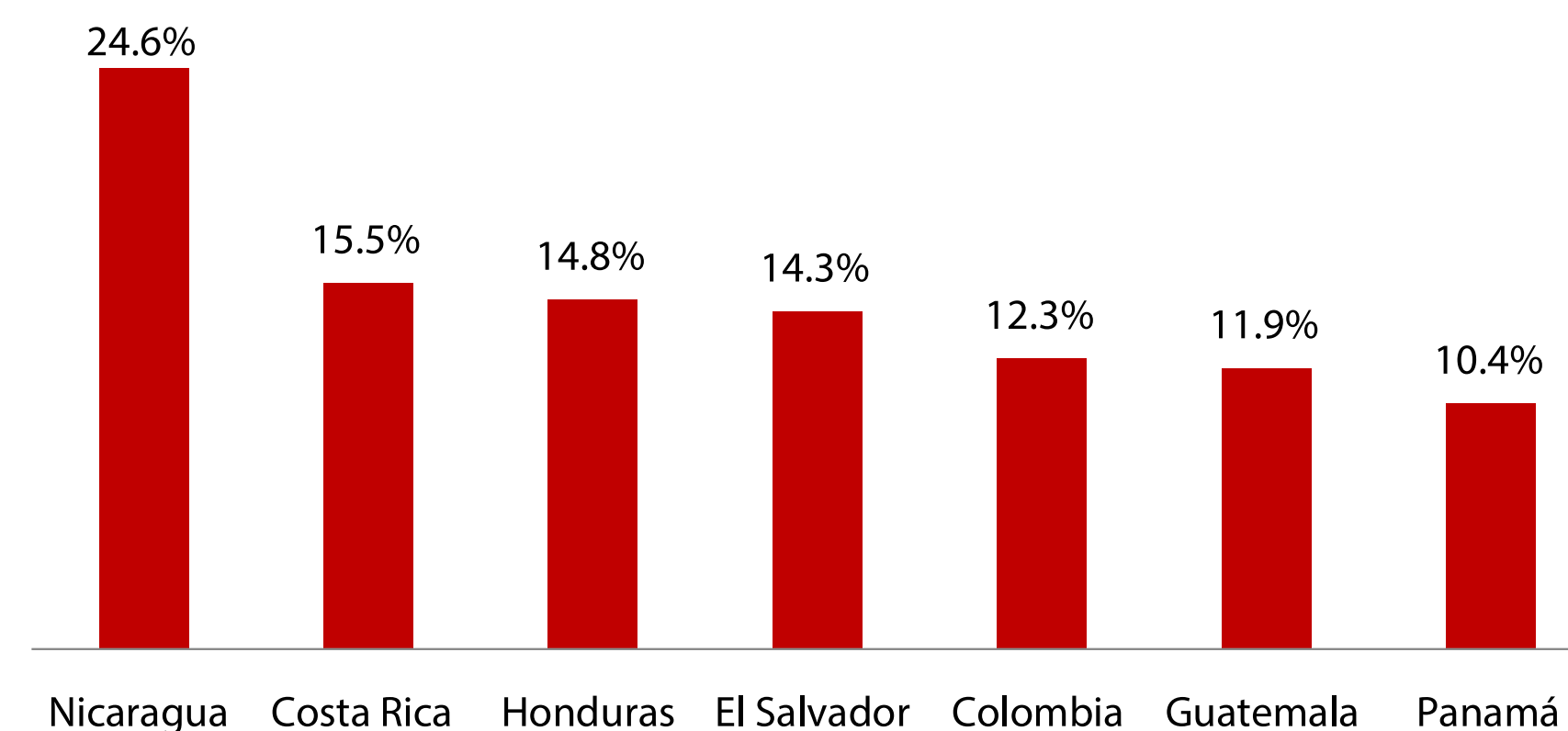




# HIPÓTESIS DE VALOR

**Trayectoria de adquisiciones que generan valor:** Una de las principales ventajas competitivas de Banco de Bogotá está en la identificación de oportunidades de crecimiento inorgánico, con capacidad de generación de valor. Estas adquisiciones se iniciaron en 1992 con el Banco del Comercio; en 2006, Megabanco y en el 2010, incursionó en Centroamérica con la compra de BAC Credomatic. Tres años después, reforzó BAC con la compra de BBVA Panamá y el Reformador en Guatemala; así como con la última adquisición de Multibank Panamá, cuyo cierre definitivo se llevó a cabo en mayo de 2020. Estas adquisiciones le han permitido fortalecer su posición competitiva y generación de valor pues se han hecho a precios razonables y múltiplos inferiores a transacciones comparables. En el caso de Multibank consideramos que el cierre de la transacción a 0.85x su valor en libros no solo incorpora el desafiante contexto macroeconómico sino que permitirá capturar las oportunidades que se desprenden de la paulatina recuperación de la economía y fortalecer su posición de liderazgo en Centroamérica.

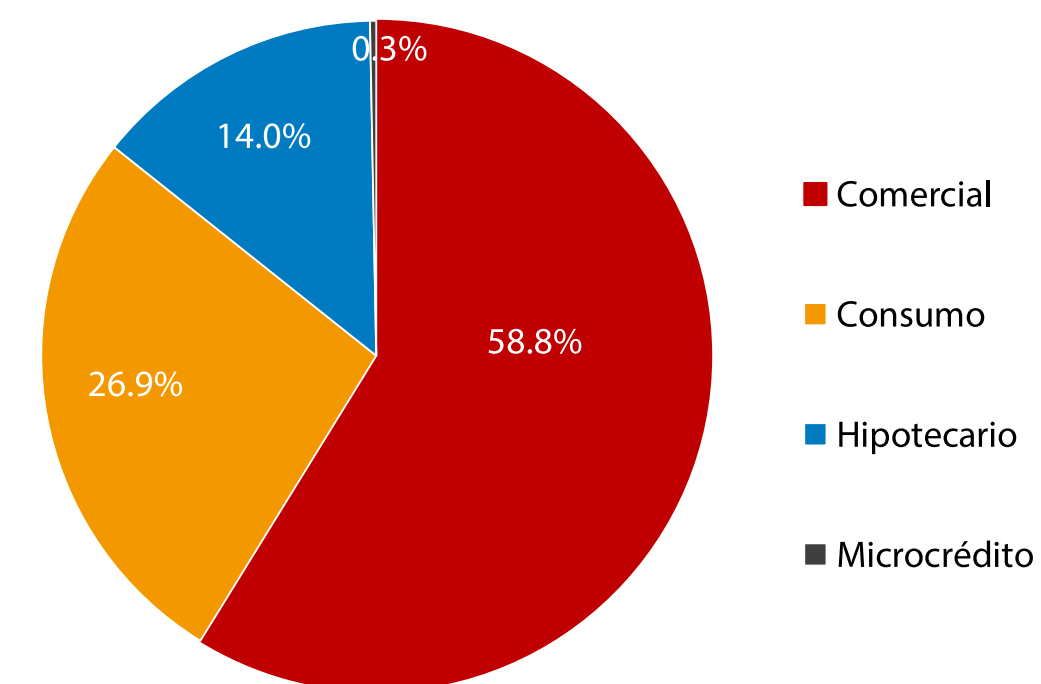
## PARTICIPACIÓN DE MERCADO POR PAÍS (CARTERA NETA)



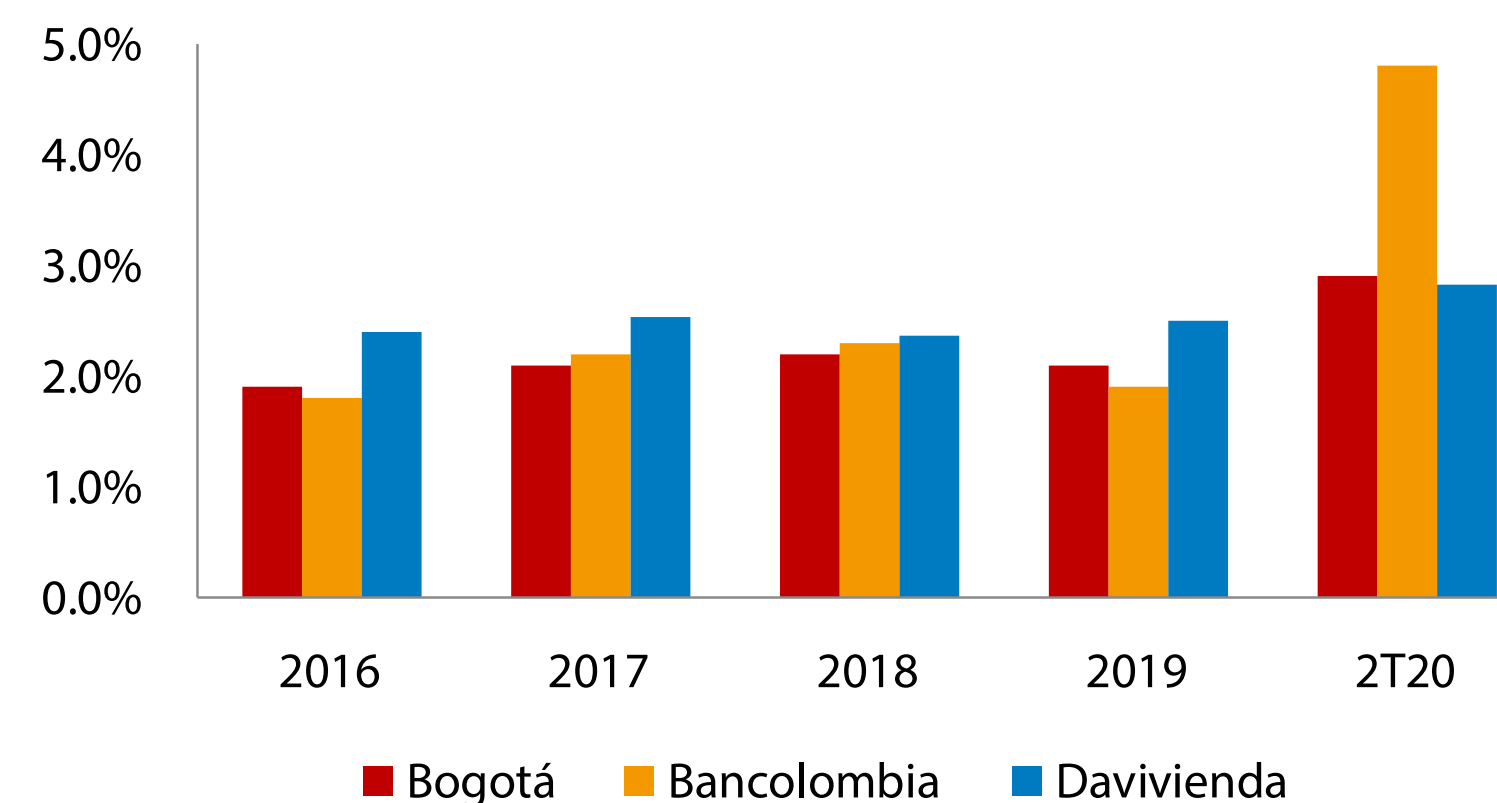


**Segmentos de menor riesgo lo posicionan como un banco mejor preparado para la crisis:** Mientras sus principales competidores han concentrado sus esfuerzos en incrementar su participación en segmentos de mayor riesgo, Banco de Bogotá ha incrementado paulatinamente su participación de mercado en la modalidad comercial (+55pbs en 2019). Así, cuenta con unos clientes corporativos grandes, que esperamos logren sobrellevar la crisis de mejor manera que las Pymes. En línea con esto, el banco cuenta con una cartera importante en el segmento de libranza (7.64% de la cartera total), lo cual ofrece una cobertura moderada al deterioro del empleo que se espera en Colombia y Centroamérica. Consideramos que estos factores, ayudarán a mantener mejores métricas de calidad de los activos, en medio del efecto de la pandemia en la región. Finalmente, consideramos que los efectos de la pandemia tendrán un menor impacto en Centroamérica, lo cual ayudará a mitigar en cierta forma el deterioro macroeconómico retador que se espera para Colombia.

## CARTERA POR SEGMENTOS



## EVOLUCIÓN COSTO DE RIESGO

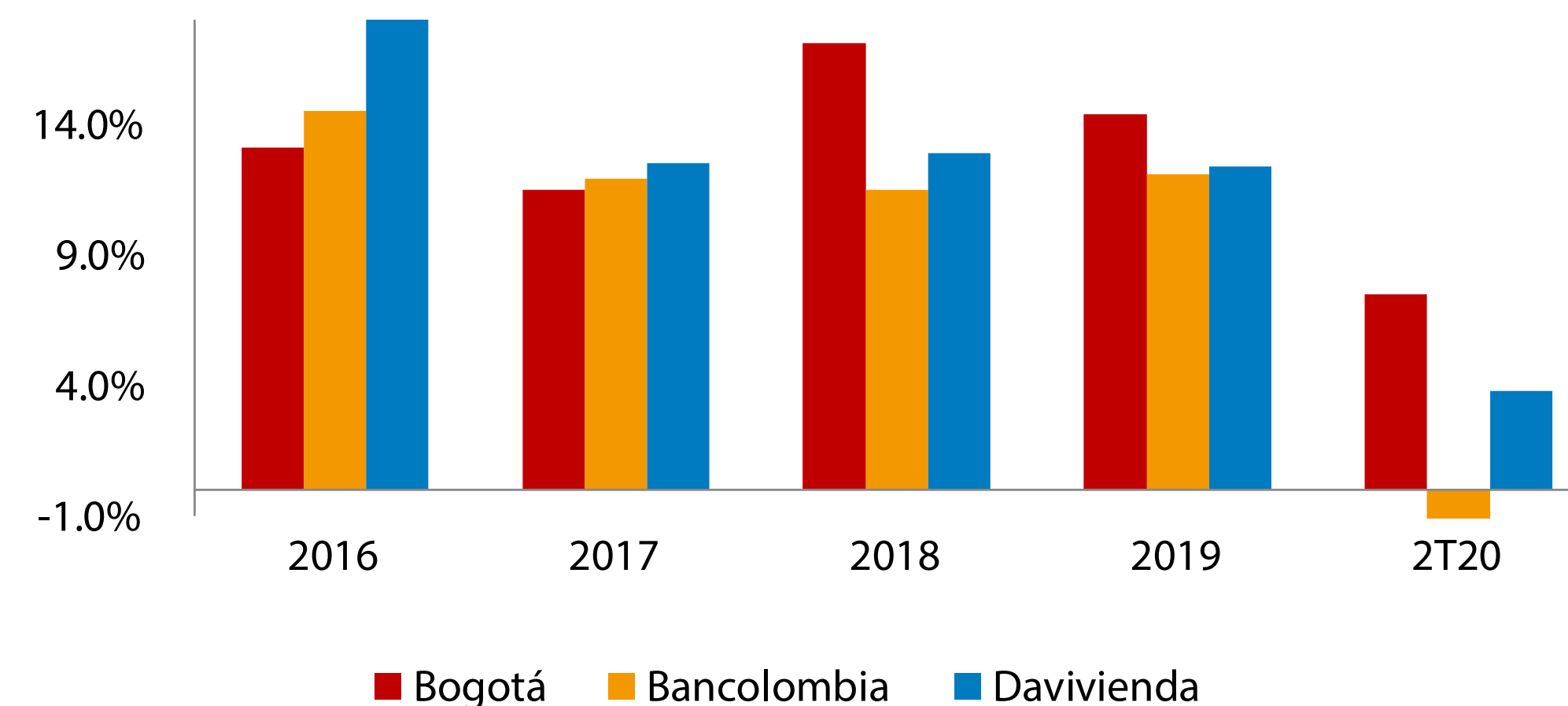




**Participación en Corficolombiana beneficiará resultados:** Banco de Bogotá tiene el 34.1% de participación en Corficolombiana, uno de los principales actores en el desarrollo de proyectos de infraestructura del país. De esta manera, consideramos que la exposición que tiene el banco a compañías del sector real, permitirá que este se beneficie de la posible participación de la corporación en los nuevos proyectos de infraestructura 5G y del gran potencial de crecimiento que tienen filiales de esta, traduciéndose en mejores resultados para la corporación y para el banco en temas de rentabilidad.

**Control del gasto y eficiencia operacional como pilares de la rentabilidad:** La eficiencia del banco recientemente ha estado soportada en la automatización y robotización que se ha implementado en los procesos. Se ha logrado, entre otros, la creación de asistentes virtuales que han reducido los tiempos en tareas repetitivas, enfocando a los equipos en tareas analíticas. Esta disciplina ha permitido apalancar las inversiones que se han realizado en el proceso de transformación digital y en el fortalecimiento de las plataformas tecnológicas, sin impactar significativamente el crecimiento del gasto.

## EVOLUCIÓN RENTABILIDAD DEL BANCO ROE







# RIESGOS

**Tasas de interés en mínimos históricos:** El panorama de bajas tasas de interés genera un efecto mixto en los balances del banco. Esperamos una presión de los márgenes producto de una menor tasa de colocación y un menor rendimiento de las inversiones, lo cual será ligeramente compensado por una mejor tasa de captación, lo cual abaratará las tasas de fondeo del banco. Sumado esto, es importante mencionar, que debido al alto riesgo de impago, los bancos en general se enfocarán en clientes con mejor calidad crediticia, lo cual se traduciría en compras de cartera entre entidades bancarias, resultando en menores tasas de colocación, producto de la mayor competencia. Entendido esto, los efectos consolidados se traducirán en una contracción del NIM del banco por un tiempo prolongado, en donde esperamos que el NIM pase de un 5.6% en 2T20 a niveles del 5.2% para 2021 y se mantenga cercano al 5.4% durante el largo plazo.

## SENSIBILIDAD

### NIM LARGO PLAZO

	P.O 2021
-10pbs	(1,500)
-20pbs	(3,000)
-30pbs	(4,500)
-50pbs	(6,000)
-100pbs	(8,500)

### EFICIENCIA LARGO PLAZO

	P.O 2021
-50pbs	2,000
-100pbs	3,000
-150pbs	4,000
-200pbs	6,000
-250pbs	7,000

El ejercicio contempla un NIM de largo plazo de 5.35% y una eficiencia de 51%. Entendido esto, una reducción sustancial en los márgenes resultaría en una caída de cerca del 11% de nuestro P.O.





**Rezago en temas de digitalización:** Si bien el Banco se caracteriza por ser el más digital del Grupo Aval, aún presenta un rezago frente a otros competidores. Los esfuerzos principales que ha venido haciendo el banco se han centrado en cuestiones operacionales, lo cual les ha permitido mejorar en términos de eficiencia. Sin embargo, de cara a productos para los clientes, Banco de Bogotá en marzo lanzó un producto en conjunto con los demás bancos del Grupo Aval, "dale!". Entendido esto, percibimos que Banco de Bogotá tendrá importantes retos para posicionar sus nuevos productos, ya que nuevos competidores como los Neobancos y las Bigtech, empezarán a tomar cuotas de mercado y, en caso de hacer alianzas, lo podrían hacer con competidores que estén mejor posicionados en materia digital. Esto podría significar presiones en la rentabilidad por las necesidades de inversión que se requieren para ponerse a tono con el competido entorno.



**Cambios regulatorios no son un riesgo menor:** Producto de la crisis actual del COVID-19 se han planteado nuevas medidas con el fin de ayudar a los deudores y al dinamismo de la economía, ejemplo de eso es el anuncio reciente por parte del Ministerio de Hacienda de su plan "Política pública para el desarrollo del sistema financiero y del mercado de capitales", en donde se busca promover la inclusión financiera digital, consolidar la seguridad y estabilidad financiera e impulsar el acceso a un sistema de pagos inclusivo y seguro. Si bien, aún no se conoce el detalle de las propuestas, ni las implicaciones de estas, hay que estar atentos a los impactos de las reformas ya que podrían tener implicaciones en temas de comisiones, servicios y requerimientos adicionales, que podrían presionar algunos rubros de ingresos de los bancos.





**Planes de ayuda a deudores y perspectiva macroeconómico plantean un panorama incierto.** La calidad de los activos es un factor esencial a monitorear, debido a que como efecto del plan de ayuda a deudores, no es posible cuantificar precisamente cuáles han sido las afectaciones a la capacidad real de pago. En consecuencia, esto podría implicar un aumento en provisiones mayor a lo esperado, deteriorando aún más las métricas de rentabilidad, costo de riesgo, capital y, por ende, la generación de utilidades. Finalmente, un deterioro prolongado en las perspectivas macroeconómicas, podría resultar en; i) menor tasa de crecimiento de cartera; ii) mayor deterioro de los activos del banco; y iii) mayores provisiones y costo de crédito no solo para 2021 si no quizás para 2022.

**Deterioro de las economías centroamericanas.** Si bien las operaciones de BAC Credomatic y Multibank aportan a la diversificación del banco, la coyuntura actual de algunos países de la región podría afectar los resultados del banco. En el caso de Nicaragua, se prevé que el déficit fiscal del gobierno llegue a 3.6% del PIB durante 2021 lo cual podría limitar el potencial de recuperación que se espera para este año, dejando rezagado al país frente a otras economías. Por su parte, en Costa Rica las medidas de contención provocaron una fuerte contracción de la renta disponible de los hogares y las empresas, lo que ha afectado la demanda interna y el empleo, lo cual sumado a la alta dependencia del sector turismo (6% del PIB) determinará una recuperación lenta de esta economía, implicando menores créditos provenientes de esta filial para el banco.

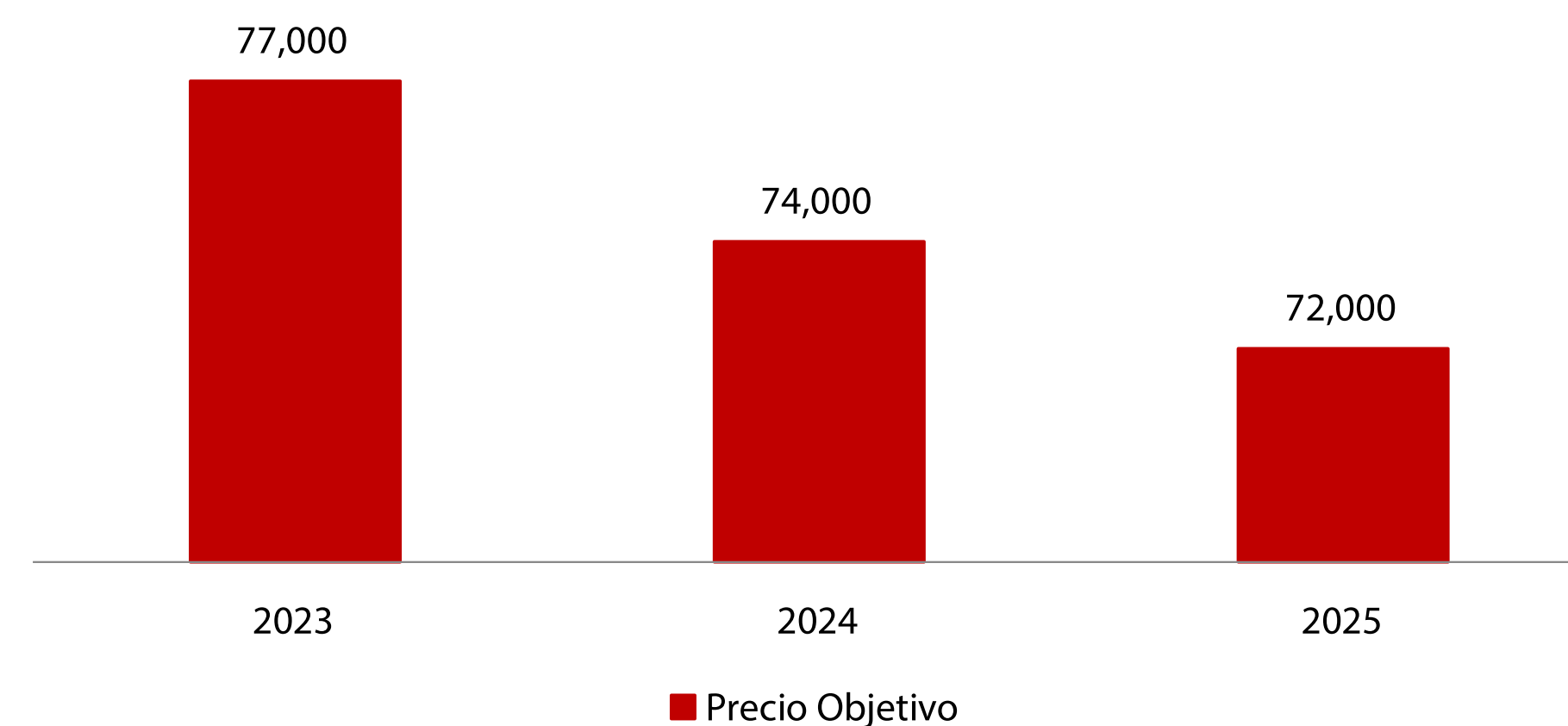
**Nuevos competidores tradicionales y digitales podrían implicar pérdida de cuota de mercado.** Si bien Banco de Bogotá tiene una presencia importante en clientes corporativos, su participación en cartera de consumo es cerca del 29% del total de la cartera. Entendido esto, consideramos que la entrada de nuevos competidores, como grandes bancos norteamericanos y nuevos bancos digitales podría implicar presiones en cuotas de mercado para el banco. Consideramos que las altas comisiones que maneja el banco frente a sus competidores, podrían resultar en una migración de ciertos clientes hacia estos nuevos competidores. Por su parte, como hemos mencionado, prevemos que los bajos costos por comisiones con los que están entrando estos nuevos competidores ponen presiones al modelo tradicional del banco, traduciéndose en afectaciones a los márgenes y a la generación de utilidades.





**Costo de crédito:** En línea con los riesgos anteriormente mencionados, consideramos que debido a la incertidumbre latente derivada del desconocimiento de la capacidad real de pago de los deudores, el costo de riesgo podría aumentar más de lo esperado. De acuerdo con nuestros supuestos, esperamos que el 2020 cierre con un costo de crédito de 3.2%, el 2021 en 3.1%, 2022 en 2.8% y 2023 en 2.3%, llegando a niveles pre-COVID. En nuestro ejercicio de sensibilidad consideramos un factor en donde el costo de crédito se demore más en llegar a niveles pre-COVID y las implicaciones de este retraso adicional en nuestro 2021E P.O de COP 77,000/acción.

## COSTO DE RIESGO (AÑO PARA LLEGAR A NIVELES PRE-COVID)





# PROYECCIONES

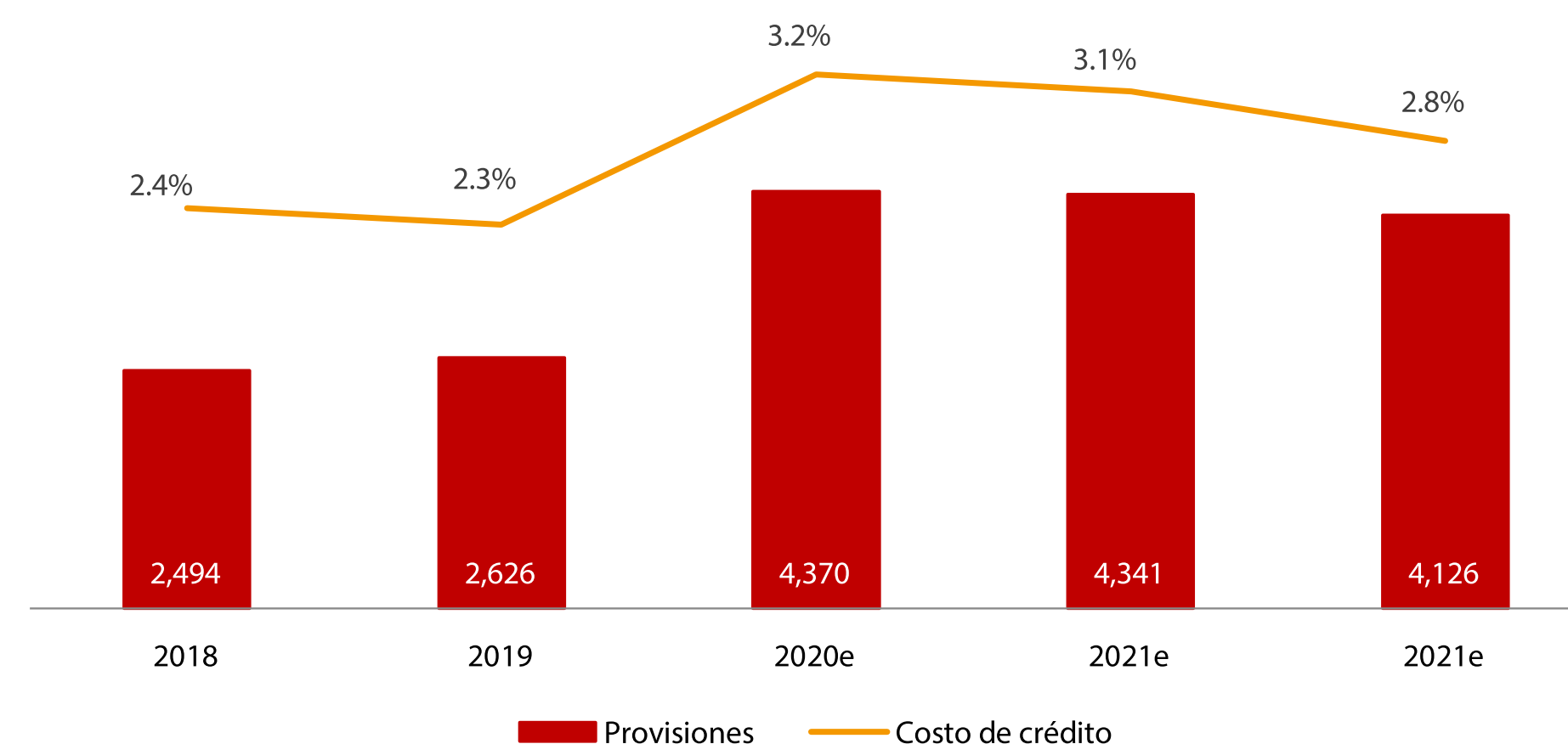
**Cartera de créditos.** En una base anual, la cartera consolidada a 2021 crecería 1.8%, donde el segmento comercial presentará el mayor crecimiento (2.3%) y el segmento de consumo seguirá rezagado, creciendo 1.5%.

**Ingresos netos por interés.** En 2021, veríamos un crecimiento leve en los ingresos por interés, el cual presentaría un crecimiento anual de 5.6% ubicándose en COP 8.97 bn. Lo anterior llevaría a que el NIM se consolide en 5.2%.

**Costo de riesgo y eficiencia.** Estimamos un costo de riesgo de 3.1% para el cierre del 2021 y llegando a niveles pre-COVID en el 2023 ubicándose en 2.3%. En temas de eficiencia esperamos un indicador de 53.8% para el 2021.

**Utilidad Neta y ROAE.** A 2021 estimamos que Banco de Bogotá alcance una utilidad de COP 1.9 bn, producto de los altos gastos en provisiones, resultando en una rentabilidad de 8.9% medido por ROE.

## GASTO EN PROVISIONES Y COSTO DE RIESGO (COP MIL MM)





# VALORACIÓN

**Metodología.** 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), con un peso de 30%.

**Ingreso Residual:** Por medio de esta metodología hemos obtenido un valor justo 2021FA de COP 76,000/acción, utilizando un costo de capital de 13.1%.

**Múltiplos de Valoración:** Esta metodología utiliza el múltiplo de P/VL 2021E ajustado por ROE @1.2x, de las entidades comparables con Banco de Bogotá, en este caso incorporamos un ROE esperado promedio de 5 años, esto con el fin de no deteriorar el precio de la compañía por solo la situación actual y teniendo cuenta las expectativas futuras, en donde esperamos una recuperación importante de las métricas del banco. En este sentido, el valor de Banco de Bogotá sería COP 78,450/ acción.

## RESUMEN VALORACIÓN

Metodología	Peso	P.O 2021
Ingreso residual	70%	76,000
P/VL (ajustado por ROE) @1.2x	30%	78,450
Precio Objetivo 2021FA	100%	77,000
Precio de mercado (23/10/20)		72,000
Potencial de valorización		6.9%
Dividendo proyectado (COP)		2,580
Dividend yield		3.6%
<b>Potencial de retorno total</b>		<b>10.5%</b>

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2021FA de COP 77,000/acción, que ofrece un potencial de valorización del 6.9% y un retorno del 3.6%, incluido el dividendo proyectado (COP 2,580/acción).



# COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA



<b>05</b>	<b>I. ASPECTOS A DESTACAR</b>
<b>06</b>	<b>II. FICHAS TÉCNICAS</b>
<b>08</b>	<b>III. HIPÓTESIS DE VALOR</b>
<b>11</b>	<b>IV. RIESGOS</b>
<b>15</b>	<b>V. PROYECCIONES</b>
<b>16</b>	<b>VI. VALORACIÓN</b>
<b>17</b>	<b>VII. SENSIBILIDAD AL PRECIO OBJETIVO</b>



## CON UN PANORAMA RETADOR

**P.O.: 29,900 / NEUTRAL**

**POTENCIAL: 22.1% RIESGO: ALTO CIERRE: COP 24,990**

Para 2021, el panorama que enfrenta el sector bancario en Colombia y Centroamérica continuará siendo desafiante. Prevemos una baja generación de utilidades, que solo hasta el año 2024 regresaría a niveles cercanos a 2019. Sin embargo, la coyuntura del COVID-19 aceleró la digitalización de la banca, trayendo grandes retos y oportunidades para Bancolombia que se ha posicionado como uno de los jugadores líderes en la adopción digital del sector, lo cual sumado a su fuerte posición de mercado y el evidente descuento que presenta frente a su valor justo, pese a esto consideramos cambiar nuestra recomendación a NEUTRAL.



# ASPECTOS A DESTACAR

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Cap. Bursátil (COP):	<b>24.1 bn</b>
Flotante:	<b>53.79%</b>
Dividendo anual (COP) 2021E:	<b>0</b>
Retorno por dividendo:	<b>0</b>
%COLCAP:	<b>19.7%</b>
# Acciones:	<b>962 mm</b>
P/VL actual:	<b>0.9x</b>
P/U actual	<b>14.9x</b>
Último precio:	<b>24,990</b>
Max 52 semanas:	<b>46,476</b>
Min 52 semanas:	<b>17,416</b>

**Los esfuerzos en estrategia digital positivos para enfrentar el cambio en el sector.** Al cierre del 2T20 Bancolombia contaba con ~11 millones de clientes digitales, distribuidos en las plataformas App Personas, Nequi y Ahorro a la Mano. Su estrategia enfocada en guiar cada una de las plataformas a diferentes segmentos de clientes le permitió aumentar 24% el número de usuarios de estos canales a junio del 2020. Esto, a su vez se ha traducido en una reducción de costos operacionales, pasando de un indicador de eficiencia 48.5% en el 2T19 a 45.1% al 2T20, tendencia que esperamos se mantenga en el mediano y largo plazo y permita mitigar el impacto de menores márgenes e ingresos por comisiones y capturar el valor que se desprende de su estrategia digital.

**Gastos en provisiones se mantendrán elevados en 2021.** Producto de la crisis desatada por el COVID-19, prevemos un crecimiento en el gasto en provisiones de 147% en 2020, y aunque presentaría una leve reducción para 2021 continuaría en niveles superiores los vistos en 2019. Esto llevaría a que el costo de riesgo se sitúe en 4.2% en 2020 vs 2.9% en 2T20 y 3.9% en 2021 lo cual presionará las utilidades del banco, en donde esperamos utilidades de COP 173 mil mm en 2020 y de COP 662 mil mm en 2021 (78.8% por debajo de 2019). En línea con esto, estimamos que estas se acerquen a niveles pre-COVID en el año 2023 ubicándose en COP 2.7bn. Por último destacamos que solo hasta 2026 el ROE se situaría por encima del costo de capital del banco.

## ¿POR QUÉ NEUTRAL?

Consideramos que el precio de mercado incorpora de forma ácida el panorama retador. Así mismo, creemos que pese al deterioro es sus métricas el banco iniciará su senda de recuperación a partir de 2021, lo que impulsará una expansión gradual de sus múltiplos de mercado (P/VL alcanzaría 1.09x vs 0.9x, actual lo que representa un potencial de valorización de 19.7%).

### AUTORES

**Julián Felipe Ausique**  
Analista Acciones  
jausique@corredores.com

**Katherine Ortiz**  
Líder Renta Variable  
kortiz@corredores.com





# BANCOLOMBIA

## FICHA TÉCNICA

Fundado en 1945 como Banco Industrial Colombiano S.A., Bancolombia (BVC:BCOLOM; BVC:PFBCOLO; NYSE:CIB) es hoy uno de los principales grupos financieros de Colombia. Bancolombia cuenta con una participación de mercado por cartera del 26% 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.

Resumen					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Acciones en circulación (millones)	962	962	962	962	962
Cap. Bursátil (COP millones)	29,239,541	42,320,388	24,036,057	24,036,057	24,036,057
Precio (COP/acción)*	30,400	44,000	24,990	24,990	24,990
VL (COP/acción)	25,835	27,951	28,284	28,768	30,007
UPA (COP/acción)	2,764	3,241	180	689	1,496
P/VL	1.2x	1.6x	0.9x	0.9x	0.8x
P/U	11.0x	13.6x	138.5x	36.3x	16.7x

\*Precio de Cierre del 23/10/2020

Balance General Consolidado					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Disponible	15,833,017	18,256,065	23,521,058	23,949,964	25,384,481
Inversiones Netas	18,293,295	19,838,818	20,850,085	21,230,250	22,501,931
Cartera Neta	173,813,567	182,277,206	191,641,768	195,017,971	206,204,062
<b>Total Activos</b>	<b>220,076,482</b>	<b>236,088,113</b>	<b>246,537,509</b>	<b>251,654,678</b>	<b>267,082,007</b>
Depósitos	142,128,471	157,205,312	169,982,191	173,081,814	183,448,799
Otros pasivos	51,292,786	50,077,182	49,103,846	48,775,138	52,552,103
<b>Total Pasivos</b>	<b>193,421,257</b>	<b>207,282,494</b>	<b>219,086,037</b>	<b>221,856,952</b>	<b>236,000,902</b>
Patrimonio	24,848,920	26,883,919	27,204,185	27,670,011	28,861,751
<b>Pasivos+Patrimonio+I.Min.</b>	<b>220,076,482</b>	<b>236,088,113</b>	<b>248,382,116</b>	<b>251,654,678</b>	<b>267,082,007</b>

Estado de Resultados Consolidado					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ingreso Neto por interés	10,446,507	11,200,890	11,545,173	11,736,902	11,837,305
Ingreso Neto por comisiones	2,781,203	3,025,733	3,044,687	3,623,078	3,643,011
<b>Ingresos operacionales netos</b>	<b>13,227,710</b>	<b>14,226,623</b>	<b>14,589,860</b>	<b>15,359,980</b>	<b>15,480,317</b>
Gastos en provisiones	-3,840,418	-3,411,121	-8,166,824	-7,794,617	-6,734,635
<b>Utilidad Neta</b>	<b>2,658,864</b>	<b>3,117,351</b>	<b>173,563</b>	<b>662,237</b>	<b>1,439,011</b>
Margen Neto	25.5%	27.8%	1.5%	5.6%	12.2%
Margen neto de intrés NIM	5.8%	5.7%	5.3%	5.4%	5.2%
Eficiencia	50.1%	51.1%	50.0%	49.0%	48.6%
Calidad	4.3%	4.3%	4.6%	4.6%	4.5%
Cubrimiento	128.0%	134.0%	197.5%	197.1%	195.6%
Costo de crédito	2.3%	1.9%	4.2%	3.9%	3.2%
Patrimonio/Activos	11.3%	11.4%	11.0%	11.0%	10.8%
Cartera / Activos	79.0%	77.2%	77.7%	77.5%	77.2%
Depósitos/Cartera	81.8%	86.2%	88.7%	88.8%	89.0%
ROAA	1.2%	1.3%	0.07%	0.3%	0.5%
ROAE	11.5%	12.1%	0.64%	2.4%	5.1%



# BANCOLOMBIA

## FICHA TÉCNICA

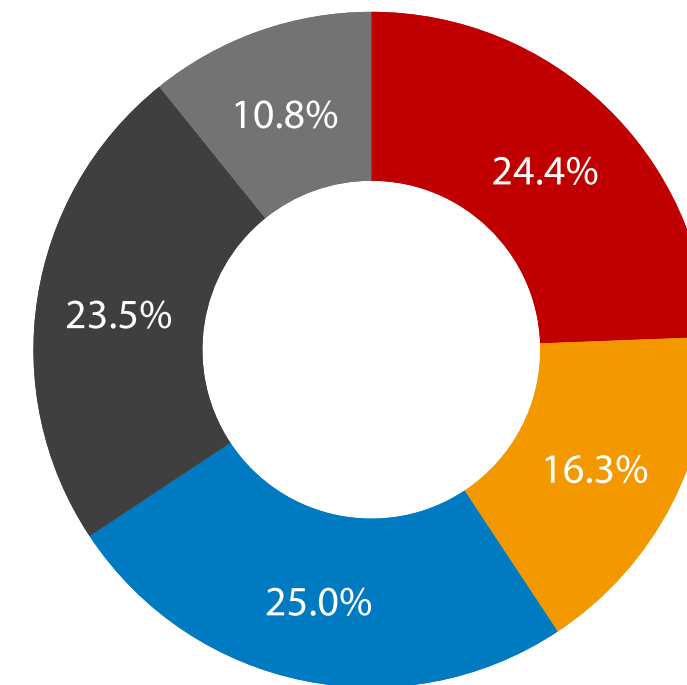
### Comparables

Compañía	P/VL	ROE
Grupo Aval	1.0x	6.6%
Credicorp	1.5x	6.8%
Banco de Chile	1.8x	15.7%
Banco Santander	1.5x	14.0%
Grupo Fin	0.8x	9.0%
Itaú	1.9x	14.5%
Bradesco	1.5x	13.1%
Davivieda	0.9x	8.6%
BCI	1.0x	8.7%
Banco de Bogotá	1.1x	7.5%
<b>Bancolombia</b>	<b>0.9x</b>	<b>6.2%</b>
Mediana	1.1x	8.7%

### Administración

Presidente:	Juan Carlos Mora Uribe
Vicepresidente Corporativo:	Mauricio Rosillo Rojas
IR:	Carlos Raad Baene
Página web:	www.grupobancolombia.com

### Composición accionaria

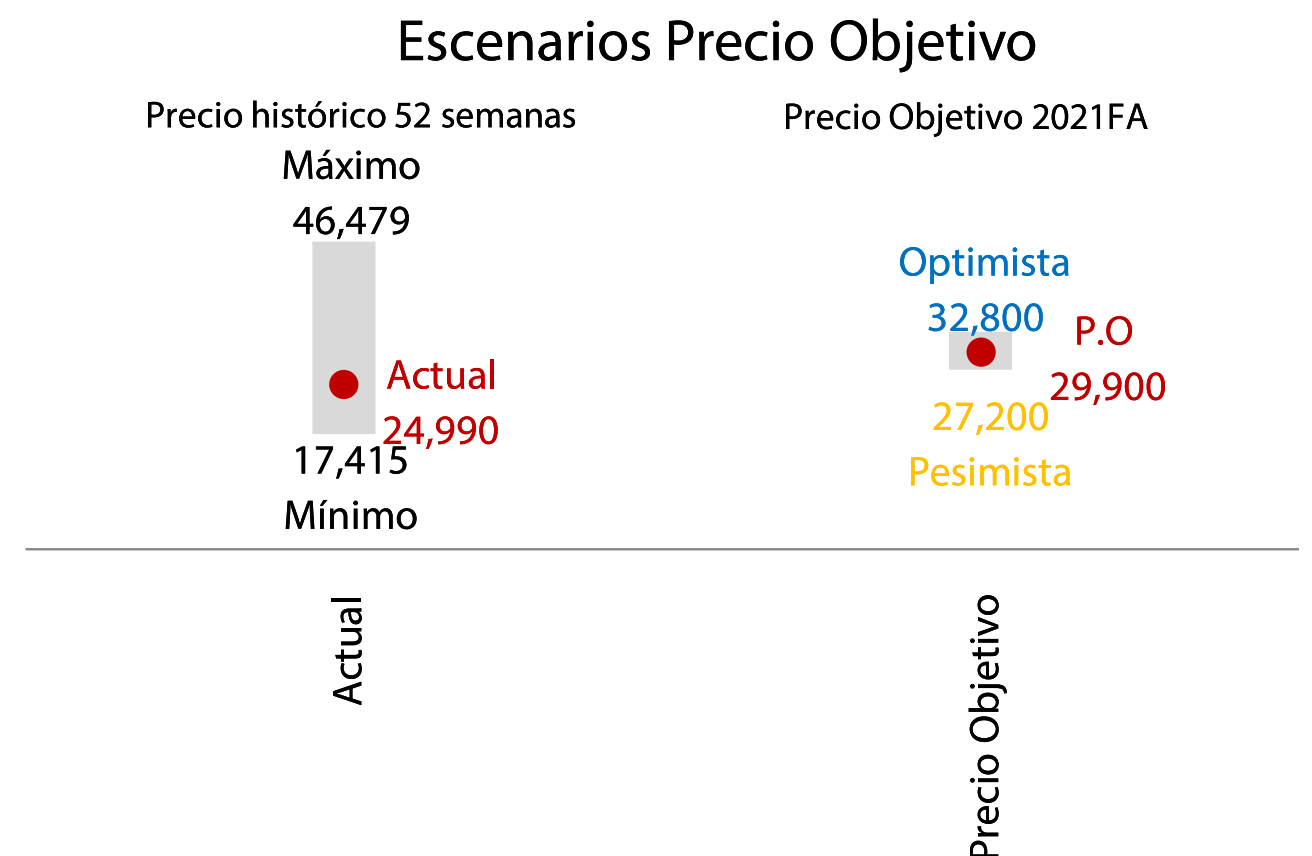


- Grupo Sura
- Programa ADR
- Fondos de pensiones Colombianos
- Otros accionistas internacionales
- Otros accionistas locales

### Escenarios Precio Objetivo

**Escenario Optimista** **COP 32,800**  
 Para calcular el valor sensibilizamos fuertemente nuestra expectativa de costo de crédito. En este caso, consideramos un costo de crédito de 2.9% para 2021.

**Escenario Pesimista** **COP 27,200**  
 Para calcular el valor sensibilizamos fuertemente nuestra expectativa de costo de crédito. En este caso, consideramos un costo de crédito de 4.9% para el 2021.



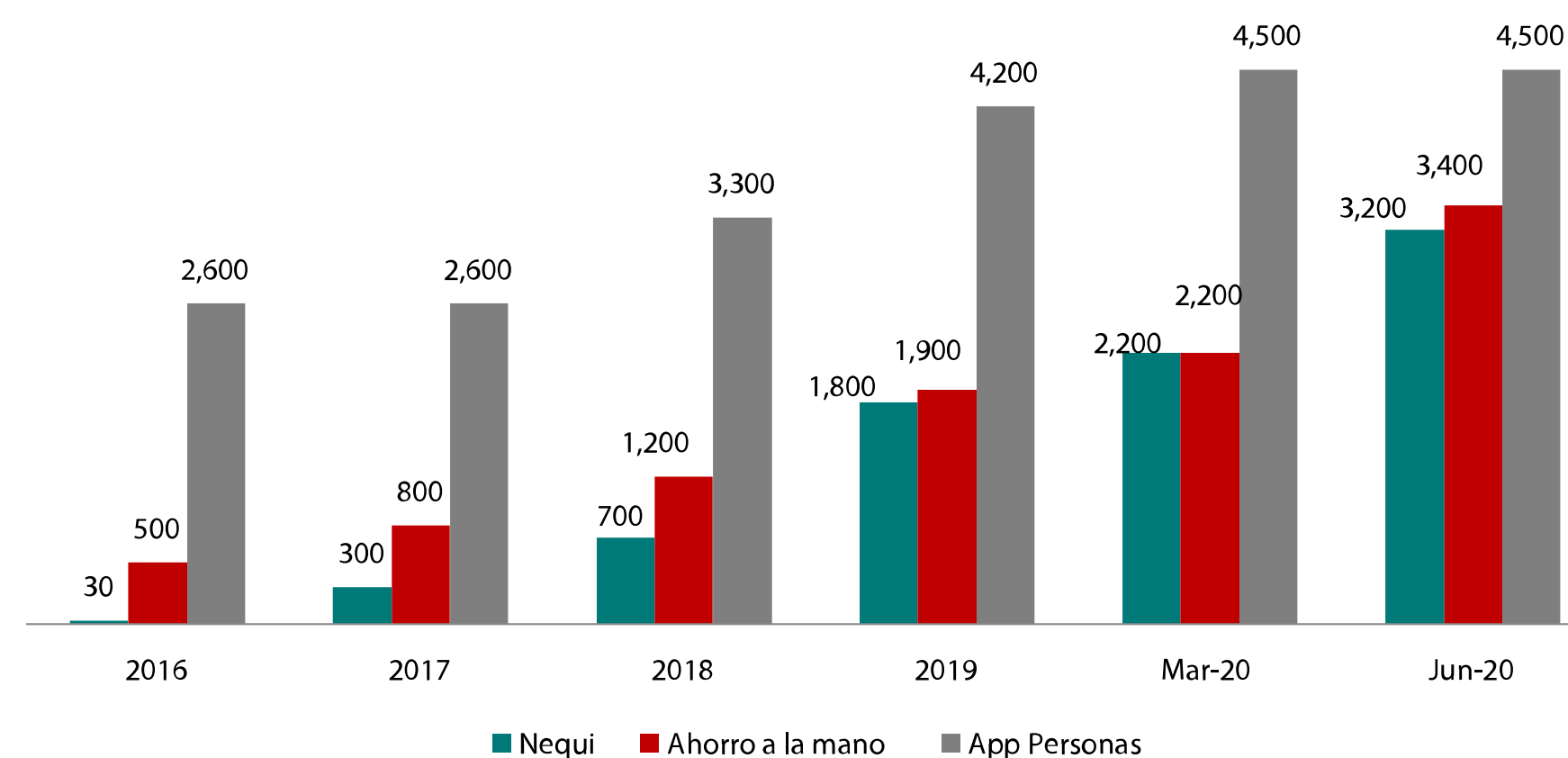


# HIPÓTESIS DE VALOR

**Estrategia sostenible, como promotora de cambio.** Bancolombia desde hace varios años ha venido haciendo esfuerzos significativos en temas de innovación digital, lo cual se refleja en inversiones que ascienden a ~USD 150 mm anuales. Como resultado, el banco ha logrado consolidarse como uno de los líderes en digitalización en el país, y poder aprovechar el impulso generado por la pandemia en la adopción de canales digitales puesto que: i) Nequi logró crecer 45% (hasta 3.2 millones de clientes en un trimestre) y ahorro a la mano 54.5% (hasta 3.4 millones de clientes) respectivamente; ii) la participación transaccional de los canales digitales llegó a representar cerca del 84% del total al cierre de 2T20; y iii) la adopción digital pasó de un 18.8% en 2019 a un 42.7% en 2T20, consolidando sus marcas y productos digitales en la cotidianidad de sus clientes. Por lo cual, la coyuntura actual lo posiciona como uno de los grandes ganadores en los temas digitales.

Finalmente, es importante resaltar que Nequi al contar con un modelo comercial, operacional y tecnológico totalmente separado de Bancolombia es actualmente el principal banco digital del país, donde es importante señalar que plataformas como Nequi podrían tener un valor potencial que podría ser monetizado por el banco en el mediano plazo (ejemplo Nubank que con 25 mm de clientes está valorado en USD 10.4 bn).

## NÚMERO DE CLIENTES DIGITALES (MILES)





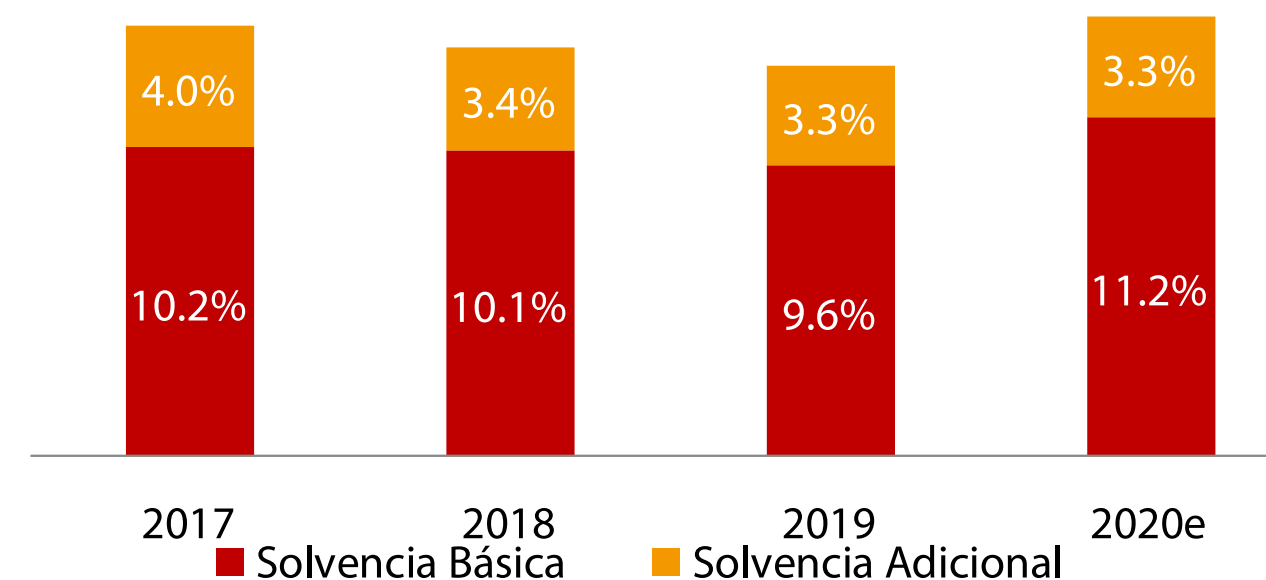


### Posiciones de liderazgo en Colombia y Centroamérica.

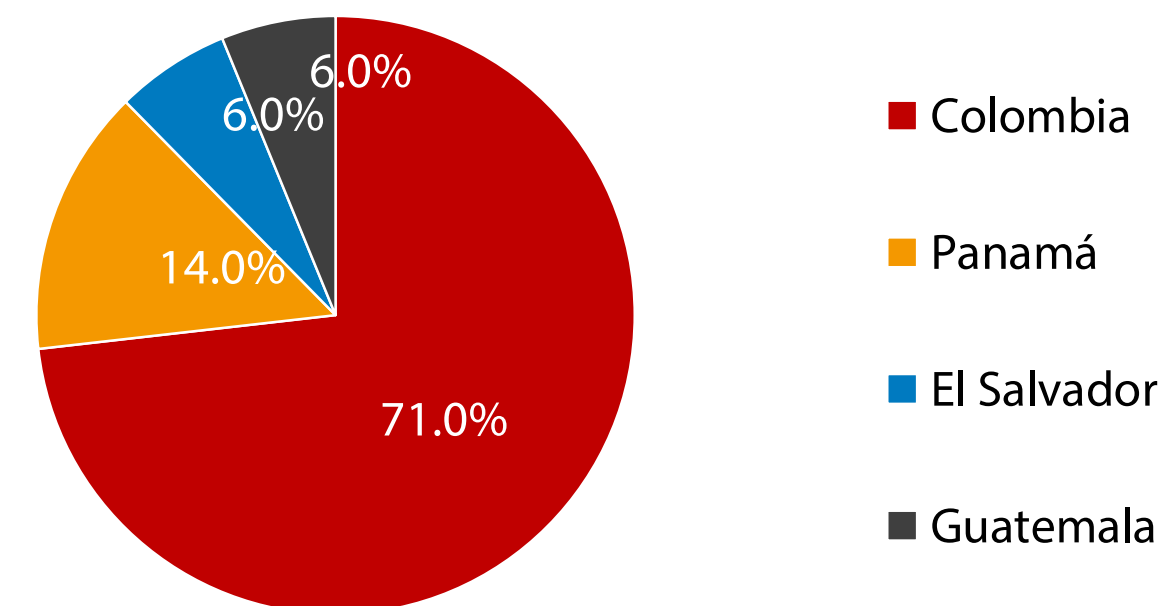
Bancolombia se sitúa como uno de los bancos más grandes de Latinoamérica, con presencia en Panamá, El Salvador y Guatemala, países donde cuenta con una participación de mercado importante, en algunos casos siendo el principal jugador del país, como lo es en Colombia, donde cuenta con una participación del 26% de la cartera total. Por su parte, en El Salvador cuenta con una participación del 28.9% de la cartera total. En Colombia, el banco es particularmente fuerte en la modalidad comercial donde su participación de mercado se ha ubicado cerca del 32% en promedio en los últimos años, y en la de consumo con 19% en promedio en el mismo período, la cual se ha venido fortaleciendo de la mano a su estrategia digital.

**Sólida posición de capital y liquidez.** A pesar de la desaceleración de la economía producto de la pandemia del COVID-19, consideramos que Bancolombia no presentará mayores presiones en liquidez y solvencia. Sumado a esto, la adopción de Basilea III beneficiará aún más este indicador, con un aumento de ~100 puntos básicos. Finalmente, en temas de liquidez, consideramos que el banco cuenta con una base de depósitos diversificada y de bajo costo, que se beneficiará aún más con el panorama actual de bajas tasas de interés.

### POSICIÓN DE CAPITAL CON NUEVOS AJUSTES DE RESERVAS



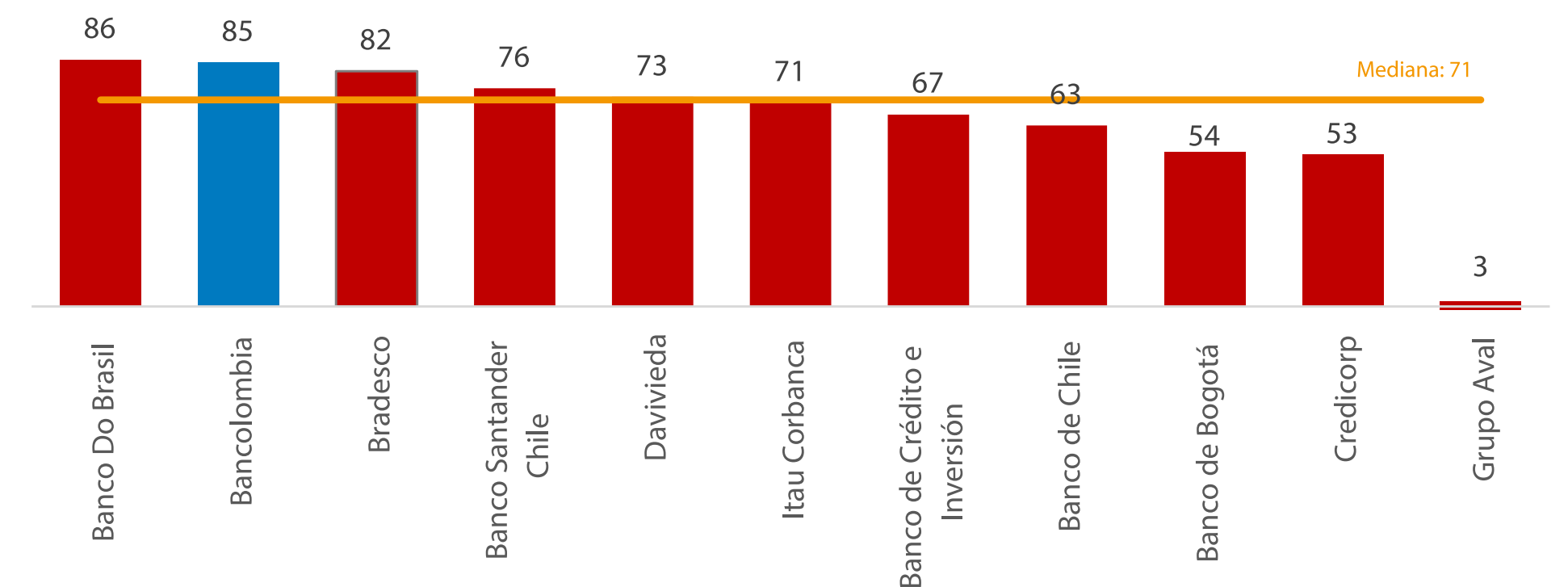
### CARTERA BRUTA POR PAÍS





**Estrategia sostenible, como promotora de cambio.** Bancolombia tiene lugares de privilegio en algunos de los principales rankings de sostenibilidad a nivel global. Esto es producto de su estrategia consolidada, enfocada en la competitividad del tejido productivo, en los diferentes países donde tiene presencia, para impulsar el agro y las pymes. Sumado a esto, Bancolombia anunció que se suscribió a un acuerdo de sostenibilidad, en donde se compromete a medir las emisiones de gases de efecto invernadero generadas por el destino de los créditos otorgados e inversiones realizadas. Consideramos, que la relevancia que han ganado las inversiones basadas en parámetros ESG puede verse reflejada en el posicionamiento y apetito por este tipo de compañías a futuro.

## ROBECOSAM TOTAL SUSTAINABILITY RANK





# RIESGOS

**Costo de riesgo, no llegaría a niveles pre-COVID hasta 2024.** El aumento en provisiones por parte del banco ha sido significativo (199% anual y 76% trimestral) al cierre del 2T20. Tal impacto es explicado por un aumento en el deterioro de la cartera de consumo y la actualización del modelo de provisiones, incorporando variables macroeconómicas que responden a escenarios futuros que incluyen impactos esperados del COVID-19 en la calidad de la cartera. De esta manera, prevemos que el gasto en provisiones se mantenga en niveles similares, por lo menos hasta 2021, lo cual se traduciría en un costo de crédito de 3.9% para el cierre del año 2021. De acuerdo con nuestras proyecciones, esperamos que el costo de crédito empiece a caer desde el año 2022 a niveles de 3.2% y solo llegue a niveles pre-COVID (1.9%) a finales del 2024. Esto presionará las utilidades del banco durante 2021 y 2022 y consecuentemente impactará la capacidad de distribución de dividendos del banco.



**Rentabilidad se ubicará por debajo del costo de capital por varios años.** Dado el ambiente macroeconómico retador, el esperado deterioro en la calidad de la cartera y un aumento en provisiones, derivarán en una rentabilidad para Bancolombia inferior a sus pares en Colombia e inferior a su costo de capital. De acuerdo con nuestras expectativas, prevemos que durante el 2021, 2022 y 2023 el ROAE del banco se ubicará en 2.4%, 5.1% y 9.4% respectivamente, por debajo del costo de capital de nuestra valoración (12.6%). Esto llevará posiblemente a que la compañía transe por debajo de sus pares, a un P/VL que difícilmente supere 1.2x durante varios años.

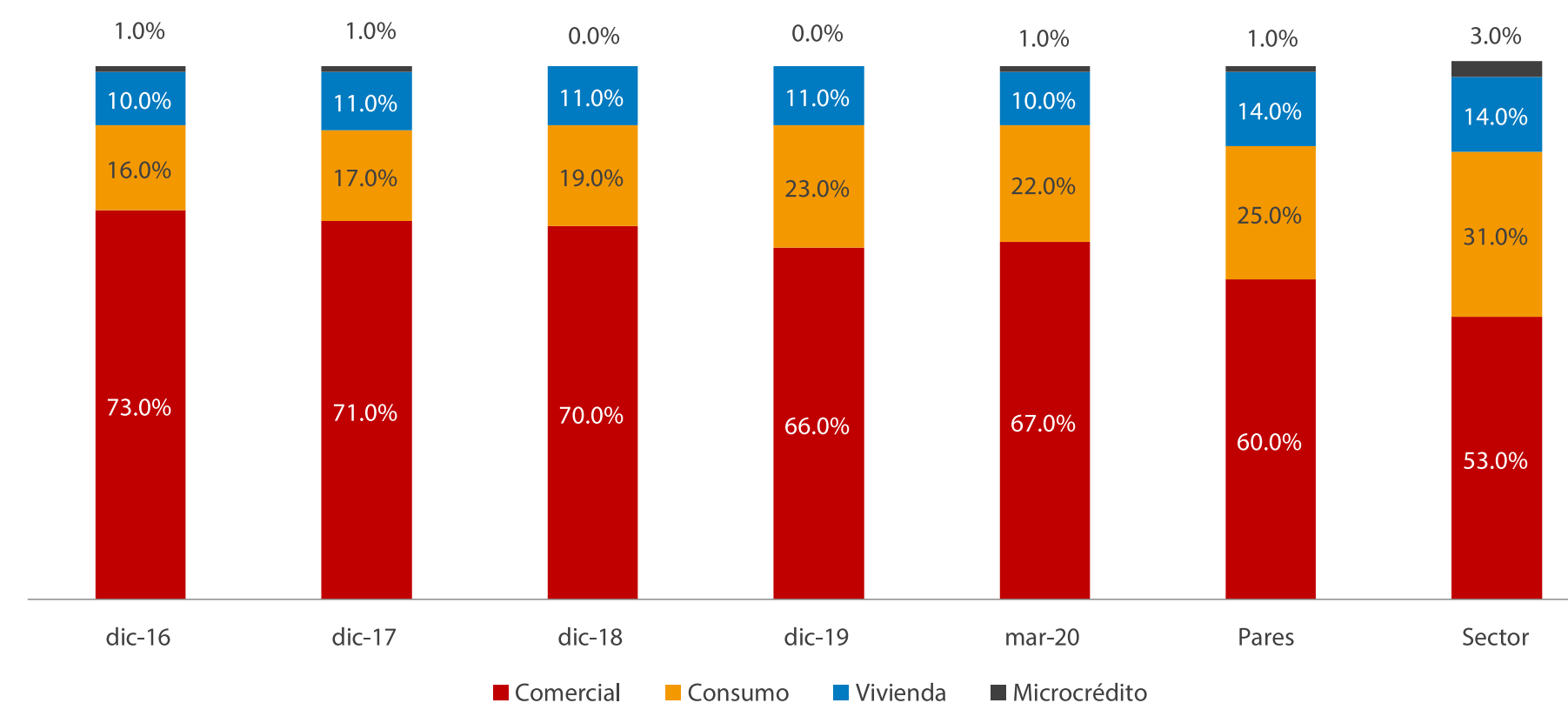




**Riesgo en clientes Pymes y corporativos podrían afectar mayormente la calidad de la cartera.** La estrategia de Bancolombia en los últimos años estuvo influenciada por crecimientos importantes en la cartera de consumo. Dicho crecimiento lo han impulsado los productos de libre inversión y tarjetas de crédito, cuya representatividad conjunta sobre el total de la modalidad se ubicó en ~68% a marzo de 2020 desde 56% en 2016. En contraste, para el sector la representatividad de estos productos aumentó a 50% desde 45% en el mismo periodo.

Entendido esto, consideramos que producto del aumento del desempleo y disminución en la capacidad de pago de los hogares y las pequeñas y medianas empresas (PYMES), para el banco representan el 15% de la modalidad comercial, la presión sobre la calidad de los activos de Bancolombia será superior a sus pares y persistiría durante el 2021, traduciéndose en elevados gastos en provisiones y un afectación más prolongada en la rentabilidad.

## EVOLUCIÓN DE COMPOSICIÓN DE LA CARTERA





**Margen de intermediación presionados a futuro:** A cierre de octubre y durante 2020 el Banco de la República ha reducido la tasa de interés 250 pbs con el objetivo de brindar un impulso adicional a la economía y aliviar la carga financiera de los hogares y las empresas. Esa reducción se ha traducido en un menor costo de fondeo (Por ejemplo: CDT: -167 pbs desde marzo), pero el traslado en las tasa de colocación en particular en crédito de consumo e hipotecario aún está por verse, pues hasta agosto la reducción había sido de 50 pbs y 5pbs, respectivamente. Este hecho, sumado a: i) una mayor competencia por clientes de menor perfil de riesgo; ii) la menor rentabilidad que prevemos para el mercado de renta fija en 2021; iii) el cambio en el mix de cartera hacia una mayor participación de la cartera comercial producto de la pandemia; iv) la llegada de nuevos jugadores; y, v) un escenario prolongado de bajas tasas de interés, continuarán comprimiendo los márgenes de rentabilidad.

## SENSIBILIDAD PRECIO OBJETIVO 2021E

### NIM LARGO PLAZO

	P.O 2021
-10pbs	550
-20pbs	1,050
-30pbs	1,500
-50pbs	2,600
-100pbs	5,050

### EFICIENCIA LARGO PLAZO

	P.O 2021
-50pbs	500
-100pbs	1,200
-150pbs	1,800
-200pbs	2,400
-250pbs	2,900

El ejercicio contempla un NIM de largo plazo de 5.45% y una eficiencia de 47%. Entendido esto, una reducción de 100 pbs en el NIM de largo plazo resultaría en una caída del COP 5,050 en nuestro precio objetivo.



**Prórrogas ocultan el verdadero costo del COVID-19.** A causa de la pandemia, la Superintendencia Financiera dispuso una serie de medidas con el fin de otorgar alivios a los afectados. Esto se tradujo en mejores indicadores de cartera vencida por parte de los establecimientos de crédito, ya que hubo una reducción de la cartera en mora producto de estas prórrogas. Esta situación trajo consigo unos indicadores que no recogen el deterioro real en la capacidad de pago de los deudores. Bancolombia ha otorgado alivios a cerca de 70% de la cartera de banca de personas y al 29% de la banca empresarial. Por lo tanto, uno de nuestros principales factores para hacer seguimiento será el comportamiento de estos créditos una vez que concluyan los plazos de gracia, lo que no conoceremos en su totalidad en el corto plazo. No obstante, vale la pena destacar que Bancolombia

ha sido uno de los bancos más ácidos a la hora de incorporar provisiones a través de modelos de pérdida esperada.

**Iniciativas legislativas podrían afectar la rentabilidad:** La confianza de los clientes en el sector está en mínimos históricos y quieren que sus bancos sean más responsables desde el punto de vista social. Esta ola ha derivado en propuestas legislativas que ponen en riesgo la rentabilidad del sector. Ejemplo de esto es la Ley de Habeas Data, la obligatoriedad de gratuidad sobre algunos servicios financieros, y la exoneración de comisión de las transferencias monetarias no condicionadas que se demanden al sector financiero para la dispersión de los recursos asignados a la emergencia económica.

**Ritmo de la recuperación económica aun es incierto.** Los riesgos de la pandemia siguen muy presentes y la economía mundial se enfrentará a una recuperación larga, desigual, incierta y propensa a retrocesos. Colombia no es la excepción y, como lo mencionamos en el primer capítulo de este documento, es posible que la recuperación de la economía tarde varios años, incluso estimamos que la brecha del producto (PIB real vs PIB potencial) se mantendrá negativa por 7 años. Este hecho podría desatar riesgos de deterioro de cartera adicionales y una compresión más alta a la prevista en el crecimiento de la cartera.





# PROYECCIONES

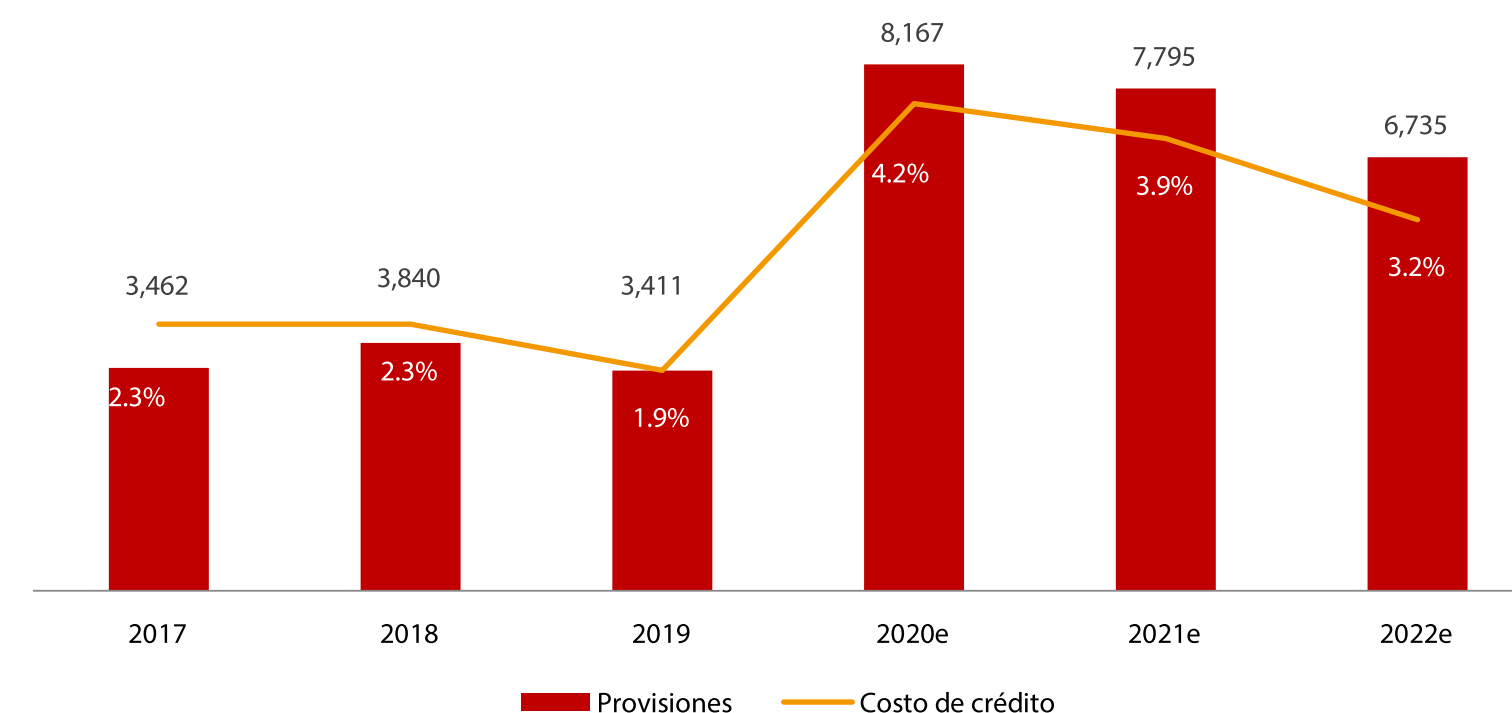
**Cartera de créditos.** Para 2021 prevemos un crecimiento de 1.76% de la cartera consolidada, impulsada por un crecimiento del 2.6% de la cartera local, y un crecimiento del 0.3% de la cartera extranjera denomina en pesos ( 3.1% en USD).

**Ingresos netos por interés.** Los ingresos por intereses se ubicarían en COP 11.73 bn 2021, presentando un crecimiento leve frente al 2020 del 1.7%, producto principalmente de menores tasas de interés. De esta manera, prevemos un NIM de 5.4% para el cierre del 2021.

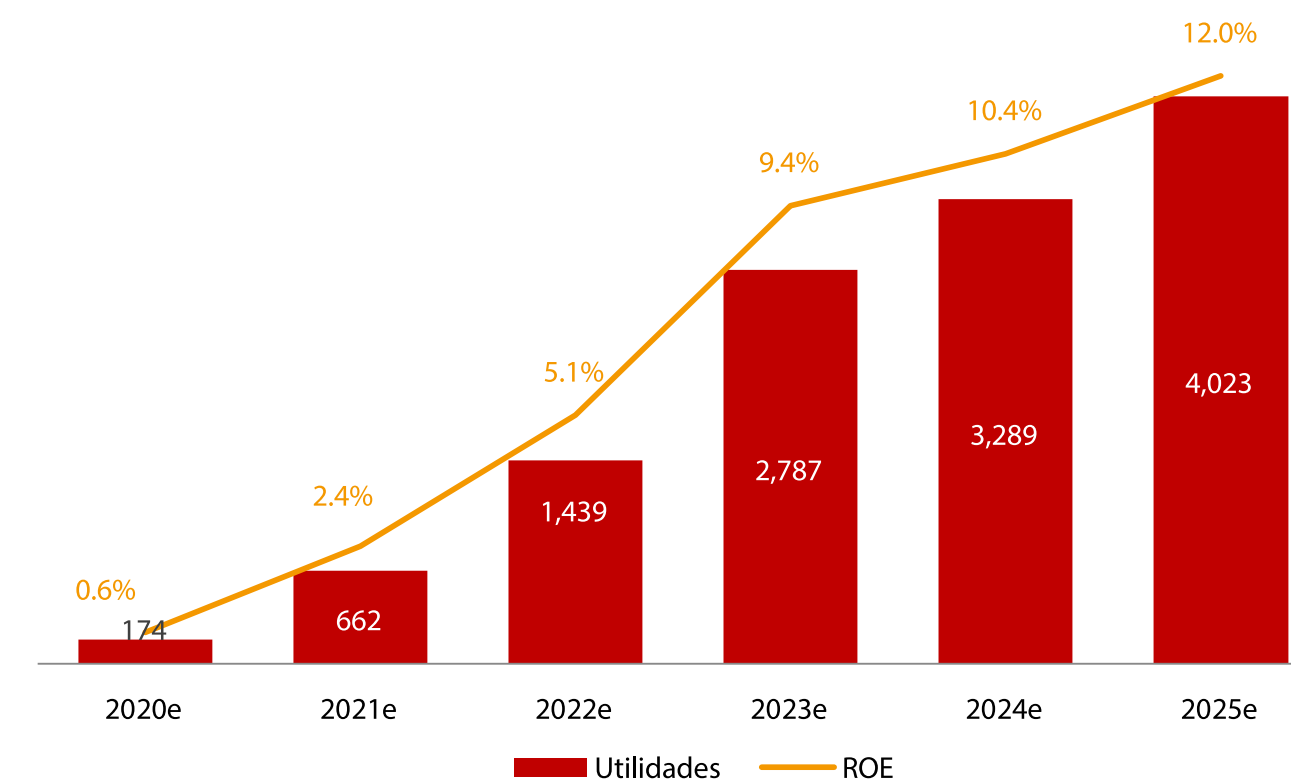
**Costo de riesgo y eficiencia.** Estimamos un costo de riesgo de 3.9% para el cierre del 2021. En temas de eficiencia esperamos un indicador de 49.0% para el 2021.

**Utilidad Neta y ROAE.** A 2021 estimamos que Bancolombia alcance una utilidad de COP 662 mil mm, resultando en una rentabilidad de 2.4% medida en ROE.

## GASTO EN PROVISIONES Y COSTO DE RIESGO (COP MIL MM)



## ROE VS UTILIDADES (COP MIL MM)





# VALORACIÓN

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

**Ingreso Residual.** Por medio de esta metodología hemos obtenido un valor justo 2021FA de COP 30,800/acción, utilizando un costo de capital de 12.7%.

**Costo de riesgo y eficiencia.** Esta metodología utiliza el múltiplo de P/VL 2021E ajustado por ROE @0.97x, de las entidades comparables con Bancolombia. En este caso incorporamos un ROE esperado promedio de 5 años, esto con el fin de no deteriorar el precio de la compañía por solo la situación actual y teniendo cuenta las expectativas futuras, en donde esperamos una recuperación importante de las métricas del banco. En este sentido, el valor de Bancolombia sería COP 27,905/acción.

## RESUMEN VALORACIÓN

Metodología	Peso	P.O 2021
Ingreso residual	70%	30,800
P/VL (ajustado por ROE) @0.97x	30%	27,905
<b>Precio Objetivo 2021FA</b>	<b>100%</b>	<b>29,900</b>
Precio de mercado (23/10/20)		24,990
Potencial de valorización		19.7%
Dividendo proyectado (COP)		0
Dividend yield		0.00%
<b>Potencial de retorno total</b>		<b>19.7%</b>

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2021FA de COP 29,900/acción, que ofrece un potencial de valorización del 19.7%. En esta ocasión consideramos que el dividendo 2021E será de COP 0. Reducimos nuestra recomendación a Neutral.



# SENSIBILIDAD AL PRECIO OBJETIVO

**Costo de crédito vs. indicador de eficiencia.** Nuestro ejercicio contempla variaciones en los indicadores de costo de riesgo 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 3.9% y un indicador de eficiencia de 49%. Sumado a esto, consideramos que estas dos variables son fundamentales, debido a dos factores; i) el costo del crédito estará determinado por el gasto en provisiones que haga el banco, por lo cual en esta coyuntura todavía es incierto si las provisiones que se han hecho serán suficientes para cubrir el deterioro de la cartera; y ii) debido a la estrategia digital, los bancos podrán disminuir sus costos para así poder competir con nuevos jugadores del mercado. En conclusión, estas dos variables serán claves en el mediano plazo, para los resultados del banco.

		Eficiencia 49%				
		51.00%	50.00%	49.00%	48.00%	47.00%
Costo de crédito 3.9%	2.9%	28,800	30,700	32,700	34,600	36,500
	3.4%	27,400	29,300	31,300	33,200	35,100
	3.9%	26,000	27,900	<b>29,900</b>	31,800	33,700
	4.4%	24,600	26,600	2,400	30,500	32,300
	4.9%	23,200	25,200	27,100	29,100	30,900



# COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA



<b>05</b>	<b>I. ASPECTOS A DESTACAR</b>
<b>06</b>	<b>II. FICHAS TÉCNICAS</b>
<b>08</b>	<b>III. HIPÓTESIS DE VALOR</b>
<b>10</b>	<b>IV. RIESGOS</b>
<b>12</b>	<b>V. PROYECCIONES</b>
<b>13</b>	<b>VI. VALORACIÓN</b>
<b>14</b>	<b>VII. SENSIBILIDAD</b>



# CELSIA

La energía que quieres

## APUESTA RENTABLE A LA SOSTENIBILIDAD

**P.O.: 5,450 / SOBREPONDERAR**

**POTENCIAL: 18.3% RIESGO: MEDIO CIERRE: COP 4,609**

El buen desempeño financiero de Celsia en el 2019 y lo transcurrido del 2020, el cual ha sido impulsado en buena parte por la nueva estrategia de crecimiento enfocado en energía renovables no convencionales y el segmento de distribución, ha permitido a la compañía mejorar sus índices de rentabilidad y poseer una mejor disciplina operativa para buscar eficiencias en costos y gastos, que se verá traducido en una mayor generación de utilidad para sus accionistas en el mediano y largo plazo. Es por esto que recomendamos SOBREPONDERAR a Celsia en el portafolio de inversiones.



# ASPECTOS A DESTACAR

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Cap. Bursátil (COP):	<b>4.95 bn</b>
Flotante:	<b>44.63%</b>
Dividendo anual (COP) 2021E:	<b>195</b>
Retorno por dividendo:	<b>4.23%</b>
%COLCAP:	<b>3.02%</b>
# Acciones:	<b>1,069.9 mm</b>
P/VL actual:	<b>1.08x</b>
P/U actual	<b>8.78x</b>
EV/EBITDA actual:	<b>5.35x</b>
Último precio:	<b>4,609</b>
Max 52 semanas:	<b>4,805</b>
Min 52 semanas:	<b>3,450</b>

## Actualizamos el Precio Objetivo 2021FA de COP 5,450/acción.

Nuestro Precio Objetivo incorpora: i) en términos de fuentes de generación no convencionales integramos el parque eólico Acacia (80MW), el cual entraría en operación a finales del 2021 y el parque eólico Camelia (250 MW), iniciando operaciones en el 2024; ii) inicio anticipado de las operaciones de la termoeléctrica Tesorito (200 MW) a finales del 2021; iii) los activos de Enertolima; y, iv) actualización del plan de inversiones por la crisis, en el cual se desplazaron inversiones por COP 302 mil mm al 2021. Para Celsia estimamos un TACC 2020-2030 de ingresos de 3.6% y 3.9% en EBITDA. El WACC de nuestra valoración es de 10.03% y el gradiente de perpetuidad de 3.0%.

## Oportunidades de crecimiento que se verán reflejadas en mayor generación de valor.

En el transcurso de los últimos años, Celsia ha implementado una nueva estrategia enfocada en la redistribución de su matriz de generación de ingresos, donde destacamos la venta de Zona Franca Celsia, la adquisición de los activos de Enertolima y la incursión exponencial a las energías renovables no convencionales. Esperamos que, hacia adelante, la compañía logre incrementar sus ingresos a una TACC de 5.4% al 2025, impulsados por la entrada de operación de la nueva planta Tesorito y los parques eólicos Camelia y Acacia. Por otro lado, estimamos que los márgenes EBITDA en el largo plazo podrían superar el 35%, lo que finalmente se verá traducido en una mayor generación de utilidad para sus accionistas, con un TACC de 11% al 2025.

Para el 2021 estimamos un dividendo atractivo de COP 195 (Retorno ~4%), el cual continuará la misma senda de crecimiento asociada a las utilidades.

## ¿POR QUÉ SOBREPONDERAR?

La fortaleza patrimonial que se adelanta ante la desinversión de activos, la nueva estrategia enfocada a las fuentes 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.

### AUTORES

**Camilo Roldán**  
Analista Acciones  
croidan@corredores.com

**Katherine Ortiz**  
Líder Renta Variable  
kortiz@corredores.com





# CELSIA

## FICHA TÉCNICA

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 1,820 MW desde 31 centrales hidroeléctricas, térmicas, fotovoltaicas y eólicas. 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. 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.

Resumen					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Acciones en circulación (miles mm)	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
Cap. Bursátil (COP mm)	4,279,890	4,718,579	4,931,504	4,931,504	4,931,504
Precio (COP/Acción)*	4,000	4,410	4,609	4,609	4,609
VL (COP/Acción)	2,964	4,110	4,250	4,087	4,123
UPA (COP/Acción)	213	443	246	248	335
Total Deuda	3,625,805	4,029,889	4,581,100	4,626,911	4,765,718
Deuda Neta	3,181,183	3,645,217	3,933,136	3,914,150	4,117,754
EV	8,467,427	9,490,538	10,034,230	10,098,553	10,414,497
EV/EBITDA	7.5x	7.5x	8.3x	8.2x	7.5x
P/VL	1.3x	1.1x	1.1x	1.1x	1.1x
Precio Utilidad	18.8x	9.9x	18.6x	18.4x	13.7x
Retorno por dividendos	4.3%	4.2%	6.3%	4.2%	4.6%
Dividendo por acción	170	184	292	195	211

Precio de cierre del 23/10/2020

Balance General Consolidado					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Total Activos	10,886,534	11,378,341	12,123,473	11,887,433	12,376,675
Total Pasivos	5,287,497	5,703,744	6,539,369	6,181,196	6,416,965
Patrimonio e interés minoritario	5,599,037	5,674,597	5,584,104	5,706,236	5,959,709
Deuda Total/Patrimonio	0.6x	0.71x	0.82x	0.81x	0.80x
Deuda Total/EBITDA	3.2x	3.2x	3.8x	3.7x	3.4x
Deuda Neta/EBITDA	2.8x	2.9x	3.2x	3.2x	3.0x
ROE	7.2%	10.8%	5.8%	6.1%	8.1%
ROA	2.1%	4.2%	2.2%	2.2%	2.9%
ROIC	6.7%	10.2%	6.7%	6.6%	7.5%

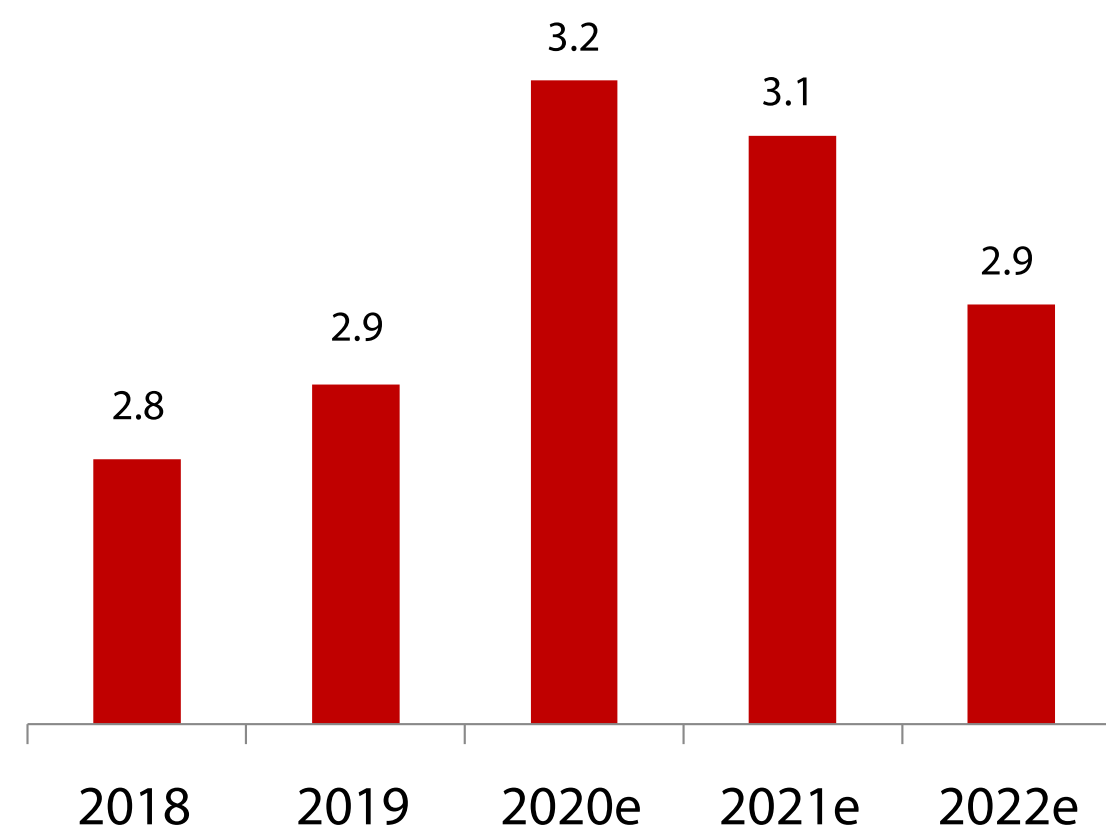
Estado de Resultados Consolidado					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ingresos Operacionales	3,424,416	3,725,763	3,541,841	3,523,413	3,947,808
Costo de ventas	2,413,591	2,580,674	2,417,265	2,427,263	2,713,044
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>1,010,825</b>	<b>1,145,089</b>	<b>1,145,089</b>	<b>1,096,151</b>	<b>1,234,764</b>
Gastos adm. y comercial.	239,102	-208,690	308,899	297,614	307,138
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>771,723</b>	<b>1,353,779</b>	<b>836,190</b>	<b>798,537</b>	<b>927,627</b>
UNAI	502,177	963,997	505,554	467,901	596,990
Impuesto a la renta e Int. Minoritario	-274,357	-489,552	-242,860	-202,441	-239,022
<b>Utilidad Neta</b>	<b>227,820</b>	<b>474,446</b>	<b>262,694</b>	<b>265,460</b>	<b>357,969</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,135,052</b>	<b>1,262,429</b>	<b>1,216,112</b>	<b>1,233,984</b>	<b>1,382,345</b>
Margen Bruto	29.5%	30.7%	32.3%	31.1%	31.3%
Margen Operacional	22.5%	36.3%	23.6%	22.7%	23.5%
Margen EBITDA	33.1%	33.9%	34.3%	35.0%	35.0%
Margen Neto	6.7%	12.7%	7.4%	7.5%	9.1%



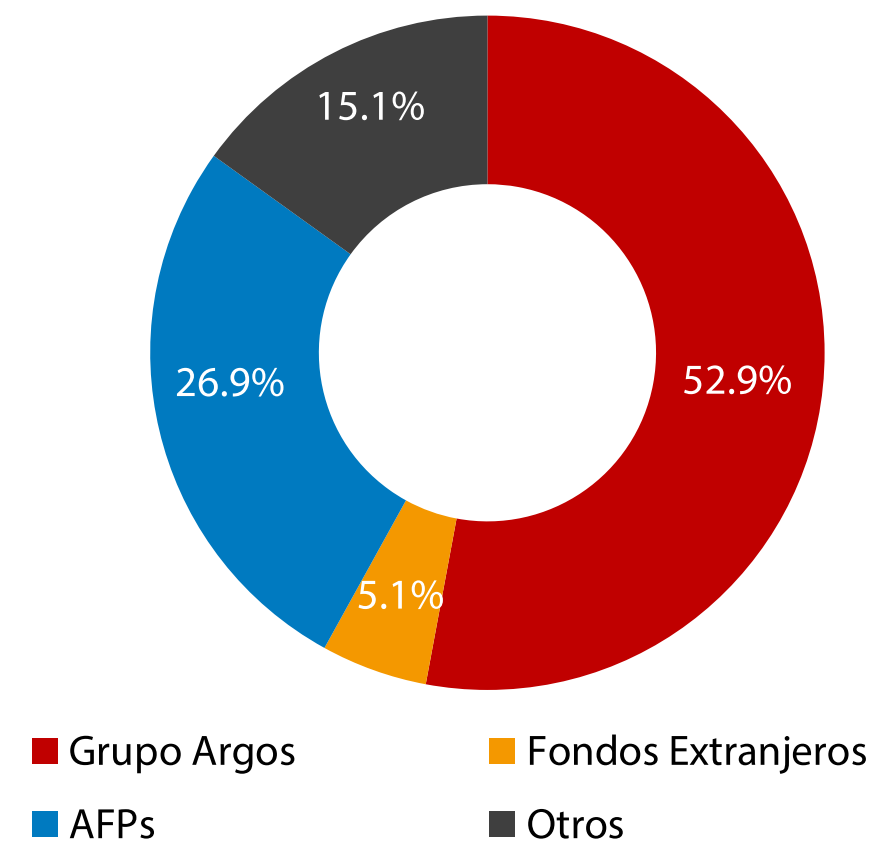
# CELSIA

## FICHA TÉCNICA

### Deuda Neta / EBITDA



### Composición accionaria



### Escenarios Precio Objetivo

#### Escenario Optimista

**COP 6,250**

En nuestro escenario optimista asumimos un incremento de 5% en los precios de bolsa y de los contratos, el cual podría ser asociado a un incremento en la demanda y el retraso de los proyectos con alta capacidad instalada.

#### Escenario Pesimista

**COP 4,800**

En nuestro escenario pesimista asumimos una caída de 5% en los precios de bolsa y los contratos, el cual podría ser provocado por la sobre oferta de generación eléctrica en el futuro con la entrada de nuevos proyectos.

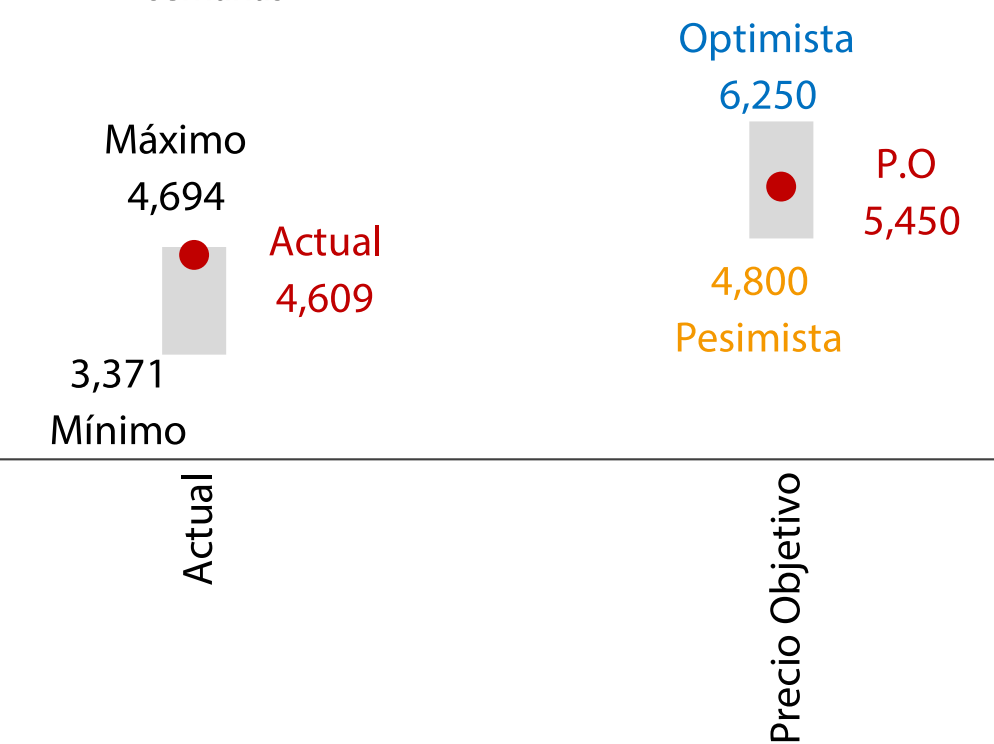
### Administración

Presidente:	Ricardo Sierra
Vicepresidente	Esteban Piedrahíta
Ejecutivo:	Jesús Cadavid/Natalia Molina
IR:	
Página web:	www.celsia.com

### Escenarios Precio Objetivo

Precio histórico 52 semanas

Precio Objetivo 2021FA





# HIPÓTESIS DE VALOR

**Mejores índices de rentabilidad.** A pesar de la menor generación eléctrica que se evidenció durante el primer semestre del 2020, hemos observado una fuerte disciplina en las eficiencias operativas de Celsia, gracias a la integración de los activos de Plan5Caribe en la plataforma Caboa (Celsia propietaria del 51%), adicional al plan de ejecución para este mismo año, el cual plantea una reducción en las necesidades de caja por COP 366 mil mm y un aplazamiento en la ejecución del CAPEX para el 2020. Las principales cifras son: i) disminución de COP 25.4 mil mm en costos fijos; ii) reducción de COP 39.1 mil mm en gastos operacionales; y, iii) COP 302 mil mm en inversiones que serán desplazados para el 2021. Por otro lado, gracias a la venta de Zona Franca Celsia en el 2019 y la redistribución de la matriz de generación a energías más limpias, esperamos que el margen EBITDA continúe en la senda del crecimiento, la compañía logre valores superiores al 35%, y la generación de EBITDA supere los COP 1,592 mil mm en el año 2024.

**Estrategia de crecimiento en fuentes de energía renovables y sostenibilidad.** Actualmente, Celsia cuenta con una capacidad instalada de generación eléctrica de 1,820 MW, la cual se distribuye de la siguiente manera: i) 1,248 MW de 22 centrales hidroeléctricas; ii) 50 MW en energía eólica; iii) 5 granjas solares con capacidad de 50 MW; y, iv) 3 centrales térmicas con 476 MW. No obstante, dentro de los proyectos en desarrollo se adicionarán a la matriz de generación 200 MW en energía solar, 330 MW en parques eólicos al norte de Colombia y la entrada de operación de la planta térmica: Tesorito, la cual cuenta con una capacidad instalada de 200 MW y mejores eficiencias de operación. Bajo el desarrollo de estos proyectos, Celsia pasará a tener una capacidad instalada de 2,550 MW, de la cual su portafolio de renovables será del 74%, haciendo evidente su estrategia enfocada en el crecimiento de soluciones eléctricas sostenibles para el nuevo entorno de conciencia ambiental.

**Gestión eficiente.** Si bien ya mencionamos la estrategia en fortalecer su matriz de generación en las energías renovables, también es importante resaltar que el enfoque en eficiencias de Celsia incluye: i) el vehículo de inversión Caoba con su socio estratégico Cubico, el cual cuenta con COP 1.1 bn en activos y oportunidades en el sector de transmisión por COP 5 bn, incluyendo la segunda fase del Plan5Caribe y posibilidad de apalancar el vehículo a una mejor estructura de capital; ii) segundo vehículo de inversiones (C2Energía) con su socio Cubico, el cual acopla inversiones en granjas solares de 200 MW, 100% de beneficios fiscales y depreciación acelerada que se mantienen consolidados en Celsia; iii) flexibilidad financiera gracias a la reducción de las métricas de apalancamiento a 3.24x Deuda Neta/EBITDA, las cuales continuarán estables hacia adelante, 8.02% de costo de deuda y una vida media de 7.5 años en su vencimiento.





**Venta de activos del Gobierno colombiano:** Es de conocimiento público la intención del gobierno de la venta de activos de la Nación y bajo lo expuesto en el Marco Fiscal de Mediano Plazo, donde se plantea el recaudo de COP 12 bn en enajenación de activos estatales. Por su parte, el Ministerio de Hacienda en la publicación del presupuesto nacional para el 2021, estima ventas de bienes y servicios por COP 3.8 bn. Consideramos oportuno para Celsia participar en la adquisición de nuevos activos de distribución y poder seguir creciendo en este segmento, el cual ha sido de gran interés por parte de su equipo directivo, en línea con lo evidenciado con la compra de Enertolima en el 2019.

El valor en libros del portafolio del gobierno, 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. 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.

## ACTIVOS DE LA NACIÓN SECTOR DE ENERGÍA

Compañía	% Nación
ISA	51.4%
Empresa Urrá	100.0%
Gecelca	100.0%
Gensa	93.2%
Electrohuila	83.1%
Cedelca	55.4%
Cedenar	100.0%
Emsa	55.7%
Dispac	100.0%
Electrocaquetá	72.4%
EEDAS	67.1%

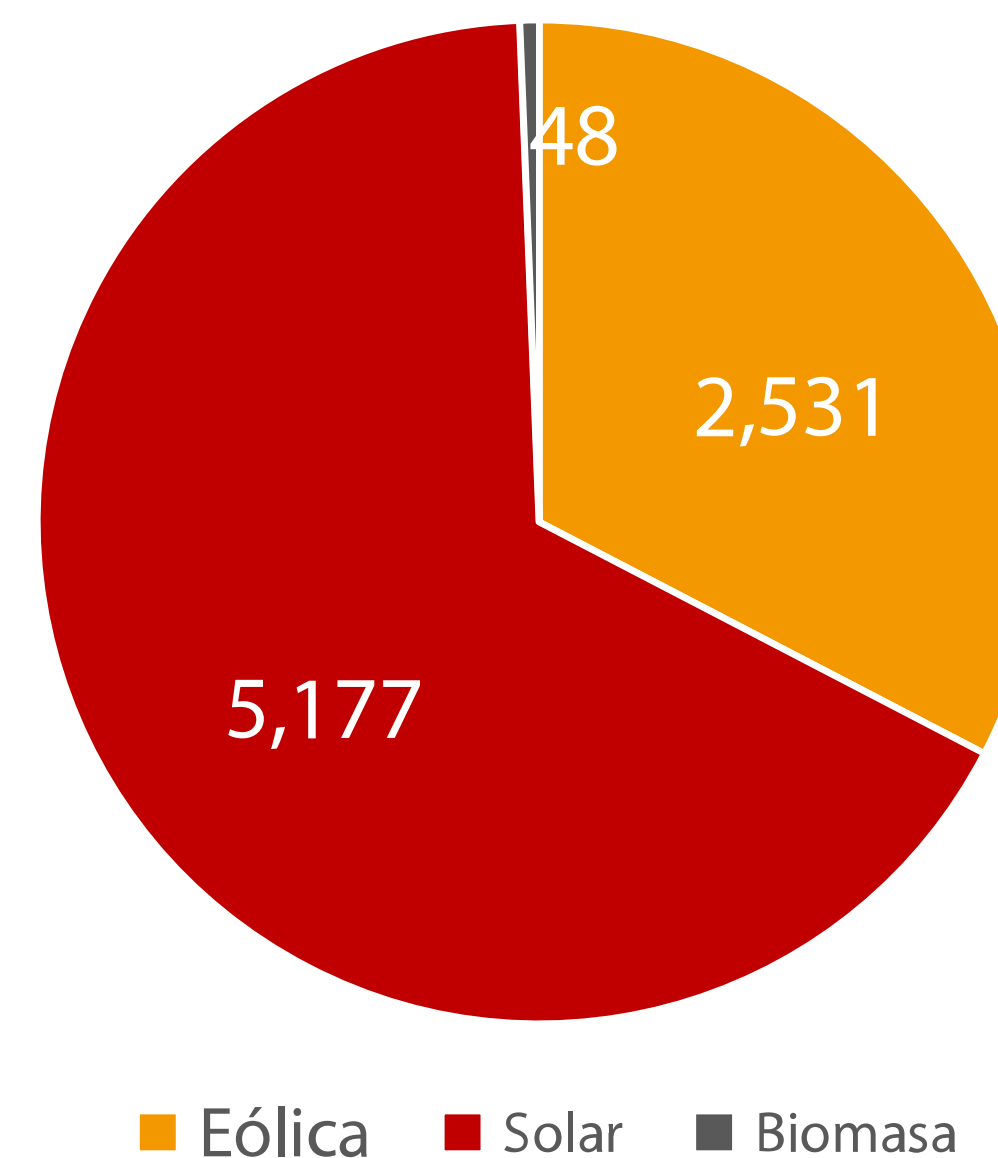


# RIESGOS

**Mayor competencia en el mercado local para el segmento de renovables.** El Ministerio de Minas informó al mercado que se aseguraron 2,500 MW en capacidad instalada de energía limpias para el 2022, representando el 12% de la matriz eléctrica en Colombia, con el cual se esperan reducir las emisiones de gases de efecto invernadero en 9 mm/Ton CO2. Dentro los principales proyectos se destacan: i) 9 proyectos eólicos en la Guajira; y, ii) proyectos solares en Cesar, Tolima, Valle del cauca y Córdoba. Se estiman inversiones por más de COP 8.0 bn y se generen más de 6 mil empleos. Por su parte, se cuenta con más de 7,700 MW en proyectos de fuentes no convencionales de energía renovable, en 129 proyectos con conexión aprobada por la UPME, los cuales se distribuyen en Eólica (2,531 MW), Solar (5,177 MW) y Biomasa (48 MW).

Por este motivo, consideramos que podría darse un incremento considerable en la competencia debido a lo atractivo de los incentivos gubernamentales para el desarrollo de estos proyectos. A lo anterior se suma la oferta nueva de otro tipo de proyectos de generación, como es el caso de Hidroituango que si bien se encuentra retrasado su inicio de operación hasta el 2022, podrían derivar en una presión en los precios de la energía. Vale la pena destacar que nuestro modelo contempla cero incrementos en los precios de la energía a partir de 2024.

## CAPACIDAD INSTALADA PROYECTOS NO CONVENCIONALES (MW)

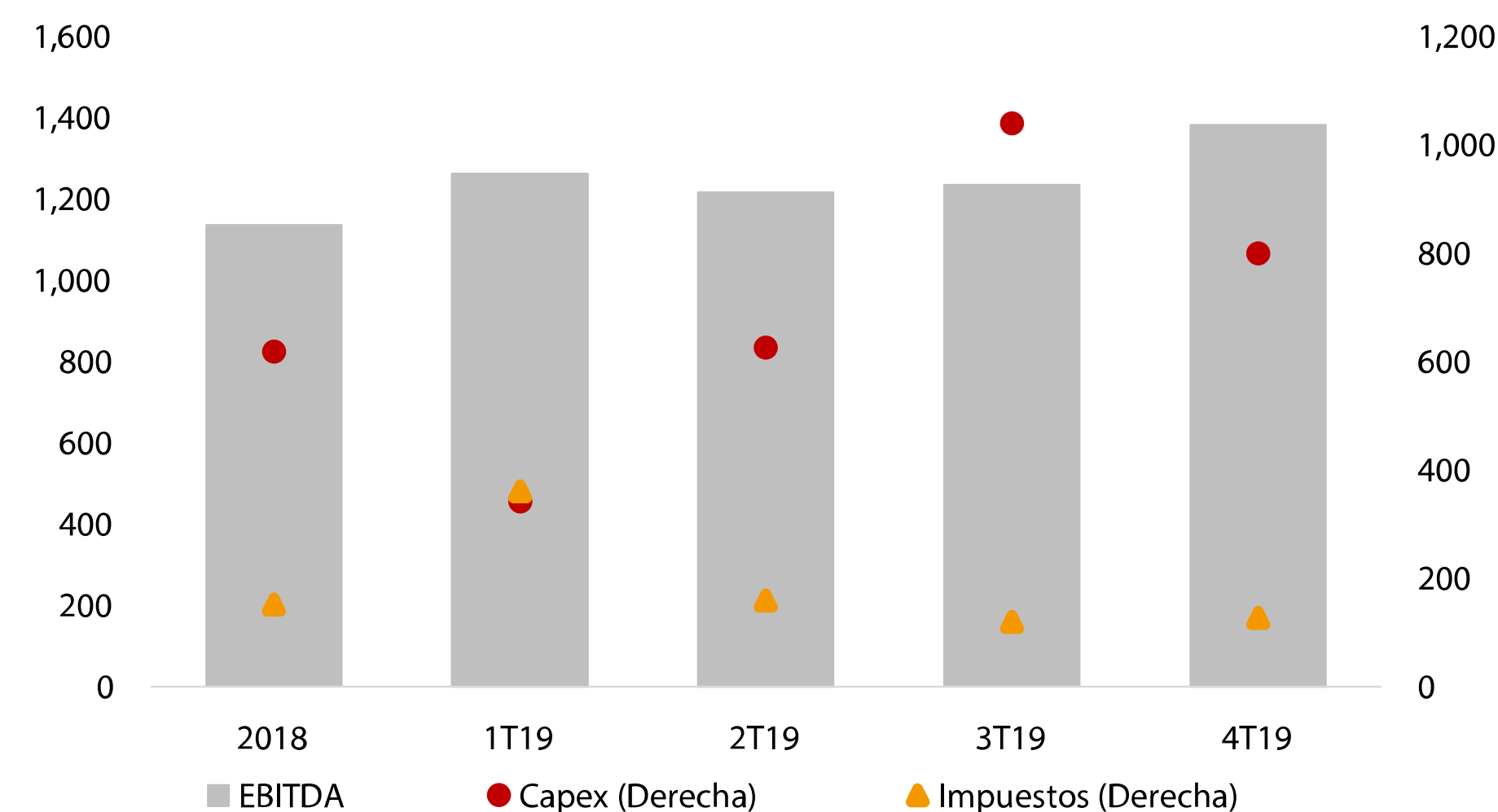




**Centroamérica seguirá siendo el punto débil.** El 2020 ha representado un reto muy grande para las operaciones de Celsia en Centroamérica, considerando que luego del fin de los contratos de Cativá y Bahía Las Minas (BLM) en 2018, plantas que representan el 69% de la capacidad instalada en esta región para la compañía. Durante el 2019 no se vieron avances efectivos en la estrategia comercial para contrarrestar la caída en los ingresos, y como consecuencia, en lo corrido del año 2020, hemos evidenciado los bajos márgenes de rentabilidad y los escasos aportes de las operaciones de Panamá. Por su parte, la crisis desatada por la pandemia del COVID-19 podría seguir limitando el crecimiento en esta región, esto en línea con lo observado durante el 2T20 donde la participación de las plantas térmicas en el mercado spot solo fue de 1 GWh (-99.1% anual). Si bien los activos son capaces de cumplir con sus obligaciones financieras, estos seguirán presionando los márgenes de rentabilidad a la baja en la operación consolidada de Celsia, de no lograr negociar nuevos contratos para las térmicas.

**Principal accionista (Grupo Argos) podría limitar el crecimiento.** Con la transformación en la estrategia corporativa de Celsia, que le ha permitido aumentar sus índices de rentabilidad, incrementar su matriz de generación a energías limpias y expandir su segmento de distribución con la adquisición de Enertolima, se han incrementado las expectativas de flujo a sus inversionistas. Motivo por el cual, su accionista mayoritario Grupo Argos, podría continuar fondeando otras inversiones de otras empresas de su portafolio, al igual que el pago de dividendos a sus accionistas, por medio de los dividendos entregados por Celsia, que al final presionarían a la compañía a limitar el uso de sus propios recursos para el desarrollo de nuevos proyectos, e incluso aumentando la posibilidad de incrementar su deuda.

## EBITDA / CAPEX / IMPUESTOS (COP MIL MM)







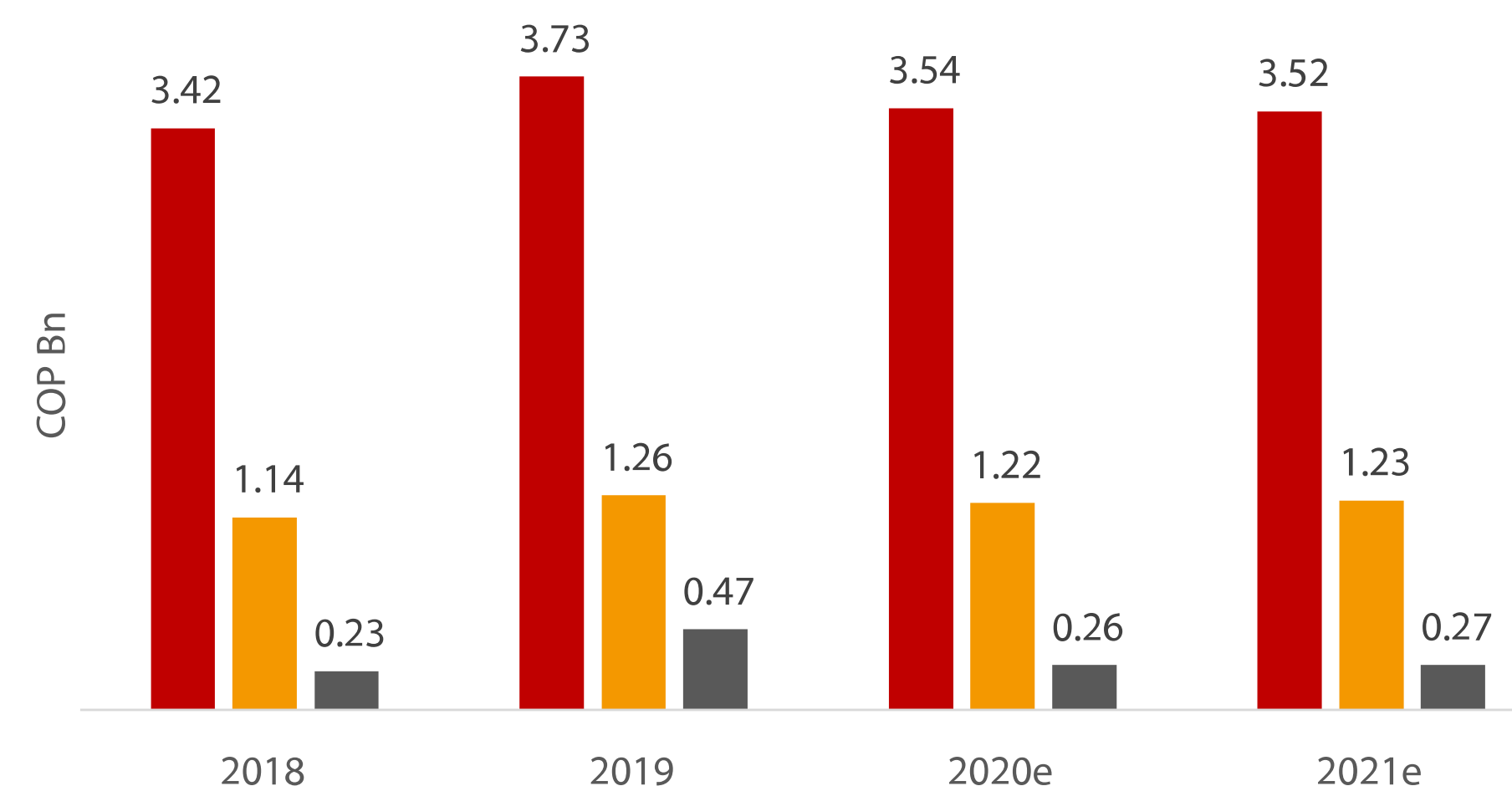
# PROYECCIONES

**Ingresos:** Estimamos que para el 2020 Celsia genere ingresos por COP 3.54 bn, una caída de 4.9% frente al 2019, principalmente debido a los menores ingresos provenientes del segmento de generación por la venta de Zona Franca Celsia en el 2019. No obstante, destacamos que esta caída será parcialmente compensada por los altos precios en bolsa vistos en el primer semestre del año y la consolidación de los activos de Tolima. Por su parte, los ingresos en el 2021 se mantendrán estables ante una menor generación de ingresos por menores precios en bolsa.

**EBITDA:** Dado que estimamos una caída en los ingresos para el 2020, el EBITDA para este periodo será de COP 1.21 bn (-3.6% anual). No obstante, reconocemos las eficiencias en la optimización de costos y gastos los cuales llevarán a un aumento del margen EBITDA a 34.3% desde 33.9% en 2019 (Considerando efectos no recurrentes de ese año en la venta de Zona Franca Celsia).

**Utilidad neta:** Finalmente, para el 2020 estimamos una utilidad neta de COP 263 mil mm, con una caída de -44.6% anual por lo efectos no recurrentes por la venta de activos ya mencionados anteriormente. Sin embargo, veremos una mejora sustancial de los márgenes netos frente al 2018, pasando de 6.7% a 7.4%, en línea con los menores gastos financieros y la optimización operativa.

## DESEMPEÑO FINANCIERO (COP BN)





# VALORACIÓN

**Método de valoración:** Metodología de Valoración. Para estimar el valor de Celsia utilizamos el método de flujos de caja descontados (80%) y lo ponderamos con un múltiplo EV/ EBITDA de mercado (20%), en el cual valoramos los flujos consolidados de sus diferentes sectores (Generación y Distribución), llegando a un valor de COP 5.280/acción. Por su parte, con un múltiplo promedio EV/ EBITDA de los pares de 10.6x estimamos un valor justo de COP 6,050/acción. Consecuentemente, nuestro nuevo Precio Objetivo para la compañía es de COP 5,450/acción. Los parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 10.03%, beta apalancado de 1.13x, costo del equity (Ke) de 13.7% y crecimiento a perpetuidad (g) de 3.0%.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2021FA de COP 5,450/acción, que ofrece un potencial de valorización del 18.3% y un retorno del 22.5%, incluido el dividendo proyectado (COP 195/acción). Reafirmamos nuestra recomendación de SOBREPONDERAR.

## RESUMEN VALORACIÓN

Metodología	Peso	P.O 2021
FCL @10.03%	80%	5,132
EV/EBITDA 2021E	20%	6,675
<b>Precio Objetivo 2021FA</b>	<b>100%</b>	<b>5,450</b>
Precio de mercado (23/10/20)		4,609
Potencial de valorización		18.3%
Dividendo proyectado (COP)		195
Dividend yield		4.2%
<b>Potencial de retorno total</b>		<b>22.5%</b>



# SENSIBILIDAD

**Sensibilidad:** Realizamos un análisis de sensibilidad del P.O. frente a variaciones en los precios de la energía de contratos y bolsa, debido a la gran exposición que tiene el segmento de generación en los ingresos de la compañía. Un variación del 5% en los precios en bolsa implica un variación en el P.O. promedio de COP 500/acción, mientras que la sensibilidad ante cambios en los precios de los contratos es menor con un promedio de COP 200/acción.

## ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD PRECIO OBJETIVO VS PRECIOS BOLSA - CONTRATOS

		Precios de la energía en bolsa				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
Precios de la energía en contratos	-10%	4,250	4,650	5,100	5,650	6,300
	-5%	4,350	4,800	5,250	5,800	6,450
	0%	4,550	4,950	5,450	6,000	6,600
	5%	4,850	5,250	5,700	6,250	6,900
	10%	5,250	5,650	6,100	6,650	7,300



# COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA



<b>05</b>	<b>I. ASPECTOS A DESTACAR</b>
<b>06</b>	<b>II. FICHAS TÉCNICAS</b>
<b>08</b>	<b>III. HIPÓTESIS DE VALOR</b>
<b>11</b>	<b>IV. RIESGOS</b>
<b>13</b>	<b>V. PROYECCIONES</b>
<b>14</b>	<b>VI. VALORACIÓN</b>



## LA BALANZA SE INCLINA HACIA EE.UU.

**P.O.: 6,500 / SUBPONDERAR**

**POTENCIAL: 41.9% RIESGO: ALTO CIERRE: COP 4,582**

En los últimos años el desempeño de las operaciones de Cemargos ha tomado rumbos diferentes, con Estados Unidos ganando mayor relevancia, mientras que Colombia y Centroamérica han enfrentado la severidad de una demanda debilitada por factores económicos propios de la región, acentuados por la pandemia y la competencia. Por otro lado, en la medida que la recuperación se empieza a dar, existen condiciones para retomar la senda de expansión de márgenes en el mediano plazo. Sin embargo, los esfuerzos operacionales seguirían estando opacados por el alto apalancamiento, por lo cual las desinversiones serán claves (no incluidas en nuestro modelo), al igual que una reconsideración de la política de dividendos.



# ASPECTOS A DESTACAR

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Cap. Bursátil (COP):	<b>6.24 bn</b>
Flotante:	<b>36.80%</b>
Dividendo anual (COP) 2021E:	<b>0</b>
Retorno por dividendo:	<b>0%</b>
%COLCAP:	<b>3.7%</b>
# Acciones:	<b>1.361 mm</b>
P/VL actual:	<b>0.8x</b>
P/U actual	<b>84.4x</b>
Último precio:	<b>4,582</b>
Max 52 semanas:	<b>7,630</b>
Min 52 semanas:	<b>2,415</b>

**Estimamos un P.O. 2021FA de COP 6,500/acción con una recomendación de SUBPONDERAR.** Pese a que el sector de la construcción ha mostrado señales de recuperación, no estimamos que los volúmenes regresarán pronto a niveles previos a la pandemia; para 2021 estimamos que la recuperación en volúmenes frente al 2019 será de 90% en cemento y 94% en concreto. En este sentido, y considerando las dificultades de operaciones como Panamá y Colombia, estimamos que EE.UU. aportará el 60% de los ingresos en 2021. Sin embargo, la implementación de eficiencias, como BEST y RESET han sido exitosos y han llevado a que la utilidad bruta por tonelada equivalente en operaciones como EEUU y Colombia registren tasas de crecimiento compuesto de 9% y 2% entre 2017 y 2020E.

## El principal reto sigue siendo la deuda.

La crisis obligó a que los planes de desinversión de la compañía (USD 400-700 mm) fueran pospuestos. Esto, sumado a los choques operacionales, obligó a la necesidad de waivers con algunos bancos y a que en 2020 Fitch redujera la calificación de la compañía. Estimamos que el apalancamiento medido por la relación Deuda Neta/ EBITDA se ubicará en 5.1x para cierre de 2020 y 4.2x a 2021 (por encima del waiver para 2021 de 4.0x) y que la compañía en 2021 tendrá que refinanciar cerca de COP 300 mil mm en deuda para mantener una relación estable de caja/ingresos. Finalmente, partimos del supuesto de que la compañía tendrá que cambiar su política de dividendos y no distribuir en 2021, decisión que consideramos necesaria para la rentabilidad (ROIC 2021: 3.9%) y velocidad de desapalancamiento.

## ¿POR QUÉ SUBPONDERAR?

Pese al atractivo potencial de valorización y al papel protagónico que ha tomado la operación de EE.UU., nuestras proyecciones apuntan a que Cemargos tardará muchos años para lograr niveles de rentabilidad acordes a su costo de capital, donde además la política de dividendos no está alineada con la estrategia de desapalancamiento. En este sentido, pese a que el peor momento de la crisis ya se habría visto, los riesgos de Cementos Argos frente a la mayoría de emisores de nuestro universo de cobertura siguen siendo mayores. Sin embargo, reconocemos que un escenario exitoso de desinversiones o la no distribución de dividendos puede nuevamente favorecer nuestra visión sobre el emisor.

### AUTORES

**Rodrigo Sánchez**  
Analista Senior Acciones  
wsanchez@corredores.com

**Katherine Ortiz**  
Líder Renta Variable  
kortiz@corredores.com





# CEMARGOS

## FICHA TÉCNICA

Cementos Argos produce cemento, concreto y agregados, en Colombia, EE.UU. y el Caribe. Adicionalmente, realiza exportaciones de cemento y Clinker a 39 países. La compañía es líder en el mercado colombiano, con una participación de mercado cercana a 37%, mientras que en la región Caribe es uno de los dos productores líderes. En EE.UU., tras la adquisición en Virginia Occidental, Cemargos cuenta con el ~6% de la participación de mercado de cemento del país y es uno de los jugadores más importantes en su área de operación.

Resumen					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Acciones en circulación (mm)	1,361	1,361	1,361	1,361	1,361
Cap. Bursátil	9,472	9,934	6,236	6,236	6,236
Precio (COP/Acción)*	6,960	7,300	4,582	4,582	4,582
VL (COP/Acción)	6,000	5,906	5,882	5,932	5,902
UPA (COP/Acción)	131	90	61	133	166
Total Deuda	7,226	7,672	8,579	7,995	7,555
Deuda Neta	6,585	7,319	7,794	7,317	6,829
EV	16,058	17,254	14,030	13,554	13,066
EV/EBITDA	10.5x	9.8x	9.2x	7.8x	7.0x
P/VL	1.2x	1.2x	0.8x	0.8x	0.8x
P/U	53.0x	81.5x	75.7x	34.4x	27.6x
Retorno por dividendos	3.3%	3.3%	5.5%	0.0%	5.7%
Dividendo por acción	228	242	251	-	261
Volumen cemento (miles ton)	16,037	16,149	14,187	14,605	15,030
Volumen concreto (miles de m3)	10,273	10,143	8,540	9,375	9,706

\*Precio de Cierre del 23/10/2020

Balance General Consolidado					
COP miles de mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Total Activos	18,870	19,194	20,423	20,162	20,069
Total Pasivos	9,874	10,342	11,483	11,037	10,838
Interés minoritario	831	815	934	1,052	1,199
Patrimonio	8,165	8,038	8,005	8,072	8,032
Deuda Total/Patrimonio	88%	95%	107%	99%	94%
Deuda Total/EBITDA	4.7x	4.4x	5.6x	4.6x	4.1x
Deuda Neta/EBITDA	4.3x	4.2x	5.1x	4.2x	3.7x
ROE	2.2%	1.5%	1.0%	2.2%	2.8%
ROA	0.9%	0.6%	0.4%	0.9%	1.1%
ROCE	5.3%	5.3%	4.0%	5.7%	6.3%
ROIC	3.7%	3.1%	3.0%	3.9%	4.4%

Estado de Resultados Consolidado					
COP miles de mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Ingresos Operacionales</b>	8,418	9,375	8,631	9,242	9,737
Costo de ventas	6,852	7,754	7,159	7,468	7,854
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>1,565</b>	<b>1,621</b>	<b>1,471</b>	<b>1,774</b>	<b>1,882</b>
Gastos adm. y comercial.	749	782	814	818	842
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>816</b>	<b>839</b>	<b>658</b>	<b>956</b>	<b>1,041</b>
UNAI	414	343	192	468	584
Impuesto a la renta	123	146	58	169	210
<b>Utilidad Neta</b>	<b>179</b>	<b>122</b>	<b>82</b>	<b>181</b>	<b>226</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,533</b>	<b>1,757</b>	<b>1,530</b>	<b>1,742</b>	<b>1,854</b>
Margen Bruto	18.6%	17.3%	17.0%	19.2%	19.3%
Margen Operacional	9.7%	8.9%	7.6%	10.3%	10.7%
Margen EBITDA	18.2%	18.7%	17.7%	18.9%	19.0%
Margen Neto	2.1%	1.3%	1.0%	2.0%	2.3%



# CEMARGOS

## FICHA TÉCNICA

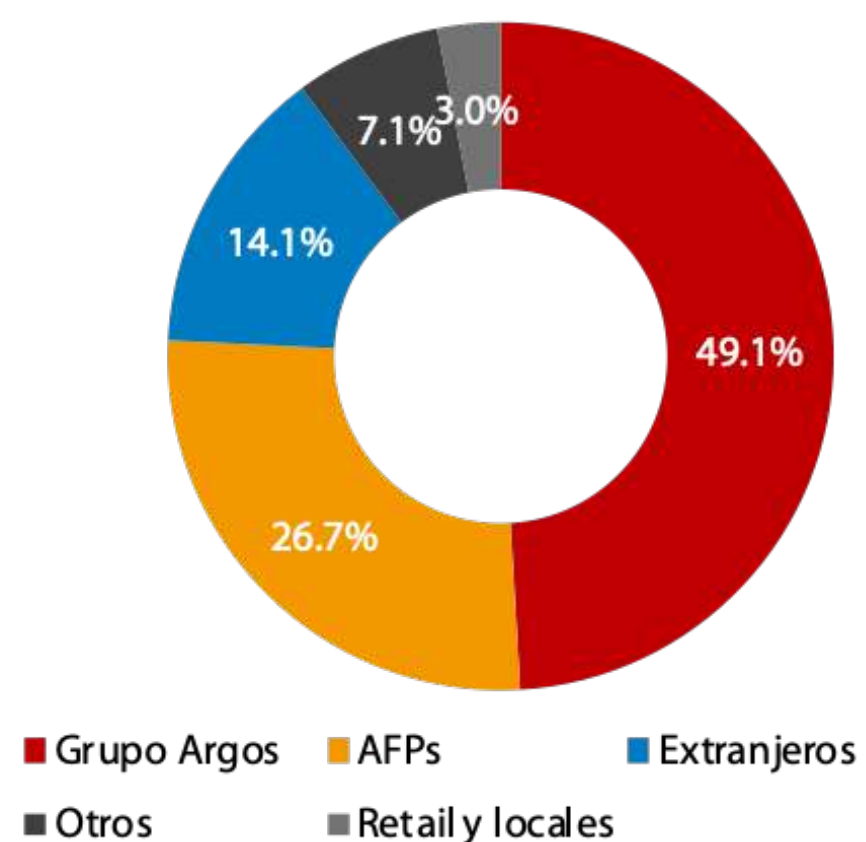
### Comparables

Compañía	EV/EBITDA 2021	P/U 2021
Unacem Saa	6.2x	10.0x
Cementos Pacas -C	7.4x	12.9x
Grupo Cementos	6.6x	12.1x
Cemex Sab -Cpo	5.1x	6.1x
Cemex Latam Hold	4.9x	8.6x
Acc Ltd	9.3x	17.7x
Ultratech Cement	13.1x	24.7x
Indocement Tungg	14.6x	10.7x
Semen Indonesia	8.9x	13.8x
Holcim Indonesia	14.5x	NA
Heidelbergcement	6.0x	7.5x
Italcementi	NA	NA
Buzzi Unicem Spa	6.0x	9.9x
Eagle Materials	9.2x	13.0x
Vulcan Materials	13.0x	19.6x
Martin Mar Mtls	12.2x	17.2x
Mediana	8.9x	12.5x

### Administración

Presidente:	Juan Esteban Calle
Vicepresidente	Carlos Yusty
Ejecutivo:	Indira Diaz
IR:	
Página web:	www.argos.co

### Composición accionaria



### Escenarios Precio Objetivo

#### Escenario Optimista

**COP 8,100**

Bajo este escenario, los volúmenes en todas las regionales se recuperan a niveles de 2019 en 2021 y los precios presentan tasas de crecimiento anual entre 3% y 5% entre 2021 y 2025.

#### Escenario Pesimista

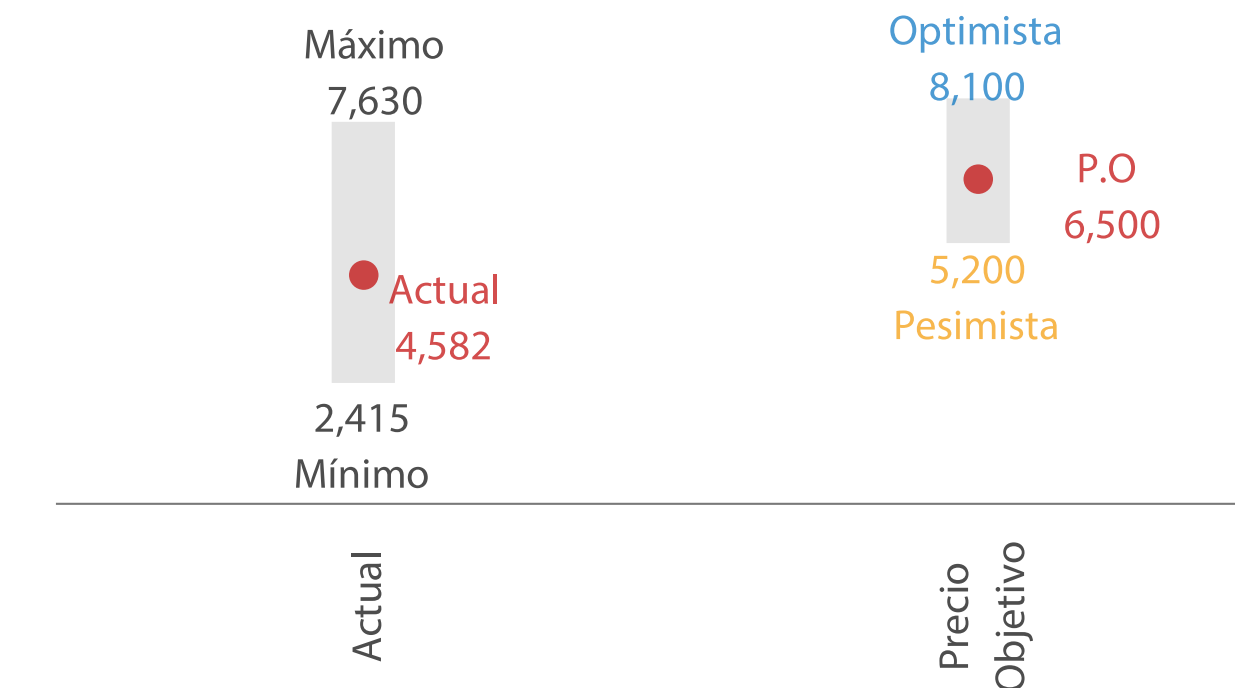
**COP 5,200**

Los márgenes de todas las regionales se estabilizan 200pbs por debajo de los niveles de los últimos 12 meses y los volúmenes se recuperan a niveles de 2019 en el 2023.

### Escenarios Precio Objetivo

Precio histórico 52 semanas

Precio Objetivo 2021FA



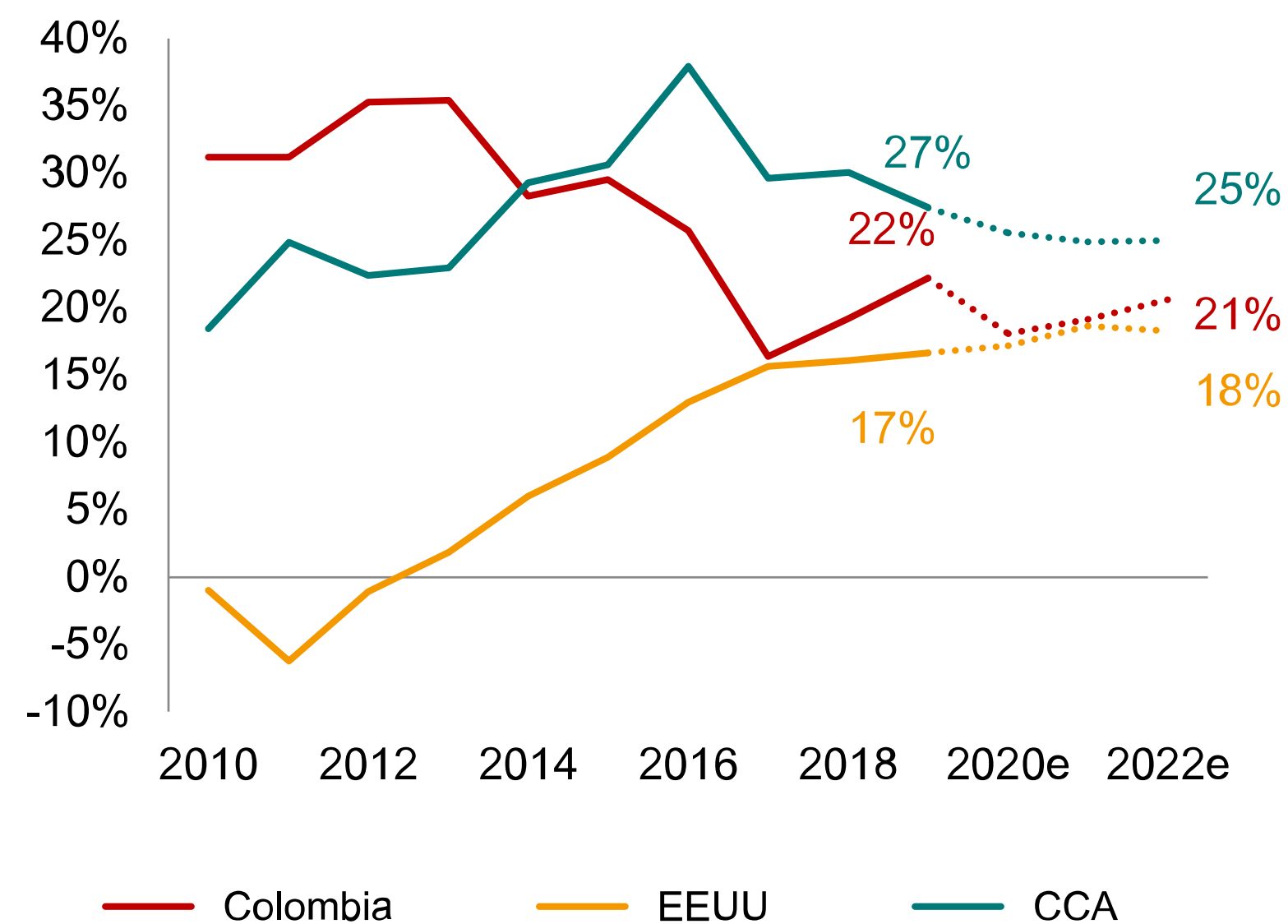


# HIPÓTESIS DE VALOR

**Lo peor ya habría pasado:** Si bien la crisis no ha concluido en ninguno de los países en los que tiene presencia Cementos Argos, en la medida que se han ido completando las reaperturas económicas, los volúmenes de materiales de construcción han mostrado señales importantes de recuperación y hacia adelante esta tendencia debería mantenerse, más aún considerando que la construcción, como en otras situaciones postcrisis, podría ser utilizada como motor de recuperación. Incluso bajo unas perspectivas de recuperación moderadas y pese a que en 2020 los volúmenes podrían caer más del 20% en Colombia y Centro América y el Caribe, la dinámica de precios de venta ha sido relativamente estable e incluso bajo estas condiciones, el precio de mercado de la acción no reconoce el valor justo de la compañía, particularmente, considerando fortalezas como su diversificación geográfica, con una participación significativa en un mercado desarrollado y de precios estables.

De igual manera, en la medida que aún no hay visibilidad sobre un plan de inversiones en construcción en EE.UU. o en países como Panamá, no descartamos que la velocidad de recuperación pueda ser más lenta en comparación a nuestras estimaciones.

## MARGEN EBITDA POR REGIONAL



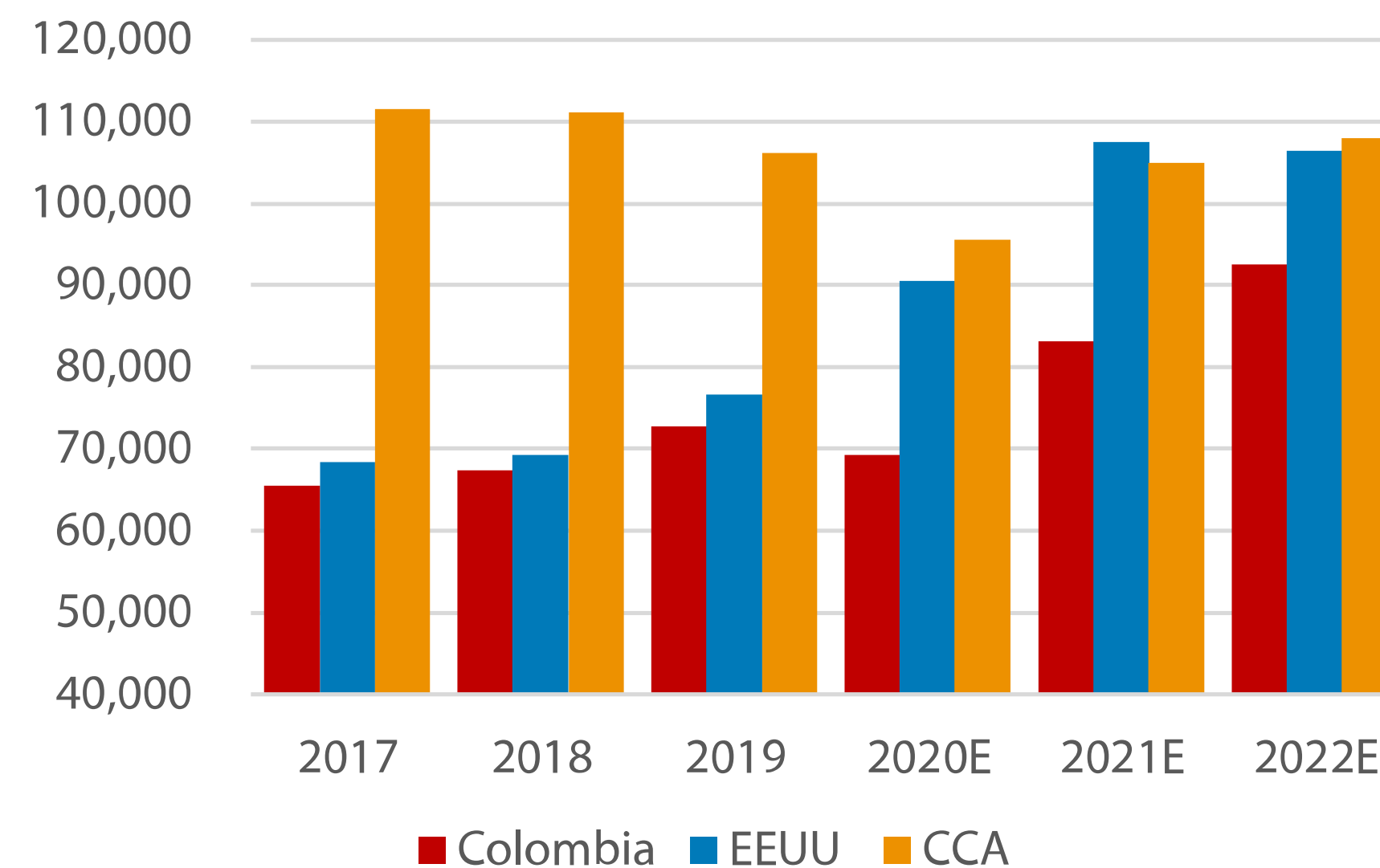




**EE.UU estable pese a la desaceleración:** Pese a la coyuntura actual de recesión global, el desempeño del sector de la construcción y de materiales en EE.UU. ha demostrado que la estrategia de no hacer un cierre económico completo ha sido relativamente exitosa, con una caída anual de volúmenes de cemento en el 2T20 de apenas el 3.6% en los estados en los que Cemargos tiene presencia. Esto en parte ha sido el resultado de las herramientas económicas y los estímulos fiscales implementados en EE.UU. y demuestran que para Cemargos, el haber reducido la exposición a mercados emergentes, con menor capacidad de respuesta económica, podría seguir siendo clave para lograr una mayor estabilidad en la generación de resultados. Finalmente, estimamos que EE.UU. aportará el 60% de los ingresos consolidados en 2021, logrando además un margen EBITDA de 18.6%, cerca de 600pbs por encima del promedio entre 2014 y 2019, lo cual ha sido resultado de ahorros y eficiencias desde la implementación de BEST.

**Un ejemplo global en sostenibilidad:** Si bien la producción de materiales de construcción tiene impactos significativos en el medio ambiente y en las comunidades, donde el ~8% de las emisiones globales de dióxido de carbono (CO<sub>2</sub>) están asociadas a la producción de cemento, Cemargos es uno de los líderes globales en materia de sostenibilidad, siendo además la primera compañía en Colombia que decidió adherirse al Pacto Global, iniciativa de las Naciones Unidas, y medir su cumplimiento. Este es un aspecto que no solo tiene valor desde la perspectiva de impacto a la sociedad, sino también, considerando la relevancia que han ganado las inversiones basadas en criterios ESG, la compañía está posicionada como un líder global, que podría beneficiar el apetito por su acción, particularmente en lo relacionado a inversiones pasivas.

## UTILIDAD BRUTA POR TONELADA EQUIVALENTE (COP)





**¿Y si logran desinvertir?** Basados en las desinversiones realizadas en el 4T19 por USD 95 mm y su efecto a primer semestre de 2020 en volúmenes de concreto (-303 mil m<sup>3</sup>) y EBITDA (-USD 4 mm), estimamos que una desinversión por USD 400 mm en operaciones de concreto podría resultar en una reducción del EBITDA (excluyendo utilidades en venta) de ~USD 34 mm (7.2% del EBITDA consolidado en 2021E). Asumiendo que la venta se completara en el 1T21, estimamos que la DN/EBITDA para 2021FA se ubicaría en 4.0x, la cual sigue relativamente alta, pero además, de utilizarse los recursos en su totalidad para el pago de deuda, el efecto en reducción de gastos financieros podría ser considerable y ayudaría a mejorar la rentabilidad. Como referencia, en el escenario planteado de desinversión por USD 700 millones, la reducción en EBITDA y gastos financieros, resultaría en un incremento en la utilidad neta proyectada a 2021 de cerca del 20%, reduciendo a su vez parte de la brecha que tiene el múltiplo P/U de la compañía frente al promedio de la industria.

## ESCENARIOS CON DESINVERSIONES

Desinversión (USD mm)	2021E			
	EBITDA (COP mil mm)	Deuda (COP mil mm)	DN/EBITDA (X)	Gastos financieros (COP mil mm)
0	1,742	7,995	4.2	488
400	1,616	6,515	4.0	401
500	1,585	6,145	3.8	374
600	1,553	5,775	3.6	346
700	1,522	5,405	3.5	319

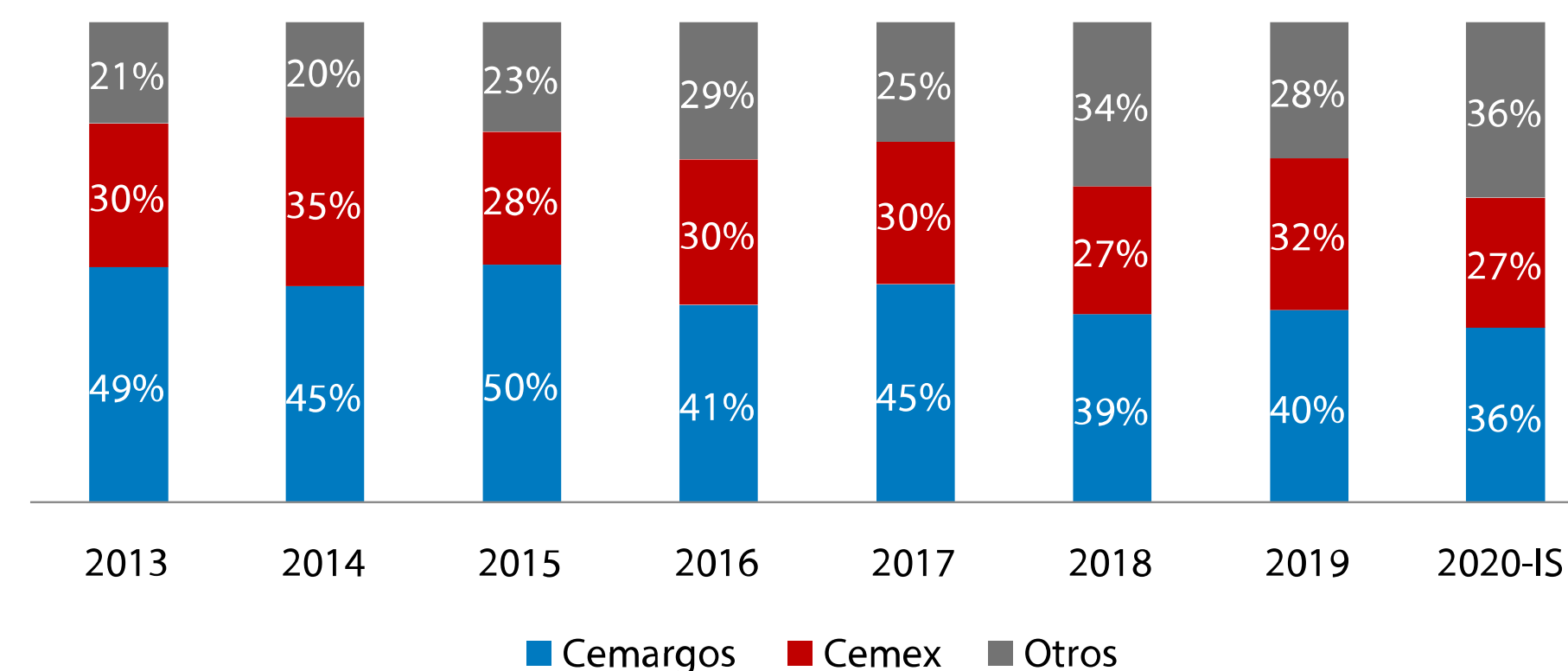


# RIESGOS

**El apalancamiento no cede:** El apalancamiento no cede: El alto apalancamiento se ha consolidado como la principal dificultad para generar valor a los accionistas de Cemargos, donde aquellas compañías con mayores niveles de apalancamiento han tenido un peor desempeño en los mercados accionarios. Además, estimamos que en 2020, el 77% de la utilidad operacional generada será destinada al pago de intereses financieros y bajo nuestras proyecciones, las cuales no contemplan desinversiones, en 2021, el indicador DN/EBITDA cerraría en 4.2x, incumpliendo el waiver negociado a mediados de 2020 (4.0x en 2021). Otro de los factores que dificulta la reducción de la deuda es la política de dividendos de la compañía, con un dividend payout que podría superar el 400% en 2021. En este sentido, consideramos difícil que Cemargos registre fácilmente niveles de DN/EBITDA inferiores a 3.0x si se decide mantener la política actual de reparto de dividendos, que consideramos afecta considerablemente la estructura de capital pero que será difícil de modificar, dada la relevancia que tiene en el flujo de Grupo Argos.

**Competencia y excesos de capacidad en Colombia:** La entrada de Ecocementos a Colombia no fue sorpresiva, sin embargo, con el deterioro de la demanda, el espacio de crecimiento se ha ido reduciendo. Cemargos pasó de representar el 50% de la producción de cemento en Colombia en 2015 a cerca del 36% a mediados de 2020 y considerando que Corona ya controlaría el ~5% del mercado local, la competencia en volúmenes continuará. Sin embargo, es favorable que la estrategia de precios de los principales competidores de Cemargos ha buscado estabilidad o incrementos, lo cual mitiga parcialmente los efectos del exceso de oferta, con precios que permanecen por debajo del precio de paridad de importación. Por otro lado, reconocemos que el sub-sector de infraestructura por ahora está menos expuesto a la competencia, lo cual se ha visto reflejado en la participación de mercado de concreto de Cemargos que se ha mantenido estable en los últimos años (~39%).

## EVOLUCIÓN PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO DE CEMENTO EN COLOMBIA



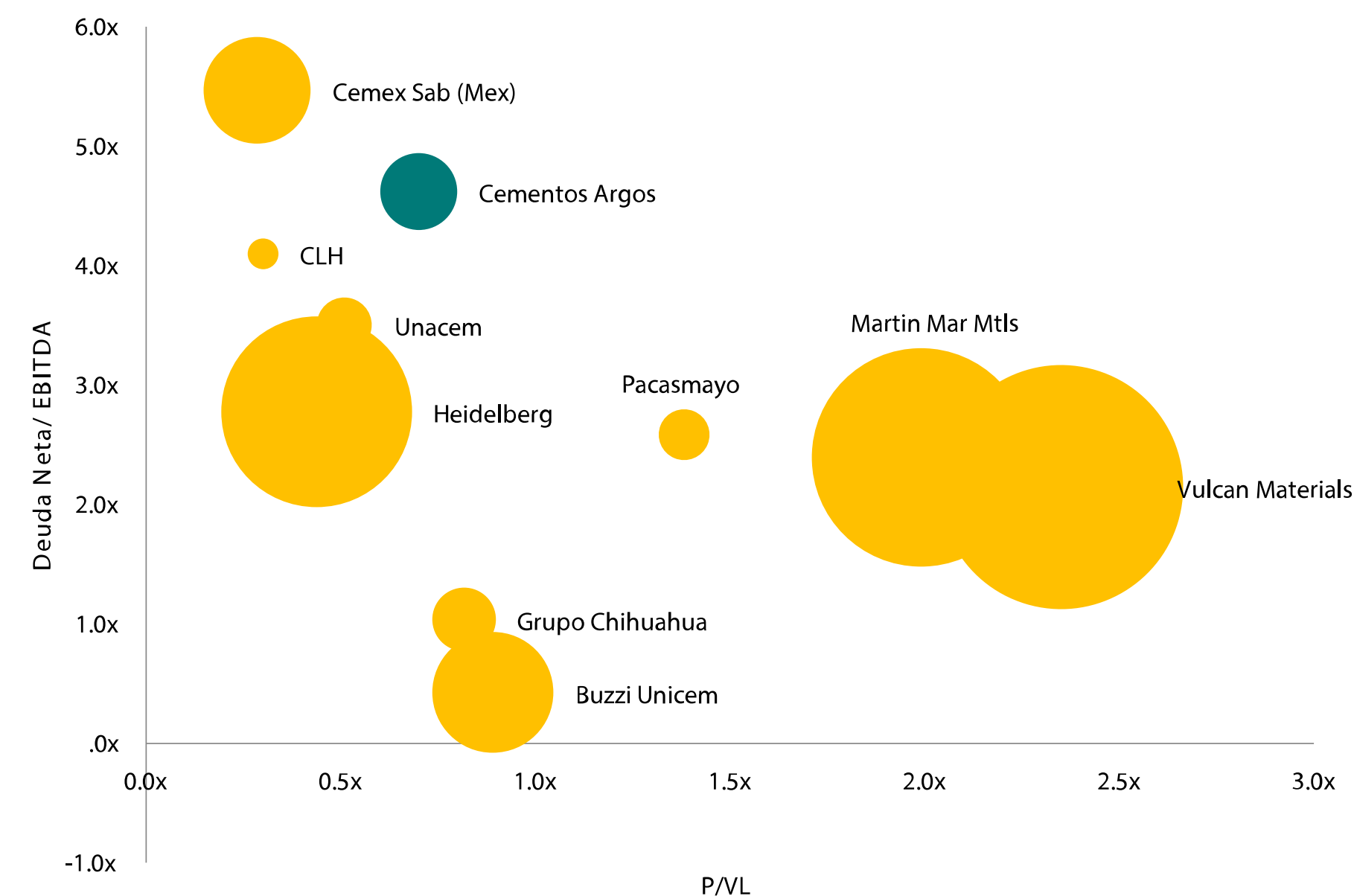




**Crecimiento económico por debajo de lo esperado:** Los volúmenes consolidados de cemento de Argos entre 2015 y 2020E han presentado una tasa anual de crecimiento compuesto del 0.3% mientras que en concreto se ha presentado un decrecimiento del -4.8%. Este desempeño no ha sido únicamente producto de la mayor competencia, sino también de una ralentización en la velocidad del sector constructor en países como Colombia y Panamá, donde pese a los esfuerzos por dinamizar la vivienda y las edificaciones no residenciales, las complejas condiciones económicas y los excesos de inventarios, han resultado en resultados decepcionantes para el sector. De hecho, una de las razones por la cual la participación de los ingresos de EE.UU. ha seguido ganando protagonismo no es por un desempeño extraordinario de la construcción, sino una pérdida de tracción de las economías latinoamericanas. Finalmente, no tenemos visibilidad sobre una rápida recuperación en CCA, por lo cual nuestras estimaciones apuntan a que los márgenes de esta regional podrían estabilizarse en los niveles actuales (~24% margen EBITDA).

**Múltiplos poco atractivos:** Si bien estimamos que la tendencia en múltiplos debería ajustarse a medida que la rentabilidad mejore, evidentemente la desviación frente a sus pares podría persistir por años, particularmente en la relación P/U y lo mismo ocurriría con la rentabilidad (ROCE 2021E: 5.3%), que permanecerían por debajo del costo de capital, aunque podrían mejorar más rápido de lo estimado de completar desinversiones. Sin embargo, reiteramos que nuestra valoración incluye un componente de múltiplos que castiga la desviación con la cual se negocia el activo frente a sus pares.

## RELACIÓN P/VL VS. DEUDA/EBITDA

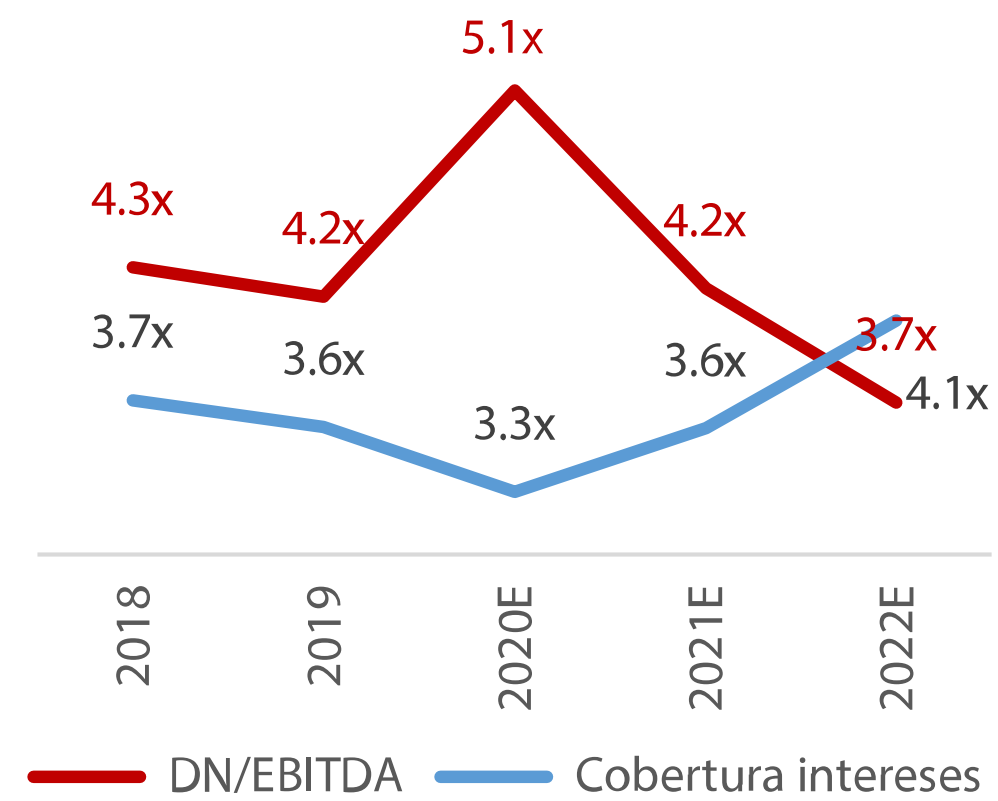




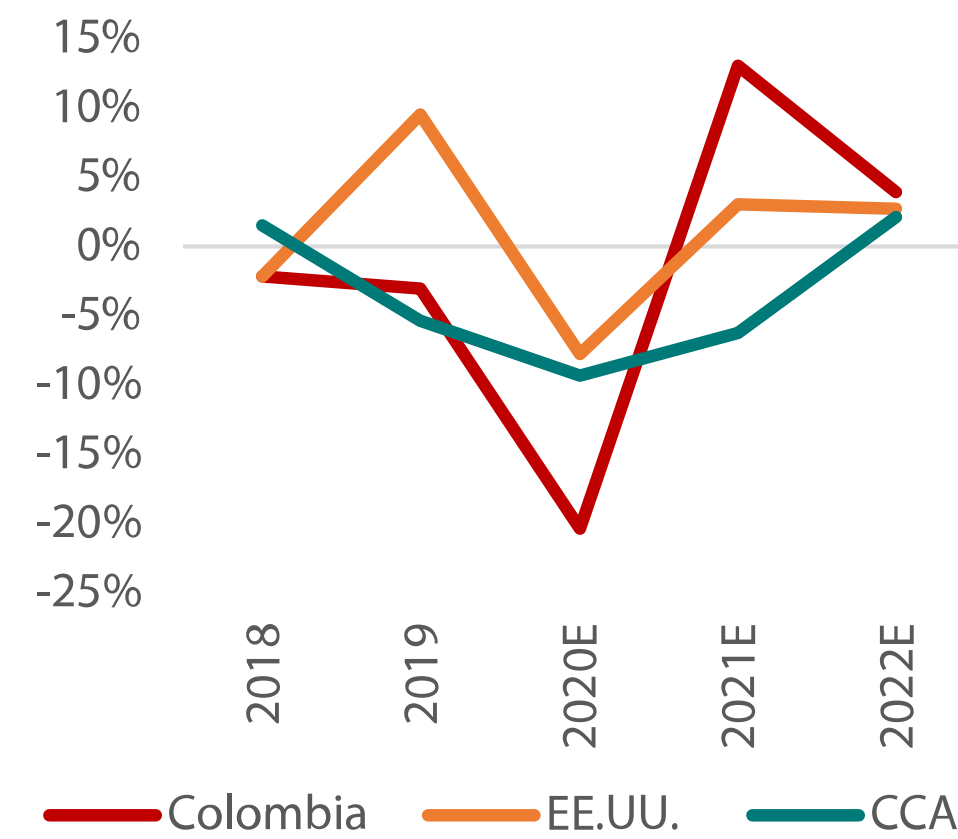


# PROYECCIONES

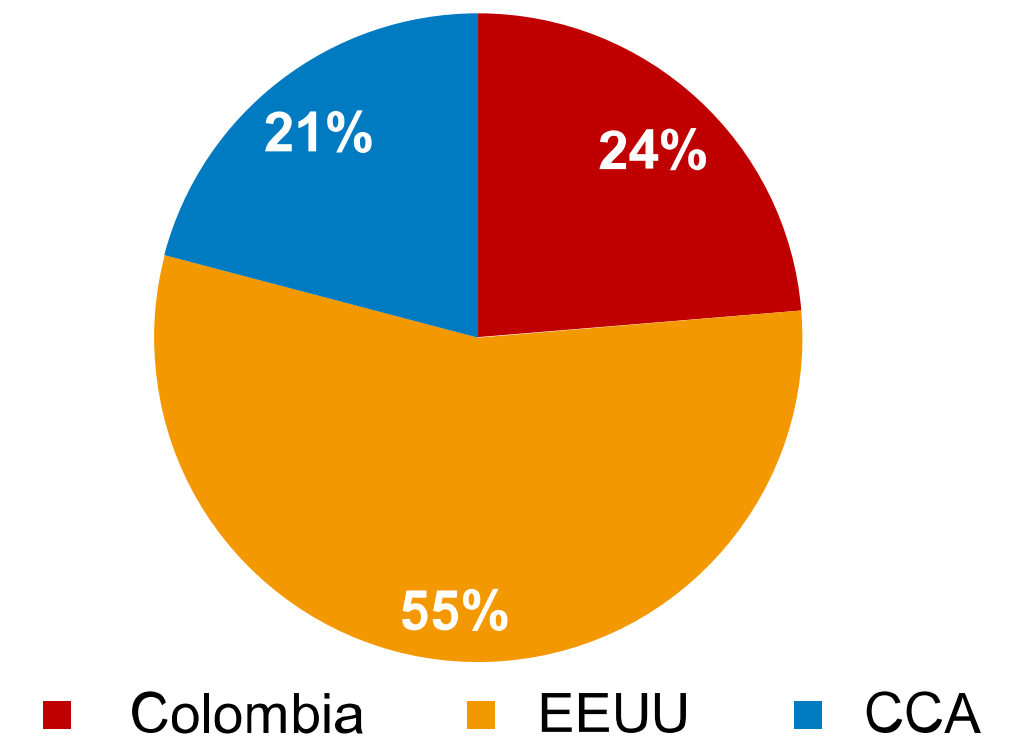
### INDICADORES DE APALANCAMIENTO



### CRECIMIENTO EN VOLÚMENES DE CEMENTO POR REGIONAL



### PARTICIPACIÓN EBITDA POR REGION (2021)





# VALORACIÓN

Para estimar el valor de Cementos Argos utilizamos una metodología de flujo de caja descontado (70% del Precio Objetivo) y una valoración ponderada por los múltiplos EV/EBITDA y P/U (30% del Precio Objetivo). Los parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 9.1%, beta apalancado de 1.5x, costo del equity (Ke) de 14.3% y crecimiento a perpetuidad (g) de 2.0%.%

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2021FA de COP 6,500/acción, ofreciendo un potencial de valorización del 42%, donde además asumimos que en 2021 no se hará distribución de dividendos. Sin embargo, dados los riesgos superiores que enfrenta la compañía frente a su propia historia y frente a otros emisores locales, hemos reducido nuestra recomendación a SUBPONDERAR.

## RESUMEN VALORACIÓN

Metodología	Peso	P.O 2021
FCL @9.1%	70%	8,140
EV/EBITDA 2021E	10%	4,530
P/U 2021E	20%	1,570
<b>Precio Objetivo 2021FA</b>	<b>100%</b>	<b>6,500</b>
Precio de mercado (23/10/20)		4,582
Potencial de valorización		41.9%
Dividendo proyectado (COP)		0
Dividend yield		0%
<b>Potencial de retorno total</b>		<b>41.9%</b>

# COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA

 Constructora  
Concreto

- 05** I. ASPECTOS A DESTACAR
- 06** II. FICHAS TÉCNICAS
- 08** III. HIPÓTESIS DE VALOR
- 10** IV. RIESGOS
- 12** V. VALORACIÓN



# Constructora Concreto

## RETOS DISTINTOS A LA CONSTRUCCIÓN

**P.O.: 1,300 / NEUTRAL**

**POTENCIAL: 292% RIESGO: ALTO CIERRE: COP 332**

Pese a los impactos del COVID-19, Concreto continúa siendo uno de los activos de mayor desface frente a su valor justo, donde el mercado actualmente no reconoce ni siquiera el valor de su inversión en Pactia. Sin embargo, y pese a que durante 2020 se han logrado avances importantes frente a la ejecución de Vía 40, incluyendo el archivamiento de la investigación relacionada a este proyecto, el anuncio de EPM de buscar una compensación por parte de diferentes involucrados en la emergencia de Hidroituango, incluyendo el consorcio constructor, genera nuevamente incertidumbre sobre el desempeño futuro de la compañía, lo cual además puede resultar en nuevas dificultades para lograr el cierre financiero del Tercer Carril Bogotá – Girardot.





# ASPECTOS A DESTACAR

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Cap. Bursátil (COP):	<b>0.38 bn</b>
Flotante:	<b>25%</b>
Dividendo anual (COP) 2021E:	<b>0</b>
Retorno por dividendo:	<b>0%</b>
%COLCAP:	<b>NA</b>
# Acciones:	<b>1,134 mm</b>
P/VL actual:	<b>0.2x</b>
P/U actual:	<b>6.9x</b>
Último precio:	<b>332</b>
Max 52 semanas:	<b>500</b>
Min 52 semanas:	<b>302</b>

**Estimamos un Precio Objetivo 2021FA de COP 1,300/acción.** Seguimos excluyendo a Vía 40 de la valoración debido a la incertidumbre sobre el cierre financiero dadas las acciones iniciadas por EPM para buscar una compensación económica por Hidroituango, siendo este conjunto de eventos los principales factores que podrían seguir limitando la recuperación del precio de la acción y la razón de nuestra recomendación. Además, hemos actualizado la valoración de Pactia (COP 778/acción), incorporando la entrada de activos y los impactos del COVID-19 en sus diferentes segmentos. Finalmente, también hemos incluido el backlog asociado a los proyectos de obra pública que le han adjudicado a la compañía y eliminado el aporte de Vía Pacífico, considerando que ya se ha recibido un pago por la terminación anticipada de dicho proyecto.

**Todos los caminos conducen a Vía 40.** El Tercer Carril Bogotá - Girardot es el proyecto más importante de Concreto y el hecho de que la SIC haya archivado la investigación por supuesta colusión es muy favorable y ha permitido reactivar el proceso de cierre financiero y la ejecución de obras, las cuales inicialmente serían financiadas a través de un crédito puente. Este proyecto representa cerca de COP 1 bn en el backlog de la compañía y podría convertirse en una obra que podría llegar a aportar en algunos años más valor a Concreto que su participación en Pactia. Nuestra estimación de valor de Vía 40 es de COP 280/acción, incluyendo un Capex adicional del 5% (~COP125 mil mm) del originalmente estimado por sobrecostos y multas. Sin embargo, con el anuncio de EPM de buscar una compensación por parte de los supuestos responsables de la emergencia, los financiadores podrían ser más aversos a participar en el proyecto.

## ¿POR QUÉ NEUTRAL?

Debido a la complejidad, la incertidumbre sobre el posible impacto y los riesgos asociados a Vía 40 Express y al proceso con EPM, reiteramos nuestra recomendación NEUTRAL, sin dejar de reconocer el descuento excesivo que actualmente presenta el título y la capacidad de crecimiento que ha demostrado a través de esquemas de obra pública.

### AUTORES

**Rodrigo Sánchez**  
Analista Senior Acciones  
wsanchez@corredores.com

**Katherine Ortiz**  
Líder Renta Variable  
kortiz@corredores.com



# CONCRETO

## FICHA TÉCNICA

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

Resumen					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Acciones en circulación (mm)	1,134	1,134	1,134	1,134	1,134
Cap. Bursátil	417,406	514,952	376,232	376,232	376,232
Precio (COP/Acción)*	368	454	332	332	332
VL (COP/Acción)	1,300	1,357	1,416	1,454	1,512
UPA (COP/Acción)	65	57	41	39	59
Total Deuda	754,305	655,804	679,684	645,644	761,939
Deuda Neta	363,658	416,529	477,648	492,090	670,189
EV	785,500	936,028	858,388	871,859	1,048,512
EV/EBITDA	4.0x	5.5x	6.9x	6.1x	5.0x
P/VL	0.3x	0.3x	0.2x	0.2x	0.2x
P/U	5.7x	7.9x	8.0x	8.4x	5.7x
Retorno por dividendos	4.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividendo por acción	14.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Backlog	1,925,768	1,567,350	1,744,101	1,362,741	1,262,781

\*Precio de Cierre del 23/10/2020

Balance General Consolidado					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Total Activos	3,128,988	2,873,158	3,078,199	3,123,259	3,507,385
Total Pasivos	1,654,952	1,334,351	1,472,484	1,473,816	1,792,830
Interés minoritario	4,436	4,547	4,508	3,537	2,091
Patrimonio	1,469,600	1,534,260	1,601,207	1,645,906	1,712,465
Deuda Total/Patrimonio	51%	43%	42%	39%	44%
Deuda Total/EBITDA	3.8x	3.8x	5.5x	4.5x	3.6x
Deuda Neta/EBITDA	1.8x	2.4x	3.8x	3.5x	3.2x
ROE	5.0%	4.2%	2.9%	2.7%	3.9%
ROA	2.3%	2.3%	1.5%	1.4%	1.9%
ROCE	5.9%	4.9%	3.4%	3.7%	5.3%
ROIC	5.2%	4.2%	2.8%	3.0%	4.1%

Estado de Resultados Consolidado					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Ingresos Operacionales</b>	1,080,208	945,692	652,816	779,602	1,126,432
Costo de ventas	934,859	806,912	554,625	667,149	963,927
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>145,349</b>	<b>138,780</b>	<b>98,191</b>	<b>112,454</b>	<b>162,505</b>
Gastos adm. y comercial.	6,270	24,372	18,686	22,804	28,635
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>139,079</b>	<b>114,408</b>	<b>79,505</b>	<b>89,650</b>	<b>133,870</b>
Utilidad antes de impuestos	100,093	93,973	63,474	56,509	84,142
Impuesto a la renta	25,260	27,224	16,544	12,780	19,030
<b>Utilidad Neta</b>	<b>73,195</b>	<b>64,804</b>	<b>46,857</b>	<b>44,700</b>	<b>66,558</b>
<b>EBITDA</b>	<b>196,895</b>	<b>170,354</b>	<b>124,404</b>	<b>141,950</b>	<b>209,437</b>
Margen Bruto	13.5%	14.7%	15.0%	14.4%	14.4%
Margen Operacional	12.9%	12.1%	12.2%	11.5%	11.9%
Margen EBITDA	18.2%	18.0%	19.1%	18.2%	18.6%
Margen Neto	6.8%	6.9%	7.2%	5.7%	5.9%



# CONCRETO

## FICHA TÉCNICA

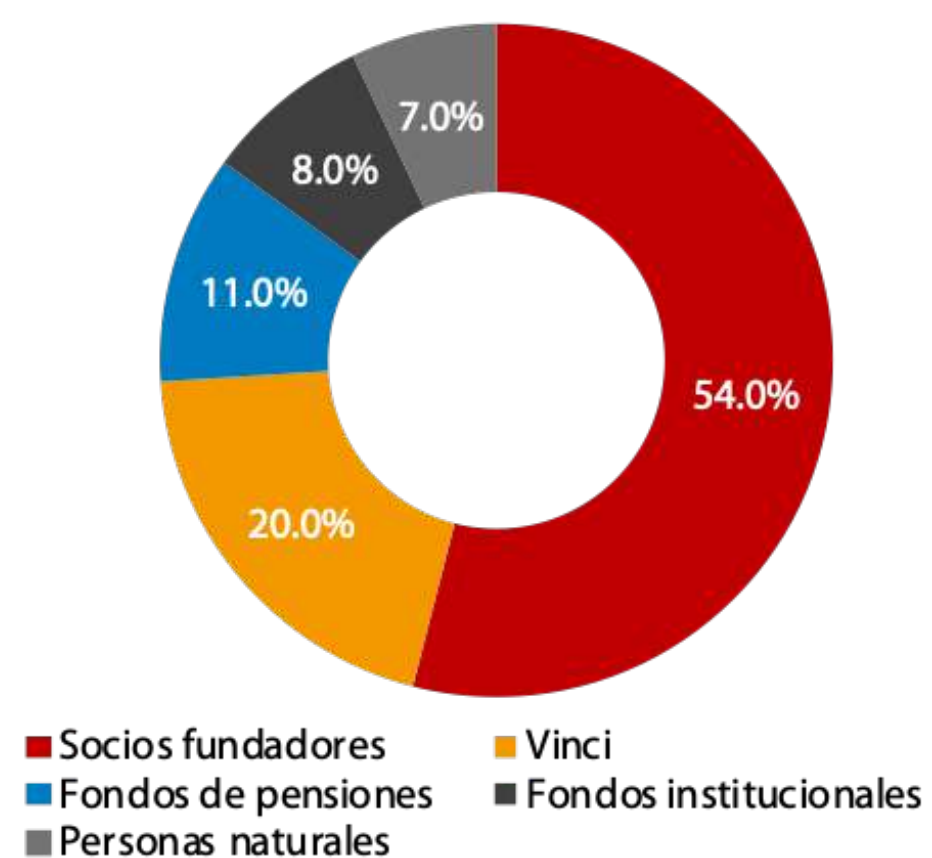
### Comparables

Compañía	EV/EBITDA 2021	P/U 2021
Salfacorp	12.6x	10.7x
Besalco	7.4x	14.0x
Obrascon Huarte	4.4x	20.0x
Ferrovial Sa	18.6x	24.8x
Strabag Se -Br	3.6x	8.8x
Vinci Sa	8.6x	12.6x
Osjb Holdings Co	4.1x	10.1x
El Cóndor	10.2x	6.7x
Concreto	6.2x	8.5x
Mediana	8.0x	11.7x

### Administración

Presidente: Juan Luis Aristizábal  
 IR: Alejandro Villegas Cañas  
 Página web: [www.concreto.com](http://www.concreto.com)

### Composición accionaria



### Escenarios Precio Objetivo

#### Escenario Optimista

**COP 1,580**

En este escenario, incluimos a Vía 40 en el portafolio de concesiones de Concreto.

#### Escenario Pesimista

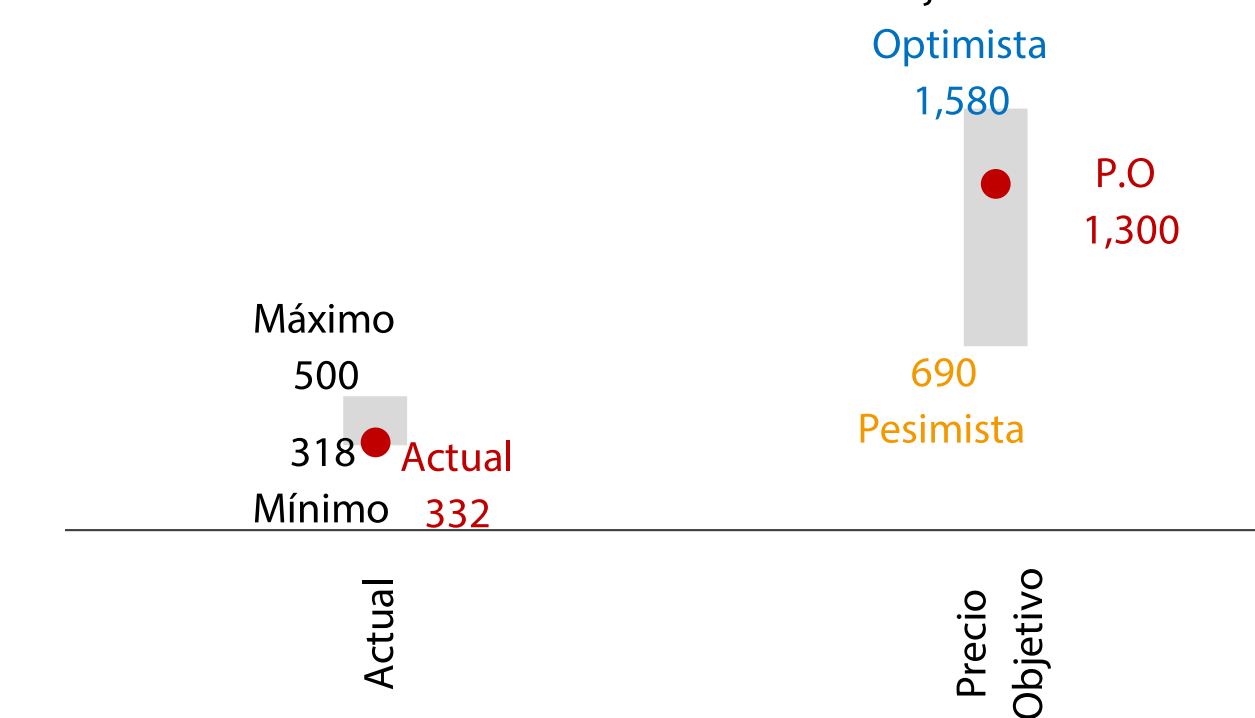
**COP 690**

El Consorcio CCCI es encontrado culpable en el caso de Hidroituango y es obligado a responder por el 20% de las pretensiones de EPM (~COP 2bn) proporcionalmente.

### Escenarios Precio Objetivo

Precio histórico 52 semanas

Precio Objetivo 2021FA





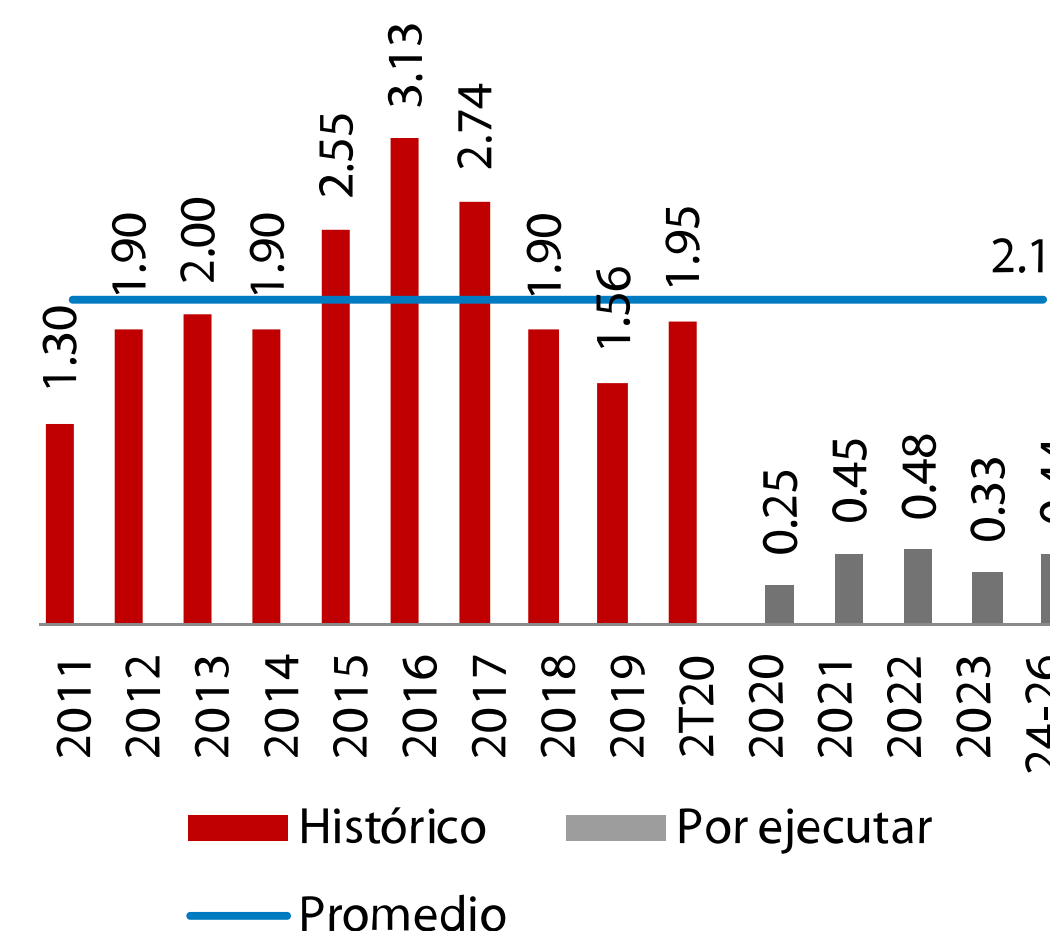


# HIPÓTESIS DE VALOR

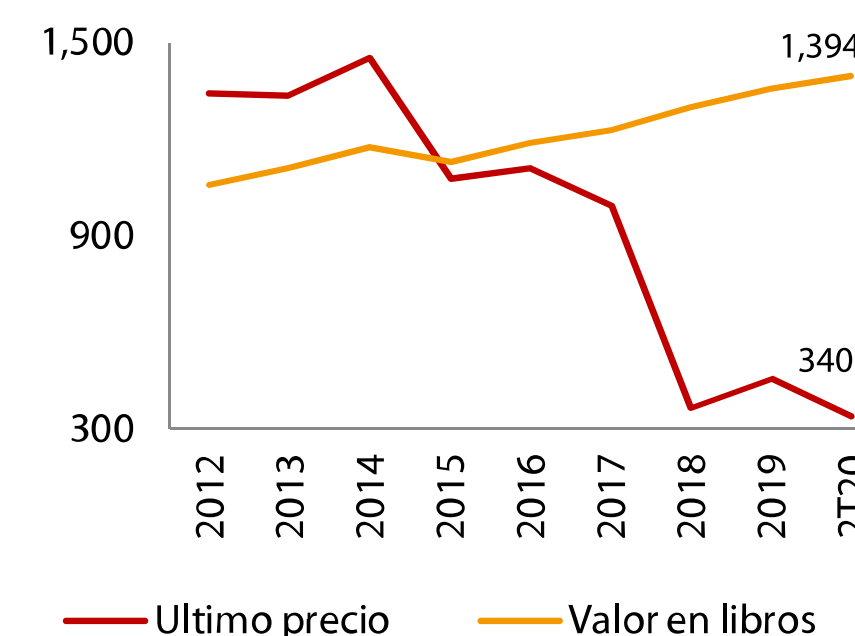
**Creciendo pese a las circunstancias:** Las investigaciones y hechos relacionados con Vía 40 han dificultado el crecimiento de Concreto durante los últimos años. Sin embargo, desde 2019, a través de obras públicas, la compañía ha logrado nuevamente adicionar backlog, el cual a cierre del 2T20 se ubicaba en COP 1.95 bn, un 33% superior al registro del 2T19 y equivalente a cerca de 2.4 años de ingresos. Adicionalmente, Concreto ha expresado que está evaluando su participación como epecista en proyectos de 5G y en ~COP 620 mil mm entre proyectos privados y de Transmilenio. Además, licitaciones como la Doble Calzada Oriente podrían reactivarse en los próximos meses, donde la compañía tiene la ventaja de originador, así que incluso sin Vía 40, Concreto aún tiene oportunidades de crecimiento.

**El nivel de endeudamiento se ve mucho más controlado:** Desde finales de 2018 cuando se anunció la contratación de un crédito sindicado, la situación de apalancamiento de la compañía y las presiones de liquidez han mostrado mayor flexibilidad. Esto ha sido logrado en parte por el programa de desinversiones que a la fecha ha generado recursos por cerca de COP 300 mil mm, que en parte han sido utilizados para disminuir la deuda de la compañía, la cual al 2T20 es un 30% inferior que al cierre de 2017, mientras que al 2T20 la relación Deuda Neta / EBITDA se ubicaba en 3.2x, incluyendo el efecto negativo de la crisis. Finalmente, la compañía continúa buscando oportunidades de reducir sus costos de apalancamiento, por lo cual la administración ha anunciado que buscará la aprobación de la asamblea para tener la posibilidad de hacer emisiones de deuda.

BACKLOG (COP BN)



VALOR EN LIBROS VS. ÚLTIMO PRECIO POR ACCIÓN (COP)



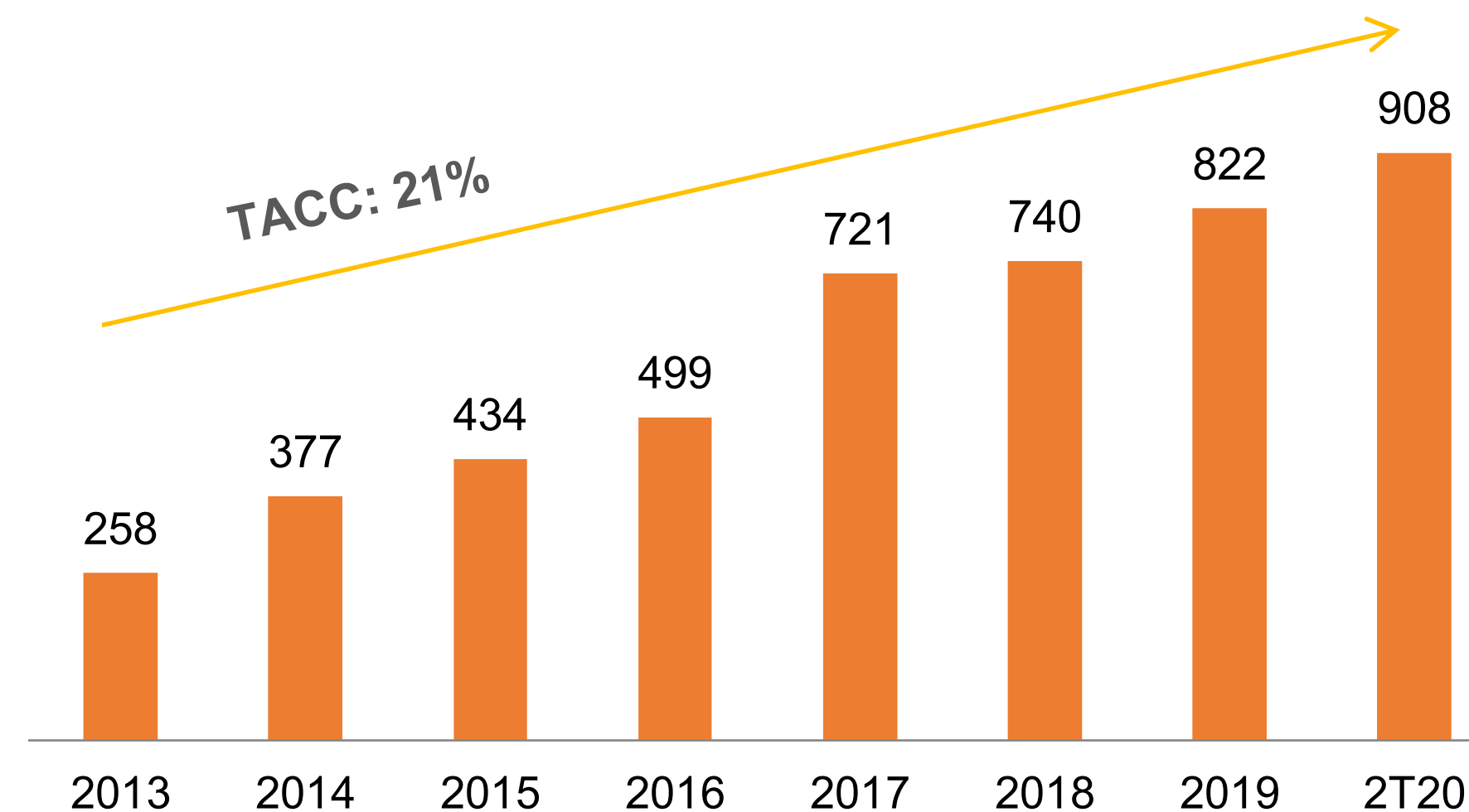




### **Pactia sigue siendo muy valioso pese a los impactos de la crisis.**

Como el segundo vehículo inmobiliario más relevante del país, Pactia registra un área bruta arrendable de 908 mil m<sup>2</sup> y continúa siendo la inversión individual más grande de Concreto (COP 778/acción), con un valor de más de dos veces la capitalización de mercado de la compañía. Incluso incorporando deterioros en las métricas del vehículo, producto de los impactos del COVID-19, tales como un margen NOI negativo en el segmento hotelero. En este sentido, el crecimiento del vehículo (TACC GLA 2013-2T20: 21%) y la estabilización de algunos activos han compensado parcialmente dichas afectaciones y limitado el deterioro en el valor de Pactia. Adicionalmente, resaltamos que el mix de activos luce mucho mejor preparado para afrontar las nuevas tendencias de consumo, ya que segmentos como el industrial y el autoalmacenamiento hoy aportan cerca del 55% del GLA, mientras que en años como 2016, la participación de estos activos en el portafolio era del 43%, siendo estos segmentos los que tienen alto potencial de crecimiento.

## **GLA PACTIA (MILES M2)**





# RIESGOS

**EPM, un nuevo obstáculo para Vía 40:** En junio de 2020, tras cerca de tres años de actuación administrativa, la SIC anunció el archivamiento de la investigación por presunta colusión en el proceso de licitación de la IP Tercer Carril Bogotá-Girardot. Esta, en definitiva, fue una noticia muy positiva para Concreto, considerando que eliminó el riesgo de multas por la investigación y permitió acelerar el proceso del cierre financiero. Sin embargo, en agosto se conoció que EPM buscará compensación por el detrimento sufrido en Hidroituango por COP 9.9 bn y que entre los vinculados al proceso está el Consorcio CCCI, del cual hace parte Concreto con una participación del 35%. Por ahora es imposible determinar el posible efecto de un proceso legal y la probabilidad de un fallo desfavorable para el consorcio constructor, pero dado el tamaño de las pretensiones, en definitiva este hecho genera alta incertidumbre y para los posibles financiadores de Vía 40, podría ser un riesgo que estarían incorporando a la hora de determinar si participar o no en dicha estructura.

Ahora bien, el proceso pasará en primera instancia por una etapa de conciliación, donde Concreto parece no estar considerando conciliar, reiterando la ausencia de responsabilidad de su parte. Posteriormente, de no llegar a un acuerdo, EPM impondría una demanda contra aquellos que considera responsables. Finalmente, simplemente como referencia, en el caso hipotético que el consorcio constructor fuese hallado culpable de la crisis y se viese obligado a pagar el 100% de las pretensiones de EPM y que no fuesen cobijados por las pólizas, Concreto no contaría con los suficientes recursos para responder por su participación.

De hecho, en un ejercicio completamente teórico en el cual el consorcio constructor tuviese que pagar el 42% de las pretensiones de EPM (~COP 4.2bn) y Concreto el equivalente a su participación (35%), el valor justo de Concreto sería nulo pero en el caso que fuese responsable del 10% de las pretensiones, el impacto en el P.O. sería de COP 305/acción, sin considerar efectos secundarios.

## IMPACTADOS HIPOTÉTICOS EN VIA 40

Evento	Proporción	Impacto (COP/acción)
Eliminación backlog Vía 40	100%	(386)
Inclusión de Vía 40 (sin multas)	100%	+316
Inclusión de Vía 40 (Multa 5% Capex)	100%	+279

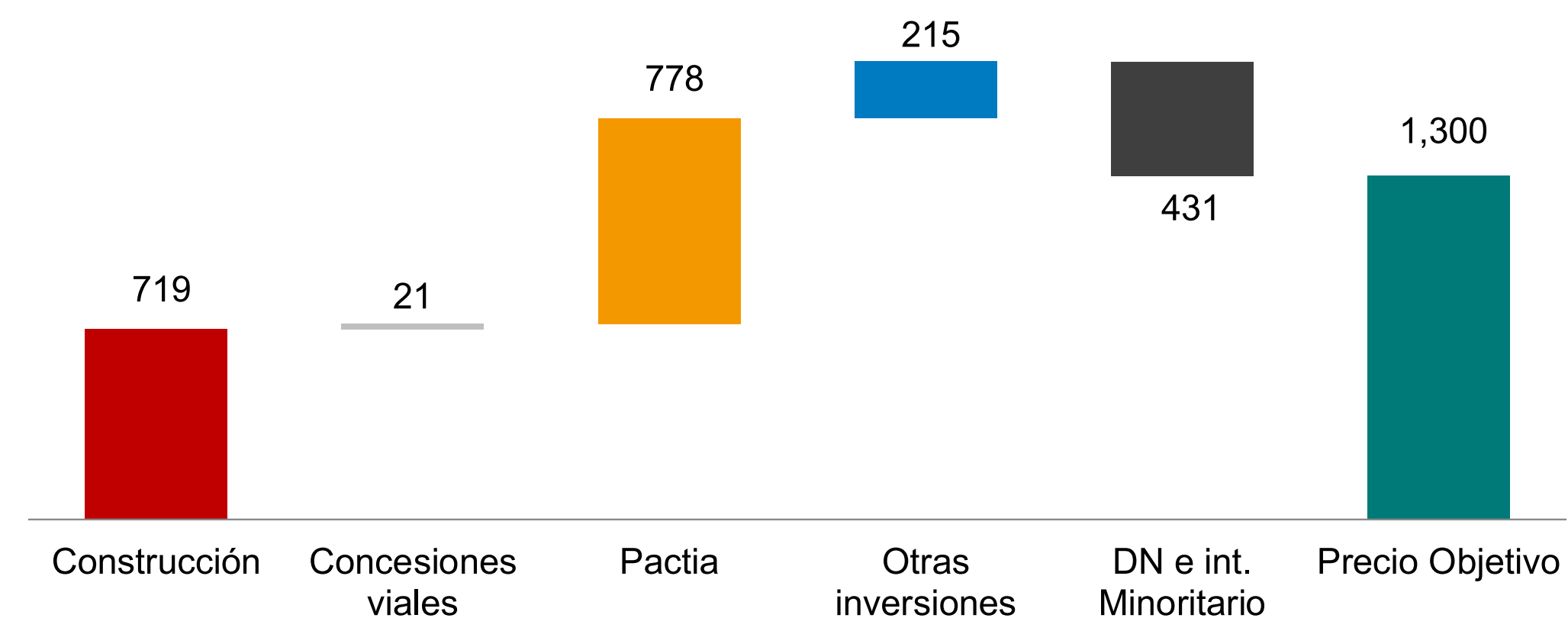
## IMPACTADOS HIPOTÉTICOS POR HIDROITUANGO

Pretensiones EPM	Proporción	Impacto (COP/acción)
Al 100%	35%	(3,055)
Al 50%	35%	(1,528)
Al 20%	35%	(611)
Al 10%	35%	(305)



**La desaceleración será un reto para el sector constructor.** Si bien la estrategia de recuperación de backlog a través de obras públicas ha sido exitosa, el sector de la construcción en general ha sido uno de los más impactados por la pandemia. En ese sentido, si bien se espera una recuperación de la industria, esta puede darse a un ritmo lento y segmentos como el de vivienda, donde Concreto participa, podrían presentar retrasos significativos en los tiempos esperados de comercialización de unidades. En ese mismo sentido, los efectos en el empleo que ha traído la crisis podrían verse en segmentos como el inmobiliario, donde la vacancia en espacios comerciales y hoteles podría resultar en desvalorizaciones de activos.

## COMPOSICIÓN DE VALOR (COP/ACCIÓN)





# VALORACIÓN

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

**Flujo de caja libre para el negocio de construcción, incluyendo vivienda:** flujo de caja libre descontado con un WACC de 11.5%, beta apalancado de 1.18, costo del equity (Ke) de 13% y un crecimiento a perpetuidad de 3%.

**Pactia:** flujo de caja operación ajustado, con una tasa de descuento de 10.6% y un exit cap-rate de 6.7%.

**Concesiones viales y otras inversiones:** 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), esta fue eliminada, dado que la compañía ya habría recibido el pago asociado a la causal de terminación anticipada por mutuo acuerdo y reversión. Sin embargo, no descartamos que en el futuro la compañía pueda recibir recursos adicionales por este proceso. Otras inversiones fueron incluidas al valor en libros a cierre junio de 2020.

## RESUMEN VALORACIÓN

Negocio	Valor 2021 (COP MM)	Valor por acción (COP)	Participación
Construcción	815,591	719	41.5%
Concesiones viales	23,854	21	1.2%
Pactia	882,280	778	44.9%
Otras inversiones	244,419	215	12.4%
<b>Total negocios</b>	<b>1,966,145</b>	<b>1,733</b>	<b>100%</b>
Deuda total	645,644	569	
Efectivo y equivalentes	153,554	135	
Interés minoritario	3,537	3	
<b>Total Concreto</b>	<b>1,470,518</b>	<b>1,300</b>	
# acciones (mm)	1,134		
<b>Precio Objetivo</b>	<b>1,300</b>		

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2021FA de COP 1,300/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 e Hidroitungo, reafirmamos nuestra recomendación NEUTRAL.



# COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA



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

<b>05</b>	<b>I. ASPECTOS A DESTACAR</b>
<b>06</b>	<b>II. FICHAS TÉCNICAS</b>
<b>08</b>	<b>III. HIPÓTESIS DE VALOR</b>
<b>10</b>	<b>IV. RIESGOS</b>
<b>12</b>	<b>V. VALORACIÓN</b>



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

## DESINVERTIR PARA AVANZAR

**P.O.: 2,620 / NEUTRAL**

**POTENCIAL: 165% RIESGO: ALTO CIERRE: COP 990**

La ejecución de obras por parte de El Cóndor ha mantenido un buen ritmo pese a las dificultades de la pandemia. Estos avances en obra siguen sumando valor al portafolio, pero dado el esfuerzo que representan en recursos, la compañía ha visto limitada su capacidad de reemplazo de backlog, cuya recuperación debe ser una prioridad para la compañía. En este sentido, las desinversiones, las alianzas y la liberación de recursos, serán determinantes para reducir las presiones de apalancamiento y aumentar la capacidad de despliegue de capital.



# ASPECTOS A DESTACAR

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Cap. Bursátil (COP):	<b>0.57 bn</b>
Flotante:	<b>20%</b>
Dividendo anual (COP) 2021E:	<b>23.4</b>
Retorno por dividendo:	<b>2.4%</b>
%COLCAP:	<b>NA%</b>
# Acciones:	<b>574 mm</b>
P/VL actual:	<b>0.5x</b>
P/U actual	<b>5.6x</b>
Último precio:	<b>990</b>
Max 52 semanas:	<b>870</b>
Min 52 semanas:	<b>1,400</b>

**Estimamos un Precio Objetivo 2021FA de COP 2,620/acción.** Dentro de los principales cambios destacamos: i) el impacto de las restricciones de movilidad en el ritmo de ejecución y el tráfico promedio diario de las concesiones, particularmente en Ruta al Mar y Vías del Nus, que no cuentan con esquemas de tráfico garantizado; ii) la desinversión en el Túnel de Aburra Oriente; iii) los fallos favorables en Cesar Guajira y los recursos recibidos de Transversal de las Américas; y, iv) un menor ritmo de crecimiento de la construcción en el país, lo cual repercute en la velocidad de reemplazo de backlog.

**Es momento de desinvertir.** Si bien se espera que Fitch no tome decisiones

frente a la calificación de la compañía hasta mediados del primer semestre de 2021, es evidente que la baja tasa de reemplazo de backlog y su alto apalancamiento (Deuda Neta/EBITDA 2020E: 5.0x), ponen en riesgo la capacidad y el costo al cual El Cóndor podrá financiar su crecimiento futuro y consecuentemente su capacidad de mantener el retorno de sus proyectos. Sin embargo, la alianza con ISA, el anuncio de recursos por recibir por la liquidación de proyectos y la posible venta de su participación en proyectos como Pacífico II y/o III, permitirían un rápido desapalancamiento y además se convertirían en referencias de valor para que la acción logre reflejar un precio acorde con su valor justo. El valor en libros de la compañía es de COP 1,866/acción.

## ¿POR QUÉ NEUTRAL?

El Cóndor cuenta con una de las trayectorias más amplias en el sector de infraestructura en Colombia, sector que es foco del gobierno para la buscar la recuperación de la economía. Además, su excelente reputación, la alianza con ISA y las expectativas de desinversión, favorecerían su perfil crediticio y su crecimiento futuro. Sin embargo, dado que persiste la incertidumbre sobre el momento en que se llevarían a cabo las desinversiones y la participación en nuevos proyectos, mantenemos nuestra recomendación NEUTRAL.

### AUTORES

**Rodrigo Sánchez**  
Analista Senior Acciones  
wsanchez@corredores.com

**Katherine Ortiz**  
Líder Renta Variable  
kortiz@corredores.com



# EL CONDOR

## FICHA TÉCNICA

El Cóndor se dedica a la construcción y operación de concesiones viales con 40 años de experiencia en estos segmentos. La compañía ha ejecutado proyectos de urbanismo, ferroviarios, hidroeléctricos y mineros en Colombia. Se especializa en la construcción de vías, túneles, puentes, viaductos, obras en concreto, minería a cielo abierto y la gestión y operación de concesiones viales, aeroportuarias y de servicios públicos..

Resumen					
COP Millones	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Acciones en circulación (mm)	574	574	574	574	574
Cap. Bursátil	631,780	755,265	568,602	568,602	568,602
Precio (COP/Acción)*	1,100	1,315	990	990	990
VL (COP/Acción)	1,817	1,884	1,953	2,119	2,255
UPA (COP/Acción)	200	127	109	154	163
Total Deuda	684,029	713,339	669,522	543,495	519,834
Deuda Neta	659,258	681,874	821,686	734,631	803,330
EV	1,291,038	1,437,139	1,390,288	1,303,234	1,371,932
EV/EBITDA	7.5x	7.1x	10.8x	10.1x	10.0x
P/VL	0.6x	0.7x	0.5x	0.5x	0.4x
P/U	5.5x	10.3x	9.0x	6.4x	6.1x
Retorno por dividendos	4.6%	4.0%	2.7%	2.4%	3.3%
Dividendo por acción	51.0	52.5	27.2	23.4	33.0

\*Precio de Cierre del 23/10/2020

Balance General Consolidado					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Total Activos	2,331,430	2,244,072	2,326,185	2,289,718	2,354,704
Total Pasivos	1,287,847	1,161,827	1,204,759	1,072,770	1,059,567
Patrimonio	1,043,583	1,082,246	1,121,426	1,216,948	1,295,136
Deuda Total/Patrimonio	66%	66%	60%	45%	40%
Deuda Total/EBITDA	4.0x	3.5x	5.2x	4.2x	3.8x
Deuda Neta/EBITDA	3.8x	3.4x	6.4x	5.7x	5.9x
ROE	11.0%	6.8%	5.6%	7.3%	7.2%
ROA	4.9%	3.3%	2.7%	3.9%	4.0%
ROIC	5.8%	5.7%	3.6%	3.9%	3.9%

Estado de Resultados Consolidado					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Ingresos Operacionales</b>	905,369	874,798	805,652	854,422	874,381
Costo de ventas	742,735	720,258	687,061	720,107	736,055
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>162,634</b>	<b>154,540</b>	<b>118,591</b>	<b>134,314</b>	<b>138,326</b>
Gastos adm. y comercial.	44,261	-6,695	20,985	21,237	21,996
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>118,373</b>	<b>161,235</b>	<b>97,606</b>	<b>113,078</b>	<b>116,331</b>
Utilidad antes de impuestos	152,599	119,840	92,439	130,389	137,364
Impuesto a la renta	37,444	46,736	29,581	41,724	43,956
<b>Utilidad Neta</b>	<b>115,155</b>	<b>73,103</b>	<b>62,859</b>	<b>88,664</b>	<b>93,407</b>
<b>EBITDA</b>	<b>171,353</b>	<b>202,605</b>	<b>128,754</b>	<b>129,404</b>	<b>136,798</b>
Margen Bruto	18.0%	17.7%	14.7%	15.7%	15.8%
Margen Operacional	13.1%	18.4%	12.1%	13.2%	13.3%
Margen EBITDA	18.9%	23.2%	16.0%	15.1%	15.6%
Margen Neto	12.7%	8.4%	7.8%	10.4%	10.7%





# EL CONDOR

## FICHA TÉCNICA

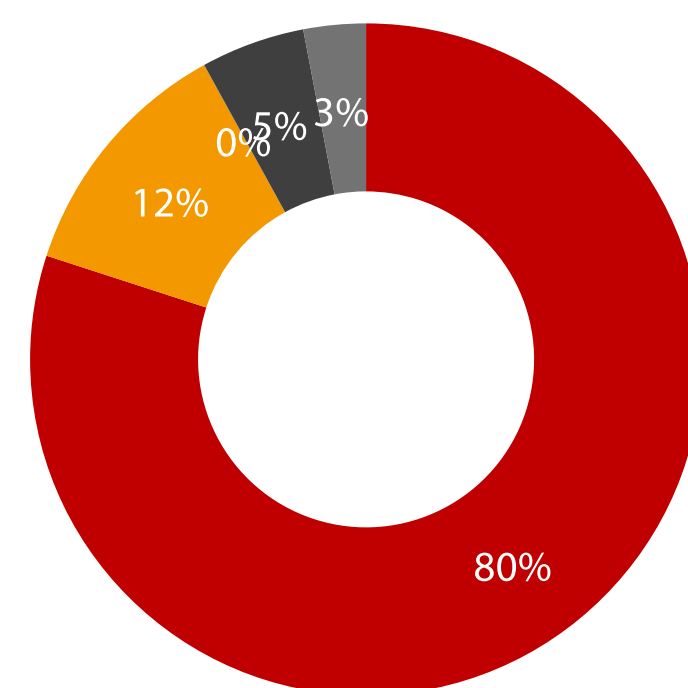
### Comparables

Compañía	EV/EBITDA 2021	P/U 2021
Salfacorp	12.6x	10.7x
Besalco	7.4x	14.0x
Obrascon Huarte	4.4x	20.0x
Ferrovial Sa	18.6x	24.8x
Strabag Se -Br	3.6x	8.8x
Vinci Sa	8.6x	12.6x
Osjb Holdings Co	4.1x	10.1x
Concreto	6.1x	8.4x
Mediana	6.8x	11.7x

### Administración

Presidente: Luz María Correa  
 VP Financiero: Alejandro Correa  
 Página web: [www.elcondor.com](http://www.elcondor.com)

### Composición accionaria



- Accionistas internos
- Internacionales
- Personas jurídicas
- Fondos de pensiones
- Persona natural

### Escenarios Precio Objetivo

#### Escenario Optimista

**COP 2,950**

En este escenario, evaluamos incorporamos un TACC de los ingresos de construcción de 400pbs por encima de nuestro escenario base entre 2020 y 2025.

#### Escenario Pesimista

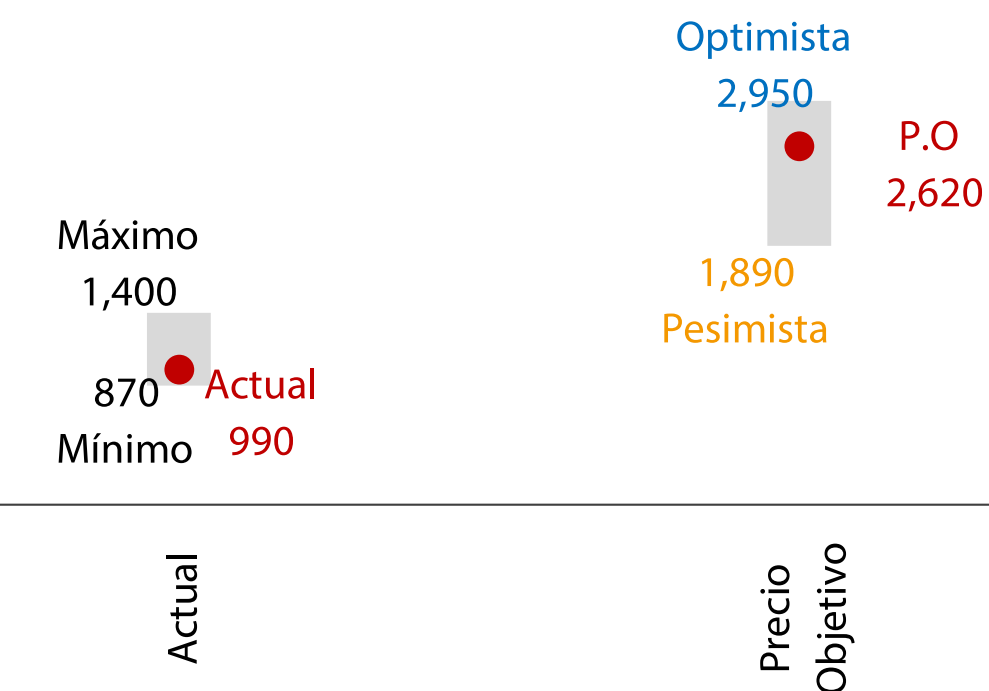
**COP 1,890**

Cesar-Guajira y Vial los Llanos son liquidadas sin generar ningún valor para la compañía. Además, incorporamos un TACC 400pbs inferior en los ingresos por construcción en 2020-2025.

### Escenarios Precio Objetivo

Precio histórico 52 semanas

Precio Objetivo 2021FA





# HIPÓTESIS DE VALOR

**Interconexiones Viales como palanca de crecimiento:** En julio de 2020 finalmente se anunció la creación del vehículo mediante el cual ISA (65%) y El Cóndor (35%) participarán en el sector de infraestructura en Colombia y Perú. Esta alianza le permite a El Cóndor contar con un socio con amplios recursos y conocimiento para ir detrás de proyectos nuevos, donde ya se están evaluando de manera conjunta cinco proyectos de 5G, al igual que iniciativas privadas y obras públicas, los cuales serán claves para el fortalecimiento del backlog, la principal fuente de ingresos de la compañía. Además, como se anunció desde el lanzamiento de esta alianza, El Cóndor podría aportar proyectos de su portafolio, lo cual limitaría los esfuerzos en capital y por el contrario podría ser una fuente de recursos importante.

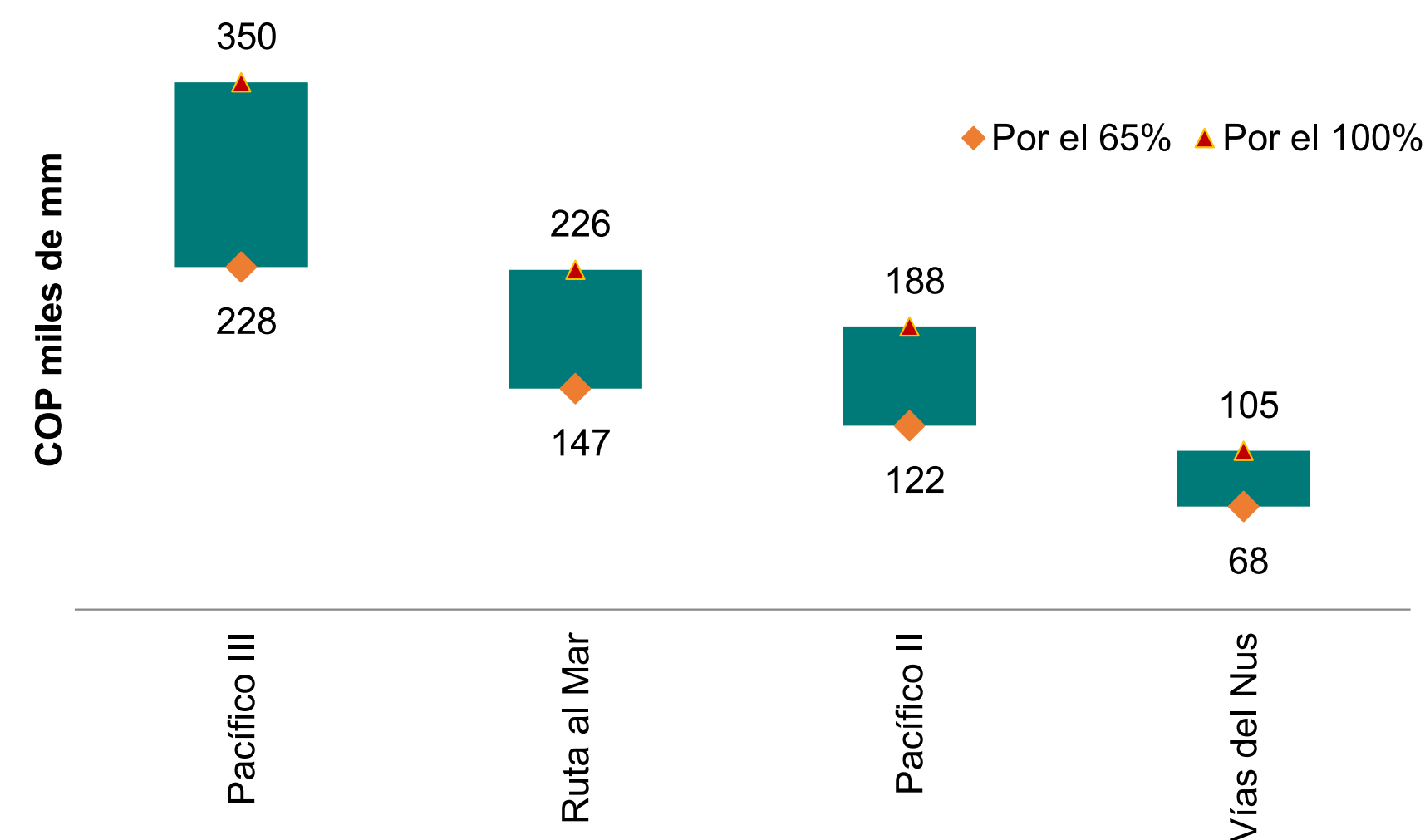
## PROYECTOS Y CONCESIONES VIALES





**Las desinversiones se ven más cercanas:** De acuerdo con la compañía, respecto al proyecto Pacífico III, el cual ya cuenta con un avance cercano al 85%, se adelanta un proceso de negociación, que según nuestras estimaciones le permitiría a la compañía liberar recursos cercanos a los COP 300 mil mm (~40% de la deuda actual), lo cual al mejorar el nivel de apalancamiento, podría resultar en mejoras en la visión que tiene la calificadora sobre el emisor y permitir una estructura de financiamiento acorde con el tipo de negocio que ejecuta El Cóndor y a menores tasas. Por otro lado, según medios internacionales, el reconocido grupo británico, John Laing, especializado en infraestructura, adelanta un proceso de debida diligencia y evalúa realizar una oferta por la participación de El Cóndor en el proyecto Pacífico II, participación que de acuerdo a nuestras estimaciones tiene un valor cercano a los COP 170 mil mm. En este sentido, de materializarse la venta de estos dos proyectos, los recursos a obtener podrían estar cerca a los COP 470 mil mm, equivalentes al ~80% del market cap de El Cóndor pero apenas al 24% del valor justo del portafolio de la compañía.

## VALOR ESTIMADO A PAGAR POR CADA CONCESIÓN A 2021FA



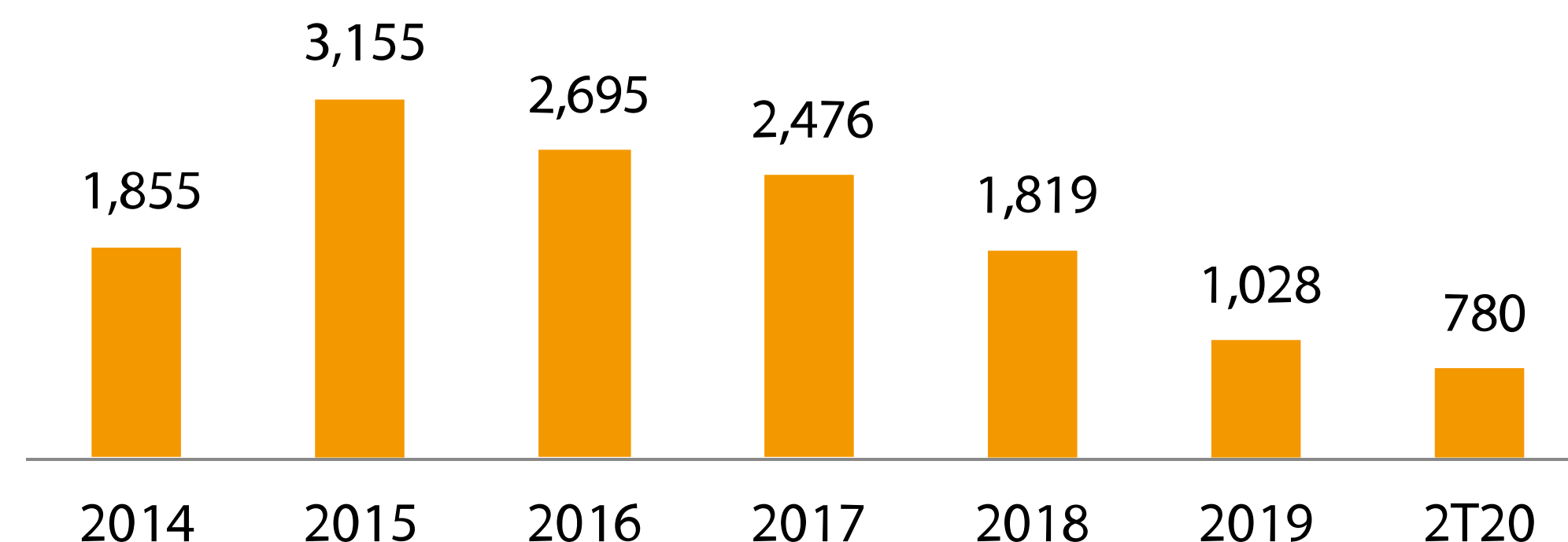


# RIESGOS

**Ausencia de nuevos proyectos:** El backlog de la compañía al 2T20 se ubicaba en COP 780 mil mm, equivalente a apenas el ~97% de los ingresos de un año, lo cual le pone una importante presión a la compañía por buscar la adjudicación de nuevos proyectos para así evitar una contracción significativa en su facturación. Si bien la compañía ha anunciado que trabaja en varios frentes y ha manifestado su interés por al menos cinco proyectos de 5G, estas son obras, que no empezarán trabajos antes de finales de 2021. En este sentido, consideramos que es primordial que la compañía logre adjudicaciones importantes antes del 3T21, para evitar afectaciones significativas a su negocio constructor, lo que en últimas podría presionar su generación de caja y apretar aún más sus niveles de apalancamiento, en el escenario que no se materialicen desinversiones.

**La crisis podría afectar la negociación de activos:** Si bien los proyectos de 4G de El Cóndor ya cuentan con un avance promedio del 75% y están cerca de sus cronogramas de ejecución, es posible que producto de la crisis las negociaciones puedan presentar retrasos debido a que las proyecciones de tráfico podrían ser revisadas. Sin embargo, los proyectos que parecen tener un mayor avance en una eventual transacción (Pacífico II y III) cuentan con esquemas de ingreso mínimo garantizado, por lo cual las caídas en tráfico, que proyectamos estarán entre un -5% y -30% en 2020, no deberían tener un impacto significativo en el valor de los proyectos.

## BACKLOG (COP MILES DE MM)

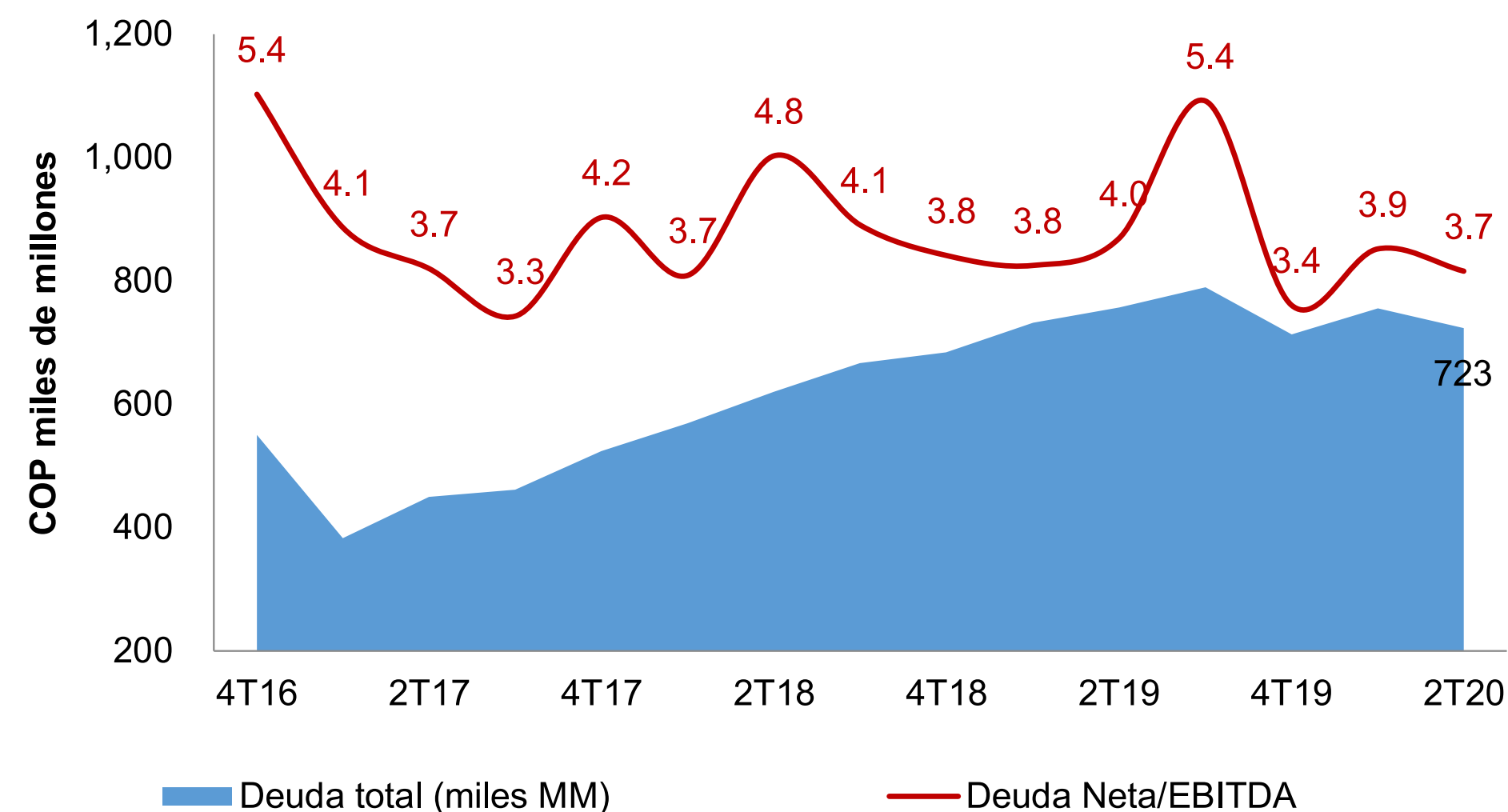






**De no lograr desinversiones, se pone nuevamente en riesgo la calificación.** La ausencia de desinversiones, una menor capacidad de despliegue en obras producto de nuevas restricciones de movilidad o retrasos adicionales en la liberación de recursos en Cesar-Guajira (~COP 62 mil mm) y Transversal de las Américas (~COP 15 mil mm), podrían poner presiones de liquidez a la compañía. En este sentido, considerando que Fitch mantiene una perspectiva negativa sobre la calificación (A- Col) no podemos descartar que de no lograr reducir el apalancamiento, nuevamente se pueda dar una rebaja de calificación, lo cual dificultaría la refinanciación de la deuda. Estimamos que un incremento de 100 pbs en el costo de financiamiento de largo plazo de la compañía implica una reducción de COP 180/acción en nuestro Precio Objetivo. De igual manera la administración se ha comprometido a reducir el endeudamiento para cierre de año.

## STOCK DE DEUDA VS. DEUDA NETA/EBITDA





# VALORACIÓN

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

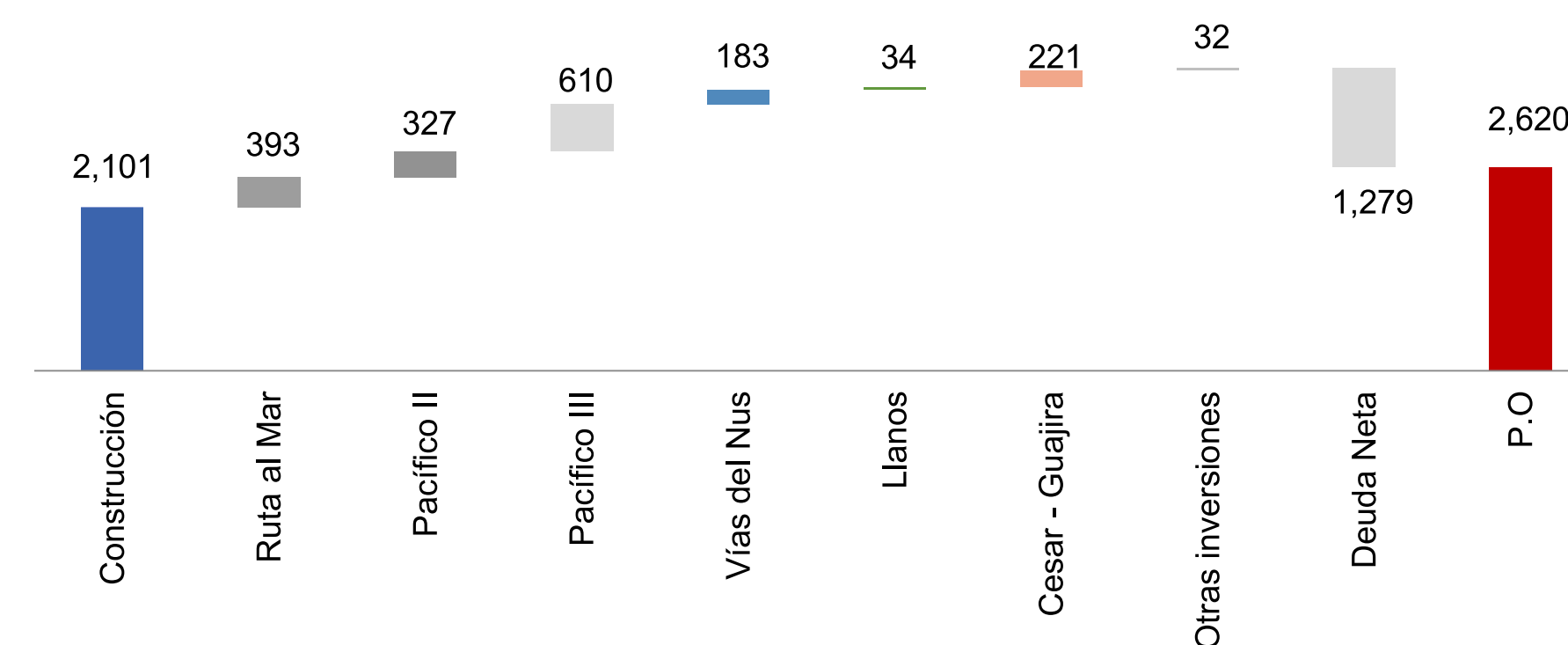
**Construcción:** Valoración por medio del flujo de caja libre descontado con un WACC de 11.3%, beta apalancado de 0.9, costo del equity (Ke) en pesos 13.7% y un crecimiento a perpetuidad de 3%.

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

**Otras inversiones:** Otras inversiones fueron incorporadas a su valor en libros al 2T20.

En conclusión, estimamos un Precio Objetivo 2021FA de COP 2,620/acción con un potencial de valorización de 154%. Sin embargo, incluso considerando el alto potencial de valorización, mantenemos nuestra recomendación NEUTRAL, a la espera que la compañía complete algunas desinversiones y genere nuevo backlog, lo cual será clave para poder evaluar una mejora en la recomendación.

## COMPOSICIÓN DE VALOR



## RESUMEN DE VALORACIÓN

SOTP	Metodología	% Participación	Valor participación (COP MM)	Valor por acción (COP)	Peso en el portafolio
<b>Construcción</b>	FCD	100.0%	1,206,852	2,101	53.9%
<b>Concesiones</b>			1,015,937	1,769	45.3%
Ruta al Mar	FCD	50.0%	225,924	393	10.1%
Pacifico II	FCD	21.2%	187,950	327	8.4%
Pacifico III	FCD	48.0%	350,428	610	15.6%
Vías del Nus	FCD	21.1%	105,361	183	4.7%
Concesión Vial los Llanos	VL	11.0%	19,596	34	0.9%
Cesar - Guajira	VL	100.0%	126,677	221	5.7%
<b>Otras inversiones</b>	VL	100.0%	18,335	32	0.8%
<b>Total negocios</b>			2,241,124	3,902	100%
Deuda Neta			734,631	1,279	
<b>Equity Value (SOTP)</b>			1,506,493	2,620	
<b># Acciones en mm</b>		574.3			
<b>Precio Objetivo</b>				2,620	

# COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA



<b>05</b>	<b>I. ASPECTOS A DESTACAR</b>
<b>06</b>	<b>II. FICHA TÉCNICA</b>
<b>08</b>	<b>III. HIPÓTESIS DE VALOR</b>
<b>10</b>	<b>IV. RIESGOS</b>
<b>13</b>	<b>V. PROYECCIONES</b>
<b>14</b>	<b>VI. VALORACIÓN</b>
<b>15</b>	<b>VII. SENSIBILIDADES</b>



## INVERSIONES RESILIENTES Y RENTABLES

**P.O.: 33,600 / SOBREPONDERAR**

**POTENCIAL: 28.5% RIESGO: ALTO CIERRE: COP 26,170**

Si bien la crisis ha generado afectaciones generalizadas, los sectores de infraestructura y energía y gas han demostrado su mayor capacidad de rápida reactivación. De hecho, estos dos sectores aportan cerca del 83% del valor del portafolio de Corficolombiana, por lo cual, los impactos en valor han sido moderados y prevemos que el acelerado crecimiento continuará, al igual que la política de distribución de dividendos. Sin embargo, reconocemos que sectores como el hotelero (3.7% del portafolio) tienen un largo camino para retornar a niveles pre-crisis y que los impactos reputacionales y eventualmente financieros podrían ser una limitante para la recuperación de la acción.





# ASPECTOS A DESTACAR

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Cap. Bursátil (COP):	<b>8.48 bn</b>
Flotante:	<b>39%</b>
Dividendo anual (COP) 2021E:	<b>2,500</b>
Retorno por dividendo:	<b>9.6%</b>
%COLCAP:	<b>3.3%</b>
# Acciones:	<b>324.1 mm</b>
P/VL actual:	<b>1.0x</b>
P/U actual:	<b>6.2x</b>
Último precio:	<b>26.170</b>
Max 52 semanas:	<b>33,820</b>
Min 52 semanas:	<b>19,600</b>

**Estimamos un Precio Objetivo 2021FA de COP 33,600/acción.** Entre los principales cambios destacamos la actualización del valor justo de Promigas (2021FA COP 8,900) y GEB (2021FA COP 2,800), al igual que el nivel de avance de los tres proyectos de 4G que están en construcción, los cuales no presentarían retrasos significativos frente al cronograma original y donde seguimos excluyendo a Covimar debido a sus reiterativos retrasos. De igual manera, hemos incorporado la venta de las participaciones en Gascop y Gas Natural. Seguimos considerando a la infraestructura como el catalizador de crecimiento, donde además la compañía mantuvo inalterado su plan de inversiones en 2020 por COP 1.9 bn y expresó su interés en participar en los proyectos 5G y en algunas nuevas concesiones aeroportuarias.

**Investigaciones por Ruta del Sol siguen sin disiparse.** Han pasado cerca de cuatro años desde que se dio la apertura del caso en contra del Consorcio Ruta del Sol y por ahora el escenario sigue siendo incierto. Si bien ya se han dado algunos avances como el laudo del Tribunal de Arbitramento y la recomendación de la SIC de archivar los cargos contra algunos directivos vinculados, los riesgos y efectos reputacionales, y posiblemente financieros, aún no desaparecen, lo cual puede seguir siendo un obstáculo para que la confianza por parte de los inversionistas regrese completamente. Estos procesos son la razón por la cual nuestra recomendación cuenta con un nivel de riesgo alto. Sin embargo, consideramos positiva la implementación de la estrategia de sostenibilidad, que abarca aspectos de gobierno corporativo.

## ¿POR QUÉ SOBREPONDERAR?

Corficolombiana ha demostrado una alta capacidad de crecimiento (TACC valor en libros por acción 2015-2019: 19.3%), que seguirá materializándose, en la medida que la ejecución de obras continúe. Por otro lado, incluso incorporando posibles multas por parte de la SIC (~COP 630/acción) y el Tribunal de Cundinamarca (~COP 2,500/acción), el P.O. de la acción aún continúa siendo atractivo, más no significa que no es un factor de riesgo a tener presente.

### AUTORES

**Rodrigo Sánchez**  
Analista Senior Acciones  
wsanchez@corredores.com

**Katherine Ortiz**  
Líder Renta Variable  
kortiz@corredores.com



# CORFICOLOMBIANA

## FICHA TÉCNICA

Corficolombiana es el banco comercial líder en Colombia en términos de activos, patrimonio e ingresos netos. Su actividad principal es la gestión activa de su cartera de renta variable a través de inversiones controladas y no controladas en sectores estratégicos, incluyendo infraestructura, energía y gas, agroindustria y hoteles. Corficolombiana complementa su negocio de gestión de inversiones, con las operaciones de tesorería y banca de inversión.

<b>Energía</b>	 
<b>Infraestructura</b>	    
<b>Agroindustria</b>	   
<b>Hotelería</b>	 
<b>Financiero</b>	 

Resumen	2016	2017	2018	2019	2T20 UDM
Acciones en circulación (mm)	231.7	237.9	279.4	296.6	324.1
Cap. Bursátil	8,590,939	6,947,214	4,582,952	9,135,661	8,480,660
Precio (COP/Acción)	37,080	29,200	16,400	30,800	26,170
VL (COP/Acción)	13,020	13,686	21,591	25,952	25,561
UPA (COP/Acción)	1,303	886	5,798	5,163	4,208
P/VL	2.8x	2.1x	0.8x	1.2x	1.0x
P/U	28.5x	33.0x	2.8x	6.0x	6.2x
Dividendo	1,834	1,490	500	1,658	2,640

\*Precio de Cierre del 23/10/2020

Balance General Consolidado					
COP mm	2016	2017	2018	2019	2T20 UDM
Disponible	2,453,853	2,288,634	2,044,470	3,695,501	4,323,021
Inversiones y ac. de concesión	8,156,799	8,200,036	11,443,592	13,313,037	15,267,300
Otros activos	9,949,011	10,667,346	12,756,865	14,803,635	16,471,636
<b>Total Activos</b>	<b>20,559,663</b>	<b>21,156,016</b>	<b>26,244,927</b>	<b>31,812,173</b>	<b>36,061,957</b>
Depósitos	3,846,793	4,094,365	3,805,028	4,067,504	4,765,051
Obligaciones financieras	6,160,782	6,252,678	7,112,413	9,694,372	11,468,823
Otros pasivos	5,603,209	5,529,510	7,208,797	8,082,243	9,243,967
<b>Total Pasivos</b>	<b>15,610,784</b>	<b>15,876,553</b>	<b>18,126,238</b>	<b>21,844,119</b>	<b>25,477,841</b>
Interés minoritario	1,932,383	2,023,262	2,084,983	2,270,392	2,300,763
<b>Patrimonio controlado</b>	<b>3,016,496</b>	<b>3,256,201</b>	<b>6,033,706</b>	<b>7,697,662</b>	<b>8,283,353</b>
ROE	33.2%	30.3%	22.2%	18.6%	18.2%
ROA	4.88%	4.66%	5.11%	4.50%	4.17%
Doble apalancamiento	158%	164%	132%	124%	136%
ROIC	2.93%	3.90%	16.20%	10.93%	8.97%

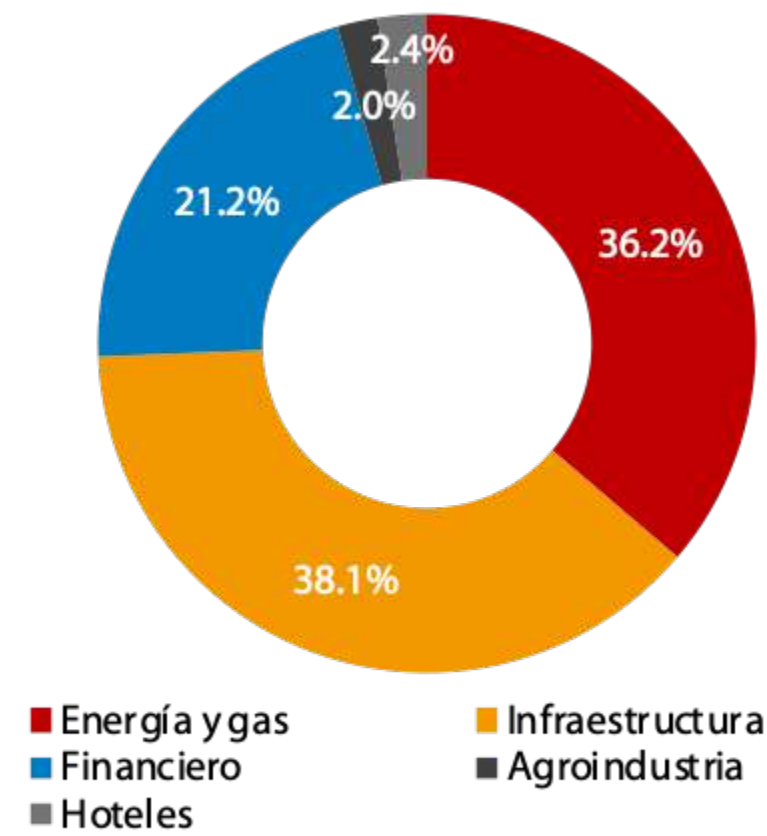
Estado de Resultados Consolidado					
COP mm	2016	2017	2018	2019	2T20 UDM
Margen Bruto sector real	8,695,604	9,016,067	9,746,909	10,263,713	10,827,425
MPU y Dividendos	1,829,516	1,849,753	1,828,132	1,917,423	2,027,342
EBITDA	1,771,265	1,823,381	1,965,908	2,067,751	2,181,617
Utilidad antes de impuestos	1,468,839	1,552,791	1,668,591	1,757,667	1,857,266
Utilidad neta	1,002,296	985,657	1,341,404	1,430,588	1,505,263



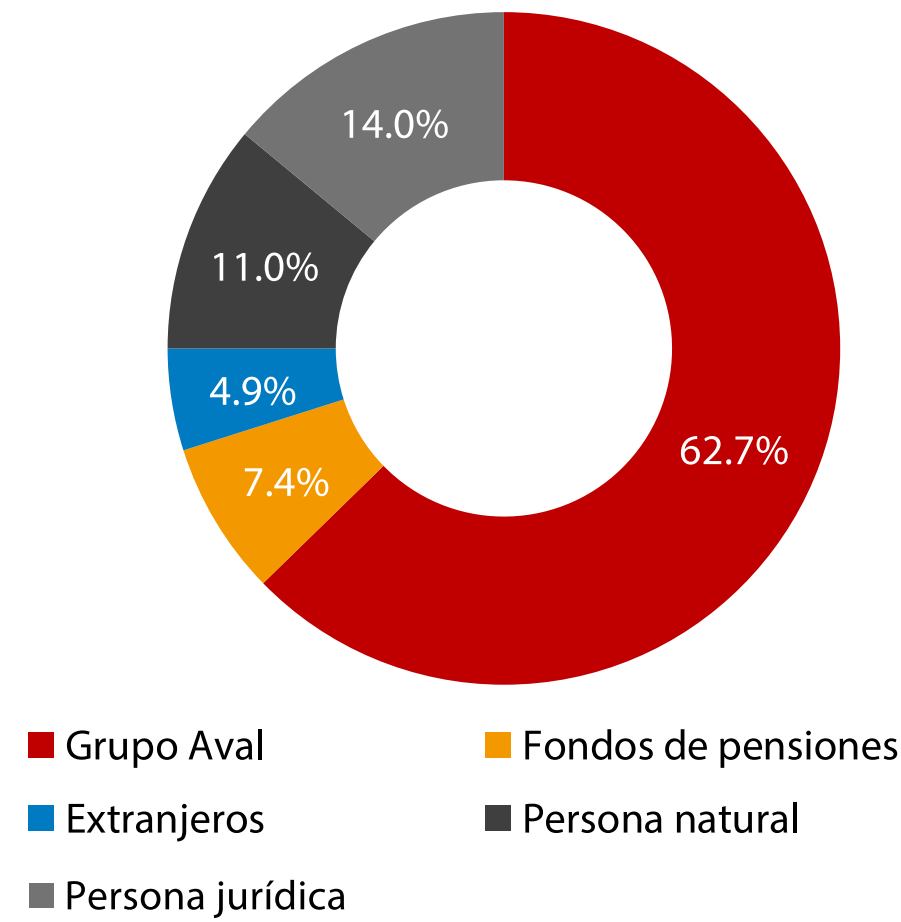
# CORFICOLOMBIANA

## FICHA TÉCNICA

Composición del activo



Composición accionaria



Escenarios Precio Objetivo

### Escenario Optimista

**COP 36,900**

Para calcular el valor el escenario optimista, hemos incluido a Covimar y hemos reducido el indicador de doble apalancamiento estimado a un nivel de 140%

### Escenario Pesimista

**COP 30,100**

Incorporamos multas asociadas al Tribunal de Cundinamarca, al igual que las multas relacionadas al cargo de sobornos por parte de la SIC y sobrecostos asociados al puente Chirajara. Adicionalmente, este escenario contempla mayores necesidades de recursos, llevando el doble apalancamiento a 160%.

### Escenarios Precio Objetivo

Precio histórico 52 semanas

Precio Objetivo 2021FA

Máximo  
33,820  
Actual  
26,170  
Mínimo  
19,600

Optimista  
36,900  
P.O.  
33,600  
Pesimista  
30,100

Actual

Precio  
Objetivo

### Administración

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



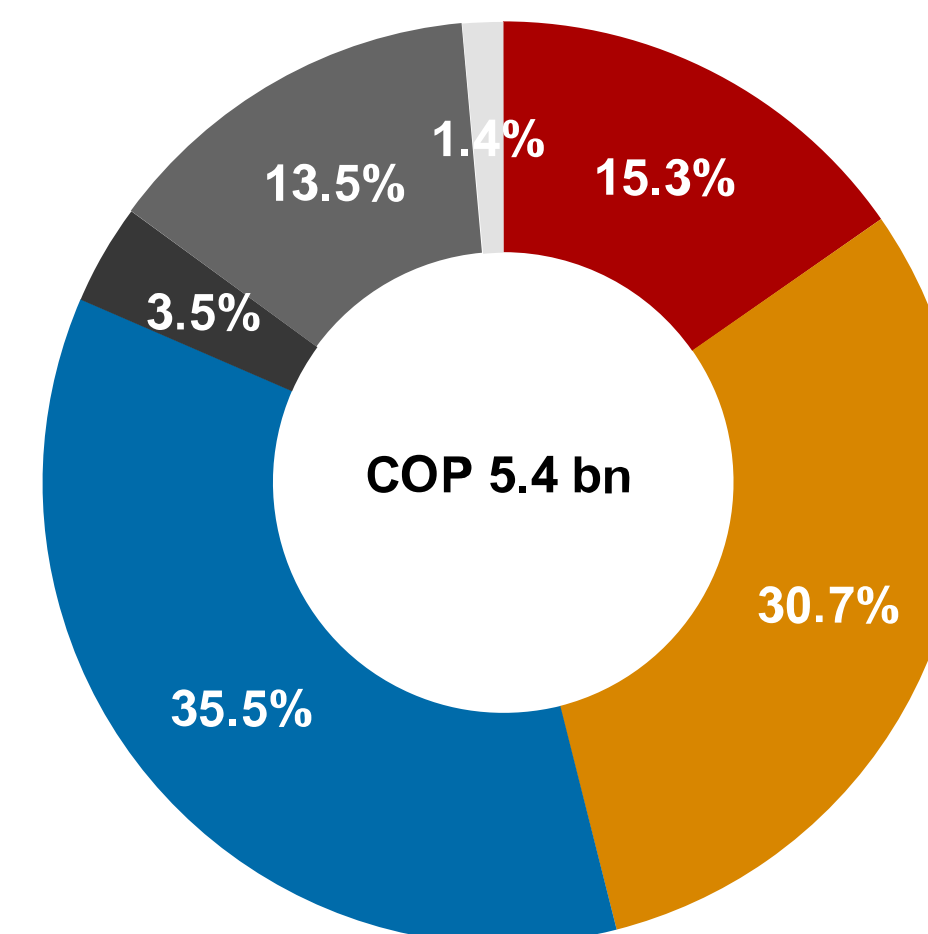


# HIPÓTESIS DE VALOR

## Las carreteras impulsan el crecimiento de la corporación:

Estimamos que a 2021 el aporte al valor de Corficolombiana hecho por el segmento de infraestructura será del 38% del portafolio (COP 16,600/acción), donde las tres concesiones en construcción de 4G aportan el 31% de este y el 7% restante corresponde a concesiones viales y aeroportuarias maduras. Considerando que en promedio las concesiones de 4G cerrarían el 2020 con una ejecución cercana al 54%, los resultados asociados a la construcción de estos proyectos continuarán reflejándose en el crecimiento de la corporación por algunos años más, consolidando a Corficolombiana como uno de los líderes nacionales en materia en infraestructura vial. Si bien la administración estima que para el 3T22 se lograría dar inicio al proyecto Mulaló-Loboguerrero, dada la alta incertidumbre, nuevamente excluimos este proyecto de la actualización (COP 700/acción). Por otro lado, hace pocos meses el gobierno anunció su programa de proyectos de 5G, que requerirá inversiones por ~COP 35 bn, y Corficolombiana ya anunció que buscará participar en algunos de estos proyectos, donde proyectos, como la Malla Vial del Cauca, podrían empezar a ser adjudicados a comienzos de 2021. Por otro lado, dados los impactos que tuvo el tráfico aéreo, Corficolombiana firmó un otrosí para extender la concesión de los aeropuertos de Cartagena y Cali hasta 2021, mientras se logra avanzar con la factibilidad de la IP Aeropuertos de Suroccidente, que busca concesionar los aeropuertos de Cali, Armenia, Neiva, Ibagué y Buenaventura, con inversiones superiores a COP 1 bn.

## VALOR ESTIMADO DE LAS CONCESIONES A 2021



■ Covipacífico ■ Coviandina ■ Covioriente ■ Panamericana ■ Pisa ■ CCFC

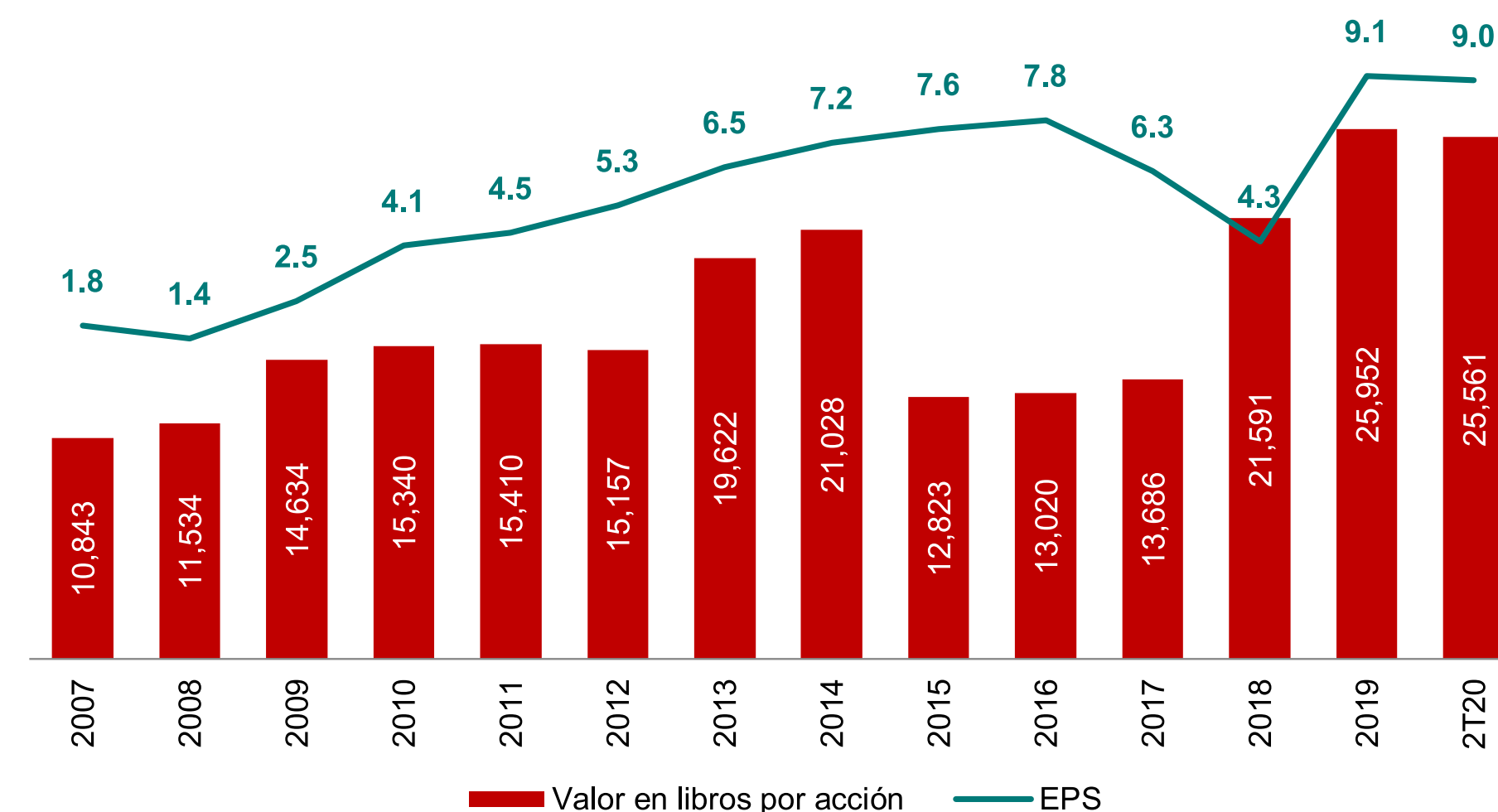




**Energía y gas siguen dando estabilidad al portafolio:** Promigas y GEB han demostrado una importante capacidad de mantener altas tasas de crecimiento, sin sacrificar los buenos niveles de rentabilidad y aportan cerca del 45% del portafolio de Corficolombiana, pese a las desinversiones en Gas Natural y Gascop en 2020. En ese sentido, el papel que juega Promigas, y de alguna manera también GEB, dentro de la estrategia de crecimiento de la corporación es clave en este contexto, considerando que las carreteras están en una etapa de uso intensivo de recursos y de flujo de caja libre negativo. Además, si bien su crecimiento es moderado pero recurrente en Colombia, las mayores oportunidades de Promigas, y de alguna forma también en GEB, están en Perú, un país que dado su bajo nivel de conexiones y su alto nivel de reservas de gas (5x las de Colombia), aún tiene un potencial de crecimiento muy significativo y donde estos dos jugadores controlan el negocio de distribución de gas.

**La gestión de portafolio y la política de dividendos han contribuido al crecimiento:** Si bien el tipo de inversiones y la composición del portafolio es diferente al de otros jugadores locales, los niveles de rentabilidad de Corficolombiana son superiores al de otros holdings locales, con un retorno sobre el capital invertido (incluyendo depósitos) cercano al 10%. Además, pese a que la política de dividendos puede generar un efecto dilutivo en los inversionistas, utilidad por acción y el valor en libros por acción de la compañía han presentado tasas anuales de crecimiento compuesto para el periodo 2015-2T20UDM del 17%, demostrando que esta política de pago en acciones, que consideramos no debería ser utilizada indefinidamente, ha permitido el crecimiento de la corporación, particularmente en esta etapa donde la necesidad de recursos para construcción es indispensable. En este sentido, esperamos que el dividendo decretado en 2021 pueda estar cerca de los COP 2,500 por acción (yield ~10%).

## UPA VS. VALOR EN LIBROS POR ACCIÓN





# RIESGOS

**Ruta del Sol sigue siendo la principal preocupación:** En el 2T20 la SIC emitió una serie de recomendaciones frente a las investigaciones en relación al proyecto Ruta del Sol. Por un lado, pese a que para la Delegatura para la Protección de la Competencia, el aprovechamiento del conflicto de intereses se configuró, se recomendó archivar este cargo, en el cual estaban vinculados Corficolombiana, Grupo Aval y algunos de sus directivos. Sin embargo, frente al cargo por sobornos, se recomendó declarar responsable a los involucrados, entre los que se encuentran Corficolombiana y su filial Episol, lo cual podría resultar en multas hasta por 100 mil SMMLV a cada compañía implicada o hasta un total de COP 205 mil mm si llegasen a imponerse multas por cada persona jurídica vinculada, incluyendo la participación de Episol en la Concesionaria Ruta del Sol S.A.S (33%). Estas posibles multas tendrían una afectación a nuestro P.O. de hasta COP 630/acción. Sin embargo, también hay que tener en cuenta que el proceso que adelanta el Tribunal de Cundinamarca no ha culminado y podría resultar en multas hasta por ~COP 800 mil mm y que en caso de que Corficolombiana se llegase a ver obligada a pagar la multa ajustada por participación, el P.O se reduciría en COP 1,220/acción. Finalmente, vale la pena mencionar que pese a que los efectos en valor podrían ser considerados moderados, de materializarse este riesgo, el impacto reputacional sería significativo y podría ser un obstáculo para que la acción alcance el P.O. Vale la pena mencionar que la compañía ha reiterado que estos procesos podrían tardar años en resolverse definitivamente.

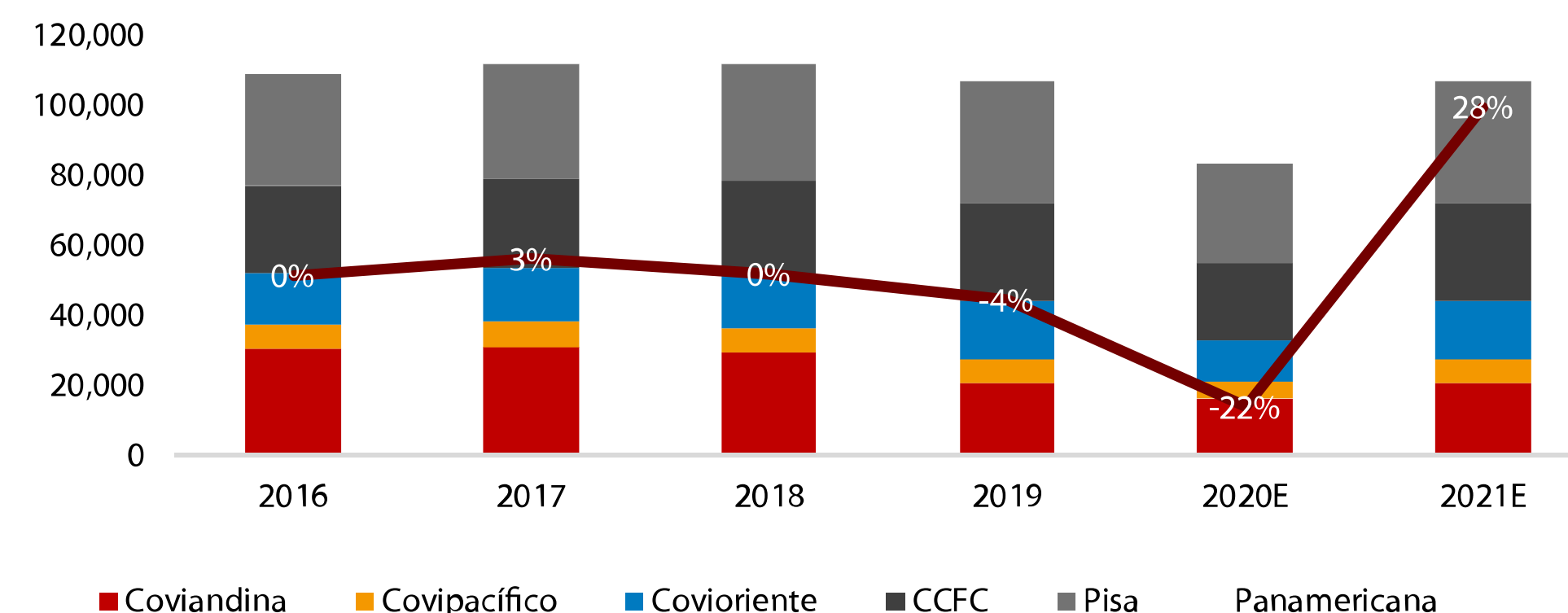
## IMPACTOS HIPOTÉTICOS DE POSIBLES SANCIONES

Evento	Proporción	Impacto (COP/acción)	Impacto (COP mm)
Fallo tribunal de Cundinamarca	33%	815	800,156
Fallo tribunal de Cundinamarca	100%	2,469	800,156
Pagos pendientes a terceros de buena fe	33%	1,222	1,200,000
Sobrecosto Chirajara	100%	247	80,000
Multas SIC - Prácticas anticompetitivas	100%	631	204,527



**La recuperación del tráfico podría ser lenta:** PProducto de las restricciones de movilidad y en general el impacto que el COVID-19 ha tenido en el comercio y el turismo, los niveles de tráfico de las concesiones viales del país se han visto impactados considerablemente y los proyectos de Corficolombiana no han sido ajenos a este fenómeno. En el 2T20, el tráfico de las seis concesiones en operación de Corficolombiana presentó una caída en promedio del 46% frente al 2T19 y para el 2020 estimamos que dicha caída podría promediar el 22% anual, con una recuperación hacia niveles de 2019 en 2021. En este sentido, las concesiones maduras tendrán una menor contribución a los resultados de la corporación y estimamos que en un escenario en que la recuperación del tráfico únicamente llegue a niveles del 90% en 2021 frente al 2019, el impacto en el P.O. de Corficolombiana sería de ~COP 1,200 por acción, donde es importante mencionar que los impactos en Covipacífico y Covioriente serían compensados por los esquemas contractuales de tráfico mínimo garantizado. Sin embargo, también resaltamos que la velocidad de ejecución y la liquidez de los concesionarios de 4G no se han visto comprometidas por la reducción de tráfico o por el no cobro temporal de peajes que implementó el gobierno durante parte de 2020, dado que son proyectos que por la etapa en que se encuentran se están financiando plenamente con aportes patrimoniales y deuda, aunque sí reconocemos que las necesidades de capital de trabajo serán mayores temporalmente.

## TPD POR CONCESIÓN Y CRECIMIENTO ANUAL







## SENSIBILIDAD DEL P.O AL DOBLE APALANCAMIENTO

**Un alto doble apalancamiento es poco deseable, particularmente en una crisis:** A pesar de que en el pasado Corficolombiana ha registrado niveles de doble apalancamiento superiores al actual (136%), este indicador continúa siendo agresivo y representa una mayor sensibilidad a los riesgos del portafolio de inversiones, considerando además el alto riesgo implícito del negocio de construcción de infraestructura y la coyuntura macroeconómica actual, donde la velocidad de recuperación es incierta. Sin embargo, este riesgo lo hemos incorporado a la valoración, asumiendo un nivel de doble apalancamiento del 150% en la estimación de deuda.

<b>Indicador doble apalancamiento</b>	<b>170%</b>	28,900
	<b>160%</b>	31,300
	<b>150%</b>	<b>33,600</b>
	<b>140%</b>	36,000
	<b>130%</b>	38,300



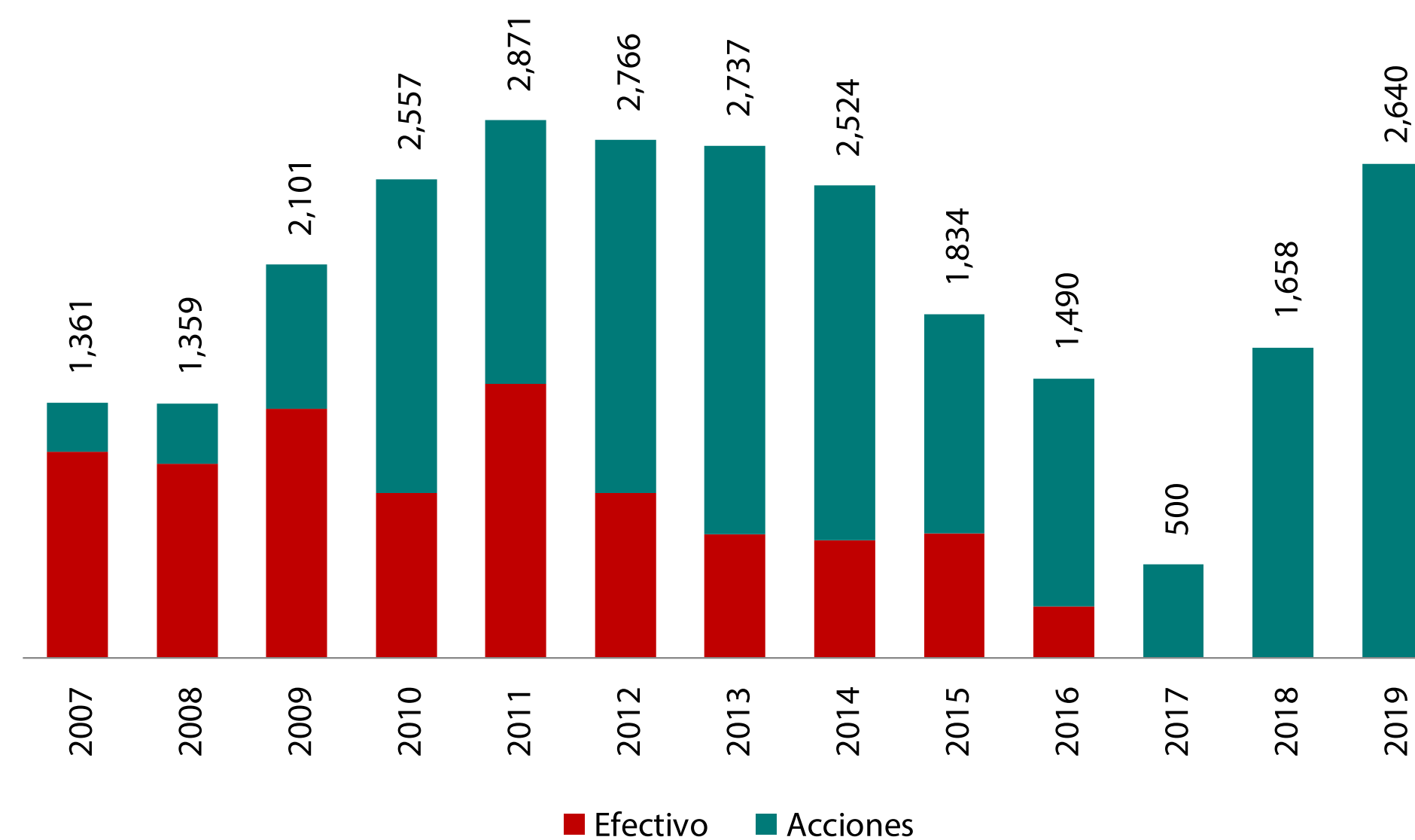


# PROYECCIONES

**Concesiones viales:** Estimamos el valor de las concesiones viales que controla Corficolombiana, donde en la actualización destacamos: i) ante la incertidumbre y nuevos aplazamientos 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 2027; ii) dadas las diferentes dificultades constructivas y los cierres recurrentes que presenta la vía, hemos incluido un incremento del 7.5% en el Capex de Coviandina; iii) hemos ajustado los niveles de tráfico de cada una de las concesiones, con caídas de TPD en 2020 entre el 18% y 35% y una recuperación a niveles de 2019 en 2021.

**Energía y Gas:** Hemos actualizado nuestro Precio Justo 2021FA de Promigas y GEB a COP 8,900/acción y COP 2,800/acción, respectivamente. Nuestras estimaciones del segmento de transporte y distribución de gas natural y energía se revisaron con base en las estimaciones de número de conexiones en Perú y de crecimiento de la UPME en el escenario medio posterior al inicio de la crisis. De esta manera, los ingresos consolidados de Promigas se ubicarían en COP 4.9 billones al cierre de 2021, incluyendo los ingresos por método de participación, y crecerían a una TACC de 6.2% durante el periodo 2018-2025. El margen EBITDA se ubicaría en promedio en 31%. Finalmente, en energía y gas, incorporamos la venta de las participaciones en Gascop y Vanti, durante el 2020.

## DIVIDENDO POR ACCIÓN



Fuente: Corficolombiana

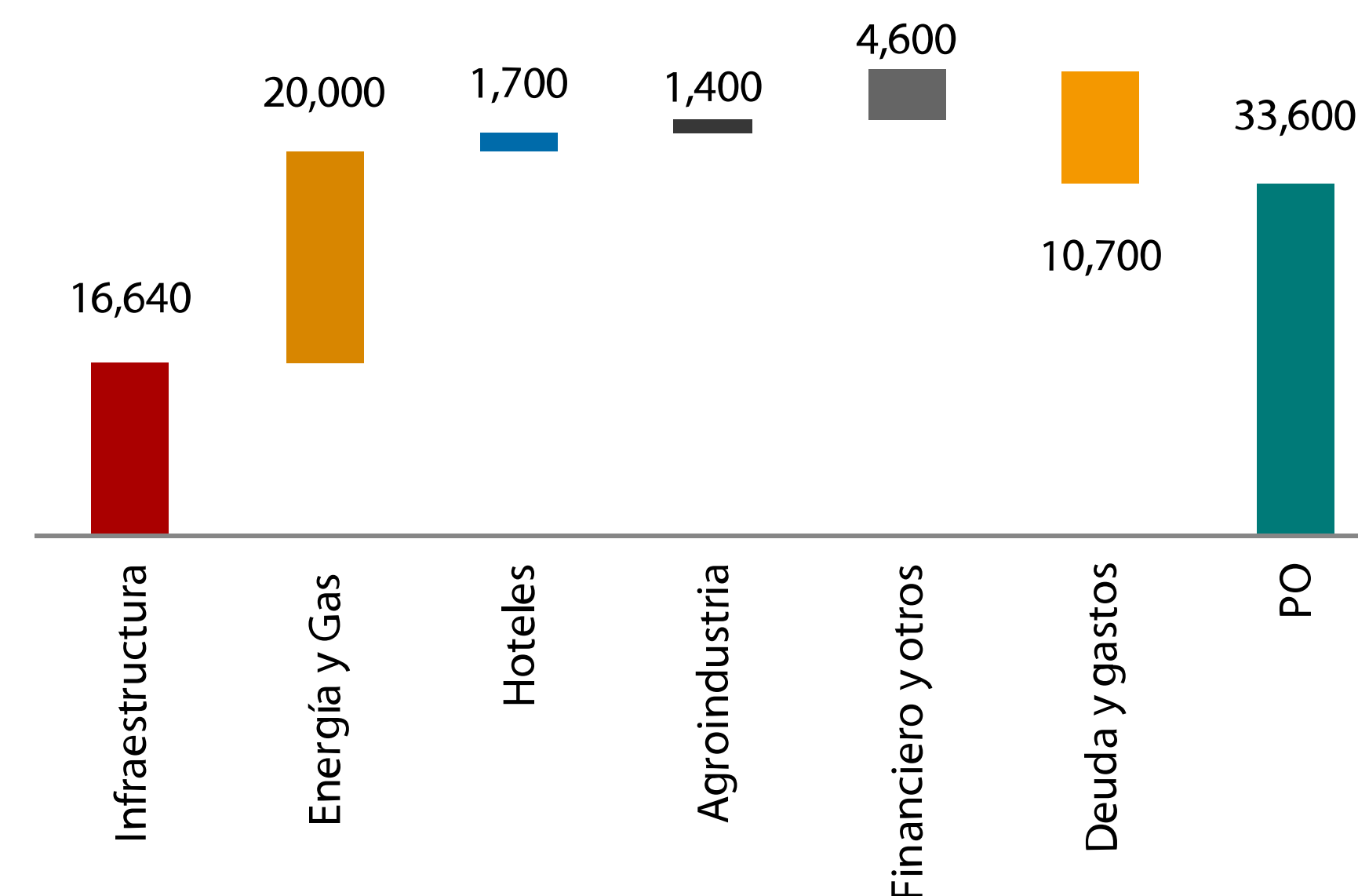


# VALORACIÓN

Hemos utilizado la metodología de suma de partes, que describimos a continuación:

1. Infraestructura: Valoramos las concesiones viales como un project finance del flujo de caja del accionista descontado a un Ke de 14.4%, tomando como referencia una estructura de capital de 70% equity y 30% deuda.
2. Valoración de Promigas a través de flujo de caja libre y múltiplos.
3. Valoración del segmento financiero y hotelero a partir de múltiplos ajustados por rentabilidad (P/VL y EV/EBITDA) dependiendo del sector en que se encuentran.
4. Para capturar el valor del negocio financiero directo, proyectamos el resultado neto de esta unidad y lo traemos a valor presente con un Ke de 13.5%.
5. Valoración de GEB mediante una metodología de suma de partes.
6. Compañías de agroindustria y otras inversiones fueron incluidas a valor en libros, salvo Mineros que fue incorporada a su P.O.
7. El endeudamiento del holding fue calculado a partir del indicador de doble apalancamiento del 150%, 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%.

## COMPOSICIÓN DEL VALOR



En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un P.O 2021FA de COP 33,600/acción, ofreciendo un potencial de valorización de 27.5% frente al precio de mercado actual, por lo cual mantenemos la recomendación de SOBREPONDERAR.



# SENSIBILIDADES

Cambio en el P.O de Promigas vs. Recuperación del TPD de las concesiones: Evaluamos el cambio en el P.O. del valor justo de Promigas y la recuperación en el tráfico promedio diario (TPD) de todas las concesiones en 2021 frente a los niveles de 2019. Como resultado, un incremento de COP 500/acción en el valor justo de Promigas significaría un aumento en el P.O. de COP 900/acción, mientras que una recuperación del TPD de 2021 frente al 2019 del 110%, tendría un impacto positivo de COP 1,200/acción.

Cambio TPD concesiones 4G		Precio Objetivo Promigas (COP)				
		7,900	8,400	8,900	9,400	9,900
80%		29,400	30,300	31,200	32,100	33,000
90%		30,600	31,500	32,400	33,300	34,200
100%		31,800	32,700	<b>33,600</b>	34,500	35,400
110%		33,100	33,900	34,800	35,700	36,600
120%		34,300	35,200	36,100	36,900	37,800

## RESUMEN VALORACIÓN

SOTP	Metodología	% Participación	Valor participación (COP mm)	Valor por Acción (COP)	Contribución
<b>Infraestructura</b>			<b>5,396,355</b>	<b>16,640</b>	<b>34.8%</b>
Covipacífico	FCD	89.9%	825,244	2,500	5.8%
Covimar	FCD	100%	-	-	0.0%
Coviandina	FCD	100%	1,653,930	5,100	11.5%
Covioriente	FCD	100%	1,909,939	5,900	13.3%
Panamericana	FCD	100%	189,625	600	1.3%
Pisa	FCD	88.3%	729,225	2,300	5.1%
CCFC	FCD	88.3%	77,012	200	0.5%
Aerocali	VL	45.0%	11,380	40	0.1%
<b>Energía y Gas</b>			<b>6,478,673</b>	<b>20,000</b>	<b>45.2%</b>
Promigas	FCD	51.0%	5,147,035	15,900	35.9%
GEB	SOTP	5.2%	1,331,638	4,100	9.3%
<b>Hoteles</b>			<b>523,923</b>	<b>1,700</b>	<b>3.7%</b>
Estelar	P/VL adj. ROE@1.5x	84.9%	469,965	1,500	3.5%
Santamar	P/VL adj. ROE@1.5x	84.6%	53,958	200	0.4%
<b>Agroindustria</b>			<b>474,521</b>	<b>1,400</b>	<b>3.3%</b>
Pajonales	VL	99.4%	210,154	600	1.5%
Unipalma	VL	54.5%	67,842	200	0.5%
Valora	VL	100.0%	196,525	600	1.4%
<b>Financiero</b>			<b>282,872</b>	<b>900</b>	<b>2.0%</b>
Negocio financiero directo	VP Margen financiero	100%	193,809	600	1.4%
Fiduciaria Corficolombiana	P/VL adj. ROE@1.0x	100%	56,823	200	0.4%
Casa de Bolsa	VL	100%	32,240	100	0.2%
<b>Otras inversiones</b>			<b>1,184,394</b>	<b>3,700</b>	<b>8.3%</b>
<b>Total negocios</b>			<b>14,340,738</b>	<b>44,300</b>	<b>100%</b>
Gastos administrativos	VP gastos admon	100%	(864,097)	(2,700)	
Deuda Neta	2x apalancamiento	100%	(2,579,394)	(8,000)	
<b>Precio Objetivo 2021FA</b>			<b>10,897,248</b>	<b>33,600</b>	

# COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA



<b>05</b>	<b>I. ASPECTOS A DESTACAR</b>
<b>06</b>	<b>II. FICHAS TÉCNICAS</b>
<b>08</b>	<b>III. HIPÓTESIS DE VALOR</b>
<b>11</b>	<b>IV. RIESGOS</b>
<b>13</b>	<b>V. PROYECCIONES</b>
<b>14</b>	<b>VI. VALORACIÓN</b>
<b>15</b>	<b>VII. SENSIBILIDAD PRECIO OBJETIVO</b>





## LA NUEVA REALIDAD DEL SECTOR PETROLERO

**P.O.: 2,150 / NEUTRAL**

**POTENCIAL: 15.6% RIESGO: MUY ALTO CIERRE: COP 1,860**

La compañía se enfrenta a un nuevo entorno macroeconómico, en el que la transición energética y el interés por un menor uso de los combustibles fósiles traerá grandes retos para el sector. Por este motivo, consideramos que es de suma importancia para Ecopetrol adaptarse a un escenario futuro de bajos precios del petróleo, sobreoferta y estabilización de la demanda. La disciplina financiera y operativa, junto con el desarrollo de proyectos estratégicos como los Yacimientos No Convencionales (YNC), gas natural y la interconexión de las refinerías en Cartagena seguirán siendo claves para que la compañía logre niveles adecuados de rentabilidad. No obstante, dada la incertidumbre en el sector petrolero ante una demanda que se recupera lentamente, esperamos que las valorizaciones sean limitadas, es por esto que recomendamos mantener una posición NEUTRAL en la acción de Ecopetrol.



# ASPECTOS A DESTACAR

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Cap. Bursátil (COP):	<b>77.22 bn</b>
Flotante:	<b>8.7%</b>
Dividendo anual (COP) 2021E:	<b>21</b>
Retorno por dividendo:	<b>1.12%</b>
% COLCAP:	<b>11.33%</b>
# Acciones:	<b>41,116mm</b>
P/VL actual:	<b>1.48x</b>
P/U actual:	<b>9.43x</b>
EV/EBITDA actual:	<b>5.7x</b>
Último precio:	<b>1,860</b>
Max 52 semanas:	<b>3,162</b>
Min 52 semanas:	<b>1,380</b>

**Actualizamos el P.O 2021FA a COP 2,150/acción.** En esta actualización incorporamos: i) la senda de precios del crudo para la valoración disminuyó en promedio para el periodo 2020-2030 cerca de USD 10/bbl, ante las nuevas expectativas de varios agentes sobre los precios del petróleo (EIA, Banco Mundial, Bloomberg); ii) menores márgenes en la venta de crudos y productos, debido al mayor diferencial en la canasta de ventas; iii) disminución de las métricas operacionales como producción y carga de las refinerías, en línea con el nuevo plan 2020-2022; iv) plan de inversiones para el periodo 2020-2022 de USD 10,000-13,000 mm; v) incremento en la tasa de cambio; y, vi) tasa WACC de 10.23%, con beta apalancado de 1.44 y gradiente de crecimiento a perpetuidad de 1.25%.

**Potencial limitado de valorización ante un entorno retador.** Consideramos que el precio de la acción de Ecopetrol cuenta con un limitado potencial de valorización (15.6%), en línea con el nuevo entorno de precios del barril de petróleo, que ha implicado una reducción drástica en los márgenes de rentabilidad de la compañía. Si bien su plan estratégico enfocado en proyectos a largo plazo como los YNC (Yacimientos No Convencionales), el desarrollo de los campos gasíferos offshore, el aumento de la capacidad de carga en la refinería de Cartagena a 200 kbd y los activos internacionales, le permitirá continuar en la senda del crecimiento y mantener una sólida estructura financiera; de no haber un repunte en el demanda de crudo y sus derivados, el sector seguirá enfrentándose a un ambiente retador.

## ¿POR QUÉ NEUTRAL?

El nuevo entorno retador para el sector petrolero implicará para Ecopetrol una disminución en sus márgenes de rentabilidad y una reducida capacidad de generar altos niveles de caja, lo que podría limitar la valorización de la acción. Lo anterior nos lleva a mantener una recomendación NEUTRAL pese al potencial de valorización frente a nuestro P.O.

### AUTORES

**Camilo Roldán**  
Analista Acciones  
croidan@corredores.com

**Katherine Ortiz**  
Líder Renta Variable  
kortiz@corredores.com



# ECOPETROL

## FICHA TÉCNICA

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.

Resumen					
COP Millardos	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Acciones en circulación (miles mm)	41.1	41.1	41.1	41.1	41.1
Cap. Bursátil	108,754	136,302	76,477	76,477	76,477
Precio (COP/Acción)*	2,645	3,315	1,860	1,860	1,860
VL (COP/Acción)	1,442	1,468	1,264	1,349	1,418
UPA (COP/Acción)	281	322	34	106	133
Total Deuda	39,189	38,239	47,057	42,876	40,811
Deuda Neta	31,751	29,539	34,406	28,924	30,761
EV	140,505	165,841	110,884	105,401	107,238
EV/EBITDA	4.6x	5.3x	6.4x	5.1x	4.7x
P/VL	1.8x	2.3x	1.5x	1.4x	1.3x
Precio Utilidad	9.4x	10.3x	54.4x	17.5x	14.0x
Retorno por dividendos	8.5%	9.5%	9.7%	1.1%	3.4%
Dividendo por acción	225	314	180	21	64
Producción (kbped)	720,400	724,800	701,500	711,000	714,000
Reservas 1P (mmbpe)	1,727	1,893	1,681	1,547	1,481
Vida de las reservas 1P (años)	6.6	7.2	6.6	6.0	5.7
Precio Crudo Brent	75	64	40	46	49

\*Precio de Cierre del 23/10/2020

Balance General Consolidado					
COP miles mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Total Activos	126,241	135,448	127,021	129,059	124,627
Total Pasivos	66,937	75,104	75,067	73,578	66,315
Patrimonio e interés minoritario	59,304	60,344	51,955	55,481	58,313
Deuda Total/Patrimonio	0.7x	0.6x	0.9x	0.8x	0.7x
Deuda Total/EBITDA	1.3x	1.2x	2.7x	2.1x	1.8x
Deuda Neta/EBITDA	1.0x	0.9x	2.0x	1.4x	1.3x
ROE	19.5%	22.0%	2.7%	7.9%	9.4%
ROA	9.2%	9.8%	1.1%	3.4%	4.4%
ROIC	15.1%	15.3%	4.3%	7.7%	9.5%

Estado de Resultados Consolidado					
COP miles mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Ingresos Operacionales</b>	67,820	70,847	48,593	54,121	57,052
Costo de ventas	41,170	44,958	39,310	40,964	42,074
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>26,650</b>	<b>25,889</b>	<b>9,283</b>	<b>13,158</b>	<b>14,977</b>
Gastos adm. y comercial.	4,939	5,474	4,465	3,627	3,670
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>21,711</b>	<b>20,415</b>	<b>4,818</b>	<b>9,531</b>	<b>11,307</b>
UNAI	19,855	19,099	2,694	7,553	9,456
Impuesto a la renta e interes minoritario	7,322	5,848	1,288	3,175	3,975
<b>Utilidad Neta</b>	<b>11,556</b>	<b>13,251</b>	<b>1,406</b>	<b>4,378</b>	<b>5,481</b>
<b>EBITDA</b>	<b>30,798</b>	<b>31,108</b>	<b>17,257</b>	<b>20,774</b>	<b>23,021</b>
Margen Bruto	39.3%	36.5%	19.1%	24.3%	26.3%
Margen Operacional	32.0%	28.8%	9.9%	17.6%	19.8%
Margen EBITDA	45.4%	43.9%	35.5%	38.4%	40.4%
Margen Neto	17.0%	18.7%	2.9%	8.1%	9.6%



# ECOPETROL

## FICHA TÉCNICA

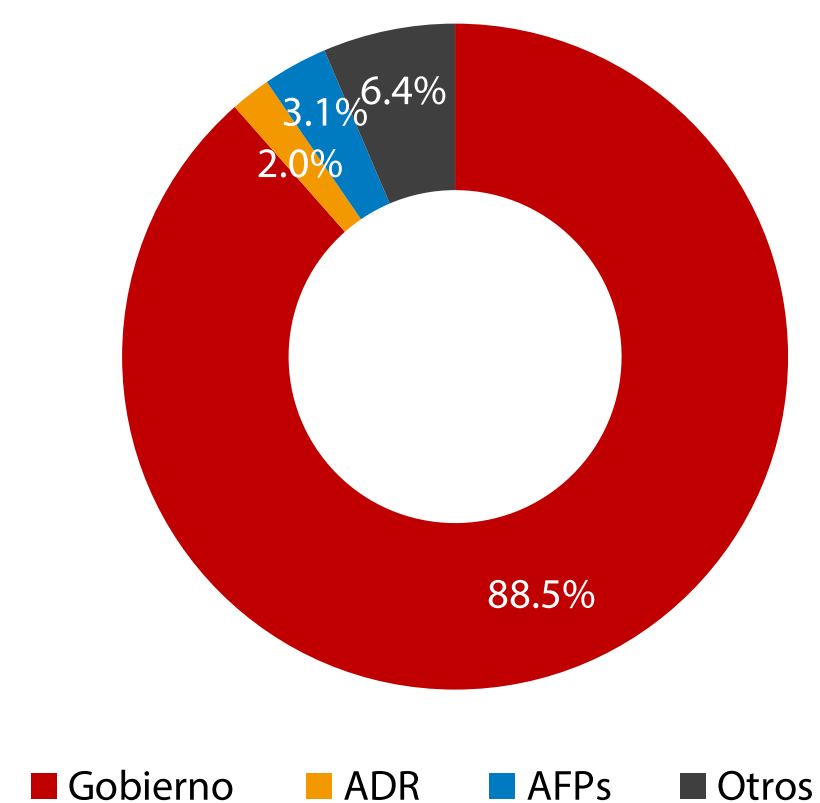
### Comparables

Compañía	EV/EBITDA 2021	P/U 2021
SINOPEC CORP -H	4.3x	8.2x
BP PLC	4.9x	11.3x
ROYAL DUTCH SH -A	4.9x	10.5x
EXXON MOBIL CORP	7.0x	15.4x
IMPERIAL OIL	7.5x	14.1x
LUKOIL	3.5x	6.3x
TOTAL SA	4.9x	9.7x
PETROCHINA -H	4.8x	11.8x
CHEVRON CORP	6.1x	15.0x
ENI SPA	3.5x	10.6x
HUSKY ENERGY INC	4.1x	11.3x
ROSNEFT	3.8x	5.1x
PETROBRAS -PREF	4.6x	6.5x
SUNCOR ENERGY	6.1x	11.9x
CONOCOPHILLIPS	5.4x	14.6x
ANADARKO PETROLE	4.7x	15.1x
CNOOC	3.2x	8.1x
OCCIDENTAL PETE	6.3x	15.2x
APACHE CORP	4.7x	21.9x
<b>Promedio</b>	<b>5.0x</b>	<b>11.7x</b>

### Administración

Presidente: Felipe Bayón  
 Vicepresidente: Jaime Caballero  
 Ejecutivo: María Alejandra Vélez  
 IR:  
 Página web: www.ecopetrol.com.co

### Composición accionaria



### Escenarios Precio Objetivo

#### Escenario Optimista

**COP 2,520**

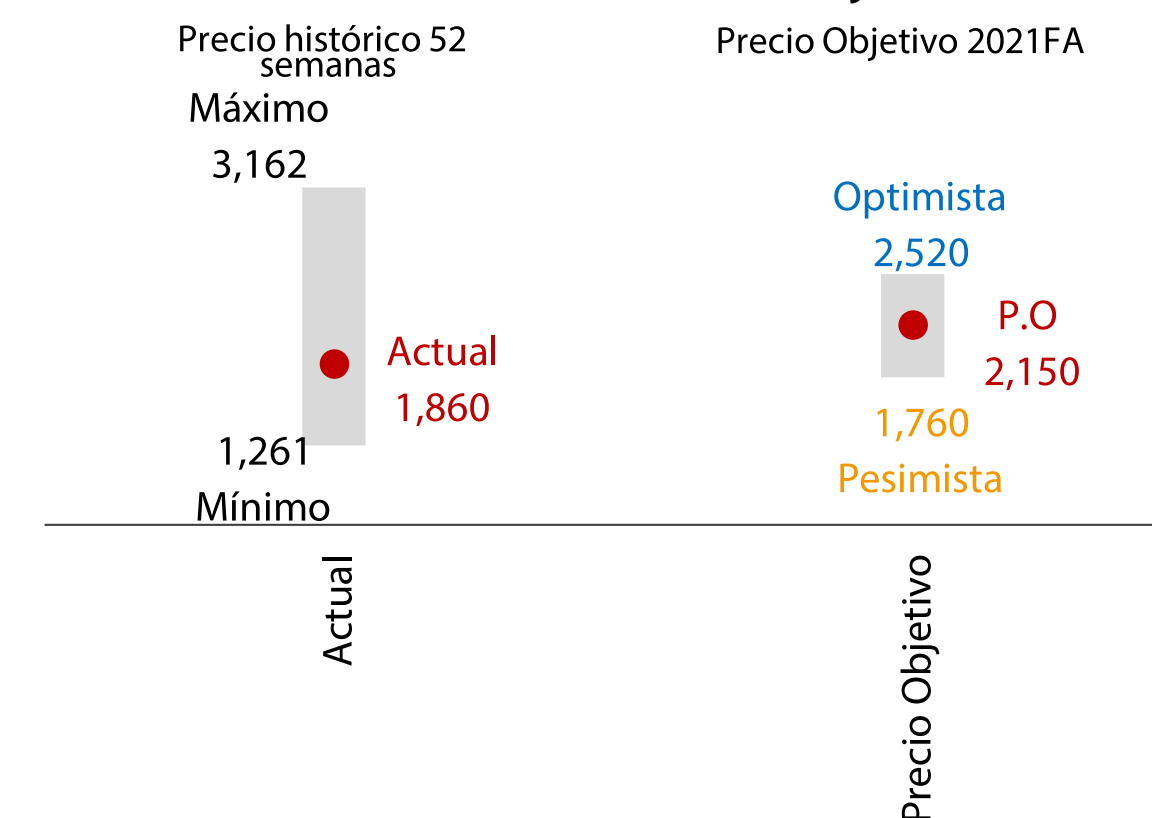
En nuestro escenario optimista asumimos un incremento de USD 10 en las proyecciones del precio del crudo Brent bajo nuestro escenario base, construido con las curvas del Banco Mundial, la EIA y futuros Bloomberg.

#### Escenario Pesimista

**COP 1,760**

En nuestro escenario pesimista asumimos una caída de USD 10 en las proyecciones del precio del crudo Brent bajo nuestro escenario base construido con las curvas del Banco Mundial, la EIA y futuros Bloomberg.

### Escenarios Precio Objetivo





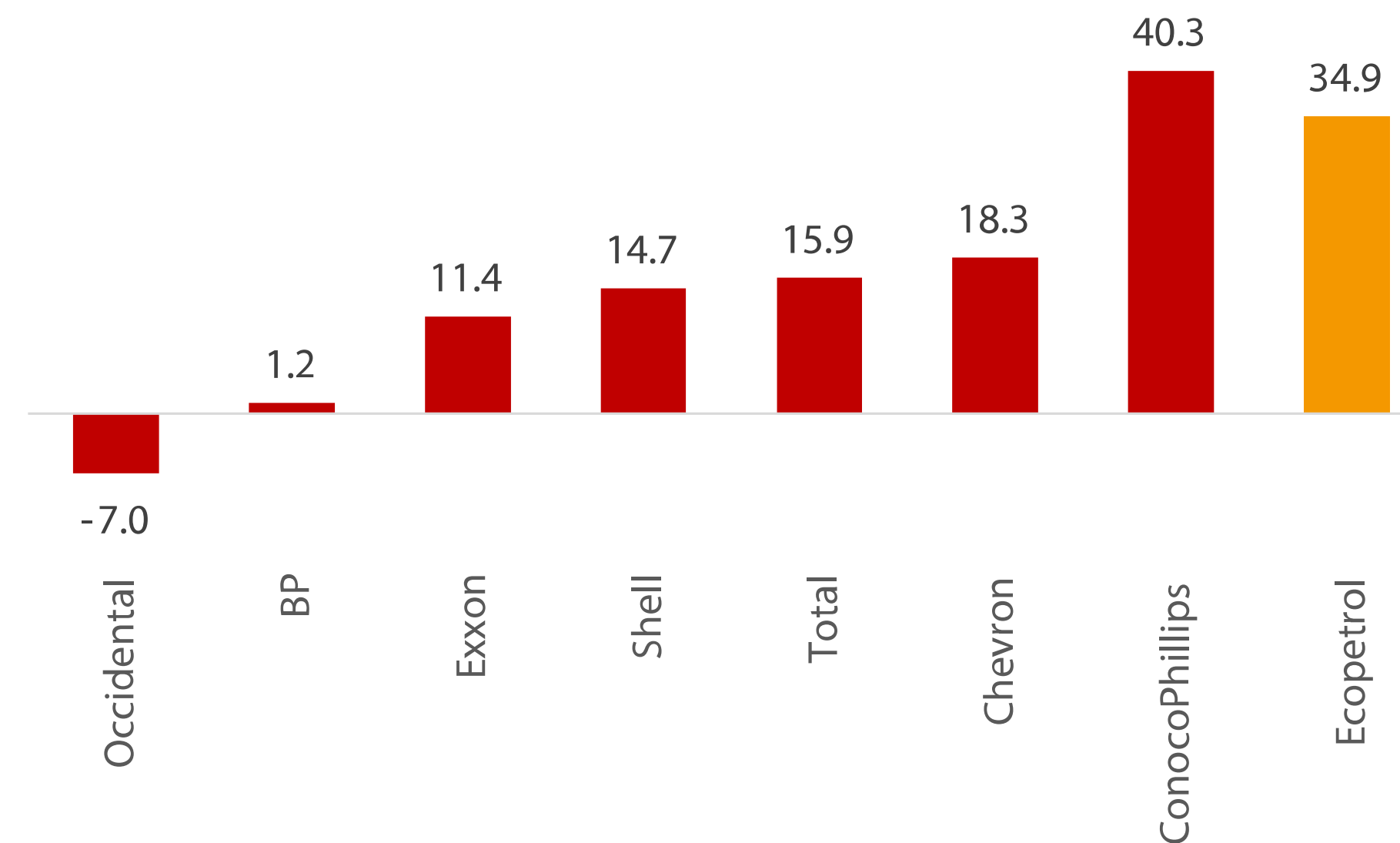


# HIPÓTESIS DE VALOR

**Mayor rentabilidad frente a sus pares.** El impacto de los bajos precios del petróleo a nivel mundial ha afectado en gran medida los márgenes de rentabilidad de las compañías del sector, motivo por el cual ha sido común la decisión de disminuir las inversiones en proyectos con el fin de proteger la caja. En el caso de Ecopetrol, se ha evidenciado que los márgenes de rentabilidad permanecen considerablemente altos (margen EBITDA ~35% UDM 3T20) e, inclusive, más del doble frente a sus comparables (margen EBITDA ~15%), superando a grandes empresas del sector como Exxon (11%), Shell (15%) y Chevron (18%). La integración de sus diferentes segmentos (Producción, Refinación y Transporte), posiciona a la compañía como un fuerte competidor en el sector, capaz de ofrecer a sus clientes todas las soluciones atadas a la industria.

Por su parte, frente al plan de inversiones, si bien se redujo desde USD 4,500 – 5,500 mm a USD 2,500 – 3,000 mm a inicios de la pandemia, dada la disciplina operativa y financiera del Grupo Ecopetrol, este nuevamente se incrementó a USD 3,000 – 3,400 mm en el 2020 por la mayor generación de caja y los ajustes operacionales.

## MARGEN EBITDA (%)



Fuente: Bloomberg



**Disciplina operativa y financiera.** Si bien se evidenció una gran caída en los ingresos operacionales por los menores precios del crudo a partir del segundo trimestre del año, Ecopetrol realizó un importante esfuerzo en eficiencias operativas donde logró reducir los costos variables y fijos en 47% y 24% anual, respectivamente, gracias a menores compras de crudo y derivados, y menores costos de mantenimiento, servicios contratados y profesionales asociados a la menor producción de la compañía. Históricamente, Ecopetrol ha demostrado su destreza para adaptarse a entornos económicos con bajos precios del petróleo, disminuyendo su breakeven de utilidad neta de USD 45.4 en el 2015 a USD 29.9 en el 2019, y dadas las eficiencias operativas logradas en el 2020, se espera mantenerlo cerca a este nivel, adicional a mantener un breakeven de caja de USD 26/bl. Bajo esta premisa, esperamos que la compañía siga siendo rentable incluso ante una expectativa de bajos precios del petróleo.

**Proyectos estratégicos.** Si bien ya mencionamos parte de los proyectos estratégicos más significativos para Ecopetrol, como lo son el desarrollo de los YNC en Colombia y los campos gasíferos, parte de su crecimiento a futuro estará también enfocado en: i) continuar con el desarrollo de los pozos y producción en la Cuenca del Permian en Estados Unidos, el cual permitirá adicionar a la producción entre 4.0 – 5.0 kbped en el 2020 y se espera continuar aumentando esta tasa de producción hasta 95 kpbped en el 2027, adicional a la adquisición de conocimientos en el uso de fracking y sus operaciones, fundamentales para el desarrollo de los campos de YNC en Colombia; y, ii) la interconexión de las refinerías de Cartagena, con lo cual la capacidad instalada de carga pasará de 150 kpd a 200 kpd, sumado un aumento de las unidades de proceso de 34 a 35, lo que le permitirá ser más competitiva en el mercado local e internacional al ofrecer combustibles con menos cantidad de azufres.

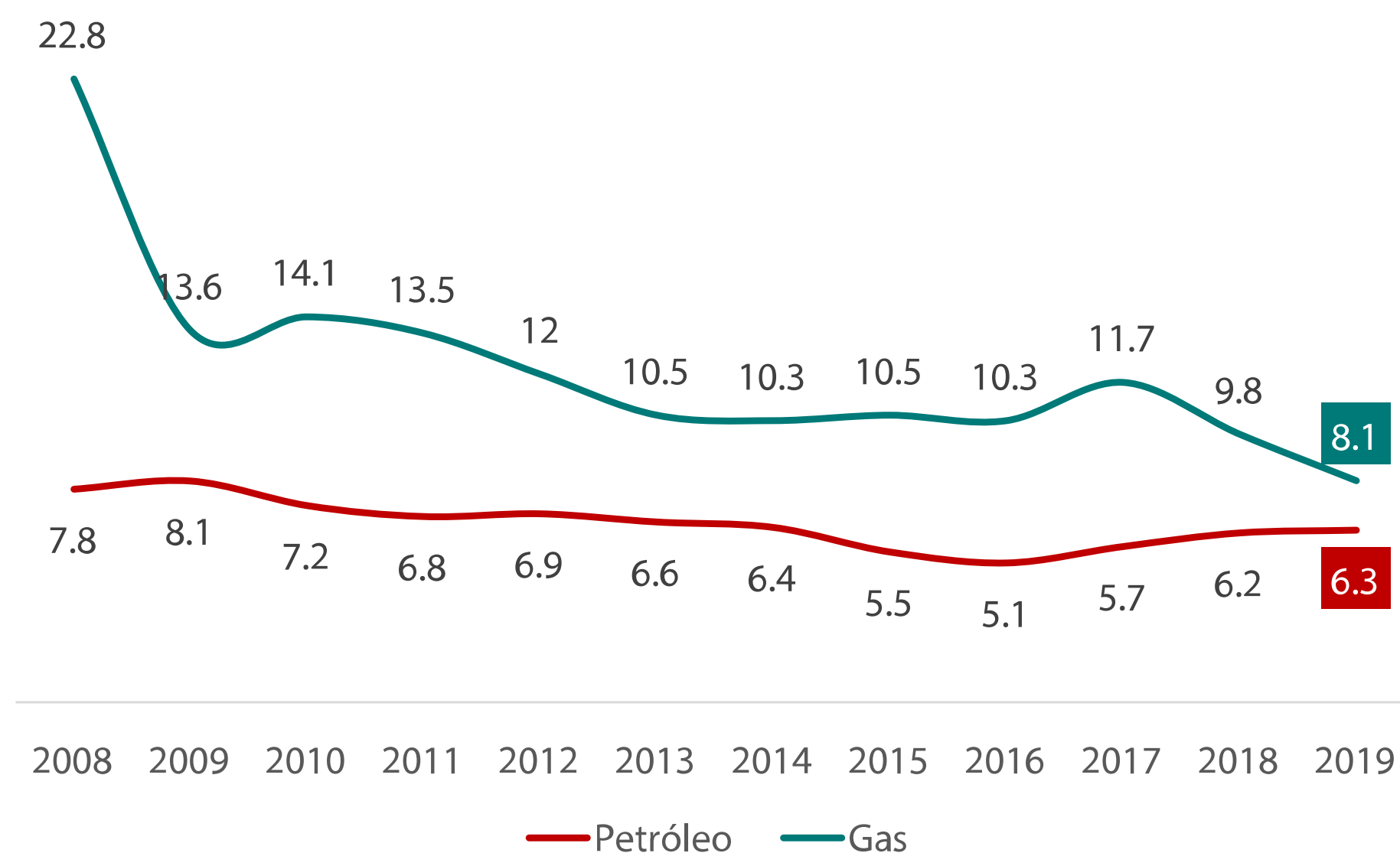
**Plan de negocios 2020-2022.** Bajo la nueva coyuntura económica, producto de la pandemia del COVID-19 y la sobreoferta de barriles de crudo en el mercado, Ecopetrol dio a conocer su nuevo plan de negocios 2020-2022, el cual se ajusta a la nueva realidad que se vive en el mundo. El nuevo plan contempla: i) inversiones orgánicas entre USD 11,000 y 13,000 mm; ii) niveles de producción cercanos a 700 kbped en 2020 subiendo a ~720 kbped al año 2022; iii) Carga al sistema integrado de refinación de 300 a 320 mil barriles por día en 2020 subiendo a ~380 mil barriles por día al año 2022; iv) volúmenes transportados de 1,000 mbd y 1,025 mbd, v) reducción de emisiones entre 1.8-2.0 Mega toneladas de CO<sub>2</sub>e/año; y, vi) capacidad de generación con energías renovables de ~300 MW a 2022. El plan tiene un foco de optimización de costos y eficiencias en todos los procesos, con lo cual se espera un costo unitario por barril de USD 22-23. Esperamos que bajo este plan de negocios, Ecopetrol continúe ofreciendo rentabilidad a sus inversionistas.



**El futuro energético de Colombia (fracking y gas).** Considerando la nueva actualización de las reservas de crudo y gas de 2019 en Colombia por parte del Ministerio de Minas y Energía, donde la vida media de las reservas de crudo se sitúa en 6.3 años y la de gas cayó drásticamente a 8.1 años, se hace evidente la incertidumbre sobre la autosuficiencia energética en el país. Esto, a nuestro juicio, incrementa la posibilidad de que el fracking de manera comercial se materialice, tomando en cuenta que ya se cuenta con la normativa para desarrollar los pilotos de investigación, donde Ecopetrol invertirá cerca de USD 120 mm junto con Exxon para el desarrollo de estos y la posibilidad de adicionar nuevas reservas a su portafolio (que se ubican actualmente en 1,893 mmbpe equivalentes a 7.8 años, menor al promedio de sus comparables internacionales de 11 años).

Es importante recordar que con el desarrollo de los Yacimientos No Convencionales (YNC), se podría aumentar de forma considerable la vida de las reservas del país de entre 8 y 22 años para crudo, y entre 30-50 años para las reservas de gas natural. Por otro lado, se estima que se llegue a un déficit en la oferta de gas en Colombia para el 2024, por lo cual los proyectos con prioridad enfocados en gas y la autosuficiencia energética del país, son de gran importancia para Ecopetrol, donde se estiman inversiones por USD 780-870 mm (2020-2022), para el desarrollo de campos offshore, Piedemonte y los activos de la Guajira, con la finalidad de incrementar su matriz de producción de gas.

## RESERVAS DE CRUDO Y GAS EN COLOMBIA (AÑOS)





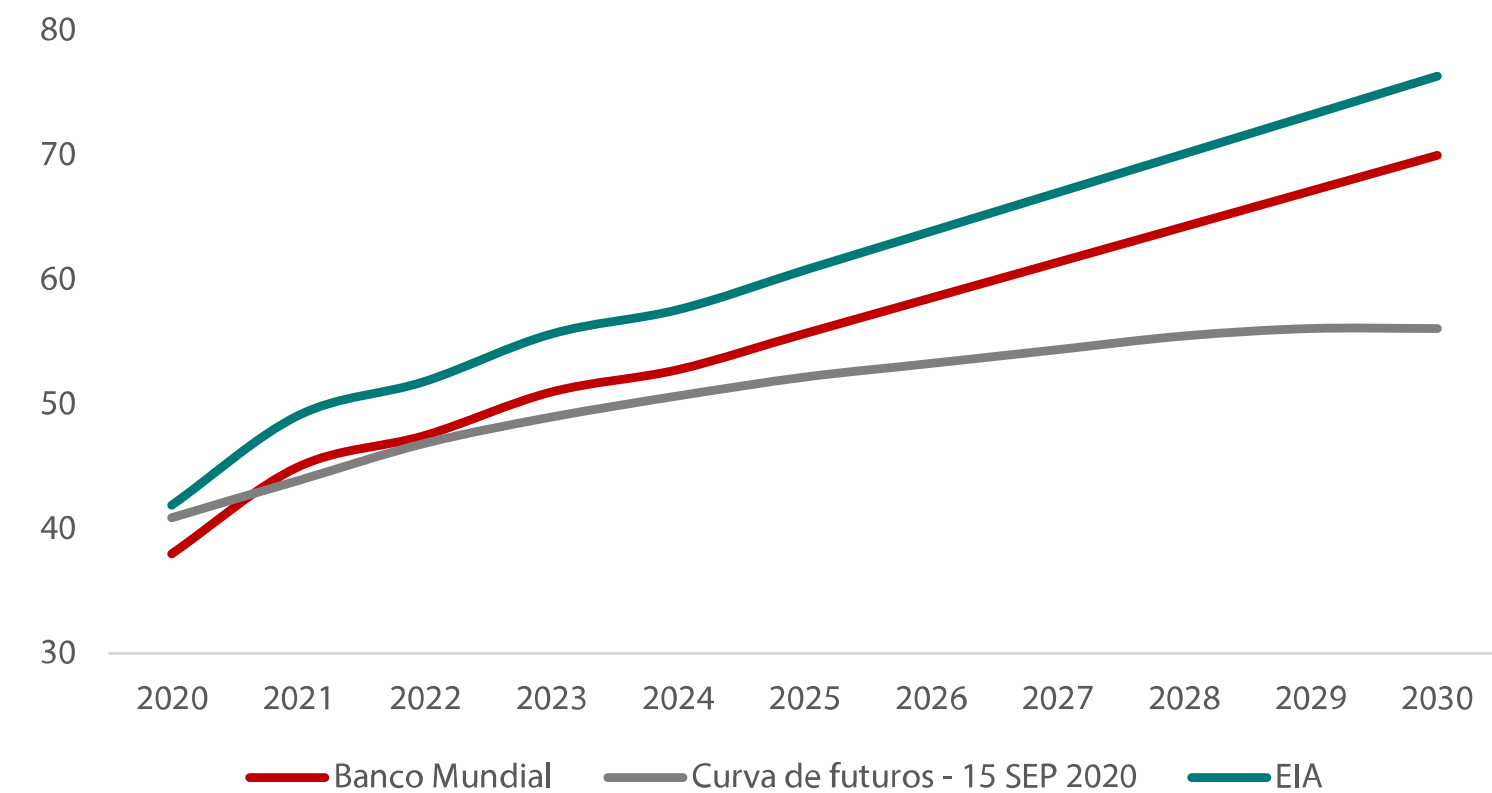


# RIESGOS

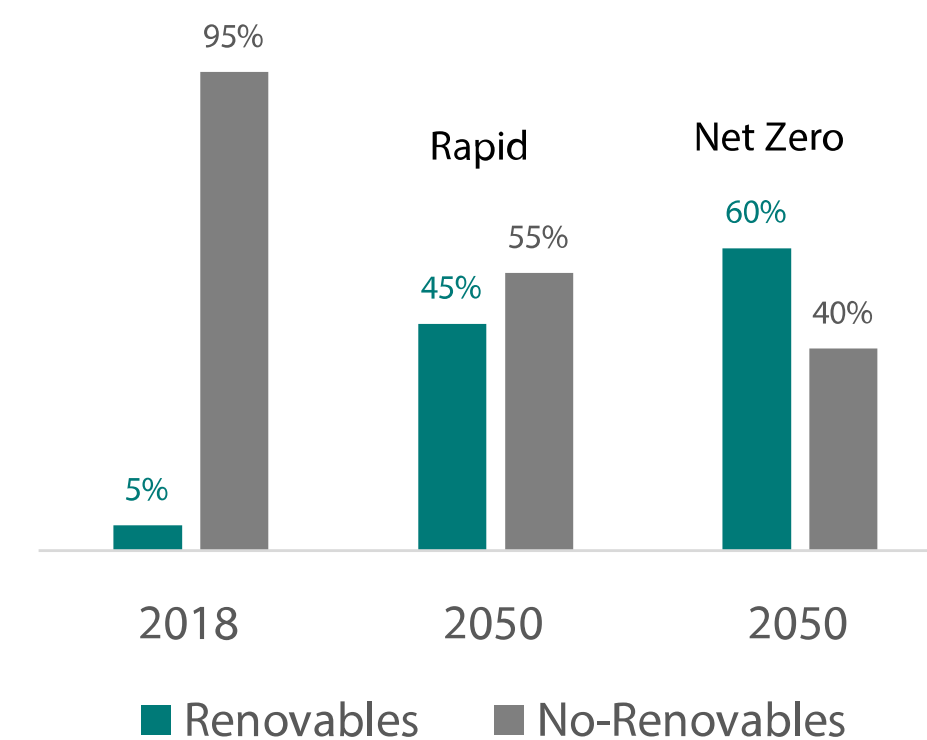
**Punto de quiebre para las grandes petroleras.** Bajo el efecto de la pandemia del COVID-19, la demanda por hidrocarburos según la EIA (Energy Information Administration) promediará 93.3 mmbd en 2020, un -7.9% inferior a la demanda en el 2019 (100 mmbd), y se espera que esta continúe una senda de muy bajo crecimiento, solo llegando a niveles del 2019 más allá del 2022, e inclusive la demanda por hidrocarburos caerá a medida que las energías renovables empiecen a jugar un papel más importante en las fuentes energéticas (69.6 mmbd en el escenario estricto en políticas ambientales según Barclays al 2050). Con el fenómeno Climático, grandes empresas del sector petrolero empiezan a evaluar el riesgo de la transición energética a una economía Net Zero (cero emisiones de gases con efecto invernadero), donde la tendencia y el cambio del comportamiento humano hacia el no uso de combustibles fósiles ha tomado fuerza en los últimos años, por lo cual, existen grandes retos para las compañías del sector en cuanto a:

i) nuevas regulaciones que limiten sus operaciones; ii) oposición social frente a la exploración de nuevos campos petroleros; iii) menores incentivos gubernamentales y beneficios para la explotación de hidrocarburos; iv) menor acceso a mercado de capitales y mayor costo de los recursos; y, v) grandes inversiones necesarias para poder hacer inmersión en las energías renovables. En el caso de Ecopetrol, este riesgo no es ajeno y representa un reto muy grande que podría limitar su crecimiento hacia el futuro de no plantearse alternativas de negocio para esta nueva coyuntura global.

## PRECIO BRENT (USD)



## COMPOSICIÓN DE LA MATRIZ DEL SECTOR ENERGÉTICO



BP planea dos escenarios para la transición energética:

- **Rapid:** se implementan políticas ambientales más estrictas a las actuales para cumplir con la meta del acuerdo de París, incrementando el costos de los contratos de emisiones de CO2.

- **Net Zero:** adicional a las políticas ambientales, se da un cambio estructural en la sociedad frente al cambio climático, que aceleraría la disminución de las emisiones de gases con efecto invernadero.





### **Gran oposición a las actividades de Fracking.**

Como lo mencionamos antes, la reglamentación del desarrollo de los pilotos de investigación de Fracking en Colombia ya fueron concluidas y las empresas, como Ecopetrol, están a la espera de los permisos ambientales para iniciar estos en el 2021. No obstante, la oposición se ha incrementado de manera considerable, donde grandes grupos ambientalistas al igual que grupos políticos, han trabajado consistentemente para radicar un proyecto de ley que prohibiría las actividades de fracturación hidráulica en Colombia para la explotación de hidrocarburos no convencionales (YNC), argumentado el riesgo ambiental, social y de salud que traería consigo el desarrollo de este tipo de actividades. Es por esto que, el riesgo que enfrenta Ecopetrol ante el desarrollo comercial de estos campos es muy alto, y podría significar una afectación a sus planes estratégicos de crecimiento en el largo plazo.

### **El segmento de refinación seguirá siendo el punto débil.**

Si bien el segmento de refinación de Ecopetrol ha sido clave para la estrategia comercial y de integración operativa para los demás segmentos, este continúa presentando bajos índices de rentabilidad (9M20 – Margen EBITDA 2.3%), producto del bajo diferencial de venta de la canasta de productos, que a balance de 9M20 se ubicó en USD 4.7, mostrando el débil desempeño financiero de este segmento, el cual ha sido recurrente durante varios años. Dadas las nuevas condiciones de mercado donde predominará la sobreoferta de crudo y sus derivados, adicional a la competencia que 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 en Sebastopol, con capacidad de carga de 150 kb/d, se podría disminuir considerablemente la participación de mercado de Ecopetrol.

### **Posibles secuelas en el segmento de transporte por la crisis.**

El segmento de transporte de Ecopetrol se ha destacado como el segmento más rentable durante la crisis, logrando márgenes EBITDA de 78% durante el 2020. No obstante, como alivio a los clientes se ofreció aplazamiento y descuentos de los pagos durante los meses de mayo y junio. Si bien esto no implica que el segmento de transporte presente una disminución considerable en los ingresos generados, dadas las nuevas condiciones de mercado con la menor producción y los prospectos de los bajos precios del petróleo en el mediano plazo, los clientes del segmento de transporte podrían verse forzados a renegociar los contratos (precio y volumen), lo que podría disminuir los ingresos al igual que los márgenes de rentabilidad.



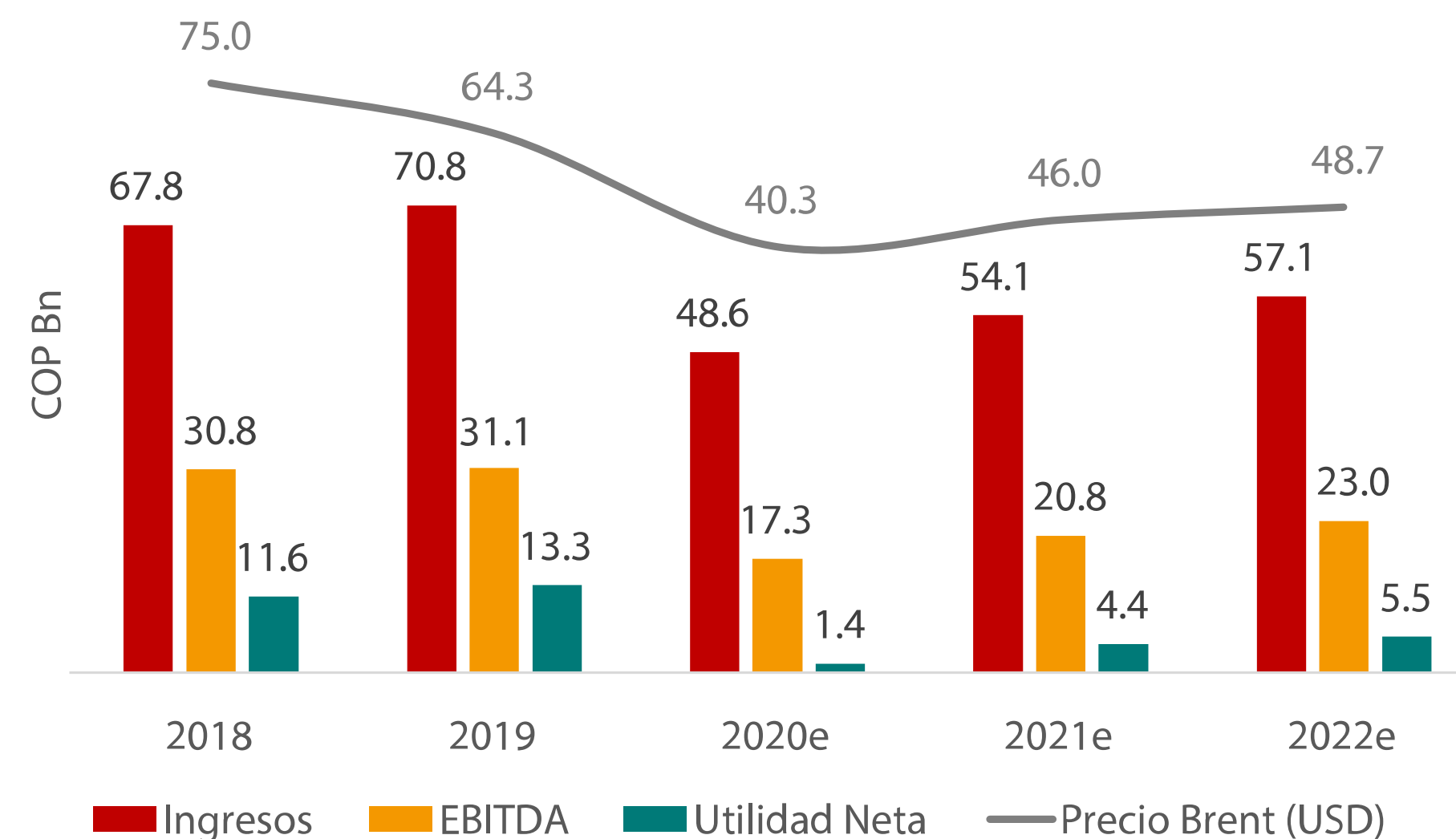
# PROYECCIONES

**Ingresos.** Estimamos que para el 2020 los ingresos serán de COP 48.5 bn, lo que representa una caída del 31.5% frente al 2019 y estarían influenciados por la caída de los precios de venta de la canasta de crudos y productos de la compañía. Por otro lado, esperamos que para el 2021 se evidencie un crecimiento del 11% en los ingresos, de acuerdo con la leve recuperación en los precios del petróleo esperados por el mercado.

**EBITDA.** Estimamos un EBITDA de COP 17.2 bn, el cual representa un margen EBITDA del 35.5% y una caída de 43.9% frente al 2019. Este estará principalmente afectado por los menores márgenes de rentabilidad de los segmentos de Refinación, Exploración y Producción, los cuales fueron altamente afectados por los menores precios del petróleo y derivados. Para el 2021, al igual que los ingresos, esperamos un crecimiento del 20.3% en línea con la recuperación de los precios del petróleo.

**Utilidad Neta.** Finalmente, estimamos que para el 2020 el Grupo Ecopetrol generará una utilidad neta de COP 1.4 bn (-89% anual), lo que resultaría en un dividendo estimado de COP 21 por acción (Payout 60%), lo cual incluye los efectos recurrentes evidenciados en el 1S20: i) deterioro en los activos por COP 1.2 bn; y, ii) efecto no recurrente en la valoración de la adquisición de su filial HOCOL, la cual generó una ganancia de USD 350 mm. Por otro lado, la utilidad del 2021 aumentaría 211% frente al 2020, en línea con la recuperación de los precios del petróleo. No obstante, de acuerdo con nuestras estimaciones, Ecopetrol únicamente volvería a los niveles del 2019, en cuanto a utilidad y dividendos, después del 2025.

## DESEMPEÑO FINANCIERO





# VALORACIÓN

**Metodología de valoración.** 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 2021E y P/E 2021E (30% del Precio Objetivo). Los principales parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 10.23%, beta apalancado de 1.44x y crecimiento a perpetuidad (G) de 1.25%.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2021FA de COP 2,150/acción, que representa un retorno positivo de 15.6% frente al precio actual del mercado. No obstante, dados los riesgos a los que se enfrenta la compañía en un entorno de incertidumbre ante los bajos precios del crudo y sus derivados, asignamos una recomendación de NEUTRAL.

## RESUMEN VALORACIÓN

Metodología	Peso	P.O 2021
FCL @10.23%	70%	2,480
EV/EBITDA 2021E	15%	1,500
P/U 2021E	15%	1,210
<b>Precio Objetivo 2021FA</b>	<b>100%</b>	<b>2,150</b>
Precio de mercado (23/10/20)		1,860
Potencial de valorización		15.6%
Dividendo proyectado (COP)		21
Dividend yield		1.1%
<b>Potencial de retorno total</b>		<b>16.7%</b>



# SENSIBILIDAD PRECIO OBJETIVO

**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 230 en el precio por acción. Por otro lado, un aumento en COP 100 de la TRM representaría un incremento de COP 70/acción en nuestro P.O.

Por otro lado, realizamos un análisis de sensibilidad del P.O. dejando la curva de precios constante durante el periodo de valoración, con precios del Brent de USD 40-50-60-70. Bajo este análisis concluimos que de mantenerse un sector de petróleo débil, con sobreoferta de crudo y una demanda con pocas posibilidades de repuntar en el futuro, Ecopetrol podría fluctuar en su valoración entre COP 1,590 – 2,180 / acción.

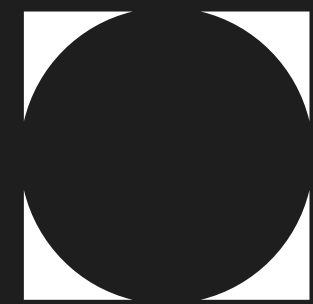
## SENSIBILIDADES

		Precio Promedio BRENT (Base=USD 40/b)						
		-10	-5	-2	0	2	5	10
TRM Promedio (Base= COP 3,800)	-300	1,280	1,430	1,520	1,570	1,630	1,720	1,860
	-200	1,480	1,640	1,740	1,800	1,860	1,960	2,110
	-100	1,640	1,810	1,920	1,990	2,050	2,170	2,340
	0	1,760	1,950	2,070	2,150	2,220	2,330	2,520
	100	1,870	2,070	2,190	2,270	2,350	2,470	2,670
	200	1,940	2,160	2,280	2,370	2,450	2,580	2,800
	300	2,000	2,220	2,350	2,440	2,530	2,670	2,900

Precio Brent	USD 40	USD 50	USD 60	USD 70
P.O.	1,590	1,890	2,180	2,470



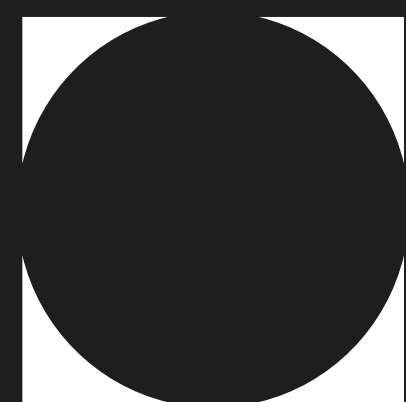
# COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA



**GRUPO ARGOS**

Inversiones que transforman

- 05** I. ASPECTOS A DESTACAR
- 06** II. FICHAS TÉCNICAS
- 08** III. HIPÓTESIS DE VALOR
- 13** IV. VALORACIÓN



# GRUPO ARGOS

Inversiones que transforman

## GENERACIÓN DE CAJA BAJO PRESIÓN

**P.O.: 14,600 / NEUTRAL**

**POTENCIAL: 33.8% RIESGO: MEDIO CIERRE: COP 10,910**

Su posicionamiento como un jugador estratégico en infraestructura, ubican a Grupo Argos en una posición privilegiada para capturar la recuperación en las 14 economías en las que tiene presencia; donde además, su probado acceso al mercado de capitales ha mitigado los riesgos de liquidez. Sin embargo, el impacto del COVID-19 ha sido representativo para algunas de las inversiones, particularmente para las operaciones cementeras y los aeropuertos. Considerando que, incluso bajo el escenario pre-pandemia, las expectativas de repuntes de rentabilidad eran moderadas, hoy se ven mucho más retadoras, dado que estimamos que los resultados podrían tardar entre dos y tres años para alcanzar los registros de 2019.



# ASPECTOS A DESTACAR

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Cap. Bursátil (COP):	<b>9.35 bn</b>
Flotante:	<b>48%</b>
Dividendo anual (COP) 2021E:	<b>0</b>
Retorno por dividendo:	<b>0.0%</b>
%COLCAP:	<b>5.7%</b>
# Acciones:	<b>857.2 mm</b>
P/VL actual:	<b>0.5x</b>
P/U actual	<b>23.3x</b>
Último precio:	<b>10,910</b>
Max 52 semanas:	<b>18,980</b>
Min 52 semanas:	<b>7,000</b>

**Estimamos un Precio Objetivo 2021FA a COP 14,600/acción.** Dentro de los principales cambios destacamos: i) el impacto de las restricciones de movilidad en las concesiones, particularmente en aeropuertos, donde hemos incorporado el efecto del cash-out y la emisión de bonos en la estructura de Opain, lo cual ha reducido el valor de esta concesión frente a estimaciones anteriores, pese a que hemos incorporado una extensión de la concesión hasta mediados de 2028; ii) los impactos en el valor de Pactia, producto del deterioro de sus indicadores; iii) incorporamos la participación en Nutresa y Grupo Sura a valor de mercado; e, iv) incluimos un descuento del 5.2%, basados en el diferencial entre el costo del capital ponderado por el aporte de cada inversión estratégica y la rentabilidad proyectada del capital invertido.

**Generación de valor y reducción del endeudamiento son los principales retos.** En un escenario como el actual, la flexibilidad financiera es clave, sin embargo, el alto nivel de apalancamiento de algunas de sus inversiones ha obligado a la negociación de waivers y el uso de líneas de crédito, lo cual continuará repercutiendo en la rentabilidad (ROCE 2021E: 5.5%). A pesar de esto, el grupo ha demostrado que cuenta con el respaldo del sector financiero e inversionistas para navegar esta coyuntura, donde un ejemplo de esto es la emisión de bonos de Odinsa, con un bid-to-cover de 1.6x y una tasa 200pbs inferior a la de los bonos cancelados con dichos recursos. De igual manera, consideramos que, por lo menos en 2021, el holding debería buscar reducir las presiones de dividendos y caja de sus partes y permitir un desapalancamiento más acelerado de las mismas.

## ¿POR QUÉ NEUTRAL?

Si bien los retos de rentabilización son grandes y en el corto plazo no se visualizan catalizadores claros, reiteramos que Grupo Argos cuenta con un portafolio bien estructurado para capturar oportunidades en sectores estratégicos, lo cual hace que estructuralmente sea una apuesta interesante pero también dado que su potencial de valorización actual es moderado frente a otros activos de nuestro universo de coberturas, mantenemos nuestra recomendación.

### AUTORES

**Rodrigo Sánchez**  
Analista Senior Acciones  
wsanchez@corredores.com

**Katherine Ortiz**  
Líder Renta Variable  
kortiz@corredores.com



# GRUPO ARGOS

## FICHA TÉCNICA

Grupo Argos es una de las sociedades de inversión más grandes de Colombia con un portafolio de inversiones con cerca de COP 51 billones en activos consolidados. La compañía invierte principalmente en tres sectores: industrial a través de su participación del 49% en Cementos Argos, energético a través del 53% en la participación en Celsia e Infraestructura, a través de su participación de 99.8% en Odinsa. Grupo Argos también tiene inversiones en servicios financieros y alimentos a través de su participación en Grupo Sura, Bancolombia y el Grupo Nutresa.

Resumen	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Acciones en circulación (mm)	857	857	857	857	857
Cap. Bursátil	14,487,139	15,258,644	9,352,349	9,352,349	9,352,349
Precio (COP/Acción)	16,900	17,800	10,910	10,910	10,910
VL (COP/Acción)	10,670	11,265	10,806	10,800	10,825
UPA (COP/Acción)	783	804	320	386	491
Total Deuda	16,497,431	17,558,994	19,907,750	18,898,502	18,942,957
Deuda Neta	13,849,899	15,084,986	17,686,274	16,481,522	16,347,317
EV	44,762,929	47,176,916	44,208,505	42,994,288	42,900,450
EV/EBITDA	11.3x	9.8x	12.6x	10.5x	9.5x
P/VL	1.6x	1.6x	1.0x	1.0x	1.0x
P/U	21.6x	22.1x	34.0x	28.3x	22.2x
Retorno por dividendos	2.1%	2.1%	3.4%	0.0%	3.6%
Dividendo por acción	350	368	376	0	391

\*Precio de Cierre del 23/10/2020

Balance General Consolidado					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Total Activos	48,714,355	50,998,433	54,303,002	53,027,060	53,312,714
Total Pasivos	23,141,618	24,508,176	27,821,787	26,485,808	26,628,485
Patrimonio	16,425,891	16,833,286	17,201,205	17,240,203	17,333,075
Interés Minoritario	9,146,846	9,656,971	9,280,010	9,301,050	9,351,154
Deuda Total/Patrimonio	180%	182%	215%	204%	204%
Deuda Total/EBITDA	4.2x	3.6x	5.7x	4.7x	4.2x
Deuda Neta/EBITDA	3.5x	3.1x	5.0x	4.1x	3.7x
ROE	4.1%	4.1%	1.9%	2.4%	2.9%
ROA	1.4%	1.4%	0.6%	0.8%	0.9%
ROCE	6.4%	6.1%	4.4%	5.5%	6.2%

Estado de Resultados Consolidado					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ingresos Operacionales	14,314,013	15,694,526	13,961,148	15,189,816	16,312,626
Costo de ventas	10,211,392	11,439,684	10,444,815	11,043,544	11,750,253
Utilidad Bruta	4,102,621	4,254,842	3,516,333	4,146,272	4,562,373
Gastos adm. y comercial.	1,483,572	1,133,033	1,537,968	1,672,578	1,755,821
Utilidad Operacional	2,619,049	3,121,809	1,978,365	2,473,694	2,806,552
UNAI	1,537,025	1,841,867	1,167,235	1,459,479	1,655,866
Impuesto a la renta	342,907	515,723	326,826	408,654	463,642
Utilidad Neta	671,327	689,325	322,945	405,304	502,053
EBITDA	3,966,005	4,832,863	3,510,517	4,075,993	4,512,485
Margen Bruto	28.7%	27.1%	25.2%	27.3%	28.0%
Margen Operacional	18.3%	19.9%	14.2%	16.3%	17.2%
Margen EBITDA	27.7%	30.8%	25.1%	26.8%	27.7%
Margen Neto	4.7%	4.4%	2.3%	2.7%	3.1%

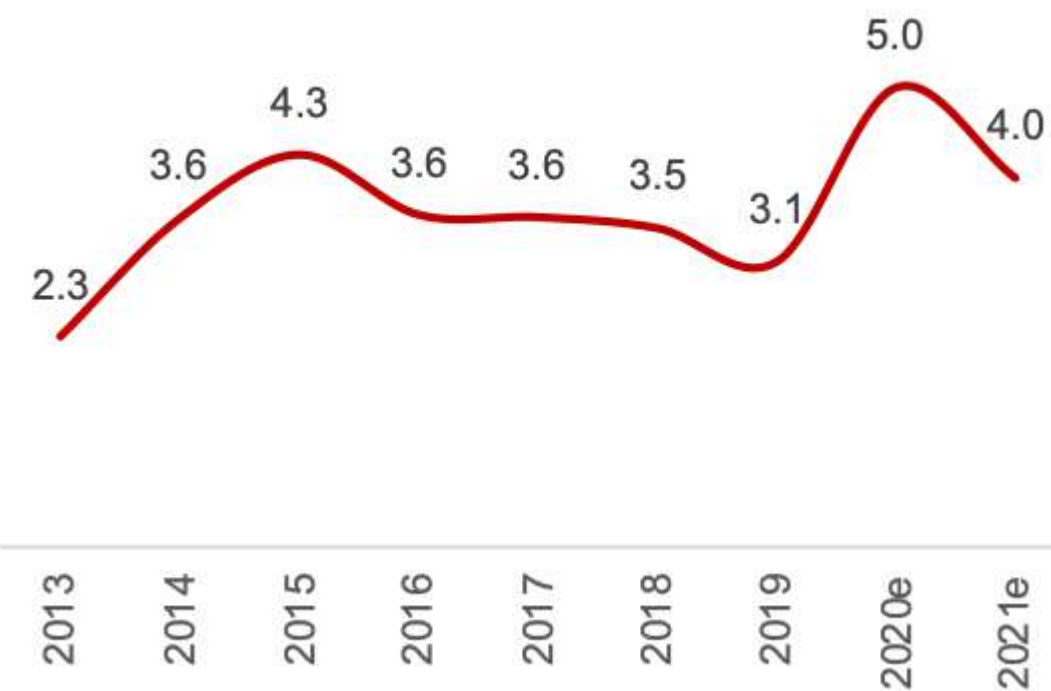




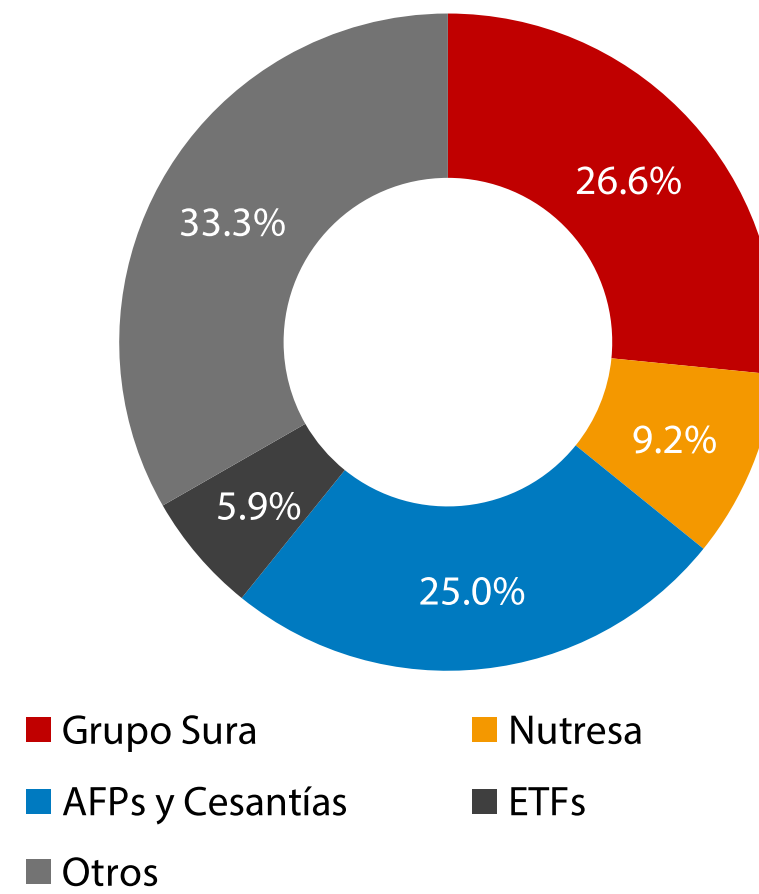
# GRUPO ARGOS

## FICHA TÉCNICA

### Deuda Neta / EBITDA



### Composición accionaria



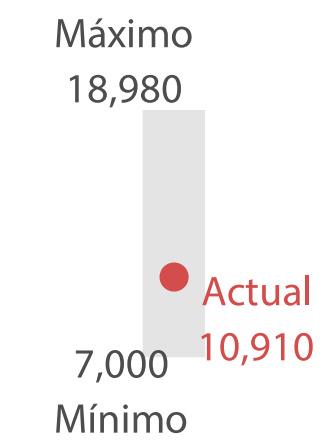
### Escenarios Precio Objetivo

**Escenario Optimista** **COP 15,500**  
Las inversiones no estratégicas listadas (Grupo Sura y Nutresa) alcanzan su valor justo.

**Escenario Pesimista** **COP 10,100**  
Se materializa el escenario pesimista de sus diferentes inversiones, tanto estratégicas, como no estratégicas.

### Escenarios Precio Objetivo

Precio histórico 52 semanas



Precio Objetivo 2021FA



### Administración

Presidente:	Jorge Mario Velásquez
VP Finanzas Corporativas:	Alejandro Piedrahíta
IR:	Natalia Agudelo
Página web:	www.grupoargos.com



# HIPÓTESIS DE VALOR

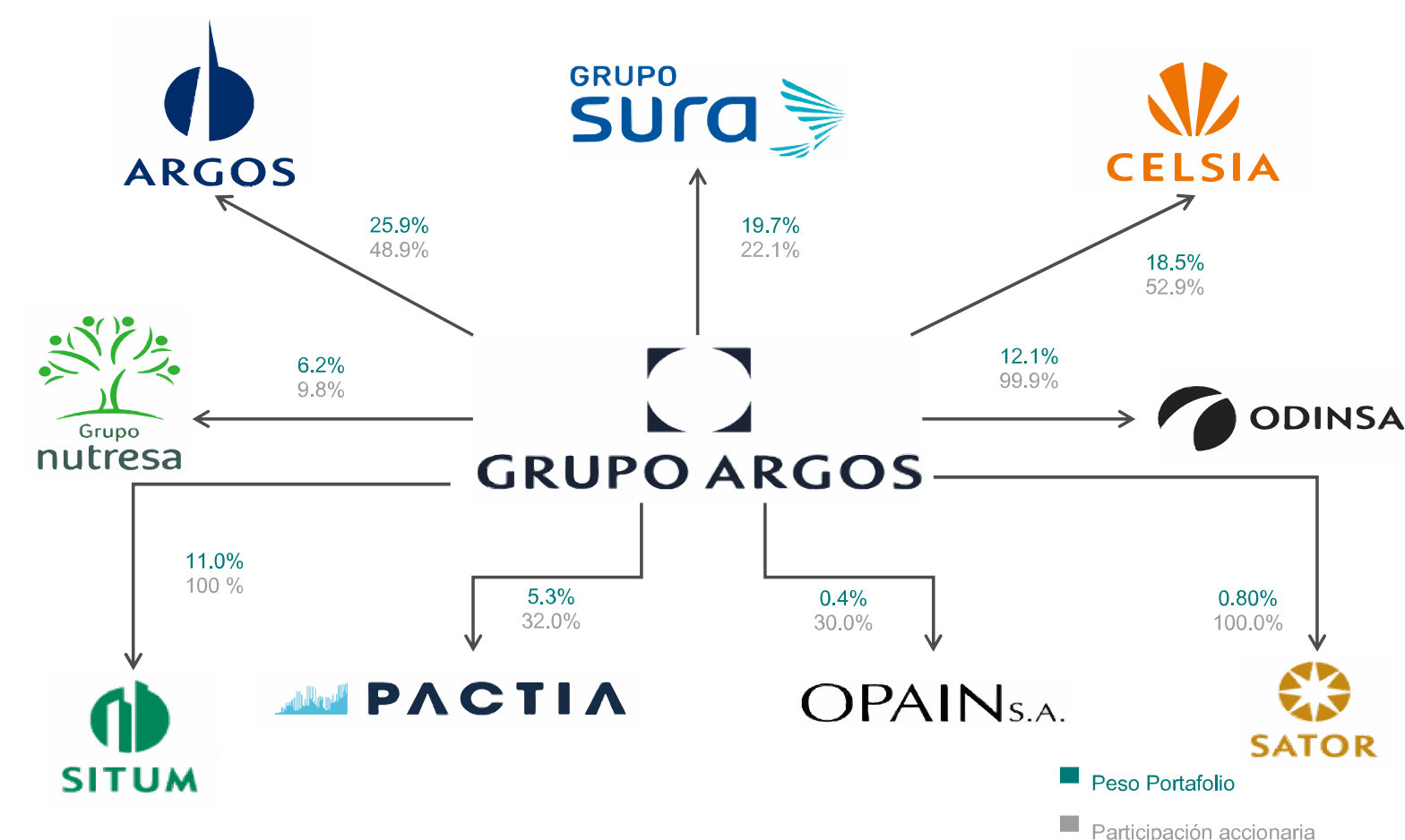
**La gestión desde el holding es determinante para potencializar sus partes:** La estructura del holding permite una gestión coordinada para lograr eficiencias y tomar decisiones en favor del grupo y sus diferentes stakeholders. Esto se ha puesto a prueba durante la crisis, donde Grupo Argos puso en marcha un plan de choque por COP 2.8 bn, que está permitiendo una mayor flexibilidad financiera al holding y sus inversiones estratégicas. Sin embargo, las decisiones para los próximos meses seguirán siendo claves, dado que para el holding, su principal fuente de caja son los dividendos de sus inversiones, las cuales también atraviesan un escenario retador.

Nuestro escenario base no contempla un pago de dividendos en 2021. Sin embargo, asumiendo que el grupo mantiene su política de distribución y un pago de dividendo de COP 387/acción en 2021, las necesidades de caja de Grupo Argos estarían cerca de los COP 650 mil mm en 2021, los cuales, bajo condiciones normales serían cubiertas principalmente vía dividendos recibidos. Sin embargo, en el escenario que Cementos Argos y Odinsa no entregaran dividendos en 2021 y considerando nuestra expectativa de distribución de las inversiones estratégicas (Celsia) y no estratégicas (Grupo Sura y Nutresa), el déficit de recursos podría estar en el orden de COP 340 mil mm, el cual podría ser cubierto vía endeudamiento (~18% en el stock de deuda individual), caja o desinversiones. En el escenario que Grupo Argos no recibiera dividendos de Cemargos y Odinsa pero decidiera no pagar dividendos, estimamos tendría una caja deficitaria de apenas COP 25 mil mm. Por otro lado, no descartamos que la junta pueda proponer distribución de dividendos en acciones.

## DÉFICIT DE CAJA EN 2021

Escenario		
Reparte dividendos	Dividendos Cemargos y Odinsa	Fuentes - Usos 2021E (COP mil mm)
Si	Si	(227)
Si	No	(342)
No	No	(25)

## ESTRUCTURA DEL HOLDING

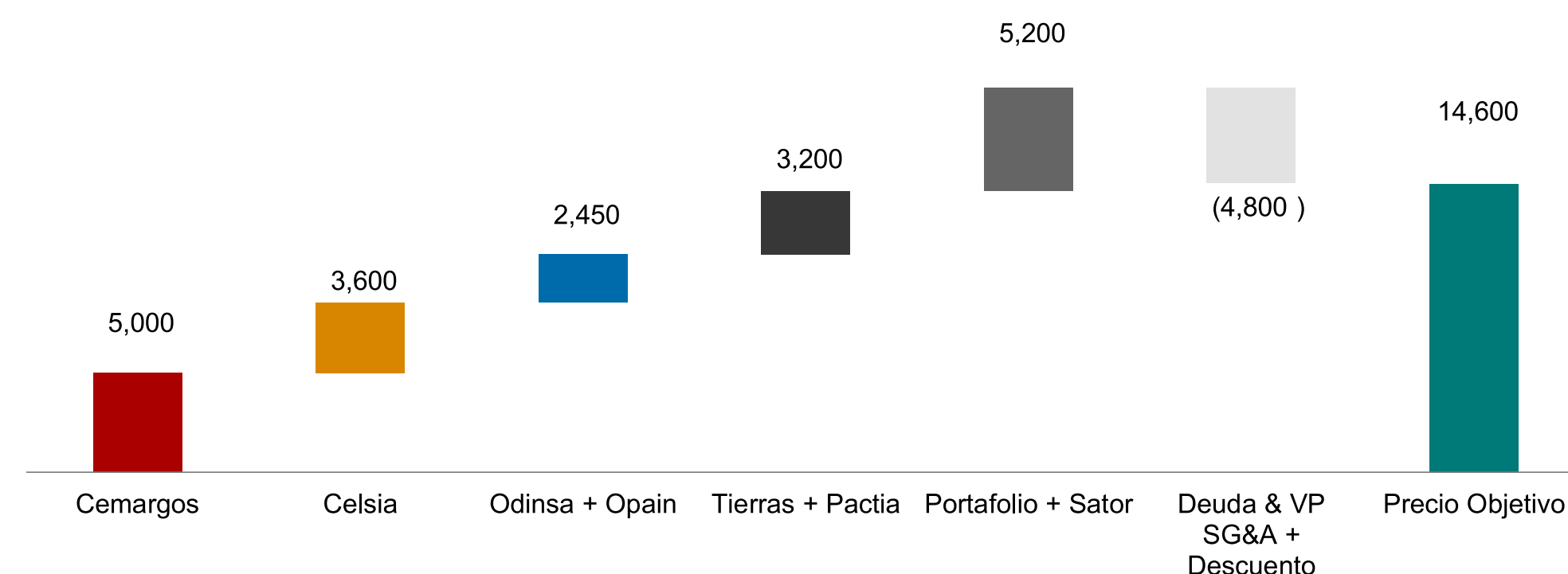




**La rentabilidad tiene un camino largo por recorrer:** La rentabilidad sigue siendo una meta retadora para el grupo y la expectativa de lograr retornos sobre el capital superiores a su costo se ha visto aún más limitada por la crisis, donde estimamos un ROCE promedio del 6.2% entre 2020 y 2025. Sin embargo, consideramos que, al igual que para otras compañías, la crisis dejará lecciones importantes y parte de esas eficiencias logradas en lo corrido de 2020 podrán volverse recurrentes hacia el futuro, favoreciendo la recuperación de la rentabilidad del grupo y sus partes.

**El respaldo:** Uno de los roles más importantes que ha jugado el holding dentro de las operaciones del grupo es el de brindar respaldo a sus partes. De hecho, este es un factor que toma más relevancia en la coyuntura actual, considerando los altos niveles de endeudamiento de algunas de sus inversiones, la necesidad de refinanciar parte de sus deudas y el escenario de bajas tasas que podría ser aprovechado para reducir costos de financiamiento. Las calificadoras reiterativamente han mencionado el rol que juega el respaldo del holding en los ratings de compañías como Cemargos y Odinsa, que pese a que sus condiciones se han deteriorado, han seguido demostrando acceso a los mercados de capitales y al sector bancario. Por otro lado, vale la pena mencionar que el rol del holding a veces también puede tener impactos negativos, donde en el caso de Celsia, pese a que sus operaciones también presentan retos, la reducción en Capex de cerca de COP 300 mil mm durante 2020 luce alta y, por lo tanto, su velocidad de crecimiento se reduciría temporalmente o en el caso de Cemargos, las necesidades de caja del holding pueden resultar en pagos de dividendos, que consideramos desfavorables.

## COMPOSICIÓN DE VALOR (COP/ACCIÓN)







**Cementos Argos (P.O COP 6,500/acción | 25.9% portafolio):** Como en los últimos años, las operaciones de Cemargos han tomado rumbos diferentes, con Estados Unidos ganando mayor relevancia, ante la resiliencia de su sector de la construcción, mientras que Colombia y Centroamérica han enfrentado la severidad de la crisis con fuertes retrocesos en volúmenes que se enfrentan a un escenario de recuperación moderada y retorno a niveles de 2019 a finales de 2021. Sin embargo, los esfuerzos operacionales seguirían estando opacados por el alto apalancamiento, por lo cual las desinversiones serán claves, al igual que una reconsideración del tamaño de los dividendos, donde el rol de Grupo Argos será muy importante.

**Celsia (P.O COP 5,450/acción| 18.5% portafolio)** El buen desempeño financiero de Celsia continúa siendo impulsado en parte por su nueva estrategia de crecimiento enfocado en energías renovables no convencionales y distribución, lo cual ha permitido mejorar la rentabilidad y contar con una mejor estructura operativa, que se traducirá en una mayor generación de valor para sus accionistas en el mediano y largo plazo.

**Negocio de Desarrollo Urbano (11.0% portafolio):** Pese a que el portafolio de tierras es un activo poco líquido, la estrategia de desarrollo continúa generando suficientes flujos para cubrir sus gastos de operación y generar excedentes, a través de estructuras tipo project finance que han permitido el desarrollo sin grandes esfuerzos de capital propio. Sin embargo, producto de los impactos que la crisis puede tener en la construcción de vivienda en Barranquilla y el desarrollo del sector turístico en Barú, el escenario luce más retador para este negocio. En este sentido, pese a que el valor razonable del portafolio ya incorpora un periodo de desinversiones de varias décadas, mantenemos un descuento del 20.5% al valor actual del portafolio, basados en metodologías propuestas por Amihud y Mendelson, que plantean que el descuento por iliquidez está explicado por los costos anuales de transacción al mantener el activo y la expectativa de desinversión.

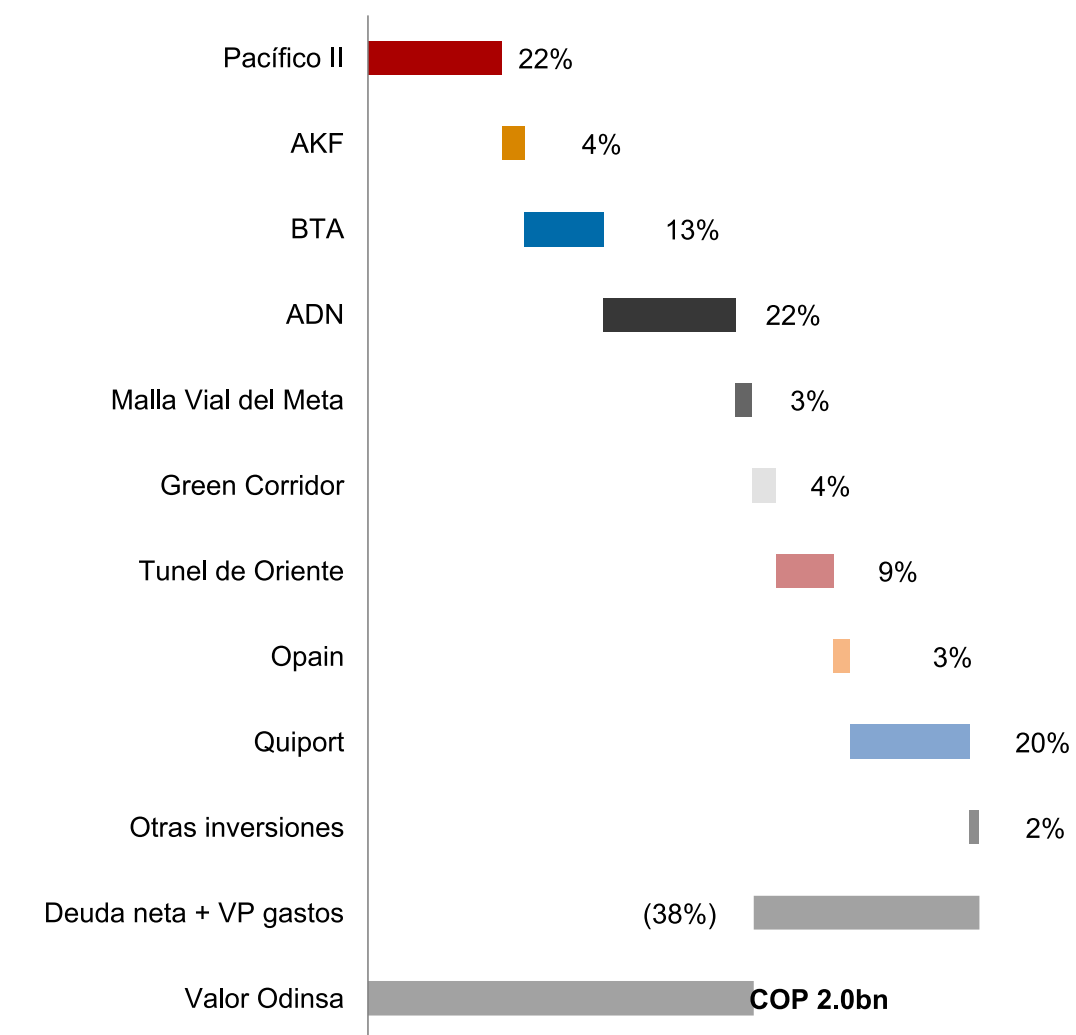
**Odinsa (12.1% portafolio) y Opain (0.4% portafolio):** Si bien el desempeño y aporte de Odinsa ha ganado relevancia en la estrategia de crecimiento del grupo, la pandemia ha tenido un

un impacto significativo en el desempeño y el retorno esperado de algunas de las concesiones, particularmente en aeropuertos, dado que son proyectos con riesgo de tráfico y donde la reducción anual de tráfico promedio diario en 2020 podría estar entre el 35% y 40% y la recuperación a niveles pre-crisis creemos se daría únicamente a finales de 2022. Adicionalmente, los cash-outs realizados, si bien permitieron liberar recursos entre 2018 y 2019 en Quiport y Opain, también implicaron una toma de endeudamiento importante (USD 815 mm) que resultan en una mejor capacidad de generación de flujos al accionista, los cuales se ven particularmente apretados ante las caídas de tráfico y la esperada lenta recuperación. En este sentido, desde ya se habla de la necesidad de refinanciar las deudas vigentes de Opain. En el caso de Quiport, el espacio de recuperación es más amplio, dado que la concesión va hasta 2041 pero para Opain, la presión a los flujos y a la rentabilidad de la concesión es más evidente, incluso considerando que hemos asumido que la concesión se extenderá seis meses adicionales, como respuesta al cierre temporal del aeropuerto, determinado por el gobierno.

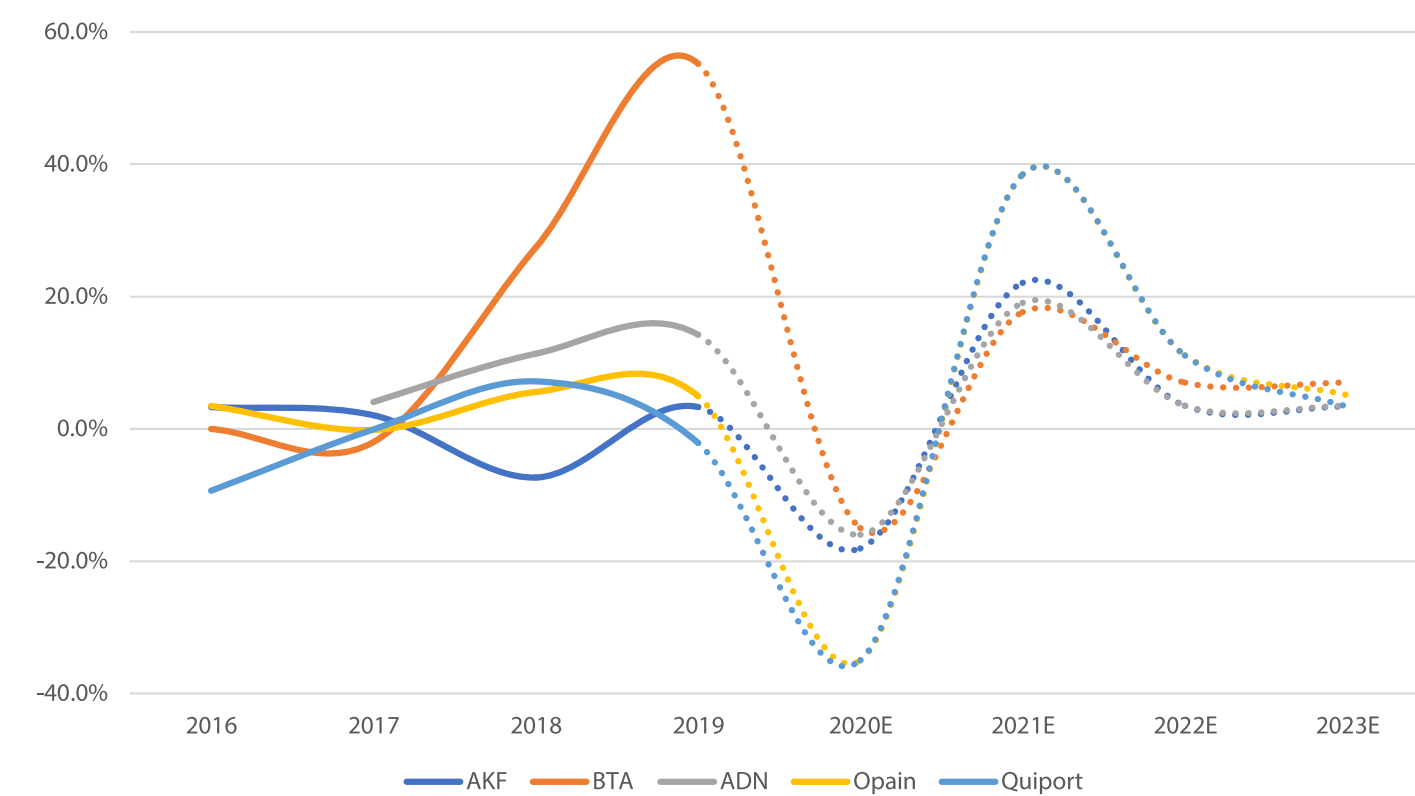




## COMPOSICIÓN DE VALOR ODINSA



## CRECIMIENTO ANUAL DEL TPD EN CONCESIONES



Sin embargo, reiteramos que para las concesiones viales el escenario es más positivo, dado que el tráfico está mostrando una recuperación acelerada y además, los proyectos cuentan con esquemas contractuales para reducir el riesgo de tráfico. Por otro lado, es altamente probable que el choque del COVID-19 obligue a realizar nuevos estudios de tráfico y los proyectos por cerca de USD 4,000 mm, como el Sistema Aeroportuario de Bogotá, la Perimetral de la Sabana y el nuevo aeropuerto de Cartagena presenten retrasos.

Finalmente, pese a que al 2T20 las métricas consolidadas de apalancamiento de Odinsa registraban una relación Deuda Neta (excluyendo efectivo restringido) a EBITDA de 5.6x, en el 3T20 Odinsa logró completar una emisión de bonos con tasas más favorables frente a las que traían los bonos con vencimiento 2020. Además, no descartamos desinversiones en los próximos meses por parte de Odinsa.



**Pactia (5.3% portafolio):** El crecimiento del vehículo (TACC GLA 2013-2T20: 21%) y la estabilización de algunos activos han compensado parcialmente las afectaciones de la crisis y limitado el deterioro en algunos indicadores, tales como un margen NOI negativo en el segmento hotelero. Adicionalmente, resaltamos que el mix de activos luce mucho mejor preparado para afrontar las nuevas tendencias de consumo, ya que segmentos como el industrial y el autoalmacenamiento hoy aportan cerca del 55% del GLA, mientras que en años como 2016, la participación de estos activos en el portafolio era del 43%, siendo estos los segmentos que tienen alto potencial de crecimiento. 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 (Precio de mercado | 19.7% portafolio):** Pese al cambio estratégico por parte de la administración de los últimos años, buscando la rentabilización de las operaciones estratégicas, somos conscientes de los grandes retos que se presentarán por los posibles cambios regulatorios, particularmente en el negocio de pensiones en la región, al igual que por el impacto a las inversiones de portafolio por las bajas tasas de interés a nivel global y el menor aporte que provendría de Bancolombia. Sin embargo, incluso con estas condiciones, el descuento en Grupo Sura sigue siendo difícil de justificar.

**Nutresa (Precio de mercado | 6.2% portafolio):** La amplia diversificación regional y de líneas de productos a través de su estrategia multimarca le ha permitido a Nutresa consolidarse como un referente regional en el sector de consumo, donde además, su sólido perfil financiero le ha dado a la compañía las herramientas para navegar la crisis sin mayores sobresaltos. Sin embargo, a los apretados márgenes de rentabilidad se suma el acelerado crecimiento de los formatos de hard discounters y los retos que presentan algunos segmentos, como Alimentos al Consumidor



# VALORACIÓN

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

1. Utilizamos los Precios Objetivo de Cemargos y Celsia.
2. Utilizamos el valor de mercado promedio de los últimos 12 meses de Grupo Sura y Nutresa. Como referencia, en caso de utilizar el Precio Objetivo de estas compañías, el valor justo de Grupo Argos se incrementaría en COP 900 por acción.
3. Valoramos Pactia mediante la metodología de Flujo de Caja de Operación Ajustado.

4. Los activos del portafolio inmobiliario fueron incluidos a valor razonable a 2T20, con un descuento del 20.5% asociado a un costo adicional de iliquidez.

5. Odinsa fue valorada mediante una metodología de Suma de Partes, incorporando cada una de las concesiones, valoradas por flujos de caja descontados e incluyendo cash-outs. El Túnel de Oriente fue incorporado a valor de mercado, con una participación de Odinsa del 43%, dado que aún hay un 10% de la adquisición que no ha sido cerrada. En los corredores viales incorporamos caídas en tráfico entre 15% y 35% para 2020 con recuperaciones a niveles de 2019 a finales de 2021.

Para aeropuertos, el retorno de los niveles de tráfico se daría hasta finales de 2022 y en Opain hemos incorporado el efecto del cash-out realizado a finales de 2019 y asumimos una extensión de 6 meses en la concesión.

6. Descuento de holding del 5.4%, asociado al diferencial entre el costo del capital ponderado de las inversiones y el retorno sobre el capital invertido proyectado a 2021.

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



## RESUMEN VALORACIÓN

SOTP	% Participación	Valor participación (COP mm)	Valor por Acción (COP)	Contribución
<b>Estratégicas</b>		<b>9,432,439</b>	<b>11,003</b>	<b>56.5%</b>
Cemargos	48.9%	4,327,505	5,048	25.9%
Celsia	52.9%	3,086,534	3,601	18.5%
Odinsa	99.9%	2,018,400	2,355	12.1%
<b>No estratégicas</b>		<b>7,252,166</b>	<b>8,460</b>	<b>43.5%</b>
Grupo Sura	22.1%	3,282,628	3,829	19.7%
Nutresa	9.8%	1,037,478	1,210	6.2%
Situm (NDU)	100%	1,841,673	2,148	11.0%
Pactia	37.2%	882,754	1,030	5.3%
Opain	30.0%	72,585	85	0.4%
Sator	100%	135,049	158	0.8%
<b>Total negocios</b>		<b>16,684,605</b>	<b>19,463</b>	<b>100%</b>
Gastos administrativos		1,706,458	1,991	
Deuda Neta		1,672,926	1,952	
<b>Equity Value (SOTP)</b>		<b>13,305,220</b>	<b>15,521</b>	
Descuento holding		759,444	886	
<b>Precio Objetivo</b>		<b>12,545,777</b>	<b>14,600</b>	

## RESUMEN VALORACIÓN

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2021FA de COP 14,600/acción y al considerar que hay otros activos en nuestro universo de coberturas con un mejor potencial, mantenemos nuestra recomendación NEUTRAL. Resaltamos que buena parte del crecimiento futuro y del crecimiento en rentabilidad dependerá de la capacidad del holding potencializar inversiones como Odinsa y reducir el endeudamiento de sus inversiones.



# COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA



<b>05</b>	<b>I. ASPECTOS A DESTACAR</b>
<b>06</b>	<b>II. FICHAS TÉCNICAS</b>
<b>08</b>	<b>III. HIPÓTESIS DE VALOR</b>
<b>12</b>	<b>IV. RIESGOS</b>
<b>17</b>	<b>V. PROYECCIONES</b>
<b>18</b>	<b>VI. VALORACIÓN</b>



## DIVERSIFICADO ESTRATÉGICAMENTE

**P.O.: 1,060 / SOBREPONDERAR**

**POTENCIAL: 22.7% RIESGO: ALTO CIERRE: COP 905**

La retadora coyuntura a nivel global, impactará la rentabilidad del Grupo, no obstante una mayor diversificación en las fuentes de generación de utilidades, así como el beneficio de haber tenido una política más prudente de otorgamiento de créditos en los últimos años se reflejarían en un impacto menor de la coyuntura frente a sus pares locales. Sumado a esto, la capacidad de resiliencia y reactivación de su filial Corficolombiana, permitirá compensar parte de las afectaciones en el negocio bancario. Este contexto permitiría una recuperación más rápida frente a sus pares, lo cual nos lleva a mantener nuestra recomendación de SOBREPONDERAR.



# ASPECTOS A DESTACAR

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Cap. Bursátil (COP):	<b>19.4 bn</b>
Flotante:	<b>48.7%</b>
Dividendo anual (COP) 2021E:	<b>33</b>
Retorno por dividendo:	<b>3.8%</b>
%COLCAP:	<b>4.6%</b>
# Acciones:	<b>22 mil mm</b>
P/VL actual:	<b>1.01x</b>
P/U actual	<b>6.58x</b>
Último precio:	<b>905</b>
Max 52 semanas:	<b>1,515</b>
Min 52 semanas:	<b>700</b>

**Preparados para la crisis.** Tanto Grupo Aval como sus bancos han sostenido un indicador de rentabilidad (ROE) superior al de sus pares y la industria, producto de un adecuado control de pérdidas crediticias y el sostenimiento de niveles de eficiencia en gastos operativos. En este sentido esperamos que su política conservadora de crédito, su diversificación geográfica y, su mix de cartera por actividades económicas, contribuya para que sus niveles de rentabilidad se mantengan en niveles superiores a los de sus competidores y que lleguen a niveles Pre-COVID relativamente más rápido en comparación a la industria.

**Generación de utilidades será soportada por el sector no financiero.** Consideramos que pese al panorama económico retador, los sectores de infraestructura y energético serán estratégicos para la reactivación. El Gobierno anunció su programa de proyectos de 5G, el cual requerirá una inversión cercana a COP 48 bn, y en donde Corficolombiana estaría buscando participar. Sumado a esto, la resiliencia durante la crisis del COVID-19 del sector energético, ayudarán a un desempeño sostenido de las utilidades del Grupo, pese a las presiones que pueden venir por parte de las actividades bancaria y de pensiones.

## ¿POR QUÉ SOBREPONDERAR?

La diversificación geográfica, su política más conservadora en otorgamiento de créditos y mejores indicadores de rentabilidad frente a sus pares, junto a su exposición al sector real, especialmente a sectores claves para la reactivación, nos llevan a mantener nuestra recomendación de SOBREPONDERAR.

### AUTORES

**Julián Felipe Ausique**  
Analista Acciones  
jausique@corredores.com

**Katherine Ortiz**  
Líder Renta Variable  
kortiz@corredores.com



# GRUPO AVAL

## FICHA TÉCNICA

Grupo Aval es el principal conglomerado financiero colombiano, conformado por Banco de Bogotá, Banco de Occidente, Banco Popular, Banco AV Villas que conjuntamente tienen el 25% de participación de mercado en cartera de crédito, la Sociedad Administradora de Pensiones y Cesantías Porvenir S.A. y cuenta con una participación controlante en Corficolombiana, con lo cual se convierte en un vehículo idóneo para tener exposición a las oportunidades que ofrece el sector financiero nacional. Adicionalmente, cuenta con presencia en Centroamérica a través de BAC Credomatic y Multi Financial Group, bancos líderes en dicha región.

Resumen	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Acciones en circulación (mil mm)	22	22	22	22	22
Cap. Bursátil (COP millones)	20,610	32,120	21,560	23,320	24,860
Precio (COP/acción)*	925	1,465	980	1,060	1,130
VL (COP/acción)	798	891	896	906	919
UPA (COP/acción)	131	136	66	71	100
P/VL	1.2x	1.6x	1.1x	1.2x	1.2x
P/U	7.1x	10.8x	14.8x	14.9x	11.3x

\*Precio de Cierre del 23/10/2020

Balance General Consolidado					
COP mil mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Disponible	28,401	30,117	38,930	41,178	41,465
Inversiones Netas	30,234	35,114	40,828	42,214	45,107
Cartera Neta	168,686	173,942	191,174	197,189	207,965
<b>Total Activos</b>	<b>259,675</b>	<b>278,833</b>	<b>314,685</b>	<b>324,156</b>	<b>340,865</b>
Depósitos	164,359	175,491	207,264	213,740	224,883
Otros pasivos	65,761	69,993	73,473	76,089	81,161
<b>Total Pasivos</b>	<b>230,121</b>	<b>245,484</b>	<b>280,737</b>	<b>289,829</b>	<b>306,044</b>
Patrimonio atribuible	17,790	19,851	19,969	20,193	20,496
<b>Pasivos+Patrimonio+I.Min.</b>	<b>259,675</b>	<b>278,833</b>	<b>314,685</b>	<b>324,156</b>	<b>340,865</b>

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ingreso Neto por interés	10,872	11,286	11,822	12,345	12,876
Ingreso Neto por comisiones	4,840	5,455	4,755	5,250	5,631
<b>Ingresos operacionales netos</b>	<b>15,711</b>	<b>16,741</b>	<b>16,577</b>	<b>17,595</b>	<b>18,507</b>
Gastos en provisiones	3,797	3,755	6,727	6,733	6,017
<b>Utilidad Neta atribuible</b>	<b>2,913</b>	<b>3,034</b>	<b>1,472</b>	<b>1,589</b>	<b>2,231</b>
Margen Neto	26.8%	26.9%	12.4%	12.9%	17.3%
Margen neto de intrín NIM	5.7%	5.7%	5.1%	5.2%	5.1%
Eficiencia	45.7%	47.6%	51.0%	50.5%	49.9%
Calidad + 30 días	4.3%	4.4%	4.6%	4.5%	4.5%
Cubrimiento +30 días	113.9%	104.6%	109.7%	109.7%	121.5%
Costo de crédito	2.4%	2.2%	3.3%	3.2%	2.7%
Patrimonio atribuible/Activos	6.9%	7.1%	6.3%	6.2%	6.0%
Cartera neta / Activos	65.0%	62.4%	60.8%	60.8%	61.0%
Depósitos/Cartera neta	97.4%	100.9%	108.4%	108.4%	108.1%
ROAA*	1.1%	1.1%	0.5%	0.5%	0.7%
<b>ROAE</b>	<b>17.8%</b>	<b>16.4%</b>	<b>7.4%</b>	<b>7.9%</b>	<b>11.0%</b>





# GRUPO AVAL

## FICHA TÉCNICA

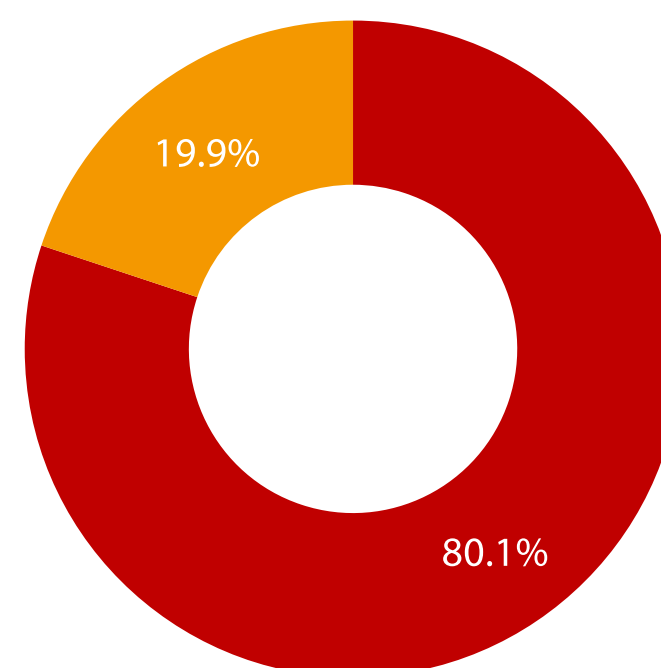
### Comparables

Compañía	P/VL	ROE
Bancolombia	0.9x	6.2%
Credicorp	1.5x	6.8%
Banco de Chile	1.8x	15.7%
Banco Santander	1.5x	14.0%
Grupo Fin	0.8x	9.0%
Itaú	1.9x	14.5%
Bradesco	1.5x	13.1%
Davivieda	0.9x	8.6%
BCI	1.0x	8.7%
Grupo Aval	1.0x	6.6%
Mediana	1.2x	8.9%

### Administración

Presidente:	Luis Carlos Sarmiento Angulo
Vicepresidente Corporativo:	Rafael Eduardo Neira Torres
IR:	Alejo Sánchez García
Página web:	www.grupoaval.com

### Composición accionaria



■ Luis Carlos Sarmiento A. ■ Otros accionistas

### Escenarios Precio Objetivo

#### Escenario Optimista

**COP 1,200**

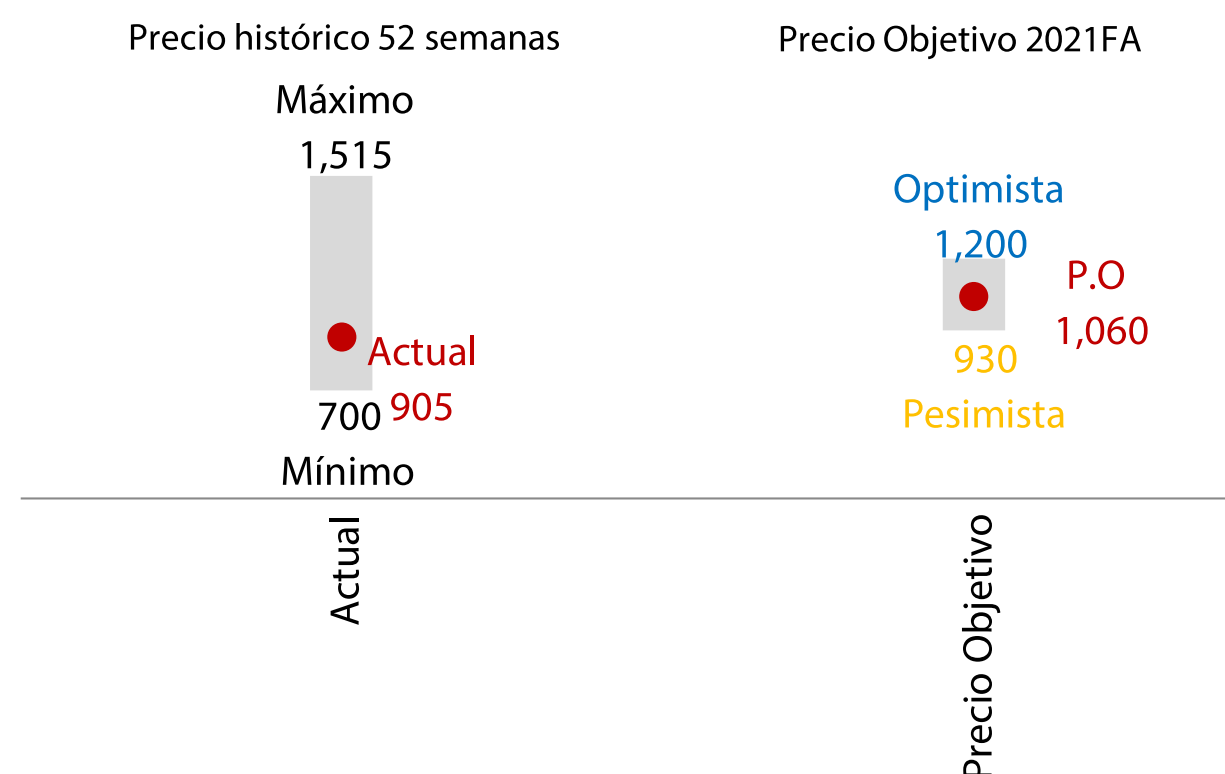
Para calcular el valor sensibilizamos fuertemente nuestra expectativa de costo de crédito. En este caso, consideramos un costo de crédito de 2.3% para el 2021.

#### Escenario Pesimista

**COP 930**

Para calcular el valor sensibilizamos nuestra expectativa de costo de crédito. En este caso, consideramos un costo de crédito de 4.3% para el 2021.

### Escenarios Precio Objetivo

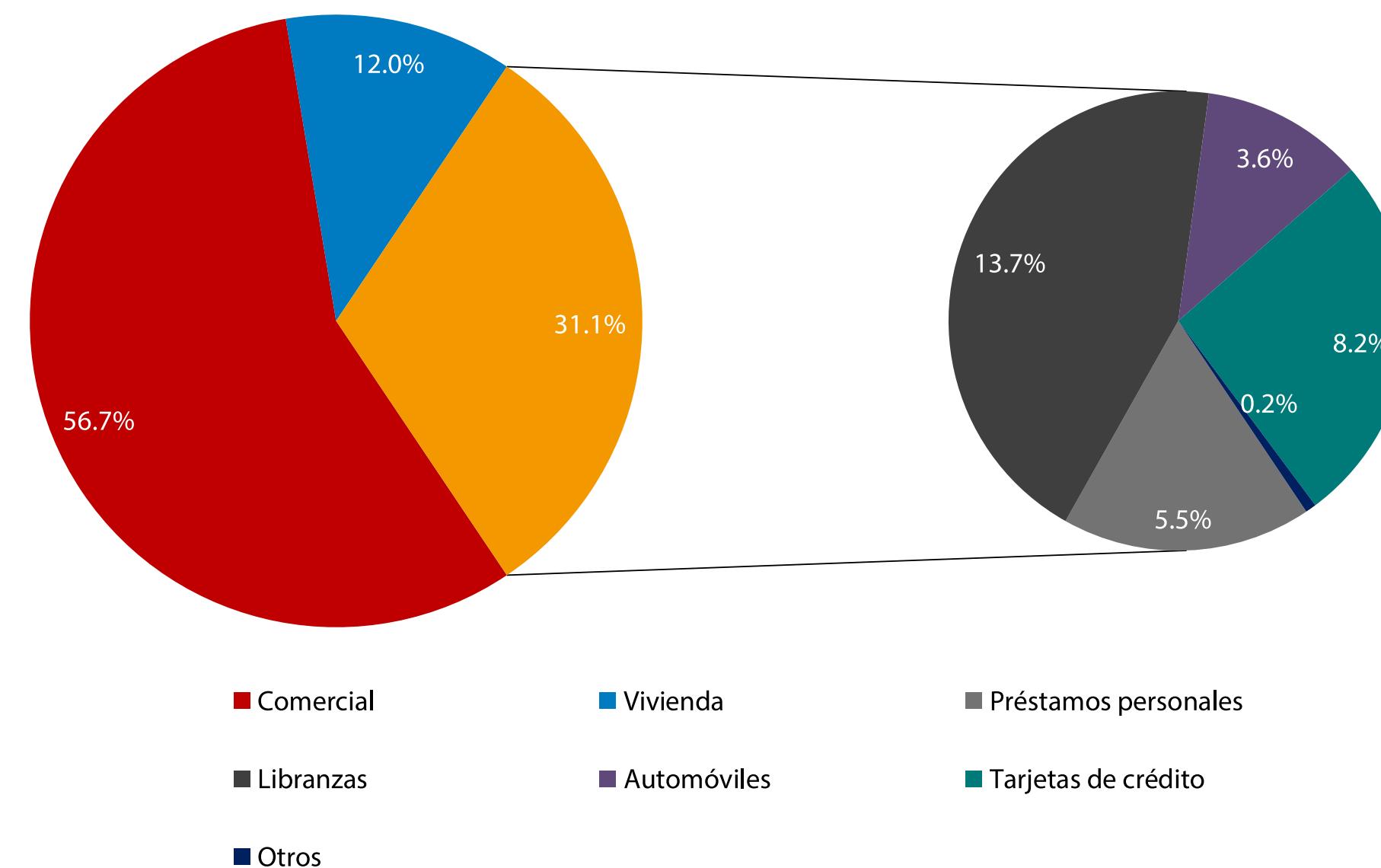




# HIPÓTESIS DE VALOR

**Mitigando riesgos con mix de cartera y productos:** Grupo Aval y sus filiales se han caracterizado por una política conservadora de otorgamiento de créditos. En línea con esto, las filiales del banco tienen enfoques en clientes de bajo riesgo, donde por ejemplo, Banco de Bogotá tiene una participación del 17% en el crédito comercial del sistema colombiano, con un enfoque primordial en grandes corporaciones. Por su parte, Banco Popular es líder en soluciones financieras para entidades gubernamentales a nivel nacional con especial solidez en depósitos y préstamos del sector público, y una parte significativa de su cartera consiste en préstamos de nómina a jubilados y empleados del sector público. Tal diversidad de productos y segmentos de cartera, permite que el Grupo tenga una mejor posición frente a sus pares, en esta crisis económica.

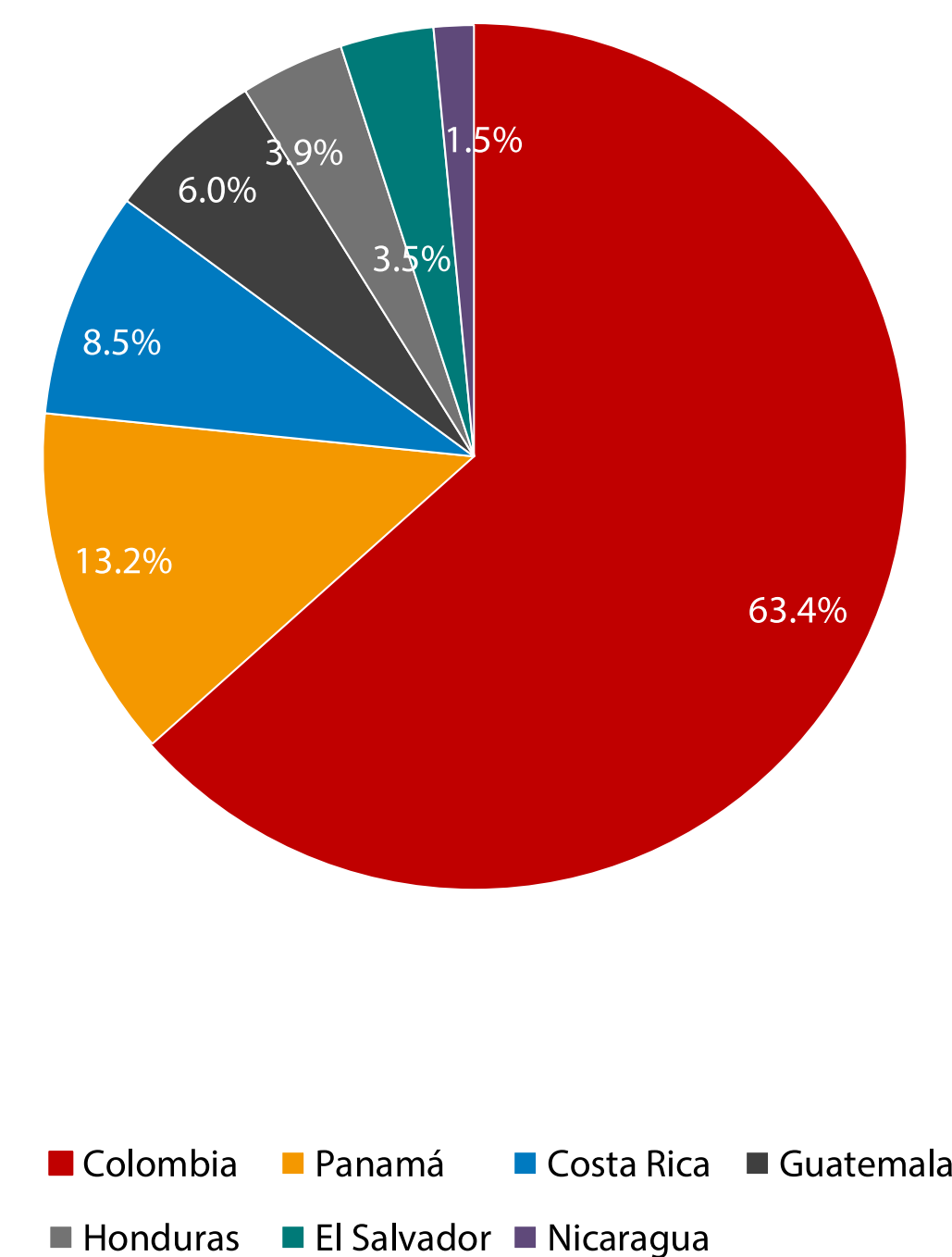
## COMPOSICIÓN CARTERA





**Diversificación geográfica:** Grupo Aval posee una diversificación importante tanto en el sector financiero, como en el sector real. En el sector financiero, cuenta con Banco Bogotá, Occidente, AV Villas, Popular, Porvenir, BAC y MultiBank. En Centroamérica, BAC Credomatic es líder con operaciones en Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá, con participación de mercado en torno al 10%. Finalmente, la adquisición de MultiBank es un aspecto relevante ya que, con esta, se convirtió en el segundo banco más grande de Panamá y permitirá que haya sinergias de costos, tanto del middle como del back office con BAC. Sumado a esto, el grupo disminuirá la representatividad de economías centroamericanas con un entorno operativo de mayor riesgo, como es el caso de Costa Rica y Nicaragua.

## CARTERA BRUTA POR PAÍS

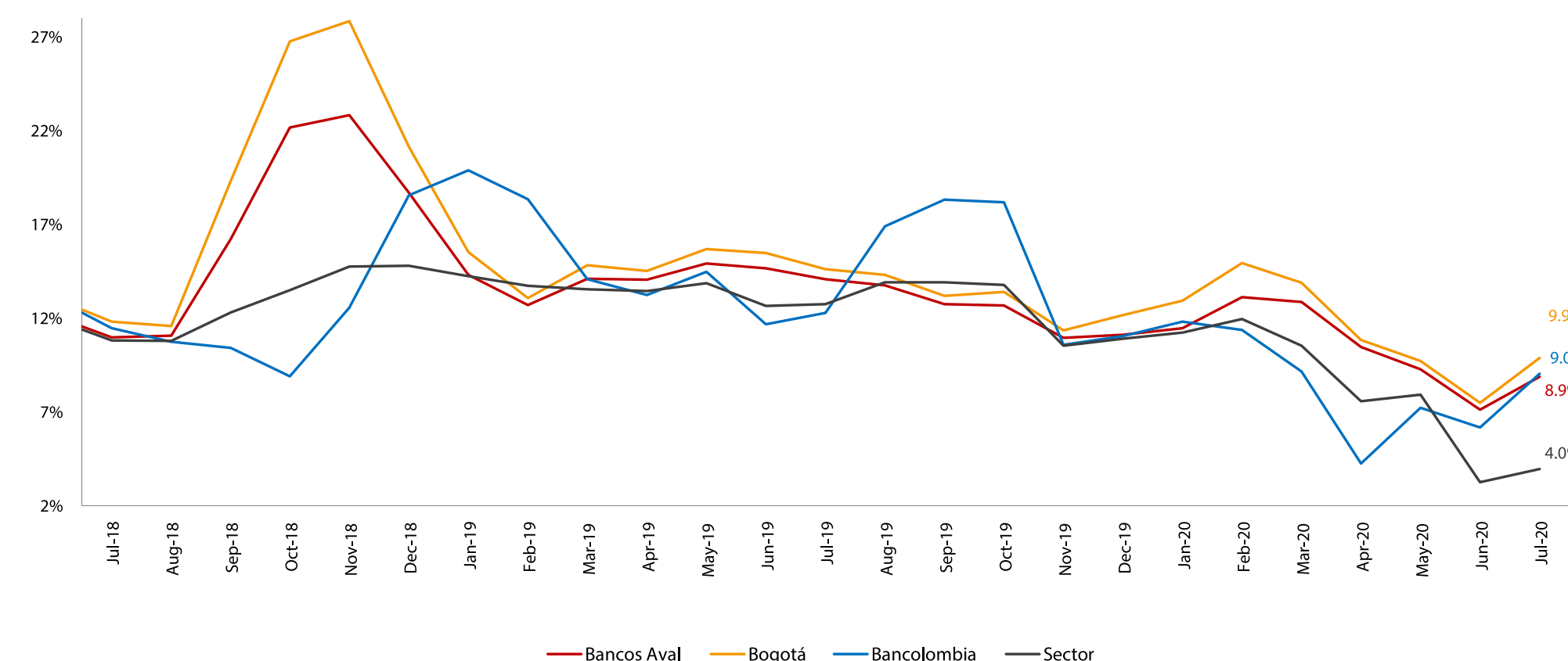




**Rentabilidad e indicadores de solvencia adecuados para enfrentar el entorno incierto:** Los bancos del Grupo Aval han sostenido una rentabilidad superior a la de sus pares y la industria, lo cual consideramos una de las principales fortalezas del grupo. Esta mayor rentabilidad es resultado de una calidad de la cartera superior, mejor control de gastos y la alta rentabilidad de su operación en Centroamérica, factores que seguirán marcando un diferencial a futuro para el grupo. Finalmente, en términos de solvencia esperamos un incremento en los indicadores, luego de la implementación de Basilea III, por la menor ponderación de los activos por riesgo y por la calidad en el capital regulatorio de estos bancos.

**Retorno por Dividendos:** Consideramos que el retorno por dividendos podría ser uno de los principales diferenciadores. De acuerdo con nuestras estimaciones, Grupo Aval mantendría un retorno por dividendos a pesar de la situación actual, en donde esperamos que la generalidad de las compañías del COLCAP reduzca sus dividendos sustancialmente, en este sentido, estimamos un dividendo de COP 33/acción (3.1% dividend yield), lo que se constituye en un atributo adicional, más si se tiene en cuenta el escenario de bajas tasas de interés y el incremento en las primas de riesgo por capital, tras las reducciones en tasas de interés a nivel global y las expectativas de repuntes en la inflación.

## SOLIDA TRAYECTORIA RENTABLE (ROE COLOMBIA)



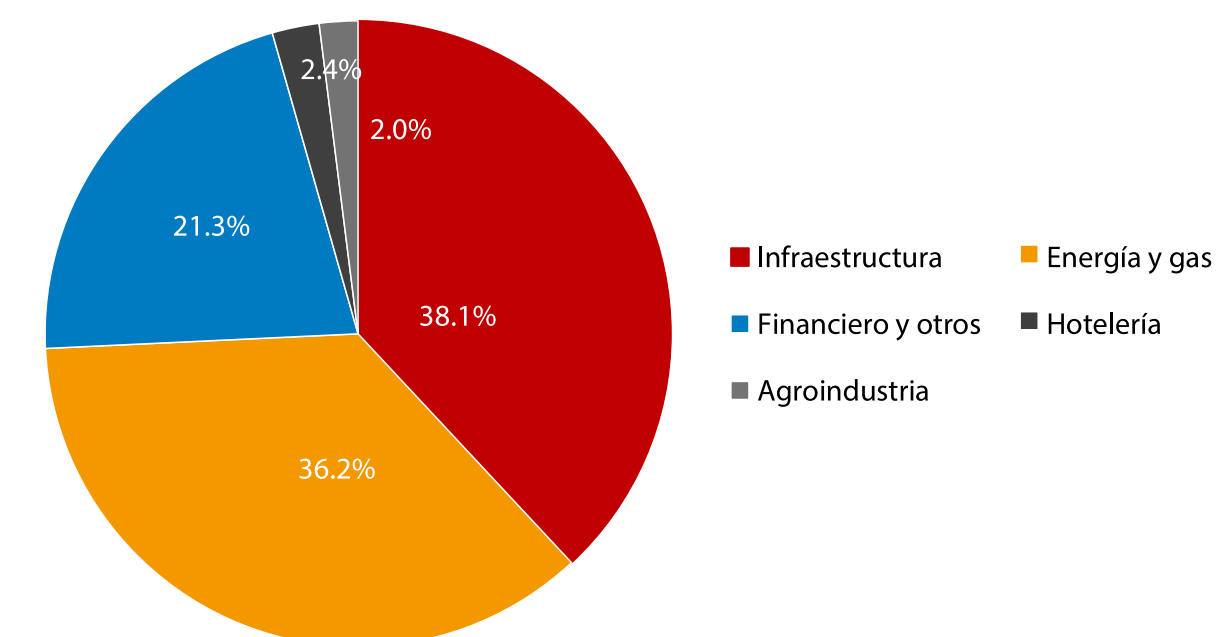




**Corficolombiana con inversiones resilientes:** Los sectores de infraestructura y energía y gas han demostrado su capacidad de rápida reactivación y continuidad de negocio, superior a otras industrias. Sumado a esto, en la medida que la ejecución de los proyectos 4G y la posible participación de la compañía en los nuevos proyectos 5G, se traducirán en el crecimiento de la corporación por algunos años más, consolidando a Corficolombiana como uno de los líderes nacionales en materia de infraestructura vial. Finalmente, el potencial de crecimiento que presentan filiales como Promigas y GEB en diversas geografías, permiten aún más un potencial de crecimiento para la compañía y, por ende, para Grupo Aval.

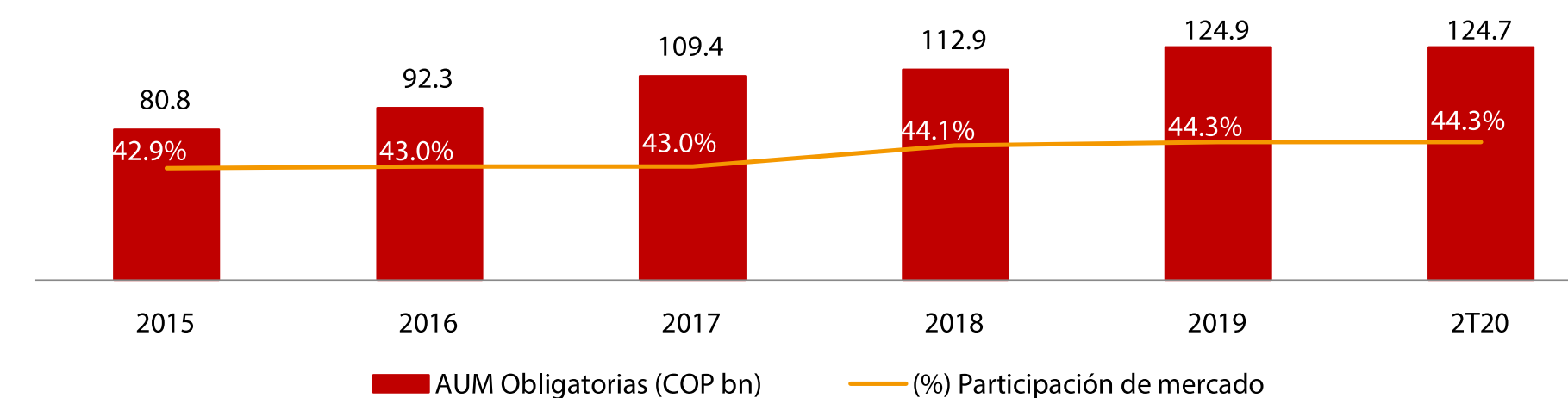
**Porvenir, liderazgo sostenido:** Porvenir se mantiene como el líder en la administración de fondos de pensiones y cesantías en Colombia. A junio de 2020, la participación de mercado ascendió al 44.3%. A futuro, consideramos que el crecimiento de los activos administrados y en el mantenimiento de su posición de liderazgo seguirán en una senda positiva, producto de las nuevas iniciativas implementadas en los frentes operativos y tecnológicos, lo cual, se ha logrado traducir en un 68% de participación en materia de nuevas afiliaciones durante el último año.

## DISTRIBUCIÓN DE ACTIVOS CORFICOLOMBIANA



Fuente: Corficolombiana | Cálculos Davivienda Corredores

## ACTIVOS BAJO ADMINISTRACIÓN PORVENIR



Fuente: SFC | Cálculos Davivienda Corredores



# RIESGOS

**Costo de riesgo en niveles históricos y una cartera en desaceleración.** La desafiante coyuntura macroeconómica resultará en una desaceleración del crecimiento de la cartera del sistema bancario en general. Prevemos un crecimiento de la cartera para el cierre del 2021 de cerca del 3.1% frente al 2020E, producto de una dinámica débil del crédito en Colombia (+2.7% en 2021 vs +10.7% en 2T20). Por su parte, esperamos que el gasto en provisiones crezca levemente durante el 2021; sin embargo, estimamos que se mantendría cercano a los COP 6.7 bn, resultando así en un costo de riesgo de 3.2% muy por encima del observado al cierre del 2019 de 2.2%. Tal gasto en provisiones será producto de un deterioro en la calidad de los activos del grupo. Finalmente, un deterioro prolongado en las perspectivas macroeconómicas podría resultar en: i) mayor deterioro de los activos del grupo; y, iii) mayores provisiones y costo de crédito no solo para 2021 si no posiblemente también para 2022.

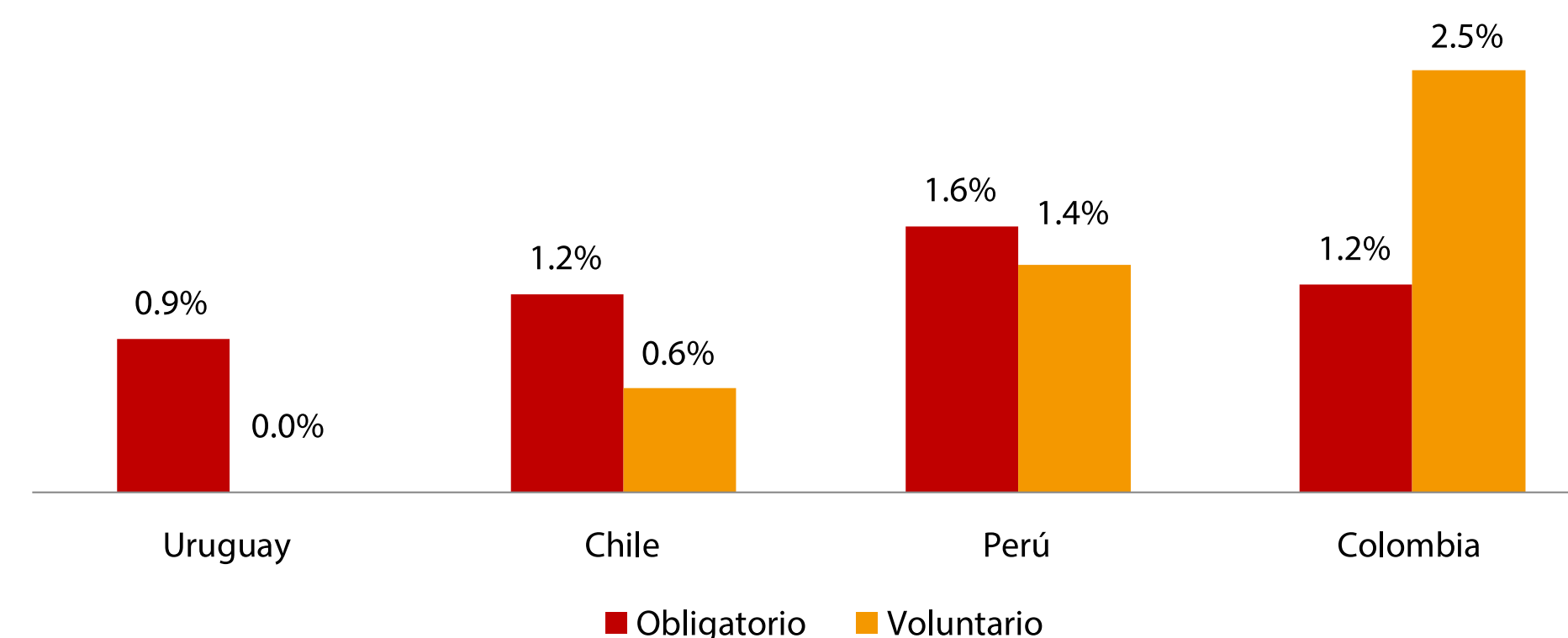
**Riesgos reputacional para Corficolombiana.** El tema de Ruta del Sol II ha tenido avances importantes; por un lado, la SIC emitió unas recomendaciones respecto al proyecto, en donde recomendó archivar el cargo respecto al aprovechamiento de conflicto de intereses, en el cual estaban vinculados Corficolombiana, Grupo Aval y algunos de sus directivos. Sin embargo, el cargo por sobornos sigue vigente y, una posible multa local podría significar cerca de COP 68 mil millones (~0.3% del patrimonio atribuible en 2T20). Por su parte, el proceso que se lleva a cabo en el Tribunal de Cundinamarca sigue en marcha y podría resultar en multas hasta por ~COP 800 mil mm en donde Corficolombiana tiene una participación del 33%, implicando un ajustes de cerca de -3.6% en el precio objetivo estimado. De esta forma, creemos que en la medida en que estas investigaciones sigan sin resolverse, el riesgo para el Grupo sigue latente y podría implicar un menor dinamismo en las acciones y limitaciones para la entrada de inversionistas.

**Bajas tasas de interés resultarán en presiones de márgenes.** Producto de los recientes recortes de tasa de interés hechos por Banco de la República (-250 pbs durante 2020), el costo de fondeo por parte de las entidades bancarias se ha reducido, beneficiando así sus márgenes. Sin embargo, esto ha sido contrarrestado por menores tasa de colocación en particular en créditos para grandes corporativos. Sumado a esto, prevemos que producto de una mayor competencia entre los bancos por clientes de menor riesgo, la entrada de nuevos competidores (Neobancos, BigTech), y un escenario prolongado de bajas tasas de interés, continuarán comprimiendo los márgenes de intermediación. Adicionalmente, consideramos que habrá presiones importantes tanto para los bancos y los fondos de pensiones, dado que la rentabilidad depende en gran parte del comportamiento de sus inversiones.



**Menores comisiones en negocio de pensiones a futuro:** Porvenir posee desafíos importantes en lo que respecta al tema pensional en Colombia. Una mayor expectativa de vida, un mercado laboral con altas tasas de desempleo y la coyuntura económica, podrían traducirse en retos importantes para las AFPs en Colombia. A lo anterior se suma: i) el panorama internacional en donde cada vez más las comisiones de los administradores de portafolios se han reducido hasta llegar a niveles cercanos a cero; ii) la recientemente divulgada “Política Pública para el desarrollo del sistema financiero” contempla licencias funcionales lo que podría permitir que se aumente la competencia en el negocio de administración de activos financieros, así como la reglamentación de un esquema de comisión por desempeño (rentabilidad); y, iii) Colombia se ubica como uno de los países con mayores comisiones en Latinoamérica. En este sentido, consideramos que estas tendencias presionarán los márgenes de los fondos de pensiones en Colombia y la rentabilidad de Porvenir en el mediano plazo.

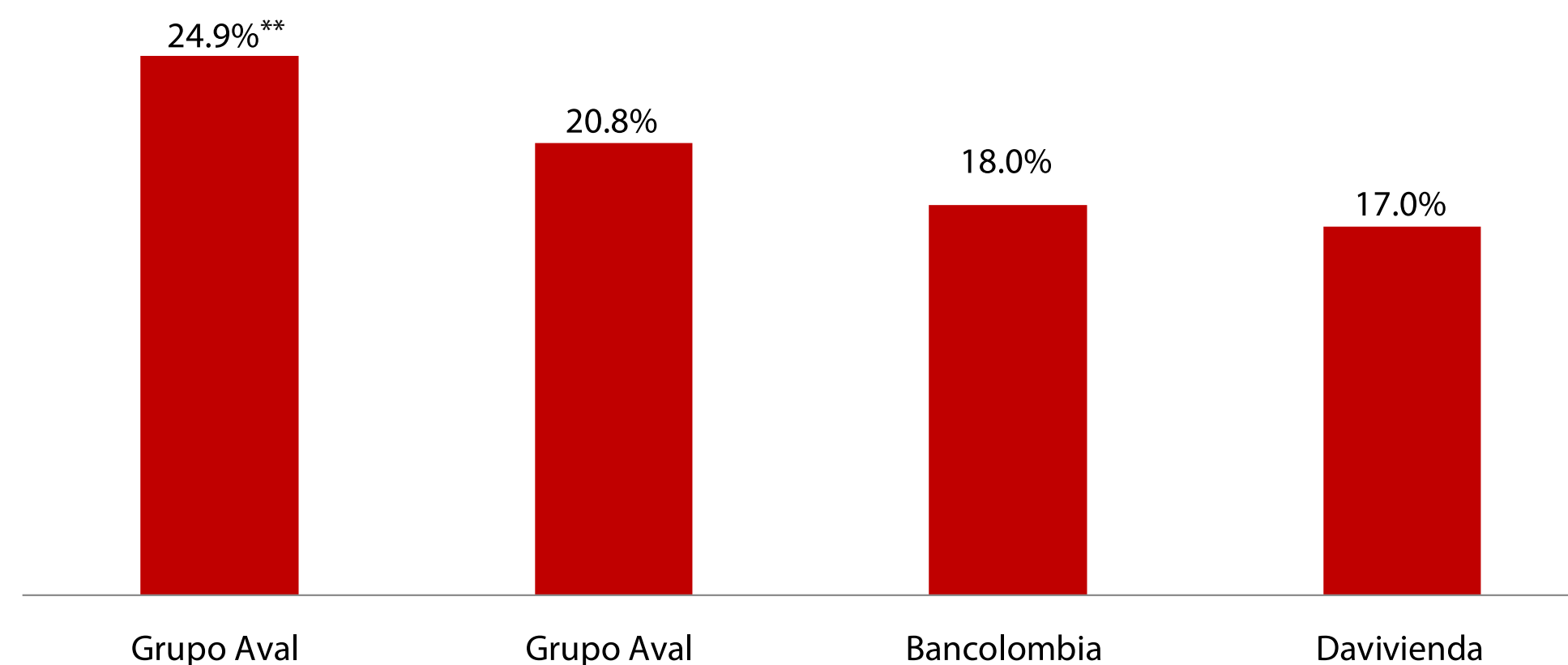
## COMISIONES EN DIFERENTES PAÍSES





**Presión en los ingresos por comisiones:** Los avances en digitalización, y el ambiente cada vez más competitivo en el sector financiero podrían tener implicaciones negativas en establecimientos de crédito que dependan mucho de las comisiones, como es el caso de Grupo Aval. El Grupo y sus bancos han mantenido una dependencia importante en lo que respecta al ingreso por comisiones, en donde se observa que el promedio de los últimos cuatro años de comisiones se encuentra por encima de los principales competidores del mercado, lo que podría significar un presión en términos de utilidades en el mediano plazo.

## INGRESO POR COMISIONES / INGRESOS TOTALES\*



Fuente: Emisores.\*Calculado como:  $(\text{Ingresos netos por comisiones}) / (\text{Ingreso Neto por interés} + \text{Ingreso neto por comisiones} + \text{Otros Ingresos})$ .  
\*\*Corresponde a las comisiones incluyendo el negocio de pensiones. | Cálculos Davivienda Corredores.





**Rezago en implementación de estándares de ESG:** Si bien Grupo Aval y algunas filiales, han empezado a adherirse a estándares internacionales de sostenibilidad, este aún no hace parte de ningún índice global debido a que la información publicada aún no es suficiente para conocer los alcances en materia de ESG. En este sentido, consideramos que dada la relevancia de estos temas, no solo en el ámbito social, sino también en términos de inversiones basadas en parámetros ESG, la compañía luce rezagada frente a sus pares tanto en Colombia como en la región, lo cual podría traducirse en un menor apetito por este tipo de compañías en el mediano plazo.

## INDICADORES DE SOSTENIBILIDAD\*



Fuente: Bloomberg | Davivienda Corredores \*Como referencia, los datos que se encuentren más cercanos a los extremos refleja un estandar, indicador o ranking más alto.



**Pocos avances en digitalización y nuevos competidores del mercado:** Si bien el Grupo y sus filiales han venido haciendo esfuerzos importantes en temas de digitalización, como es el caso del lanzamiento de la nueva billetera digital “dale!” para competir con Nequi y Daviplata, consideramos que la competencia ya ha tomado ventajas importantes, tanto en conocimiento del entorno, como en participación del mercado digital superando ampliamente a Grupo Aval. De esta manera, creemos que a pesar de estos avances y esfuerzos, la consolidación de las marcas de la competencia podrán significar impactos en su posición de liderazgo en el mercado local.

Así mismo, la inminente entrada de nuevos competidores al mercado (Neobancos y Bigtech) y una arquitectura del mercado más favorable para la competencia, son retos a los que el Grupo deberá ajustarse muy rápidamente. Ejemplo de esto es que cada vez toman más fuerza, e incluso ya está siendo contemplado en Colombia, 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 servicios financieros, facilitando la portabilidad de cuentas bancarias (como sucede en telecomunicaciones), lo que permite al cliente un empoderamiento mayor para la toma de sus decisiones y agudiza la competencia; todo esto en un entorno de adopción digital que se ha acelerado a raíz del COVID.

## SENSIBILIDAD (PERDIDA DE PARTICIPACIÓN)

	P.O 2021	%
-100pbs	(19)	-1.8%
-150pbs	(22)	-2.1%
-200pbs	(24)	-2.2%
-250pbs	(27)	-2.5%
-300pbs	(30)	-2.8%

El ejercicio contempla una participación de mercado de 27.2% en la cartera de consumo. En este sentido sensibilizamos una pérdida de mercado en este segmento, producto de esta debilidad en el entorno digital.



# PROYECCIONES

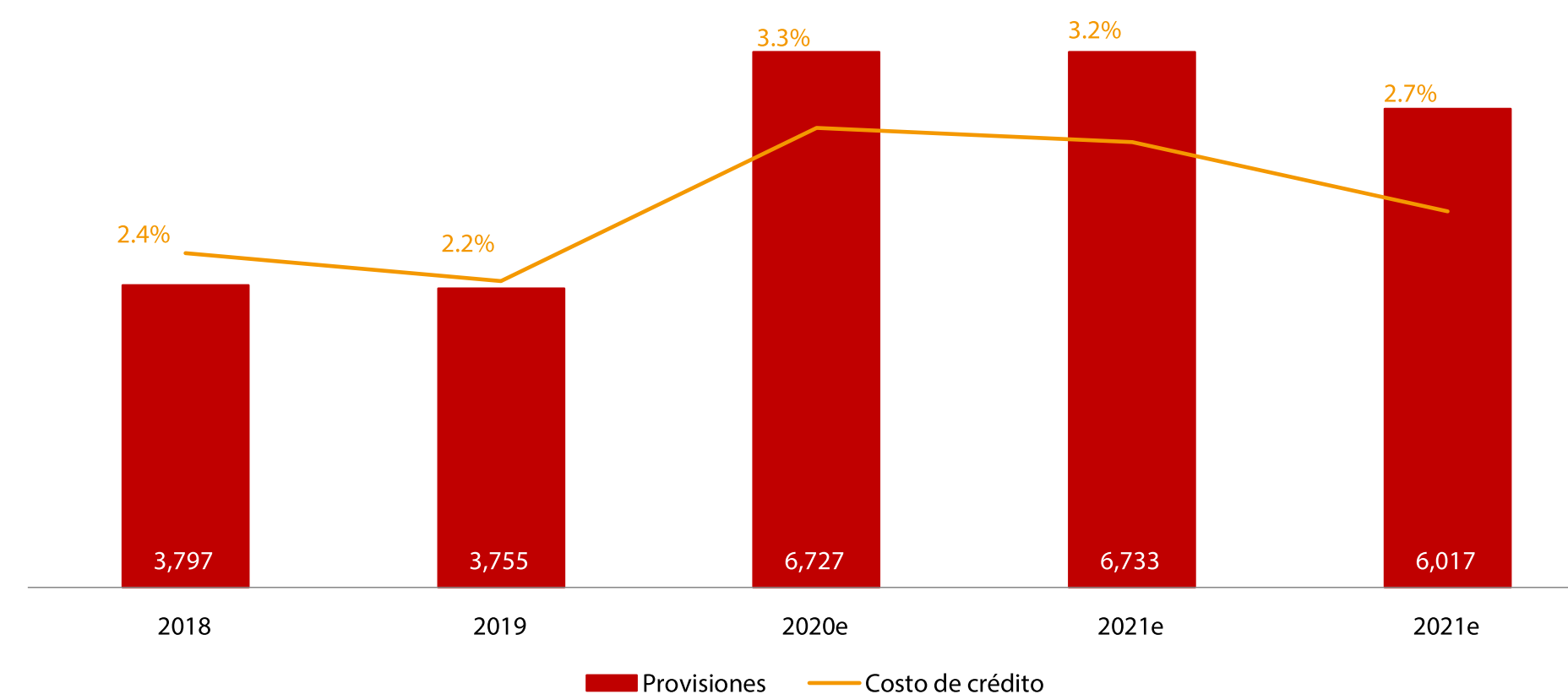
**Cartera de créditos:** En una base anual, la cartera consolidada a 2021 crecería 3.1% donde el segmento comercial presentará el mayor crecimiento (4.5%) y el segmento de consumo empezará a tener efectos negativos, decreciendo -1.5%.

**Ingresos netos por interés:** En 2021, veríamos un crecimiento leve en los ingresos por interés, los cuales presentarían un crecimiento anual de 4.4% ubicándose en COP 12.3 bn. Lo anterior llevaría a que el NIM se consolide en 5.2% frente a 5.1% estimado para 2020.

**Costo de riesgo y eficiencia:** Estimamos un costo de riesgo de 3.2% para el cierre del 2021 y llegando a niveles pre-COVID en el 2024 ubicándose en 2.5%. En temas de eficiencia esperamos un indicador de 50.5% para el 2021, empezando a reducirse progresivamente producto de la estrategia digital implementada.

**Utilidad Neta y ROAE:** A 2021 estimamos que Grupo Aval alcance una utilidad de COP 1.6 bn, producto de los altos gastos en provisiones, resultando en una rentabilidad de 7.9% medida por ROE. Esperamos que la utilidad llegue a niveles pre-COVID para el año 2024 acercándose a los COP 3.0 bn.

## GASTO EN PROVISIONES Y COSTO DE RIESGO (COP MIL MM)





# VALORACIÓN

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

**Ingreso Residual:** Por medio de esta metodología hemos obtenido un valor justo 2021FA de COP 1,100/acción, utilizando un costo de capital de 13.0%.

**Múltiplos de Valoración:** Esta metodología utiliza el múltiplo de P/VL 2021E ajustado por ROE @1.07x, de las entidades comparables con Grupo Aval. En este caso incorporamos un ROE esperado promedio de 5 años, esto con el fin de no deteriorar el precio de la compañía por solo la situación actual y teniendo cuenta las expectativas futuras, en donde esperamos una recuperación importante de las métricas del grupo. En este sentido, el valor de Grupo Aval sería COP 973/acción.

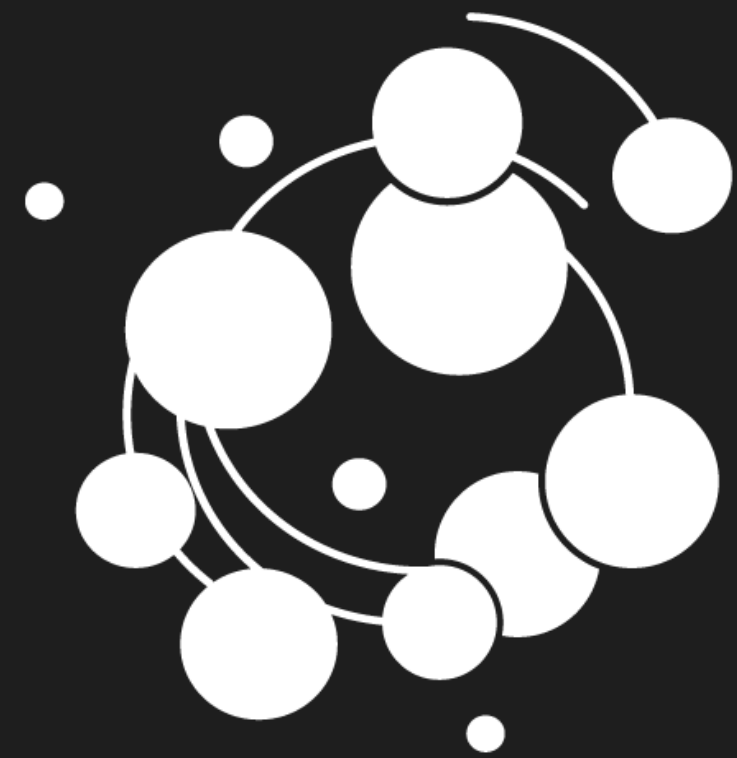
## RESUMEN VALORACIÓN

Metodología	Peso	P.O 2021
Ingreso residual	70%	1,100
P/VL (ajustado por ROE) @1.07x	30%	973
Precio Objetivo 2021FA	100%	1,060
Precio de mercado (23/10/20)		905
Potencial de valorización		17.1%
Dividendo proyectado (COP)		33
Dividend yield		3.8%
<b>Potencial de retorno total</b>		<b>20.9%</b>

El ejercicio contempla una participación de mercado de 27.2% en la cartera de consumo. En este sentido sensibilizamos una pérdida de mercado en este segmento, producto de esta debilidad en el entorno digital.

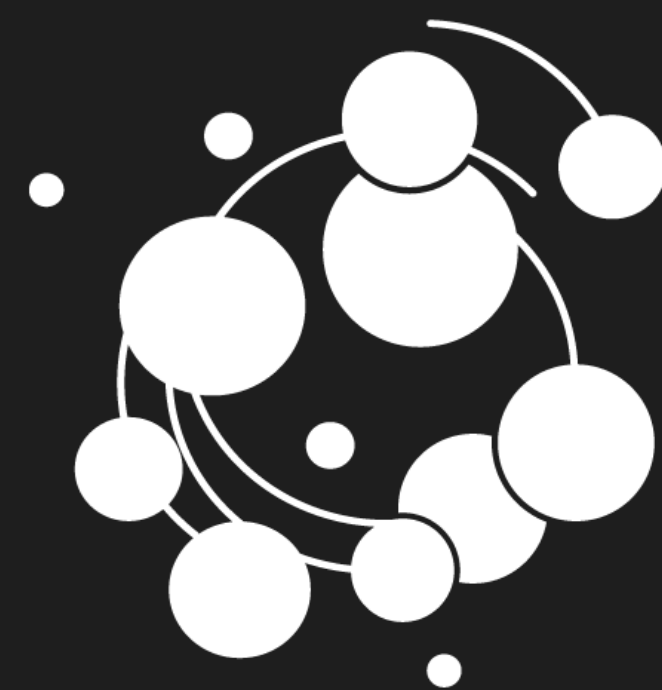


# COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA



Grupo  
Energía  
Bogotá

<b>05</b>	<b>I. ASPECTOS A DESTACAR</b>
<b>06</b>	<b>II. FICHAS TÉCNICAS</b>
<b>08</b>	<b>III. HIPÓTESIS DE VALOR</b>
<b>12</b>	<b>IV. RIESGOS</b>
<b>15</b>	<b>V. PROYECCIONES</b>
<b>16</b>	<b>VI. VALORACIÓN</b>



Grupo  
Energía  
Bogotá

## ENFOCADA EN CRECIMIENTO

**P.O.: 2,800 / SOBREPONDERAR**

**POTENCIAL: 12.3% RIESGO: MEDIO CIERRE: COP 2,494**

Durante el año 2020, GEB ha sido una de las compañías con mejor desempeño del COLCAP, aún considerando la crisis desatada por el COVID-19. Su estabilidad financiera y poca volatilidad en los flujos de caja dan certeza de su estructura de capital sólida y rentable. En lo corrido del año, la acción ha presentado un retorno cerca de +15% frente a su precio de cierre del 2019 incluyendo su dividendo (COP 140/acción). Hacia adelante, esperamos que la compañía mantenga la trayectoria de generación de valor a sus accionistas, principalmente impulsada por los aportes de Cálidda y Electro Dunas, que estimamos que hacia el 2025 representarán más del cincuenta y cinco por ciento de los ingresos operacionales. Así, el potencial de valorización (+14.9%) frente a nuestra estimación de valor justo y su política de repartición de dividendos, bajo una alta generación de caja, nos permite seguir recomendando SOBREPONDERAR la acción de GEB.



# ASPECTOS A DESTACAR

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Cap. Bursátil (COP):	<b>22.7 bn</b>
Flotante:	<b>14.1%</b>
Dividendo anual (COP) 2021E:	<b>160</b>
Retorno por dividendo:	<b>6.3%</b>
%COLCAP:	<b>9.02%</b>
# Acciones:	<b>9,181 mm</b>
P/VL actual:	<b>1.7x</b>
P/U actual	<b>11.3x</b>
EV/EBITDA actual:	<b>17.7x</b>
Último precio:	<b>2,494</b>
Max 52 semanas:	<b>2,580</b>
Min 52 semanas:	<b>1,745</b>

**Actualizamos el Precio Objetivo 2021FA a COP 2,800/acción.** Nuestro P.O. es resultado de la suma de partes de su portafolio de inversiones, incluyendo sus filiales controladas Cálidda y TGI, junto con las no controladas Codensa y Emgesa. En esta oportunidad incluimos: i) el valor en libros de ARGO (adquisición en el segmento de transmisión en Brasil); ii) el valor de Promigas a nuestro Precio Objetivo de COP 8,900 (antes precio de COP 8,350/acción); iii) integración de los nuevos proyectos en transmisión eléctrica y conexión de usuarios en la distribución y comercialización de gas natural en Perú; y, iv) el nuevo plan de inversiones al 2024.

**Portafolio diversificado para mayor rentabilidad.** Al pertenecer a un sector de ingresos regulados en crecimiento, con la participación en los negocios de energía eléctrica y gas natural, GEB ha reportado un crecimiento sostenido en la generación de utilidad que se ha visto beneficiada por los altos niveles de rentabilidad (Margen EBITDA > 60%) y los aportes por método de participación de sus filiales no controladas; dando la posibilidad a la compañía de distribuir atractivos dividendos a sus accionistas. Por otro lado, esperamos que a futuro este comportamiento se mantenga, permitiendo un crecimiento en su dividendo de largo plazo de ~4.5% anual y perfilándose como una de las alternativas de inversión más atractivas por su estabilidad en la generación de flujos de caja.

## ¿POR QUÉ SOBREPONDERAR?

Un sólido y diversificado portafolio de segmentos en el sector regulado de transmisión y distribución de energía, junto con transporte y distribución de gas natural, le permite a la compañía generar altos flujos de caja a sus accionistas, representados en un alto retorno por dividendos superior al ~6% y la posibilidad de contar con una estructura de capital sólida y de bajo apalancamiento para seguir fondeando oportunidades de crecimiento orgánico e inorgánico. Por estas razones, recomendamos SOBREPONDERAR la acción del Grupo Energía Bogotá.

### AUTORES

**Camilo Roldán**  
Analista Acciones  
croidan@corredores.com

**Katherine Ortiz**  
Líder Renta Variable  
kortiz@corredores.com



# GEB

## FICHA TÉCNICA

El Grupo Energía Bogotá ha logrado consolidarse como el primer grupo empresarial en el sector energético colombiano. Su casa matriz es la Empresa de Energía de Bogotá, dedicada al transporte de energía eléctrica. En el negocio del transporte y distribución de gas natural, cuenta con el control accionario de TGI, la mayor transportadora de gas natural en Colombia. En Perú cuenta con Contugas, Electro Dunas y Cálidda, en Brasil posee el 51% de 4 líneas de transmisión eléctrica a través de su canal de inversión Gebbras, adicional a la sociedad Brasileña Argo Energía y en Guatemala tiene a TRECSA. Dispone de un portafolio de inversiones en empresas del sector energético en Colombia, como Emgesa, Codensa, Gas Natural, Promigas, EEC, EMSA e ISA.

Resumen					
COP miles mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Acciones en circulación (mm)	9,182	9,182	9,182	9,182	9,182
Cap. Bursátil	18,364	18,548	22,900	22,900	22,900
Precio (COP/Acción)*	2,000	2,020	2,494	2,494	2,494
VL (COP/Acción)	1,368	1,426	1,527	1,611	1,704
UPA (COP/Acción)	190	201	228	231	240
EV	27,273	29,171	35,574	36,465	36,920
Deuda Bruta	9,626	10,950	15,427	15,612	15,797
Deuda Neta	8,472	10,160	12,185	13,050	13,474
P/VL	1.46x	1.42x	1.63x	1.55x	1.46x
P/U	10.5x	10.0x	10.9x	10.8x	10.4x
EV/EBITDA	10.32x	9.34x	10.23x	9.98x	9.84x
Dividendos	115	130	140	160	162

\*Precio de Cierre del 23/10/2020

Balance General Consolidado*					
COP miles mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Activo Corriente	3,158	2,594	5,730	4,850	4,644
Activo No Corriente	22,123	25,128	28,359	29,837	30,974
<b>Activos</b>	<b>25,281</b>	<b>27,721</b>	<b>34,089</b>	<b>34,687</b>	<b>35,618</b>
Pasivo Corriente	2,407	2,621	3,271	2,923	2,943
Pasivo No Corriente	9,881	11,544	16,312	16,453	16,485
<b>Pasivos</b>	<b>12,288</b>	<b>14,165</b>	<b>19,583</b>	<b>19,377</b>	<b>19,427</b>
Patrimonio	12,556	13,093	14,017	14,794	15,645
Interes Minoritario	437	464	489	516	546
Deuda Bruta/ Patrimonio	76.7%	83.6%	110.1%	105.5%	101.0%
Deuda Bruta/ EBITDA*	3.64x	3.51x	4.44x	4.27x	4.21x
ROA	6.9%	6.7%	6.1%	6.1%	6.2%
ROE	13.9%	14.1%	14.9%	14.3%	14.1%
ROIC	5.5%	3.8%	4.0%	4.0%	3.9%

Estado de Resultados Consolidado					
COP miles mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Transmisión Eléctrica	447	606	688	748	764
Transporte de Gas	1,313	1,538	1,651	1,663	1,675
Distribución Gas Natural	2,241	2,592	2,415	2,754	2,811
Distribución de Energía Eléctrica	-	151	420	421	429
<b>Ingresos Operacionales</b>	<b>4,001</b>	<b>4,887</b>	<b>5,175</b>	<b>5,587</b>	<b>5,678</b>
Costos y Gastos de Ventas	2,699	3,492	3,642	3,999	4,075
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>1,302</b>	<b>1,395</b>	<b>1,532</b>	<b>1,587</b>	<b>1,603</b>
Margen Operacional	32.5%	28.5%	29.6%	28.4%	28.2%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>1,749</b>	<b>1,846</b>	<b>2,094</b>	<b>2,119</b>	<b>2,205</b>
Margen Neto	43.7%	37.8%	40.5%	37.9%	38.8%
<b>EBITDA*</b>	<b>2,644</b>	<b>3,124</b>	<b>3,476</b>	<b>3,652</b>	<b>3,751</b>

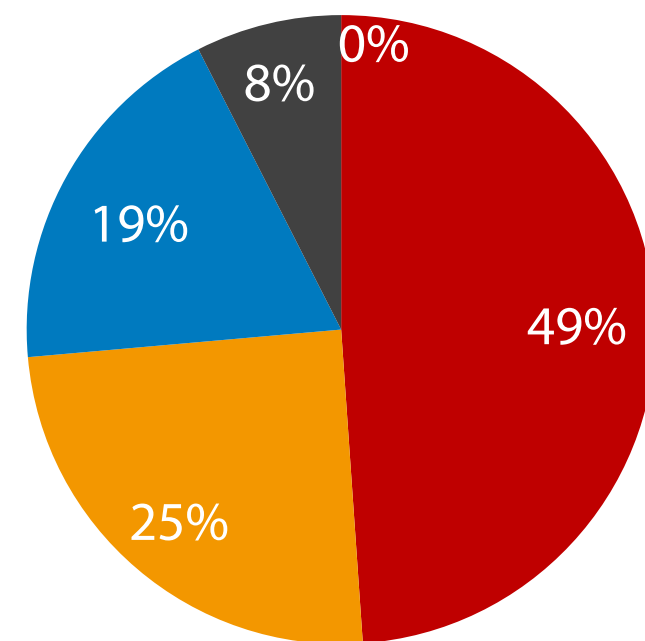




# GEB

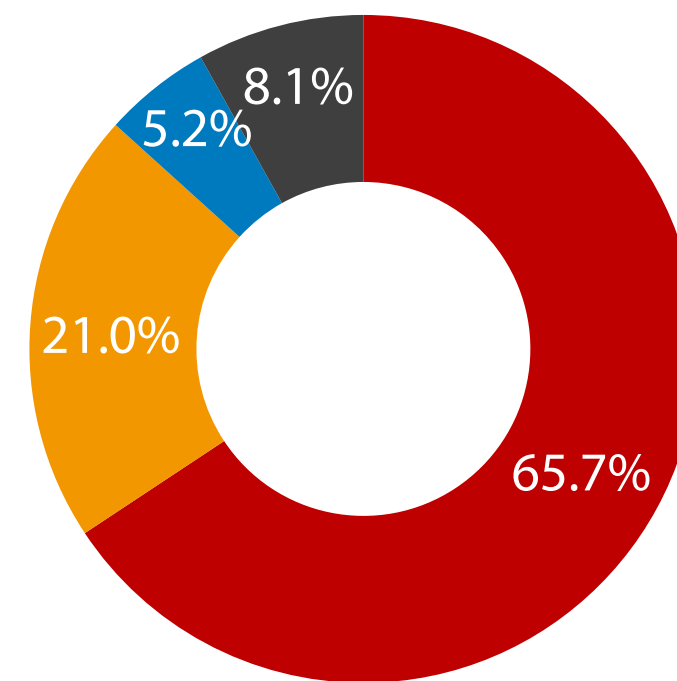
## FICHA TÉCNICA

Distribución EBITDA



- Transporte de Gas
- Distribución Gas
- Transmisión Eléctrica
- Distribución Eléctrica
- Otros

Composición accionaria



- Bogotá
- AFPs
- Corficol
- Otros

Escenarios Precio Objetivo

### Escenario Optimista

**COP 3,250**

En nuestro escenario optimista asumimos un incremento del 10% en la tarifa de transporte de gas por TGI, la cual representa la mayor generación de EBITDA para el grupo.

### Escenario Pesimista

**COP 2,490**

En nuestro escenario pesimista asumimos una caída de 10% el la tarifa del transporte de gas que se podría derivar de cambios regulatorios en la remuneración por este tipo de activos y que pueda disminuir de forma considerable los índices de rentabilidad.

Escenarios Precio Objetivo

Precio histórico 52 semanas

Precio Objetivo 2021FA

Máximo

2,550

● Actual  
2,469

1,705

Mínimo

Optimista

3,250

● P.O.  
2,800

2,490

Pesimista

Actual

Precio Objetivo

### Administración

Presidente: Juan Ricardo Ortega  
 Vicepresidente Ejecutivo: Jorge Tabares  
 IR: Valeria Marconi/Sandra Jimenez  
 Página web: [www.grupoenergiabogota.com](http://www.grupoenergiabogota.com)

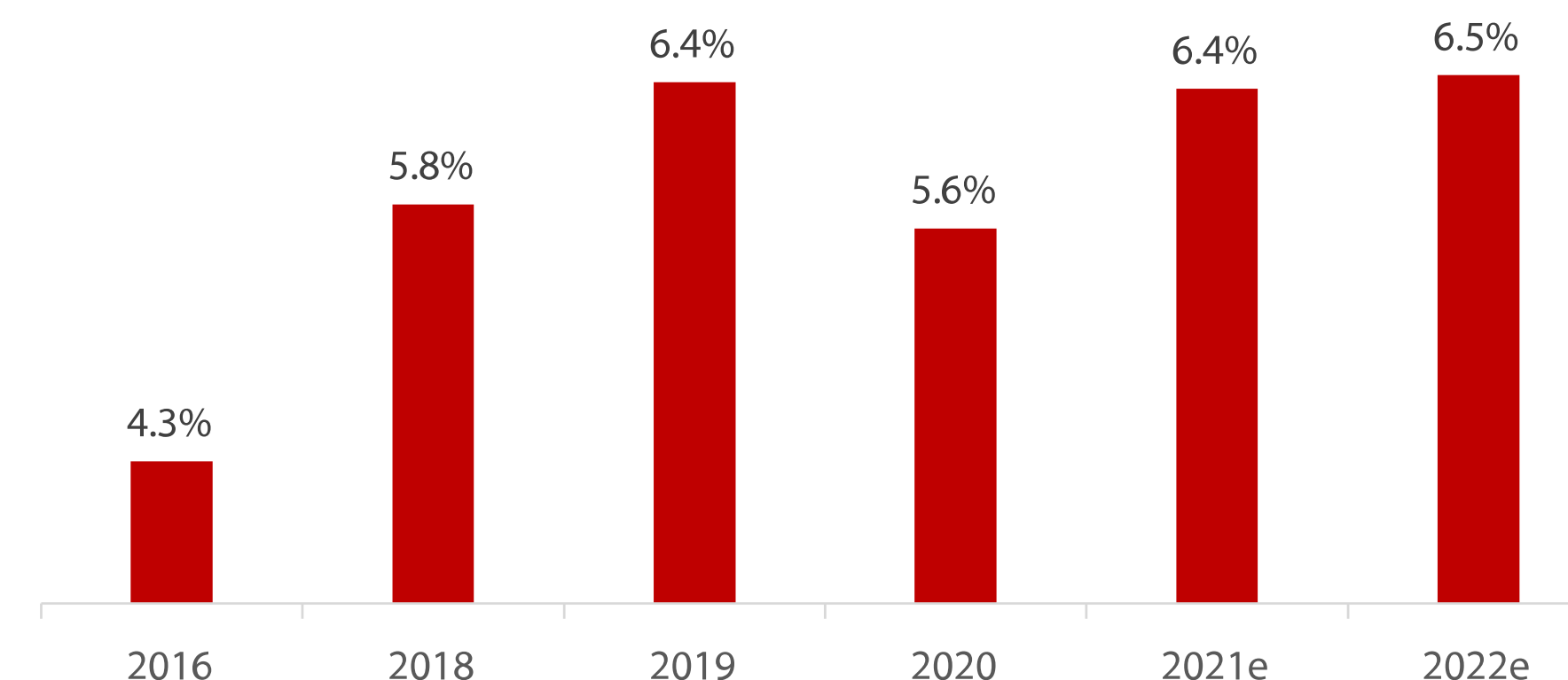


# HIPÓTESIS DE VALOR

**Un atractivo retorno por dividendos equiparable a la rentabilidad de un TES a 10 años.** Con el nuevo entorno de bajas tasas de interés, producto de la crisis económica desatada por el COVID-19, el retorno por dividendos de GEB se torna aún más atractivo (estimado ~6.5% para el 2021); el cual alcanza niveles similares a la rentabilidad esperada para un título de deuda pública local a 10 años. Adicionalmente, existe la posibilidad de capturar el potencial de crecimiento de la compañía en el largo plazo que podría traducirse en valorización de la acción.

Por su parte, estimamos que el crecimiento del dividendo a largo plazo sería de ~4.5% anual, mostrando la alta capacidad de GEB de generar utilidades. No obstante, es importante recordar que el riesgo no es comparable a un activo de renta fija, pero GEB al estar en un sector de ingresos regulados, presenta una volatilidad en los flujos de caja baja, minimizando la incertidumbre sobre su desempeño financiero al futuro.

## RENTABILIDAD DIVIDENDO

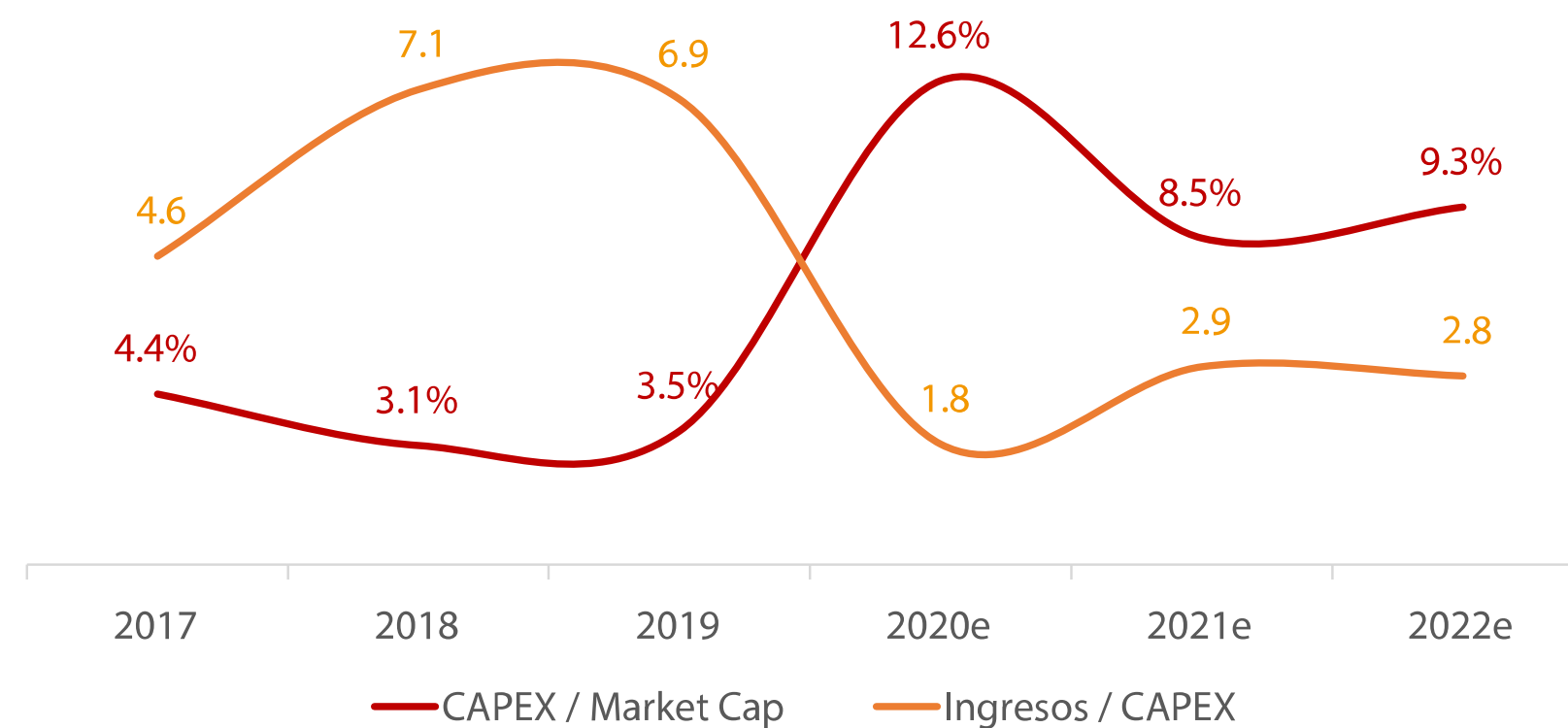




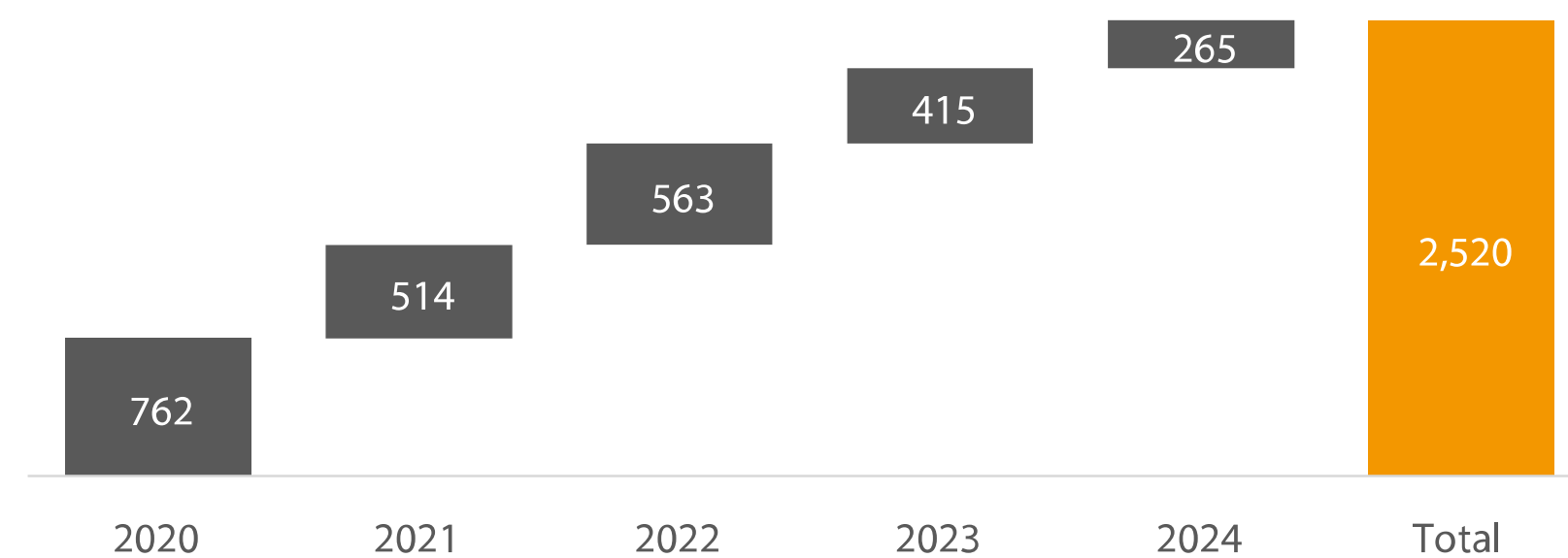
**CAPEX intensivo para el crecimiento orgánico.** Grupo Energía Bogotá proyecta ejecutar un CAPEX a través de sus subordinadas y filiales de USD 2,520 mm entre 2020-2024 (~USD 504 mm anuales). Del CAPEX proyectado, USD 781 mm corresponden al negocio de distribución, USD 1,589 mm a transporte y transmisión, y USD 150 millones a generación. Vale la pena destacar que este CAPEX incluye expansión inorgánica de la reciente adquisición de ARGO (USD 330 mm). No obstante, no se incluyen proyectos que podrían llegar a ser adjudicados a TGI, como la Regasificadora del Pacífico (CAPEX USD 400 mm + USD 250 mm de CAPEX de gasoducto) y los Proyectos IPAT que se componen de 4 gasoductos.

De esta manera, evidenciamos que a pesar de estar en un sector regulado con características de monopolio, existen amplias posibilidades de continuar creciendo de forma orgánica para GEB. Por otro lado, tampoco descartamos la posibilidad de continuar realizando adquisiciones y diversificando su portafolio de activos a nivel internacional.

### CAPEX A 2022



### CAPEX (USD MM)

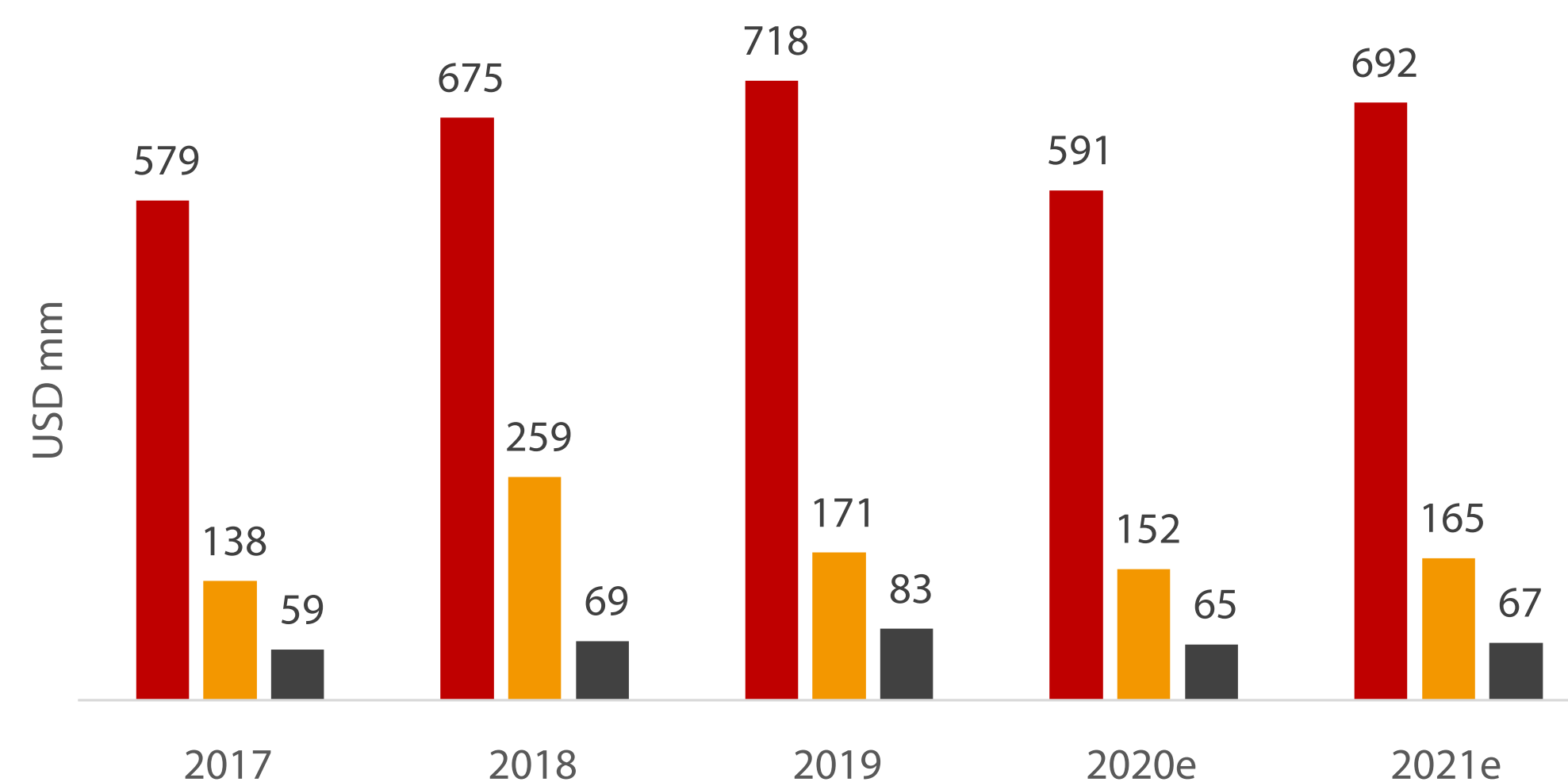




**Activos en Perú seguirán aportando al buen desempeño de la compañía.** Si bien la coyuntura derivada de la pandemia impactó de manera significativa los activos de GEB en Perú (En el 2019 representaron el 56.1% de los ingresos y estimamos que para el 2025 estos representen el 59%), especialmente Cálidda, en donde se evidenció una caída del -11% anual en los volúmenes de venta de gas natural en el 2T20 (Sector Industrial -22% y GNV -40%) y una lenta recuperación del mercado; el desempeño financiero en esta región fue compensado por los ingresos asociados a Electro Dunas, cuya adquisición se realizó en el 2019 y estimamos que para el 2020 este activo aporte ingresos por COP 420 mil mm.

Por otro lado, la reapertura económica en el país continuaría motivando la recuperación de los ingresos de Cálidda, los cuales según nuestras estimaciones para el 2020 se ubicarían en USD 590 mm (-18% frente al 2019) y USD 692 mm en 2021. Bajo esta premisa, se continuarán ejecutando las inversiones aplazadas durante el 2020 con el fin de llegar a la conexión de 1.8 mm de usuarios para el 2026 y mantener los márgenes de rentabilidad estables (~24% Margen EBITDA), lo que finalmente se vería traducido en una mayor generación de ingresos para GEB a futuro, bajo la influencia de un sector regulado que minimiza la volatilidad de los flujos de caja.

## DESEMPEÑO FINANCIERO CÁLIDDA







**Posible enajenación de participación accionaria del Distrito de Bogotá.** En el año 2018, el concejo de Bogotá aprobó la venta, por parte del Distrito de Bogotá, del 20% de su participación accionaria en GEB. Durante el año 2018, se concluyó un primer proceso de enajenación de acciones que llevó a una disminución de participación en la compañía desde el 76.3% hasta el 65.7%; por lo cual, aún quedaría pendiente la enajenación de 9.4% de la participación total del Distrito Capital. Aunque en 2019 se suspendió el proceso, nuevamente este año entró en discusiones por parte de los directivos del Grupo Energía Bogotá, en el cual se está explorando las condiciones actuales de mercado y el momento oportuno (búsqueda de nuevos socios que compren la participación del Distrito) para continuar con la venta ya aprobada por el Consejo, lo cual podría mejorar aún más los indicadores de liquidez de la acción, e inclusive al incrementar el flotante de acciones en el mercado, la participación en los índices accionarios locales e internacionales podría aumentar. Adicionalmente, un factor que podrían hacer que este evento se lleve a cabo, son las necesidades de capital de la alcaldía para poder realizar varios proyectos de infraestructura

en la Capital como el metro; la venta de esta participación representaría cerca de COP 1.04 bn de ingresos para la Capital del país.

**Emgesa y Codensa muestran un destacable desempeño financiero.** El año 2020 representó un desafío importante para las empresas del sector energético, donde el cierre económico y las restricciones de movilidad impactaron la demanda de energía eléctrica, llegando a su mayor caída en el mes de abril (-11% anual) y, de acuerdo con las proyecciones de la UPME (junio 2020), se prevé que al finalizar el año la demanda tan solo crezca 1.4% frente al 2019. Sin embargo, hemos evidenciado que el desempeño de las empresas no controladas por el Grupo Energía Bogotá (Codensa y Emgesa), han presentado cifras muy estables. En el caso de Emgesa, los altos precios en bolsa y la prestación del servicio de Regulación Secundaria de Frecuencia, han permitido mantener márgenes de rentabilidad superiores a los de sus pares de mercado (margen EBITDA ~60% y margen neto ~33%); esperamos que esta tendencia continúe con la modernización y optimización de los activos existentes (CAPEX aprobado 2020-2022 COP 781 mil mm) ofreciendo un ROE para los próximos años de 21% (WACC 9.3%).

De igual manera, en Codensa el nuevo cargo tarifario y las menores compras en bolsa permitieron a la compañía mantener sus índices de rentabilidad, para lo cual, estimamos que al finalizar el 2020 la utilidad neta de la compañía se ubique cerca de COP 824 mil mm (+0.1% Vs 2019). Por otro lado, dado el nuevo cargo tarifario, Codensa inició el proceso de expansión y optimización de infraestructura, junto con la habilitación de la red existente a la transición energética y digitalización; estas inversiones reconocen un gasto de COP 2.4 bn en los próximos años y una mayor generación de ingresos a futuro (ROE 24% - WACC 8.1%).

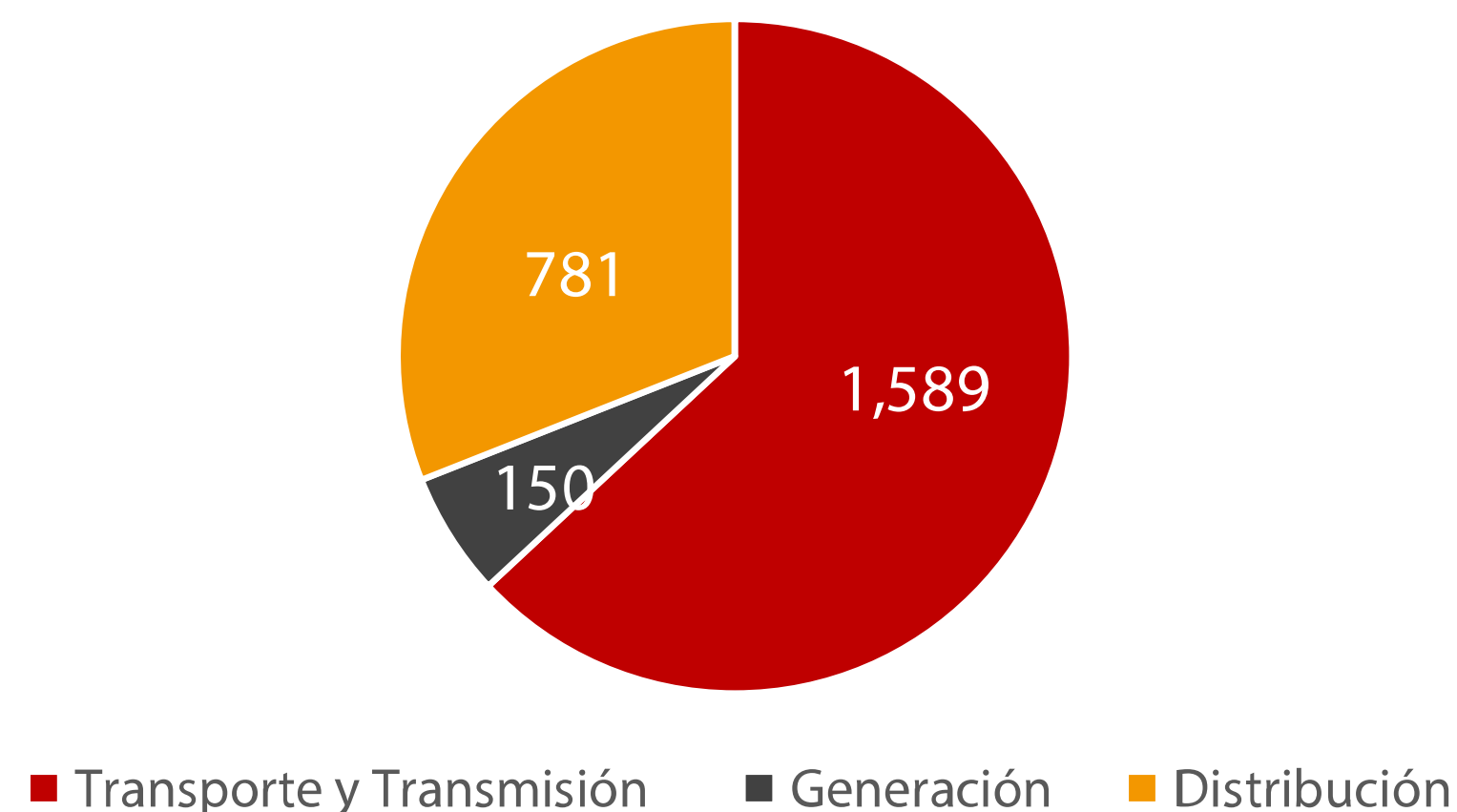
Basados en la estrategia de estas dos compañías, estimamos que GEB recibirá anualmente aportes por participación accionaria en Emgesa y Codensa en promedio de COP 88.7/acción de GEB en el periodo 2020-2024 y un crecimiento de este aporte del 5% en adelante, lo que permitirá contar con mayor liquidez para seguir fondeando sus inversiones y el pago de altos dividendos a sus accionistas.



# RIESGOS

**Incertidumbre sobre el resultado del pleito con ENEL.** Continúa el tribunal de arbitramento entre Grupo Energía Bogotá y Grupo Enel para dirimir diferencias relacionadas con la distribución de utilidades de Emgesa y Codensa, el negocio de energía renovable y el uso de las marcas. Por lo cual se estaría limitando el crecimiento en ciertos segmentos de GEB como la posible compra de activos de distribución y transporte en venta por parte de Gobierno Nacional y la incursión en fuentes de energía renovables no convencionales (Grupo Enel adelanta su expansión con un vehículo individual - Enel Green Power). Ahora, es importante destacar que según pronunciamientos de la gerencia de GEB, se podría estar trabajando en un acuerdo con ENEL, del cual se conocerían detalles al finalizar el año. De llegarse a un acuerdo positivo para GEB, los aportes de Codensa y Emgesa incrementarían en promedio COP 40/acción de GEB y se daría la posibilidad de iniciar las inversiones en generación con energías no convencionales.

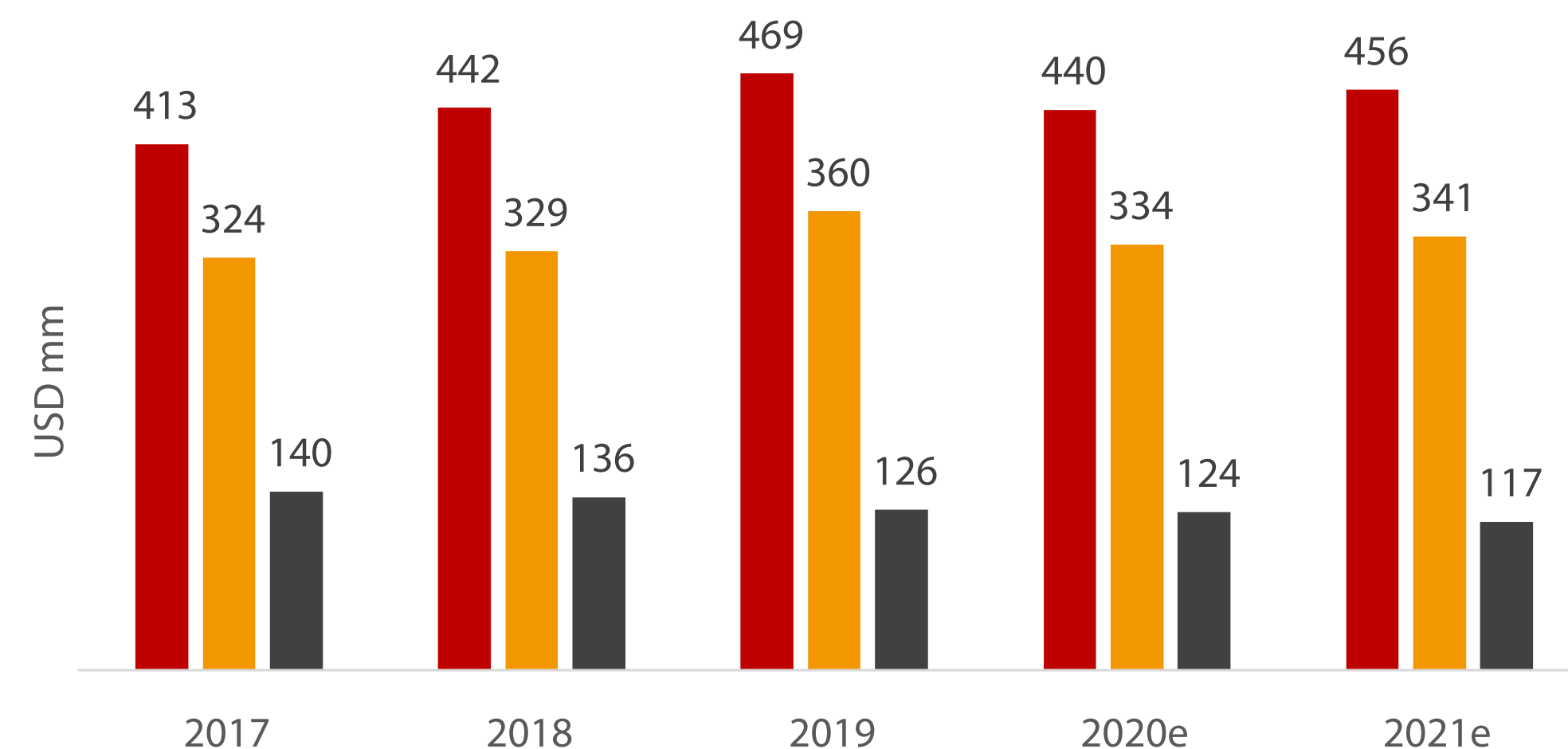
## INVERSIONES POR SEGMENTO 2020 - 2024 (USD MM)





**TGI está expuesta a riesgo de contratación.** Aunque la vida remanente de los contratos en firme de TGI es en promedio de 5.9 años, cerca del 33% de la capacidad contratada de transporte de TGI expira al finalizar el 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 69/acción en el P.O. de GEB.

## DESEMPEÑO FINANCIERO TGI



Fuente: GEB





### **Retrasos en la construcción de proyectos comprometen ingresos.**

Los retrasos en los proyectos energéticos, incluidos también los que no se pueden realizar por consultas populares y demás, le costaron al país cerca de COP 2 bn en el 2018, según en Ministerio de Minas y Energía. Por su parte, GEB no ha sido exento de esta coyuntura por la negativa de las comunidades por desarrollar proyectos de transmisión en su territorio. Por lo cual, GEB tiene retrasos superiores a un año en proyectos como: i) refuerzo Costa Caribe (500 Kw) ; ii) Hidroituango (500 Kw); iii) Tesalia-Quimbo (230 Kw); iv) primer refuerzo oriental (500 Kw); v) proyecto Chivor II (230 Kw); entre otros. Los cuales comprometen ingresos superiores a los USD 41 mm anuales para GEB y mayores sobrecostos en el desarrollo de estos proyectos. Por otro lado, es importante mencionar que este es un riesgo que continuará estando latente para los futuros proyectos que sean licitados.



### **Riesgos regulatorios frente a la remuneración del transporte de gas.**

En el segundo semestre del 2020 se llevará a cabo la agenda regulatoria, en donde se esperan cambios para la remuneración del transporte de gas que entrarían en vigencia al finalizar el año. La revisión del esquema de remuneración incluye: disminuciones en el WACC regulatorio (actual: 15.6%), 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 TGI, presionaría los márgenes de rentabilidad una vez entre en vigencia y podría comprometer la generación de EBITDA para GEB, reconociendo que el segmento de transporte de gas, aporta cerca del 50% del EBITDA consolidado del grupo.





# PROYECCIONES

**Ingresos.** Estimamos que los ingresos operacionales de GEB se ubiquen en COP 5.1 bn para el 2020 (+5.9% anual), si bien dada la coyuntura actual por la crisis del COVID-19, que impactó de manera negativa los ingresos de sus filiales TGI y Cálidda, la tasa de cambio USDCOP compensó esta caída, adicional al aporte positivo de ingresos por Electro Dunas. Por otro lado, para el 2021, esperamos que los ingresos aumenten 8% anual, gracias a la entrada en operación de nuevos proyectos de transmisión, y la recuperación de los volúmenes de venta de gas en Perú.

**EBITDA.** Para el 2020 estimamos que el EBITDA acumule COP 3.5 bn, incluyendo los dividendos pagados por sus filiales no controladas, representando un crecimiento de 11.3% frente al 2019 e impulsados por la tasa de cambio USDCOP y mayores eficiencias en los costos y gastos operacionales.

**Utilidad neta.** Finalmente, estimamos que la utilidad neta de GEB ronde los COP 2.0 bn, equivalente a una utilidad por acción de COP 228 y un dividendo estimado de COP 160/acción. Por otro lado, para el 2021 la utilidad neta sería levemente superior a la de 2020 (+1.2% anual), debido a la entrada de nuevos proyectos de transmisión, pero parcialmente contenida por los menores ingresos por la apreciación del COP.

## ESTIMACIONES

Empresa	Moneda	2020			2021		
		Ingresos	EBITDA	U. Neta	Ingresos	EBITDA	U. Neta
GEB Transmisión	COP MM	587,930	403,599	232,262	639,342	425,744	154,338
TGI	USD M	440,274	334,395	124,195	455,748	340,694	116,761
Cálidda	USD M	590,903	152,253	64,921	692,237	164,904	66,755
Electro Dunas	PEN M	380,547	95,449	15,296	391,544	98,664	17,452
Emgesa	COP MM	4,186,542	2,428,270	1,337,614	4,110,078	2,319,997	1,267,625
Codensa	COP MM	5,536,748	1,872,201	824,320	5,731,928	1,927,264	842,661
<b>Consolidado GEB</b>	<b>COP MM</b>	<b>5,174,593</b>	<b>3,476,327</b>	<b>2,093,772</b>	<b>5,586,712</b>	<b>3,652,247</b>	<b>2,118,620</b>



# VALORACIÓN

**Flujo de caja libre:** Para estimar el valor de Grupo Energía 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 Transmantaro).

**Valor en Libros:** Las compañías que no fueron valoradas por flujo de caja descontado, se tomó su valor en libros a excepción de Gas Natural (Vanti), en la cual se usó el último valor de la transacción realizado durante la OPA realizada en el 2020 a un valor de COP 72,696/acción.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2021 FA de COP 2,800/acción, el cual posee un potencial de valorización del 12.3% frente a los precios de mercado actuales.

## RESUMEN VALORACIÓN

SOTP	Metodología	% Participación	Valor participación (COP mm)	Valor por Acción (COP)	Contribución
<b>Controladas</b>			<b>11,703,833</b>	<b>1,294</b>	<b>34.3%</b>
GEB Transmisión	FCD	100.0%	2,121,575	250	6.6%
Trecca	VL	95.3%	749,291	82	2.2%
TGI	FCD	100.0%	5,972,991	651	17.2%
Cálidda	FCD	60.0%	1,960,138	213	5.6%
Contugas	VL	100.0%	152,233	17	0.5%
Electro Dunas	FCD	100.0%	747,605	81	2.1%
<b>No Controladas</b>			<b>23,077,580</b>	<b>2,481</b>	<b>65.7%</b>
Emgesa	FCD	51.5%	11,020,465	1,200	31.8%
Codensa	FCD	51.8%	6,312,475	688	18.2%
Gas Natural	Precio última Trans.	25.0%	670,350	73	1.9%
Promigas	FCD	16.0%	1,739,404	189	5.0%
REP	FCD	40.0%	1,148,376	111	2.9%
CTM	FCD	40.0%	1,524,754	148	3.9%
EMSA	VL	16.0%	43,999	5	0.1%
GEBBRAS	VL	51.0%	222,920	24	0.6%
Argo	VL	50.0%	394,837	43	1.1%
<b>Total negocios</b>			<b>34,781,413</b>	<b>3,775</b>	<b>100%</b>
Gastos administrativos	VP (Otros Gastos e Ingresos)	100%	(2,038,613)	(222)	
Deuda Neta		100%	(6,932,443)	(755)	
<b>Precio Objetivo 2021FA</b>			<b>25,810,357</b>	<b>2,800</b>	

# COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA



Grupo  
**nutresa**

<b>05</b>	<b>I. ASPECTOS A DESTACAR</b>
<b>06</b>	<b>II. FICHAS TÉCNICAS</b>
<b>08</b>	<b>III. HIPÓTESIS DE VALOR</b>
<b>12</b>	<b>IV. RIESGOS</b>
<b>15</b>	<b>V. PROYECCIONES</b>
<b>16</b>	<b>VI. VALORACIÓN</b>



Grupo  
**nutresa**

## EVIDENCIA DE UN NEGOCIO RESILIENTE

**P.O.: 29,800 / NEUTRAL**

**POTENCIAL: 38.9% RIESGO: MEDIO CIERRE: COP 21,450**

La compañía se ha consolidado como una de las empresas más resilientes en la crisis, producto de una sólida diversificación de productos y una fuerte posición de mercado en las regiones donde opera. En este sentido, esperamos que las dinámicas de volúmenes en varios segmentos defensivos compensen los efectos negativos de los demás. Sin embargo, consideramos que la actual coyuntura de un fuerte repunte de formatos como los Hard Discounters y la desaceleración en el consumo de los hogares, podría afectar el crecimiento sostenido de las ventas y presionar levemente los márgenes de la compañía en el mediano plazo. Así, mantenemos nuestra recomendación NEUTRAL.





# ASPECTOS A DESTACAR

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Cap. Bursátil (COP):	9.86 bn
Flotante:	43.9%
Dividendo anual (COP) 2021E:	688
Retorno por dividendo:	3.2%
%COLCAP:	6.82%
# Acciones:	460.1 mm
P/VL actual:	1.33x
P/U actual	17.2x
EV/EBITDA actual:	9.06x
Último precio:	21,450
Max 52 semanas:	26,400
Min 52 semanas:	23,380

**Sólida participación en la cadena de producción:** Nutresa demostró su capacidad de adaptabilidad y resiliencia gracias a su participación en numerosos países con ocho segmentos de negocio y una amplia diversificación de productos. Adicionalmente, consideramos que la estrategia digital y de innovación ha sido un pilar fundamental para el crecimiento de la compañía. Ejemplo de esto ha sido su adaptabilidad en temas digitales, con plataformas enfocadas en la experiencia, flexibilidad y eficiencia para sus clientes. Finalmente, resaltamos su gestión estratégica orientada en la productividad, con proyectos como C3, una nueva planta de producción en la Zona Franca en Santa Marta, que busca atender mercados internacionales, fortaleciendo la cadena de valor de la compañía.

**Retos importantes se avecinan:** Si bien Nutresa se ha caracterizado por ser una compañía líder en el segmento de alimentos, consideramos que existen varios factores que pondrán a prueba esta tendencia: i) nuevos competidores como los Hard Discounters han tomado cuotas de mercado importantes, fortaleciendo su cercanía a los consumidores, lo cual presionará las ventas del canal tradicional de la compañía; ii) la recuperación económica en Centroamérica y Colombia aún es incierta, pero se prevé que los impactos de la pandemia en estas regiones sean más pronunciados que en otras partes del mundo, lo cual podría resultar en cambios en las dinámicas de consumo, afectando los segmentos Premium y mainstream del grupo.

## ¿POR QUÉ NEUTRAL?

Si bien Nutresa cuenta con una diversificación geográfica y de productos que le ha permitido sortear la situación actual con tranquilidad. Consideramos que los retos que tiene la compañía, sumado a un potencial de valorización más reducido y una baja generación de utilidades en relación al precio de mercado (earnings yield) nos lleva a mantener nuestra recomendación NEUTRAL.

### AUTORES

**Julián Felipe Ausique**  
Analista Acciones  
jausique@corredores.com

**Katherine Ortiz**  
Líder Renta Variable  
kortiz@corredores.com



# GRUPO NUTRESA

## FICHA TÉCNICA

Grupo Nutresa, antes Grupo Nacional de Chocolates, es la empresa líder en alimentos procesados en Colombia (55.4% 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.

Resumen					
	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Acciones en circulación (millones)	460	460	460	460	460
Cap. Bursátil (COP millones)	10,812,901	11,687,136	9,869,648	9,869,648	9,869,648
Precio (COP/acción)*	23,500	25,400	21,450	21,450	21,450
VL (COP/acción)	18,114	18,875	19,853	20,845	21,898
UPA (COP/acción)	1,094	1,114	1,182	1,213	1,348
P/VL	1.3x	1.3x	1.3x	1.0x	1.0x
P/VL ajustado	1.3x	1.3x	1.1x	1.4x	1.4x
P/U	21.5x	22.8x	18.2x	17.7x	15.9x
P/U ajustado	18.4x	20.1x	16.0x	21.5x	20.1x
EV/EBITDA	9.8x	9.2x	7.8x	10.0x	9.7x
EV/Ventas	1.2x	1.2x	1.0x	1.3x	1.3x

\*Precio de Cierre del 23/10/2020

Balance General Consolidado					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Disponible	347,520	497,947	463,866	488,301	510,487
Propiedad, planta y equipo	3,376,364	3,400,057	3,422,384	3,430,760	3,440,272
Otros Activos	9,799,813	11,747,237	12,608,237	13,027,023	13,594,673
<b>Total Activos</b>	<b>13,523,697</b>	<b>15,645,241</b>	<b>16,494,487</b>	<b>16,946,084</b>	<b>17,545,432</b>
Obligaciones Financieras	2,852,553	3,263,275	3,467,028	3,600,152	3,618,297
Otros pasivos	2,336,413	3,697,102	3,892,607	3,754,734	3,851,311
<b>Total Pasivos</b>	<b>5,188,966</b>	<b>6,960,377</b>	<b>7,359,635</b>	<b>7,354,886</b>	<b>7,469,608</b>
Patrimonio	8,334,731	8,684,864	9,134,852	9,591,198	10,075,824
Pasivos+Patrimonio+I.Min.	13,523,697	15,645,241	16,494,487	16,946,084	17,545,432
Pasivos/Activos	38.4%	44.5%	44.6%	43.4%	42.6%
Obligaciones Financieras /EBITDA	<b>2.5x</b>	<b>2.4x</b>	<b>2.4x</b>	<b>2.4x</b>	<b>2.3x</b>
ROE	6.0%	5.9%	6.0%	5.8%	6.2%
ROA	3.7%	3.3%	3.3%	3.3%	3.5%
ROIC	5.9%	5.7%	5.7%	5.7%	6.1%

Estado de Resultados Consolidado					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ventas	9,016,067	9,958,851	10,909,992	11,372,623	11,999,703
Cárnicos	1,849,753	1,912,022	2,090,157	2,099,100	2,208,948
Galletas	1,823,381	2,029,125	2,281,076	2,371,689	2,480,833
Chocolates	1,552,791	1,676,711	1,690,303	1,773,151	1,858,966
Café	985,657	1,210,085	1,639,408	1,695,580	1,762,956
Helados	444,361	475,583	433,486	458,630	484,669
Pastas	301,991	343,012	409,534	433,134	457,663
TMLUC	994,596	1,041,956	1,196,642	1,236,681	1,288,233
Alimentos al Consumidor	737,717	814,636	548,136	655,410	778,845
Costos de Ventas	-4,969,218	-5,565,300	-6,307,789	-6,564,000	-6,872,604
Utilidad Bruta	4,046,849	4,393,551	4,602,203	4,808,623	5,127,099
Gastos Operacionales	-3,197,552	-3,433,930	-3,590,588	-3,757,026	-3,979,332
Utilidad Operacional	849,297	959,621	1,011,615	1,051,597	1,147,767
Utilidad Neta	503,554	512,727	543,694	558,324	620,238
EBITDA	1,126,422	1,347,229	1,422,178	1,485,555	1,577,340
Margen Bruto	44.9%	44.1%	42.2%	42.3%	42.7%
Margen Neto	5.6%	5.1%	5.0%	4.9%	5.2%
Margen EBITDA	12.5%	13.5%	13.0%	13.1%	13.1%



# GRUPO NUTRESA

## FICHA TÉCNICA

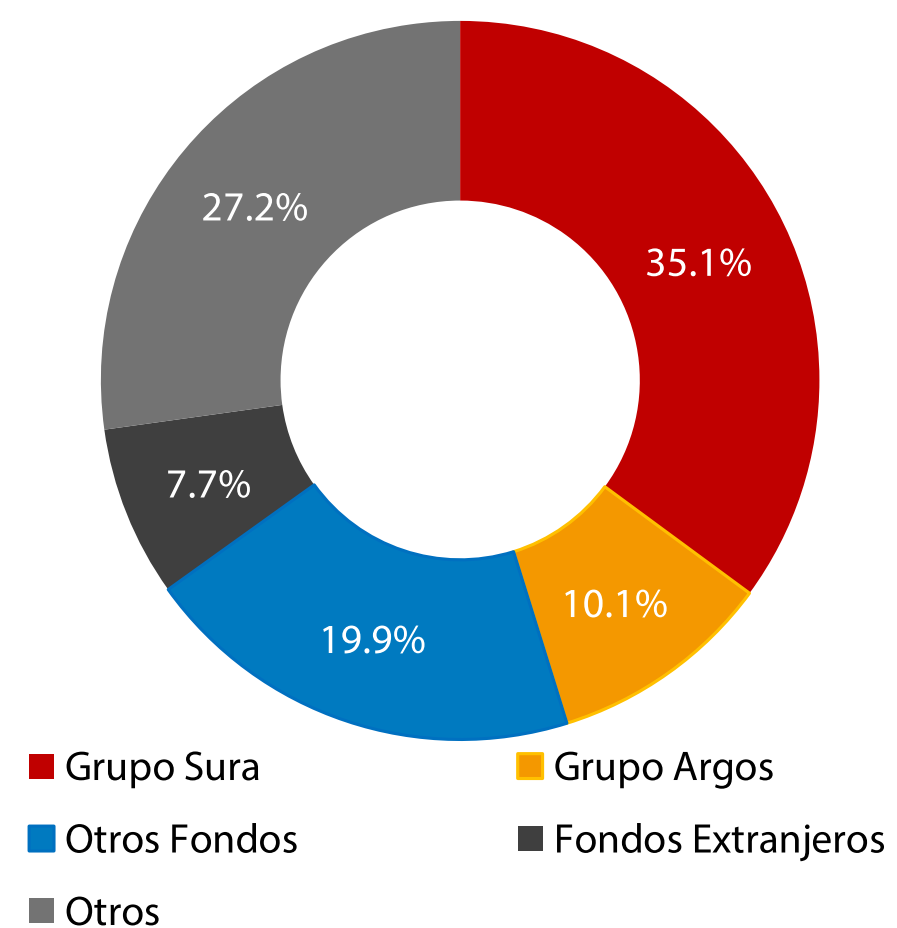
### Comparables

Compañía	Market Cap (USD mm)	EV/12M EBITDA	EV/EBITDA 2021E
M Dias Branco	2,183	12.5x	11.4x
Grupo Herdez	839	8.3x	7.7x
Alicorp	1,839	8.6x	7.4x
BRF	2,578	7.5x	7.9x
Bimbo	9,208	7.6x	7.1x
Gruma	4,617	8.1x	7.7x
Mafrig Global Foods	1,851	4.6x	4.8x
Hershey	29,939	13.2x	15.5x
Kellogg Co.	22,444	12.9x	13.6x
General Mills	37,518	11.7x	11.8x
Mondelez	81,087	13.7x	14.7x
Ebro Foods	3,500	9.5x	9.4x
Mediana Alimentos	4,059	<b>9.1x</b>	<b>8.6x</b>
Mediana Alim. Consumidor	12,748	<b>10.6x</b>	<b>11.4x</b>
Mediana Global	4,617	<b>10.4x</b>	<b>10.1x</b>
Nutresa	2,673	<b>10.3x</b>	<b>10.1x</b>

### Administración

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

### Composición accionaria



### Escenarios Precio Objetivo

#### Escenario Optimista

**COP 32,700**

Para calcular el valor, consideramos la materialización de nuestros P.O. para el portafolio de la compañía. En donde hay un espacio de valorización del 33.8% y 51.9% para Grupo Argos y Grupo Sura.

#### Escenario Pesimista

**COP 27,000**

Para calcular el valor sensibilizamos fuertemente nuestra expectativa de crecimiento en los volúmenes, simulando un escenario de recuperación económica más lenta, resultando en un TACC de ingreso del (3.0% vs 5.7% esperado).

### Escenarios Precio Objetivo

Precio histórico 52 semanas

Precio Objetivo 2021FA

Máximo  
26,400  
Actual  
21,450  
Mínimo

Optimista  
32,700  
P.O.  
29,800  
Pesimista  
27,000

Actual

Precio Objetivo





# HIPÓTESIS DE VALOR

**Sólido perfil financiero para ejecutar recompra de acciones, hacer adquisiciones y/o incrementar dividendos:** Nutresa llegaría a una relación deuda neta/EBITDA de 2.0x para finalizar 2021, lo cual está en línea con su estrategia de apalancamiento moderado. Sumado a esto, consideramos que dada la beneficiosa situación de crecimiento de volúmenes y un adecuado control de gastos, la compañía será capaz de generar un flujo de caja superior a lo que necesita para fondar sus inversiones de capital y pago de dividendos, lo cual podría dar espacio para:

**1. Crecimiento Inorgánico:** Dentro de las opciones, no descartamos un escenario en el que Nutresa siga recurriendo a expansiones inorgánicas. Producto de la coyuntura actual, podrían existir oportunidades de adquisiciones en diferentes geografías estratégicas para la compañía, lo cual soportaría la estrategia de crecimiento que ha venido teniendo el grupo en los últimos años.

Consideramos que si estas nuevas adquisiciones son hechas en condiciones similares a las últimas realizadas por el Grupo, no veríamos un deterioro en sus métricas de apalancamiento (luego de la adquisición de Cameron's Coffee, el indicador de Deuda Neta/ EBITDA se situó en 2.42 veces).

**2. Recompra de acciones:** En febrero de 2020, la Asamblea de Accionistas de Nutresa aprobó la propuesta de readquisición de acciones por un monto máximo de COP 300 mil mm, con un plazo máximo de 3 años. En este sentido, consideramos que dada la baja liquidez del mercado y la coyuntura actual, esta opción podría generar un impacto positivo en el precio de la acción de la compañía. No obstante, resaltamos el tamaño poco representativo de la readquisición (5.0% del flotante y 3.0% de las acciones totales, a precio de mercado).

**3. Incremento de dividendos:** Finalmente, la tercera opción posible podría ser un incremento de los dividendos distribuidos para el año 2021. Dada la situación actual, donde sus principales accionistas, Grupo Argos y Grupo Sura tendrán presiones importantes en sus flujos de caja; donde Grupo Argos podría tener un déficit de recursos cercano a COP 340 mil mm, si sus principales filiales no entregaran dividendos y, donde Grupo Sura tendrá presiones derivadas de nuestra expectativa de pérdidas para Bancolombia que podrían significar que no reparta dividendos (34% de los dividendos para Sura ~COP 240 mil mm); por lo cual, Nutresa podría verse incentivada a incrementar su payout ratio que siempre ha estado alrededor del 60%, lo que consideramos positivo y favorable para sus accionistas.



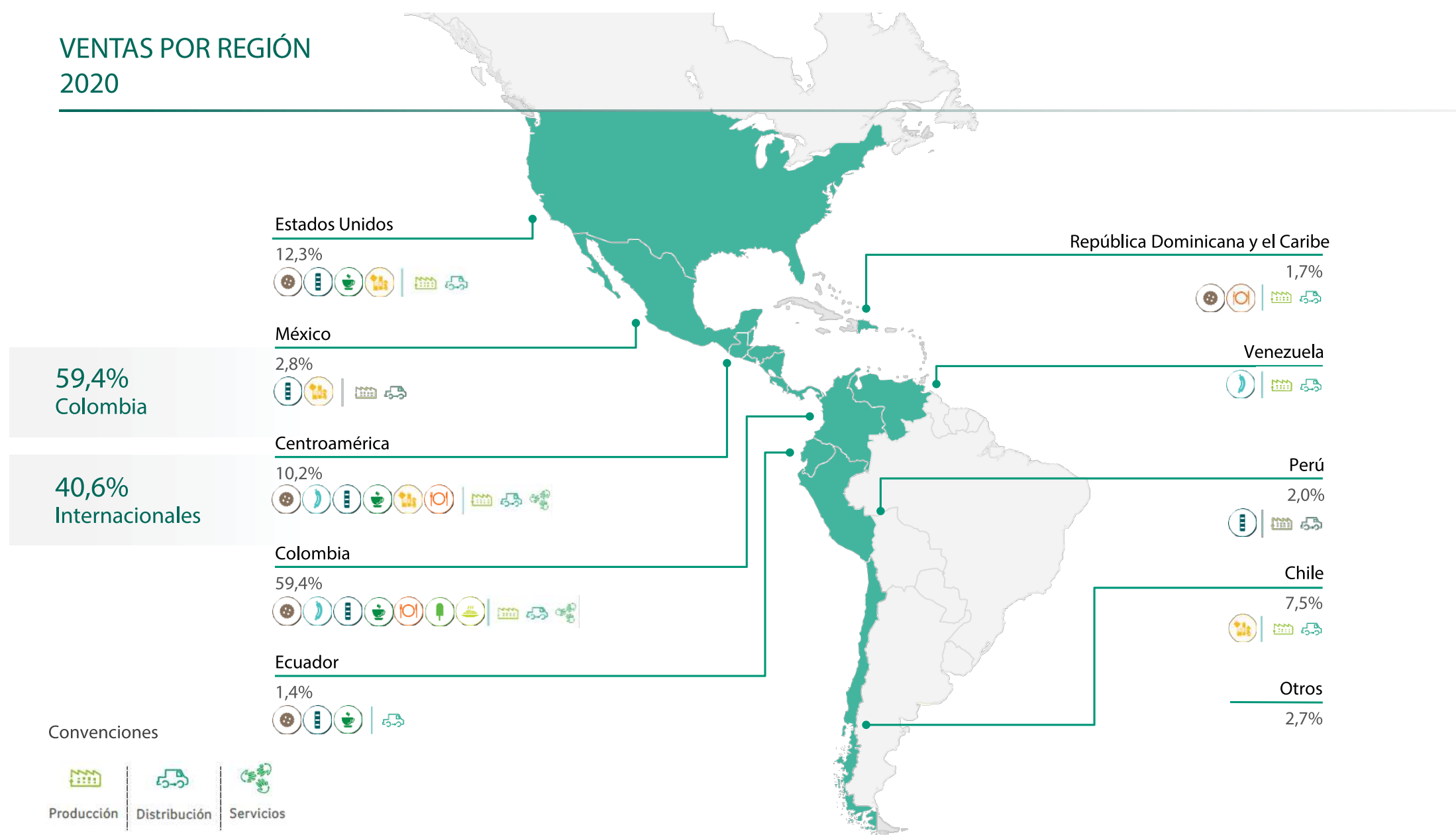


**Estrategia multimarca y diversificación geográfica como protección ante la crisis:** Nutresa se ha caracterizado por demostrar un crecimiento sostenido producto de su estrategia de diversificación geográfica y su mix de productos y marcas. Actualmente, la compañía cuenta con 8 líneas de negocio, 47 plantas de producción y presencia en 14 países con redes de distribución hacia más de 75 países, donde el 59.4% de los ingresos provienen de Colombia, seguido por Centroamérica y EE.UU con 10.2% y 10.3% de participación respectivamente.

Sumado a esto, el Grupo ha logrado mantener una sólida posición competitiva en la industria de alimentos en Colombia en donde cuenta con cerca de 55.4% de participación de mercado en segmentos como cárnicos, café, chocolates, galletas y pastas que en conjunto representaron 75% del EBITDA consolidado del grupo. En el caso de Chile, la compañía ha logrado consolidarse como uno de los mayores competidores en el mercado de Discounters y Venta directa con una participación de mercado del 59.4%.

En línea con esto, producto de la pandemia del COVID-19, Grupo Nutresa demostró su capacidad de resiliencia adaptando su oferta de productos a las necesidades del consumidor en donde, por ejemplo, en la planta de chocolates, se redujo la producción de confitería y snacks en formatos on-the-go, para premiar los productos de mayor consumo en el hogar como chocolate de mesa, y presentaciones familiares.

## VENTAS POR REGIÓN

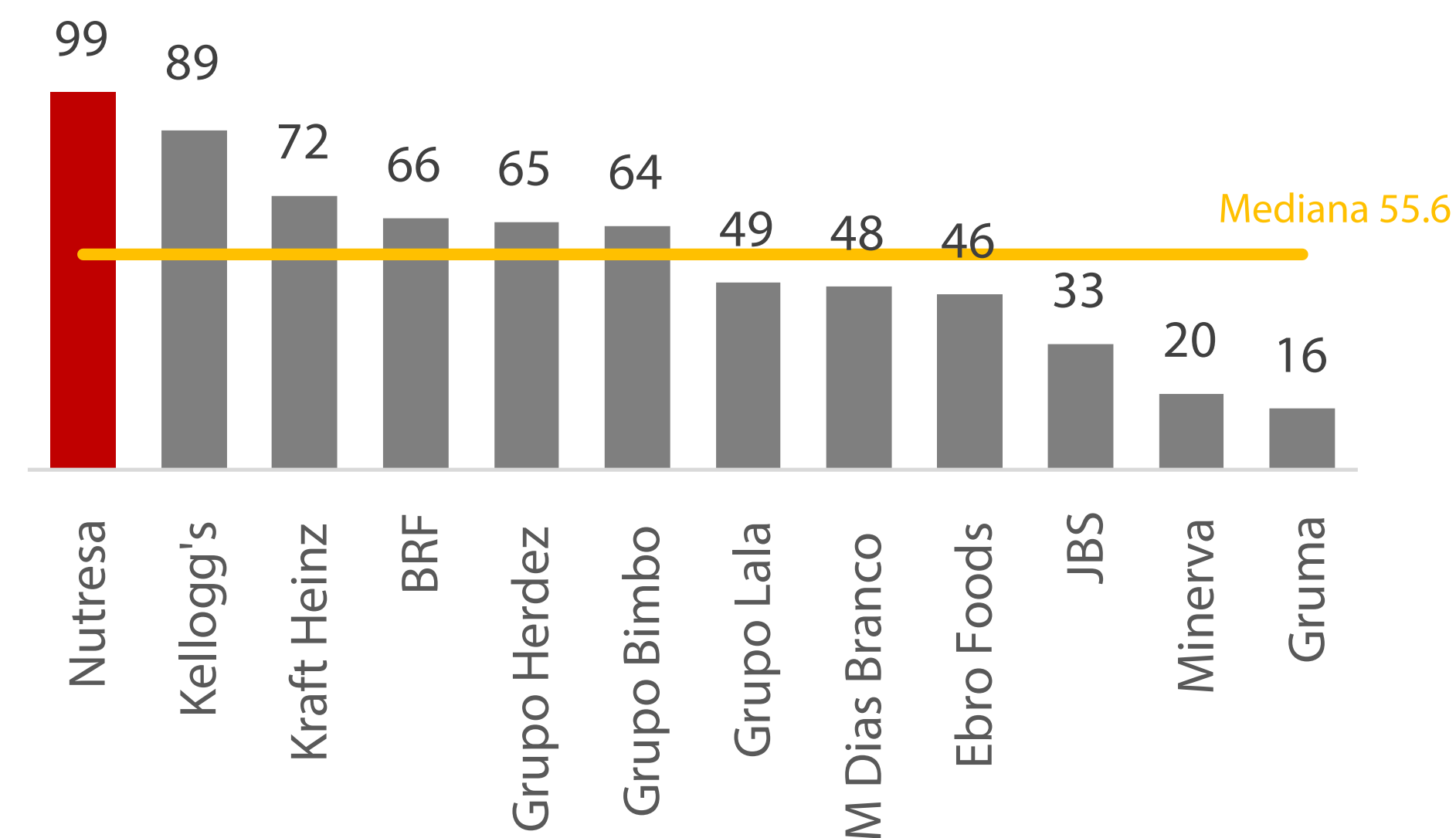




**Referente internacional de sostenibilidad:** Desde hace varios años Grupo Nutresa ha venido implementando su estrategia de sostenibilidad, fundamentada en 6 pilares estratégicos (actuar íntegramente, impulsar el crecimiento rentable e innovación efectiva, fomentar una vida saludable, gestionar responsablemente la cadena de valor, construir una mejor sociedad y reducir el impacto ambiental de las operaciones y productos), la cual se ha visto reflejada en sus altos estándares de gobierno corporativo, los cumplimientos de guías financieras (CAPEX y margen EBITDA (12%-14%)), su liderazgo en el mercado colombiano, su compromiso en mejorar la salud de sus consumidores y la reducción de su impacto ambiental en los últimos años.

Esto ha traído consigo un reconocimiento internacional, logrando por sexto año consecutivo obtener la distinción en la categoría plata en el Anuario de Sostenibilidad de RobecoSAM, así como nacional donde en la Gran Encuesta de acciones de Davivienda Corredores, los inversionistas locales la ubican constantemente como favorita en estándares de gobierno corporativo. Consideramos que dado que temas relacionados con ESG se han convertido en un fenómeno global y regional que cada vez toma más relevancia a la hora de tomar decisiones de inversión, esto podría ser una catalizador positivo para Nutresa.

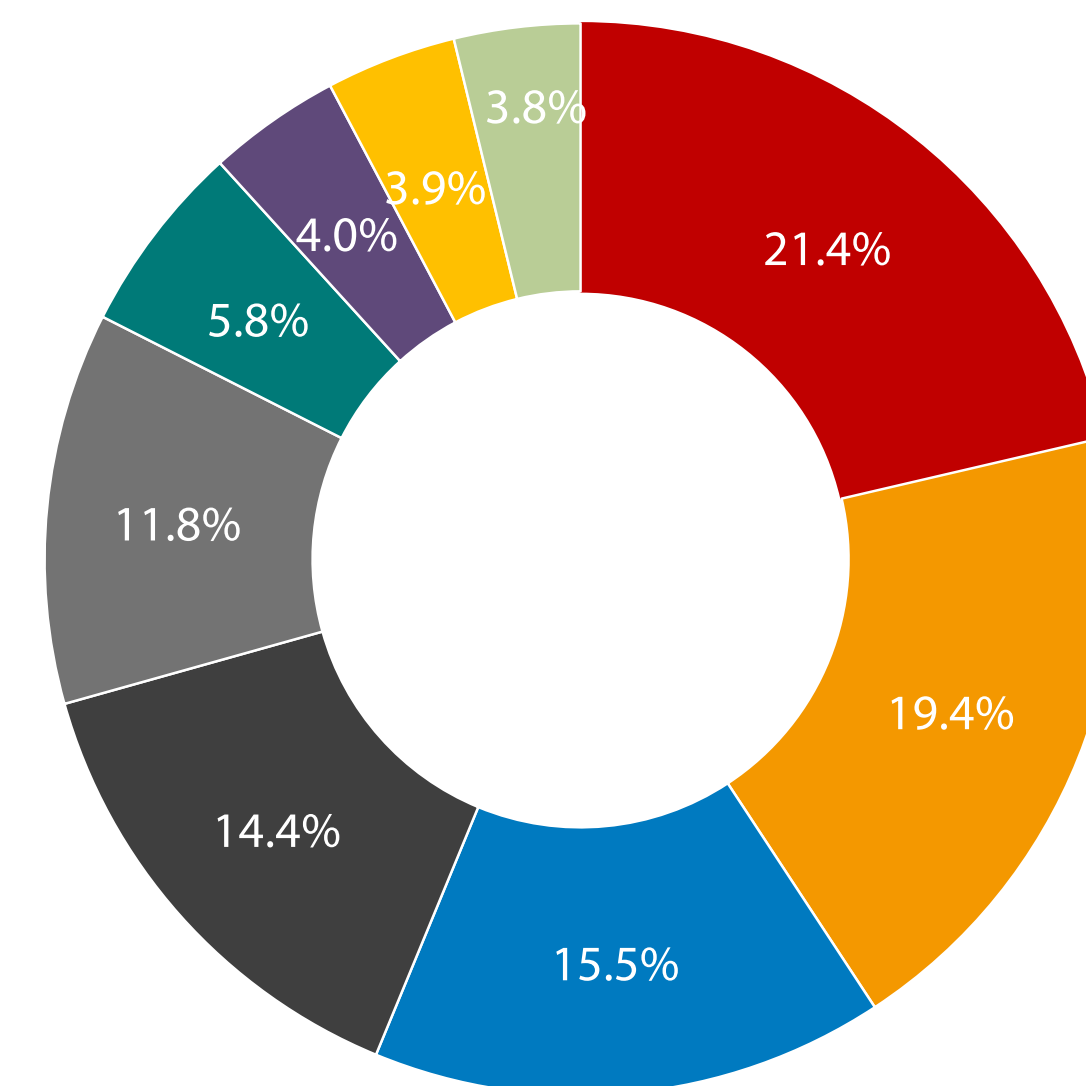
## ROBECOSAM TOTAL SUSTAINABILITY RANK





**Innovación generadora de valor y ventaja competitiva:** Grupo Nutresa ha logrado consolidar su estrategia de innovación durante los últimos años, lo cual le ha permitido tener un crecimiento rentable con marcas líderes y servicios superiores que se han traducido en mejores márgenes para la compañía y, por ende, mejores resultados operativos. Ejemplo de esto ha sido la relevancia que han ganado las ventas de productos innovadores, las cuales ya llegan a representar cerca de un 23% del total de las ventas. Consideramos que a medida que este tipo de productos vayan ganando relevancia dentro del mix de la compañía, podremos observar un retorno importante de estos, vía mejores márgenes en el mediano plazo.

## PARTICIPACIÓN INGRESOS POR SEGMENTO



- Galletas
- Cárnico
- Cafés
- Chocolates
- TMLUC
- Otros
- Pastas
- A. Consumidor
- Helados

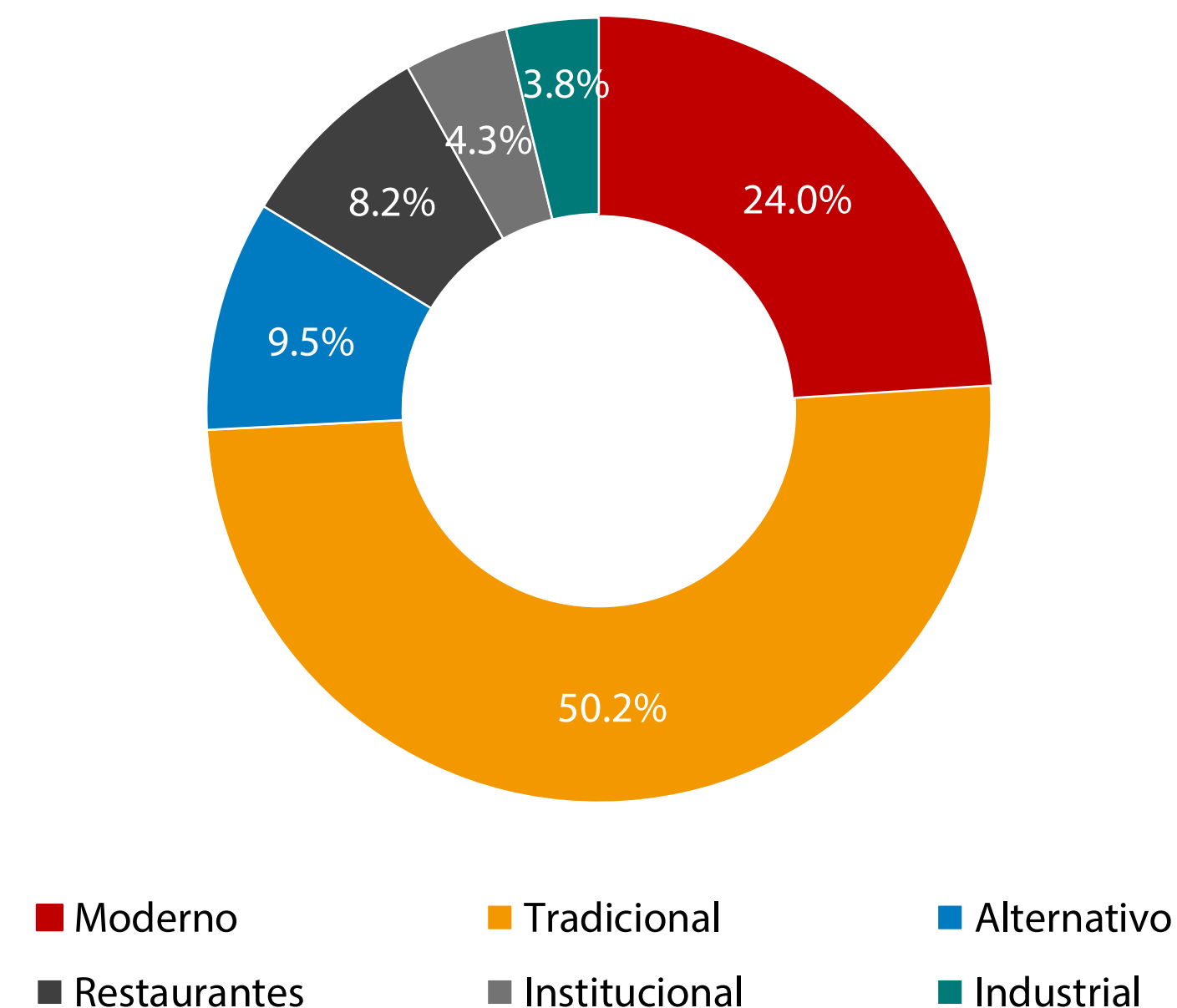


# RIESGOS

**Competidores tomando cuotas de mercado.** Colombia se ha convertido en una de las economías, a nivel mundial, más atractivas para el posicionamiento de los formatos de descuento (Hard Discounters). Actualmente, el país cuenta con más de 2,800 puntos de venta de Discounters (Ara, D1, Justo y Bueno) superando países como México (1,269) o Perú (400). Esto ha traído consigo una oferta más amplia de productos para los consumidores, donde han incursionado marcas propias y de proveedores zonales a precios muy competitivos que han venido ganando relevancia y aceptación en los clientes.

Esto, sumado a la estrategia de los competidores de una alta cercanía a los hogares ha traído impactos en las conocidas tiendas de barrio (canal tradicional), principal canal de ventas de Nutresa (50.2% de las ventas totales), lo que podría significar que las nuevas marcas incrementen sus cuotas de mercado en ciertas categorías relevantes para la compañía.

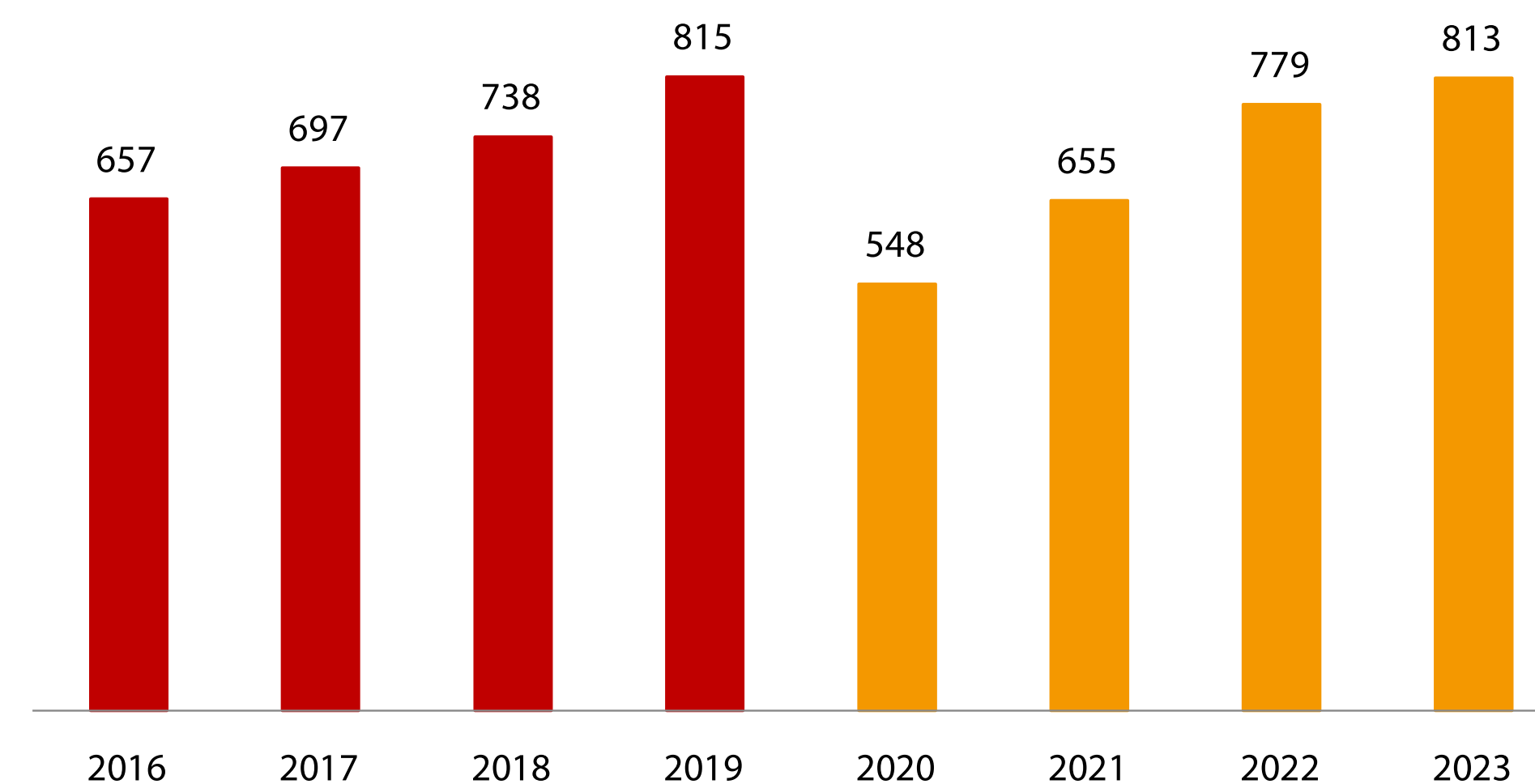
## PARTICIPACIÓN POR CANAL EN VENTAS







## EVOLUCIÓN VENTAS SEGMENTO ALIMENTOS AL CONSUMIDOR (COP MIL MM)



**Segmento de Alimentos al Consumidor podría mantenerse rezagado:** Producto de la pandemia del COVID-19, los restaurantes fueron unos de los mayores afectados, y aunque las estrategias digitales adoptadas por el grupo permitieron mitigar levemente los impactos de menor tráfico de clientes en las tiendas físicas; dados los avances que ha tenido la pandemia a nivel mundial no descartamos medidas de restricción de movilidad que limiten la operación total de este tipo de negocios quizás incluso hasta mediados del 2021. En este sentido, aunque estimamos que los volúmenes de venta tendrán una recuperación importante en este segmento el próximo año (19.6% 2021 vs -32.7% en 2020), no descartamos impactos adicionales o desviaciones frente a nuestras estimaciones en este segmento que representa cerca del 13.6% del EBITDA de la compañía.



### **Cambios de patrones en los consumidores.**

Si bien, el que sus ventas estén mayormente explicadas por productos defensivos y la reactivación económica en las diferentes economías donde Nutresa tiene presencia ha beneficiado la recuperación del consumo de los hogares, consideramos que hay varios aspectos a destacar: i) El consumo de los hogares se ha soportado ampliamente por las ayudas y transferencias del gobierno central tanto en las economías centroamericanas como la colombiana, lo cual podría cambiar teniendo en cuenta las condiciones de debilidad fiscal de estos países; ii) de mantenerse las elevadas tasas de desempleo podrían presentarse efectos adicionales en el poder adquisitivo por parte de los hogares, lo que podría deteriorar la buena dinámica que traían los segmentos premium del grupo y, por ende, podría haber presiones en los márgenes.

### **Institucionales locales limitados para comprar acciones:**

Nutresa es sin duda una de las compañías preferidas por los inversionistas locales, por la alta confianza en su gobierno corporativo y su exposición a un negocio defensivo y el alto reconocimiento a su trayectoria como empresa insignia en el país. Esto ha llevado a que a nivel local la participación de Nutresa en los portafolios se haya incrementado, e incluso en las principales AFPs, el espacio de inversión frente a los límites regulatorios sea nulo. Por el contrario, el hecho de que el 19% de su valor estimado esté representado por su portafolio de inversiones (Grupo Sura y Grupo Argos) ha dificultado el entendimiento y atractivo para inversionistas extranjeros que no logran ubicarla como una compañía totalmente en el segmento de consumo. Estos hechos podrían continuar siendo limitantes para un ajuste del precio de la acción hacia su valor justo.

### **ROIC impactado negativamente por el portafolio de inversiones**

Aunque tradicionalmente reconocemos a Nutresa como una compañía del sector Consumo, lo cierto es que la tercera parte del valor de Nutresa está representado por sus inversiones en Grupo Sura y Grupo Argos compañías que tienen importantes desafíos para incrementar sus indicadores de rentabilidad, y que en ese sentido limitan los retornos que puede generar Nutresa. Así, el ROIC del negocio de alimentos es 8.5% mientras que incluyendo el portafolio se reduce a 4.5%. Por lo tanto, consideramos que este hecho, que también se ve reflejado en los múltiplos de mercado seguirá limitando la generación de valor a los inversionistas por lo menos en el corto plazo.



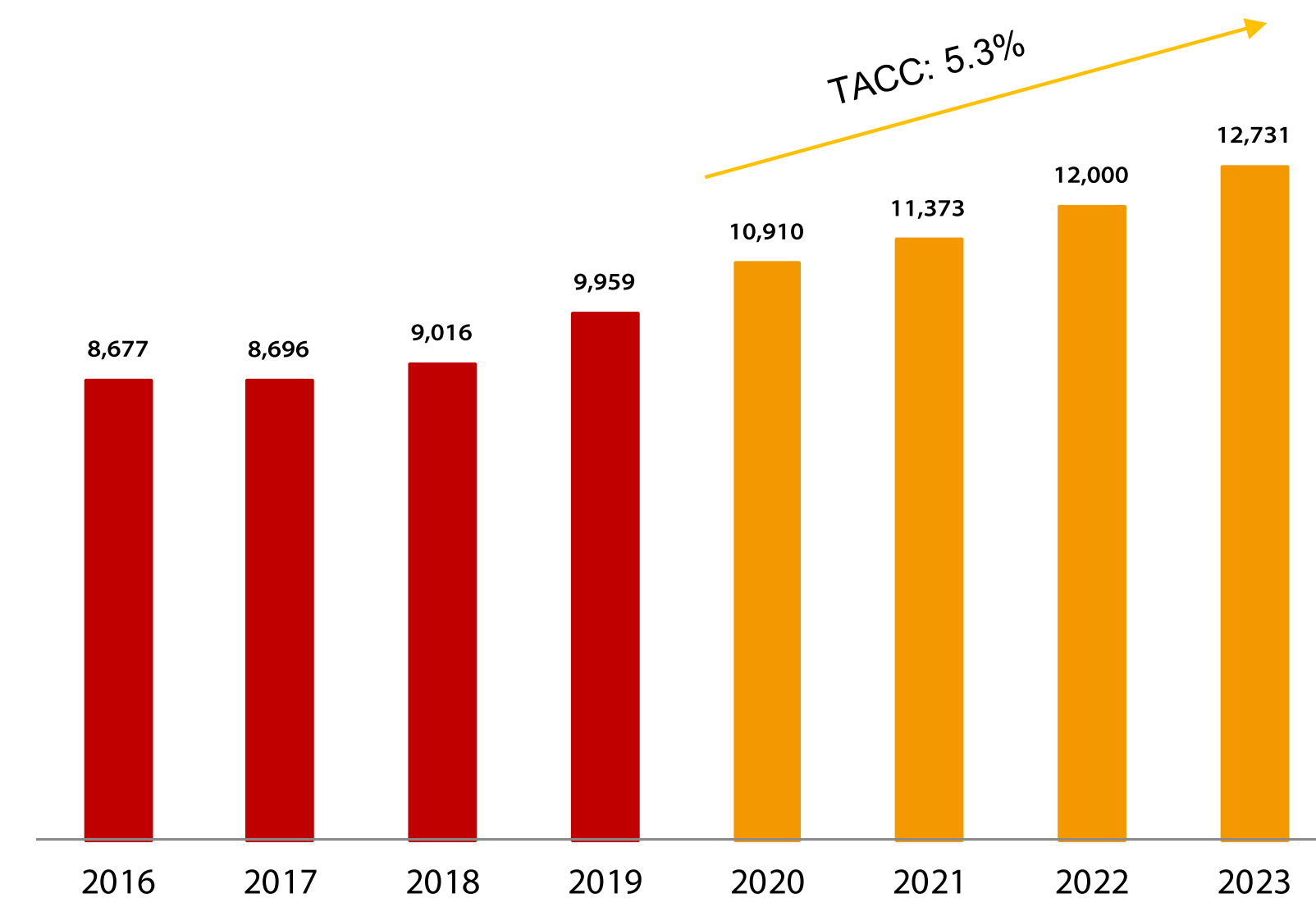
# PROYECCIONES

**Ingresos:** Estimamos ingresos de COP 11.4 bn para 2021, con un crecimiento de 4.2% anual. Dicho crecimiento anual por línea sería 0.4% en Cárnicos, 4.0% en Galletas, 4.9% en Chocolates, 3.4% en Café, 5.8% en Helados, 5.8% en Pastas, 3.3% en TMLUC y 19.6% en Alimentos al Consumidor.

**EBITDA.** Proyectamos un margen EBITDA de 13.1% para 2021. Esto corresponde a un EBITDA de COP 1.48 bn, aumentando 4.5% anual. Hemos estimado un incremento de los costos de venta de 4.1%. Contemplamos un aporte de 23% del EBITDA por parte de Galletas, mientras que Cárnicos, Café y Chocolates estarían aportando el 21%, 10% y 17%, respectivamente.

**Utilidad Neta.** Esperamos una utilidad de COP 558 mil mm para 2021, lo que representa un incremento de 2.7% anual, en razón a que este año tuvo componentes no recurrentes que no veríamos durante el 2021. Sumado a esto, esperamos un aumento en la utilidad bruta de 4.5% y una reducción de 4% en los gastos financieros, que se ubicarían en COP 307 mil mm para el periodo.

## INGRESOS POR VENTA (COP MIL MM)





# VALORACIÓN

**Metodología.** Para estimar el valor de la acción de la compañía utilizamos dos metodologías: i) Flujo de caja libre para el negocio de alimentos, que tiene un peso de 70% en nuestro Precio Objetivo, ii) Valoración por múltiplos de mercado con los múltiplos EV/EBITDA 2021E, EV/VENTAS 2021E y P/U 2021E a los que transan los pares de Nutresa, con un peso de 10% cada uno.

**Flujo de caja libre:** El valor justo 2021FA obtenido es COP 30,981/acción. Los parámetros usados son: WACC de 9.7%, beta de 0.88x, costo del equity de 11.4% y perpetuidad de 3.3%. Sumado a esto, para calcular el valor del portafolio de inversión utilizamos el precio de las acciones ordinarias de Grupo Argos y Grupo Sura, teniendo en cuenta el promedio de los últimos 12 meses. Así, el valor del portafolio se ubica en COP 2.6 bn, que equivale a COP 5,717 de nuestro Precio Objetivo, representando el 19%.

**Múltiplos de Valoración:** Esta metodología utiliza los siguientes múltiplos: EV/EBITDA 2021E de 9.9x, EV/VENTAS 2021E de 1.2x y P/U 2021E de 16.3x al que transan los pares de Nutresa.

## RESUMEN DE VALORACIÓN

Metodología	Peso	P.O 2021
FCL @9.7%	70%	30,981
EV/EBITDA 2021E @9.9x	10%	29,660
EV/VENTAS 2021E @1.2x	10%	26,317
P/U 2021E @16.3x	10%	25,469
Precio Objetivo 2021FA	100%	29,800
Precio de mercado (23/10/20)		21,450
Potencial de valorización		38.9%
Dividendo proyectado (COP)		688
Dividend yield		3.2%
<b>Potencial de retorno total</b>		<b>42.1%</b>

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2021FA de COP 29,800/acción, que ofrece un potencial de valorización del 38.9% y un retorno por dividendos del 3.2%, incluido el dividendo proyectado (COP 688/acción). Reafirmamos nuestra recomendación NEUTRAL.



# COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA



<b>05</b>	<b>I. ASPECTOS A DESTACAR</b>
<b>06</b>	<b>II. FICHAS TÉCNICAS</b>
<b>10</b>	<b>III. PORTAFOLIO DE INVERSIONES</b>
<b>15</b>	<b>IV. RIESGOS</b>
<b>17</b>	<b>V. VALORACIÓN</b>



## 2021, UN AÑO DE RETOS Y OPORTUNIDADES

**P.O.: 32,200 / SOBREPONDERAR**

**POTENCIAL: 52.4% RIESGO: MEDIO CIERRE: COP 21,200**

Somos conscientes de los grandes retos que se presentarán para Grupo Sura por los posibles cambios regulatorios, particularmente en el negocio de pensiones. Sumado a esto, sabemos el reto que se desprende de la dependencia de las ganancias de Bancolombia (50% método de participación de las ganancias de la empresa en 2019). Sin embargo, consideramos que el precio actual de la acción está sobredimensionando el impacto de estos, lo que se refleja en el amplio espacio de valorización frente a nuestra estimación de valor justo y frente a su portafolio. Finalmente, la crisis actual abre un panorama de oportunidades, dado que la relevancia del ahorro en la región aumentará, beneficiando así a las compañías del Grupo.



# ASPECTOS A DESTACAR

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Cap. Bursátil (COP):	<b>12.4 bn</b>
Flotante:	<b>51.5%</b>
Dividendo anual (COP) 2021E:	<b>316</b>
Retorno por dividendo:	<b>1.5%</b>
%COLCAP:	<b>8.83%</b>
# Acciones:	<b>581 mm</b>
P/VL actual:	<b>0.4x</b>
P/U actual	<b>7.4x</b>
Último precio:	<b>21,200</b>
Max 52 semanas:	<b>34,707</b>
Min 52 semanas:	<b>14,860</b>

**Una de las acciones más subvaloradas del mercado accionario colombiano.** De acuerdo a nuestra estimación de valor justo, la acción presenta un potencial de 51.9%, muy por encima del potencial que estimamos para el índice COLCAP. 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 (Sura AM), en nuestro ejercicio de valoración incorporamos este activo a 0.7x su valor en libros (COP 10,200 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, la acción mantendría un potencial positivo.

**Reformas al sistema de pensiones un factor importante a monitorear.** Producto de la pandemia, diferentes países anunciaron reformas temporales al sistema de pensiones. En el caso de Perú, se aprobó el retiro parcial del 25% de los ahorros, sin embargo, los clientes de Sura AM solo retiraron un 14%. En el caso de Chile se aprobó el retiro anticipado del 10% de las AFPs, en Colombia se aprobó una disminución temporal de los aportes a pensiones, lo cual luego fue revocado por la Corte Constitucional. Finalmente, en México se lanzó una reforma estructural al sistema de pensiones, en donde se busca un incremento del 6.5% al 15% en los aportes al sistema y una reducción importante de las comisiones cobradas por los administradores.

## ¿POR QUÉ SOBREPONDERAR?

Consideramos que Grupo Sura presenta un alto potencial de valorización a pesar de que los escenarios incorporados en nuestra valoración, son bastantes ácidos. Sumado a esto, Grupo Sura cuenta con compañías líderes, con amplia experiencia, capaces de capturar valor y preparadas para afrontar los retos derivados principalmente de riesgos macroeconómicos y regulatorios.

### AUTORES

**Julián Felipe Ausique**  
Analista Acciones  
jausique@corredores.com

**Katherine Ortiz**  
Líder Renta Variable  
kortiz@corredores.com



# GRUPO SURA

## FICHA TÉCNICA

Grupo Sura es un holding, listado en la Bolsa de Valores de Colombia, 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 en servicios financieros, que integra los sectores de seguros, pensiones, ahorro, inversión, gestión de activos y banca; el segundo segmento, de Inversiones en industria, agrupa participaciones no controlantes en los sectores de alimentos, industrial agrupa participaciones no controlantes en los sectores de alimentos, industrial y energía.

Resumen	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Acciones en circulación (millones)	581	581	581	581	581
Cap. Bursátil (COP millones)	18,660,999	19,753,237	12,316,724	12,316,724	12,316,724
Precio (COP/acción)*	32,120	34,000	21,200	21,200	21,200
VL (COP/acción)	46,303	48,351	48,568	48,872	49,375
UPA (COP/acción)	2,312	2,958	1,051	1,692	2,648
P/VL	0.7x	0.7x	0.4x	0.4x	0.4x
P/U	13.9x	11.5x	20.2x	12.5x	8.0x

\*Precio de Cierre del 23/10/2020

Balance General Consolidado					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Efectivo y equivalentes	1,878,040	2,346,157	2,998,433	3,009,030	3,095,636
Otros Activos	69,195,332	66,691,673	69,169,136	69,413,589	71,411,465
<b>Total Activos</b>	<b>71,073,373</b>	<b>69,037,830</b>	<b>72,167,569</b>	<b>72,422,619</b>	<b>74,507,101</b>
Reservas Técnicas	22,199,074	23,215,289	23,634,739	23,676,713	24,640,702
Otros Pasivos	21,973,386	17,731,539	20,316,098	20,352,178	21,180,809
<b>Total Pasivos</b>	<b>44,172,460</b>	<b>40,946,828</b>	<b>43,950,838</b>	<b>44,028,892</b>	<b>45,821,511</b>
Interés Minoritario	2,427,165	2,454,242	2,496,044	2,511,701	2,537,520
Patrimonio Controlante	24,473,747	25,636,760	25,797,951	26,024,869	26,399,053
<b>Pasivos+Patrimonio+I.Min.</b>	<b>71,073,373</b>	<b>69,037,830</b>	<b>72,167,569</b>	<b>72,422,619</b>	<b>74,507,101</b>

Estado de Resultados Consolidado					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Primas Retenidas	10,734,847	11,216,274	11,038,227	10,995,625	11,611,505
Ingreso por Comisiones	2,503,860	2,733,630	2,692,507	2,846,467	2,900,844
Prestación de Servicios	3,293,319	4,026,799	4,596,051	4,932,008	5,462,559
<b>Ingresos Totales</b>	<b>19,349,819</b>	<b>21,849,027</b>	<b>19,879,623</b>	<b>20,919,764</b>	<b>22,378,252</b>
Siniestros Retenidos	-5,867,804	-6,535,362	-6,047,553	-6,014,974	-6,381,430
<b>Gastos Totales</b>	<b>-16,822,655</b>	<b>-18,843,420</b>	<b>-17,972,790</b>	<b>-18,211,699</b>	<b>-18,776,078</b>
Ganancias antes de impuestos	1,679,639	2,391,700	1,121,853	1,689,912	2,645,398
<b>Utilidad Neta</b>	<b>1,343,286</b>	<b>1,718,676</b>	<b>610,543</b>	<b>982,816</b>	<b>1,538,505</b>
Utilidad Neta controladora	1,182,880	1,525,533	454,343	766,596	1,200,034
Margen Neto	6.1%	7.0%	2.3%	3.7%	5.4%
ROAE	5.0%	6.1%	2.2%	3.5%	5.4%
ROAA	1.7%	2.2%	0.8%	1.4%	2.1%
ROTE	6.0%	7.4%	2.4%	4.3%	7.0%

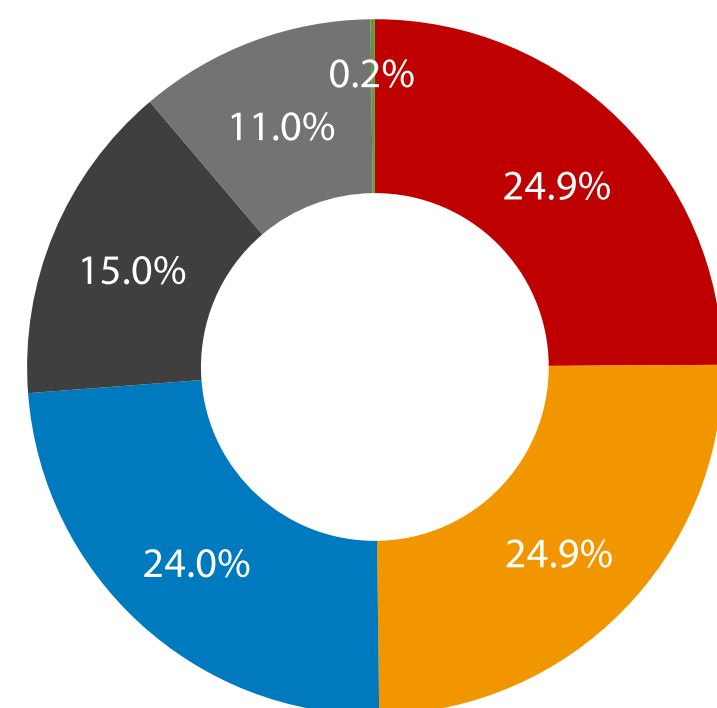




# GRUPO SURA

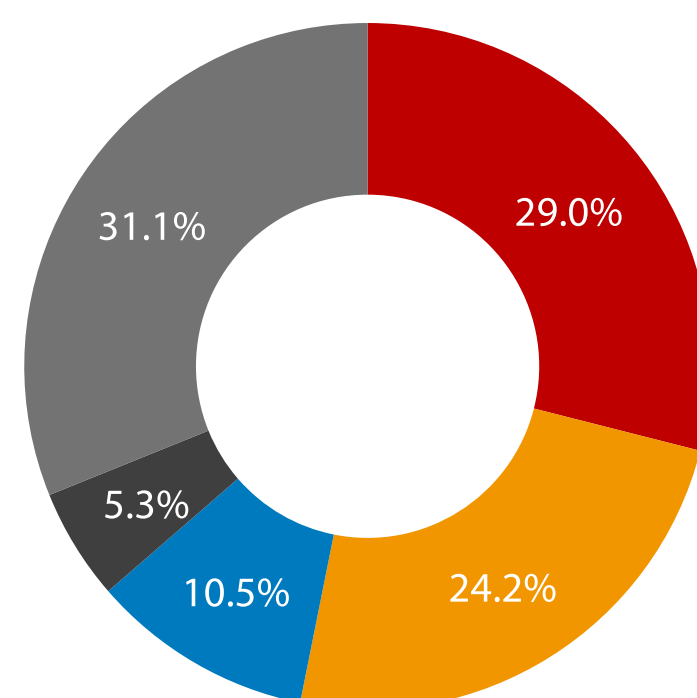
## FICHA TÉCNICA

### Portafolio de Inversión



- Bancolombia
- Sura Asset Management
- Suramericana
- Grupo Nutresa
- Otros

### Composición accionaria



- Grupo Argos
- Fondos de pensiones Colombianos
- Grupo Nutresa
- Fondos Internacionales
- Otros accionistas

### Escenarios Precio Objetivo

#### Escenario Optimista

**COP 35,000**

Sensibilizamos nuestras expectativas de siniestralidad (-2%), encaje (+1%), sumado a considerar los precios de las inversiones al precio objetivo esperado para el 2021.

#### Escenario Pesimista

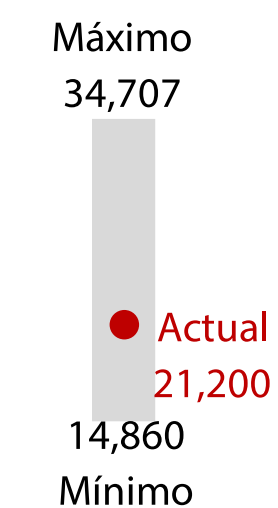
**COP 30,300**

Sensibilizamos nuestra expectativa siniestralidad +4%, producto de un impacto adicional de la pandemia del COVID-19 y un menor rendimiento del encaje producto de menores tasas de interes.

### Escenarios Precio Objetivo

Precio histórico 52 semanas

Precio Objetivo 2021FA



● Actual  
21,200



Actual

Precio Objetivo

### Administración

Presidente: Gonzalo Pérez  
 Director Financiero: Ricardo Jaramillo  
 IR: Juan Carlos Gómez  
 Página web: www.gruposura.com

### **Flexibilidad financiera adecuada para la crisis.**

Durante el 2020, Grupo Sura realizó una emisión por cerca de COP 1 bn con el fin de reperfilarse su deuda y así, poder aliviar el flujo de caja del 2020 y 2021. Consideramos que esta acción es positiva desde varios frentes; i) alivio del flujo de caja, contrarrestando el impacto de menores ingresos vía dividendos y método de participación; ii) reducción de la deuda denominada en pesos de COP 202 mil mm y en dólares de USD 238 mm; iii) mejora de su indicador de apalancamiento llegando a niveles del 15.3% (medido como el valor de la deuda contra el valor de mercado estimado de las inversiones del grupo); y; iv) una cobertura de 1.3x del Flujo de Caja (medido como el saldo en efectivo y equivalentes disponibles para los usos de caja para los próximos doce meses). Todo esto se alinea con la política de sostenibilidad financiera que ha venido implementando el holding.



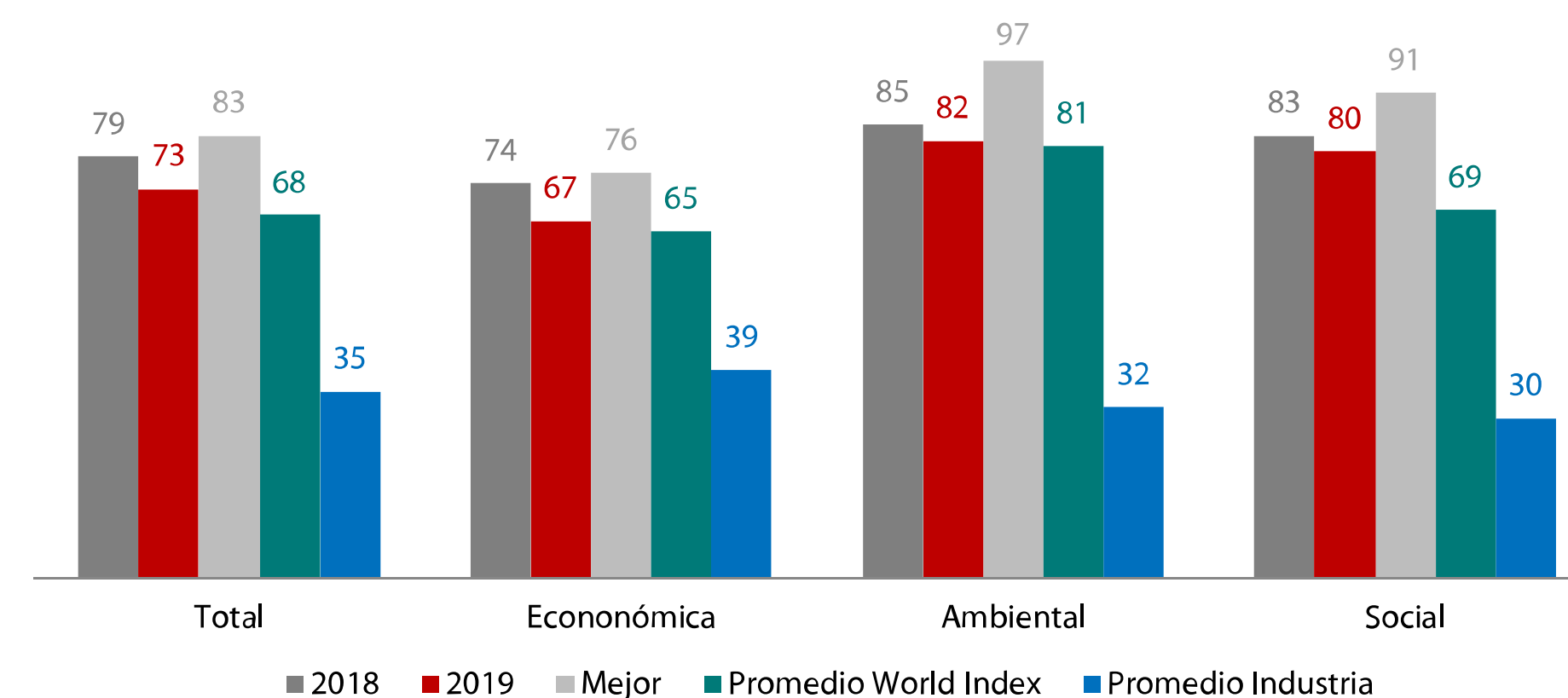
### **Transformación digital como estrategia para aumentar la rentabilidad y garantizar la sostenibilidad de sus negocios.**

Desde antes de la pandemia, Grupo Sura venía enfocando gran parte de sus esfuerzos en la transformación digital con el fin de alcanzar eficiencias operativas, potencializar y transformar los negocios de cara al futuro. Estas transformaciones van desde Apps y canales transaccionales, hasta la automatización de procesos e implementación de analítica e inteligencia artificial. Tales inversiones permitieron que los negocios pudieran seguir operando y atendiendo a los clientes durante la pandemia y algunos planes incluso se han acelerado este año. En este sentido, consideramos que estos esfuerzos permitirán potencializar sus inversiones y generar valor agregado a sus accionistas.



**ESG un valor agregado.** Por noveno año consecutivo, Grupo SURA es una de las tres compañías con mejores prácticas en sostenibilidad en el sector de Servicios Financieros Diversos y Mercado de Capitales, según el Índice Global de Sostenibilidad Dow Jones. Esto producto de los esfuerzos que ha venido haciendo el Grupo, los cuales se ven reflejados en un impacto real tanto en sus empleados como en la comunidad. Dentro de los aspectos más relevantes, señalaríamos la Política de Inversión Social del Grupo Empresarial, la cual fue adoptada en 2019 por Suramericana y SURA AM y que se ha traducido en inversiones por más de COP 82 mil millones (USD 25 millones). Por lo cual, consideramos que la relevancia que están tomando estos parámetros por parte de inversionistas extranjeros, podrían verse reflejados en un mayor apetito por este tipo de acciones en el mediano plazo.

## RESULTADOS GRUPO SURA DN DJSI | DIMENSIONES

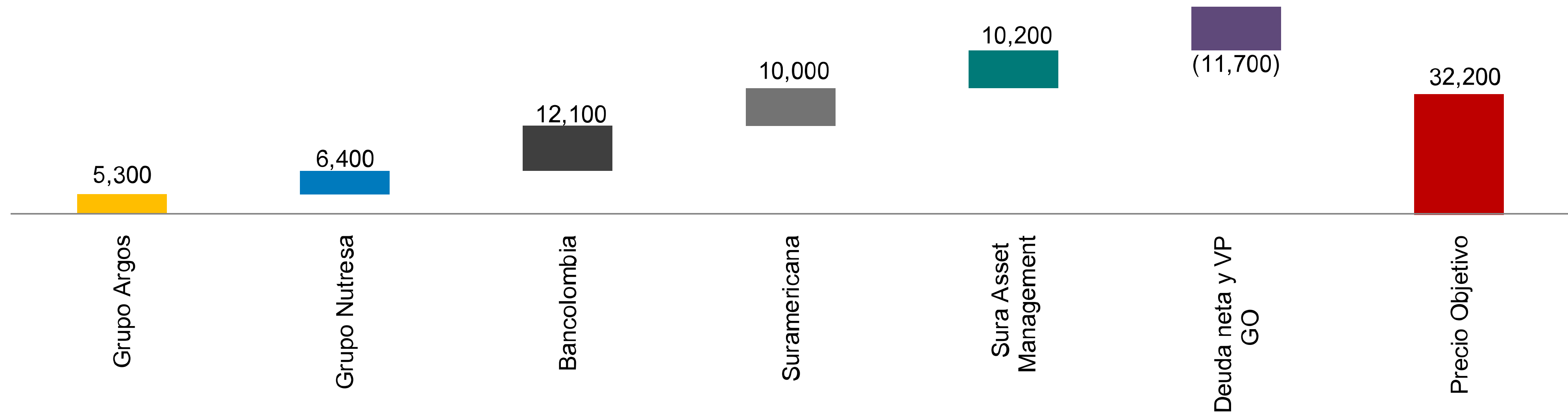






# PORTAFOLIO DE INVERSIONES

## COMPOSICIÓN DE VALOR (COP/ACCIÓN)







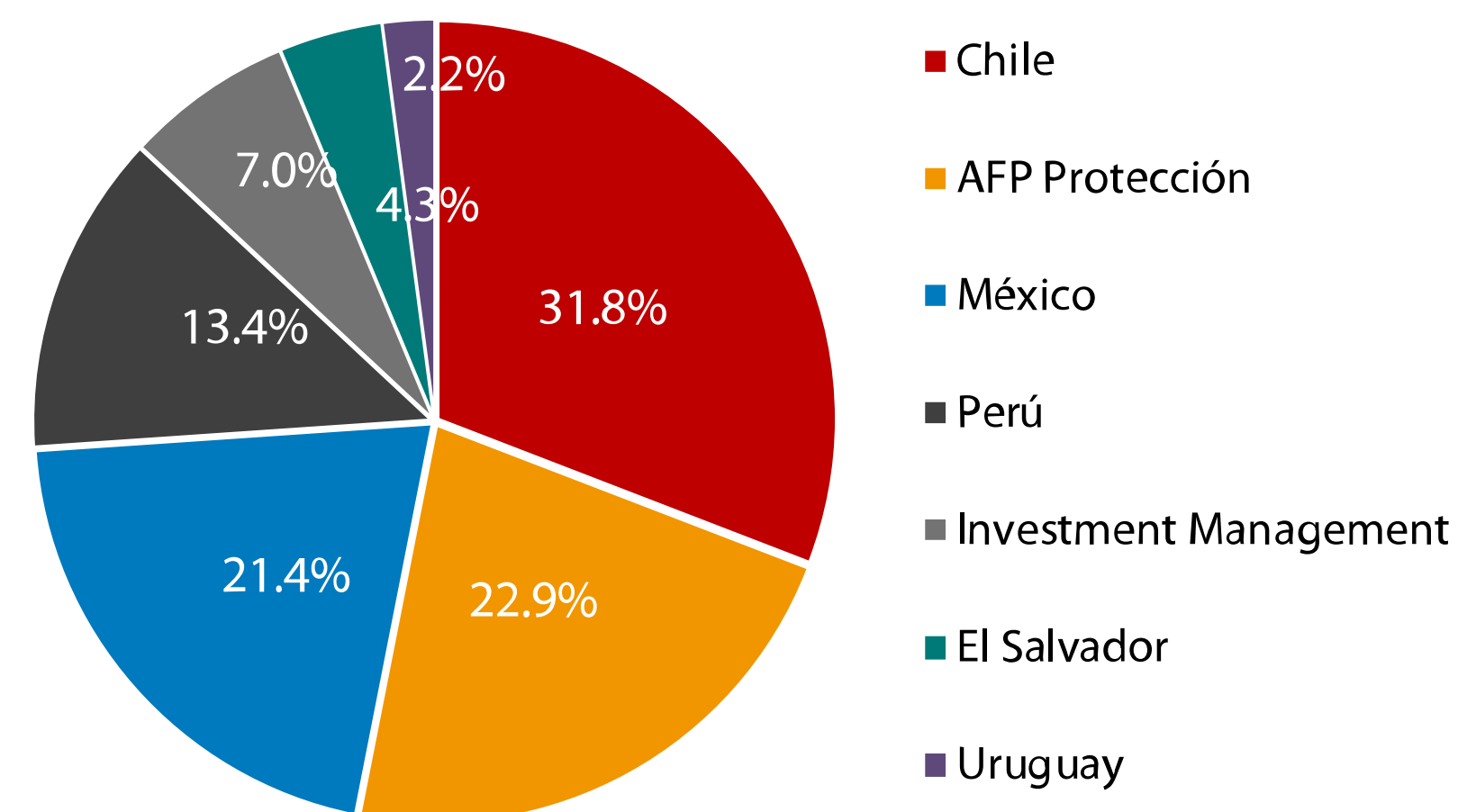
# PORTAFOLIO DE INVERSIONES

## Sura Asset Management – SUAM (23% del portafolio).

Destacamos la consolidada posición de liderazgo que mantiene la compañía como administradora de fondos de pensiones (Perú (37.8%), Colombia (36.7%), El Salvador (47.6%), Chile (19.4%), Uruguay (17.8%) y México (15.1%)) y los esfuerzos que ha venido haciendo para ganar participación de mercado en la industria de gestión de activos en la región. Preveemos un crecimiento reducido de los AUM en COP de 1.7% para el 2021, esto producto de los impactos generados por la pandemia del COVID-19 que ha traído altos niveles de desempleo en la región, afectando así el crecimiento sostenido que venía teniendo la compañía. Reconocemos que los cambios regulatorios y reformas pensionales constituyen las principales amenazas para el desempeño financiero de Sura AM.

Finalmente, es importante destacar que aunque la transformación de los asset managers en el mundo podría traducirse en unas menores comisiones, la diversificación geográfica ofrece condiciones favorables para el desarrollo del negocio producto de la formalización laboral, la creciente población joven y el aumento del poder adquisitivo, lo cual sumado a los avances en transformación digital y una mayor oferta de productos innovadores, permitirán un mejor dinamismo de la industria y, por ende, mejores resultados para la compañía.

## ACTIVOS BAJO ADMINISTRACIÓN





**Bancolombia (28% del portafolio | P.O. 2021 29,800).** Somos conscientes de que Bancolombia tendrá impactos importantes por causa de la crisis del COVID-19, en este sentido prevemos un deterioro en la calidad de los activos del banco que resultará en un crecimiento importante en provisiones, lo cual llevará el costo de riesgo a niveles históricos del 3.9% al cierre del 2021, resultando en una utilidad de COP 662 mil mm. Esto representará desafíos para Grupo Sura, puesto que verá reducida una de sus principales fuentes de dividendos (~35% de los dividendos en los últimos 3 años) por lo menos durante los años 2021 y 2022.

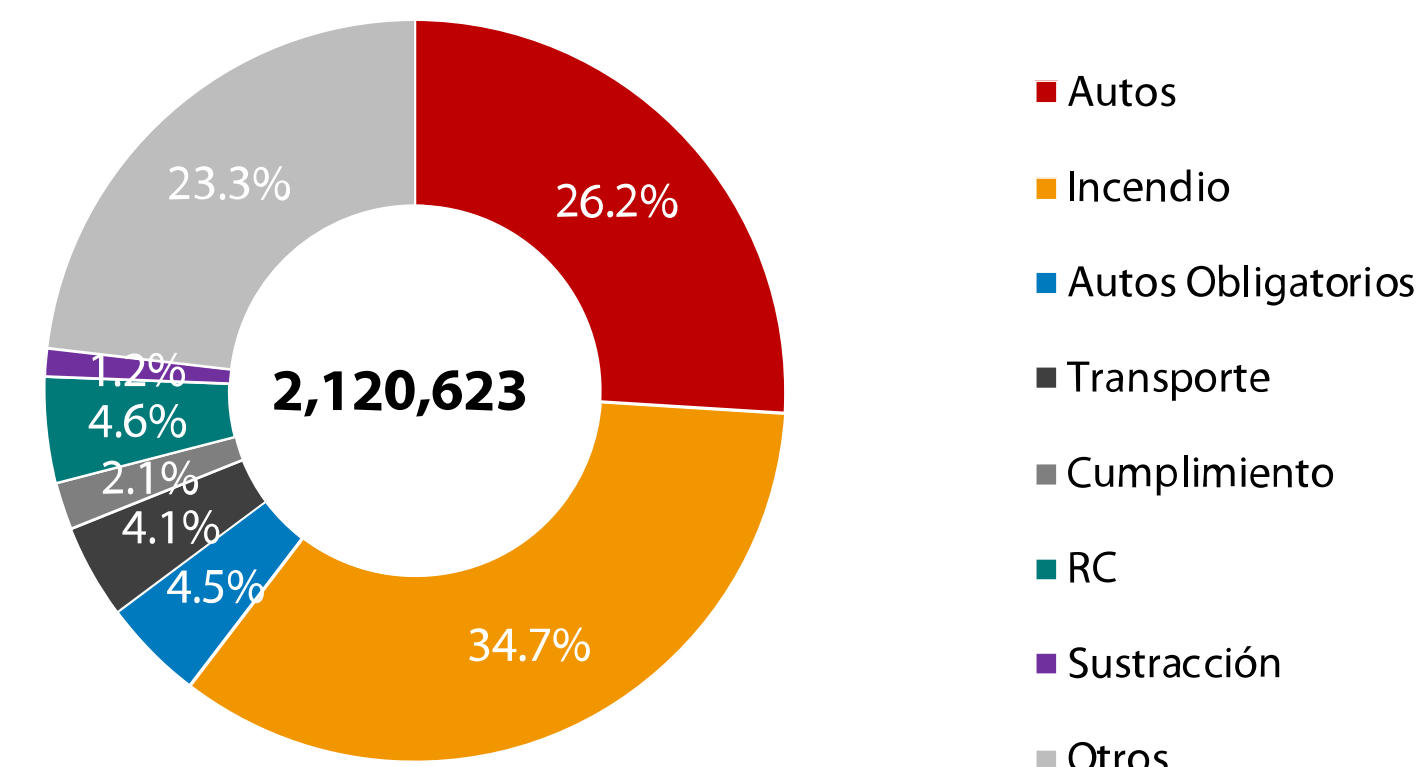
## PRESENCIA GEOGRÁFICA



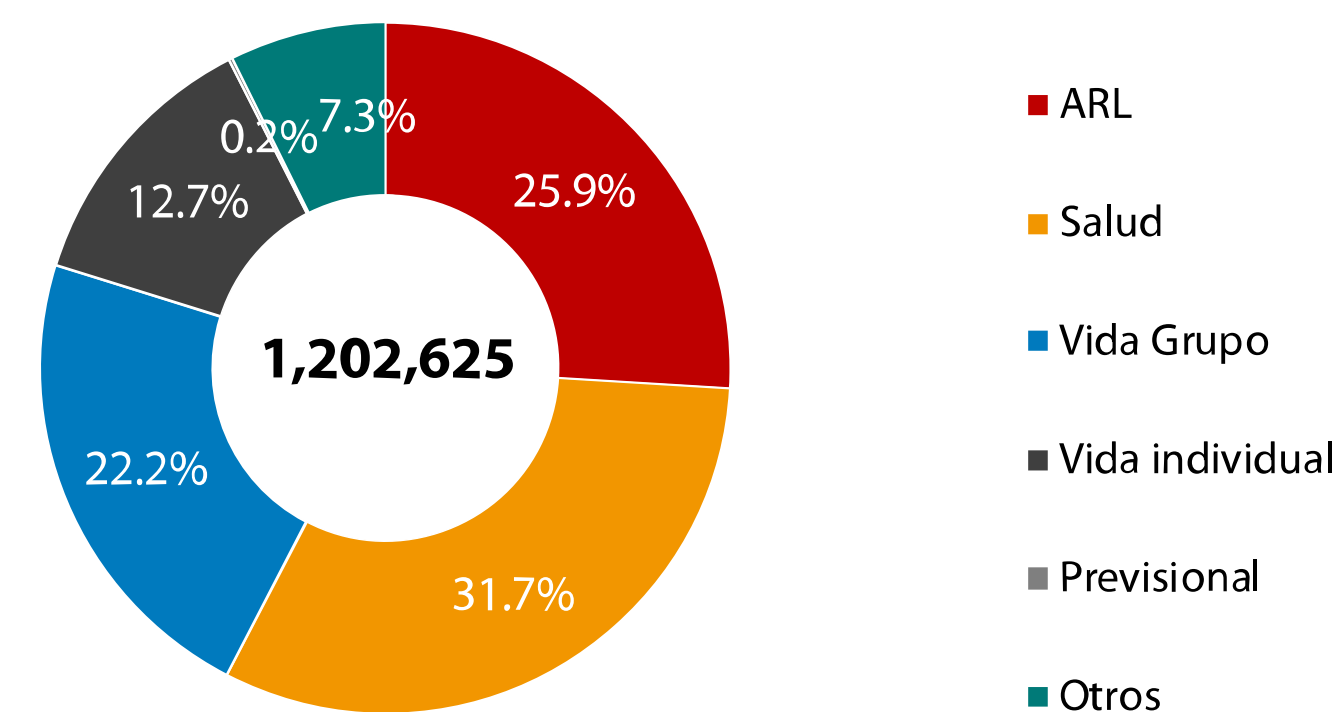


**Suramericana (22% del portafolio).** Producto de una estrategia enfocada en prevención y acción para afrontar la enfermedad del COVID-19, no esperamos unos impactos significativos en la siniestralidad de lo segmentos de Vida y Salud. Por su parte, esperamos presiones importantes en la rentabilidad del segmento de Riesgos Laborales, producto de un menor crecimiento de las primas emitidas, a causa de un menor crecimiento económico y un mayor desempleo en la región. Finalmente, resaltamos que la amplia diversificación de Suramericana por líneas de negocio, y el continuo desarrollo de canales digitales y herramientas tecnológicas contribuirán positivamente al desarrollo operativo. Ejemplo de esto, ha sido la materialización de las alianzas con compañías del portafolio de SURA Ventures para soluciones de Salud y Autos que permiten implementar tecnologías y modelos disruptivos para ofrecerle un mayor valor a los clientes.

### PRIMAS SEGMENTO GENERAL (COP MM)



### PRIMAS SEGMENTO VIDA (COP MM)





**Grupo Argos (Precio de mercado |12% del portafolio).** El posicionamiento de las distintas inversiones de Grupo Argos debería permitirle al holding capturar el repunte económico que se espera para la economía mundial, convirtiendo al holding en una inversión atractiva en el largo plazo, particularmente por su exposición al sector de infraestructura. Sin embargo, somos conscientes de los retos que tiene la compañía en materia de rentabilidad y apalancamiento, especialmente en las operaciones cementeras y aeroportuarias, lo cual sumado a presiones en el flujo de caja de la compañía producto de posibles disminuciones en los aportes de dividendos de sus principales filiales, son aspecto a monitorear con sumo cuidado.



**Nutresa (Precio de mercado |15% del portafolio).** La pandemia del COVID-19, ha traído beneficios importantes en los volúmenes de ventas y las dinámicas de consumo de ciertos canales. Prevemos, una recuperación lenta del segmento de Alimentos al Consumidor y helados, los cuales han sido los más afectados por las restricciones de movilidad. Anticipamos un comportamiento positivo en los volúmenes, lo cual será soportado por un cambio en la tendencia de gasto por parte de los hogares y una oferta mayor por parte de la compañía. Vemos con ojos positivos las estrategias de reducción de gastos y cobertura de tasa de cambio que ha venido implementando la compañía, sumado a su gestión estratégica orientada a la productividad, donde resaltamos el proyecto C3, una nueva planta de producción en la Zona Franca en Santa Marta, que busca atender mercados internacionales.





# RIESGOS

## **Entorno de bajas tasas de interés presionará rentabilidad de los fondos:**

Como es bien sabido, el escenario de tasas de interés en el mundo ha venido en descenso y Latinoamérica no es la excepción. Las tasas de interés probablemente se mantengan bajas en Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, sin volver a niveles pre COVID-19 en los próximos dos años, esto independientemente de la recuperación económica, advierten las calificadoras, lo cual es un tema importante para monitorear dado que la rentabilidad de los fondos y aseguradoras depende en gran parte de sus inversiones que se encuentran altamente expuestas a tasas de interés (cerca del 50% del portafolio de las AFP en Colombia se encuentra invertido en Renta Fija).

**Comisiones podrían verse presionadas a la baja:** En línea con los impactos en la rentabilidad para los administradores de fondos, consideramos que dado el entorno competitivo a nivel mundial, los fondos han venido reduciendo sus comisiones a niveles cercanos al 0%, esto aún no llega a países como Colombia en donde las comisiones son unas de las más altas de la región. En este sentido, creemos que dadas las reformas que se han venido planteando, como la “Política Pública para el desarrollo del sistema financiero” en la cual se contempla licencias funcionales lo que podría permitir que se aumente la competencia en el negocio de administración de activos financieros, así como la reglamentación de un esquema de comisión por desempeño (rentabilidad), podría tener afectos negativos en la rentabilidad de estos actores. Sin embargo, consideramos que el espacio de penetración del ahorro pensional, no solo en Colombia sino en la región, y la digitalización permitirá mitigar los impactos de menores comisiones.

## **Perspectiva pensional en Latam es retadora:**

El sector de pensiones en la región requiere cambios estructurales, producto de variables claves como: la longevidad, la cual viene aumentando en los últimos años; la reducción de las tasas de interés a nivel mundial y; las bajas tasas de cotización en la región (México 6.6% frente a países de la OCDE del 19%, por ejemplo). Respecto a la longevidad y la edad de pensión, es un aspecto que está sujeto en gran medida al ambiente político de la región, por lo cual hacer una reforma estructural tomará tiempo y, por ende, tendrá implicaciones en la rentabilidad de los fondos.



**Ingresos provenientes de sus filiales presentarán presiones.** Prevemos una reducción importante en los aportes vía método de participación y dividendos por parte de las filiales del Grupo.

i) Esperamos unas bajas utilidades netas para Bancolombia en 2020, por lo cual la expectativa de recibir algún aporte por parte de esta filial es limitado y la expectativa de recuperación para el banco es lenta, (esperamos niveles de utilidad pre-COVID en 2024).

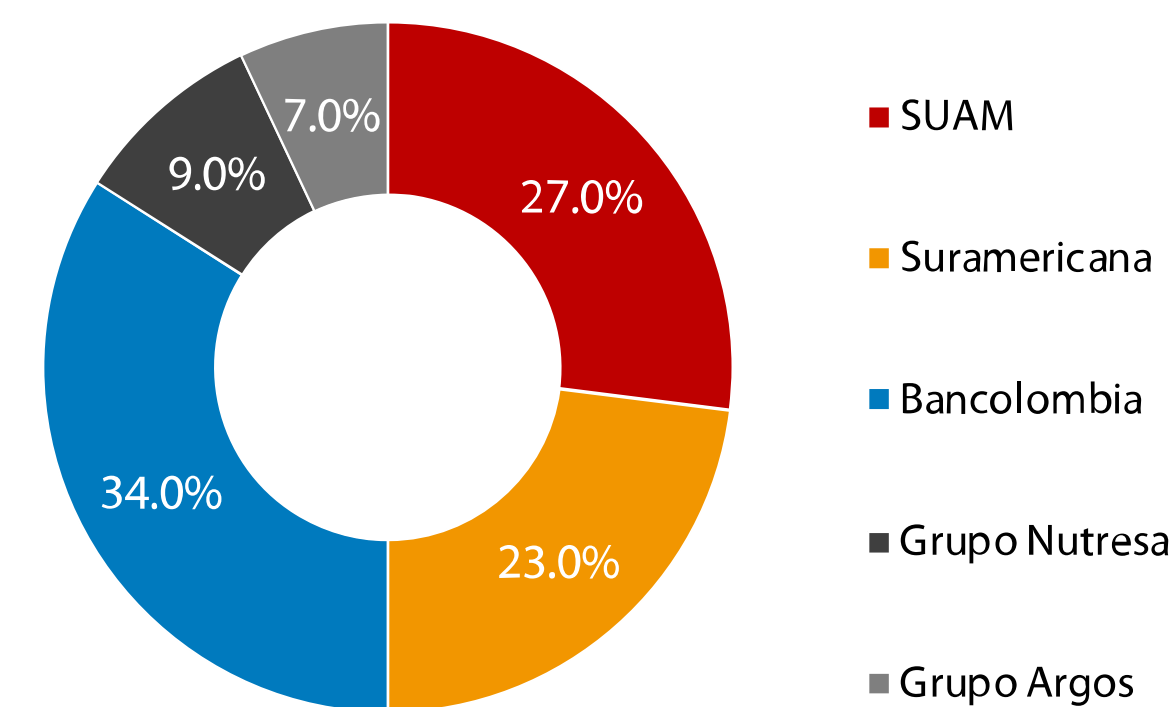
ii) En el caso de Grupo Argos, no esperamos un retorno por dividendos.

iii) Nutresa sería la única compañía que no tendría impactos significativos en la distribución de utilidades;

iv) Para Suramericana esperamos que las utilidades se reduzcan cerca de un 54% durante el 2020, producto de la transmisión de los efectos del COVID-19 en la siniestralidad, por lo cual esperamos una disminución en sus aportes al holding.

v) Para Sura AM esperamos que producto de la recuperación de los mercados durante la segunda mitad del 2020, las utilidades se recuperen y el reparto de dividendos siga en línea con lo observado en años anteriores (99% dividend payout). En este sentido, consideramos que dada la alta incertidumbre que persiste, el impacto para el holding vía dividendos no será menor y tendrá que ser monitoreado con gran cuidado en 2021.

## APORTE VÍA DIVIDENDOS



## FLUJO DE CAJA (COPMM)

Flujo de caja	2019	2020E	2021E
Ingresos Totales	1,079,858	1,134,277	796,271
Bancolombia	239,834	379,729	68,649
Grupo Argos	78,992	84,725	-
Grupo Nutresa	97,181	103,813	111,699
Suramericana	165,923	259,647	238,875
SURA AM	453,130	301,638	377,048
Gastos operación e impuestos	(76,771)	(129,914)	(116,923)
Intereses	(307,201)	(354,500)	(343,865)
Dividendos Pagados	(314,755)	(364,170)	(183,596)
<b>FCL Operacional</b>	<b>381,131</b>	<b>285,693</b>	<b>151,887</b>



# VALORACIÓN

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

- i) Incluimos un descuento del 5.5% basados en el diferencial entre el costo del capital ponderado por el aporte de cada inversión y la rentabilidad proyectada del patrimonio del holding.
- ii) Utilizamos los precios de mercado de Grupo Argos y Grupo Nutresa. Mientras que para el caso de Bancolombia utilizamos nuestro P.O. 2021E. Como referencia, en caso de utilizar el Precio Objetivo de estas compañías, el valor justo de Grupo Sura se incrementaría en COP 2,300 por acción.
- iii) Incluimos en nuestra valoración de Sura AM (P/VL 0.7x) y Suramericana(P/VL 1.38x).
- iv) Ajustamos la deuda de Grupo Sura con la última información disponible.
- v) Calculamos el Valor Presente de los gastos administrativos.
- vi) Otras inversiones están incluidas al valor en libros.

## RESUMEN VALORACIÓN

SOTP	Participación	Precio Objetivo 2021	Valor participación (COP mm)	Valor por Acción (COP)	Peso Portafolio
<b>Estratégicas</b>			<b>11,745,437</b>		<b>45.8%</b>
Suramericana	81.1%	1.38x	5,821,928	10,000	22.7%
Sura Asset Management	83.6%	0.70x	5,923,509	10,200	23.1%
<b>Asociadas</b>	<b>43.5%</b>		<b>13,871,788</b>		<b>54.2%</b>
Grupo Argos	35.2%	13,408	3,074,390	5,300	12.0%
Grupo Nutresa	35.2%	22,922	3,721,454	6,400	14.5%
Bancolombia	46.1%	29,800	7,005,945	12,300	27.3%
Otros			70,000	100	0.3%
<b>Total negocios</b>			<b>25,617,225</b>	<b>44,300</b>	
Deuda neta			(4,585,020)	(7,900)	
VP Gastos Administrativos			(1,253,798)	(2,300)	
<b>Equity Value (SOTP)</b>			<b>19,778,407</b>	<b>(10,200)</b>	
Descuento holding			(1,087,812)	(1,900)	
<b>Precio Objetivo</b>			<b>18,690,595</b>	<b>32,200</b>	

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2021FA de COP 32,200/acción. Consideramos que los resultados presentarán presiones importantes producto de las menores expectativas en los resultados de sus filiales. Sin embargo, la excelente gestión del management, sumado al alto potencial de valorización frente a su precio actual, las expectativas de recuperación de Suramericana y la rentabilización de sus inversiones mediante los avances digitales, soportarían nuestra recomendación de SOBREPONDERAR.

# COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA

*isa*

CONEXIONES QUE INSPIRAN

<b>05</b>	<b>I. ASPECTOS A DESTACAR</b>
<b>06</b>	<b>II. FICHAS TÉCNICAS</b>
<b>08</b>	<b>III. HIPÓTESIS DE VALOR</b>
<b>11</b>	<b>IV. RIESGOS</b>
<b>13</b>	<b>V. PROYECCIONES</b>
<b>14</b>	<b>VI. VALORACIÓN</b>





*isa*

CONEXIONES QUE INSPIRAN

## CRECIMIENTO CON DIVERSIFICACIÓN

**P.O.: 23,700 / NEUTRAL**

**POTENCIAL: 12.1% RIESGO: MEDIO CIERRE: COP 21,140**

El destacable desempeño financiero de ISA durante el 2019 y el primer semestre del 2020, aún considerando la crisis mundial desatada por el COVID-19, continúa reflejando la solidez financiera de la compañía, cuyos índices de rentabilidad y diversificación han incrementado año a año de la mano de la generación de valor a sus accionistas. Esperamos que en 2021 avance en la consolidación de nuevos negocios de su portafolio, reduciendo de forma considerable su alta dependencia del segmento de transmisión de energía, apalancada en las recientes adquisiciones, su alianza con El Cóndor y la alta capacidad de generación de caja de sus negocios actuales.



# ASPECTOS A DESTACAR

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Cap. Bursátil (COP):	<b>23.42 bn</b>
Flotante:	<b>39.77%</b>
Dividendo anual (COP) 2021E:	<b>808</b>
Retorno por dividendo:	<b>3.82%</b>
%COLCAP:	<b>12.41%</b>
# Acciones:	<b>1,107.7 mm</b>
P/VL actual:	<b>1.89x</b>
P/U actual	<b>13.19x</b>
EV/EBITDA actual:	<b>8.05x</b>
Último precio:	<b>21,140</b>
Max 52 semanas:	<b>22,300</b>
Min 52 semanas:	<b>11,000</b>

**Actualizamos el Precio Objetivo 2021FA a COP 23,700/acción.** Para esta entrega se realizó la valoración de ISA por suma de partes. Destacamos la integración en la valoración de: i) los nuevos proyectos adquiridos por CTEEP durante la subasta realizada en el 2019 y los ajustes del ciclo tarifario en el contrato 059; ii) el valor de la transacción de la concesión Costera Cartagena y Barranquilla; iii) la adición de los activos de ORAZUL-Perú, cuya generación de ingresos estimada es de USD 13 mm anuales, los cuales harán parte del consolidado de ISA Perú; y, iv) adición de la línea de transmisión La Loma-Sogamoso 500 Kv en INTERCOLOMBIA, cuyos ingresos anuales se estiman en USD 9.4 mm.

**La diversificación es la clave para continuar creciendo.** Para el periodo 2020-2024 se estima un CAPEX de más de USD 4,000 mm, de los cuales la mayor parte será destinada a los negocios de energía. No obstante, una buena porción de estos involucra el negocio de concesiones viales, donde si bien ya vimos con la adquisición de la primera concesión vial en Colombia se marca un primer paso para la expansión en este segmento, evidenciamos la reciente estructuración del vehículo con Construcciones El Cóndor, como una palanca para continuar ampliando su portafolio de inversiones en activos distintos a la transmisión eléctrica. Esto finalmente se verá traducido en una matriz de generación de ingresos mucho más amplia y con posibilidad de seguir creciendo considerablemente a futuro.

## ¿POR QUÉ NEUTRAL?

El buen desempeño financiero de ISA y sus altos márgenes de rentabilidad, que le han permitido generar altos flujos de caja a sus inversionistas y oportunidades en continuar el crecimiento agresivo en sus diferentes segmentos, sin comprometer sus índices de apalancamiento, la posiciona como una compañía atractiva para invertir en el largo plazo. No obstante, la acción se encuentra cerca de su valor fundamental por lo cual la valorización es limitada, es por esto que recomendamos mantener una posición NEUTRAL en la acción de ISA para el 2021.

### AUTORES

**Camilo Roldán**  
Analista Acciones  
croidan@corredores.com

**Katherine Ortiz**  
Líder Renta Variable  
kortiz@corredores.com



# ISA

## FICHA TÉCNICA

ISA es un grupo empresarial multilatinamericano reconocido por la excelencia de sus operaciones en los negocios de Energía, Vías y Telecomunicaciones; los cuales se desarrollan orientados por la ética y bajo prácticas de gobierno corporativo que son ejemplo en la región. Así ISA y sus empresas, contribuyen a mejorar la calidad de vida de más de 170 millones de personas en Colombia, Brasil, Chile, Perú, Bolivia, Argentina y Centro América, a través de la operación de 43 filiales y subsidiarias.

Resumen					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Acciones en circulación (mm)	1,108	1,108	1,108	1,108	1,108
Cap. Bursátil	15,485,337	21,710,487	23,416,311	23,416,311	23,416,311
Precio (COP/Acción)*	13,980	19,600	21,140	21,140	21,140
VL (COP/Acción)	9,892	10,716	11,233	13,028	14,123
UPA (COP/Acción)	1,376	1,479	1,795	1,770	1,559
Total Deuda	17,190,586	17,757,557	18,658,000	16,749,900	15,048,000
Deuda Neta	15,668,526	15,270,356	16,566,840	14,640,037	12,182,693
EV	31,153,863	36,980,843	39,983,151	38,056,348	35,599,003
EV/EBITDA	6.5x	7.0x	6.2x	6.1x	6.4x
P/VL	1.4x	1.8x	1.9x	1.6x	1.5x
Precio Utilidad	10.2x	13.2x	11.8x	11.9x	13.6x
Retorno por dividendos	3.9%	2.8%	3.2%	3.8%	3.8%
Dividendo por acción	542	552	675	808	797

Precio de Cierre del 23/10/2020

Balance General Consolidado					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Total Activos	44,963,965	48,793,244	51,662,040	51,289,557	50,362,150
Total Pasivos	26,022,138	27,690,030	29,278,941	27,194,713	24,937,403
Patrimonio e interés minoritario	18,941,827	21,103,214	22,383,100	24,180,158	25,525,394
Deuda Total/Patrimonio	0.9x	0.8x	0.8x	0.7x	0.6x
Deuda Total/EBITDA	3.6x	3.4x	2.9x	2.7x	2.7x
Deuda Neta/EBITDA	3.3x	2.9x	2.5x	2.3x	2.2x
ROE	13.1%	12.8%	13.2%	13.8%	12.5%
ROA	5.4%	5.6%	6.0%	6.5%	6.0%
ROIC	10.2%	10.2%	11.8%	11.3%	10.2%

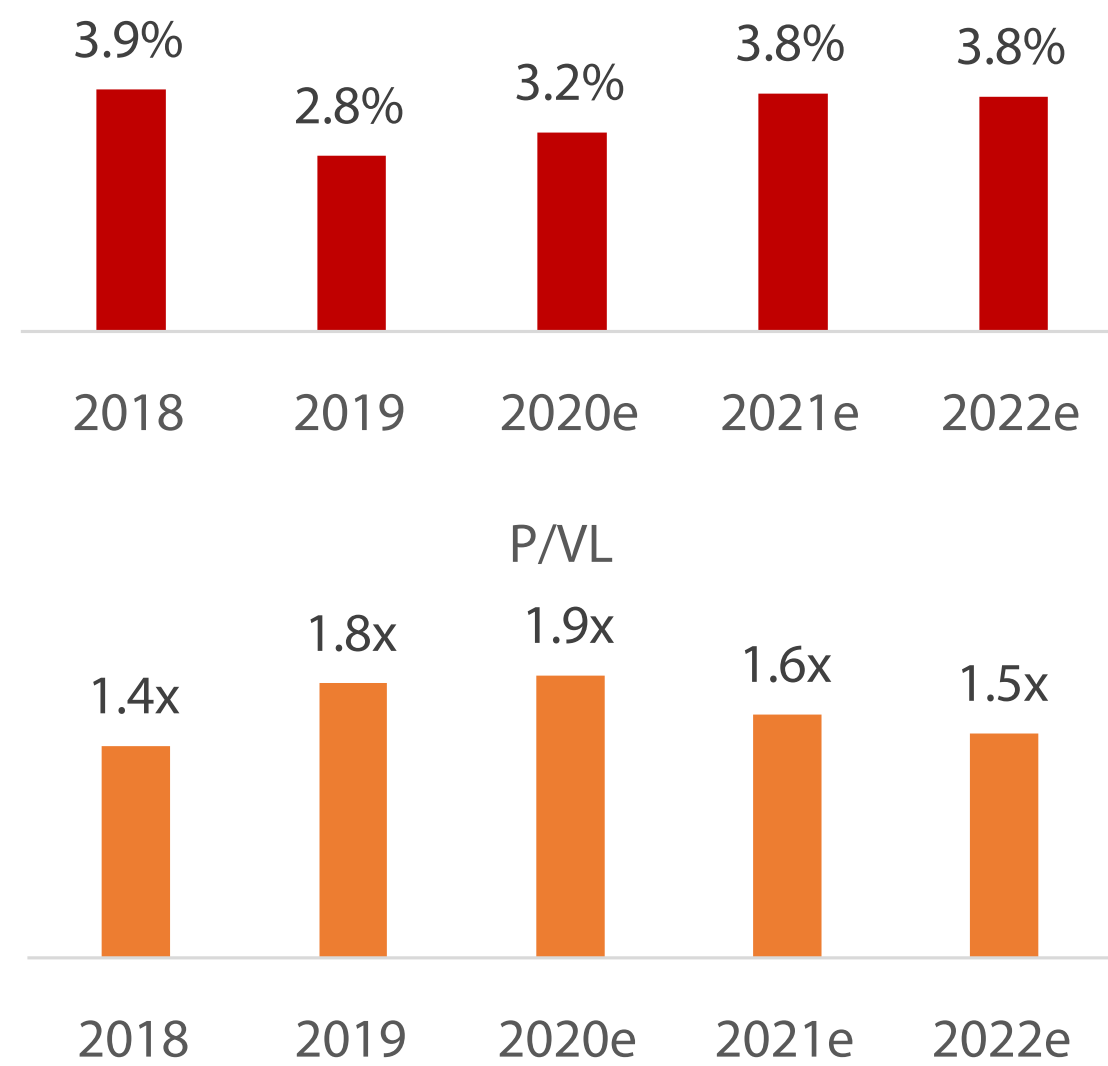
Estado de Resultados Consolidado					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ingresos Operacionales	7,173,967	8,139,008	9,899,503	9,564,044	8,506,195
Costo de ventas	2,467,025	2,910,529	3,630,939	3,535,270	3,132,073
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>4,706,942</b>	<b>5,228,479</b>	<b>6,268,564</b>	<b>6,028,775</b>	<b>5,374,122</b>
Gastos adm. e ingresos por part.	433,780	484,638	452,749	419,795	395,422
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>4,273,162</b>	<b>4,743,841</b>	<b>5,815,815</b>	<b>5,608,980</b>	<b>4,978,700</b>
UNAI	3,184,121	3,531,177	4,365,221	4,213,844	3,739,251
Impuesto a la renta e interés min.	1,659,739	1,892,445	2,376,491	2,253,142	2,012,921
<b>Utilidad Neta</b>	<b>1,524,382</b>	<b>1,638,732</b>	<b>1,988,730</b>	<b>1,960,701</b>	<b>1,726,330</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4,810,871</b>	<b>5,285,605</b>	<b>6,497,008</b>	<b>6,259,746</b>	<b>5,544,792</b>
Margen Bruto	65.6%	64.2%	63.3%	63.0%	63.2%
Margen Operacional	59.6%	58.3%	58.7%	58.6%	58.5%
Margen EBITDA	67.1%	66.5%	65.6%	65.5%	65.2%
Margen Neto	21.2%	20.1%	20.1%	20.5%	20.3%



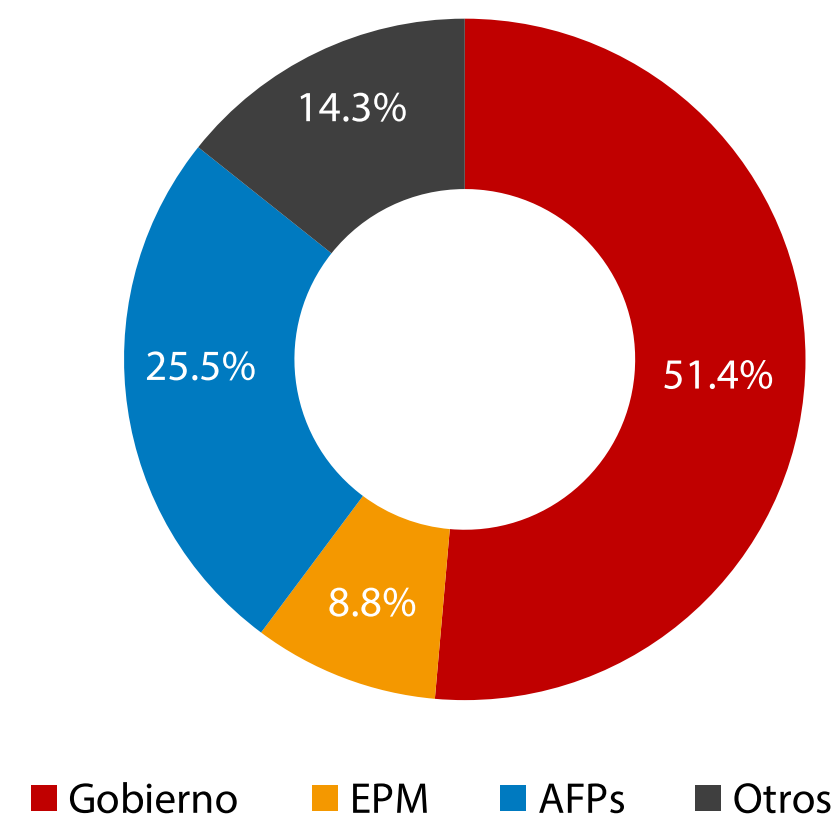
# ISA

## FICHA TÉCNICA

### Retorno por dividendo



### Composición accionaria



### Escenarios Precio Objetivo

#### Escenario Optimista

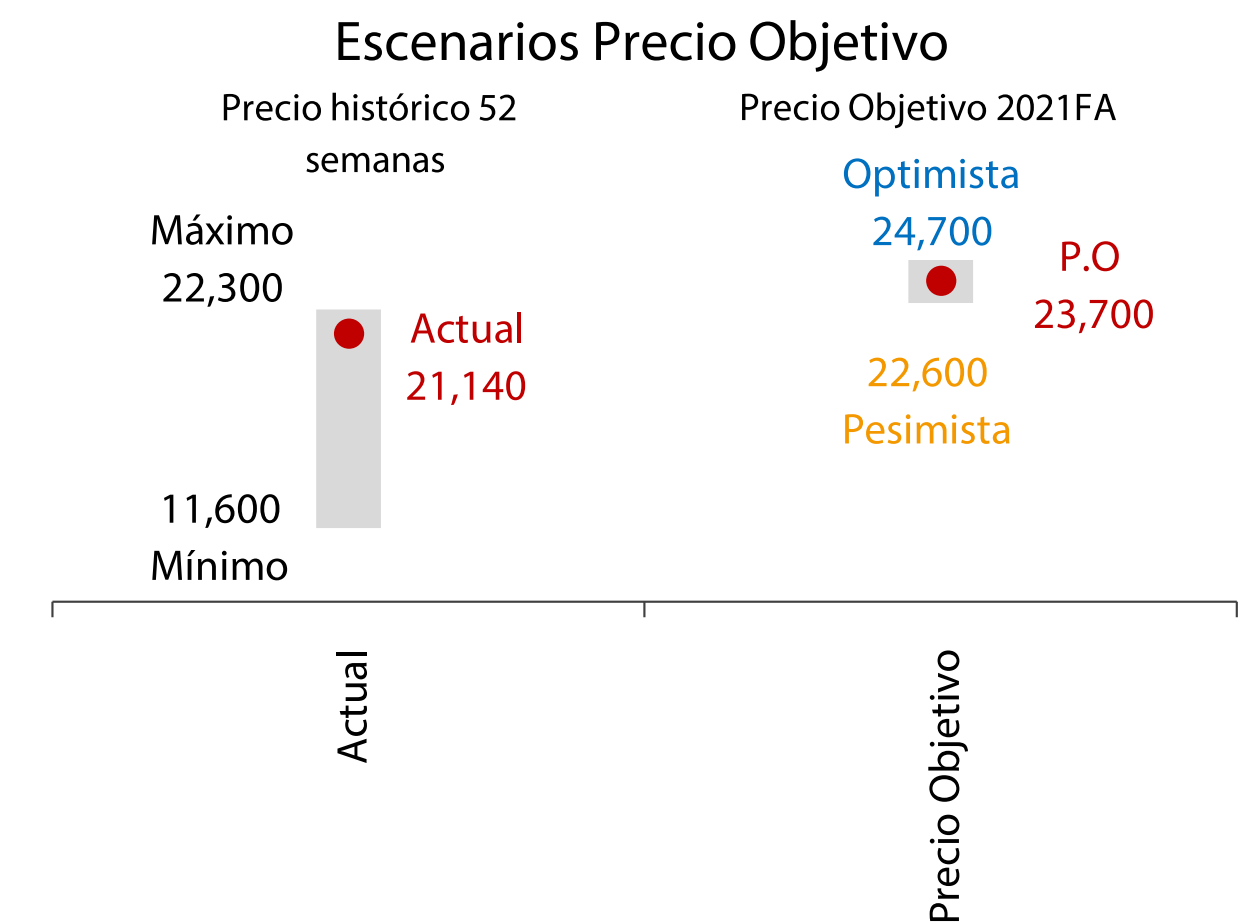
**COP 24,700**

Asumimos un incremento del 10% en los márgenes de rentabilidad en el segmento de transmisión, dadas la eficiencias operativas y menor competencia.

#### Escenario Pesimista

**COP 22,600**

Asumimos un deterioro del 10% en los márgenes de rentabilidad en el segmento de transmisión, dados las mayor competencia en el sector, lo que implica mayores descuentos al licitar proyectos.



### Administración

Presidente: Bernardo Gibsone  
 Vicepresidente: Carolina Botero  
 Ejecutivo: Gloria Velásquez/Diana Cordoba  
 IR: Gloria Velásquez/Diana Cordoba  
 Página web: www.isa.co



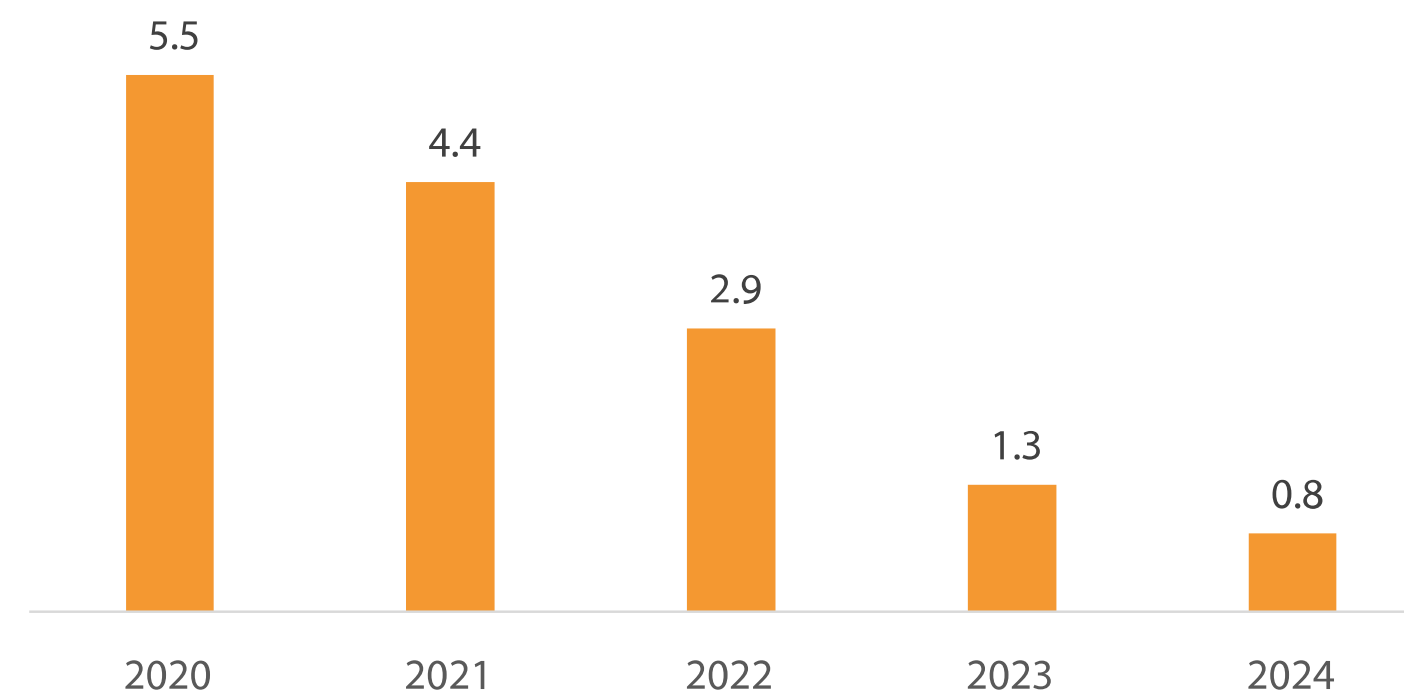


# HIPÓTESIS DE VALOR

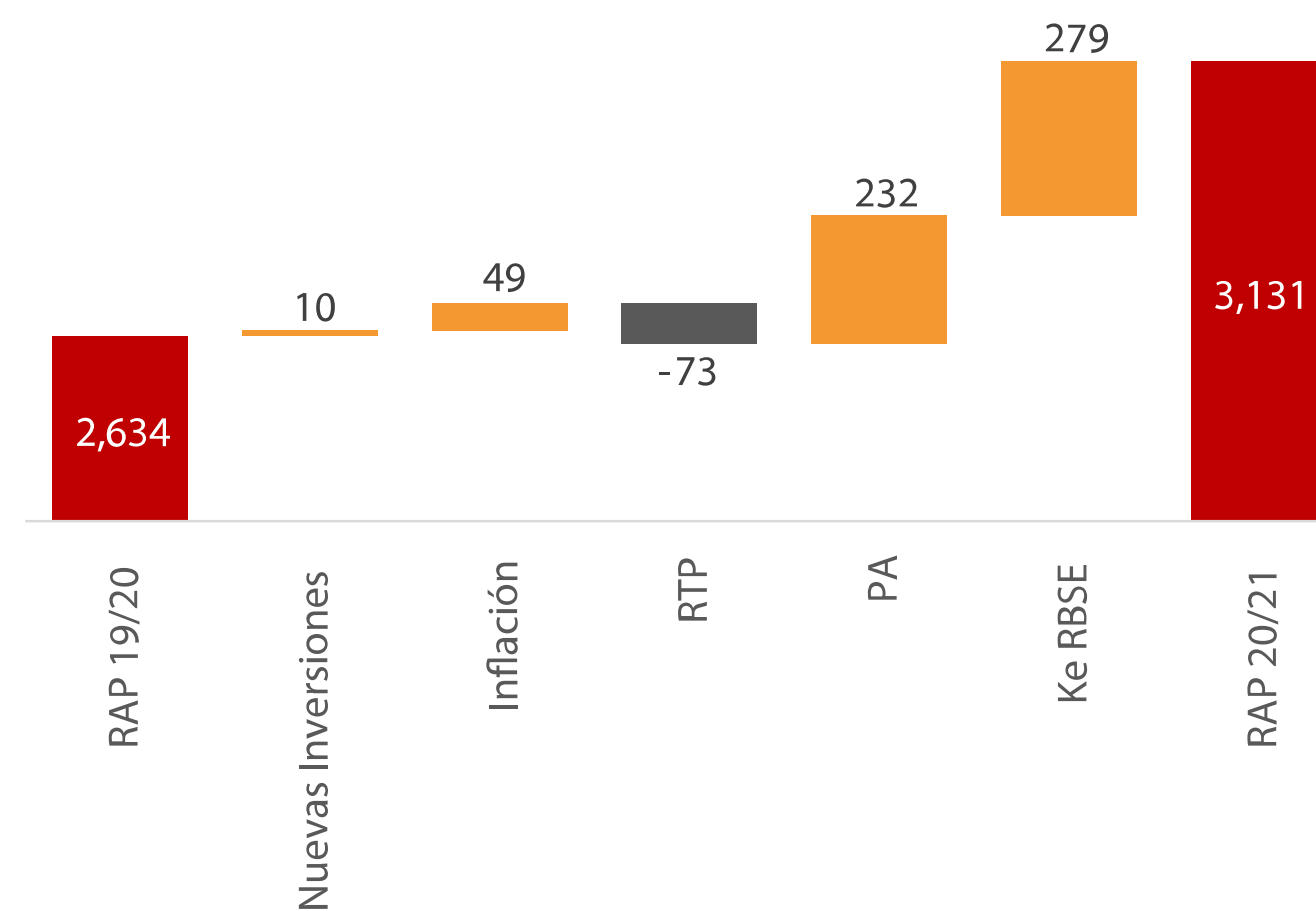
**CTEEP continuará apalancando el crecimiento de ISA.** Con el ajuste del nuevo ciclo tarifario (RTP, PA-Adjustment Parcel) en la renovación del contrato 059, el cual representa el 75% de los ingresos de CTEEP, y la remuneración del activo existente RBSE (Red Básica del Sistema Existente) con el costo "Ke", la compañía acumularía un efecto total de BRL 1.1 mil mm en sus ingresos, repartidos hasta el 2023, los cuales beneficiarían la liquidez para continuar realizando inversiones intensivas en el segmento de transmisión. El PA-Adjustment Parcel (RTP-RBSE) comprende: i) +BRL 72 mm al ajuste del "Ke" en el componente financiero de la RBSE de 2017 a 2020, ajustado con inflación; ii) +BRL 1.2 mil mm de la revisión del WACC a 7.7% Vs 6.6% de antes y la referencia de precio actualizada en la base de remuneración regulada en el proceso RTP; iii) -BRL 80 mm de la reducción escalonada en los ingresos operacionales y mantenimientos definidos en RTP (-17% en 2023) que se refieren a los ciclos 2018-2020; iv) -BRL 142 mm en el ajuste del valor presente de la remuneración por las inversiones en la infraestructura en la RBNI (Red Básica de Nuevas Inversiones). Para ISA, el efecto en ingresos es de COP 710.8 mil mm, lo que representa una mejora sustancial en sus indicadores de liquidez para el futuro y continuar con la senda del crecimiento propuesta en el plan 2030.

Finalmente, en el caso de los ingresos de la RBSE, dado el ajuste realizado se esperan lograr ingresos por este rubro de ~BRL 9,447 mm en el periodo 2021-2025, lo cual continuará ofreciendo liquidez a la compañía para fondar nuevas inversiones en Brasil.

### CAPEX 2020-2024 (COP BN)



### RAP 20/21 CTEEP (BRL MM)



Fuente: ISA ; CTEEP



**Posible venta de la participación accionaria del Gobierno Nacional.** Una fuente de financiación considerada por el Gobierno dadas las condiciones y necesidades fiscales del país, es la posible enajenación de activos por COP 12.0 bn que quedó contemplada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo. Tomando en cuenta que actualmente el gobierno es dueño del 51.41% de ISA (569,472,571 acciones ordinarias), participación que a precios de mercado (COP 20,000) equivale a COP 11.4 bn, se ha especulado que este podría ser un activo a considerar en el portafolio de venta.

De darse una enajenación por parte del gobierno, es importante resaltar que la venta podría incorporar una prima de control.

Analizando las transacciones comparables en el sector de utilities en LatAm nos encontramos con que estas se han realizado en promedio a múltiplos EV/ EBITDA y P/VL de 7.6x y 2.2x respectivamente, y cuando estas transacciones incluyeron compra de una participación controlante el múltiplo EV/ EBITDA asciende a 9.1x y el P/VL 2.4x, es decir que el mercado reconoce una prima de control para los múltiplos EV/ EBITDA y P/VL del 19.5% y 8.8%, respectivamente. Vale la pena destacar que actualmente ISA transa a 7.8x EV/ EBITDA y 1.8x P/VL, y el precio de venta podría ser cercano a COP 30,000/acción.

**Plan estructurado de inversiones para el periodo 2020-2024.** Actualmente, ISA cuenta con 32 proyectos en construcción (6-Vías, 26- redes de

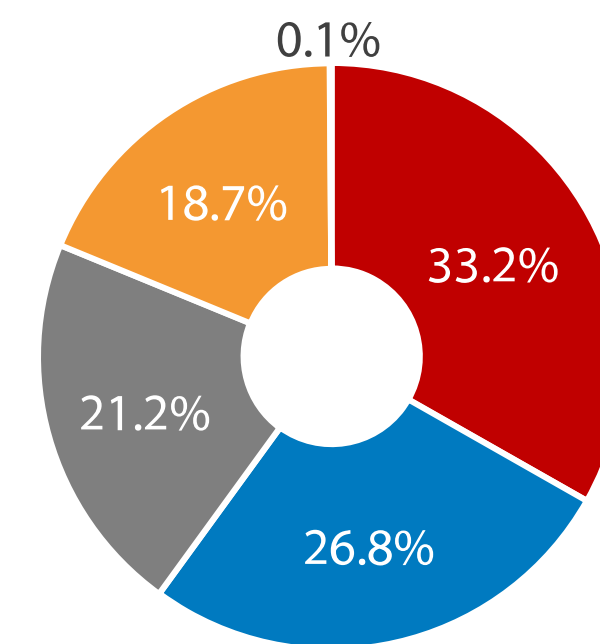
Transmisión de energía) y 246 refuerzos en la infraestructura en sus activos de Brasil, para lo cual se estructuró un plan de inversiones intensivas hasta el 2024 por cerca de USD 4,012 mm. Al desglosar las inversiones encontramos: i) 76.2% del CAPEX será destinado al negocio de energía, 21.2 % al negocio de Vías y 2.7% a Telecomunicaciones; ii) Brasil será la principal geografía a la cual se destinarán recursos con el 33.2%, seguida de Colombia con 26.8%, Perú-21.2%, Chile-18.7% y otras geografías con el 0.1%. Esperamos que bajo la estrategia de inversión de CAPEX de ISA, el crecimiento en sus ingresos continúe siendo altamente positivo a futuro y esto le represente a sus accionistas valorizaciones en el precio de la acción, y de esta manera continuar enfocados en el plan 2030, cuya meta es lograr un aumento del 70% en el EBITDA al finalizar el periodo.



**El enfoque en diversificación de segmentos es clave para continuar en la senda del crecimiento.** Si bien el segmento de transmisión continuará siendo el más representativo, hemos evidenciado que la compañía ha realizado importantes inversiones en el sector de concesiones viales, y telecomunicaciones, alcanzando una diversificación clave en su portafolio de activos tanto en geografías como en segmentos.

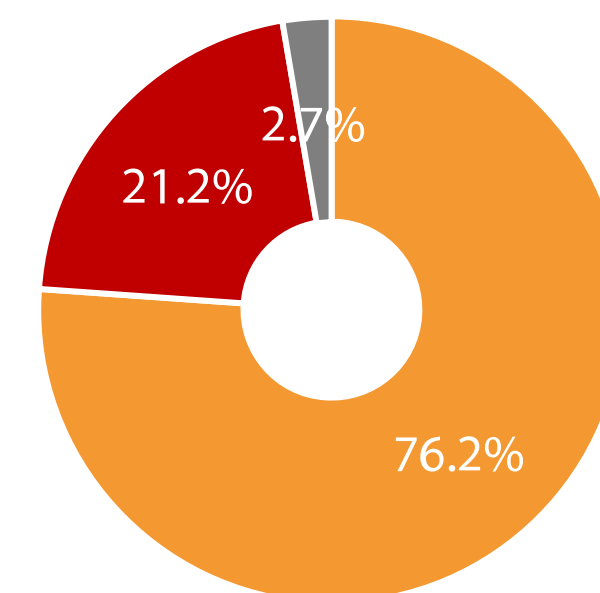
Dentro de las principales adiciones a su portafolio destacamos: i) la concesión vial Costera a través de su filial INTERVIAL CHILE, con la cual ISA finalmente ingresa al negocio de las concesiones viales en Colombia por un valor de COP 500 mil mm que integraría activos por COP 2.2 bn, deuda financiera de COP 1.4 bn y un EBITDA de COP 231 mil mm; ii) constitución del vehículo Interconexiones Viales en alianza con Construcciones El Cóndor, donde tendrá una participación mayoritaria (65%), y participará en licitaciones públicas y privadas de infraestructura de carreteras en Colombia y Perú. Destacamos la capacidad de ISA para generar retorno positivo con sus inversiones, donde esperamos que continúe con un ROIC superior al 10% en los próximos años gracias a la disciplina a la hora de seleccionar proyectos.

**CAPEX POR PAÍS (%)**



■ Brasil ■ Colombia ■ Perú ■ Chile ■ Otros

**CAPEX POR NEGOCIO (%)**



■ Energía ■ Vías ■ Telco





# RIESGOS

## **Alta generación de caja implica una activa búsqueda de nuevos proyectos de inversión.**

Los altos márgenes operacionales de ISA, especialmente su 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 2019), si bien CTEEP logró adjudicarse 3 proyectos que generarían ingresos cercanos a los USD 20 mm anuales, el descuento promedio realizado en la RAP fue de 60.3%, un aumento considerable frente al registro promedio de 2018 que se ubicó en 46.1%, reafirmando nuestra postura sobre la creciente competencia, que adicional a la mayor generación de caja, podrían presionar a ISA a invertir en proyectos menos rentables, tomando en cuenta que la acumulación excesiva de caja no generaría beneficios a los accionistas.

Es de suma importancia continuar monitoreando la acumulación de caja del Grupo, con el fin de evitar afectaciones en los márgenes de rentabilidad.

## **Riesgo regulatorio seguirá siendo importante 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 y estos podrían entrar

en discusión el próximo año, lo que podría traer consigo ajuste a la baja en la remuneración y exigir mayores inversiones de CAPEX.

## **Aún falta mayor desarrollo para el mercado de Estados Unidos.**

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.





**La venta de la participación del gobierno podría no materializarse.** 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 dada la alta atención de los inversionistas sobre este tema. Así mismo, existen riesgos adicionales para que el proceso se pueda desarrollar: con la reciente decisión de la Corte Constitucional de hacer invalido en decreto 444 de 2020, el cual habilitaba al Gobierno Nacional en la inversión y enajenación de los instrumentos de capital de empresas públicas o privadas, de iniciarse un proceso de venta de ISA, este requeriría un proceso mucho más largo de aprobaciones, e inclusive enfrentarse a mayores trabas por parte de grupos de oposición, haciendo que tome un tiempo prolongado o que el gobierno decida no llevarlo a cabo por el poco tiempo que tendría el actual presidente.

## PARTICIPACIÓN DEL GOBIERNO EN COMPAÑÍAS

Empresa	Participación Gobierno (%)
Banco Agrario	100%
Cedenar	100%
Cisa	100%
Dispac	100%
Gecelca	100%
ICETEX	100%
Ecopetrol	88.49%
<b>ISA</b>	<b>51.41%</b>
Corabastos	20.47%



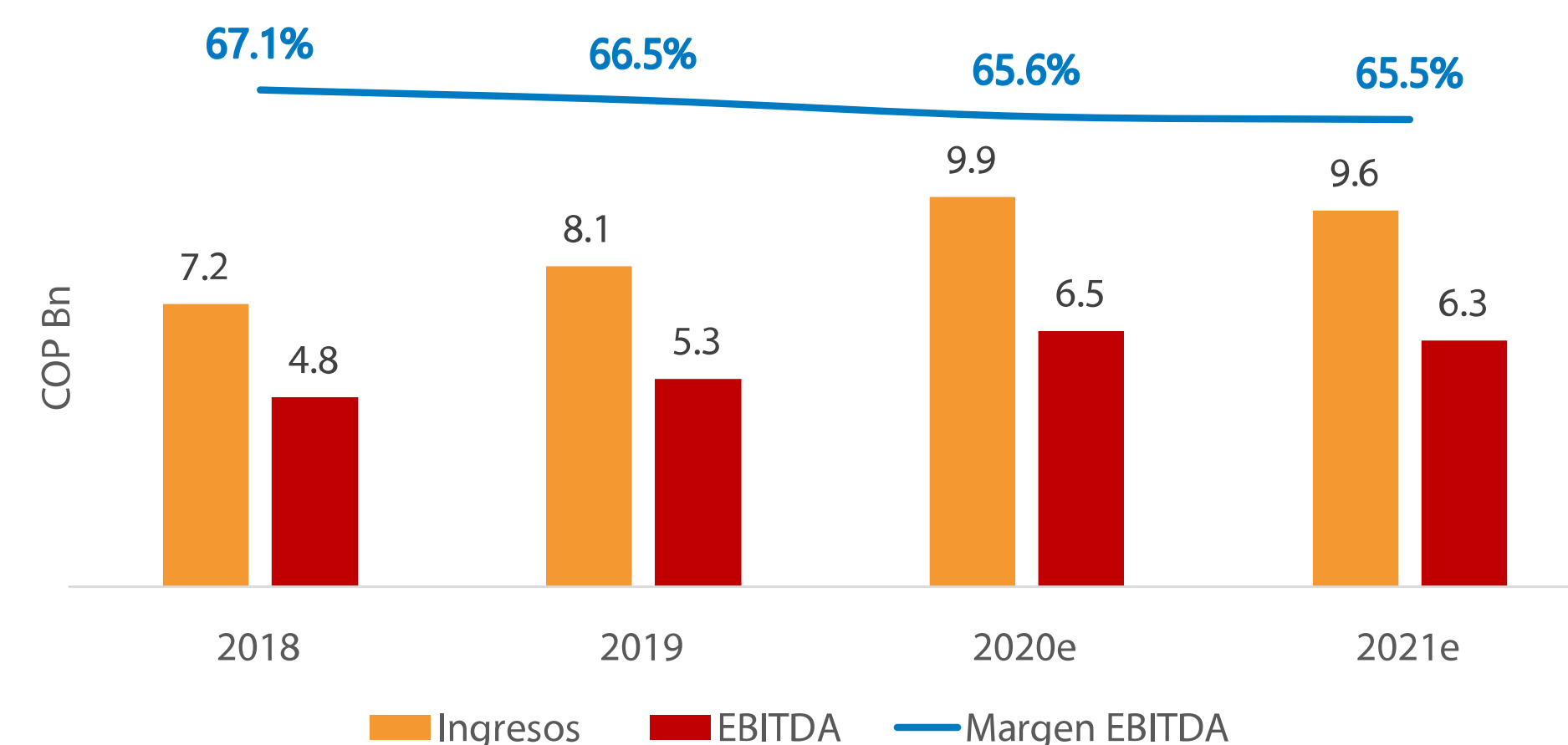
# PROYECCIONES

**Ingresos:** Estimamos ingresos operacionales por COP 9.9 bn para el 2020, el cual representa un crecimiento del 22% frente al 2019 y estarán impulsados por los ajustes de la RAP en CTEEP, los nuevos proyectos de transmisión y los ingresos generados por la RBSE. Por otro lado, estimamos una reducción del -3% en los ingresos del 2021, debido a los menores ingresos por construcción tras la menor inversión en CAPEX proyectada para ese año.

**EBITDA:** En cuanto al EBITDA, esperamos que para el 2020 se genere COP 6.5 bn (Margen EBITDA 65.5%), un incremento del 23% frente al 2019, impulsados por los efectos no recurrentes de la renovación del contrato 059 de CTEEP.

**Utilidad Neta:** Finalmente, para el 2020 estimamos una utilidad neta de COP 1.9 bn (-21% anual), gracias a los efectos anteriormente mencionados. Adicionalmente, esperamos que la generación de caja del grupo permitirá continuar fondeando las inversiones intensivas de CAPEX de la compañía, manteniendo un bajo apalancamiento (2.5x Deuda neta/EBITDA).

## DESEMPEÑO FINANCIERO



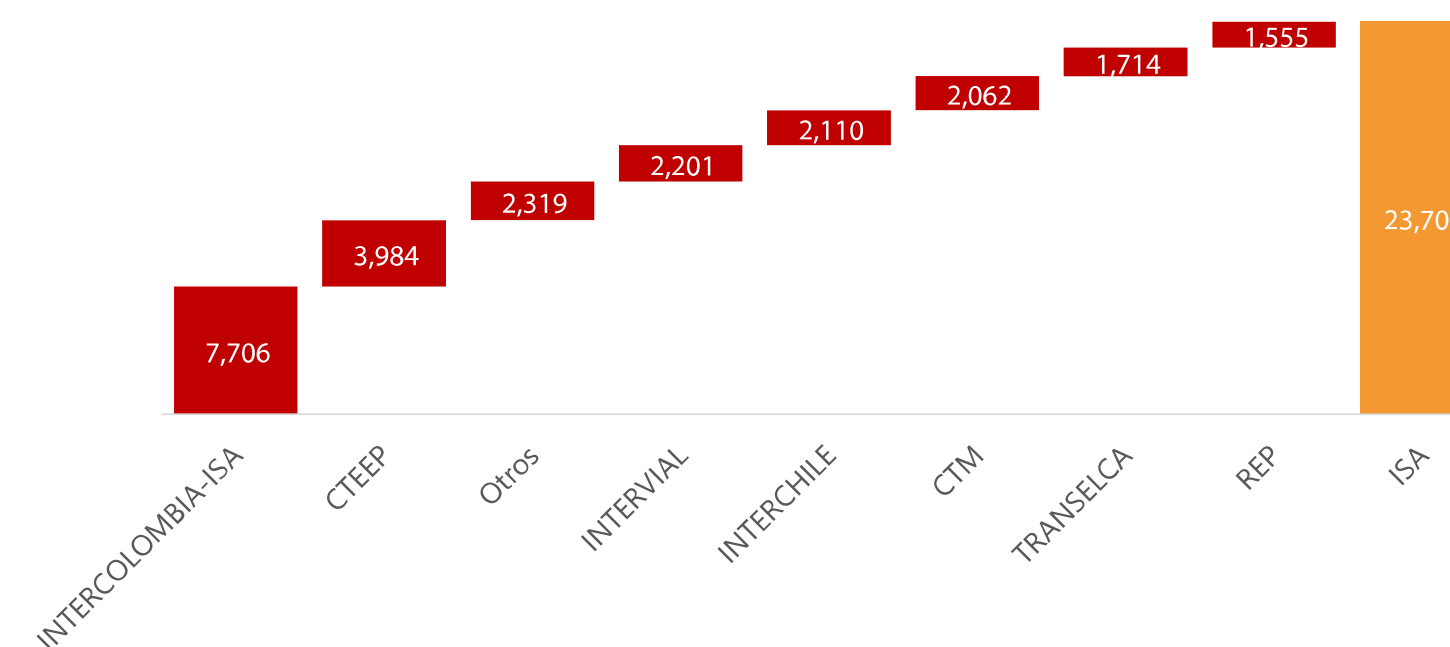


# VALORACIÓN

**Metodología de Valoración:** Para estimar el valor de ISA, utilizamos una metodología de suma de partes. Las metodologías utilizadas para la valoración de las filiales incluyen: Valor en Libros, Múltiplos, valor presente de gastos administrativos (VPG), Valor deuda (VD), Valor de transacción (VT) y flujo de caja descontado (DCF).

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2021FA de COP 23,700/acción, que representa un retorno positivo de 10.2% frente al precio actual del mercado, por lo cual asignamos una recomendación NEUTRAL.

## SUMA DE PARTES (COP)



SOTP	Metodología	% Participación	Valor participación (COP mm)	Valor por Acción (COP)	Contribución
<b>Transmisión</b>			<b>22,906,856</b>	<b>20,680</b>	<b>87.4%</b>
Intercolombia-ISA Colombia	FCD	100.0%	8,536,013	7,706	32.6%
CTEEP	FCD	35.8%	4,412,667	3,984	16.8%
CTM	FCD	60.0%	2,284,421	2,062	8.7%
REP	FCD	60.0%	1,722,564	1,555	6.6%
Traselca	FCD	100.0%	1,898,251	1,714	7.2%
Interchile	FCD	100.0%	2,337,175	2,110	8.9%
ISA Perú	FCD	100.0%	724,350	654	2.8%
ISA Bolivia	VL	100.0%	91,301	82	0.3%
TAESA	EV/EBITDA@ 7.78x	14.9%	900,114	813	3.4%
<b>Concesiones Viales</b>			<b>2,937,421</b>	<b>2,652</b>	<b>11.2%</b>
Intervial	FCD	100.0%	2,437,421	2,201	9.3%
Concesión Costera	Valor Transacción	100.0%	500,000	451	1.9%
<b>Otras inversiones</b>			<b>352,752</b>	<b>319</b>	<b>1.3%</b>
ATP	Valor Transacción	24.9%	465,362	420	1.8%
INTERNEXA	VL	100.0%	72,431	65	0.3%
XM	VL	100.0%	22,844	21	0.1%
ISA Capital do Brasil	Valor Presente Gasto Ad.	100.0%	(86,900)	(78)	-0.3%
ISA Inversiones e Part.	Valor Deuda	100.0%	(120,985)	(109)	-0.5%
<b>Total negocios</b>			<b>26,197,029</b>	<b>23,651</b>	<b>100%</b>
<b>Precio Objetivo 2021FA</b>				<b>23,700</b>	

# COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA



<b>05</b>	<b>I. ASPECTOS A DESTACAR</b>
<b>06</b>	<b>II. FICHAS TÉCNICAS</b>
<b>08</b>	<b>III. HIPÓTESIS DE VALOR</b>
<b>11</b>	<b>IV. RIESGOS</b>
<b>13</b>	<b>V. PROYECCIONES</b>
<b>14</b>	<b>VI. VALORACIÓN</b>
<b>15</b>	<b>VII. SENSIBILIDAD AL PRECIO OBJETIVO</b>





## PROTECCIÓN CON GRAN VALOR

**P.O.:5,700 / SOBREPODERAR**

**POTENCIAL: 54.3% RIESGO: MUY ALTO CIERRE: COP 3,694**

Dadas las condiciones económicas actuales, los precios del oro han favorecido de manera sustancial los resultados financieros de Mineros durante el 2020, logrando márgenes EBITDA superiores al 40% frente al promedio de 34.2% evidenciado durante el periodo 2016-2019. Adicionalmente, esperamos que bajo la estrategia de la compañía de continuar invirtiendo en proyectos que le permitan incrementar su producción, la diversificación geográfica de sus operaciones, las eficiencias operativas y el posible listamiento en la bolsa de Toronto, la acción de Mineros se ajuste a su valor justo, representando un potencial de valorización de 54.3%. Es por esto que continuamos con nuestra recomendación de SOBREPONDERAR la acción de Mineros.



# ASPECTOS A DESTACAR

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Cap. Bursátil (COP):	<b>0.934 bn</b>
Flotante:	<b>53.0%</b>
Dividendo anual (COP) 2021E:	<b>218</b>
Retorno por dividendo:	<b>5.9%</b>
%COLCAP:	<b>0.51%</b>
# Acciones:	<b>261.7 mm</b>
P/VL actual:	<b>0.93x</b>
P/U actual	<b>5.17x</b>
EV/EBITDA actual:	<b>2.36x</b>
Último precio:	<b>3,694</b>
Max 52 semanas:	<b>4,055</b>
Min 52 semanas:	<b>2,170</b>

**Actualizamos el Precio Objetivo 2021FA a COP 5,700/acción.** En esta entrega se realizó la valoración de Mineros por la metodología NAV (Net Asset Value), la cual es usada de manera estándar a nivel internacional para valorar empresas del sector minero. Destacamos la actualización de los múltiplos NAV y EV/Reservas 2P de 0.73x y 300 USD/Oz publicados en nuestro inicio de cobertura a 0.84x y 368 USD/Oz, los cuales se ajustan en mayor medida a la coyuntura actual y expectativas del sector minero, respectivamente. Por otro lado, la tasa de descuento permaneció constante en 7.1%, a razón de la metodología usada para valorar la empresa. La curva de precios del oro, la cual es construida como el promedio simple entre las proyecciones del Banco Mundial y los futuros de Bloomberg, aumentó en promedio USD 250 al año 2026.

**La rentabilidad se destaca en un periodo de crisis económica.** En esta entrega se realizó la valoración de Mineros por la metodología NAV (Net Asset Value), la cual es usada de manera estándar a nivel internacional para valorar empresas del sector minero. Destacamos la actualización de los múltiplos NAV y EV/Reservas 2P de 0.73x y 300 USD/Oz publicados en nuestro inicio de cobertura a 0.84x y 368 USD/Oz, los cuales se ajustan en mayor medida a la coyuntura actual y expectativas del sector minero, respectivamente. Por otro lado, la tasa de descuento permaneció constante en 7.1%, a razón de la metodología usada para valorar la empresa. La curva de precios del oro, la cual es construida como el promedio simple entre las proyecciones del Banco Mundial y los futuros de Bloomberg, aumentó en promedio USD 250 al año 2026.

## ¿POR QUÉ SOBREPONDERAR?

El potencial de valorización frente nuestro P.O., adicional al buen desempeño financiero, altos márgenes de rentabilidad y un atractivo pago de dividendos, en un entorno retador producto de la crisis económica que favorece a los activos contra-cíclicos como el oro; nos lleva a recomendar SOBREPONDERAR la acción de Mineros en el 2021.

### AUTORES

**Camilo Roldán**  
Analista Acciones  
croidan@corredores.com

**Katherine Ortiz**  
Líder Renta Variable  
kortiz@corredores.com



# MINEROS

## FICHA TÉCNICA

Mineros es un grupo empresarial privado 100% colombiano con 45 años de experiencia, dedicado a la exploración y explotación de oro. Las operaciones mineras se realizan en dos frentes: aluvial y subterránea, en los municipios de El Bagre y Zaragoza, Bajo Cauca antioqueño (Colombia), en la región de Bonanza en Nicaragua, y en la provincia de San Juan Argentina. También cuentan con dos pequeñas centrales hidroeléctricas llamadas Providencia I y Providencia III ubicadas en jurisdicción del municipio de Anorí, Antioquía, Colombia, a través de las cuales se provee la energía eléctrica para sus operaciones.

Resumen					
USD mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Acciones en circulación (mm)	261.7	261.7	261.7	261.7	261.7
Cap. Bursátil (USD mm)	164.7	258.7	257.7	262.8	268.5
Precio (COP/Acción)*	2,045	3,250	3,694	3,694	3,694
VL (COP/Acción)	3,107	3,534	4,397	5,582	6,895
UPA (COP/Acción)	595	467	1,080	1,432	1,592
Total Deuda	69.4	82.6	71.0	72.4	74.0
Deuda Neta	52.8	58.3	54.4	43.0	5.9
EV	217.4	317.0	312.1	305.8	274.5
EV/EBITDA	2.6x	2.6x	1.5x	1.5x	1.1x
P/VL	0.66x	0.92x	0.84x	0.66x	0.54x
Precio Utilidad	3.3x	7.2x	3.4x	2.6x	2.3x
Retorno por dividendos	7.6%	5.4%	5.2%	5.9%	6.7%
Dividendo por acción (COP)	156	174	193	218	246
Cash Cost	845	764	843	820	908
Producción (Oz)	210,017	296,441	289,922	273,000	332,000

\*Precio de Cierre del 23/10/2020

Balance General Consolidado					
USD mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Total Activos	450.5	490.7	526.9	610.7	737.0
Total Pasivos	199.9	209.0	218.8	211.6	232.8
Patrimonio e interés minoritario	250.5	281.7	308.1	399.1	504.2
Deuda Total/Patrimonio	0.3x	0.3x	0.2x	0.2x	0.1x
Deuda Total/EBITDA	0.8x	0.7x	0.3x	0.4x	0.3x
Deuda Neta/EBITDA	0.6x	0.5x	0.3x	0.2x	0.0x
ROE	19.7%	12.7%	24.6%	25.5%	23.0%
ROA	10.9%	7.3%	14.4%	16.7%	15.7%
ROIC	19.4%	19.4%	37.2%	28.9%	27.3%

Estado de Resultados Consolidado					
USD mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ingresos Operacionales	253.1	396.5	505.7	478.7	561.2
Costo de ventas	183.6	305.5	317.2	302.5	358.0
Utilidad Bruta	69.5	91.0	188.6	176.2	203.3
Gastos adm. e ingresos por participación	9.1	10.8	16.3	15.2	17.8
Utilidad Operacional	60.4	80.1	172.3	161.0	185.5
UNAI	51.2	51.6	118.2	146.3	166.5
Impuesto a la renta e interés minoritario	2.0	15.7	42.6	44.6	50.8
Utilidad Neta	49.3	35.9	75.6	101.7	115.7
EBITDA	82.3	121.1	208.7	206.7	243.8
Margen Bruto	27.5%	22.9%	37.3%	36.8%	36.2%
Margen Operacional	23.9%	20.2%	34.1%	33.6%	33.0%
Margen EBITDA	32.5%	30.5%	41.3%	43.2%	43.4%
Margen Neto	19.5%	9.1%	15.0%	21.2%	20.6%



# MINEROS

## FICHA TÉCNICA

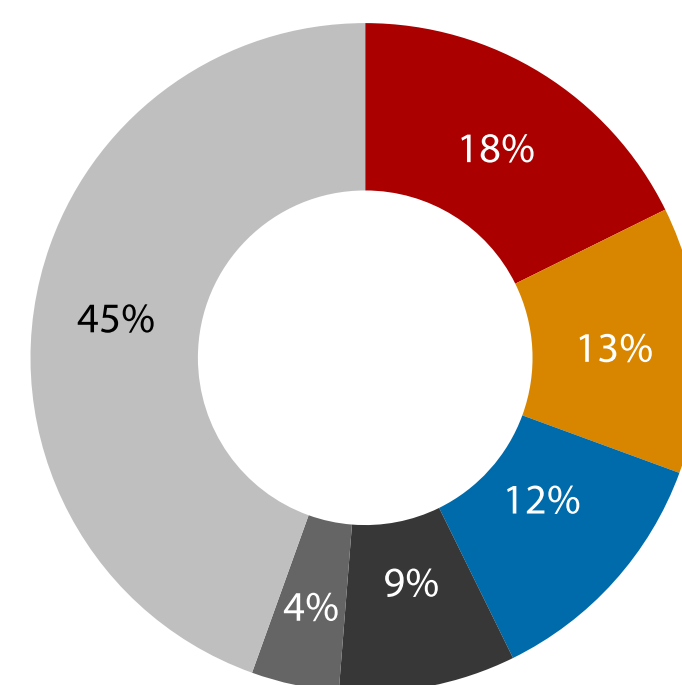
### Comparables

Compañía	EV/ 2P Rvs. (USD)	P/VL
Argonaut Gold In	-	0.8x
Aurelia Metals L	-	1.8x
Dacian Gold LTD	190	1.2x
Dundee Precious	539	1.9x
Equinox Gold Cor	300	2.1x
Fiore Gold LTD	358	2.3x
Golden Star Res	368	8.3x
New Gold Inc	102	-
Ramelius Resourc	1,545	-
Roxgold Inc	859	2.8x
Silver Lake Reso	1,220	-
Teranga Gold	315	2.2x
Wesdome Gold Min	2,195	7.2x
<b>Mediana</b>	<b>368</b>	<b>2.1x</b>

### Administración

Presidente:	Andrés Restrepo
Vicepresidente	Alan Wacier
Ejecutivo:	Patricia Ospina
IR:	Patricia Ospina
Página web:	www.mineros.com.co

### Composición accionaria



- Banderato Colombia S.A.S.
- Negocios y Representaciones S.A.S
- Vinca Business Colombia S.A.S.
- Corficolombiana
- AFPs
- Otros

### Escenarios Precio Objetivo

#### Escenario Optimista

**COP 6,900**

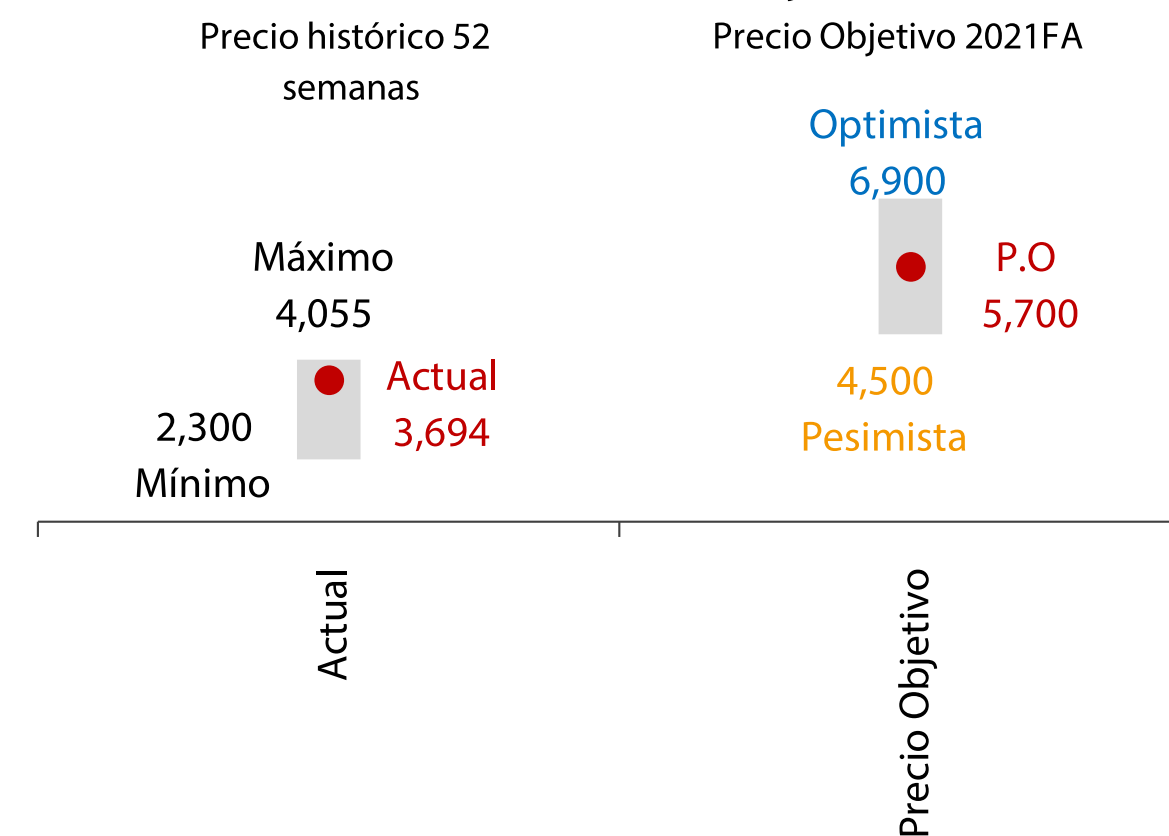
En nuestro escenario optimista asumimos un incremento de +5% en las proyecciones del precio del oro, donde la lenta recuperación económica podría aumentar el apetito por activos contra-cíclicos.

#### Escenario Pesimista

**COP 4,500**

En nuestro escenario pesimista asumimos una caída de -5% en las proyecciones del precio del oro, el cual podría darse si las expectativas de recuperación económica cumplen con lo esperado por el mercado.

### Escenarios Precio Objetivo





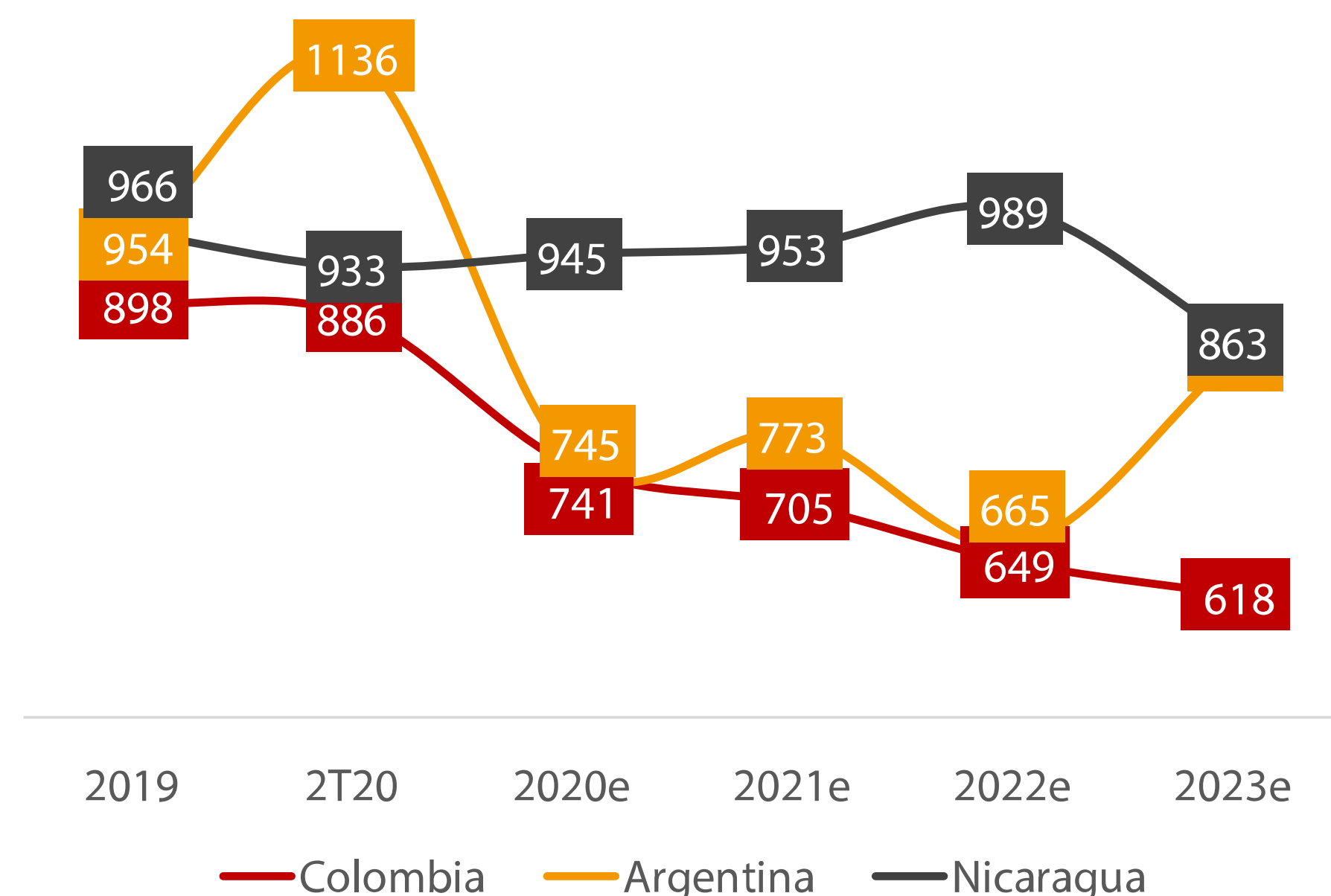


# HIPÓTESIS DE VALOR

**Mayores eficiencias para un crecimiento rentable.** Con los ajustes estratégicos en sus fuentes de producción de oro, como la venta de la operación subterránea en Colombia durante el 2020, cuyo costo operativo o Cash Cost (Costo unitario de extracción de una onza de oro) era muy alto, promediando más de USD 1,116/Oz en los últimos 5 años, la compañía espera seguir enfocada en la estrategia de optimización operacional bajo la implementación de nuevos proyectos más rentables como Llanuras (aluvial), con el cual se espera reducir el Cash Cost en Colombia a niveles de USD 618 en el 2023. Por su parte, se esperan también optimizaciones en sus operaciones en Argentina y Nicaragua, las cuales permitirán llevar de manera eficiente los costos de producción de oro desde el último registro en el 2T20 de USD 1,136 y USD 933 a USD 848 y USD 863 en el 2023, para Argentina y Nicaragua respectivamente. No obstante, en nuestro escenario de modelación realizamos un ajuste más conservador a la curva de costos proyectada por Mineros (+10% de los costos estimados por la compañía), si bien hemos visto una reducción de los Cash Cost en las operaciones de Colombia y Nicaragua, la compañía aún se encuentra en un largo camino para alcanzar sus metas, especialmente por las ineficiencias en los costos de la operación de Argentina.

Bajo este análisis, esperamos que estos esfuerzos favorezcan en el corto y mediano plazo sus índices de rentabilidad, logrando mantener márgenes EBITDA superiores al 40% hasta el 2025 y el alto flujo de caja a sus accionistas.

## CASH COST ESTIMADOS (USD)





**Llegar a la Bolsa de Toronto.** Uno de los grandes hitos para destrabar el valor de la acción radica en el listamiento en la bolsa de Toronto, en donde Mineros ha requerido de un esfuerzo importante en términos de divulgación de información y reformas estructurales en su Junta Directiva, al igual que el cambio en sus reportes de estados financieros de moneda local (COP) a Dólar (USD). Esto con el fin de contar con todas las herramientas necesarias para poder ingresar a las negociaciones internacionales y especialmente en una bolsa con tradición minera.

En este sentido, esperamos que, al ingresar en la bolsa de Toronto, la acción de mineros incremente de forma considerable su liquidez y visibilidad, y pueda liberar mayor valor para los accionistas, acercándose a nuestra estimación de valor justo. No obstante, aún Mineros se encuentra en proceso de actualizar el certificado de reservas, el cual se estima que sea presentado al finalizar el año, poniendo en pausa la continuación del proceso.

**Proyectos en desarrollo para incrementar la producción.** Mineros actualmente desarrolla o planea desarrollar en los próximos cuatro años, tres nuevos proyectos (Llanuras, Porvenir y Carbonatos Profundos) que requerirán inversiones cercanas a COP 3 billones, que estimamos serán financiados en su mayor parte a través de generación de recursos propios, gracias a los elevados márgenes de rentabilidad de la compañía. Esto le permitirá estabilizar los niveles de producción de operaciones como las de Argentina y Colombia, y alcanzar niveles de hasta 386k Oz en 4 años, de acuerdo a nuestras estimaciones. Por otro lado, es importante mencionar que en nuestro escenario base de modelación, se contempla una capacidad de crecimiento de producción conservadora, en la cual mineros no lograría llegar a la producción de 500k Oz según lo expuesto en sus planes, ya que esto requerirá incrementar sus recursos y reservas a medida que se agotan las fuentes existentes, mediante el desarrollo de proyectos como La Pepa (Chile), Luna Roja y Caribe (Nicaragua) los cuales no incorporamos en nuestra valoración.

**Diversificación geográfica para minimizar los riesgos.** Durante 39 años, Mineros mantuvo un enfoque de operación local, la cual inició su periodo de declinación natural y llevó a la compañía a incursionar en mercados internacionales, debido a las limitaciones locales por la búsqueda de nuevos proyectos por temas ambientales y sociales. En el 2013, finalmente se inicia la expansión internacional con la compra de HEMCO en Nicaragua y a cierre de 2018 se realizó la adquisición de Gualcamayo en Argentina, país que en 2020 representará el 31% de la producción total. Gracias a su estrategia de exploración de mercados internacionales, Mineros ha logrado incrementar su producción (+66% al 2019), al igual que minimizar el riesgo al cual se expone al operar en una sola geografía, beneficiando sus alternativas de extracción de oro al poder integrar diferentes mecanismos como lo son: aluvial, artesanal y subterránea.



**Incertidumbre económica y crecimiento de la oferta monetaria global favorecen el oro.** Con el inicio de la crisis económica por la pandemia del COVID-19, el apetito por activos de riesgo ha disminuido de manera considerable y los inversionistas han favorecido los activos contra-cíclicos como el oro, donde se ha evidenciado una valorización de 25.7% en lo corrido del año (a 14-oct-2020), superando en varias ocasiones el valor de USD 1,900/Oz. Mineros se ha visto altamente beneficiada de los elevados precios por onza del oro, mejorando de manera significativa sus ingresos y los índices de rentabilidad (ROIC > 35%).

Sumado a la incertidumbre económica, el bajo nivel de tasas de interés y el altísimo crecimiento de la oferta monetaria en países desarrollados, esperamos que los precios del oro continúen altos (en promedio la curva del valor del oro al 2026 para la valoración, se incrementó cerca de USD 250/Oz), permitiendo a la compañía seguir generando altas tasas de crecimiento en sus ingresos operacionales (TACC ~10% al 2024), al igual que mayores índices de rentabilidad por las eficiencias mencionadas con anterioridad, que se verán traducidos en un mayor flujo de caja a sus accionistas.

## PRECIO ORO VS ACCIÓN MINEROS







# RIESGOS

**Riesgo regulatorio.** Consideramos que las operaciones de Mineros están concentradas en países con alta incertidumbre jurídica y con evidentes limitaciones en cuanto a los niveles de regulación y desarrollo de algunos aspectos que rodean la actividad. Este sería el principal riesgo de la compañía y del sector, particularmente porque su impacto puede ser significativo para la explotación de uno o varios de sus proyectos. Además, durante los últimos años, las mayores exigencias ambientales y la oposición a proyectos por parte de comunidades, se han convertido en una constante, no solo para la industria minera, sino para el desarrollo de distintos proyectos de infraestructura y energía en el país y en el mundo. Mineros no ha estado exenta a este fenómeno y evidenciamos que durante el 2019 se presentaron demoras en la obtención de algunos permisos ambientales en Colombia, que resultaron en una caída de la producción de más del 30% y un aumento del 58% en los cash cost de las operaciones aluviales. De darse nuevamente este fenómeno en Colombia, al ser la locación con menor Cash Cost, podríamos ver una reducción de más del 4% en los márgenes de rentabilidad (EBITDA) proyectados.

**Volatilidad del precio del oro.** El precio del oro cumple un papel fundamental en el desempeño del sector y su comportamiento es una variable exógena para las compañías como Mineros. Por lo cual es importante considerar el riesgo de la volatilidad del precio del oro, que si bien se han valorizado por la incertidumbre económica, y el aumento de oferta monetaria global, un eventual aumento del apetito por activos de riesgo podría incentivar a los inversionistas a liquidar sus posiciones en activos contra-cíclicos. Durante el 2020 la volatilidad del precio del oro incremento más del 47% frente al promedio de los últimos 5 años.

Según nuestros cálculos, una caída de 5% en la senda de precios del oro a largo plazo implicaría un impacto de COP 1,210 por acción en nuestro precio objetivo (P.O.). Por esto, es de vital importancia continuar monitoreando los precios del oro, dada la sensibilidad a la cual Mineros está expuesta por esta variable exógena. Destacamos que Mineros hace coberturas de cerca del 40% de su producción, especialmente en las operaciones con mayor Cash Cost.

**Menor apetito de los inversionistas por el sector minero.** Ante una mayor conciencia global respecto al cambio climático y el creciente interés de inversión en negocios sostenibles, las empresas mineras podrían ver reducido su acceso a capital, al igual que un menor apetito de inversión por los fondos que buscan compañías bajo las métricas ESG (por sus siglas en inglés: Environmental, Social and Governance), el cual es una de las grandes debilidades del sector minero debido a los impactos ambientales y sociales que causan sus operaciones. Por lo cual, consideramos que, si bien Mineros cuenta con la generación de caja necesaria para fundear la mayor parte de sus operaciones e inversiones, a medida que transcurra el tiempo este riesgo se hará más evidente, complicando el acceso de créditos y mayores costos de deuda que limitarían el desarrollo de nuevos proyectos por rentabilidades reducidas.

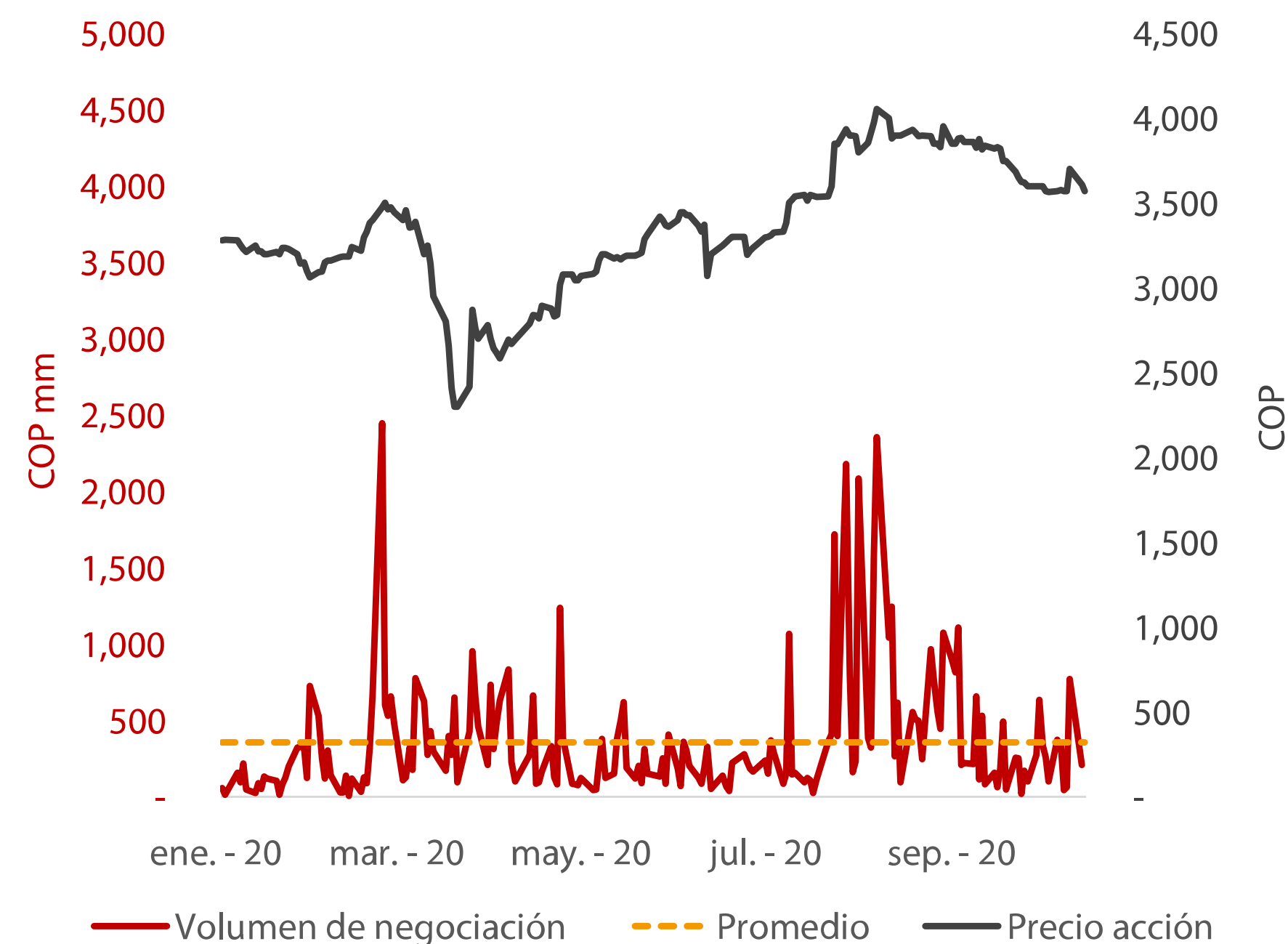
Sin embargo, Mineros cuenta con iniciativas sociales y ambientales enfocadas en las geografías donde opera, destacamos los proyectos de fomento apícola y Mujeres de Oro-Alianza USAID.





**Baja liquidez en el mercado local.** Si bien la acción de mineros ingresó al índice COLCAP en el 4T19, su nivel de liquidez aún se encuentra muy bajo y podría continuar limitando que la acción refleje el valor fundamental acorde a su desempeño financiero, con un Market Cap flotante cercano a los 480 mil mm, el cual podría beneficiar la base de inversionista y los flujos a índices accionarios. Al analizar los volúmenes diarios de la acción durante lo corrido del 2020, estos se ubican en promedio de COP 357.4 mm (~USD 94.1 mil), con un máximo de COP 2,447 mm (USD 643 mil). No obstante, consideramos que un eventual alistamiento en la bolsa de Toronto (TSX), podría favorecer de forma positiva la liquidez de la acción y liberar valor a sus accionistas.

## VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN MINEROS





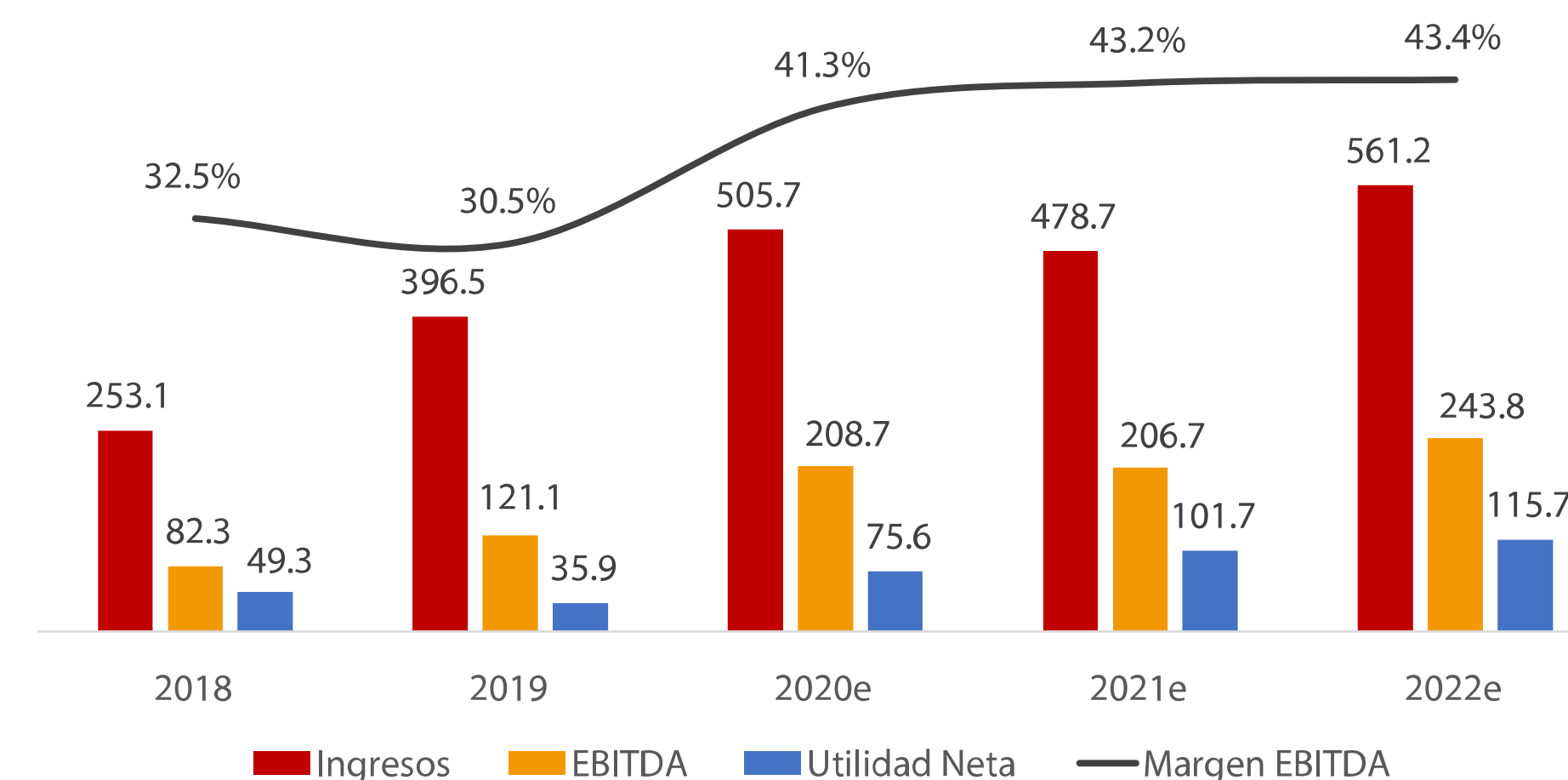
# PROYECCIONES

**Ingresos.** Estimamos que los ingresos del 2020 se ubicarán en USD 505.7 mm, principalmente impulsados por los mayores precios del oro (+27.5% anual), sin considerar la leve disminución en la producción de oro por la venta de su operación subterránea en Colombia. Por otro lado, estimamos una caída de los ingresos en el 2021 de -5.3% anual, en línea con las expectativas de la compañía de una menor producción (-22%) en Argentina, parcialmente compensada por los altos precios del oro.

**EBITDA.** Tasamos un EBITDA de USD 208.7 mm para el 2020, con un margen EBITDA del 41.3%, el cual representa un aumento de más del 10% frente al registrado en el 2019, el cual estaría impulsado por los precios del oro y la disminución en los Cash Cost. Por su parte, en el 2021 estimamos un EBITDA de USD 206.7 mm, el cual presenta una caída en línea con la menor generación de ingresos, pero incrementando los márgenes de rentabilidad por menores Cash Cost.

**Costo de riesgo y eficiencia** Finalmente, estimamos que para el 2020 Mineros genere una utilidad neta a sus accionistas de USD 75.6 mm, impactada por un evento no recurrente, dado por el deterioro de los activos en Argentina. No obstante, esta representaría un aumento del 111% frente al 2019 y un dividendo estimado de COP 218 para el 2021. Por otro lado, sin efectos no recurrentes, estimamos que la utilidad neta del 2021 continúe en la senda de crecimiento (+34.5% anual) y se ubique en USD 101.7 mm.

## DESEMPEÑO FINANCIERO (USD MM)





# VALORACIÓN

**NAV.** Para Mineros usamos la metodología de Net Asset Value (NAV), ajustado por un múltiplo Price to NAV (70% de nuestro Precio Objetivo). Siguiendo los estándares mundiales para la valoración de empresas mineras, se descuentan los flujos de caja a una tasa en dólares del 5% (en COP ~7.1%) y en línea con la producción de Mineros que la ubica en la categoría Junior Producer, aplicamos un múltiplo de 0.84x, dando como resultado un NAV de COP 5,058/acción.

**Múltiplos de comparables.** En múltiplos usamos: i) EV / Reservas 2P (15% de nuestro Precio Objetivo), el cual se ubica en 368 USD/Oz para sus comparables, dando como resultado COP 6,123/acción; ii) P / VL de sus comparables de 1.47x (15% de nuestro Precio Objetivo), dando una valoración de COP 8,228/acción).

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2021FA de COP 5,700/acción, que representa un retorno positivo de 60.2% frente al precio actual del mercado incluyendo los dividendos esperados de COP 218, por lo cual asignamos una recomendación de SUBPONDERAR.

## RESUMEN VALORACIÓN

Valoración	Ponderación	2021FA
NAV (COP mm)		1,575,774
NAV/Acciones		6,022
Price / NAV		<b>0.84</b>
NAV (Price to NAV 0.84x)	70%	5,058
EV / 2P Reservas	15%	6,123
P / VL	15%	8,228
<b>Precio Objetivo (COP)</b>		<b>5,700</b>
Precio de mercado (23/10/20)		3,694
<b>Potencial de valorización</b>		<b>54.3%</b>
Dividendo 2021E		218
Dividend Yield		5.9%
<b>Retorno Total</b>		<b>60.2%</b>



# SENSIBILIDAD AL PRECIO OBJETIVO

**Precio del oro vs producción anual (Oz).** Evaluamos el impacto en el P.O. frente a cambios en el precio del oro y a variaciones en la producción por onza (Oz). Un incremento de 5% en nuestra senda de precios del oro base representa un incremento de COP 480 en el precio por acción. Por otro lado, un aumento en producción de 5% representaría un incremento de COP 70/acción en nuestro P.O.

## SENSIBILIDAD PRODUCCIÓN Y PRECIO DEL ORO

		Producción anual (Oz)				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
Precio Oro (Promedio 2021 - 2038) = USD 1,400	-5%	4350	4450	4490	4550	4700
	-2%	5060	5170	5210	5280	5430
	0%	5540	5660	5700	5770	5910
	2%	6020	6140	6180	6250	6400
	5%	6740	6860	6910	6980	7130



# COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA



<b>05</b>	<b>I. ASPECTOS A DESTACAR</b>
<b>06</b>	<b>II. FICHAS TÉCNICAS</b>
<b>08</b>	<b>III. HIPÓTESIS DE VALOR</b>
<b>11</b>	<b>IV. RIESGOS</b>
<b>14</b>	<b>V. PROYECCIONES</b>
<b>15</b>	<b>VI. VALORACIÓN</b>
<b>16</b>	<b>VII. SENSIBILIDAD AL PRECIO OBJETIVO</b>



## LA CLAVE SERÁ LA ADAPTACIÓN

**P.O.: 10,820,000 / NEUTRAL**

**POTENCIAL: 0.5% RIESGO: MEDIO CIERRE: COP 10,766,860**

La crisis ha acelerado cambios en los hábitos de consumo, impactando diversos sectores. Sin embargo, uno de los negocios que posiblemente va a tener mayores transformaciones, retos pero también oportunidades, es el de utilización de espacios físicos. Consecuentemente, aquellos vehículos inmobiliarios que logren demostrar una mayor capacidad de adaptación y flexibilidad, serán los que logren un desempeño superior en un entorno cada vez más competitivo. En este sentido, la diversificación para mitigar los impactos inevitables del deterioro económico, la capacidad de transformación y el aprovechamiento del acceso a recursos para asegurar el crecimiento en los próximos años, siguen siendo atributos positivos del PEI.



# ASPECTOS A DESTACAR

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Cap. Bursátil (COP):	<b>4.65 bn</b>
Flujo distribuible (COP):	<b>315,546</b>
Retorno por flujo:	<b>2.9%</b>
% COLCAP:	<b>NA</b>
# TEIS	<b>431,422</b>
P/VL actual:	<b>1.0x</b>
P/U actual:	<b>11.2x</b>
Último precio:	<b>10,766,860</b>
Max 52 semanas:	<b>10,861,406</b>
Min 52 semanas:	<b>10,481,961</b>

**Estimamos un Precio Objetivo 2021FA de COP 10,820,000/TEI.**

Dentro de los principales cambios que hemos incorporado a esta actualización se destacan: i) incrementamos la vacancia económica esperada para cierre de 2020 a 15%, con una estabilización hacia niveles del 10% en 2022; ii) incluimos la entrada de cerca de 170 mil m<sup>2</sup> de nuevo GLA hasta 2022; iii) estimamos un loan to value del 34% para cierre de 2021, donde el incremento es resultado de las inversiones asociadas a la incorporación de nuevos activos, financiados con deuda, lo cual podría cambiar, de llevarse a cabo emisiones de TEIS; y, iv) ajustamos a la baja las tasas de descuento en cerca de 70 pbs, sin embargo, también ajustamos el exit cap rate, producto de una menor expectativa de crecimiento potencial.

**Oportunidades y amenazas.** El choque a los hábitos de consumo fue repentino y, en algunos segmentos, irreversible; donde su velocidad limitó la capacidad de respuesta del PEI, resultando en deterioros de métricas como la morosidad de cartera, la tasa de distribución de flujos y la vacancia, indicadores que seguramente seguirán debilitados durante los próximos años frente a su propia historia. Sin embargo, el sector inmobiliario ha demostrado históricamente que es resiliente y, en el caso del PEI, el administrador cuenta con un track record destacable como el vehículo inmobiliario más relevante del país, con características como la diversificación y el acceso a recursos, que le permitirán soportar la coyuntura actual e incluso deberían ser factores que le permitieran acceder a activos con precios atractivos.

## ¿POR QUÉ NEUTRAL?

Si bien nuestro P.O muestra una esperada desvalorización de activos en los próximos meses y un potencial de valorización muy bajo frente al NAV y frente al Colcap, al incorporar el descuento que le ha asignado el mercado (~17%) a los TEIS, el potencial luce atractivo, dado que dicho precio (~COP 8,800,000/TEI) refleja un escenario mucho más ácido del que creemos probable. Por otro lado, si bien la inversión en vehículos inmobiliarios debería seguir siendo empleada como estrategia de diversificación, su migración a la rueda de renta variable podría generar cambios significativos en volatilidad

### AUTORES

**Rodrigo Sánchez**  
Analista Senior Acciones  
wsanchez@corredores.com

**Katherine Ortiz**  
Líder Renta Variable  
kortiz@corredores.com



# PEI

## FICHA TÉCNICA

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 6.8 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.

Resumen					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
TEIS en circulación (miles)	354	431	431	431	431
Cap. Bursátil	3,645,800	4,630,994	4,645,060	4,645,060	4,645,060
Precio (TEIS/COP)	10,309,091	10,734,254	10,766,860	10,766,860	10,766,860
VL (TEIS/COP)	10,309,094	10,735,159	11,243,635	11,605,410	12,040,556
UPT (TEIS/COP)	871,311	942,913	824,021	746,417	833,815
Total Deuda	1,700,808	1,546,942	1,961,458	2,499,315	2,574,132
Deuda Neta	1,660,162	1,503,956	1,917,871	2,403,115	2,474,012
EV	5,305,961	6,134,949	6,562,931	7,048,175	7,119,072
EV/EBITDA	21.4x	19.6x	22.5x	23.4x	21.2x
P/VL	1.0x	1.0x	1.0x	0.9x	0.9x
P/U	11.8x	11.4x	13.1x	14.4x	12.9x
Retorno por flujos distribuibles	4.5%	5.7%	2.9%	3.6%	3.7%
Flujos distribuibles por título (COP)	463,146	609,498	315,546	384,642	398,668
AUMs	5,430,000	6,280,000	6,763,649	7,416,366	7,661,106
GLA (mts2)	967,624	982,000	1,052,135	1,111,534	1,173,624
Vacancia económica	4.0%	6.0%	15.0%	12.5%	10.0%
Cap rate*	6.5%	6.8%	5.5%	5.3%	5.5%

\* 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 23/10/2020

Balance General Consolidado					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Total Activos	5,434,980	6,277,138	6,900,398	7,630,910	7,904,694
Total Pasivos	1,789,179	1,645,754	2,049,275	2,623,710	2,709,762
Patrimonio e interés minoritario	3,645,801	4,631,384	4,850,751	5,006,829	5,194,561
Deuda total / Valor propiedades	31.9%	25.0%	29.0%	33.7%	33.6%
Deuda Total/Patrimonio	46.7%	33.4%	40.4%	49.9%	49.6%
Deuda Total/EBITDA	6.9x	5.0x	6.7x	8.3x	7.6x
Deuda Neta/EBITDA	6.7x	4.8x	6.6x	8.0x	7.4x
ROE	8.5%	8.8%	7.3%	6.4%	6.9%
ROA	5.7%	6.5%	5.2%	4.2%	4.6%

Estado de Resultados Consolidado					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Ingresos operacionales</b>	<b>385,217</b>	<b>466,459</b>	<b>436,900</b>	<b>496,334</b>	<b>550,244</b>
Gastos operacionales	78,268	81,050	83,011	124,083	134,810
<b>Utilidad operativa neta (NOI)</b>	<b>306,949</b>	<b>385,409</b>	<b>353,889</b>	<b>372,250</b>	<b>415,434</b>
Gastos administrativos	58,760	73,129	62,630	71,150	78,878
<b>Ebitda</b>	<b>248,189</b>	<b>312,280</b>	<b>291,259</b>	<b>301,100</b>	<b>336,556</b>
Gastos financieros netos	70,307	94,377	114,691	146,552	150,673
<b>Flujo de caja de operación</b>	<b>177,882</b>	<b>217,903</b>	<b>176,568</b>	<b>154,548</b>	<b>185,883</b>
Inversión en Capital de Trabajo	-851	51,184	40,434	-29,516	-4,830
CAPEX	14,942	0	0	18,121	18,719
<b>Flujo de caja distribuible</b>	<b>163,791</b>	<b>269,087</b>	<b>136,133</b>	<b>165,943</b>	<b>171,994</b>
Margen NOI	79.7%	82.6%	81.0%	75.0%	75.5%
Margen EBITDA	64.4%	66.9%	66.7%	60.7%	61.2%
Margen desp. de gasto financiero	46.2%	46.7%	40.4%	31.1%	33.8%





# PEI

## FICHA TÉCNICA

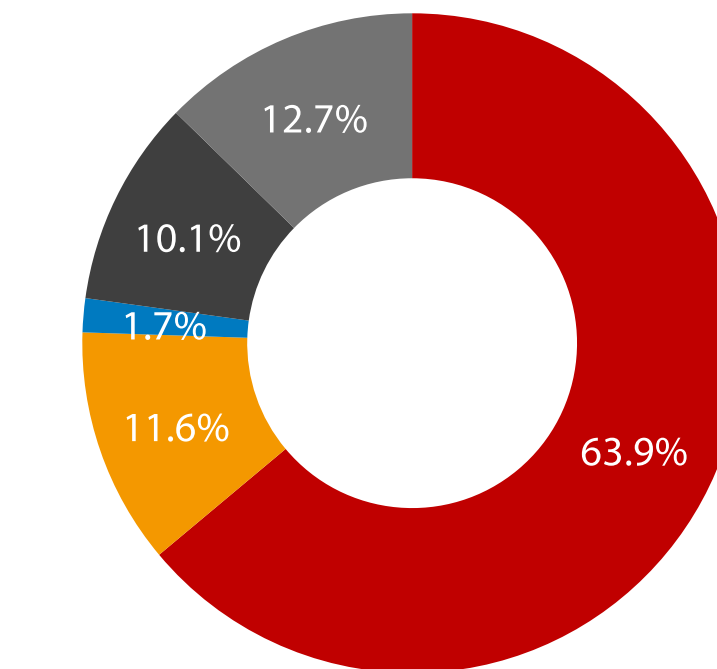
### Comparables

Vehículo	EV/EBITDA 2020E	P/U 2020E
FIBRA UNO	11.5x	9.0x
BR PROPERTIES	9.1x	12.9x
FIBRA DANHOS	11.3x	10.6x
FIBRA MACQUARIE	11.1x	7.4x
FIBRA INN	10.1x	35.0x
FIBRA HOTEL	7.6x	11.0x
FIBRA MTY SAPI	10.9x	10.4x
FIBRA SHOP	10.5x	8.4x
FVIA 16	6.5x	14.6x
Mediana	10.5x	10.6x

### Administración

Presidente:	Jairo Alberto Corrales
Vicepresidente Financiero:	Andrés Felipe Ruiz
IR:	Jimena Maya
Página web:	www.pei.com.co

### Composición accionaria



- Fondos de pensiones
- Aseguradoras y Soc de capitalización
- Otras institucionales
- Jurídicas
- Personas naturales

### Escenarios Precio Objetivo

#### Escenario Optimista

**COP 11,380,000**

Los niveles de vacancia económica de largo plazo del vehículo se ubican en 6%, con una capacidad de ajuste de los cánones de arriendo de IPC+0.6% en el periodo de proyección.

#### Escenario Pesimista

**COP 10,290,000**

Los niveles de vacancia económica de largo plazo del vehículo se ubican en 14%, con una capacidad de ajuste de los cánones de arriendo de IPC-0.2% en el periodo de proyección.

### Escenarios Precio Objetivo

Precio histórico 52 semanas

Precio Objetivo 2021FA

Máximo  
10,861,406  
● Actual  
10,766,860  
Mínimo  
10,439,909

Optimista  
11,380,000  
● P.O.  
10,820,000  
Pesimista  
10,290,000

Actual

Precio Objetivo

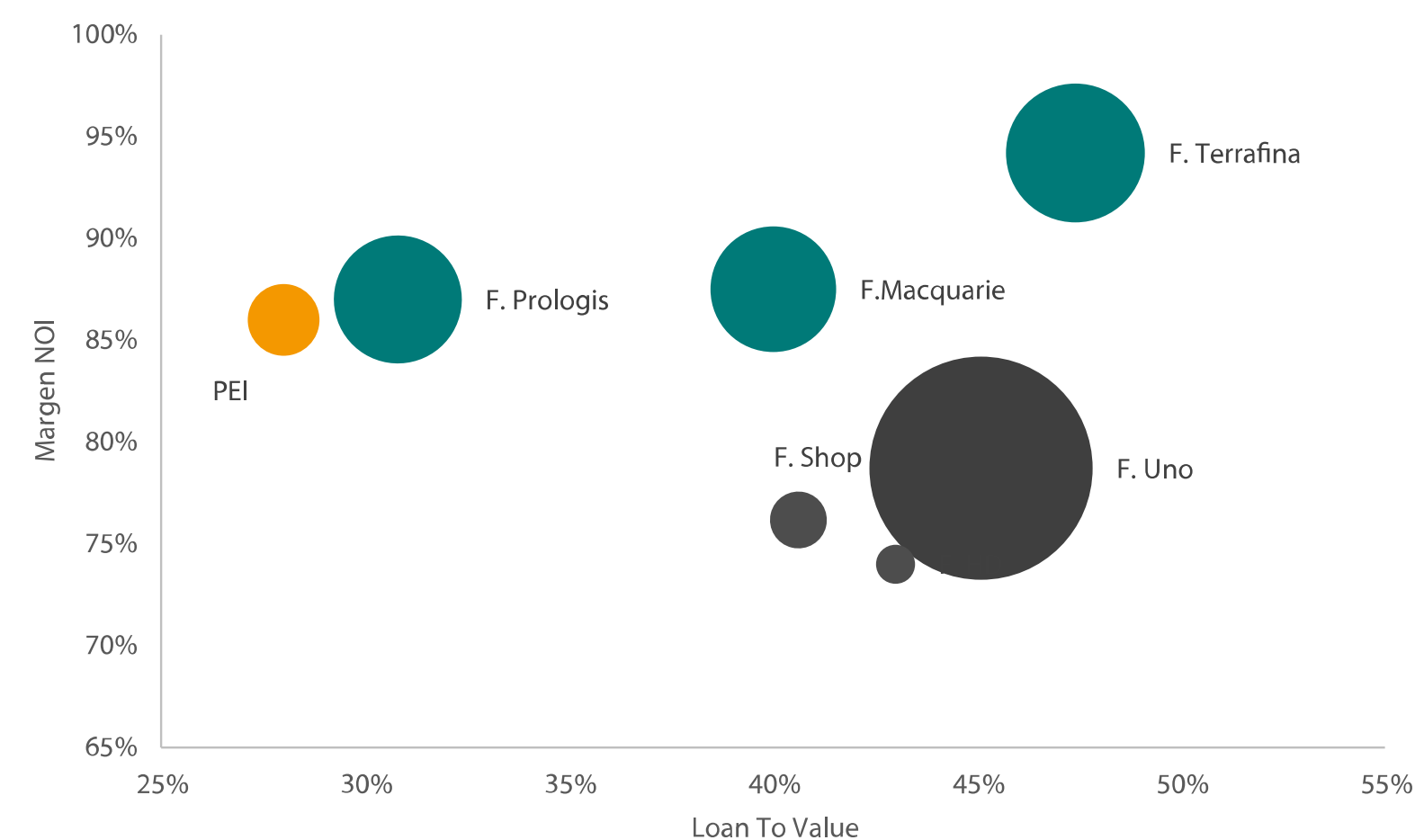


# HIPÓTESIS DE VALOR

**El contexto podría ser aprovechado para crecer:** i bien el crecimiento en área arrendable del vehículo en los últimos 12 meses ha sido moderado (~8%) frente a la tasa anual de crecimiento compuesto desde 2010 (17.9%), mayores oportunidades de adquisiciones se presentarán, más aún en un escenario donde otros jugadores, tanto en la oferta como en la demanda, podrían enfrentar restricciones de liquidez, que resulten en precios o niveles de entrada temporalmente más atractivos. Evidentemente este escenario es resultado de las condiciones económicas complejas que atraviesa el país, por lo cual los going-in cap rates podrían estar cambiando rápidamente y cada adquisición debe ser realizada con una robusta debida diligencia pero, en la medida que la recuperación económica se empiece a materializar y que el vehículo logre implementar eficiencias a la estructura de estos activos nuevos, la rentabilidad debería tender a mejorar.

Por tal razón, aquellos vehículos que cuenten con rápido acceso a recursos podrán salir fortalecidos de la crisis y con un pool de activos de buen potencial. En este sentido, una de las claves para el éxito del PEI será su capacidad de aprovechar el contexto global de bajas tasas de interés y su estructura de capital, la cual aún cuenta con espacio para usar el apalancamiento como herramienta de crecimiento (loan to value 2T20: 28% frente a un límite y frente al promedio de sus comparables del 40%).

## COMPARABLES: MARGEN NOI VS. LTV

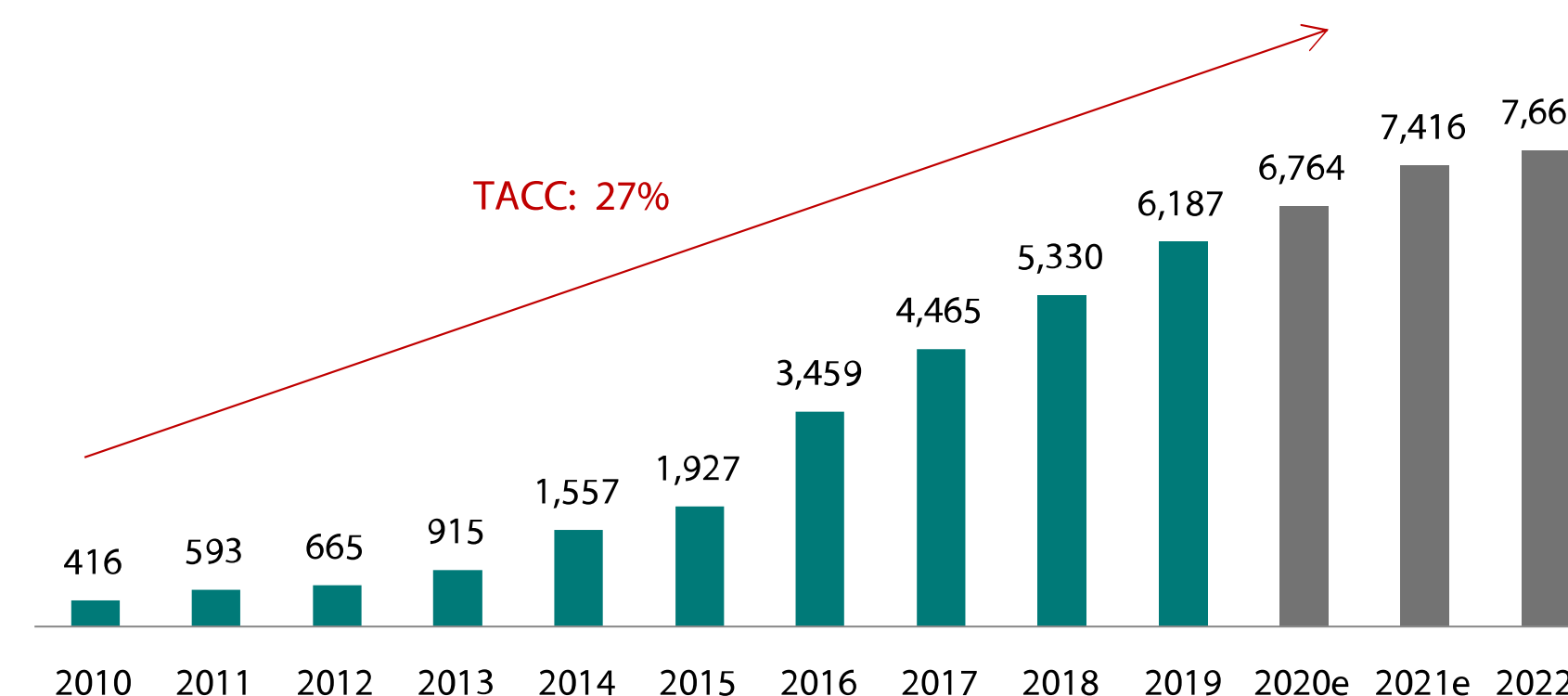




**Tasas de interés y un descuento excesivo hacen la inversión en PEI más atractiva:** El mundo ha entrado a un entorno de bajas tasas de interés, donde en el caso colombiano, al igual que en muchos otros países, estas han llegado a niveles récord. En ese sentido, ante las necesidades de implementar estímulos económicos, se espera que estas políticas expansivas se mantengan por varios años, lo cual implica que pese a los impactos que han tenido los activos de riesgo, la búsqueda de retornos y las mayores primas de riesgo por capital harán más apetecida la inversión en estos activos.

Consecuentemente, alternativas como los vehículos inmobiliarios, ganan mayor atractivo, dado que si bien no son activos de renta fija, su naturaleza y características brindan mayor estabilidad y diversificación frente a la inversión en otros activos de riesgo. En este sentido, el sector inmobiliario a través de la historia ha demostrado resiliencia y creemos que esta vez no será diferente, donde además, si bien los impactos en resultados del PEI se seguirán sintiendo durante los próximos trimestres, los descuentos a los que se negocia el título actualmente (15%-20% frente a su NAV) parecen excesivos e incorporan un deterioro que parece muy poco probable.

## VALOR PROPIEDADES (COP MILES MM)





**La gestión comercial ha mitigado los impactos.** La crisis ha resultado en fuertes impactos al sector inmobiliario, donde arrendatarios de distintos sectores se han visto obligados a cerrar o renegociar las condiciones de sus espacios comerciales o de oficinas, deteriorando así las métricas del vehículo. Sin embargo, y pese a la fuerte competencia en el sector, el PEI ha logrado renovar más del 90% de los contratos que tenían vencimiento durante 2020, demostrando su capacidad de gestión, trayectoria de más de 10 años y calidad de arrendatarios. Además, dado que varios de los inmuebles a incorporar en el portafolio son hechos a la medida (build to suit) y/o con flujos preferentes, esto mitiga los riesgos de vacancia, mientras que el contar con recursos, debería ser aprovechado para crecer en sectores como el logístico, dado que uno de los efectos resultantes del COVID-19, es el mayor apetito por activos de este tipo.

## ACTIVOS A INCORPORAR AL PORTAFOLIO

Proyecto	Ubicación	Inversión* (COP mm)	GLA* (m <sup>2</sup> )
CC. Nuestro Bogotá	Bogotá	315,000	31,920
Hotel Calablanca	Barú	120,000	187 hbts
Sede Tigo Une	Bogotá	140,000	21,316
CC. El Tesoro (Expansión)	Medellin	78,000	14,316
Centro de Distribución D1	Ibagué	28,400	13,162
Centro Médico Clinisanitas	Cali	14,000	2,584
Jardín Plaza	Cali	ND	10,488

\* Participación del PEI



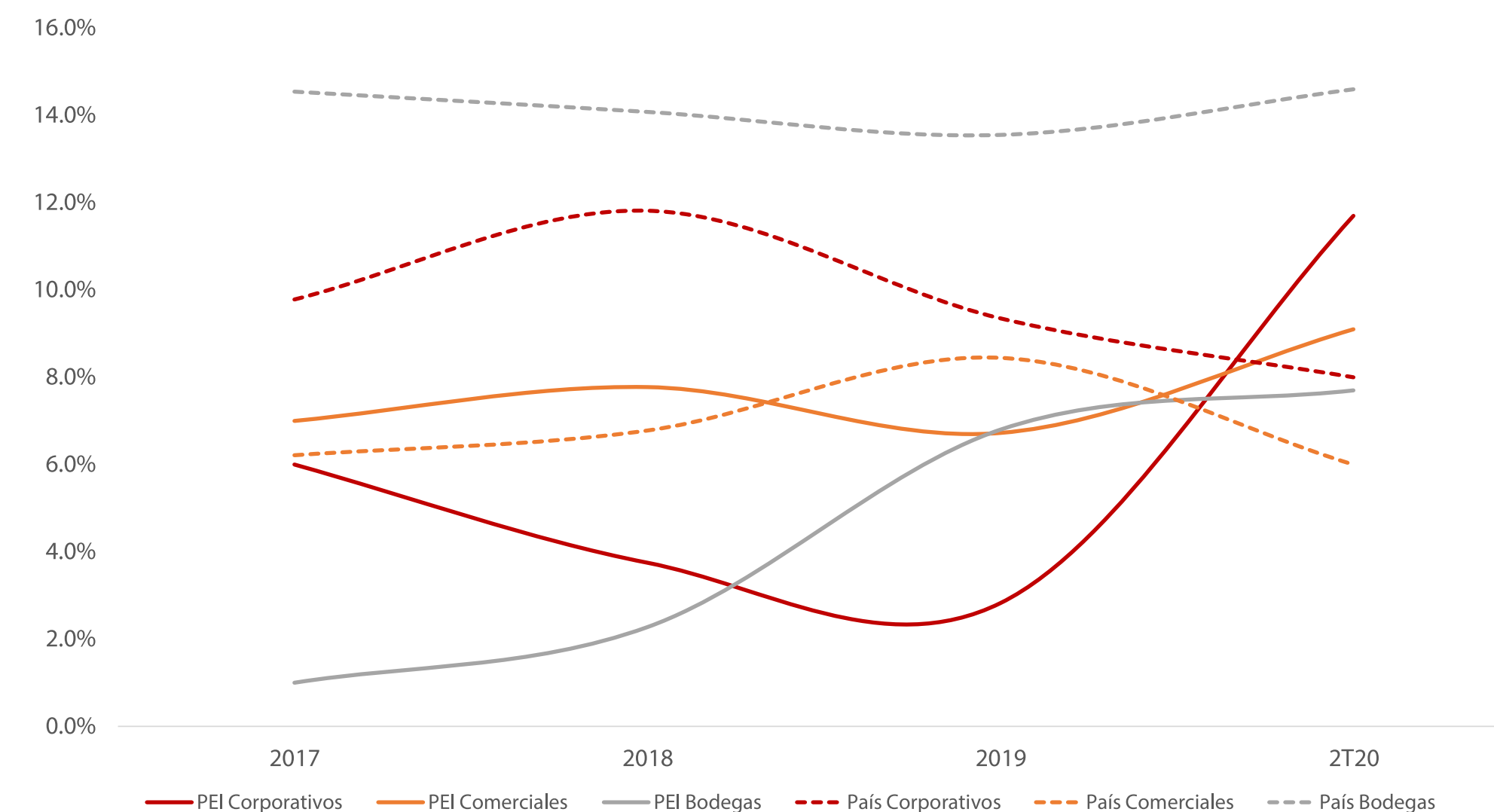


# RIESGOS

**El impacto en avalúos podría ser recurrente:** Si bien nuestro Precio Objetivo muestra un potencial moderado de valorización, este resultado incluye la incorporación de nuevos activos al portafolio del vehículo. De hecho, haciendo una estimación mismos metros (excluyendo la incorporación de cerca de 160 mil m<sup>2</sup> de nuevo GLA entre 2021 y 2023), el resultado de nuestra estimación de valor justo arrojaría un P.O. de COP 10,390,000, lo cual implica que frente al NAV reportado a octubre por el vehículo, estimamos una desvalorización cercana al 4% en el valor del portafolio del PEI.

Sin embargo, dado que la realización de los avalúos se distribuye a lo largo de todo el año y que el valor de los activos se ajusta de manera diaria por un componente de indexación, la desvalorización total del portafolio no se vería en un momento específico y, entendiendo además que los impactos de la crisis se pueden extender por varios años, no es descartable que algunos activos se puedan desvalorizar más allá de marzo de 2021, 12 meses después del inicio de la pandemia. Sin embargo, y pese a este posible deterioro en el valor de los activos, reiteramos que el descuento actual que le asigna el mercado al PEI parece excesivo.

## VACANCIA FÍSICA PEI VS. PAÍS

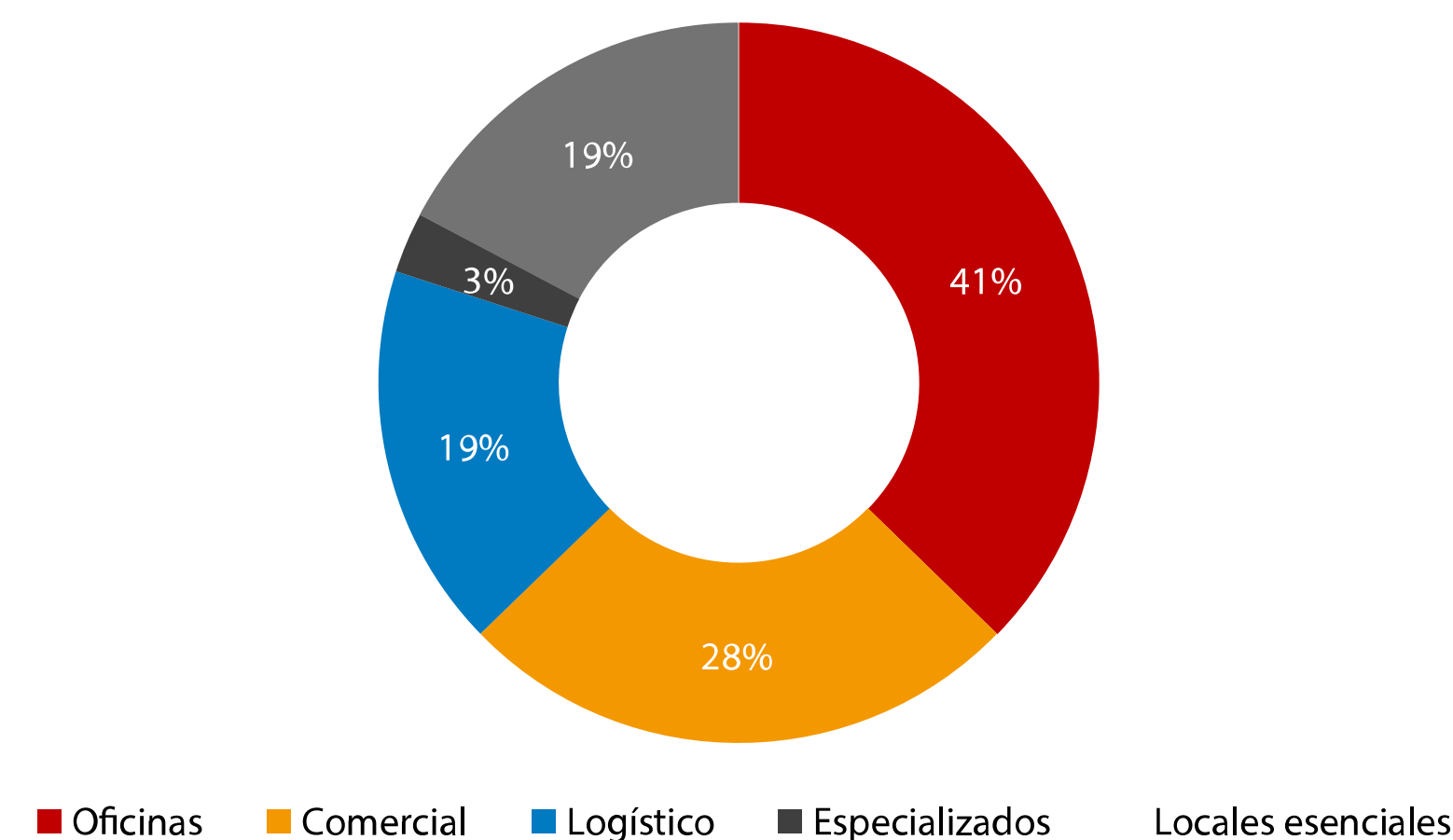




**Nicho o diversificación:** El PEI, al igual que otros vehículos inmobiliarios, están diversificados por tipos de activo, ubicación geográfica y sectores a los que pertenecen sus arrendatarios. Esto permite reducir el riesgo de concentración y que un revés en alguno de estos factores pueda tener un impacto moderado en todo el portafolio. Sin embargo, esta estrategia en ocasiones limita el crecimiento y la generación de valor a los inversionistas, considerando que vehículos que se concentran en segmentos específicos conocen más detalladamente las características y oportunidades de su nicho. Por ejemplo, al evaluar el desempeño de distintos vehículos, utilizando como base el FTSE Nareit U.S. Real Estate Index Series, en lo corrido del año, los vehículos diversificados han presentado un retorno de -35%, donde únicamente aquellos concentrados en retail han presentado un peor desempeño (-41%), mientras que REITs industriales o de almacenamiento han presentado retornos positivos.

En este sentido, por ejemplo, si bien se espera que en el mediano plazo el sector turístico se recupere, la inversión del PEI en el Hotel Calablanca (~COP 120 mil mm) posiblemente generará una rentabilidad inferior a la proyectada originalmente, donde además, PEI AM no cuenta con experiencia demostrada en el segmento hotelero. Sin embargo, también reconocemos que el hecho que la cadena francesa Accor haga parte del proyecto mitiga este riesgo. Finalmente, 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.

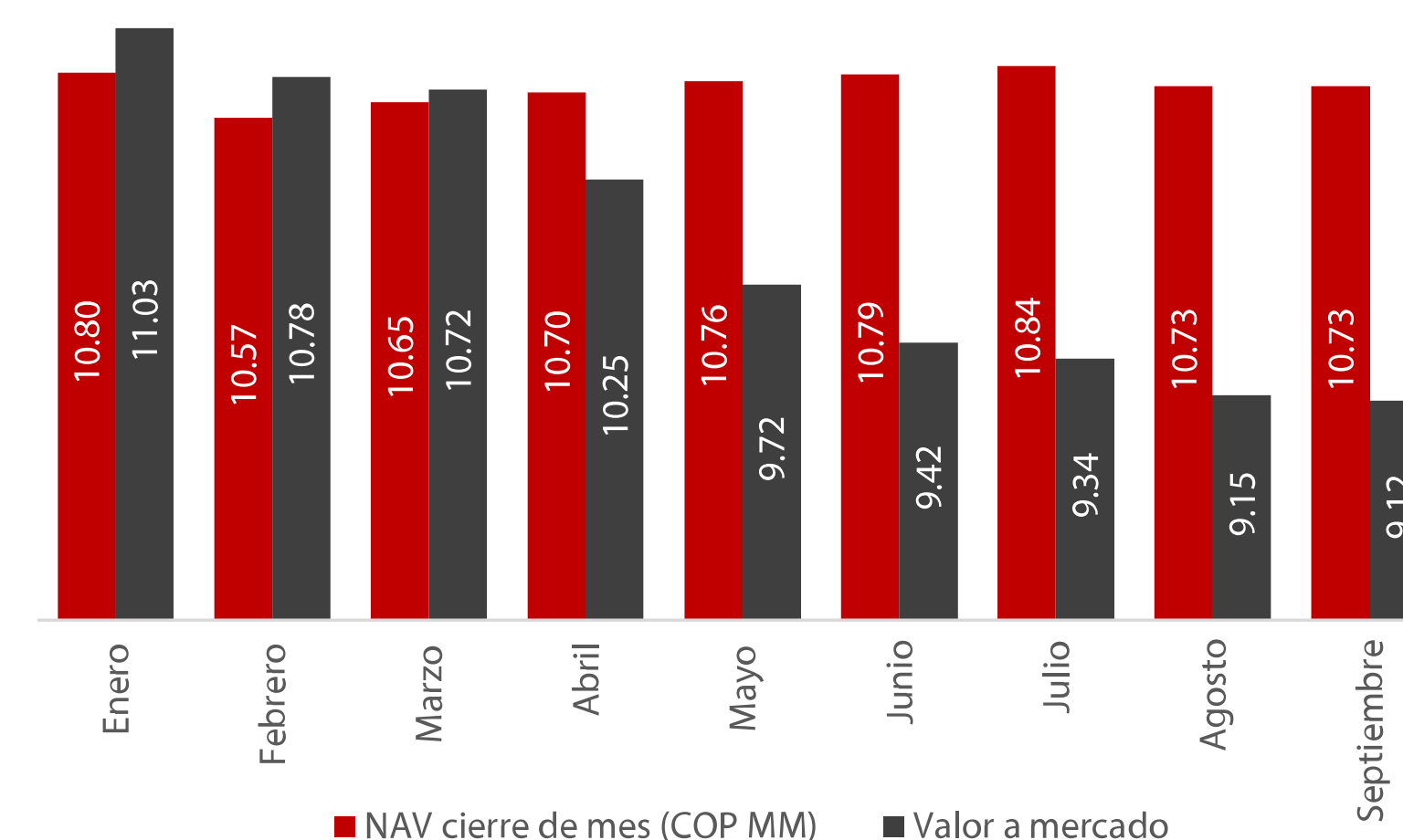
## INGRESOS POR TIPO DE ACTIVO

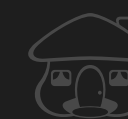




**El paso a renta variable es el camino natural:** Se espera que la migración a la rueda de renta variable se dé en abril de 2021. Sin embargo, hay factores que aún deben ser definidos, como la marcación de precio, que no impactará los fundamentales del PEI pero que para algunos inversionistas puede generar una necesidad de ajustar la estrategia de inversión, dado que el perfil de riesgo del activo podría cambiar y así, su impacto en la valoración de portafolios. En ese sentido, reiterando que consideramos que el descuento actual al que se negocia el PEI es excesivo y podría ser una oportunidad para inversionistas de largo plazo, es probable que la migración a la rueda de renta variable pueda tener efectos importantes en la volatilidad del activo, más aún considerando que los volúmenes diarios de negociación se han contraído significativamente (COP 370 mm en agosto 2020 vs COP 3,300 mm en 2019).

## NAV VS. VALOR DE MERCADO EN COP MM





# PROYECCIONES

**Crecimiento de activos.** Nuestras estimaciones incluyen los activos nuevos que ya han sido anunciados por el equipo directivo para ser incorporados entre 2020 y 2023. Sin embargo, dado que no conocemos en detalle sus condiciones específicas (vacancia, periodo de estabilización y valor arriendos), asumimos que los nuevos activos ingresarán y evolucionarán en línea con nuestras estimaciones de Cap rate, salvo en el Hotel Calablanca, donde hemos estimado los ingresos por habitación basados en los registros del segmento hotelero de Pactia. Nuestro Cap rate estimado de largo plazo es de 5.8%.



**Flujo distribuible.** Estimamos un flujo distribuible para 2020 de COP 316 mil por TEI, mientras que para 2021 estimamos un flujo de COP 399 mil por título.

**Otros indicadores.** Estimamos un nivel de vacancia económica de 15% a cierre de 2020, reduciéndose a 12.5% para 2021 y estabilizándose en 10% en el largo plazo. Además, estimamos un margen NOI de 76% en 2021, recuperándose hacia niveles de 79% en el largo plazo.





# VALORACIÓN

**Metodología:** Para estimar el valor del PEI utilizamos dos metodologías tradicionales en la valoración de REITs con una ponderación equivalente al 50% para cada una. La primera corresponde a un flujo de caja de operación ajustado (FFOA) descontado y la segunda a una metodología por Valor del Activo Neto - Net Asset Value (NAV). Los principales parámetros utilizados para la valoración del vehículo fueron: Ke 9.4% y un Exit Cap Rate de 6.2%.

Nuestro ejercicio de valoración resulta en un Precio Objetivo 2021FA de COP 10,820,000/ TEIS, ofreciendo un potencial de valorización del 0.7% (3.7%, incluyendo el flujo distribuible), frente al NAV.

Sin embargo, frente al precio de negociación actual del título con un descuento del 17%, el potencial de valorización es del 23%, por lo cual mantenemos la recomendación NEUTRAL.

## ¿QUÉ JUSTIFICA UNA NEGOCIACIÓN AL 83% DEL PEI DESDE UNA PERSPECTIVA FUNDAMENTAL?

Variable	Escenario actual	Escenario estrés I	Escenario estrés II
Vacancia económica de largo plazo	10%	20%	25%
Margen NOI	75%	71%	73%
Incremento anual en arriendos	IPC+0.2%	IPC+0%	IPC+0%
Incremento en el costo de la deuda	0pbs	+100pbs	+200pbs

Estimamos que para que el valor fundamental del PEI se ajuste al nivel actual de negociación (~COP 8,800,000 por TEI), las combinaciones de variables presentadas en la tabla precedente deberían darse, escenarios que consideramos altamente improbables.



# SENSIBILIDAD AL PRECIO OBJETIVO

## Rentabilidad esperada en un horizonte de inversión a tres años:

Es imposible determinar si el mercado le seguirá asignando un descuento a los TEIS frente al NAV. Sin embargo, basados en nuestras estimaciones de valor justo para los próximos tres años, en conjunto con algunos supuestos, evaluamos la rentabilidad nominal anual esperada que podría entregar una inversión en PEI, dependiendo del periodo de inversión, el descuento o prima pagado al comprar y vender la unidad. Es importante resaltar que estos resultados deben ser analizados con cautela, dado que la sensibilidad está construida a partir de estimaciones y supuestos, que podrían diferir de los resultados entregados por el vehículo durante los próximos años.

Años de inversión		Prima/Descuento en venta				
		80%	85%	90%	95%	100%
Prima/Descuento en Compra	100%	-0.6%	1.2%	3.0%	4.7%	6.4%
	95%	1.1%	3.0%	4.8%	6.6%	8.3%
	90%	3.0%	5.0%	6.8%	8.6%	10.3%
	85%	5.1%	7.1%	8.9%	10.8%	12.5%
	80%	7.3%	9.3%	11.3%	13.1%	14.9%

# COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA



# PROMIGAS

<b>05</b>	<b>I. ASPECTOS A DESTACAR</b>
<b>06</b>	<b>II. FICHAS TÉCNICAS</b>
<b>08</b>	<b>III. HIPÓTESIS DE VALOR</b>
<b>11</b>	<b>IV. RIESGOS</b>
<b>13</b>	<b>V. VALORACIÓN</b>
<b>15</b>	<b>VI. SENSIBILIDAD AL PRECIO OBJETIVO</b>



## **ESTABILIDAD EN MEDIO DE LA CRISIS**

**P.O.: 8,900 / NEUTRAL**

**POTENCIAL: 18.7% RIESGO: MEDIO CIERRE: COP 7,500**

Incluso durante la crisis, Promigas continúa demostrando que es uno de los emisores locales con mayor estabilidad y capacidad de mantener niveles adecuados de rentabilidad, logrando crecimientos constantes en sus diferentes líneas de negocio. Su riesgo principal está asociado al alto nivel de apalancamiento, que ha sido una constante durante los últimos años. Sin embargo, Promigas ha aprovechado su robusta capacidad de generación de flujos operativos y el escenario de bajas tasas de interés para lograr financiar las expansiones de sus negocios en Colombia y Perú, manteniendo su calificación AAA. Finalmente, su política de dividendos se mantiene atractiva (~6% dividend yield).





# ASPECTOS A DESTACAR

Información de la acción	
Cap. Bursátil (COP):	<b>8.51 bn</b>
Flotante:	<b>14%</b>
Dividendo anual:	<b>414</b>
Retorno por dividendo:	<b>5.5%</b>
% COLCAP:	<b>1.5%</b>
# Acciones	<b>1,135 mm</b>
P/V actual:	<b>2.4x</b>
P/V actual:	<b>10.5x</b>
Último precio:	<b>7,500</b>
Max 52 semanas:	<b>8,240</b>
Min 52 semanas:	<b>6,500</b>

**Estimamos un Precio Objetivo 2021FA de COP 8,900/acción.** Entre los principales cambios desde nuestra última actualización destacamos la incorporación plena de algunos activos de transporte de gas en Colombia (gasoducto Jobo Sincelejo), la nueva curva de conexiones de gas en Perú, las mayores necesidades de capital de trabajo y un ciclo de conversión de caja más lento producto de la crisis y las actualizaciones en materia de proyecciones de demanda de gas y de energía presentadas por la UPME tras el inicio de la crisis del COVID-19. Estimamos que el margen EBITDA de Promigas se mantendrá por encima del 30% en los próximos años, mientras que pese a los requerimientos de financiamiento, el retorno sobre el capital empleado de la compañía se mantendrá cerca de 300 pbs por encima de su costo de capital.

**El alto endeudamiento exige mayor disciplina.** Si bien la compañía ha aprovechado el entorno de bajas tasas de interés para reducir su costo promedio de endeudamiento en cerca de 100 pbs en el último año, el apalancamiento se mantiene por encima del nivel deseable (DN/EBITDA 2020E: 4.5x), más aún en un escenario de crisis y ante unas mayores necesidades de capital de trabajo (ciclo de conversión de caja pasaría de 141 días en 2019 a 178 días en 2020). Sin embargo, en la medida que los proyectos incorporados alcancen su potencial y el crecimiento en Perú continúe, el apalancamiento de la compañía debería reducirse hacia niveles de 3x en los próximos años.

## ¿POR QUÉ NEUTRAL?

A pesar de los riesgos asociados al alto endeudamiento, Promigas cuenta con una de las trayectorias más sólidas a nivel local dada su experiencia demostrada para capitalizar oportunidades de crecimiento de manera rentable. Sin embargo, factores como el alto endeudamiento, las revisiones tarifarias y la disputa contractual con Canacol son riesgos que requieren monitoreo recurrente durante los próximos meses.

### AUTORES

**Rodrigo Sánchez**  
Analista Senior Acciones  
wsanchez@corredores.com

**Katherine Ortiz**  
Líder Renta Variable  
kortiz@corredores.com



# PROMIGAS

## FICHA TÉCNICA

Con más de 40 años de trayectoria y más de 3,000 empleados, Promigas, a través de su grupo de 19 compañías, es uno de los principales jugadores del sector de gas natural en Colombia y Perú, participando en dos segmentos complementarios como el transporte de gas natural y licuado y la distribución de gas y electricidad, a lo cual se suma el negocio de financiación no bancaria.

Resumen					
COP miles mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Acciones en circulación (mm)	1,135	1,135	1,135	1,135	1,135
Cap. Bursátil	6,105	9,079	8,511	8,511	8,511
Precio (COP/Acción)*	5,380	8,000	7,500	7,500	7,500
VL (COP/Acción)	2,831	3,166	3,492	3,778	4,074
UPA (COP/Acción)	639	715	740	715	741
Total Deuda	5,503	6,301	6,933	6,739	6,948
Deuda Neta	5,224	6,051	6,653	6,188	6,437
EV	11,550	15,371	15,516	15,157	15,516
EV/EBITDA	9.2x	11.3x	10.5x	10.1x	9.9x
P/VL	1.9x	2.5x	2.1x	2.0x	1.8x
P/U	8.4x	11.2x	10.1x	10.5x	10.1x
Retorno por dividendos	8.2%	6.8%	5.2%	5.5%	5.7%
Dividendo por acción	441	545	388	414	429
Capacidad de transporte (Mpcd)	1,040	1,140	1,140	1,140	1,140

\*Precio de Cierre del 23/10/2020

Balance General Consolidado					
COP miles mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Total Activos	10,425	11,756	12,940	13,085	13,792
Total Pasivos	6,992	7,922	8,627	8,341	8,601
Interés minoritario	221	241	351	457	568
Patrimonio	3,213	3,593	3,962	4,287	4,624
Deuda Total/Patrimonio	171%	175%	175%	157%	150%
Deuda Total/EBITDA	4.4x	4.6x	4.7x	4.5x	4.4x
Deuda Neta/EBITDA	4.2x	4.4x	4.5x	4.1x	4.1x
ROE	22.6%	22.6%	21.2%	18.9%	18.2%
ROA	7.0%	6.9%	6.5%	6.2%	6.1%
ROCE	14.2%	13.8%	13.2%	12.5%	12.6%
ROIC	10.1%	10.1%	9.6%	9.1%	9.0%

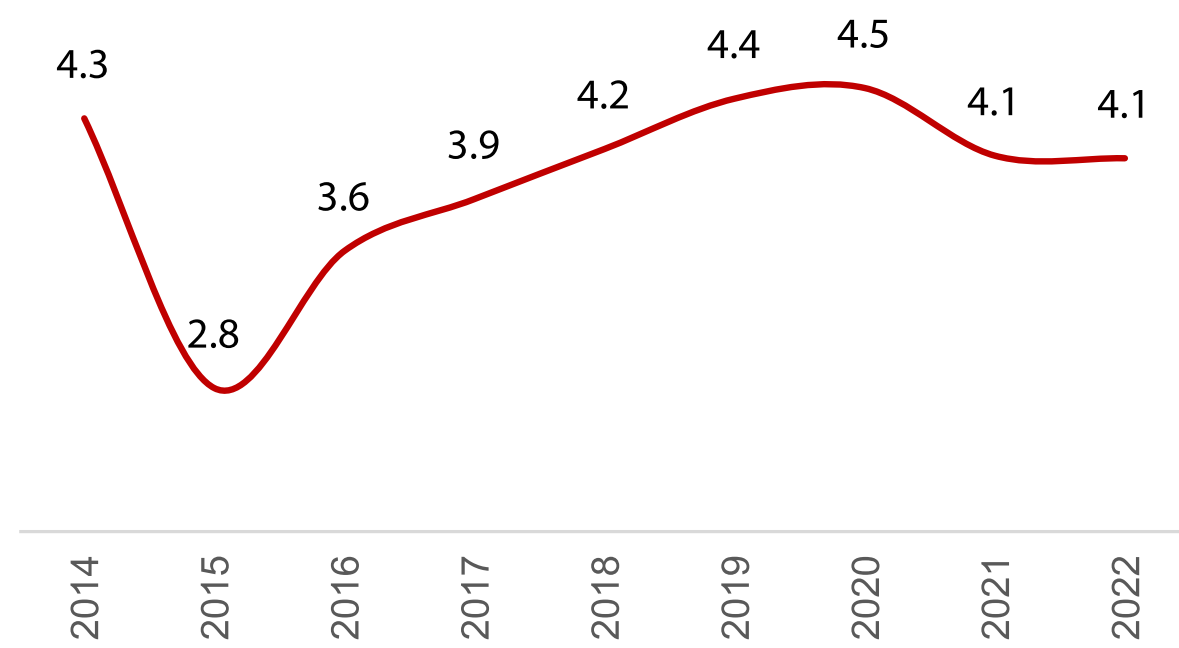
Estado de Resultados Consolidado					
COP miles mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Ingresos Operacionales</b>	<b>3,900</b>	<b>5,023</b>	<b>4,639</b>	<b>4,917</b>	<b>5,108</b>
Costo de ventas	2,483	3,455	2,943	3,250	3,385
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>1,417</b>	<b>1,569</b>	<b>1,695</b>	<b>1,667</b>	<b>1,723</b>
Gastos adm. y comercial.	337	402	434	401	419
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>1,080</b>	<b>1,166</b>	<b>1,261</b>	<b>1,265</b>	<b>1,304</b>
UNAI	965	1,037	1,166	1,128	1,169
Impuesto a la renta	190	182	217	210	217
<b>Utilidad Neta</b>	<b>725</b>	<b>811</b>	<b>839</b>	<b>812</b>	<b>841</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,256</b>	<b>1,362</b>	<b>1,478</b>	<b>1,502</b>	<b>1,568</b>
Margen Bruto	36.3%	31.2%	36.5%	33.9%	33.7%
Margen Operacional	27.7%	23.2%	27.2%	25.7%	25.5%
Margen EBITDA	32.2%	27.1%	31.9%	30.5%	30.7%
Margen Neto	18.6%	16.2%	18.1%	16.5%	16.5%



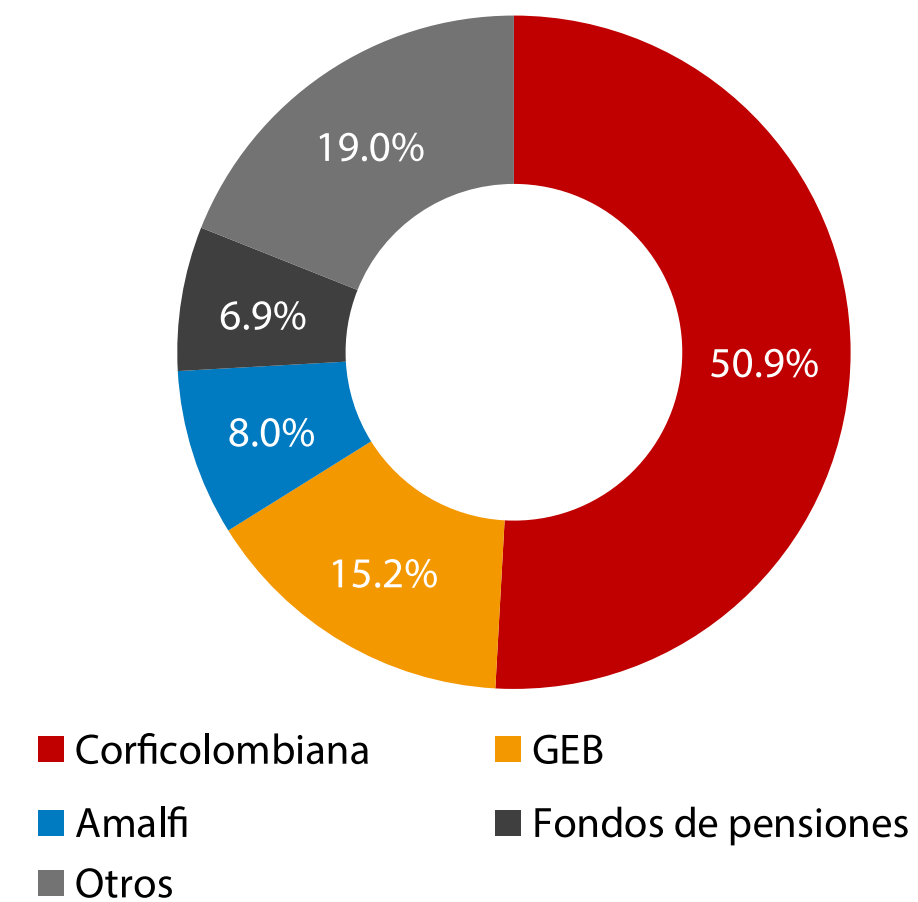
# PROMIGAS

## FICHA TÉCNICA

Deuda Neta / EBITDA



Composición accionaria



Escenarios Precio Objetivo

### Escenario Optimista

**COP 10,300**

Bajo este escenario, este escenario contempla el escenario positivo proyectado por la UPME y adicionalmente, las necesidades de Capex se reducen en un 20% para los años de proyección.

### Escenario Pesimista

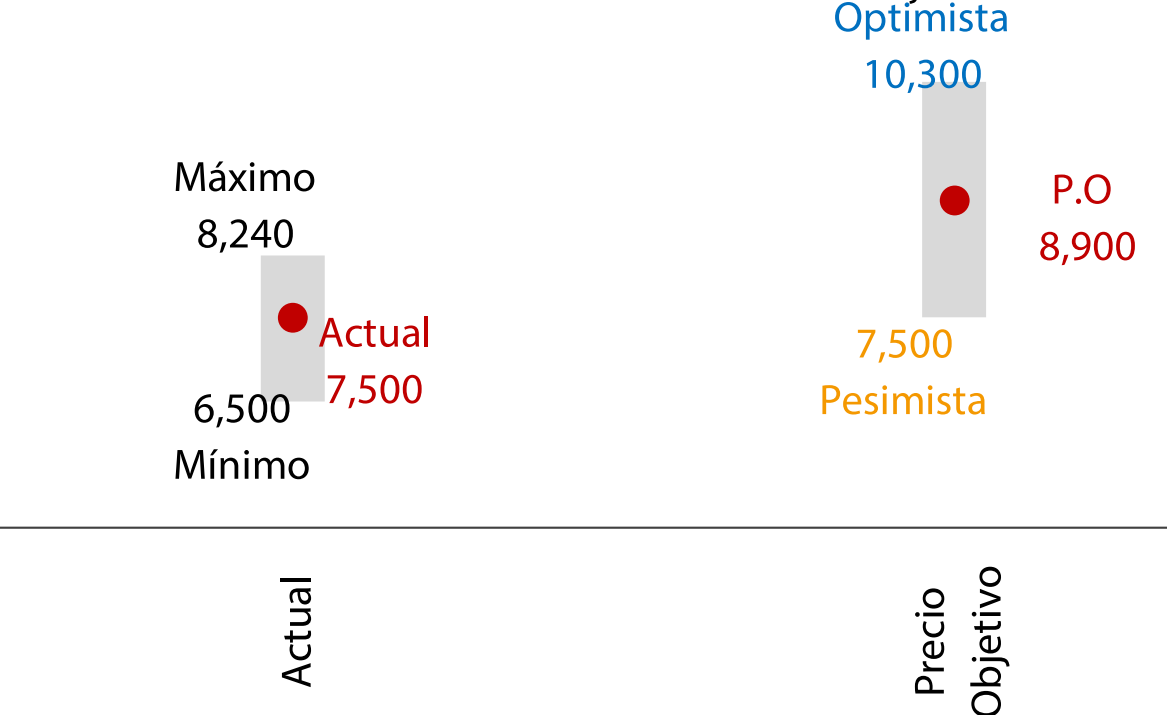
**COP 7,500**

Bajo este escenario, asumimos que Promigas y Canacol no llegan a un acuerdo para el uso del gasoducto Jobo-Cartagena-Barranquilla y que el gasoducto no vuelve a ser utilizado y se debe registrar la pérdida del valor de la inversión.

Escenarios Precio Objetivo

Precio histórico 52 semanas

Precio Objetivo 2021FA



### Administración

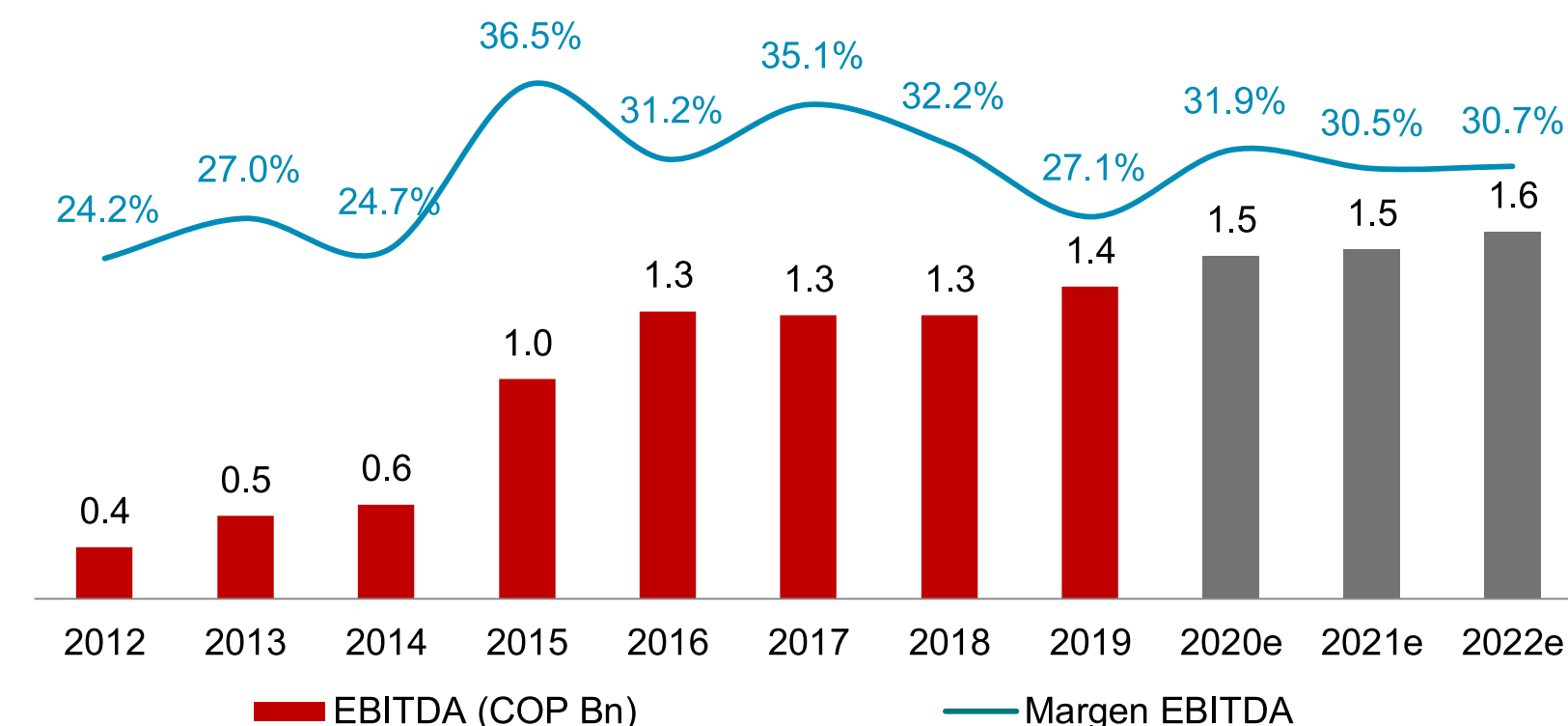
Presidente: Eric Flesch  
 Vicepresidente Financiero: Aquiles Mercado  
 IR: Juliana Vergara  
 Página web: [www.promigas.com](http://www.promigas.com)



# HIPÓTESIS DE VALOR

**Crecimiento sin sacrificar rentabilidad:** A pesar de que la crisis ha permeado todos los sectores y economías del mundo y que la recuperación se espera sea lenta, particularmente en países emergentes, Promigas continúa demostrando que su estrategia de crecimiento sigue siendo exitosa, manteniendo niveles de rentabilidad superior al de otras industrias y comparables. El desarrollo de proyectos tanto privados como públicos en una industria con características monopólicas con altas barreras de entrada y con contratos de largo plazo, ha resultado en crecimientos significativos (TACC 2013-2019 de EBITDA y patrimonio de 18% y 9%, respectivamente), que gracias a las características propias de este tipo de industria, han permitido mantener resultados estables y uno de los retornos más altos del mercado (ROE promedio 2015-2021E: 21.2%). Adicionalmente, bajo el contexto actual, incluso con los deterioros en rentabilidad a los que se enfrentan las compañías locales, Promigas generaría en 2021 un retorno sobre el capital invertido (ROIC) superior al 9%. De igual manera, es importante mencionar que la reducción anual esperada en ingresos en 2020 responde a una menor ejecución de construcción de concesiones, actividad que no genera margen de utilidad.

## EBITDA Y MARGEN EBITDA

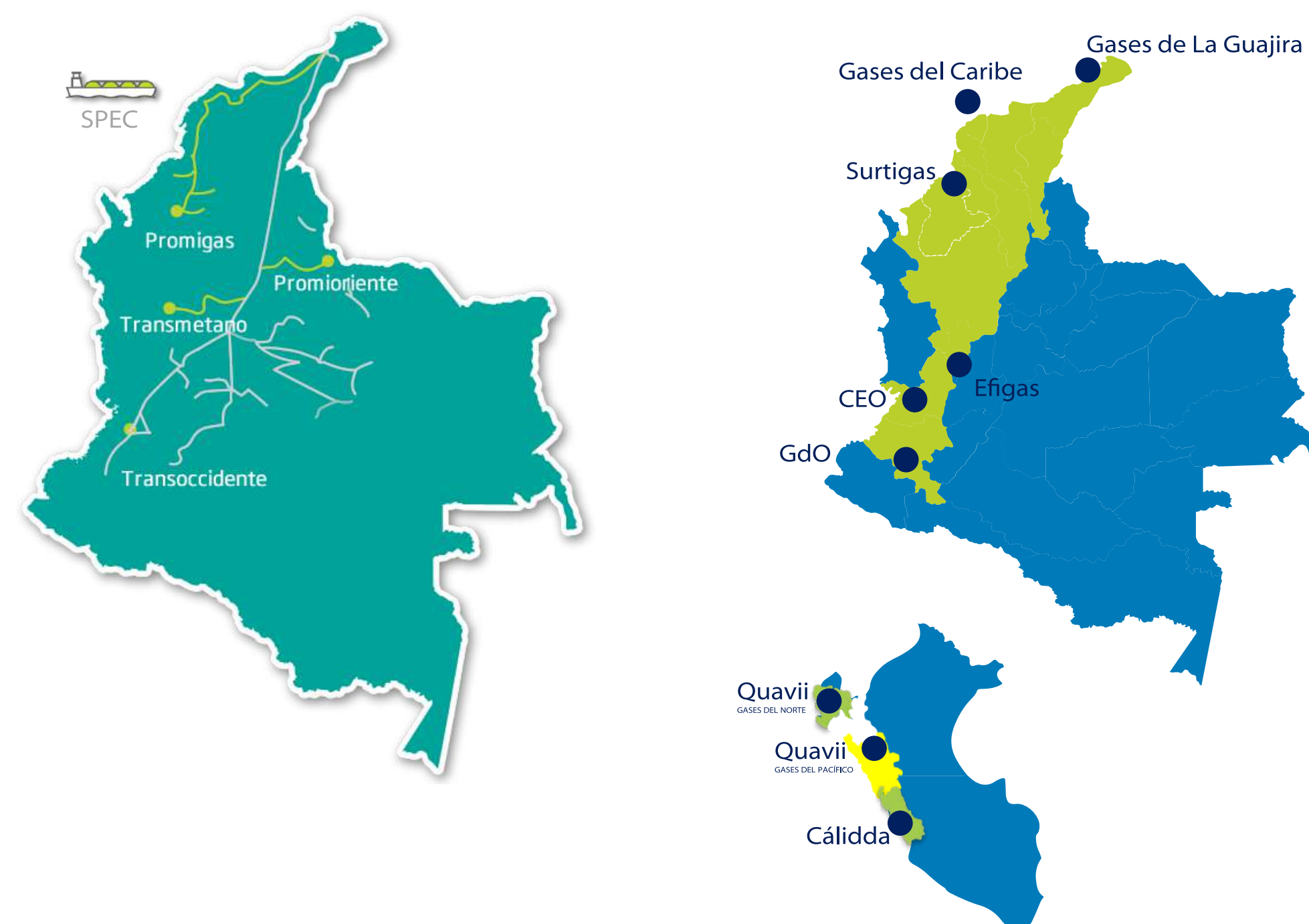






**Perú seguirá ganando relevancia:** Hacia adelante el crecimiento podría moderarse en Colombia, país que ya cuenta con un nivel de cobertura de gas en hogares del 71%, un amplio desarrollo en infraestructura de transporte y donde Promigas controla la única planta regasificadora del país (SPEC), aunque resaltamos que recientemente la compañía anunció su intención de desarrollar el gasoducto Jobo-Transmetano de capacidad de 100 MMPCD (no incluido en la valoración) y operarlo bajo un esquema open season. Sin embargo, Perú, donde Promigas es uno de los principales jugadores en distribución (93% del mercado), apenas llega al 11% de penetración. Dado su menor desarrollo, el potencial de crecimiento del sector de gas en Perú es ampliamente superior y Promigas ha logrado acceder a concesiones en las regiones del norte del Perú a través de sus empresas Quavii, Gasnorp y Gascop (adquirida en 2020) y a través de su participación (40%) en Cálidda en la región de Lima y el Callao. En este sentido, se estima que el número de conexiones en las que participa la compañía pase de 1.09 mm al 2T20 a más de 2 mm para 2026 y, a pesar de que estas inversiones atraviesan una etapa que demanda recursos significativos, la rentabilidad de este negocio es igualmente alta (ROE 2019: 24%). Finalmente, en septiembre de 2020 Promigas presentó su estrategia para los próximos años, donde mencionó que se está evaluando la entrada a países como Brasil, que al igual que Perú, cuentan con gran potencial.

## MAPA PRESENCIA GEOGRÁFICA

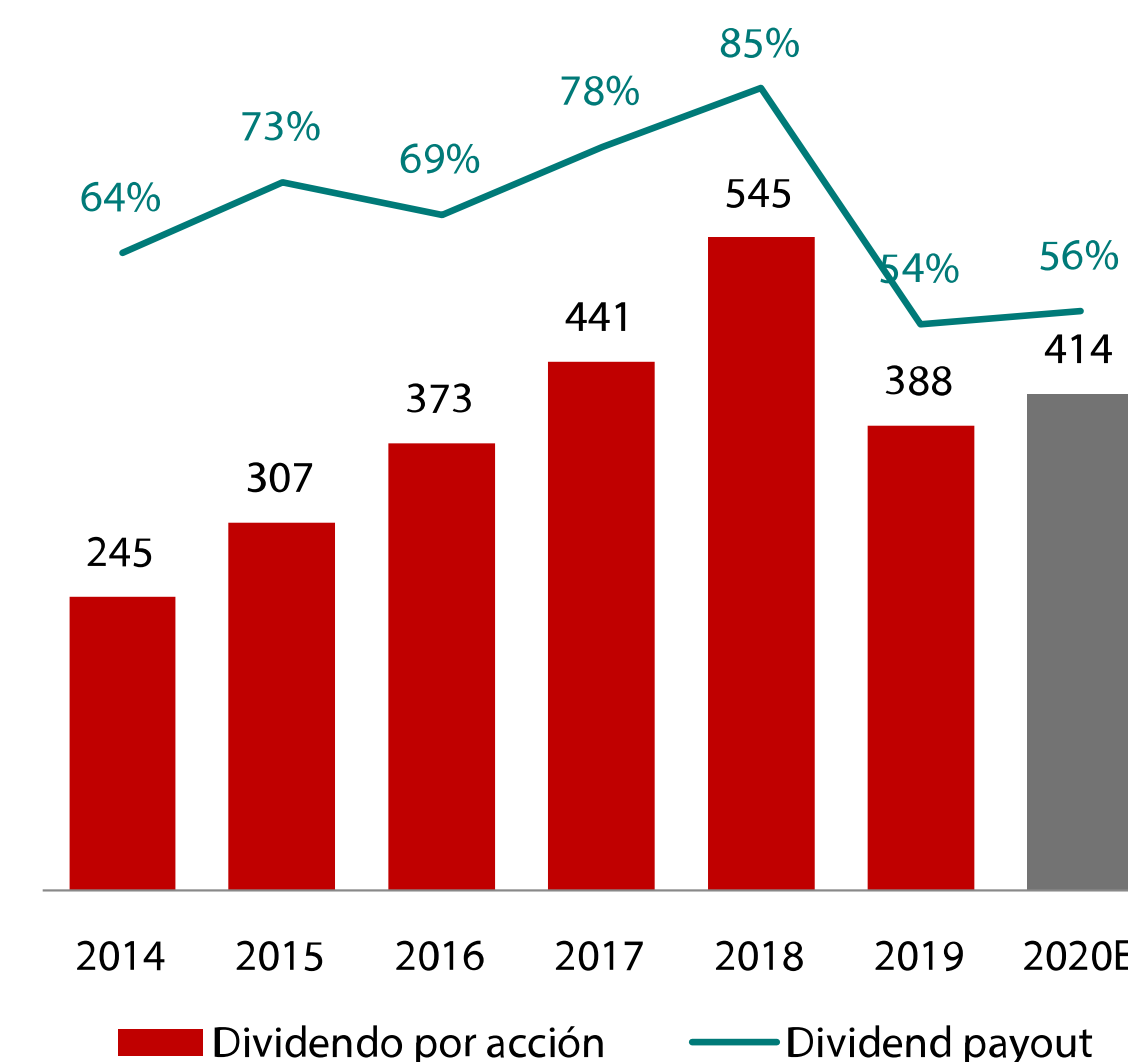


Fuente: Promigas



**Uno de los retornos por dividendo más atractivos del mercado local:** Si bien el dividendo decretado en 2020 presentó una reducción frente a los niveles de años anteriores, el retorno por dividendo sigue siendo atractivo y consistente con una estrategia de negocio enfocada en realizar inversiones intensivas en capital y recurrentes para mantener las tasas de crecimiento de la compañía y generar valor a sus accionistas en el largo plazo. Para 2021, esperamos que el reparto de utilidades se mantenga en niveles superiores al 55%, logrando así un retorno por dividendo cercano al 6%. Adicionalmente, consideramos que el haber reducido la tasa de distribución frente a años anteriores fue favorable para la compañía, reduciendo las necesidades de financiamiento y evitando que los indicadores de apalancamiento se incrementarán por encima de los niveles actuales, siendo este el principal riesgo de la compañía.

## DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS (COP)



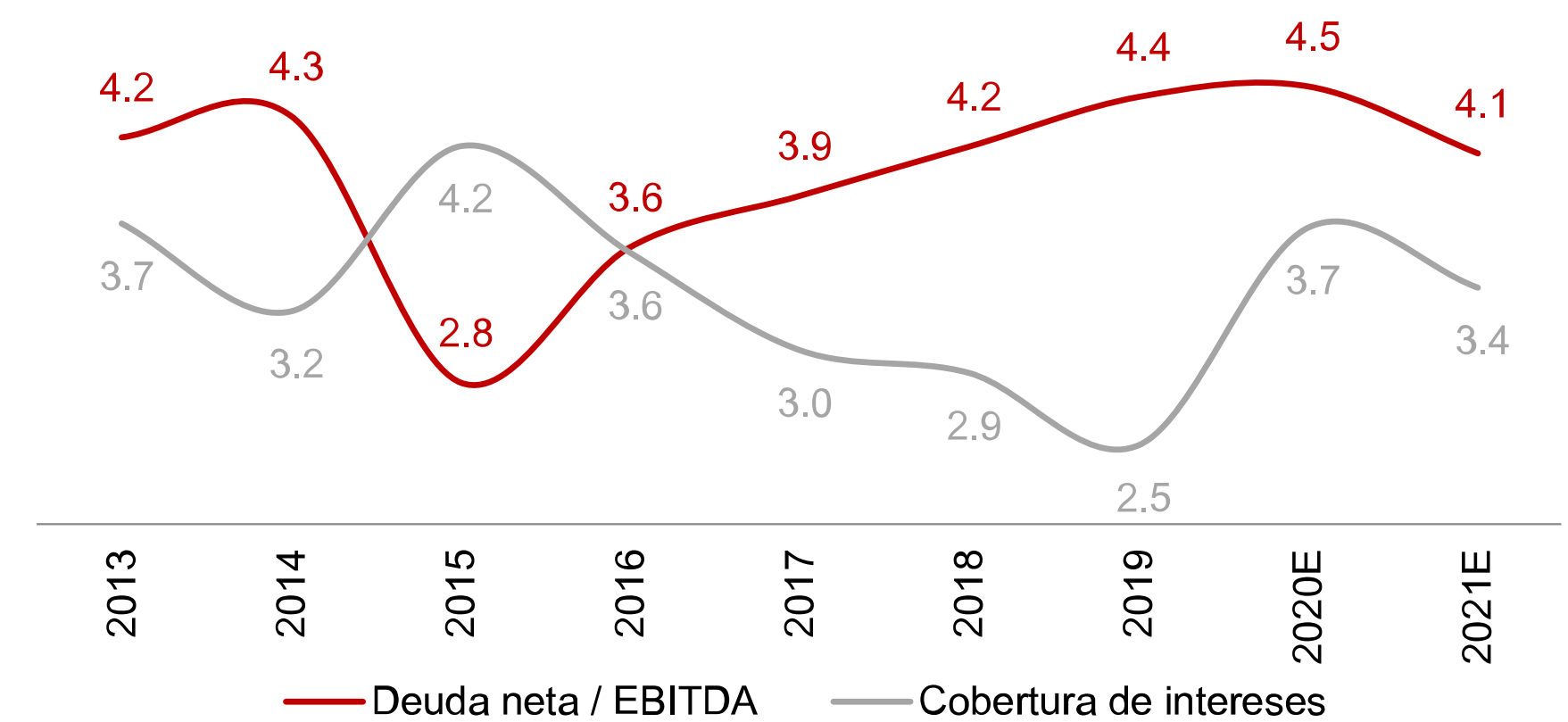


# RIESGOS

**El alto apalancamiento es altamente retador en el contexto actual:** El acelerado crecimiento y las inversiones de capital de Promigas han sido significativas con cerca de COP 4 billones en los últimos cinco años. Dicho crecimiento ha sido financiado principalmente a través de endeudamiento, el cual pasó de COP 2.5 bn en 2014 a COP 7.4 bn al 2T20, llevando sus indicadores a niveles considerados agresivos, incluso para una compañía de utilities (DN/EBITDA 4.7X y relación Deuda/Patrimonio del 2.06x). Adicionalmente, y en vista de que la compañía aún cuenta con una serie de proyectos, que requieren importantes montos de inversión, y que ha señalado públicamente su eventual interés por proyectos de gran magnitud como la Regasificadora del Pacífico y la construcción del gasoducto Jobo – Transmetano (USD 400 mm), 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, compartimos la posición de la calificadora (calificación AAA) respecto a que los negocios de Promigas cuentan con un componente de generación de caja estable y predecible (FCO/Ingresos últimos tres años: ~16%), lo cual históricamente le ha permitido a la compañía crecer rentablemente y cumplir con sus obligaciones, contando con fácil acceso al mercado de deuda, donde además la compañía ha aprovechado el escenario actual para reducir su costo de endeudamiento.

## INDICADORES DE APALANCAMIENTO







**Disputas con Canacol:** En el 1T20 entró en completa operación el gasoducto Jobo-Cartagena-Barranquilla, en el cual Promigas realizó inversiones por ~USD 210 mm. El desarrollo de dicho proyecto fue el resultado de las necesidades de comercialización de Canacol y para el cual se firmaría un contrato de transporte por 10 años a partir de diciembre de 2020. En el 3T20 Canacol anunció la terminación unilateral del contrato vigente, lo cual pone en riesgo la firma del acuerdo de largo plazo, el cual representaría ~USD 54 mm en ingresos anuales para Promigas (~5% del ingreso total), por lo cual se anunció que ejercerá las acciones legales necesarias para el resarcimiento de los perjuicios causados y de no llegar a un acuerdo, podría buscar la aplicación de la cláusula penal pactada.

Estimamos que de materializarse este riesgo, asumiendo que Canacol no realizará ningún tipo de compensación y que Promigas no pudiese recolocar la capacidad, el impacto en el P.O. de Promigas sería de hasta COP 1,400/acción, incluyendo un impairment total de la inversión. Sin embargo, considerando la importancia del contrato, particularmente para Canacol, ya que este representa el ~43% de su capacidad de comercialización y que la utilización de la infraestructura sin contrato de largo plazo sería mucho más costosa (~USD 10 por MMBTU), creemos que las partes buscarán llegar a un acuerdo, o que Promigas utilizará la infraestructura para prestarle el servicio a offtakers en la zona de influencia del gasoducto.

Finalmente, consideramos que este hecho puede estar asociado a una estrategia de Canacol para buscar una reducción en la tarifa o al anuncio hecho por Promigas de realizar el proyecto Jobo-Transmetano, que permitirá en cuatro años la conexión desde los campos del Valle Inferior del Magdalena hasta Medellín y Sebastopol, mientras que hace algunos meses Canacol había anunciado su interés por impulsar un gasoducto entre Jobo y Medellín.

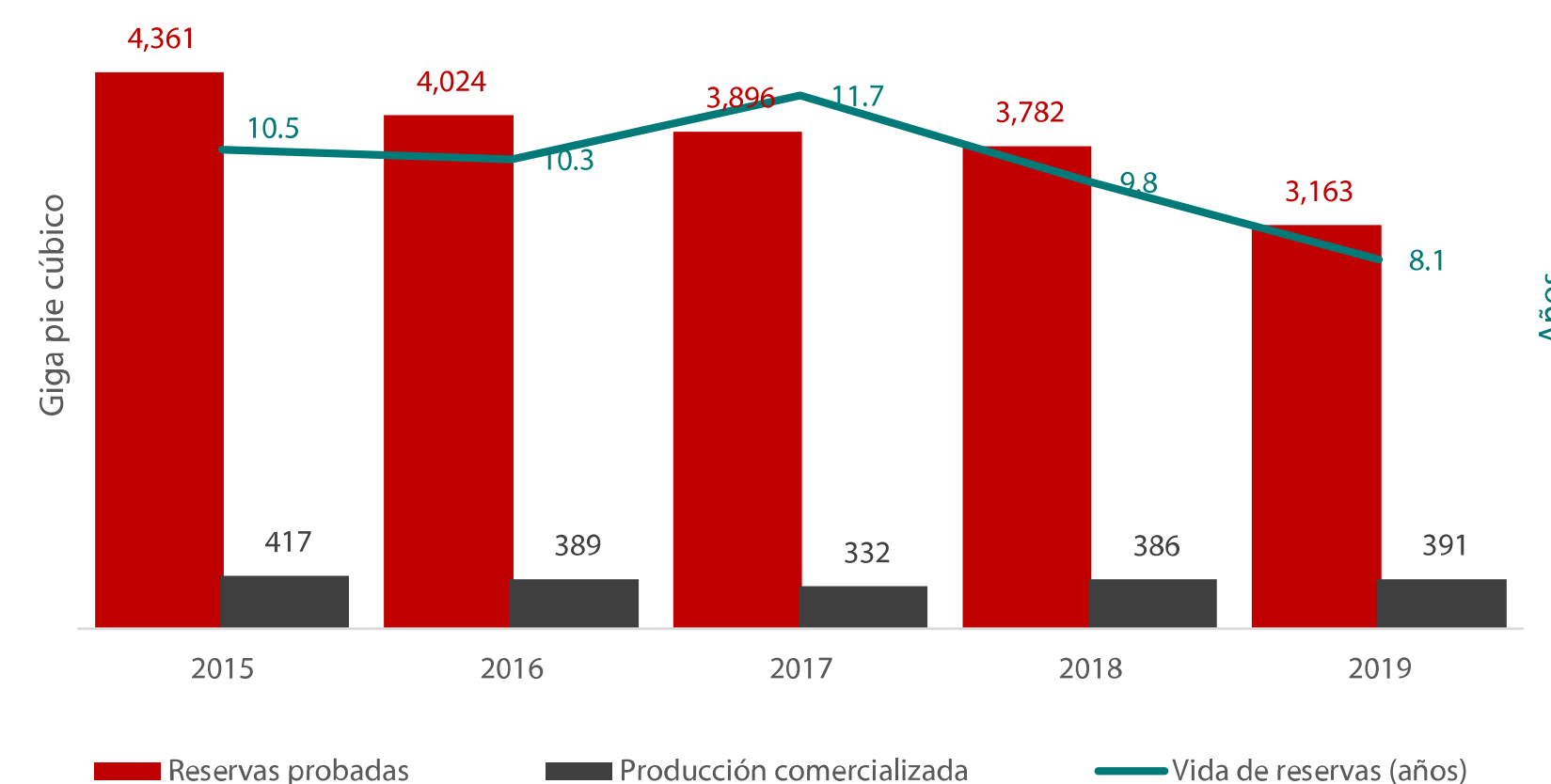




**Cambios regulatorios:** Se espera que en lo que resta de 2020 o inicios de 2021 se expida la resolución de la metodología tarifaria de transporte y que además, producto de la crisis, se puedan seguir ampliando los plazos de aplicación de las reglas transitorias para el pago de las facturas de servicios públicos. Estos aspectos regulatorios podrían resultar en deterioros de la rentabilidad y mayores necesidades de capital de trabajo.

**Bajas reservas de gas:** De acuerdo a la ANH, la vida media de las reservas de gas en Colombia es de 8.1 años y se prevé que a partir de 2024 podría presentarse un déficit de gas en Colombia, dado el declinamiento natural de algunos campos, lo que podría reducir los volúmenes transportados y afectar la renovación de algunos contratos de transporte. Sin embargo, el hecho de que Promigas sea el controlador de la única regasificadora del país, se convierte en una oportunidad para la extensión de la duración del contrato de SPEC (2027) y de una eventual ampliación de la planta.

## RESERVAS DE GAS PROBADAS EN COLOMBIA Y VIDA MEDIA





# VALORACIÓN

**Flujo de caja libre y Múltiplos:** Para estimar el valor de Promigas utilizamos una metodología de flujo de caja descontado (70% del Precio Objetivo) y una valoración ponderada por los múltiplos EV/ EBITDA 2021E y P/U 2021E (30% del Precio Objetivo). Los parámetros utilizados para la valoración de la compañía fueron: WACC de 10.9%, beta apalancado de 2.17x y crecimiento a perpetuidad (G) de 2%.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2021FA de COP 8,900/acción, donde pese al atractivo potencial de valorización y de retorno por dividendo, debido a los altos niveles de deuda y la disputa con Canacol, otorgamos una recomendación NEUTRAL.

## RESUMEN VALORACIÓN

Metodología	Peso	P.O 2021
FCL @10.9%	70%	9,300
EV/EBITDA 2021E	15%	6,500
P/U 2021E	15%	9,800
Precio Objetivo 2021FA	100%	8,900
Precio de mercado (18/10/20)		7,500
Potencial de valorización		18.7%
Dividendo proyectado (COP)		414
Dividend yield		5.5%
Potencial de retorno total		24.2%



# SENSIBILIDAD AL PRECIO OBJETIVO

**Impacto en el precio objetivo de un escenario desfavorable en la disputa con Canacol:** Evaluamos el cambio en el P.O. producto de un resultado desfavorable en la disputa con Canacol, tras la terminación unilateral del contrato de transporte del gasoducto Jobo – Cartagena – Barranquilla por parte de la productora de gas. Vale la pena mencionar que estos escenarios no contemplan ningún tipo de compensación por parte de Canacol y que el escenario de deterioro de la inversión se ve altamente improbable, considerando que la infraestructura se podría utilizar para prestarle el servicio a otros productores u offtakers.

	P.O
Ningún impacto	8,900
Deterioro inversión	8,400
Pérdida de ingreso	8,100
Pérdida ingreso + deterioro	7,500

# COLOMBIA, FRENTE AL RETO DE LA TRANSFORMACIÓN UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA



<b>05</b>	<b>I. ASPECTOS A DESTACAR</b>
<b>06</b>	<b>II. FICHAS TÉCNICAS</b>
<b>08</b>	<b>III. HIPÓTESIS DE VALOR</b>
<b>11</b>	<b>IV. RIESGOS</b>
<b>13</b>	<b>V. PROYECCIONES</b>
<b>14</b>	<b>VI. VALORACIÓN</b>





## LOS RETOS NO SON MENORES

**P.O.: 12,600 / SUBPONDERAR**

**POTENCIAL: 48.2% RIESGO: ALTO CIERRE: COP 8,750**

Terpel se ha consolidado como un jugador líder del sector de distribución de combustibles líquidos, lubricantes y jet fuel, entre otros segmentos, en Colombia, Panamá, Perú, Ecuador y República Dominicana. Sin embargo, ha sido una de las compañías más afectadas por las medidas de confinamiento, lo que ha generado una presión al desempeño operacional y un incremento leve en la deuda para proteger la liquidez. Sumado a esto, consideramos que la débil recuperación del sector aeronáutico, y las provisiones de cartera podrían generar presiones adicionales en los resultados de la compañía. Esto nos lleva a otorgar una recomendación de SUBPONDERAR.



# ASPECTOS A DESTACAR

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN	
Cap. Bursátil (COP):	1.57 bn
Flotante:	29.9%
Dividendo anual (COP) 2021E:	0
Retorno por dividendo:	0%
%COLCAP:	0.45%
# Acciones:	182.4 mm
P/VL actual:	0.8x
P/U actual	6.6x
Último precio:	8,750
Max 52 semanas:	10,880
Min 52 semanas:	6,300

**Robusta posición competitiva:** Terpel se ha consolidado como uno de los jugadores líderes de distribución de combustibles líquidos en la región. Cuenta con una participación de mercado en Colombia de ~45%, en Panamá del 38% y niveles similares en los demás países donde tiene presencia. Esta diversificación geográfica, junto a su amplia oferta de productos y servicios permite que la compañía tenga una fuente de generación de ingresos diversificada. Sumado a esto, destacamos el respaldo a la estrategia de crecimiento brindada por su accionista mayoritario COPEC, la cual trajo como resultado la adquisición de las operaciones de lubricantes de ExxonMobil en Colombia, Perú y Ecuador, por lo cual,

podría ser un catalizador positivo en el mediano plazo, con futuras adquisiciones en diferentes regiones.

**Recuperación podría tardar:** Si bien la mayoría de economías han tenido avances importantes respecto a las reaberturas económicas, los impactos en la demanda de combustibles por parte de algunos sectores de la economía podrían extenderse. Tal es el caso del sector aeronáutico del cual se espera que su recuperación total se dé para el año 2025, resultando en una presión en los volúmenes de venta para la compañía que en el caso de este segmento representan 15.9% y 91.2% en Colombia y República Dominicana, respectivamente.

## ¿POR QUÉ SUBPONDERAR?

Consideramos que el panorama de bajo crecimiento económico, los impactos del COVID-19 en los volúmenes de venta, el alto apalancamiento y una baja liquidez de la acción, generan limitaciones para alcanzar su valor justo en el corto plazo.

### AUTORES

**Julián Felipe Ausique**  
Analista Acciones  
jausique@corredores.com

**Katherine Ortiz**  
Líder Renta Variable  
kortiz@corredores.com



# TERPEL

## FICHA TÉCNICA

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

Resumen	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Acciones en circulación (millones)	181	181	181	181	181
Cap. Bursátil (COP millones)	1,737,600	1,810,000	1,583,750	1,583,750	1,583,750
Precio (COP/acción)*	9,600	10,000	8,750	8,750	8,750
VL (COP/acción)	10,846	11,770	11,416	12,605	12,585
UPA (COP/acción)	739	1,314	-1,099	525	793
P/VL	0.9x	0.8x	0.8x	0.7x	0.7x
P/U	13.0x	7.6x	-8.0x	16.7x	11.0x
EV/EBITDA	5.5x	5.4x	92.2x	8.6x	7.0x
Retorno por dividendo	3.80%	6.6%	0.0%	3.0%	4.5%
Dividendo por acción	369	656	0	262	395

\*Precio de Cierre del 23/10/2020

Balance General Consolidado					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Disponible	398,678	358,058	344,528	273,294	306,382
Propiedad, planta y equipo	2,198,564	3,025,217	3,115,258	3,061,916	3,022,866
Otros Activos	3,782,629	3,740,437	3,685,366	4,487,205	4,945,484
<b>Total Activos</b>	<b>6,379,871</b>	<b>7,123,712</b>	<b>7,145,152</b>	<b>7,822,415</b>	<b>8,274,732</b>
Obligaciones Financieras	2,766,994	3,318,819	3,711,914	3,711,663	3,711,198
Otros pasivos	1,649,745	1,674,488	1,366,956	1,829,174	2,285,711
<b>Total Pasivos</b>	<b>4,416,739</b>	<b>4,993,307</b>	<b>5,078,871</b>	<b>5,540,837</b>	<b>5,996,909</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>1,963,132</b>	<b>2,130,405</b>	<b>2,066,281</b>	<b>2,281,578</b>	<b>2,277,823</b>
<b>Pasivos+Patrimonio+I.Min.</b>	<b>6,379,871</b>	<b>7,123,712</b>	<b>7,145,152</b>	<b>7,822,415</b>	<b>8,274,732</b>
<b>Pasivos/Activos</b>	<b>69.2%</b>	<b>70.1%</b>	<b>71.1%</b>	<b>70.8%</b>	<b>72.5%</b>
<b>Obligaciones Financieras /EBITDA</b>	<b>3.7x</b>	<b>3.8x</b>	<b>6.3x</b>	<b>5.9x</b>	<b>5.0x</b>
<b>ROE</b>	<b>6.8%</b>	<b>11.2%</b>	<b>-9.6%</b>	<b>4.2%</b>	<b>6.3%</b>
<b>ROA</b>	<b>2.1%</b>	<b>3.3%</b>	<b>-2.8%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.7%</b>
<b>ROIC</b>	<b>2.0%</b>	<b>3.1%</b>	<b>-2.8%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.8%</b>

Estado de Resultados Consolidado					
COP mm	2018	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Ingresos Operacionales</b>	<b>19,065,573</b>	<b>22,450,899</b>	<b>14,108,073</b>	<b>16,522,915</b>	<b>18,963,194</b>
<b>Costos de Ventas</b>	<b>-17,370,774</b>	<b>-20,393,199</b>	<b>-12,980,383</b>	<b>-15,124,347</b>	<b>-17,325,943</b>
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>1,694,799</b>	<b>2,057,700</b>	<b>1,127,690</b>	<b>1,398,568</b>	<b>1,637,251</b>
Gastos Operacionales	-1,305,176	-1,473,774	-1,182,157	-1,050,567	-1,226,308
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>389,623</b>	<b>583,926</b>	<b>-54,467</b>	<b>348,001</b>	<b>410,942</b>
<b>Utilidad Neta</b>	<b>133,741</b>	<b>237,918</b>	<b>-198,920</b>	<b>95,059</b>	<b>143,449</b>
<b>EBITDA</b>	<b>740,929</b>	<b>884,346</b>	<b>301,545</b>	<b>633,179</b>	<b>744,830</b>
Margen Bruto	8.9%	9.2%	8.0%	8.5%	8.6%
Margen Neto	0.7%	1.1%	-1.4%	0.6%	0.8%
Margen EBITDA	3.9%	3.9%	2.1%	3.8%	3.9%



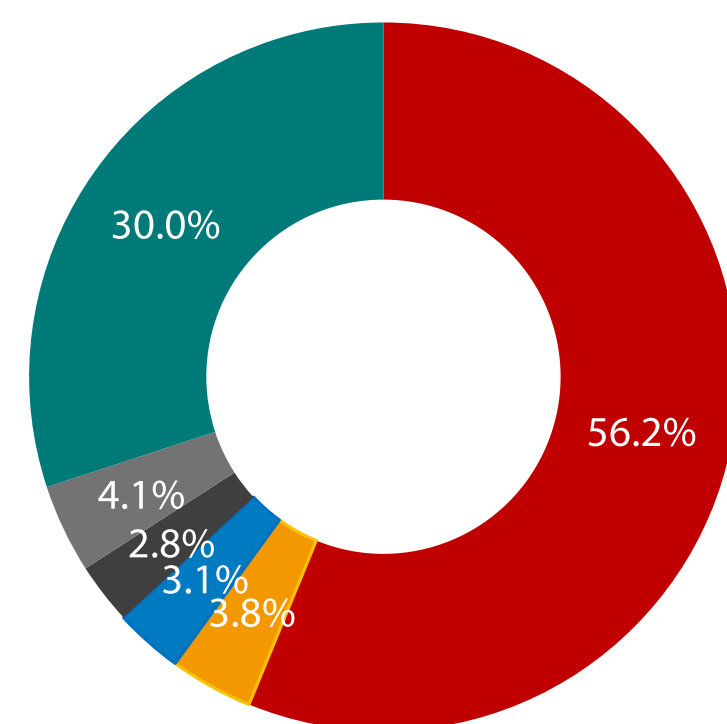
# TERPEL

## FICHA TÉCNICA

### Comparables

Compañía	EV/EBITDA 2021	P/U 2020	P/U 2021
Terpel	5.3	7.8x	7.2x
PTG Energy	6.3	16.8x	13.6x
Travelcenters	2.8	9.8x	7.2x
Attock Petroleum	1.3	7.2x	6.7x
Z Energy	7.4	10.7x	10.5x
PAK State Oil	5.4	5.4x	4.1x
Global Partners	8.4	24.9x	28.6x
Sprague Resource	8.8	9.8x	9.8x
<b>Promedio</b>	<b>5.7</b>	<b>11.6x</b>	<b>11.0x</b>

### Composición accionaria



- COPEC
- Inversiones Valin
- Fondos de pensiones
- Inversiones Odisea
- Radysade
- Otros

### Escenarios Precio Objetivo

#### Escenario Optimista

**COP 15,000**

Para calcular el valor consideramos una recuperación más rápida de los volúmenes de venta, los cuales recuperarían niveles similares al 2019 en el 2023 (base: 2025).

#### Escenario Pesimista

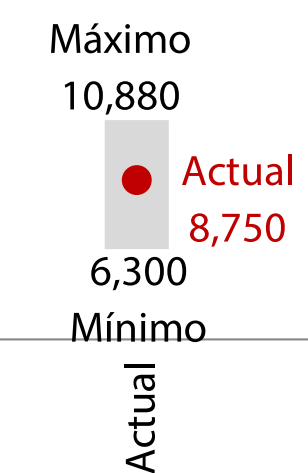
**COP 11,000**

Para calcular el valor consideramos una desaceleración aún más pronunciada de los ingresos de la compañía, en donde preveemos que los volúmenes de venta lleguen a niveles similares del 2019 en 2027.

### Escenarios Precio Objetivo

Precio histórico 52 semanas

Precio Objetivo 2021FA



### Administración

Presidente: Sylvia Escovar Gómez  
 Vicepresidente Comercial: José Carlos Barreto  
 IR: Carolina Ferro  
 Página web: www.terpel.com

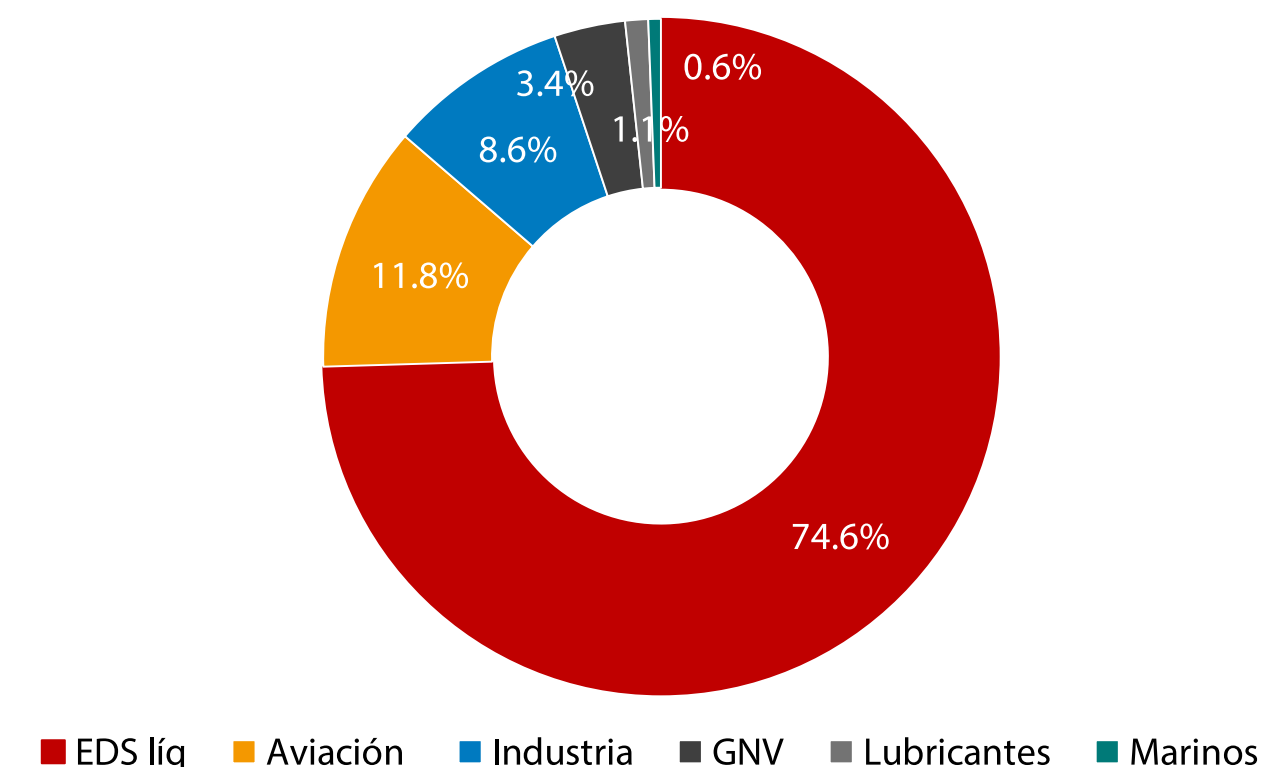




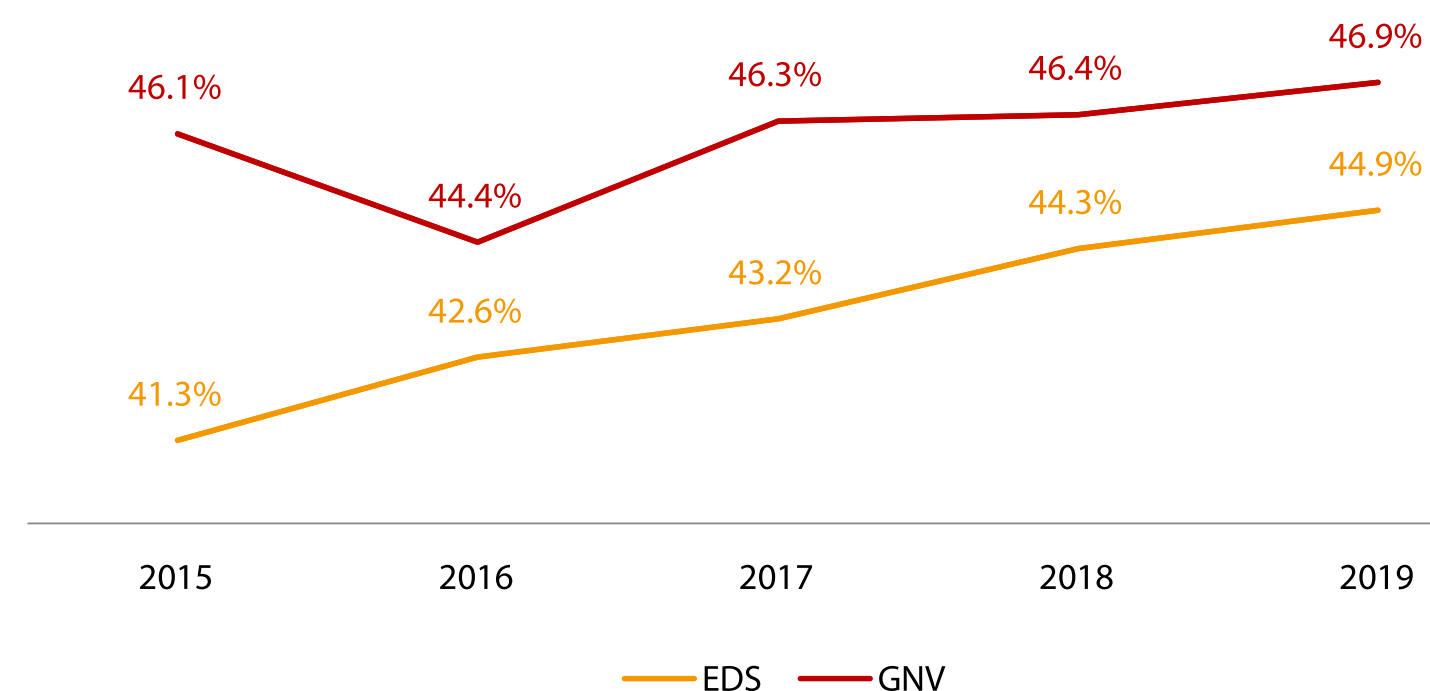
# HIPÓTESIS DE VALOR

**Liderazgo sostenido en Colombia:** Terpel se ha consolidado como el principal jugador del sector en Colombia, pues cuenta con una participación de mercado de 42% en estaciones de servicio (EDS) y el segmento industrial, segmento que atiende a través de su red de 2,017 EDS. Sumado a esto, la compañía cuenta con un 47% de participación de mercado en la distribución de gas natural vehicular (GNV). Por su parte, a pesar de los efectos de la coyuntura actual, es importante destacar que Terpel cuenta con una participación de mercado del 75% en el negocio de aviación en Colombia, por lo cual la IATA (Asociación Internacional de Transporte Aéreo) seleccionó a la compañía como la única compañía del país en ser parte del Fuel Restart Coordination Group (FRCG), el cual busca la reactivación del tráfico aéreo en el mundo tras la crisis generada por el COVID-19. Gracias a la adquisición de las operaciones de lubricantes de ExxonMobil en Colombia, Perú y Ecuador de ExxonMobil, la compañía incrementó su participación en el segmento de lubricantes y se consolidó como líder con 40% de participación de mercado, diversificando así su generación de ingresos hacia un negocio mucho más rentable. Finalmente, Terpel complementa su servicio por medio de sus tiendas de conveniencia (Altoque), 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.

## VOLUMEN POR SEGMENTO COLOMBIA



## PARTICIPACIÓN DE MERCADO EN COLOMBIA POR VOLUMEN\*



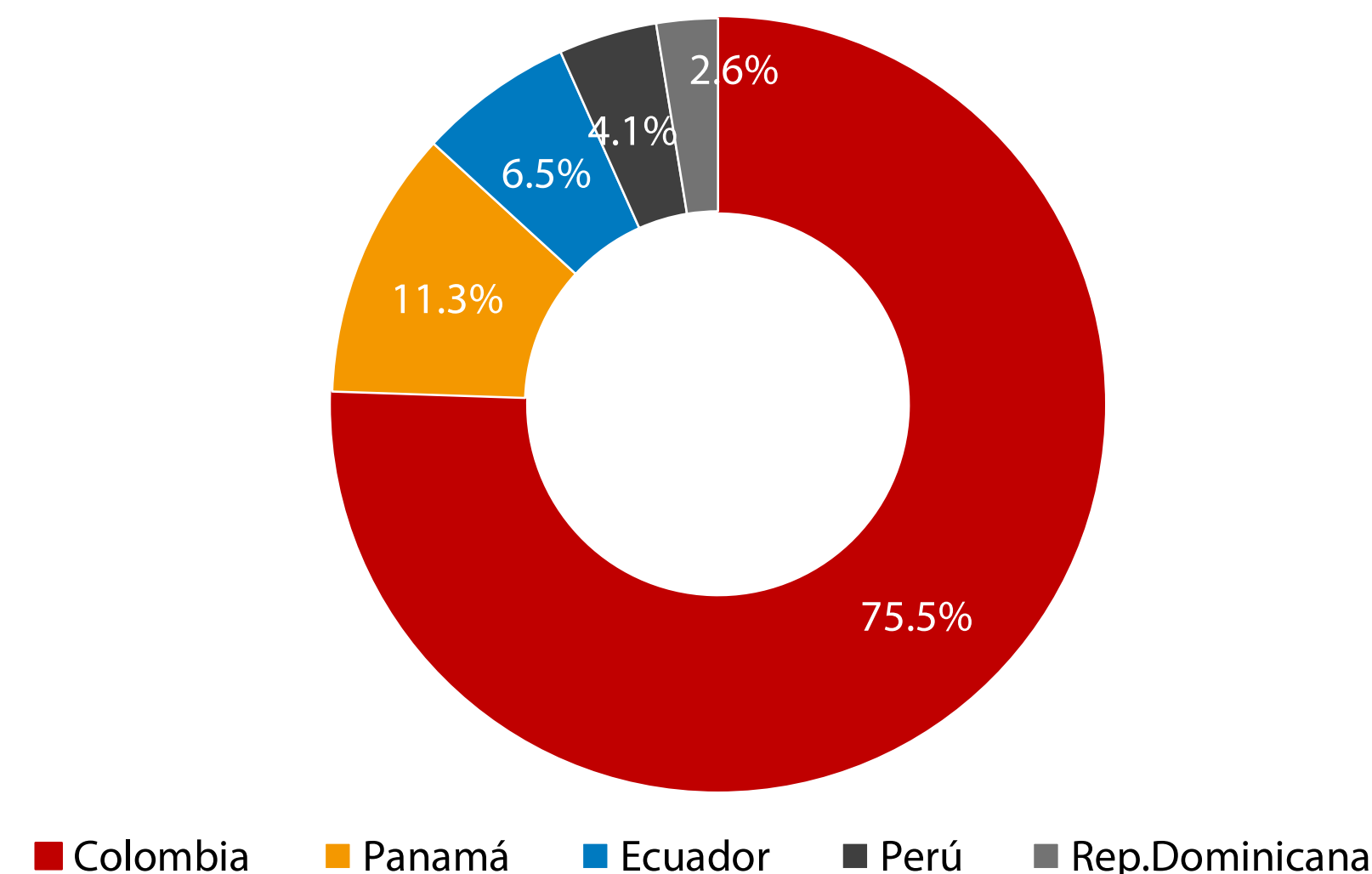
Fuente: Organización Terpel | Cálculos Davivienda Corredores. Cálculos Emisor con base en el mercado reportado por la DAF, por medio del recaudo de la sobretasa global. Incluye volumen de EDS, Industria y Aviación.



**Consolidación geográfica en la región:** Terpel ha logrado diversificar sus fuentes de generación de ingresos, gracias a su presencia en diferentes países de la región. En Panamá, el segundo país en importancia para la operación de Terpel (~11.3% de los ingresos y 9.9% en el volumen total), cuenta con presencia en los segmentos de Combustibles líquidos (38% participación de mercado), Lubricantes, Industria, Aviación (5% participación de mercado) y Marítimo. Si bien la coyuntura del COVID-19 retrasó algunos procesos de crecimiento, esperamos que la compañía continúe con su estrategia de crecimiento de EDS y la renovación de las mismas. 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.

En línea con la estrategia de diversificación, Terpel cuenta con una fábrica de lubricantes en Callao, Perú, la cual abastece el 30% del mercado peruano, sumado a esto es el operador del Aeropuerto internacional Jorge Chávez de Lima. Por su parte, en Ecuador luego de la adquisición de activos de ExxonMobil, la compañía logró duplicar el número de EDS posicionándose como el segundo jugador del país en ventas a clientes industriales. Finalmente, en República Dominicana, la compañía se ha posicionado como el distribuidor número uno de los 5 principales aeropuertos del país.

## INGRESOS POR PAÍS

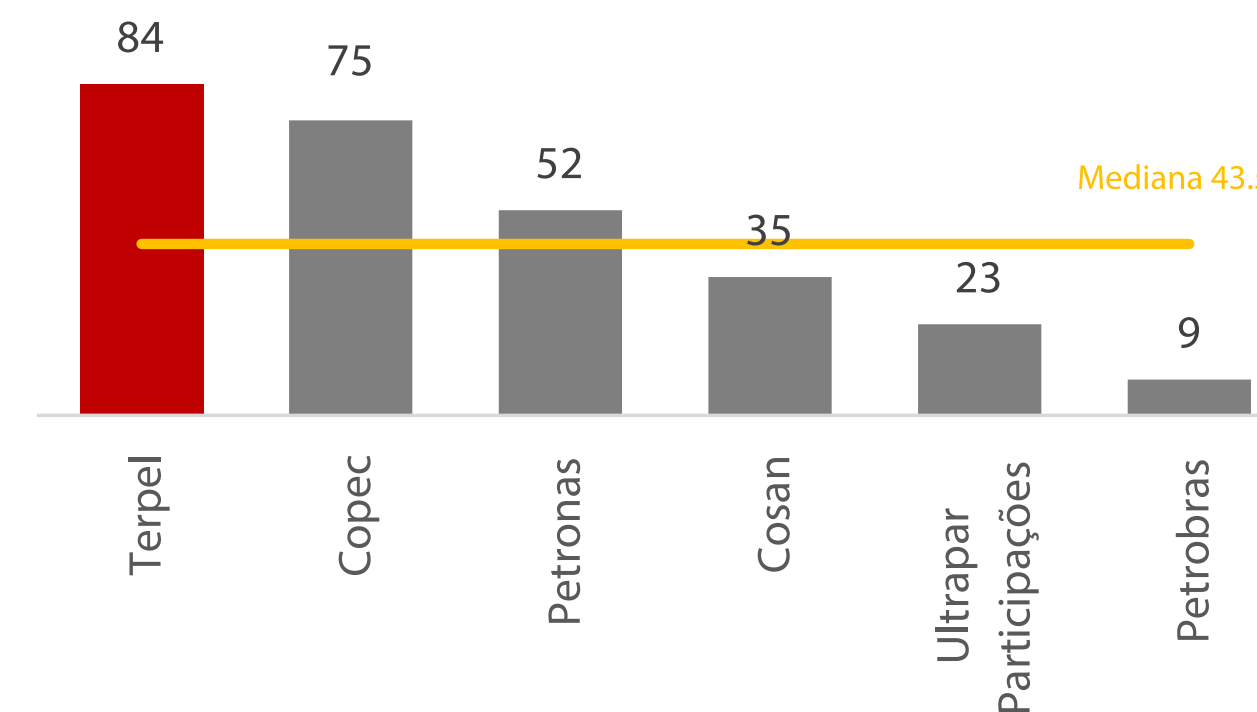




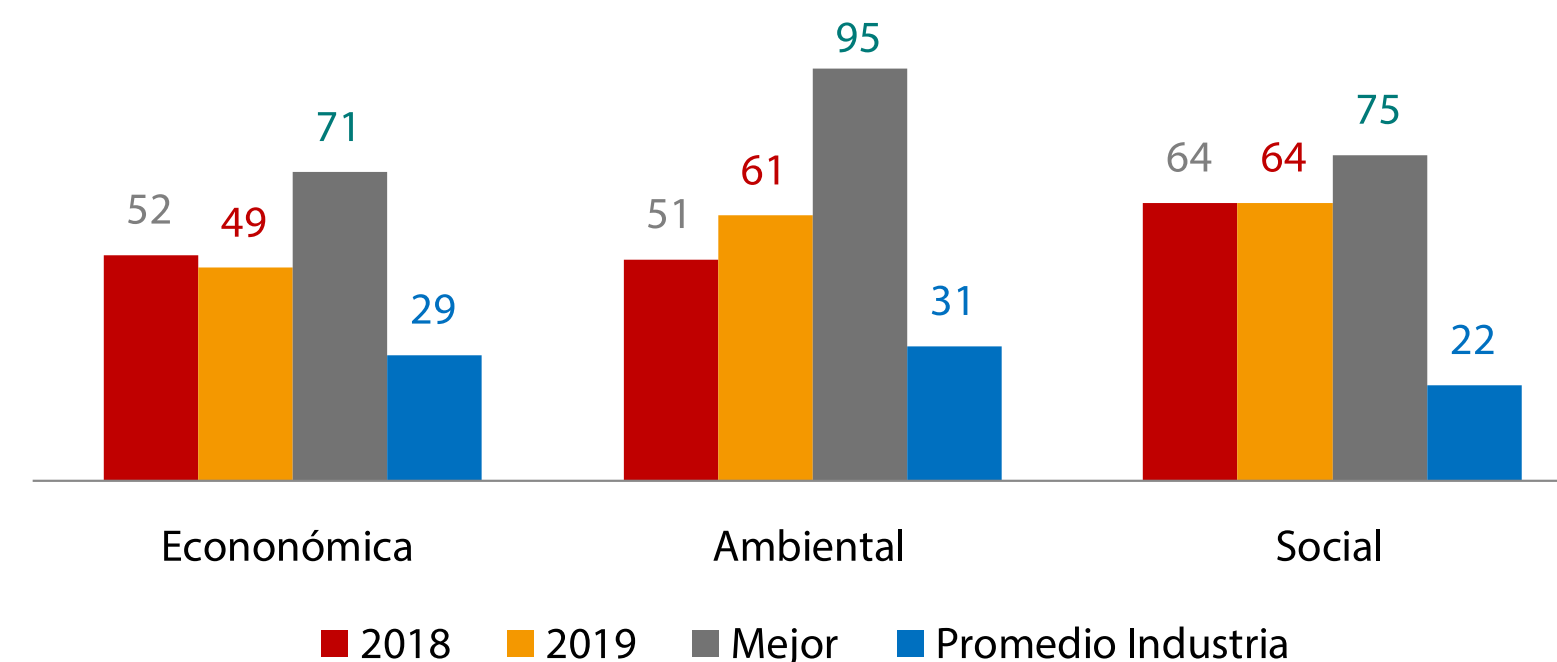
**Compromiso con el desarrollo sostenible:** Por cuarto año consecutivo, Terpel hace parte del reporte anual de RobecoSAM, lo cual refleja el sólido desempeño de la gestión sostenible y las buenas prácticas en términos económicos, sociales y ambientales. La compañía ocupó el puesto número 13 entre las 107 evaluadas en el sector retail. Sumado a esto, Terpel constituyó una nueva filial en Colombia para la compra, venta, adquisición a cualquier título y distribución de energía eléctrica. Esta filial se llama Terpel Voltex, con la que Terpel ya tiene presencia en estaciones de servicio eléctrico en Colombia, con lo cual se buscará masificar el uso de los vehículos eléctricos en el país

En este sentido, consideramos que la compañía ha venido adaptándose con anticipación a las nuevas tendencias económicas y ambientales que están teniendo relevancia en el mundo. Lo cual vemos con ojos positivos, dado que los inversionistas cada vez más tienen en cuenta este tipo de factores al momento de tomar sus decisiones de inversión.

### ROBECOSAM TOTAL SUSTAINABILITY RANK



### RESULTADOS DJSI | DIMENSIONES\*



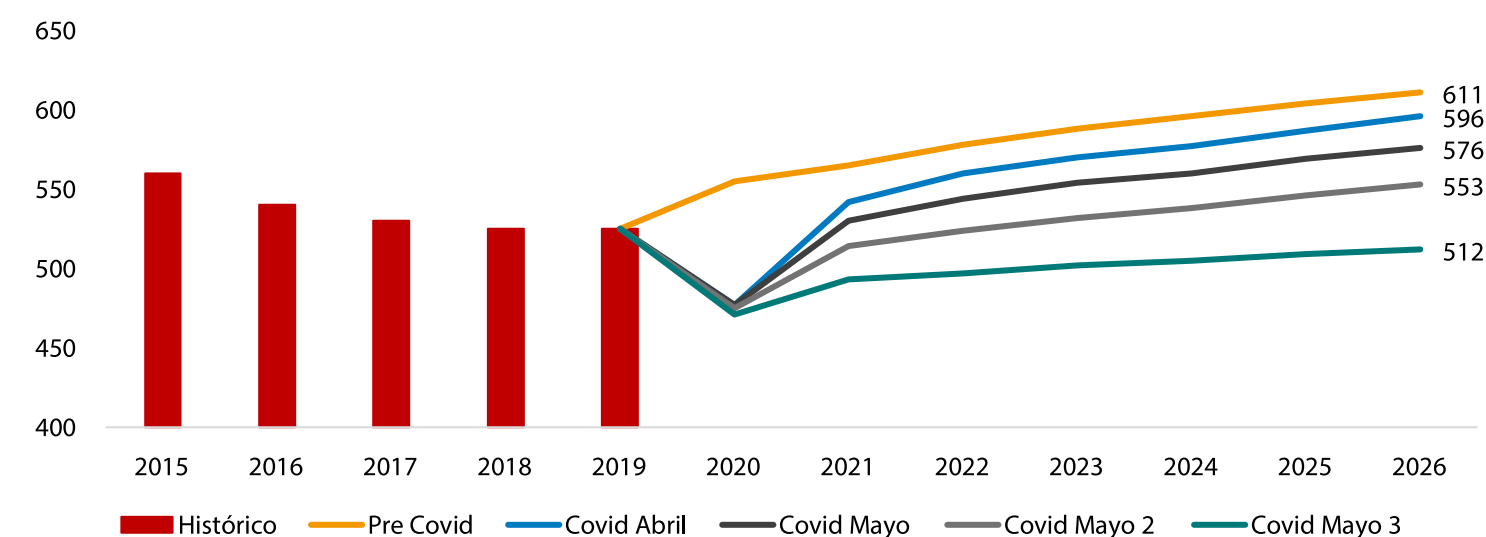


# RIESGOS

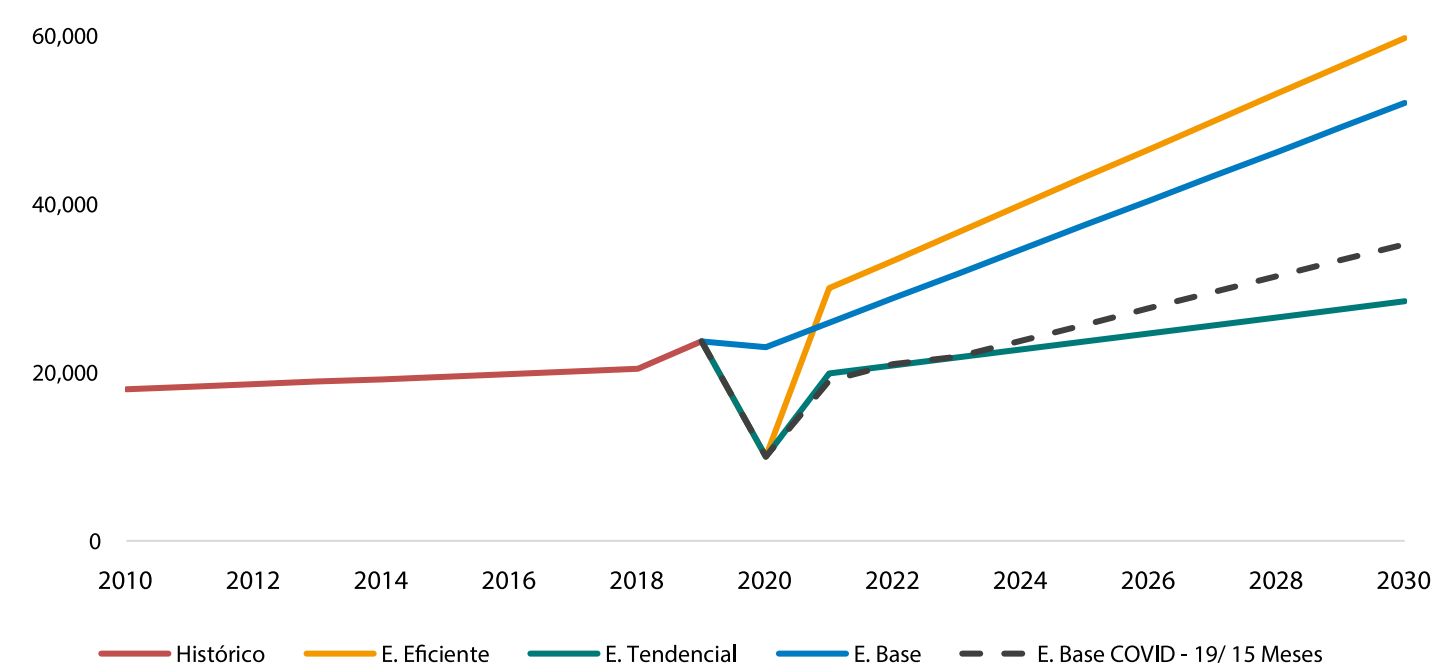
**Impactos del COVID-19, podrían persistir por más tiempo.** Terpel ha sido una de las compañías que ha tenido más afectaciones producto de la pandemia del COVID-19. De acuerdo con la UPME la demanda de combustibles líquidos cayó en cerca del 59.8% y 44.8% durante los períodos de cuarentena estricta. En este sentido, consideramos que si bien las reaperturas económicas han traído consigo una mejor dinámica en la demanda de combustibles, la incertidumbre sobre la recuperación económica y los posibles cambios regulatorios en la industria resultantes de la crisis podrían traer afectaciones adicionales a los negocios de Terpel.

Sumado a esto, el sector de la aviación ha sido uno de los más afectados como consecuencia de la pandemia generada por el COVID-19. La Asociación Internacional de Transporte Aéreo (IATA, por sus siglas en inglés) ha pronosticado que la recuperación de la industria aérea podría tardar alrededor de 5 años en volver a los niveles reportados en el año 2019. En este sentido, considerando que el sector de aviación es bastante relevante en las operaciones en Colombia y República Dominicana, prevemos unas presiones en el mediano plazo en el volumen de ventas en este segmento específico, que restringirá la recuperación de utilidades de la compañía.

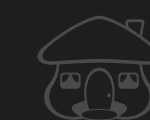
## PROYECCIÓN DE DEMANDA DE GNV (GBTUD)



## PROYECCIÓN DE DEMANDA DE JET FUEL (BPD)







**Competidores pueden seguir tomando cuotas de mercado:** La entrada de la peruana Primax ha significado un reto importante para Terpel. Primax ha logrado consolidarse como un jugador importante en el mercado de EDS en Colombia, Perú y Ecuador, en donde ha complementado sus operaciones con puntos de conveniencia (+220 tiendas), sumado a alianzas estratégicas, como ha sido la de puntos Colombia en alianza con Bancolombia. Esto, le ha permitido ir cumpliendo sus metas de expansión en Colombia, en donde esperan llegar al 50% de participación de mercado para el 2029. En línea con esto, los grandes proyectos de infraestructura que serán realizados en Colombia, tendrán una gran competencia por la presencia de estaciones de servicio por parte de Primax y de Terpel, por lo que consideramos que este tipo de competidores podría tomar cuotas de mercado que afecten la posición de liderazgo de Terpel.

Entendido esto, consideramos que hay que monitorear las estrategias de expansión de Terpel para mantenerse como líder del mercado, sin impactar en gran medida sus márgenes de rentabilidad.

**Apalancamiento presionado por la crisis:** Al cierre del 2T20, las métricas de apalancamiento de la compañía tuvieron un deterioro importante, pasando de un indicador Deuda/EBITDA de 3.0x a un indicador del 5.1x. En este sentido, si bien este aumento en el apalancamiento es resultado de la caída en ingresos y un incremento de la deuda para cubrir necesidades de liquidez en el corto plazo, consideramos que las métricas seguirán presionadas en el corto y mediano plazo, como resultado de una menor generación de flujo de caja por la lenta recuperación de la demanda.

Resaltamos que la última emisión de deuda por parte de la compañía permitió ajustar los vencimientos, resultando en menores presiones en el corto plazo, beneficiando el flujo de caja de la compañía para así poder seguir con sus estrategias de inversión.

**Baja liquidez de la acción podría limitar el potencial de valorización:** La acción de Terpel ha evidenciado una reducción importante en el volumen de negociación, pasando de negociar diariamente en promedio, durante el primer año en la bolsa (2014) ~COP 1,502 mm, a ~COP 176 mm en lo corrido del año 2020. Esto podría mejorar un poco con su ingreso al índice COLCAP, pero consideramos que la baja liquidez de la acción podría limitar su potencial de valorización y la entrada de nuevos inversionistas a este tipo de emisores.



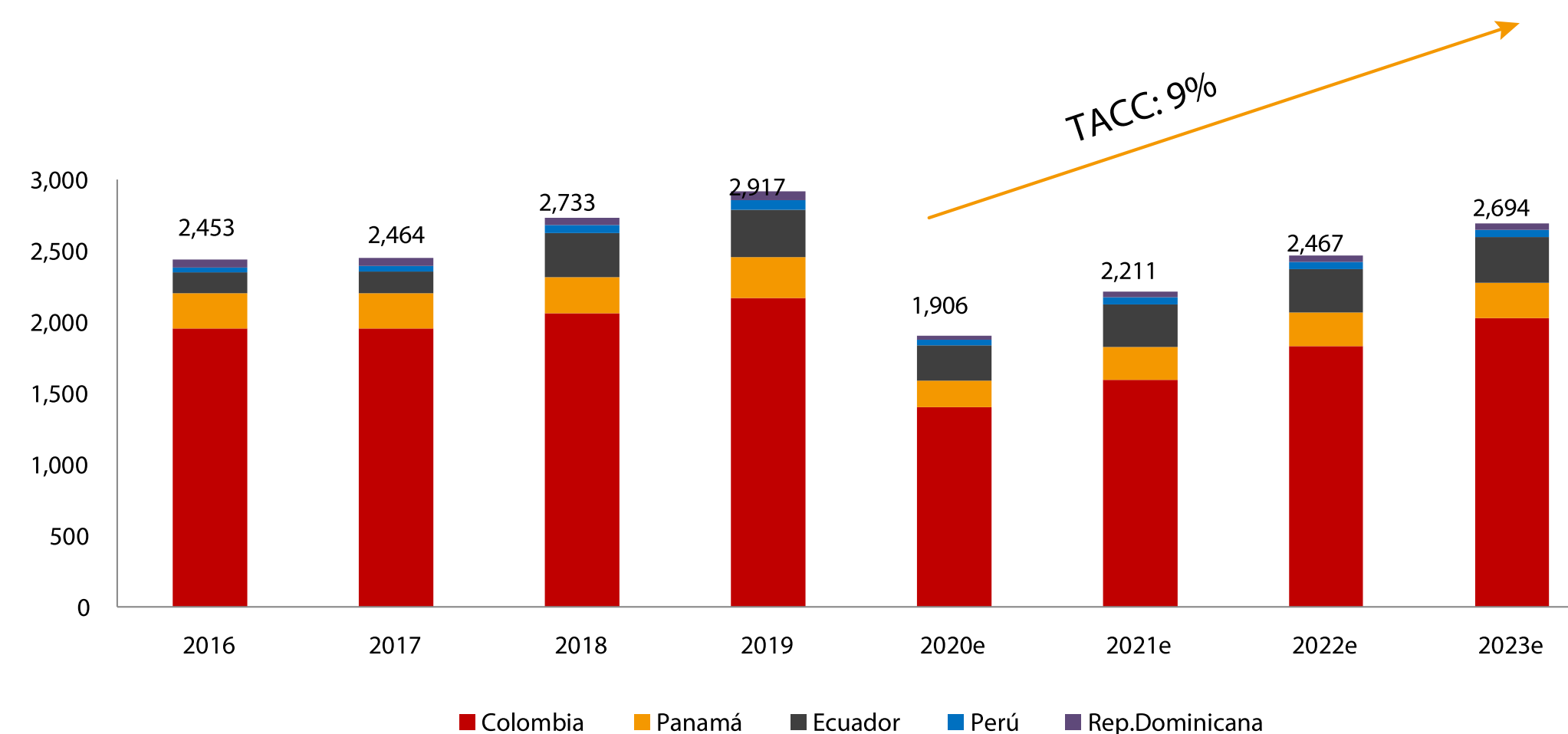
# PROYECCIONES

**Ingresos:** Estimamos ingresos de COP 16.5 bn para 2021, con un crecimiento de 17.1% anual. Dicho crecimiento anual por país sería: i) 16.4% en Colombia, 17.1% en Panamá, 19.7% en Perú, 21.6% en Ecuador y 21.8% en Rep. Dominicana. Resaltamos que el TACC de los ingresos para el período de valoración entre 2020-2029 es de 9.4%.

**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 2021-2029 de 4.5%). Sin embargo sí esperamos fuertes presiones en el EBITDA del año 2020. De esta manera, estimamos que el EBITDA para 2020 y 2021 se ubique en COP 301,545 millones y COP 633,179 millones, con un margen de 2.14% y 3.83%, respectivamente.

**Utilidad Neta.** Proyectamos una utilidad neta de COP 95,059 millones para 2021, que representan un crecimiento importante frente al 2020E (-198,920 mm).

## EVOLUCIÓN VOLÚMENES DE VENTAS (MM GLNS)





# VALORACIÓN

**Metodología.** Para estimar el valor de la acción de la compañía utilizamos dos metodologías: i) Flujo de caja libre, que tiene un peso de 70% en nuestro Precio Objetivo, ii) Valoración por múltiplos de mercado con los múltiplos EV/ EBITDA 2021E y P/U 2021E al que transan los pares de Terpel, con un peso de 10% cada una.

**Flujo de caja libre:** El valor justo 2021FA obtenido es COP 16,175/acción. Los parámetros usados son: WACC de 9.97%, beta de 0.78x, costo del equity (Ke) de 18.5% y perpetuidad de 3.3%.

**Múltiplos de Valoración:** Esta metodología utiliza los siguientes múltiplos: EV/ EBITDA 2021E de 6.3x y P/U 2021E de 9.8x al que transan los pares de Terpel.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración sugiere un Precio Objetivo 2021FA de COP 12,600/acción, que ofrece un potencial de valorización del 44% y un retorno por dividendos del 0%. Considerando los riesgos que enfrenta la compañía producto de la lenta recuperación del sector y sus mayores riesgos frente a otras industrias, hemos reducido nuestra recomendación a SUBPONDERAR.

## RESUMEN VALORACIÓN

Metodología	Peso	P.O 2021
FCL @10%	70%	16,175
EV/EBITDA 2021E @6.3x	15%	3,166
P/U 2021E @9.8x	15%	5,133
Precio Objetivo 2021FA	100%	12,600
Precio de mercado (23/10/20)		8,750
Potencial de valorización		44.0%
Dividendo proyectado (COP)		0
Dividend yield		0.0%
<b>Potencial de retorno total</b>		<b>44.0%</b>

# UNIVERSO DE COMPAÑÍAS BAJO COBERTURA VISIÓN COLOMBIA

## 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.