

Guía

2024

Mercados Financieros

Mercados Financieros

<u>Visión de compañías</u>	05
<u>Banco de Bogotá</u>	09
<u>Bladex</u>	14
<u>Canacol</u>	19
<u>Cementos Argos</u>	24
<u>Corficolombiana</u>	29
<u>Davivienda</u>	34
<u>Ecopetrol</u>	39
<u>El Cóndor</u>	44
<u>Enka</u>	49
<u>Grupo Aval</u>	54
<u>Grupo Energía Bogotá</u>	58
<u>Grupo Éxito</u>	62
<u>ISA</u>	67
<u>PEI</u>	71
<u>Promigas</u>	75
<u>Terpel</u>	80
<u>Anexo: ASG como criterio de valor</u>	85



Es el número de compañías con estrategia en sobreponderar en nuestro universo de cobertura de 16 activos.

Una situación que demuestra el significativo potencial de valor que reside en el mercado accionario colombiano más allá de las consideraciones que merecen tanto la coyuntura como otros aspectos estructurales.

10



Es el retorno total que ofrece el valor justo del Colcap en contraste con los precios actuales de mercado. De lo anterior vale la pena considerar que 48,7% representaría potencial de valorización del patrimonio y 9,4% se explicaría por la rentabilidad del dividendo.

58%



Es el número de emisores deslistados en la BVC desde 2011 y que aún no han sido reemplazados. Para 2024 se esperarían mayores salidas en la medida que se materialicen las OPA vigentes.

97

Ideas Clave

Acciones seguirían afectadas por factores estructurales

Pérdida constante de emisores, ausencia de nuevas colocaciones y bajos niveles de flotante son asuntos críticos. En Colombia, se han deslistado 97 emisores desde 2001 que no se han logrado reemplazar y, de hecho, para 2024 se esperarían mayores salidas en la medida que se materialicen las OPA vigentes.

Coyuntura sería gradualmente más favorable

Sin embargo, se avizoran tiempos más alentadores. Cambio gradual en postura de política monetaria, expectativa de moderación de la agenda de reformas, validación institucional y rol del control político jugarían a favor de un mayor apetito por riesgo. En cualquier caso, 2024 seguiría siendo desafiante.

Esperamos un valor justo para el Colcap de 1.637 puntos

En esta Guía Bancolombia 2024 realizamos cobertura de 16 compañías: 10 con visión de sobreponderar, 4 en subponderar, y 2 en neutral especulativo. Así mismo, tenemos una expectativa de retorno total esperado de 58%, del cual 9.4% se explica vía dividendo.

Ineficiencia del mercado continuaría pesando en valorizaciones

Los precios aquí referidos podrían no materializarse en el corto plazo dado que el mercado accionario local continuaría afectado por factores estructurales y coyunturales.

Colombia, ¿mercado frontera?

MSCI hace una evaluación para clasificar un mercado en función de su desarrollo con base en diversos criterios. De ser reclasificados a categoría de mercado frontera, el mercado local podría experimentar salidas de capitales ya que muchos inversionistas estarían impedidos para invertir en activos con este nivel de riesgo.

ASG como criterio de valor

El MSCI Colcap aumentó su calificación de 6,0 a 6,4 desde nuestra última entrega en noviembre de 2022. En la revisión, tres emisores mejoraron su calificación, dos presentaron disminuciones y se retiró la calificación para Grupo Argos y Cementos Argos. Los tres emisores que recibieron una mejora fueron Ecopetrol, Banco de Bogotá y Canacol.

Acciones Colombia: más allá de los riesgos, un mercado sobredescontado

Acciones seguirían afectadas por factores estructurales, pero coyuntura sería gradualmente más favorable en 2024

Esperamos un valor justo para el Colcap de 1.637 puntos que deja a nuestra cobertura con 10 compañías en sobreponderar, 2 en neutral especulativo y 4 en subponderar para una expectativa de retorno total esperado de 58%.

Los precios aquí referidos podrían no materializarse en el corto plazo dado que el mercado accionario local continuaría afectado por factores estructurales y coyunturales.

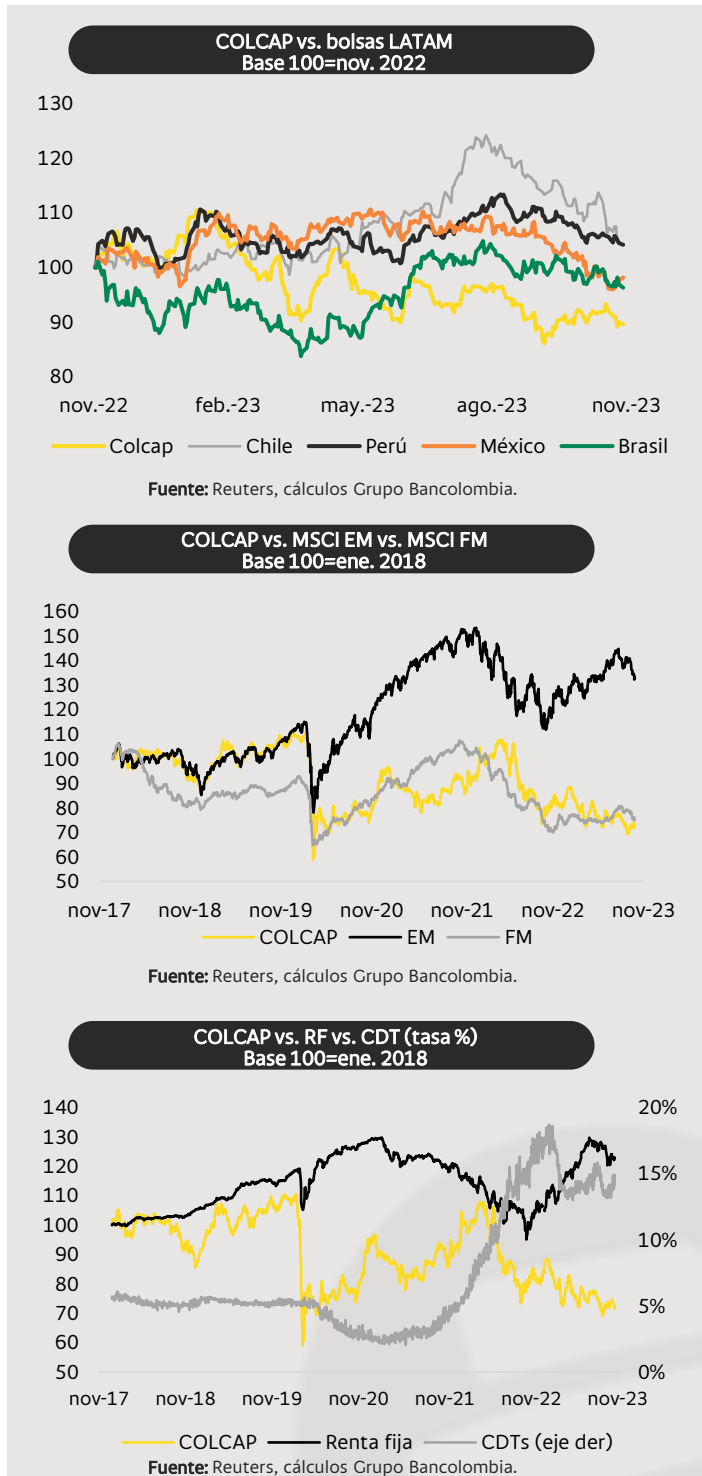
2024 ofrece un escenario no muy diferente al de 2023. Durante el año prevalecería un [contexto financiero ajustado en Colombia, ya que la tasa de referencia bajaría lentamente y se mantendría elevada en el corto plazo](#). Además, por la menor solidez de las finanzas públicas, ante la mayor relación deuda/PIB vs. promedio prepandémico, lo que implica un panorama de mediano plazo más riesgoso para Colombia.

Incertidumbre y gran expectativa por reformas. Los riesgos coyunturales no solo persistirían en 2024, sino que podrían intensificarse ante una reforma pensional que podría eventualmente afectar los volúmenes de negociación (RV y RF) proveniente de las AFP, uno de los mayores protagonistas del mercado.

Sin embargo, se avizoran tiempos más alentadores. Un cambio gradual de la postura de política monetaria, expectativa de moderación en alcance de la agenda de reformas, validación institucional y rol de control político jugarían a favor de un mayor apetito por riesgo. En cualquier caso, 2024 seguiría siendo desafiante.

Una coyuntura desafiante para la renta variable. 2023 fue un año complejo para la renta variable, en general, y para Colombia, en particular, como resultado de una fase de estabilización macroeconómica más lenta que la observada en el mundo con tasas de interés elevadas. A esto se ha sumado una coyuntura de persistencia inflacionaria, que ha constituido un escenario adverso para el consumo, la inversión y la toma de riesgos.

Además, ha sido un año complejo y con alta volatilidad en la renta variable internacional. Con la caída del sector financiero regional en EE.UU. ([informe internacional sector financiero](#)) y el colapso de las inmobiliarias chinas ([informe inmobiliario internacional](#)).



Resumen de nuestra visión

Presión sobre el mercado de capitales se mantendría

Por su parte, Colombia (-14,1% año corrido) ha mostrado un desempeño más débil que el de sus pares regionales y globales, de tal forma que su comportamiento se asemeja más al de un mercado frontera (1,71% año corrido) que al de un emergente (10,6% año corrido). Al respecto vale la pena resaltar la gran expectativa alrededor de la posibilidad de que Colombia sea reclasificada como mercado frontera, algo que explicaremos en detalle en la siguiente sección.

Así mismo, se mantendría la presión en el mercado de capitales. El año 2023 ha estado marcado por los bajos volúmenes de negociación en renta variable, con una caída de 57% anual en compra-ventas. Al finalizar septiembre, el volumen de negociación registró niveles históricamente bajos en una clara muestra de pérdida de atributos esenciales para el buen funcionamiento del mercado: liquidez, profundidad, bajos *spreads* entre *bid* y *offer*, entre otros.

Pérdida constante de emisores, ausencia de nuevas colocaciones y bajos niveles de flotante son asuntos críticos. En Colombia, se han perdido 97 emisores desde 2001 que no se han logrado reemplazar y, de hecho, para 2024 se esperarían mayores salidas en la medida que se materialicen las OPA vigentes.

Según MSCI, Colombia es el mercado accionario con menor número de empresas listadas en la región, con 64, en contraste con 185 en Chile, 175 en Perú y 133 en México. Tras el anuncio del desliste de CLH, se ve con preocupación que en los últimos diez años han salido del mercado de renta variable un total de 27 emisores por fusión, liquidación o cancelación voluntaria. Con Cemex Latam Holdings se habrán ido nueve emisores desde el inicio de la pandemia en 2020: Gas Natural, Tecnoglass, Cartón de Colombia, Avianca Holdings, Coomeva EPS, Familia, Fondo Ganadero del Tolima y Grupo Orbis.

Integración de las Bolsas de Perú (BVL), Chile (BCS) y Colombia (BVC). Es uno de los temas de carácter regional más importantes en la actualidad, debido a que su objetivo promete entregar al mercado y los inversionistas una mayor diversificación y atractivo hacia la región como un todo. Dicha integración traería de igual manera beneficios para intermediarios, inversionistas, emisores y reguladores. Se buscará unir los mercados para competir con los más grandes referentes de LatAm: Brasil (USD386.365 mn) y México (USD182.747 mn), pues los tres países integrados cuentan con un mercado similar en tamaño.

Resumen de precios objetivo y estrategia

Sector	Estrategia		Potencial valorización			Retorno dividendo	Retorno total
	Anterior*	Actual	Mercado 9/11/2023	Fundamental	Var (%)		
Sector Consumo							
Grupo Éxito	-	Subponderar	\$ 3.518	\$ 4.600	30,8%	3,6%	34,4%
Sector Energía							
Grupo Energía Bogotá	Sobreponderar	Sobreponderar	\$ 1.735	\$ 3.245	87,0%	12,6%	99,6%
ISA	Sobreponderar	Sobreponderar	\$ 15.380	\$ 26.010	69,1%	8,1%	77,2%
Promigas	Sobreponderar	Sobreponderar	\$ 4.100	\$ 8.010	95,4%	10,0%	105,4%
Sector Financiero							
Banco de Bogotá	Sobreponderar	Sobreponderar	\$ 24.600	\$ 48.300	96,3%	4,3%	100,6%
Davienda	Subponderar	Sobreponderar	\$ 15.880	\$ 29.700	87,0%	1,4%	88,4%
Grupo Aval	Sobreponderar	Sobreponderar	\$ 450	\$ 680	51,1%	12,0%	63,1%
Bladex USD	Sobreponderar	Sobreponderar	USD 23,5	USD 32,3	37,4%	4,3%	41,7%
Sector Hidrocarburos							
Canacol	Sobreponderar	Neutral Espec	\$ 20.180	\$ 32.960	63,3%	15,9%	79,2%
Ecopetrol	Neutral	Subponderar	\$ 2.350	\$ 2.800	19,1%	14,0%	33,1%
Terpel	Sobreponderar	Sobreponderar	\$ 6.615	\$ 13.522	104,4%	16,8%	121,2%
Sector Construcción							
Cementos Argos	Sobreponderar	Sobreponderar	\$ 4.945	\$ 9.900	100,2%	5,1%	105,3%
Const. El Cóndor	Subponderar	Neutral Espec	\$ 590	\$ 1.520	157,6%	0,0%	157,6%
Corficolombiana	Sobreponderar	Sobreponderar	\$ 12.800	\$ 24.500	91,4%	7,1%	98,5%
Small Caps							
Enka	Subponderar	Subponderar	\$ 18,2	\$ 24,1	32,4%	0,0%	32,4%
PEI	Sobreponderar	Subponderar	\$ 56.540	\$ 84.457	49,4%	2,4%	51,8%
COLCAP			\$ 1.104	\$ 1.637	48,2%	9,8%	58,0%

* Guía Bancolombia 2023.

Colombia, ¿mercado frontera?

De ser reclasificados, el mercado local podría experimentar salidas de capitales ya que muchos inversionistas estarían impedidos para invertir en activos frontera.

¿Qué son los mercados frontera?



Los mercados accionarios están clasificados como desarrollados (EE.UU., Japón), emergentes (México, Rusia) y frontera (Pakistán, Croacia).



Los frontera son aquellos que, por su pequeño tamaño, riesgo o iliquidez, no clasifican como emergentes.



Son atractivos para inversionistas que buscan un alto rendimiento y bajas correlaciones con otros mercados en el largo plazo.

Desempeño de mercados (ene18 = 100)



MSCI hace una evaluación de tres criterios para clasificar un país como desarrollado, emergente o frontera: desarrollo económico, accesibilidad al mercado, y tamaño y requisitos de liquidez. Colombia, como país emergente, cumple con los de desarrollo económico y de accesibilidad al mercado.



Desarrollo económico



Criterios de accesibilidad al mercado



Tamaño y requisitos de liquidez

Ahora bien, para estar en el índice de mercados emergentes el número mínimo de acciones que debe cumplir con ciertos criterios de tamaño y liquidez es tres. Mientras que en 2018 teníamos ocho acciones en el índice, actualmente Colombia solo tiene tres acciones de dos compañías: Bancolombia preferencial, Bancolombia ordinaria e ISA (la acción de Ecopetrol fue excluida en noviembre de 2022).

Bancolombia
PREFERENCIAL

Bancolombia

isa



Tamaño y requisitos de liquidez

La acción de ISA se encuentra en riesgo de no cumplir parte del requisito de liquidez, medido mediante el ATVR (*annualized traded value ratio*): su ATVR en los últimos tres meses (junio-agosto) fue 14,6%, por debajo del umbral de 15%. El 14 de noviembre saldría el anuncio de permanencia o exclusión de ISA del MSCI Global Index.

Ante la pérdida de liquidez del mercado, y la disminución de emisores, no se descarta que se eleve una consulta sobre la clasificación de Colombia como mercado frontera. Esto no implicaría una salida inmediata del índice, sino que se debería esperar hasta el siguiente año para conocer la decisión final, que estaría sujeta a la evolución del mercado hasta marzo de 2024.

Ajustes en tasa de descuento

Metodología de estimación del WACC

En lo corrido de 2023, debido a las presiones inflacionarias, los bancos centrales a nivel mundial aumentaron sus tasas de política monetaria a niveles históricos, disminuyendo la liquidez de los mercados y creando un escenario de desaceleración económica global que, al mismo tiempo, ha incrementado la percepción de riesgo país.

Es por esto que en Bancolombia realizamos unos ajustes a nuestra tasa de descuento, los cuales reflejan el aumento de las tasas de interés, el costo de oportunidad de las compañías y los efectos de la devaluación, pero ajustando a 2029, de forma lineal, dichos factores a tasas estructurales de largo plazo.

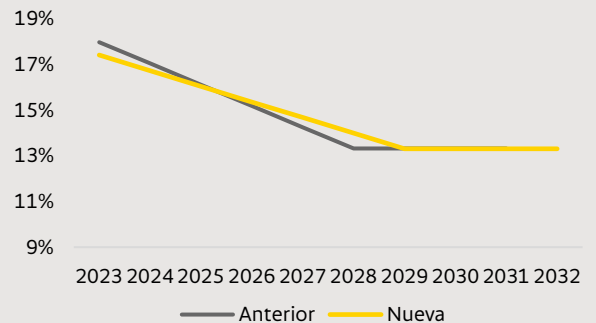
Con base en lo anterior, realizamos los siguientes ajustes a nuestro costo del patrimonio:

Ajustes costo del patrimonio (Ke)

	Anterior		Nueva	
	2024	2029	2024	2029
Tasa libre de riesgo	4.1%	2.3%	4.4%	2.3%
Prima del riesgo (acciones)	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0
Devaluación	1.6%	1.6%	1.9%	1.6%
Prima de riesgo país	4.4%	2.5%	3.4%	2.5%
Ke	17.0%	13.3%	16.7%	13.3%

Fuente: cálculos Grupo Bancolombia.

Proyecciones costo del patrimonio (Ke)



Fuente: cálculos Grupo Bancolombia.

Es importante recordar que nuestras tasas de corto plazo se calculan de acuerdo con la siguiente metodología:

- **Tasa libre de riesgo:** promedio de la línea de tendencia de los bonos del Tesoro a 10 años en el mercado estadounidense desde 1988.
- **Prima de riesgo:** promedio aritmético desde 1988 de la diferencia entre el retorno de las acciones, mediante un promedio de los índices S&P500, Wilshire 5.000 y Russel 2.000 y los bonos del Tesoro en EE.UU.
- **Riesgo país:** promedio aritmético de las líneas de tendencia a 5, 10 y 20 años de los *credit default swaps* para Colombia.
- **Devaluación:** la de corto plazo, obtenida a partir del promedio de la línea de tendencia del último año, y a largo plazo, calculada mediante el diferencial de inflaciones de largo plazo, para Colombia 3,7% y para EE.UU. 2,1%, de acuerdo con las proyecciones de Bancolombia y del FMI.

Adicionalmente, y con el objetivo de ajustar el costo de la deuda de las compañías no financieras, decidimos aplicar la metodología que propone Aswath Damodaran relacionado con una prima por liquidez, cuyo indicador de cobertura de la deuda (EBITDA/intereses) será el determinante para calcular dicha prima.

Prima al costo de la deuda de compañías no financieras

Si el indicador de cobertura de intereses es:		Calificación	Spread
Mayor que	≤ hasta		
-100000	0.499999	D2/D	17.44%
0.5	0.799999	C2/C	13.09%
0.8	1.249999	Ca2/CC	9.97%
1.25	1.499999	Caa/CCC	9.46%
1.5	1.999999	B3/B-	5.94%
2	2.499999	B2/B	4.86%
2.5	2.999999	B1/B+	4.05%
3	3.499999	Ba2/BB	2.77%
3.5	3.999999	Ba1/BB+	2.31%
4	4.499999	Baa2/BBB	1.71%
4.5	5.999999	A3/A-	1.33%
6	7.499999	A2/A	1.18%
7.5	9.499999	A1/A+	1.07%
9.5	12.499999	Aa2/AA	0.85%
12.5	100000	Aaa/AAA	0.69%

Fuente: Aswath Damodaran.

Banco de Bogotá

Luego de la escisión total de BHI, Banco de Bogotá centra su foco en el negocio en Colombia y en Panamá a través de Multibank.

Banco de Bogotá, foco estratégico en Colombia

Sobreponderar, PO COP48.300

Actualizamos nuestra cobertura de Banco de Bogotá con PO para 2024 de COP48.300/acción, que disminuye 13%, desde COP55.500 /acción (PO para 2023), debido el efecto de la venta total de BHI.

Nuestra estrategia se mantiene en sobreponderar, debido a su material potencial de valorización. Estimamos retorno total de 100,6%, que incluye un retorno por dividendos de 4,3%.

A pesar de lo anterior, consideramos que será difícil que dicho precio se materialice en un contexto más riesgoso. Para 2024, anticipamos un entorno de baja demanda, riesgo de un mayor deterioro de la cartera y una menor rentabilidad prevista.

Principales cambios en la valoración

Adicional a los leves cambios en la tasa de descuento de corto plazo, tenemos el ajuste en el beta por la calificación de ASC (5,94%) y la actualización de las variables macroeconómicas, que continúan previendo un panorama económico retardador para 2024.

PO de 2024 incorpora el efecto de la venta total de BHI. Al finalizar 2022, la asamblea de accionistas y la junta directiva de Banco de Bogotá autorizaron la participación en la OPA presentada por Esadinco, por mínimo el 5% y máximo el 25% de las acciones de BHI. Después de dicha operación se adjudicó la venta del 20,89%, de manera que BdeB quedó con un remanente de 4,11% de las acciones, porcentaje que luego fue adquirido por Endor, sociedad también controlada por el accionista mayoritario del grupo.

Entre las principales consideraciones que motivaron al banco a participar en dichas OPA, se centraron en el foco estratégico de la compañía, pues i) BHI dejó de ser una inversión estratégica en la medida que BdeB se centró en fortalecer su operación en el mercado colombiano para incrementar su participación y, así mismo, la rentabilidad, ii) además, el mayor riesgo que implicaba tener presencia en una región como Centroamérica y iii) el 4,11% de participación representaba una participación marginal para BdeB.

Operación de BHI fue realizada a precio justo. De igual manera, es importante tener en cuenta que desde que BHI fue listada, su precio no despegó y en el momento de la OPA el precio de compra ofrecido de COP293 superaba en casi 50% el precio de mercado reportado antes del anuncio, por lo cual consideramos que las operaciones se hicieron a un precio justo y, después de las mismas, no se evidenciaron efectos negativos en la operación de BdeB.

Analista

Andrea Patricia Atuesta Meza
Sector financiero
aatuesta@bancolombia.com.co

Resumen valoración

COP mn	2024E
Patrimonio negocio bancario	10.612.275
VP ingreso residual	621.401
VP valor terminal	1.852.478
Corficol	2.879.424
Otros	22.881
Valor Banco de Bogotá	15.988.459
Acciones en circulación (mn)	331
Precio objetivo	48.300
Precio cierre (9/11/2023)	24.600
Potencial de valorización	96,3%
Retorno del dividendo	4,3%
Retorno total	100,6%

Fuente: Banco de Bogotá, cálculos Grupo Bancolombia.

Activos del emisor vs Colcap (ene18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

Banco de Bogotá: balance de riesgos

Crecimiento de cartera apalancado en desinversión de BHI

Tesis de inversión

Pagos por OPA han favorecido solvencia y apalancado crecimiento de participación de mercado. Los pagos por COP2,6 bn (OPA por el 20,9%) y COP519,9 mil mn (OPA por el 4,1%), hechos por Esadinc y Endor, respectivamente, le dieron una mayor liquidez a la compañía y ha apalancado el crecimiento de la cartera (12,9% a/a), el cual se mantiene superior frente a la industria (+7,4% a/a), esto al mismo tiempo ha hecho que el banco haya ganado 60 pb de participación de mercado frente a 2022. De igual manera, impactó favorablemente los indicadores de solvencia de BdeB, los cuales han mejorado en 2023, y sus indicadores de liquidez, que se mantienen superior al mínimo regulatorio. Esto le permitirá continuar apalancando el crecimiento en los siguientes años, en un contexto de bajo crecimiento económico, inflación elevada y altas tasas de interés, que podría empezar a cambiar gradualmente.

Aunque la cartera total crecerá moderadamente, el avance nominal de 2% será superior al crecimiento de la economía, que será muy bajo para 2024. Para este mismo periodo, el banco espera una leve mejoría y que el ciclo de deterioro de la cartera se frene, así como la inflación. En este orden de ideas, el NIM se acercaría a 5,4% en la medida que las tasas de interés bajen. En cuanto a la rentabilidad, mejoraría frente al cierre de 2023 (+400 pb), ubicándose en 10,2%, y mantendría inferior al histórico prepandemia.

Riesgos

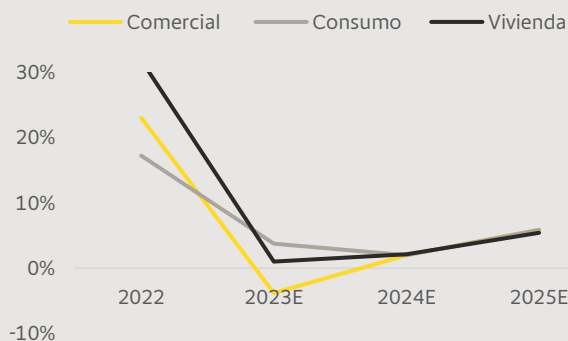
Gradualidad en expectativa de reducción de tasas plantea un escenario retador para el NIM.

Entorno de bajo crecimiento afectaría el avance y la calidad de la cartera y, con ello, la perspectiva de utilidades. Un mayor deterioro de la cartera, impactada por una baja actividad económica y altas de interés, seguiría impactando la demanda de crédito en todos los segmentos, además de los márgenes y rentabilidad de los bancos.

Impactos ASC

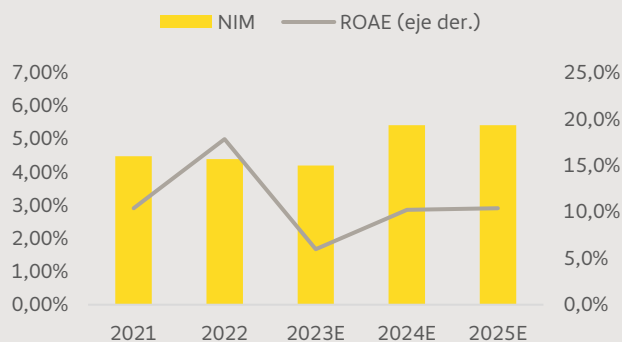
De acuerdo con el MSCI, a septiembre de 2023 Banco de Bogotá mantiene una calificación ASC BBB, la cual mejoró en octubre de 2022 desde BB a BBB, debido a la mejora en el pilar social, donde se destaca su desarrollo de capital humano. Su calificación ajustada es inferior a la del índice Colcap, por lo que incorporamos un impacto en su precio objetivo a través de una prima en el beta de 5,94% (-136 pb), que implica un descuento de 4,7% en el PO.

Crecimiento de la cartera por segmento (var. % nominal anual)



Fuente: Banco de Bogotá, cálculos Grupo Bancolombia.

NIM (%) vs. ROAE consolidado (%)



Fuente: Banco de Bogotá, cálculos Grupo Bancolombia.

Sensibilidad PO a variaciones en el Ke y escenario base de cartera

% escenario base cartera Colombia	Var. Ke (%)				
	0,6%	0,3%	0%	(0,3%)	(0,6%)
95%	41.700	43.200	44.800	46.500	48.200
90%	43.400	45.000	46.600	48.300	50.200
100%	45.000	46.600	48.300	50.100	52.000
105%	46.400	48.000	49.800	51.700	53.600
110%	47.700	49.400	51.200	53.100	55.200

Fuente: cálculos Grupo Bancolombia.

Estados financieros

Estado de resultados

COP mn	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Ingresos financieros	12.375.221	13.368.227	6.630.256	9.293.001	13.734.560	13.313.492	12.026.452
Gastos financieros	4.879.513	5.111.894	2.343.137	4.597.771	8.933.274	6.997.633	5.689.968
Ingreso neto por intereses	7.495.708	8.256.333	4.287.119	4.695.230	4.801.287	6.315.859	6.336.485
Provisiones	2.625.595	4.307.876	1.783.062	1.362.386	2.122.100	2.590.378	2.505.237
Utilidad neta	2.766.450	2.197.908	2.413.560	2.807.922	929.059	1.682.156	1.784.669

Balance general

COP mn	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Cartera bruta	116.483.706	135.845.474	82.065.498	100.570.309	98.974.284	100.967.412	103.277.275
Comercial	67.440.646	79.234.339	54.453.253	67.018.194	64.483.023	65.764.941	67.247.013
Consumo	33.440.079	37.149.055	18.547.298	21.747.435	22.566.574	23.020.806	23.547.177
Vivienda	15.199.012	19.095.112	8.750.596	11.539.340	11.656.168	11.908.188	12.203.960
Total activos	175.019.580	208.268.384	232.334.895	137.873.837	136.859.124	140.061.170	143.343.813
Depósitos	117.794.986	147.287.463	76.861.520	88.027.472	91.094.783	92.929.235	95.055.206
Total pasivo	153.159.578	185.769.784	206.995.924	122.063.277	121.121.796	123.013.310	125.184.146
Total patrimonio	21.860.002	22.498.601	25.338.970	15.810.560	15.737.328	17.047.860	18.159.667

Múltiplos y razones financieras

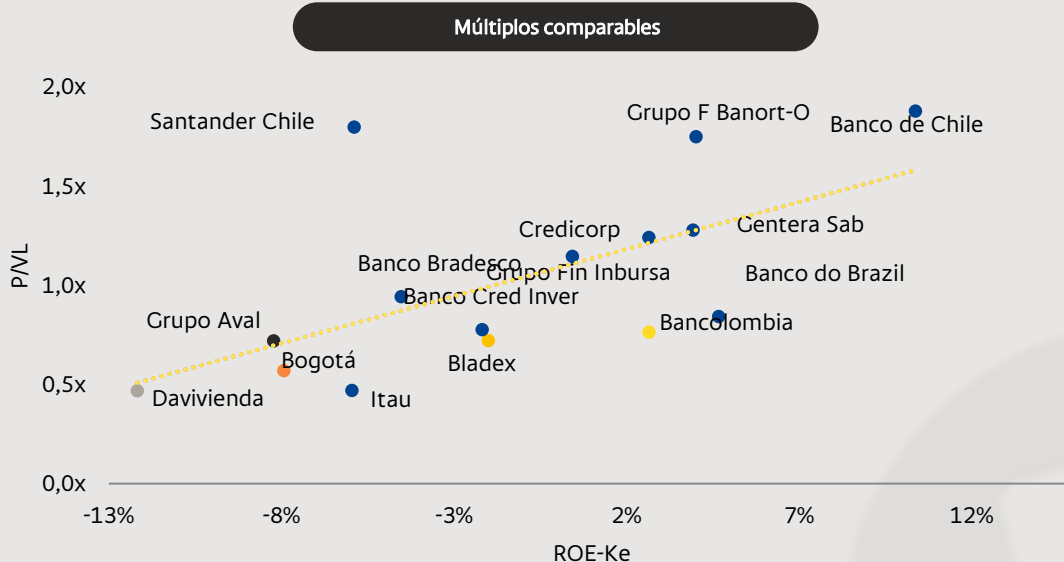
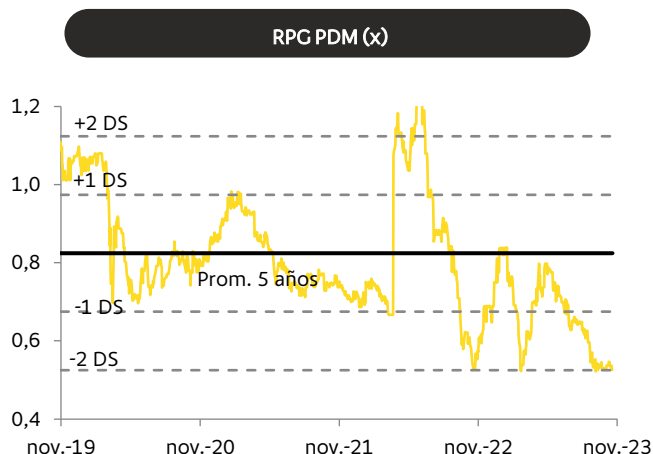
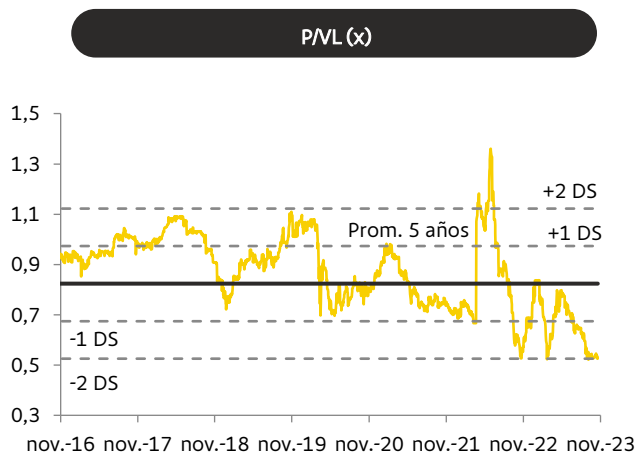
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
NIM (%)	5,73%	4,99%	4,47%	4,38%	4,19%	5,41%	5,38%
ROAE (%)	14,2%	10,4%	10,4%	17,8%	6,0%	10,2%	10,2%
Eficiencia (%)	51,5%	49,8%	40,0%	41,2%	54,2%	43,2%	42,9%
Costo de riesgo (%)	2,3%	3,2%	2,17%	1,4%	2,1%	2,6%	2,4%

Fuente: Banco de Bogotá, cálculos Grupo Bancolombia.

Múltiplos de mercado

Banco de Bogotá, con descuento frente a sus pares regionales

Al momento de este informe, el valor de mercado de Banco de Bogotá da cuenta de cómo las cifras financieras se han visto impactadas por la coyuntura económica actual, en un entorno de altas tasas de interés, inflación y desaceleración del crédito. Lo anterior reflejado en un P/VL como P/U que se ubican en niveles mínimos, teniendo en cuenta la fuerte caída en el precio de cotización. El P/VL (0,53x) se ubica en un nivel inferior a la media de los últimos 5 años (0,82x) mientras que el RPG alcanza 24,6x, superior a la medida de los últimos cinco años (6,64x), teniendo en cuenta las menores utilidades reportadas durante 2023. A pesar de que Banco de Bogotá cuenta con un ROE de 8,8%, notablemente inferior frente al promedio de sus comparables (14,9%), el PVL al cual está negociando de 0,57x ubica al activo por debajo de la línea de regresión, lo que evidencia un fuerte descuento frente a los activos comparables de la región.



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.



Su crecimiento supera ampliamente las expectativas de su plan estratégico en un menor plazo de lo esperado.

Bladex, resultados positivos continúan reflejando los avances del plan estratégico

Sobreponderar, PO USD32,3

Actualizamos nuestra cobertura de Bladex con un aumento de 7,2% en nuestro PO para 2024, hasta COP32,3/acción, desde COP30,1 /acción (PO para 2023). Así, se estima un retorno total de 41,5%, del cual 4,3% está explicado por el retorno del dividendo.

Nuestra estrategia se mantiene en sobreponderar, dado su alto potencial de valorización frente al S&P (17%), el cual se ha materializado en los últimos meses con la subida del precio de la acción, efecto de los buenos resultados de la compañía durante 2023, en un contexto económico retador e incierto a nivel regional.

A nuestro juicio Bladex seguirá sorteando con éxito la actual coyuntura de incertidumbre regional basado en cuatro pilares: i) alto nivel de rentabilidad esperada para los próximos años, ii) cartera atomizada en todos los países de LatAm pero concentrada en industrias muy estables, como la de servicios financieros, iii) una política de dividendos de USD1 por acción, que se ha mantenido en los últimos años, independiente de los resultados, y iv) un plan estratégico focalizado en rentabilidad, crecimiento y expansión en otras líneas de negocio.

Principales supuestos en la valoración

Nuestra valoración contempla el cumplimiento del plan estratégico. Los resultados del 3T23 continúan reflejando los avances del plan estratégico, que han superado las expectativas de la compañía. Con una utilidad neta que alcanzó USD45,8 mn (+70% a/a; +23% t/t), cuyo desempeño fue impulsado por la tendencia positiva de los ingresos por intereses y la generación de comisiones por el negocio de sindicación y cartas de crédito. Así, finalizó el 3T23 con un ROE que se mantuvo en niveles doble dígito (16%) por quinto trimestre consecutivo.

Esperamos que la demanda de crédito continúe moderada en 2024 pero crecería a un mayor ritmo frente a 2023. Lo anterior en línea con un escenario de desaceleración económica de la región, incertidumbre política, debilidad de las monedas, inflación que cede y tasas de interés que se mantendrían elevadas a pesar de empezar a ajustarse.

Luego de la expansión prevista del NIM para 2023 debido a los sólidos resultados de este año, en 2024 esperamos que continúe aumentando debido a unas tasas de interés de la Fed que se mantendrían elevadas, de manera que las utilidades de la compañía seguirían creciendo y el ROE se mantendría en niveles de doble dígito.

Analista

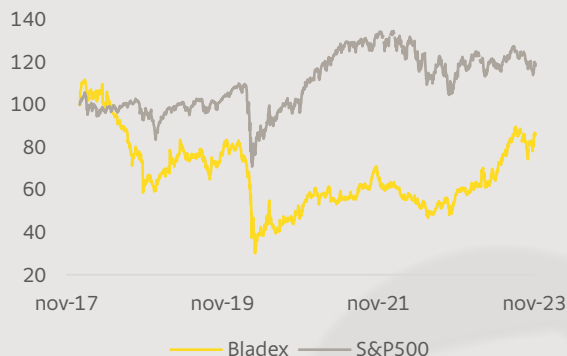
Andrea Patricia Atuesta Meza
Sector financiero
aatuesta@bancolombia.com.co

Resumen valoración

USD 000	2024E
Patrimonio	1.458.487
VP ingreso residual	-198.378
VP valor terminal	-88.153
Valor Bladex	1.171.955
Acciones en circulación (mn)	36.325
Precio objetivo USD	32,3
Precio cierre (9/11/2023)	23,5
Potencial de valorización	37,4%
Retorno del dividendo	4,3%
Retorno total	41,7%

Fuente: Bladex, cálculos Grupo Bancolombia.

Activos del emisor vs S&P 500 (ene18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

Bladex: balance de riesgos

Modelo de negocio distintivo vs. naturaleza de corto plazo en cartera

Tesis de inversión

Continuamos viendo en Bladex un interesante caso de inversión en el que se resaltan las particularidades como banco de segundo piso, con un negocio diferenciado, baja competencia y diversificación regional, además de consolidarse como un vehículo de bajo riesgo a la dinámica comercial Latinoamericana. En este confluyen un significativo descuento frente a su valor justo y una opción libre para capitalizar el potencial de crecimiento que se derivaría del proceso de *reshoring* en LatAm.

Modelo de negocio distintivo. Tiene una cartera de corto plazo, único banco en la región con franquicia especializada en financiamiento comercial, cero exposición en *retail*, algo clave en una región más riesgosa como LatAm. Se caracteriza por mantener una adecuada gestión de gastos que le permite operar con niveles de eficiencia inferiores al 30%.

Retorno del dividendo en dólares de 4%. Teniendo en cuenta el pago de dividendos histórico, y que en los últimos tres años se ha mantenido en USD1 por acción, se traduce actualmente en un retorno de dividendos en USD superior al 4%. No obstante, no consideramos que sea un vehículo de gran crecimiento.

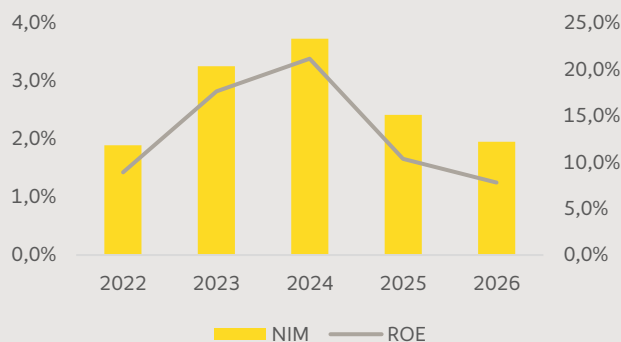
Bladex se negocia a un múltiplo P/BV de 0,67x, muy cercano al promedio de los últimos 5 años de 0,60x, de manera que no reconoce su valor en libros y tendría mayores oportunidades de valorización en el mercado.

Riesgos

Naturaleza de corto plazo en cartera. El principal riesgo a tener presente en Bladex es la naturaleza de corto plazo de la cartera del banco. Es por esta razón que nuestra valoración simula una pérdida súbita de crecimiento (-4%) en 2025.

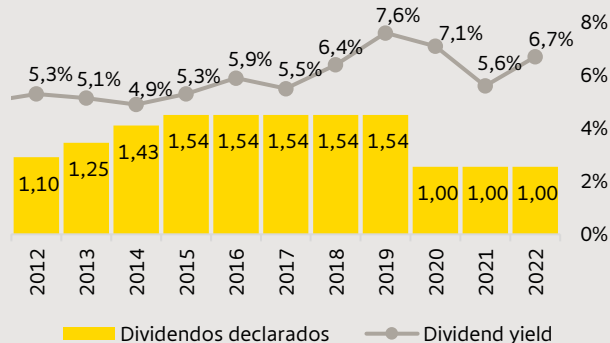
El principal riesgo asociado a esta compañía va de la mano de una **desaceleración económica mayor a lo esperado en LatAm**. Una desaceleración mayor de lo esperado en el comercio exterior (importaciones y exportaciones) y, por ende, en la demanda de crédito por parte de sus clientes podría llevar a cambios adversos en nuestra valoración.

NIM (%) vs. ROE (% eje der.)



Fuente: Bladex, cálculos Grupo Bancolombia.

Retorno del dividendo histórico (%)



Fuente: Bladex, cálculos Grupo Bancolombia.

Sensibilidad PO a variaciones en el Ke y escenario base de cartera

% Escenario base cartera Colombia	Var. Ke (%)				
	0,6%	0,3%	0%	(0,3%)	(0,6%)
95%	17,9	19,1	20,3	21,6	22,9
90%	23,3	24,7	26,3	27,9	29,7
100%	28,6	30,4	32,3	34,3	36,4
105%	34,0	36,1	38,3	40,6	43,2
110%	39,4	41,7	44,3	47,0	49,9

Fuente: cálculos Grupo Bancolombia.

Estados financieros

Estado de resultados

USD 000	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Ingresos financieros	273.682	180.973	140.883	332.621	670.717	735.730	687.982
Gastos financieros	164.167	88.523	54.101	184.610	415.371	408.833	468.934
Ingreso neto por intereses	109.515	92.450	86.782	148.011	255.347	326.897	219.048
Ingresos por comisiones y otros	15.647	10.418	2.328	19.521	38.527	52.304	34.165
Provisiones	(430)	1.464	18.298	19.791	22.597	21.509	22.373
Utilidad neta	85.553	63.297	61.955	92.040	202.094	289.943	160.614

Balance general

USD 000	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Cartera bruta	5.892.997	4.911.397	5.734.605	6.763.000	6.994.971	7.640.116	8.054.442
Total activos	7.249.666	6.288.898	8.038.111	9.283.910	10.294.565	11.261.027	13.034.125
Depósitos	2.893.555	3.140.875	3.037.457	3.205.386	4.068.699	4.037.270	4.256.212
Total pasivo	6.233.499	5.250.978	7.046.321	8.214.563	9.088.753	9.802.541	11.452.184
Total patrimonio	991.790	1.069.347	991.790	1.069.347	1.205.813	1.458.487	1.581.940
Pasivos + Patrimonio	7.249.666	6.288.898	8.038.111	9.283.910	10.294.565	11.261.027	13.034.125

Múltiplos y razones financieras

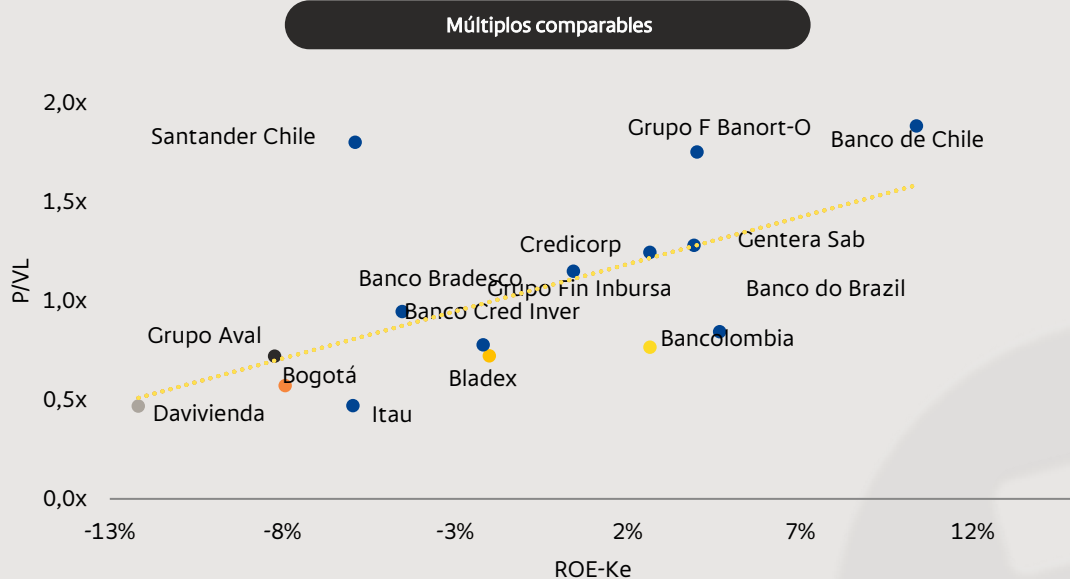
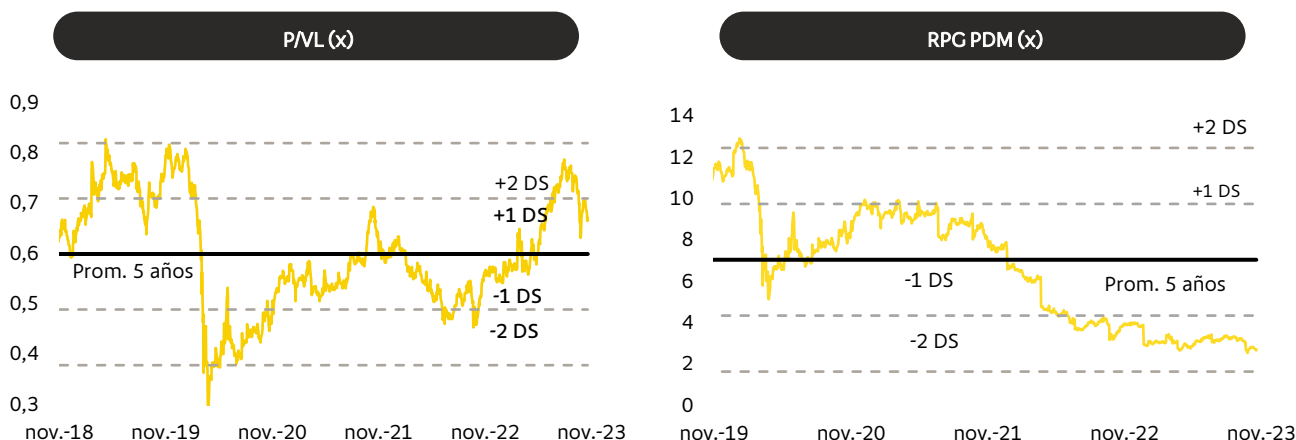
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
NIM (%)	1,91%	1,84%	1,46%	1,89%	3,25%	3,72%	2,41%
ROAE (%)	8,5%	6,2%	6,1%	8,9%	17,6%	21,1%	10,4%
Eficiencia (%)	32%	38%	38%	33%	23%	18%	28%

Fuente: Bladex, cálculos Grupo Bancolombia.

Múltiplos de mercado

Bladex sigue con descuento a pesar de sus buenos resultados en 2023

Al comparar los múltiplos de Bladex frente a los bancos de la región, la acción de Bladex se mantiene negociando a un PVL de 0,72x, con un ROE al cierre de 2022 de 13,6%, el cual se mantiene inferior al promedio de los bancos de la región (14,5%) y lo ubica por debajo de la línea de regresión. Esto implica que el activo actualmente se estaría negociando todavía con un amplio descuento. Es importante mencionar que, luego de la implementación del plan estratégico, la compañía ha mejorado notablemente sus índices de rentabilidad, con un ROE en doble dígito por cinco trimestres consecutivos.



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.



La historia de valor contada al mercado por más de dos años cambia radicalmente; Canacol canceló el contrato de venta de gas con EPM para 2026 y, con ello, se derrumba una tesis de inversión que genera una fuerte caída en nuestro precio objetivo y visión de la compañía.

Canacol elimina su principal fuente de valor

Neutral Especulativo, PO COP32.960

Actualizamos nuestra cobertura de Canacol Energy con una disminución de 60,6% en nuestro PO para 2024, hasta COP32.960/acción desde COP83.750/acción (PO para 2023). Así, se estima un retorno total de 79%, que incluye un retorno por dividendos de 15%.

A pesar de lo anterior, nuestra estrategia es neutral especulativo dados los desarrollos recientes en materia de proyectos y porque desconocemos las implicaciones legales que pueda tener la decisión de cancelación del contrato con EPM.

La fuerte reducción de nuestro precio objetivo se debe a:

- La cancelación del contrato con EPM, que disminuye en 31% el EBITDA calculado para 2026-2033,
- un incremento en el costo de descubrimiento y desarrollo de reservas y
- una visión más conservadora de los volúmenes de venta en el largo plazo.

Con su decisión, Canacol ha eliminado el proyecto eje de su crecimiento y principal historia de valor y argumento de cara al mercado por alrededor de dos años. Lo anterior se suma a problemas de producción y cumplimiento de algunos contratos de venta de gas firmados previamente, que fueron dados a conocer por medios de prensa nacionales.

A nuestro juicio estos eventos corporativos pueden constituir un desgaste comercial y de confianza en la compañía.

Otros cambios en la valoración

El WACC se mantuvo prácticamente inalterado en 11,9%, cuando en nuestro modelo anterior era del 11,8%. La prima en el beta ASG fue de 1,25%.

La visión de precios del gas de largo plazo se mantiene positiva, pero sin cambios relevantes, ya que consideramos que Colombia está viviendo presiones significativas en el mercado por la coyuntura climática de El Niño. Asumimos un *capex* de largo plazo de USD105 mn anuales para el reemplazo de las reservas y demás proyectos de la compañía.

Analista

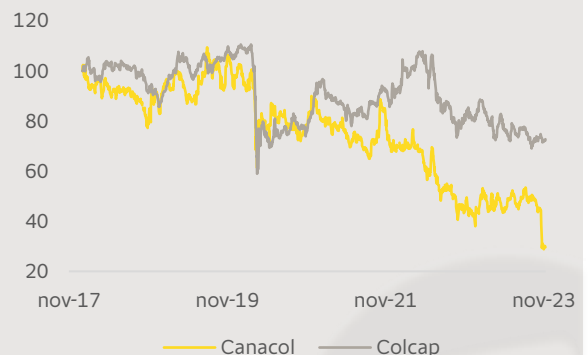
Ricardo Andrés Sandoval Carrera
Sector petróleo y gas
rsandova@bancolombia.com.co

Resumen valoración

COP mn	2024E
∑ FCD USD miles	414.677
Reservas gas natural Bcf	357
Múltiplo (FCO / venta gas BCF)	2.965
Valor Terminal Reservas	1.058.605
VP Valor Terminal Reservas	389.698
Valor Empresa	804.374
Deuda Neta	540.524
Valor Patrimonio	263.850
Opciones y Acciones en Circulación	34.994
Precio Objetivo USD	7,54
TRM	4.310
Precio Objetivo COP	32.960
Precio cierre (9/11/2023)	20,180
Dividendos esperados 2024	3.205
Retorno total	79,2%

Fuente: Canacol, cálculos Grupo Bancolombia.

Activos del emisor vs. Colcap (ene. 18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

Canacol: Balance de Riesgos

Riesgos jurídicos y reputacionales vs posicionamiento estratégico

Tesis de inversión

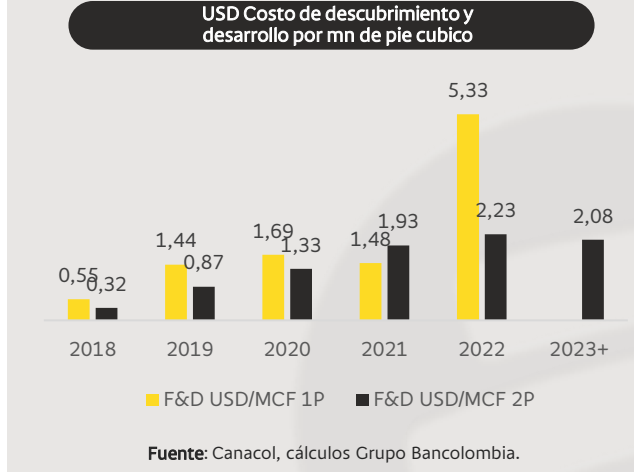
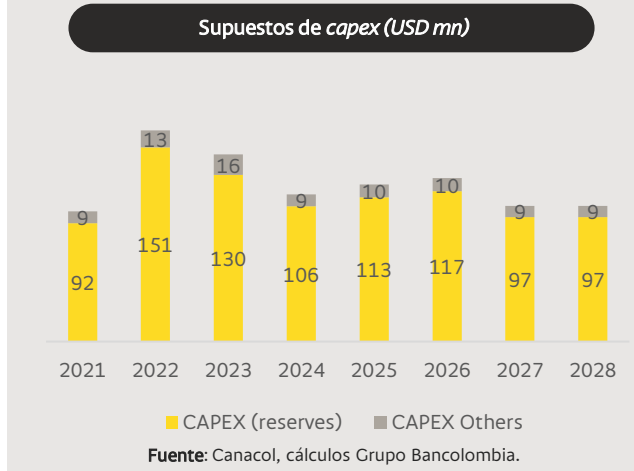
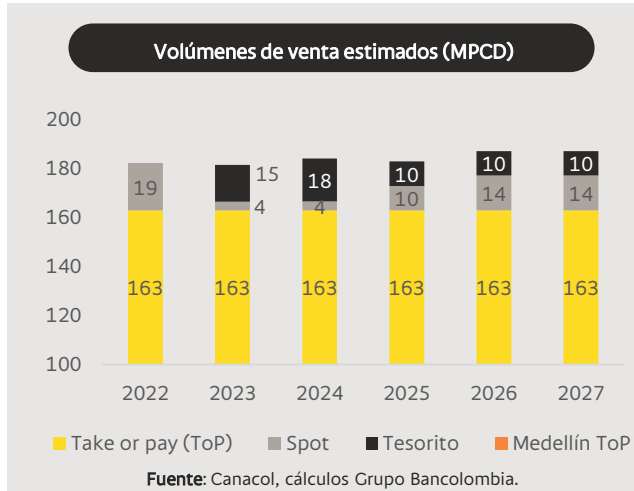
Complejo panorama de gas en Colombia favorece la compañía. Según Ecopetrol y la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME), los primeros pies cúbicos de gas provenientes del *offshore* colombiano llegarían para 2028, de darse un exitoso desarrollo comercial. No obstante, la demanda de gas en el país puede comenzar a superar la oferta a partir de 2026, por lo que existiría un espacio donde las importaciones de gas serían relevantes y, por ende, tendríamos un escenario de precios altos.

Estrategia de venta *take-or-pay* con altos márgenes de rentabilidad facilita la generación de caja. Estimamos que Canacol continuará con un margen EBITDA del 72% en el mediano/largo plazo, mientras que para finales de 2023 y primer semestre de 2024 los altos precios de gas darían un impulso extra. Adicionalmente, la estrategia de ventas en contratos *take-or-pay* mantendría un peso importante (75% aprox.), lo que significa ventas constantes. Sin embargo, en el corto plazo la compañía anunció el vencimiento de contratos por 30 mpcgd en noviembre de 2023 que no serán renovados para aumentar su exposición al mercado *spot* y los altos precios.

Riesgos

Incremento en el costo de descubrimiento y desarrollo de nuevas reservas. El anuncio de cancelar el proyecto a Medellín estuvo acompañado de nuevas campañas exploratorias en cuencas sin una experiencia previa relevante: Bolivia y VMM. El principal riesgo del contrato con EPM eran las reservas de gas para responder por el contrato, dado que su historia de valor estuvo en la confianza en su portafolio de recursos. Pero los últimos dos periodos 2021-2022 los reportes de reservas expusieron incrementos del costo F&D (ver gráfico).

Riesgos jurídicos y reputacionales por cancelación de contrato con EPM se suman a problemas operacionales de producción y pleitos pasados. A pesar de lo comunicado al mercado, EPM expresó estar evaluando los caminos legales a seguir. Además, en agosto medios de comunicación dieron a conocer problemas entre Canacol y algunos clientes industriales por restricciones en la producción de gas. Finalmente, en septiembre de 2020, Promigas demandó a Canacol por la cancelación unilateral de un contrato de transporte. Así, en los últimos tres años, Canacol ha enfrentado pleitos con sus proveedores de servicios, clientes y potenciales clientes.



Múltiplos: caída de acción por cambio en tesis de inversión se refleja en valor relativo

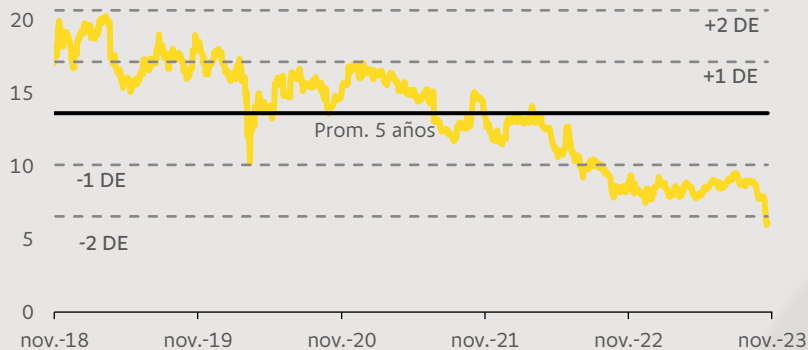
Múltiplos en mínimos históricos

La fuerte caída de la acción ha llevado a los múltiplos a transar en mínimos históricos al igual que el precio de la acción. Estimamos la relación EV/EBITDA se ubicaría en 3,1x en el múltiplo *forward* 2024; así, en la comparación global observamos que sus pares comparables estarían transando de manera similar a pesar de la fuerte caída de la acción.

En cuanto a la comparación histórica, el múltiplo se encuentra en su mínimo.

Compañía	País	Market cap (USDmn)	RPC (x)			EV/EBITDA (x)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
Latam								
Canacol	Colombia	169	1,8x	2,6x	3,5x	3,7x	3,2x	3,1x
Promedio Latam			1,8x	2,6x	3,5x	3,7x	3,2x	3,1x
Global								
Surge Energy	Canada	619	3,4x	9,4x	4,8x	6,2x	3,3x	2,9x
Advantage Oil & Gas	Canada	1.152	5,4x	16,1x	8,8x	4,8x	4,9x	4,5x
Tamarack Valley Energy	Canada	1.571	6,0x	15,4x	6,3x	4,9x	3,5x	2,9x
Kelt Exploration	Canada	1.023	6,2x	15,7x	10,3x	5,3x	5,0x	3,7x
Frontera Energy	Canada	698	2,9x	5,4x	4,2x	2,6x	2,3x	2,0x
Promedio Global			4,8x	12,4x	6,9x	4,8x	3,8x	3,2x
US								
Gran Tierra energy	EE.UU.	203	2,6x	-	4,3x	1,7x	1,8x	1,8x
Promedio US			2,6x	N/A	4,3x	1,7x	1,8x	1,8x
Promedio Total			4,4x	12,4x	6,4x	4,2x	3,5x	3,0x

EV/EBITDA PDM



Fuente: Reuters; Canacol; Grupo Bancolombia

Estados financieros

Estado de resultados

USD miles	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Ingresos	310.544	335.711	304.755	307.355	294.947
Utilidad Operacional	105.283	125.424	139.468	148.841	129.805
EBITDA	173.030	193.990	220.987	226.641	213.520
Utilidad neta	15.177	147.270	62.428	45.424	23.429
Margen operacional	34%	37%	46%	48%	44%
Margen EBITDA	56%	58%	73%	74%	72%
Margen Neto	5%	44%	20%	15%	8%
UPA	0,09	4,32	1,83	1,33	0,69
Dvd/acción	0,15	0,77	0,77	0,77	0,77
Acciones (mn)	176.167	34.111	34.111	34.111	34.111

Balance general

USD miles	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Caja	138.523	58.518	78.331	72.416	78.845
Activos	843.760	1.014.848	1.098.944	1.116.848	1.126.425
Deuda total	512.572	512.181	618.907	621.746	625.048
Pasivos	658.629	722.908	770.919	769.611	781.971
Patrimonio	185.131	291.940	328.025	347.237	344.454
Pasivos+Patrimonio	843.760	1.014.848	1.098.944	1.116.848	1.126.425

Múltiplos y razones financieras

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Capitalización de mercado	475.676	258.669	167.382	166.994	161.377
Deuda Neta	374.049	453.663	540.576	549.330	546.202
EV	849.725	712.332	707.958	716.323	707.579
RPG (X)	1,3x	1,8x	2,7x	3,7x	6,9x
EV/EBITDA (X)	4,9x	3,7x	3,2x	3,2x	3,3x
P/VL (X)	2,6x	0,9x	0,5x	0,5x	0,5x
Net Debt/EBITDA (X)	2,2x	2,3x	2,4x	2,4x	2,6x



Una nueva etapa comienza para la compañía tras un acuerdo de combinación de negocios en EE.UU. con Summit Materials, que evidencia que el mercado subvalora lo que cualquier proyección de flujos, por pesimista que sea, demuestra es muy superior.

Cementos Argos: el mayor accionista de Summit Materials

Sobreponderar, PO COP9.900

Actualizamos nuestra cobertura de Cemargos con un PO de COP9.900 por acción para 2024 y estrategia de sobreponderar. Así, el activo ofrece un retorno total de 110% en el que 5,1% estaría explicado por el dividendo. Nuestro PO es 43.5% superior a nuestro PO de COP6.900 para 2023.

Nuestra valoración incluye un ejercicio de flujo de caja libre descontado para la operación de Colombia + Centroamérica y Caribe. Además, valora la porción de Summit en manos de Cemargos a USD32,8 por acción (promedio últimos 30 días).

Vale la pena resaltar que este es un valor referido a la noción de precio justo y no incorpora ningún tipo de descuento de mercado, factor por el que su materialización está sujeta a las condiciones en que éste continúe operando.

En cualquier caso, debe considerarse que los cambios en el caso de inversión podrían alentar una mejor valoración y aplicar un descuento de mercado sería posiblemente arbitrario.

Nuestros cálculos con cifras ex-ante indican que el valor patrimonial del nuevo Cemargos ex-Argos North America sin desapalancar es de aproximadamente COP2.400 por acción. Este valor no incluye la reducción de deuda que se espera por los recursos líquidos que le ingresarán a Cemargos.

Nuestros cálculos con cifras ex-post indican que el valor patrimonial del nuevo Cemargos ex-Argos North America es de aproximadamente COP4.800 por acción. Este valor incluye la reducción de deuda de USD500 mn, que se espera por los recursos líquidos que le ingresarán a Cemargos.

En ambos casos tenemos que reconocer que son valores sujetos a posibles ajustes dado el estado de la información disponible.

El valor reconocido por Summit Materials en Argos North America, extrapolado al valor patrimonial en Cemargos es de aproximadamente COP7.430 por acción. Este valor incluye los USD500 mn con que se desapalancará la operación ex-North America y acciones de Summit a USD 36 por acción. Lo anterior evidencia el significativo potencial que, desde tiempo atrás, se advertía poseía la acción y el caso de inversión de Cemargos. Es tal vez también el caso de muchos activos en el mercado accionario colombiano y del material descuento que les imprime en la actualidad, algo desalineado de las valoraciones por flujos.

Analistas

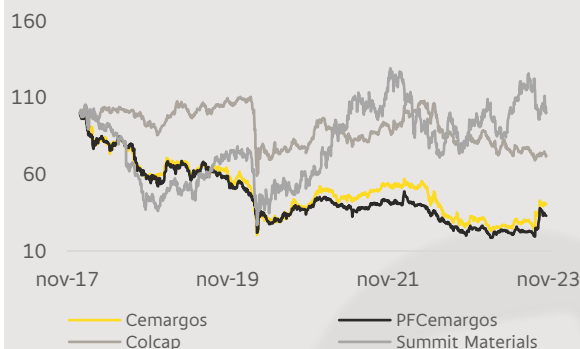
Juan Camilo Dauder Sánchez
Gerente renta variable
jdauder@bancolombia.com.co

Resumen valoración

COP mn	2024E
EV - Ex Norteamérica	6.509.401
Deuda neta	-769.563
Interés minoritario	-424.420
Ajuste leases	-1.158.163
Portafolio	9.465.182
Grupo Sura	900.873
Summit	7.514.567
Otros	1.049.742
Valor patrimonio	13.622.437
Acciones en circulación (mn)	1.380
Precio objetivo	9.900
Precio cierre (9/11/2023)	4.945
Potencial de valorización	100,2%
Retorno del dividendo	5,1%
Retorno total	105,3%

Fuente: Cemargos, cálculos Grupo Bancolombia.

Activos del emisor vs. Colcap (ene. 18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos por Grupo Bancolombia.

Cemargos: balance de riesgos

Alto potencial fundamental y coyuntura retardora en la construcción

Tesis de inversión

Potencial fundamental. Un castigo considerable frente a su precio justo, sobredimensionado para la realidad económica a pesar de ser retardora, mucho más si se considera que la combinación de negocios en EE.UU. reveló que solo la operación de ese país tiene un valor mayor que el reconocido por el mercado para toda la operación en su conjunto y que la compañía adelanta un programa de recompras por COP125.000 mn.

Cumplimiento de compromisos estratégicos. Con la combinación de negocios en EE.UU., la compañía da cumplimiento a una de las principales iniciativas anunciadas en el programa SPRINT, un compromiso estratégico que busca mecanismos para permitir a los accionistas obtener la revelación del valor fundamental implícito en el activo y que a nuestro modo de ver materializa un nuevo hito, sumado a la desinversión de las plantas concreteras en los años anteriores. Esto debería llevar a los inversionistas a reconocer en el precio una mejor valoración del activo en el mercado.

Fortalecimiento estratégico para capturar en los próximos años las inversiones del desarrollo de la Ley de Infraestructuras y Empleos con recursos totales por invertir de USD1 tn. Ahora, Cemargos, mediante Summit Materials, quedaría posicionado en 30 estados de ese país, a la vez que extiende su integración vertical a otros productos.

Riesgos

Eventuales incrementos en el costo del combustible. Una situación que afectó la rentabilidad de la compañía recientemente y que no es descartable en un escenario geopolítico internacional convulso.

Capacidad del mercado para absorber incrementos de precios. La política de transferencia de costos que la compañía ha implementado en el período inflacionario postpandémico ha sido posible de materializar en buena parte por haber operado en un escenario de volúmenes crecientes. Sin embargo, la desaceleración que evidencia la construcción en Colombia y Centroamérica haría más difícil este proceso.

Persistencia de inflación y deuda. Dado que gran parte de la deuda de Cemargos se encuentra atada al IPC, una eventual permanencia de altos niveles de inflación podría presionar las utilidades y la repartición de dividendos.

Baja liquidez de la acción. Un fenómeno transversal al mercado colombiano tanto por factores coyunturales como estructurales y un obstáculo para la materialización de un valor cercano al fundamental.

Precios objetivo por acción



Cemargos Ex - North América (Ex-ante)	2.400 COP
Cemargos Ex - North América (Ex-Post)	4.200 COP
Cemargos Ex - North América + Summit (Mkt)	9.900 COP

(Ex-ante): Antes de desapalancar USD 500 mn en la operación de Colombia y Centroamérica
(Ex-post): Después de desapalancar USD 500 mn en la operación de Colombia y Centroamérica

Fuente: Cemargos, cálculos Grupo Bancolombia.

Sensibilidad precio objetivo

		Variación en Margen Bruto				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
(% Volumen escenario Base	80%	9.300	9.400	9.500	9.600	9.700
	90%	9.500	9.600	9.700	9.800	9.900
	100%	9.600	9.800	9.900	10.000	10.000
	110%	9.800	9.900	10.000	10.100	10.200
	120%	9.900	10.000	10.100	10.200	10.300

Fuente: cálculos Grupo Bancolombia.

Múltiplos: aún muestras de subvaloración

Oportunidades persisten, aún con mejor valoración reciente por el mercado

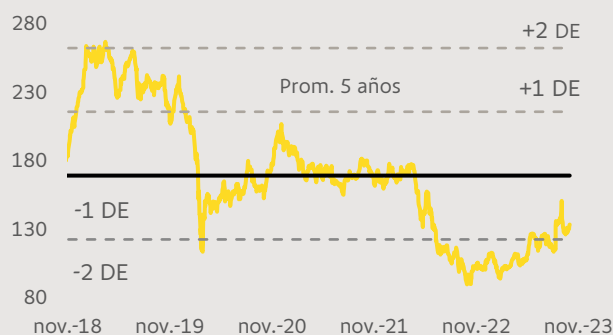
En nuestra opinión, los términos en que Summit Materials reconoció el valor de la operación de Estados Unidos a Cementos Argos es un hito mercado que merece ser tenido en cuenta. No existe un mejor contraste de valor en el mercado que el que proporciona una operación como la que recientemente se realizó ya que es una compensación por control.

En consideración de lo anterior, nuestra lectura del caso de inversión es que el mercado está dejando una porción considerable de valor fuera de la mesa y que una mejor valoración debería ser la consecuencia lógica hacia futuro.

Lo anterior se demuestra tanto en términos del contraste del precio objetivo frente al mercado como cuando se consideran otro tipo de métricas como las aquí expuestas. Cemargos se cotiza a 4,6x EV/EBITDA NTM y COP133 mn EV/ton capacidad, niveles aún inferiores a la media histórica y en la comparación frente a sus pares.

Compañía	País	Market Cap (USDmn)	P/E			EV/EBITDA			P/BV
			2022	2023	2024E	2022	2023	2024E	2023
Grupo Cementos Chihuahua	Mexico	3.205	15,7x	13,3x	12,5x	6,1x	6,3x	5,8x	1,9x
Unión Andina de Cementos	Perú	697	5,6x	4,9x	4,9x	4,4x	4,4x	4,2x	0,5x
Promedio Latam ex-Cemargos			10,6x	9,1x	8,7x	5,2x	5,4x	5,0x	1,2x
Vulcan Materials	EUA	27.801	39,4x	30,0x	25,9x	16,8x	14,2x	13,0x	3,7x
Martin Marietta	EUA	27.878	24,7x	23,9x	21,4x	16,5x	13,4x	12,4x	3,5x
Eagle Materials	EUA	5.761	14,0x	11,7x	10,8x	9,9x	8,1x	7,7x	4,4x
Summit Materials	EUA	3.976	12,6x	22,5x	19,3x	9,3x	8,7x	8,0x	1,8x
Promedio Estados Unidos			22,7x	22,0x	19,3x	13,1x	11,1x	10,3x	3,3x
Lafarge - Holcim	Suiza	38.48	8,8x	11,3x	10,7x	4,8x	6,9x	6,5x	1,2x
Heidelberg	Alemania	13.929	6,3x	6,6x	6,4x	4,7x	4,8x	4,5x	0,8x
Cemex	México	10.455	11,2x	12,0x	8,7x	5,2x	5,0x	4,7x	0,8x
Promedio Global			8,7x	10,0x	8,6x	4,9x	5,6x	5,2x	0,9x
Promedio Latam ex-Cemargos/US (50/50)			16,6x	15,6x	14,0x	9,2x	8,2x	7,6x	2,3x
Cemargos			28,1x	23,7x	16,9x	5,8x	5,4x	4,6x	0,6x

EV/capacidad (mn ton)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

EV/EBITDA PDM (x)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

Estados financieros

*Basados en la operación de Cemargos en EE.UU., Colombia y el Caribe sin reflejar desapalancamiento

Estado de resultados

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Ventas	9.817.689	11.684.055	12.050.479	12.944.894	13.826.046
Utilidad bruta	1.905.582	2.056.859	2.697.441	2.748.278	3.161.809
Utilidad operacional	1.216.890	1.175.622	1.514.968	1.552.938	1.888.974
EBITDA	2.156.154	2.138.086	2.548.733	2.701.016	2.911.042
Gastos (ingresos) financieros, neto	401.486	606.096	907.974	874.005	746.121
Utilidad antes de impuestos	817.634	580.408	655.456	672.397	1.132.979
Utilidad neta	429.839	142.287	460.975	358.637	685.116
Margen bruto	19,4%	17,6%	22,4%	21,2%	22,9%
Margen operacional	12,4%	10,1%	12,6%	12,0%	13,7%
Margen EBITDA	22,0%	18,3%	21,2%	20,9%	21,1%
Margen neto	4,4%	1,2%	3,8%	2,8%	5,0%
Utilidad por acción	312	103	334	260	497
Dividendos por acción ord	208	281	323	252	267
Dividendos por acción pref	208	281	323	252	267
Acciones en circulación (mn)	1.380	1.380	1.380	1.380	1.380

Balance general

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Efectivo y equivalentes	483.229	790.086	2.108.015	1.385.434	1.543.865
Activos corrientes	2.990.314	4.642.833	4.377.480	3.808.690	4.101.792
Activos fijos netos	11.890.008	13.401.459	12.110.887	11.991.928	11.884.916
Total, activos	19.569.802	23.265.932	20.866.883	19.745.337	19.678.129
Total, deuda financiera	6.950.606	8.136.918	8.283.073	7.035.296	6.531.236
Total, pasivos	9.364.997	11.196.778	10.723.117	9.590.373	9.178.376
Patrimonio total	10.204.805	12.069.154	10.143.766	10.154.964	10.472.063
Total pasivos y patrimonio	19.569.802	23.265.932	20.866.883	19.745.337	19.650.439

Múltiplos y razones financieras

	2021E	2022	2023E	2024E	2025E
RPG ajustado (x)	17,3x	27,3x	12,8x	17,1x	8,5x
EV/EBITDA ajustado (x)	6,8x	5,5x	4,9x	4,4x	3,9x
P/VL (x)	0,9x	0,4x	0,7x	0,7x	0,7x
P/Ventas (x)	0,8x	0,4x	0,5x	0,5x	0,5x
ROE ajustado (%)	4,9%	1,2%	5,2%	3,9%	7,5%
ROA ajustado (%)	2,7%	0,9%	2,6%	2,3%	4,1%
Rentabilidad del dividendo ord	3,4%	8,2%	6,5%	5,1%	5,4%
Rentabilidad del dividendo pref	5,0%	11,2%	9,1%	7,1%	7,5%
Deuda total / Patrimonio	75,1%	73,8%	89,1%	75,6%	67,9%
Deuda neta/EBITDA	2,6x	3,4x	2,3x	2,0x	1,7x

Fuente: Cemargos, cálculos Grupo Bancolombia.



El caso de inversión de Corficolombiana es el de una de las compañías con mayor relevancia en el mundo económico en Colombia, con Promigas y concesiones viales como íconos de su portafolio. Es también el de un activo que se cotiza con un significativo descuento. El mercado estaría incorporando el riesgo jurídico legal en la valoración.

Corficolombiana: en una nueva etapa del ciclo de negocio

Sobreponderar, PO COP24.500

Actualizamos nuestra cobertura de Corficolombiana con un PO de COP24.500 por acción para 2024 y una estrategia de sobreponderar. Con lo anterior, esperamos un retorno total de 98,5% en el que 7.1% estaría explicado por el dividendo.

El caso de inversión de Corficolombiana es el de una de las compañías con mayor relevancia en el mundo económico en Colombia, donde Promigas y el negocio de Concesiones Viales son los íconos de su portafolio.

Es también el caso de un activo que se cotiza con un significativo descuento frente a su valor fundamental. Este descuento estaría relacionado en parte con la evaluación que el mercado estaría haciendo de la situación jurídico-legal de la compañía. Sin embargo, debe considerarse que el mercado estaría evaluando también otros asuntos y que, en general, la mayoría de los activos en la bolsa local encuentran descuentos materiales frente a los precios justos estimados.

La evaluación del riesgo jurídico-legal es bastante compleja de dilucidar desde nuestra perspectiva de análisis de inversión y algo que no estamos en plena capacidad de hacer.

En principio, puede concluirse que hoy la corporación cuenta con un balance de riesgos legales más favorable, aunque no se habrían desvanecido totalmente. A favor está que el Consejo de Estado invalidó la acción popular impuesta ante el Tribunal Administrativo de Cundinamarca y dejó de lado pretensiones económicas por alrededor de COP715.000 mn.

Sensibilidad precio objetivo

		Variación Ke/WACC					
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	
TP Promigas	-20%	6.410	27.300	24.500	22.100	20.100	18.400
	-10%	7.210	28.400	25.700	23.300	21.300	19.600
	0%	8.010	29.600	26.900	24.500	22.500	20.800
	10%	8.810	30.800	28.100	25.700	23.700	22.000
	20%	9.610	32.000	29.300	26.900	24.900	23.200

Fuente: Corficolombiana, cálculos Grupo Bancolombia.

Analista

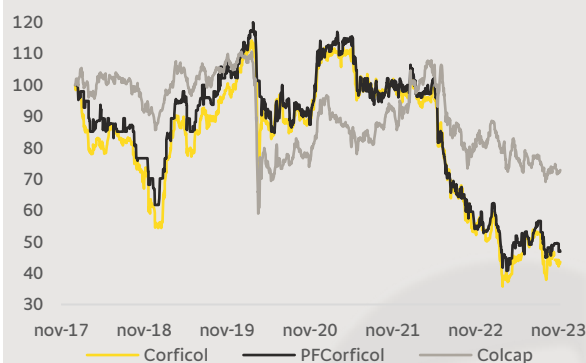
Juan Camilo Dauder Sánchez
Gerente Renta Variable
jdauder@bancolombia.com.co

Resumen valoración

COP mn	2024E
Infraestructura	7.671.816
Energía y gas	6.167.404
Agroindustria	471.423
Hotelería	855.497
Financiero	76.101
Otras inversiones	155.485
Negocio y deuda neta holding	-5.905.340
Valor patrimonio	9.492.386
Acciones en circulación (mn)	366
Descuento ASG	5,6%
Precio objetivo	24.500
Precio cierre (9/11/2023)	12.800
Potencial de valorización	91,4%
Retorno del dividendo	7,1%
Retorno total	98,5%

Fuente: Corficolombiana, cálculos Grupo Bancolombia.

Activos del emisor vs Colcap (ene18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

Corficolombiana: balance de riesgos

Potencial fundamental vs. riesgo legal latente

Tesis de inversión

Portafolio de activos con ingresos regulados en industrias clave para el contexto de la transición energética y del mejoramiento de la conectividad vial. Estos le aportan al portafolio una mezcla de estabilidad, crecimiento, rentabilidad y flujos de caja que ha permitido mantener resultados resilientes en coyunturas retadoras. Sus inversiones en Promigas y GEB, ambos negocios de alta generación de caja le permiten contar con un flujo de dividendos estable y predecible, pues sus ingresos son regulados y tienen bajo riesgo de demanda. Además, el negocio de infraestructura permite optimizar el uso de excedentes de capital, brindándoles un fin productivo por la vía de una actividad intensiva en uso de capital.

Exposición a negocios alineados con la estrategia del gobierno. La corporación cuenta en su portafolio con una exposición a negocios de infraestructura, turismo y agro industria, sectores que el actual gobierno considera clave y que, por lo mismo, podría traer desarrollos importantes hacia futuro.

Lo más interesante en este frente, más allá de lo que representan en el negocio, es que Corficolombiana estaría en la capacidad de replicar su modelo de negocio y escalarlo en nuevas oportunidades que puedan surgir en estos frentes.

Riesgos

Fin del período de construcción en proyectos 4G. El estado de la construcción de proyectos 4G alcanza alrededor del 88,6% al corte del 2T22. Esto significa que el período de construcción estaría cerca de terminarse para varias obras y, particularmente, para Coviandina y Covioriente, de tal forma que los resultados podrían reflejar una baja en el rubro de rendimientos por activo financiero.

Esto tendría un impacto en los resultados de la compañía en el corto plazo mientras obtienen nuevas adjudicaciones. La etapa de construcción es la que genera mayores ingresos y EBITDA, por lo que esperamos una disminución en las utilidades de 2023 y 2024, lo cual podría traducirse en una caída en los dividendos.

Ausencia de nuevas concesiones. Si bien la compañía es activa en la búsqueda de nuevos proyectos, desde los proyectos 4C obtenidos hace unos años no se adicionan nuevos activos al portafolio de infraestructura.

Impacto ESG: según MSCI, Corficolombiana pasó de tener una calificación BBB a BB, inferior al MSCI Colcap por lo que se le aplicó un descuento del 5,6% a su precio objetivo.

Resumen valoración



Fuente: Corficolombiana, cálculos Grupo Bancolombia.

Resumen valoración

COPmn	Metodología	Valor Total	Part(%)	CFC Value	COP/Share
Infraestructura				7.671.816	20.982
Concesiones 4G				6.258.622	17.117
Coviandina	FCD	1.927.525	100%	1.927.525	5.272
Covioriente	FCD	2.455.717	100%	2.455.717	6.716
Covipacífico	FCD	1.752.369	89,9%	1.575.380	4.309
Covimar	FCD	300.000	100%	300.000	820
Otras concesiones				1.413.194	3.865
Pisa	FCD	1.511.025	88,3%	1.333.498	3.647
CCFC	FCD	0	88,3%	0	0
Concesionaria Panamericana	Valor en libros	72.595	100%	72.595	199
Aerocali	Valor en libros	14.205	50%	7.101	19
Energía y gas				6.167.404	16.868
Promigas	FCD (PO)	9.090.133	50,9%	4.625.060	12.650
GEB	FCD (PO)	29.792.919	5,2%	1.542.344	4.218
Agroindustria				471.423	1.289
Pajonales	EV/EBITDA	281.635	99,7%	280.847	768
Unipalma	EV/EBITDA	220.262	54,5%	120.109	328
Valora	EV/EBITDA	70.467	100%	70.467	193
Turismo				855.497	2.340
Estelar	EV/EBITDA	969.305	85,0%	823.522	2.252
Santamar	EV/EBITDA	37.796	84,6%	31.975	87
Financiero				76.101	208
Fiduciaria Corficol	P/VL	46.885	94,5%	44.307	121
Fiduoccidente	P/VL	31.568	4,4%	1.402	4
BVC	Valor de mercado	544.621	4,0%	22.003	60
Casa de Bolsa	P/VL	21.540	39%	8.390	23
Holding y otros				-5.749.854	-15.726
Otras inversiones				155.485	425
Negocio holding (incluyendo gastos corporativos)				-1.009.578	-2.761
Deuda neta holding				-4.895.762	-13.390
Valor patrimonio Corficol				9.492.386	
ESG discount				5,6%	
Acciones en circulación(mn)				366	
Precio objetivo					24.500

Fuente: Corficolombiana, cálculos Grupo Bancolombia.

Múltiplos: P/VL en mínimos históricos

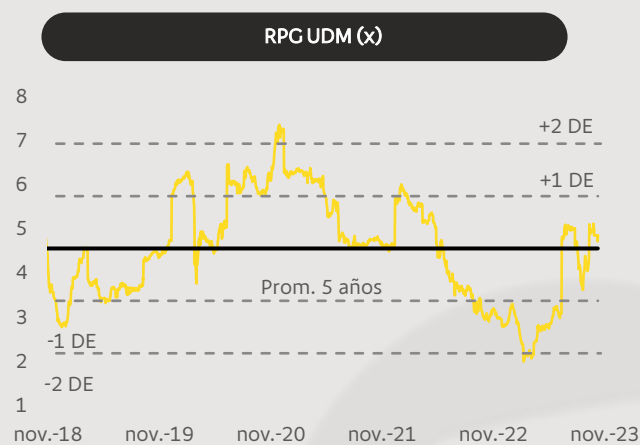
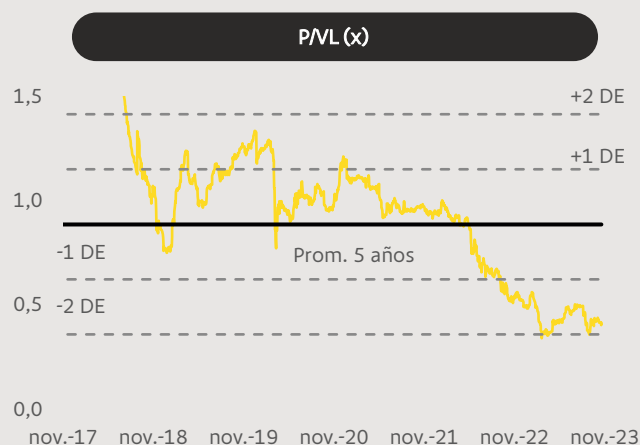
P/VL en mínimos históricos, RPG y EV/EBITDA muy por debajo de sus pares

Con el precio del cierre de mercado del 9 de Nov la compañía refleja un múltiplo P/VL de 0,41x, inferior considerablemente a la media de los últimos 5 años de 0,89x.

En cuanto a P/E U12M este se encuentra en 4,85x, ligeramente por encima de la media de 5 años, más por efecto de la reducción de las utilidades en los últimos trimestres que por ascensos de precio, que, por el contrario, han estado sesgados a la baja.

Cómo se evidencia en la siguiente tabla los múltiplos en los que se cotiza la corporación en el mercado dan cuenta de una notable subvaloración frente a sus pares.

	RPC (x)			EV/EBITDA (x)		
	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
Promedio Energía & Gas (10/90)	19,5x	13,9x	14,0x	9,2x	8,8x	19,5x
Distribución energía - Latam	12,5x	19,5x	15,6x	10,2x	9,5x	12,5x
Distribución energía - Global	19,8x	16,0x	15,1x	11,4x	10,5x	19,8x
Promedio distribución energía	16,2x	17,8x	15,3x	10,8x	10,0x	16,2x
Gas (distribución + transporte)	19,9x	13,4x	13,8x	9,0x	8,7x	19,9x
Promedio Infraestructura	56,1x	35,2x	23,8x	14,1x	23,8x	56,1x
Ferrovial	153,8x	128,6x	71,7x	44,6x	71,7x	153,8x
Sacyr	15,6x	13,1x	13,1x	6,7x	13,1x	15,6x
Salfacorp	8,8x	16,5x	15,7x	4,2x	15,7x	8,8x
Besalco	97,9x	12,9x	11,0x	11,2x	11,0x	97,9x
Vinci	4,6x	4,6x	7,2x	3,8x	7,2x	4,6x
Ponderado E&G e Infraestructura (45/55)	39,7x	25,6x	19,3x	11,9x	17,0x	39,7x
Corficolombiana	3,1x	4,3x	4,9x	2,7x	3,1x	3,1x



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.



DAVIVIENDA

Davivienda mantendrá unos resultados financieros débiles en 2024, que mejorarían luego del fuerte retroceso observado en 2023 por el bajo crecimiento de cartera, mayor deterioro, provisiones y caída en la rentabilidad a nivel de un solo dígito.

Davivienda: a descuento más allá de las presiones de la coyuntura

Sobreponderar, PO COP29.700

Actualizamos nuestra cobertura de Davivienda con un PO de COP29.700/acción para 2024 y estrategia de sobreponderar, que ofrece un retorno total de 88,4%, del cual 1,4% corresponde al dividendo. Este implica una disminución de 14,2% frente a nuestra valoración de 2023.

Nuestra estrategia cambia a sobreponderar por su alto potencial de valorización luego de un *selloff* que parece fue excesivo (-38,5% a/a). Lo anterior, a la luz de que los niveles en que hoy se cotiza el activo en el mercado son inferiores al mínimo alcanzado en la pandemia y bajo la consideración de que más allá de las presiones que pueda imponer la coyuntura pareciera que el mercado está claramente sobredescontando el valor del activo.

Solvencia y relevancia de mercado. Davivienda continúa siendo el segundo banco más grande en Colombia, medido por su cartera, con una participación de mercado que se mantiene en 16%.

Fuerte crecimiento en cartera de consumo pesaría en provisiones en el corto plazo. En 2019 (+33,6% a/a) y en 2022 (25,7% a/a) fue superior al avance de la industria de 18,3% en 2022, lo cual ha presionado los resultados del banco en la medida que se han requerido mayores provisiones al ser un segmento más riesgoso.

Baja probabilidad de materialización del PO. Sin embargo, consideramos que nuestro PO tendría baja probabilidad de materializarse, pues además de factores estructurales del mercado y, principalmente, la baja liquidez de la acción, se mantendrían unos resultados débiles en 2024.

Principales cambios en la valoración

El nuevo PO de Davivienda contempla para 2024 la recuperación en el crecimiento de la cartera (+3,1% a/a) luego de la caída prevista para cierre de 2023 (-0,6% a/a).

El ajuste a la baja en las tasas de interés y menor presión por cumplir el CFEN le permitirán al banco alcanzar un NIM de 6,3% (+17 pb), cercano al nivel histórico de 6,4%.

No obstante, si el alto nivel de cartera vencida se mantiene en 2024, impactará notablemente la rentabilidad en la medida que continúen constituyendo provisiones.

Es así como el costo de riesgo (CoR) se mantendría elevado en torno al 4% y el ROAE en 4,7%, recuperándose luego del 2,2% previsto para 2023.

Analista

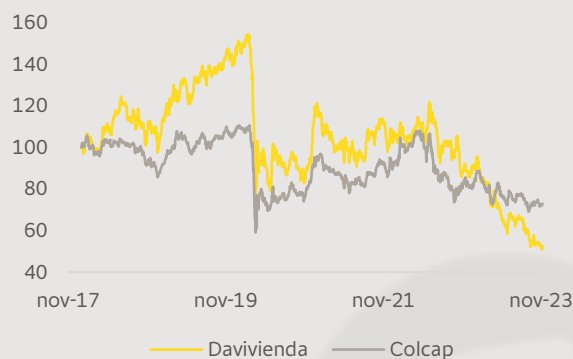
Andrea Patricia Atuesta Meza
Sector financiero
aatuesta@bancolombia.com.co

Resumen valoración

COP mn	2024E
Patrimonio consolidado	15.845.804
VP ingreso residual	-3.138.834
VP valor terminal	699.203
Valor Davivienda	13.406.172
Acciones en circulación	452
Precio objetivo COP	29.700
Precio cierre (9/11/2023)	15.880
Potencial de valorización	87%
Retorno del dividendo	1,4%
Retorno total	88,4%

Fuente: Davivienda, cálculos Grupo Bancolombia.

Activos del emisor vs Colcap (ene18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

Davivienda: balance de riesgos

Solidez institucional vs. peso de la coyuntura

Tesis de inversión

Relevancia de mercado. Davivienda continúa siendo el segundo banco más grande en Colombia, medido por su cartera, con una participación de mercado que se mantiene en 16%.

Solvencia. Davivienda tiene niveles adecuados de solvencia (15,3% solvencia total consolidada) que le permitirán mantener un crecimiento relevante en una etapa más constructiva del ciclo.

Centroamérica amortiguará bajo crecimiento en Colombia. Si bien en Colombia la cartera crecería a niveles muy moderados teniendo en cuenta el panorama económico, baja demanda de crédito y altas tasas de interés, en Centroamérica esperan un mejor panorama para el sector financiero. En esta región podría mantener un rango de crecimiento de la cartera entre 5%-7%, liderado por consumo que se comporta favorablemente. Además, los niveles de riesgo de crédito son mejores frente a Colombia, con una calidad de cartera de 3,5% y CoR alrededor de 2% que se mantendría estable en lo que resta de 2023.

Riesgos

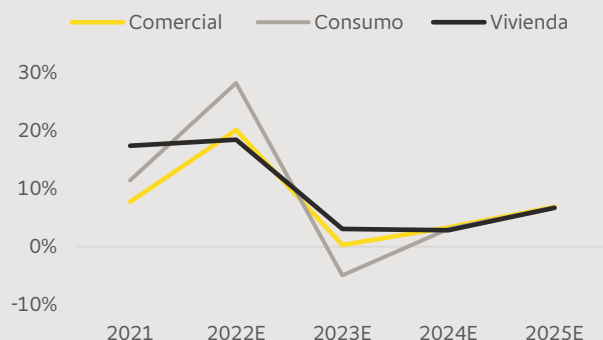
Deterioro de cartera superior al esperado. No es despreciable la probabilidad de que la compañía aumente más su CoR en la medida que la cartera total continúe desacelerándose, efecto de la baja actividad económica y altas tasas de interés, que al tiempo seguiría impactando tanto la oferta como la demanda de crédito en todos los segmentos, principalmente en consumo, así como los márgenes y rentabilidad del banco.

Baja liquidez de la acción. Es un emisor que cuenta solo con acciones preferenciales listadas. En los últimos años, entidades como MSCI han manifestado la preferencia por acciones ordinarias con derecho a voto para la constitución de portafolios, lo cual ha limitado el interés de inversionistas extranjeros por el activo. En línea con la coyuntura del mercado de capitales en Colombia, los volúmenes de negociación seguirían siendo bajos.

Impactos ASC

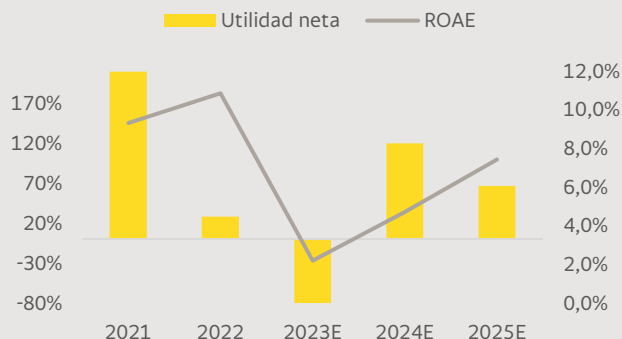
De acuerdo con el MSCI, Banco Davivienda tiene una calificación ASG BBB; sin embargo, su calificación ajustada es inferior a la del índice Colcap, por lo que, de acuerdo con lo explicado en la sección de ASC, incorporamos un impacto en su PO a través de una prima en el beta de 5% (+200pb), que implica un descuento de 6% en el PO.

Crecimiento de la cartera por segmento (var. % nominal anual)



Fuente: Davivienda, cálculos Grupo Bancolombia.

Utilidad neta (var. % nominal anual) y ROAE (%)



Fuente: Davivienda, cálculos Grupo Bancolombia.

Sensibilidad PO a variaciones en el Ke y escenario base de cartera

% Escenario base cartera Colombia	Var. Ke (%)				
	0,6%	0,3%	0%	(0,3%)	(0,6%)
95%	22.700	24.100	25.500	27.000	28.700
90%	24.600	26.100	27.600	29.200	30.900
100%	26.500	28.100	29.700	31.400	33.200
105%	28.400	30.100	31.800	33.600	35.500
110%	30.300	32.000	33.800	35.800	37.800

Fuente: cálculos Grupo Bancolombia.

Estados financieros

Estado de resultados

COP mn	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Ingresos financieros	10.725.259	11.447.584	10.587.155	15.861.654	22.525.468	20.024.554	19.577.017
Gastos financieros	4.031.457	3.880.614	3.105.618	7.010.170	12.811.906	9.959.493	8.966.974
Ingreso neto por intereses	6.693.802	7.566.971	7.481.537	8.851.484	9.713.562	10.065.061	10.610.043
Provisiones	2.434.414	4.199.642	3.301.033	3.445.542	5.525.219	5.738.994	5.315.405
Utilidad neta	1.483.855	408.032	1.261.164	1.615.945	328.776	722.862	1.204.115

Balance general

COP mn	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Cartera bruta	93.256.035	100.280.057	113.245.998	138.468.797	134.971.735	142.157.450	153.345.247
Comercial	45.341.963	49.727.162	53.601.660	64.382.399	64.577.741	66.740.460	71.339.772
Consumo	28.790.793	31.032.753	34.595.066	44.367.008	42.176.159	43.477.770	46.430.914
Vivienda	23.241.387	25.902.113	30.418.280	36.036.497	37.137.567	38.194.528	40.754.108
Total activos	122.222.023	136.413.365	152.680.500	183.324.101	178.561.326	183.783.344	194.465.170
Depósitos	76.732.084	88.526.231	100.879.206	121.072.053	123.378.098	127.521.792	136.314.311
Total pasivo	109.571.124	123.693.364	138.400.682	167.835.083	163.342.781	167.937.540	177.628.105
Total patrimonio	12.650.899	12.720.001	14.279.818	15.489.018	15.218.545	15.845.804	16.837.065

Indicadores

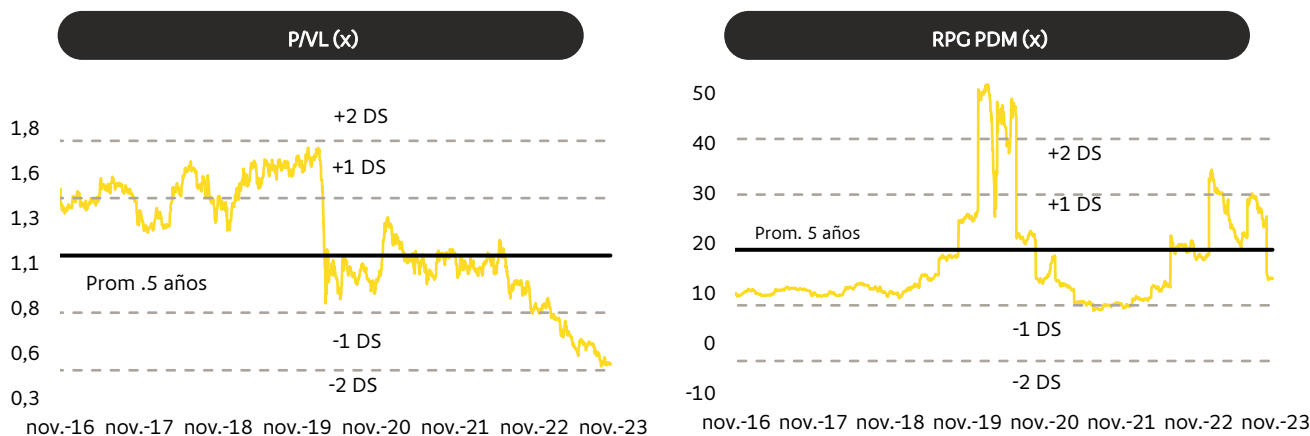
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
NIM (%)	6,35%	6,06%	5,79%	5,83%	6,06%	6,33%	6,45%
ROAE (%)	12,4%	3,2%	9,3%	10,8%	2,2%	4,7%	7,4%
Eficiencia (%)	46,4%	46,8%	49,3%	49,2%	48,9%	47,5%	47,6%
Costo de riesgo (%)	2,5%	3,9%	2,8%	2,4%	3,8%	3,9%	3,4%

Fuente: Davivienda, cálculos Grupo Bancolombia.

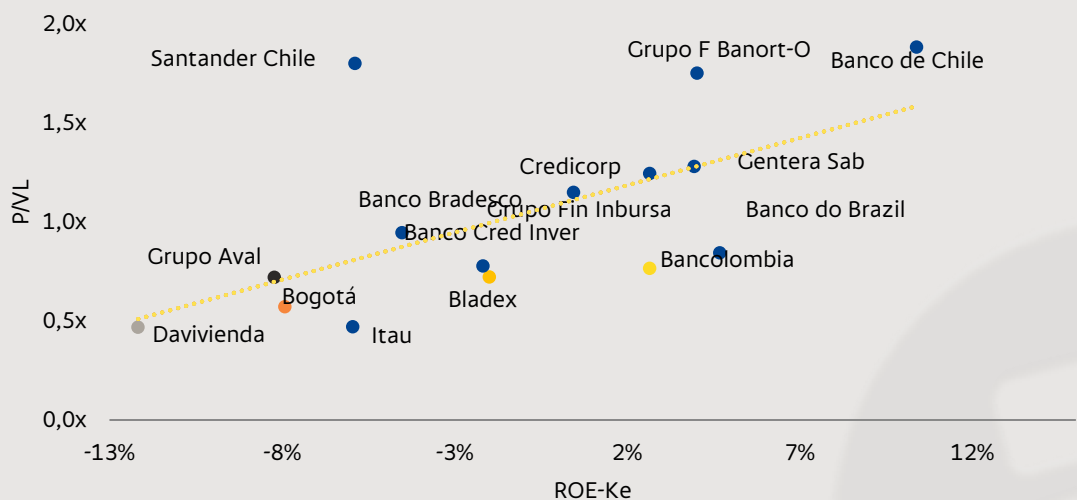
Múltiplos de mercado

Davivienda se negocia a un precio justo, teniendo en cuenta la dinámica de sus resultados financieros en 2023

Al momento de este informe, el valor de mercado de Davivienda refleja el impacto que han tenido sus utilidades y rentabilidad en 2023, impactadas por la coyuntura económica actual, en un entorno de altas tasas de interés, inflación y desaceleración del crédito. Lo anterior reflejado en un P/VL que se ubica en niveles mínimos, teniendo en cuenta la fuerte caída en el precio de cotización. El P/VL (0,49x) alcanza un nivel inferior a la media de los últimos 5 años (1,09x) mientras que el RPG alcanza 24,4x, superior a la medida de los últimos cinco años (15x), teniendo en cuenta el fuerte retroceso en utilidades reportadas durante 2023. Davivienda cuenta con un ROE de 4,6%, notablemente inferior frente al promedio de sus comparables (15,2%) y con un PVL de 0,47x ubica al activo muy cerca de la línea de regresión, lo cual refleja el efecto de la debilidad de sus resultados financieros en 2023 que indicarían que el activo estaría negociándose casi al precio justo.



Múltiplos comparables



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.



Ecopetrol apuesta fuerte al recobro mejorado para reemplazar la producción que no percibirá por el abandono de sus proyectos en yacimientos no convencionales. Además, las condiciones tributarias impactan la valoración de la compañía y acotan su potencial y dividendos en escenarios de precios positivos.

Ecopetrol: recobro y altos impuestos

Subponderar, PO COP2.800

Actualizamos nuestra valoración de Ecopetrol manteniendo su precio objetivo en COP2.800/acción vs. COP2.890 de nuestra cobertura pasada y nuestra estrategia de LP en subponderar, lo que resulta en un potencial de valorización de 19,1%, que, sumado a un retorno del dividendo de 14%, ofrece un retorno total del 33,1% para 2024.

Vemos un potencial de valorización reducido frente a otras opciones de inversión en el MSCI COLCAP. No obstante, en nuestro escenario base estimamos que la compañía continuará generando suficiente caja para mantener una tasa de distribución de dividendos del 70%, adelantar un plan de inversiones en alrededor de los COP25 bn anuales y preservar una relación deuda neta/EBITDA alrededor de 1,3x

La estrategia de largo plazo (LP) de subponderar se sustenta en i) dividendos acotados por reforma tributaria, que reducen retorno del accionista, ii) cambios constantes en directrices estratégicas, iii) dependencia del recobro mejorado para suplir producción y reservas de petróleo.

Por otro lado, existen factores positivos: i) la mejora en caja por la disminución en el déficit del FEPC, ii) un escenario positivo de precios del Brent y tasa de cambio en el corto plazo, iii) posible eliminación de la no deducibilidad de regalías en temas fiscales.

Principales cambios en la valoración

Brent: para 2024 esperamos un precio promedio del Brent de USD86/barril, que descendería paulatinamente hasta los USD72/barril en el largo plazo. Si bien mejoramos el corto plazo, anteriormente el Brent largo plazo era de USD77/barril.

TRM: para 2024 esperamos una TRM de COP4.250 que aumentaría en el largo plazo hasta los COP4.580. Anteriormente, la TRM del año terminal era COP4.950.

Tasa de impuestos: la tasa de impuestos promedio 5 años del modelo disminuyó a 47% desde 54%.

WACC: promedio 5 años de la tasa de descuento disminuyó a 12,3% desde 13,3%. El beta desapalancado disminuyó a 1,07, desde 1,25, la prima ASC al beta disminuyó a 4,4%, desde 9,7%, y la prima riesgo país promedio 5 años disminuyó a 2,9%, desde 3,4%.

Analista

Ricardo Andrés Sandoval Carrera
Sector energía, petróleo y gas
rsandova@bancolombia.com.co

Resumen valoración

COP bn	2024E
Valor patrimonio energía y vías	28.808
% en ISA por Ecopetrol	51,41%
Negocio no petrolero Ecopetrol	14.810
Negocio petrolero Ecopetrol	100.480
Valor patrimonio total	115.290
Acciones en circulación	41
Precio Acción	2.800
Precio cierre (9/11/2023)	2.350
Potencial de valorización	19,1%
Dividend yield	14,0%
Retorno total	33,1%

Fuente: Ecopetrol, cálculos Grupo Bancolombia.

Activos del emisor vs Colcap (ene18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

Ecopetrol: balance de riesgos

Bajo retorno esperado con potencial acotado.

Tesis de inversión

Mejora en caja por disminución del déficit en el Fondo de Estabilización de Precios de Combustible (FEPC). El déficit acumulado por el FEPC en 2022 fue de COP38 bn, para 2023 estaría alrededor de los COP20 bn y para 2024 en unos COP13 bn, asumiendo que el precio de los combustibles sigue en aumento en 2024.

Escenario base de precios del Brent y TRM positivo. Revisamos nuestras perspectivas de corto plazo al alza y en el largo plazo mantuvimos un precio del Brent superior a los USD70/bl. En nuestras cuentas, esto sería suficiente para que Ecopetrol decrete dividendos de entre COP250 y COP300 por acción asumiendo un *payout* del 70%.

Posible cambio en la no deducibilidad del costo de regalías. Después de ser aprobada la reforma tributaria, en la cual el costo de las regalías no sería deducible de renta, la medida tributaria fue demandada ante la Corte Constitucional y estaría a la espera de una decisión.

Riesgos

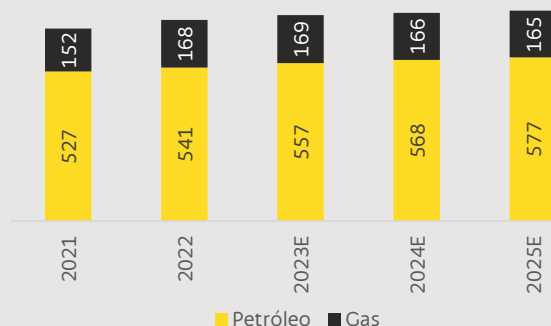
Dividendos acotados por reforma tributaria reducen retorno del accionista. En nuestras cuentas, para que Ecopetrol vuelva a tener las utilidades de 2022, el precio promedio anual del Brent debería estar alrededor de los USD150/bl.

Cambios constantes en lineamientos estratégicos. En los últimos dos años, Ecopetrol adquirió ISA, después de haber declarado como no estratégico el negocio de transmisión de energía, y canceló los pilotos en yacimientos no convencionales (YNC), después de trabajar en ellos durante dos años con socios internacionales. La naturaleza pública de la compañía trae cambios al equipo directivo y la junta directiva en transición presidencial.

Nuevo plan 2040 expone alta dependencia de desarrollo costa afuera y el recobro mejorado (RM). Según Ecopetrol, el RM reemplazará la producción de crudo y gas que se dejará de percibir por YNC. Entre tanto, los nuevos desarrollos costa afuera brindarían soporte a la producción de gas actualmente en declive. Así mismo, en 2022 el RM fue la principal herramienta en aportar reservas. Sin embargo, esta técnica, que consiste en inyectar agua, gas o polímeros, puede demandar una cantidad importante de inversiones y presenta una declinación significativa en pocos años.

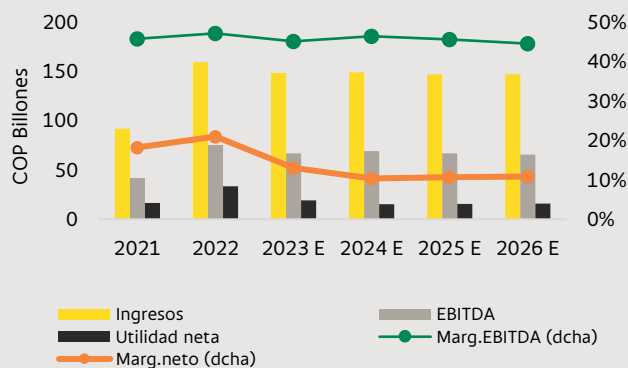
Manejo del pago al FEPC. En caso de no pago del FEPC en un plazo de 12 meses por IFRS, Ecopetrol debería constituir provisiones y generar una discusión con su revisor fiscal.

Producción Grupo Ecopetrol (kbped)



Fuente: Ecopetrol, cálculos Grupo Bancolombia.

Resultados financieros



Fuente: Ecopetrol, cálculos Grupo Bancolombia.

Sensibilidad PO con Brent y TRM

		TRM Prom 2024-29				
		3.493	3.976	4.460	4.943	5.427
Brent prom 2024-29	60,0	1.424	1.646	1.863	2.078	2.291
	68,1	1.909	2.183	2.453	2.721	2.987
	76,1	2.227	2.517	2.800	3.089	3.372
	84,2	2.476	2.777	3.074	3.369	3.663
	92,2	2.676	2.983	3.286	3.588	3.889

Fuente: cálculos Grupo Bancolombia.

Estados financieros

Estado de resultados

COP mil millones	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Ingresos	91.744	159.474	148.246	148.987	147.123
Utilidad Operacional	29.595	60.376	50.417	52.134	48.464
EBITDA	41.967	75.244	66.891	69.194	67.050
Utilidad neta	16.694	33.407	19.280	15.388	15.696
Margen operacional	32%	38%	34%	35%	33%
Margen EBITDA	46%	47%	45%	46%	46%
Margen Neto	18%	21%	13%	10%	11%
Utilidad por acción	406	812	469	374	382
Dividendo por acción	21	284	593	328	262

Balance

COP mil millones	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Caja	14.550	15.401	14.377	18.315	20.189
Activos	244.250	306.370	296.961	308.982	318.949
Deuda total	95.061	115.135	101.931	109.335	110.947
Pasivos	150.498	187.283	186.699	196.247	110.947
Patrimonio	93.752	119.087	110.261	112.735	119.170
Pasivos+Patrimonio	244.250	306.370	296.961	308.982	230.118

Múltiplos y razones financieras

COP mil millones	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Capitalización de mercado	110.604	100.736	101.558	101.558	101.558
Deuda Neta	80.511	99.734	87.553	91.021	90.758
Interes Minoritario	22.019	28.052	25.896	26.477	27.989
EV	213.134	228.522	215.008	219.056	220.305
RPG (X)	6,6x	3,0x	5,4x	6,7x	6,8x
EV/EBITDA (X)	5,1x	3,0x	3,2x	3,2x	3,4x
P/VL (X)	1,2x	0,8x	0,9x	0,9x	0,9x
Net Debt/EBITDA (X)	1,9x	1,3x	1,3x	1,3x	1,4x

Fuente: Ecopetrol, cálculos Grupo Bancolombia.

Múltiplos: Ecopetrol expone un leve descuento relativo

Relación precio ganancia (RPG) se ajusta en la comparación de múltiplos *forward*

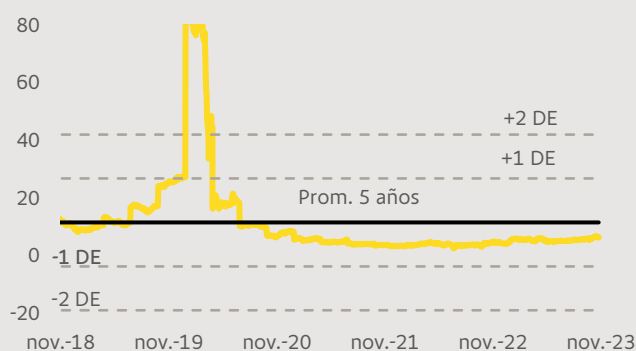
En múltiplos, Ecopetrol luce levemente descontada tanto frente a su historia como frente a sus pares comparables. La relación precio ganancia (RPG) *forward* 2024 se ajusta dado el efecto de impuestos.

Dado el incremento de la tasa de impuestos en Colombia al negocio de exploración y extracción de petróleo, la utilidad neta de Ecopetrol disminuye de una manera más fuerte que otras compañías en geografías diferentes. Así, hacia 2024 la RPG luce más ajustada que en 2022.

En cuanto al EV/EBITDA, anotamos que existe un descuento pues operacionalmente estimamos que Ecopetrol seguirá dando resultados operacionales positivos. Frente a su historia, el descuento es menor a una desviación estándar.

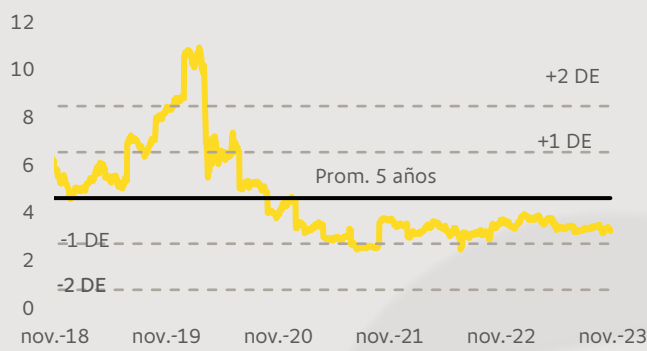
Compañía	Relación Precio Ganancia(x)			EV/EBITDA(x)		
	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
Transmisión						
Promedio total transmisión	16,4x	14,9x	12,5x	9,8x	8,4x	7,4x
Concesiones						
Promedio total concesiones	33,1x	21,1x	17,0x	12,3x	10,3x	9,5x
Múltiplo transmisión y concesiones	18,6x	15,7x	13,1x	10,1x	8,6x	7,7x
Transmisión %	87%	87%	87%	87%	87%	87%
Concesiones %	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Petróleo y gas						
Promedio total petróleo	6,8x	7,4x	6,6x	3,8x	4,4x	4,0x
		RPG(x)			EV/EBITDA(x)	
	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
Múltiplo transmisión y concesiones	18,6x	15,7x	13,1x	10,1x	8,6x	7,7x
Part. (%)	11%	15%	15%	11%	15%	15%
Múltiplo petróleo	6,8x	7,4x	6,6x	3,8x	4,4x	4,0x
Part. (%)	89%	85%	85%	89%	85%	85%
Múltiplo comparable Ecopetrol	8,1x	8,7x	7,6x	4,5x	5,0x	4,6x
Ecopetrol	3,0x	5,4x	6,7x	3,0x	3,2x	3,2x

Relación precio ganancia PDM



Fuente: Reuters; Ecopetrol; Grupo Bancolombia.

EV/EBITDA PDM



Fuente: Reuters; Ecopetrol; Grupo Bancolombia.



Una oportunidad de valor por revelarse que depende de la capacidad de gestión financiera y operativa de la administración y de la confianza de actores financieros clave. El valor de las concesiones y los EPC evidencian que el desafío es de liquidez y no de solvencia.

El Cóndor: una carrera por liquidez

Neutral especulativo, PO COP1.520

Actualizamos cobertura de El Cóndor con un PO de COP1.520 por acción para 2024, 32% inferior al de 2023. Aun así, representa un retorno total de 154% frente al último precio de mercado.

Moderamos estrategia a neutral especulativo. Esto debido a que vemos cada vez más desafiante el reto de financiación y, en consecuencia, un mayor riesgo implícito en el caso de inversión.

Así, tiene sentido que sus tenedores actuales con alta tolerancia al riesgo mantengan posiciones, pero no que se incremente la exposición al activo. El caso de inversión es el de una oportunidad de valor que depende de la capacidad de gestión financiera y operativa de la administración, así como de la confianza de actores financieros clave.

Destacamos la financiación adquirida y su renovación permanente en los últimos trimestres, además de la adición de un importante grupo financiero local como uno de sus socios, Grupo Colpatria, en 2022, muestra de un respaldo estratégico. Entretanto, El Cóndor mantiene el avance en los diferentes frentes de obra.

No desconocemos el significativo nivel de apalancamiento, tanto a nivel individual como de las concesiones, así como la debilidad que ha exhibido el PyG en los últimos trimestres. Esto, en parte, por efectos contables relacionados con la presión de utilidades que sufren las concesiones, y que obedece al ciclo normal de su naturaleza *project finance*.

Destacamos que la dirección cuenta con un plan de estabilización basado en cinco pilares de los que hasta ahora ha cumplido satisfactoriamente tres: i) lograr un *stand still* de intereses y cobro de capital de toda la deuda; ii) inyectar dinero para pagar proveedores, con crédito de COP62.000 mn, anunciado en mayo, y iii) cupos de capital de trabajo, la facilidad de COP100.000 mn que permitía liberar cuentas por cobrar se dio en octubre, con obtención de créditos rotativos y líneas de liquidez Mag. 2 y Ruta al sur.

Estarían pendientes dos pilares que se consolidarían como catalizadores en caso de lograrse: i) reperfil de deuda con un año de periodo de gracia de capital e intereses y abonos del 5% al 10% de capital en el segundo año y ii) fondear el remanente con cupos de capital de trabajo. Esto, además de obtener reclamaciones a la ANI por COP600.000 mn.

Finalmente, destacar que el valor que reside en las concesiones y los EPC evidencia que el desafío es un asunto de liquidez y mantener un financiamiento continuo, mas no de solvencia.

Analistas

Juan Camilo Dauder Sánchez
 Gerente renta variable
 jdauder@bancolombia.com.co

Resumen valoración

COP mn	2024E
EV negocio construcción	943.185
Deuda neta	-1.054.055
Patrimonio negocio const.	-110.870
Pacífico 3	427.515
Ruta al Mar	467.457
Vinus	75.137
Malla Vial del Meta y otros	13.125
Negocio concesiones	983.233
Valor patrimonio total	872.364
Acciones en circulación (mn)	574
Precio objetivo	1.520
Precio cierre (9/11/2023)	590
Potencial valorización	157,6%
Retorno del dividendo	0%
Retorno total	157,6%

Fuente: Construcciones El Cóndor, cálculos Grupo Bancolombia.

Activos del emisor vs. Colcap (ene. 18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

El Cóndor: balance de riesgos

Un desafío de liquidez más no de solvencia respaldado en capacidad de ejecución

Tesis de inversión

Capacidad de ejecución. En los últimos años Construcciones El Cóndor ha ejecutado exitosamente alrededor de COP7,7 bn tanto en *backlog* de EPC y concesiones; hoy con avances de 100% en Vinus, 93,8% en Ruta al Mar, 66,4% en Río Mag. 2 y 98,2% en Pacífico 3, la compañía se encuentra cerca de consolidar hitos clave que podrían convertirse en un catalizador de valor.

Portafolio de concesiones. El Cóndor tiene en Pacífico 3, Ruta al Mar, Vinus y Malla Vial del Meta un importante respaldo de cara a las necesidades de financiación que podría enfrentar en el desarrollo de sus compromisos de obra, pues con solo vender una porción del referido portafolio la compañía estaría en capacidad de reducir significativamente su apalancamiento.

Fortaleza del *backlog*. Al corte de junio de 2023, la compañía cuenta con un *backlog* de COP2,3 bn. En este se incluye la participación de la compañía como contratista EPC en proyectos tales como Túnel del Toyo, Río Magdalena 2, San Francisco Mocoa y Santana Mocoa Neiva.

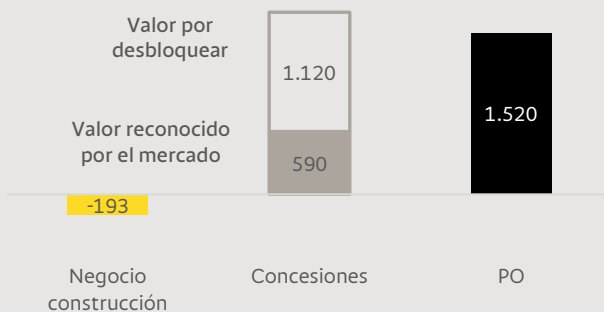
Riesgos

Carrera por liquidez, un reto no menor. El Cóndor enfrenta un entorno retador que tendrá que superar antes de ver reconocido el precio justo.

Este implica la gestión exitosa de recursos con el sector financiero, la ejecución de desinversiones y la obtención oportuna de anticipos y desembolsos de los proyectos en desarrollo.

Sin embargo, consideramos que la presencia de Colpatria como accionista cambió la percepción de riesgo de mercado frente al caso de inversión.

Potencial vs. precio mercado



Fuente Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

Sensibilidad precio objetivo

% portafolio concesiones	Variación WACC - Ke (%)				
	1.0%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.0%
-40%	660	740	830	950	1,080
-30%	830	910	1.010	1.120	1.260
0%	1.340	1.420	1.520	1.630	1.770
10%	1.520	1.600	1.690	1.800	1.940
20%	1.690	1.770	1.860	1.970	2.110

Fuente: cálculos Grupo Bancolombia.

Múltiplos: bajos en línea con el riesgo implícito en el caso de inversión

P/VL en mínimos, EV/EBITDA regresa a mínimos de 2021, una oportunidad para tomadores de riesgo

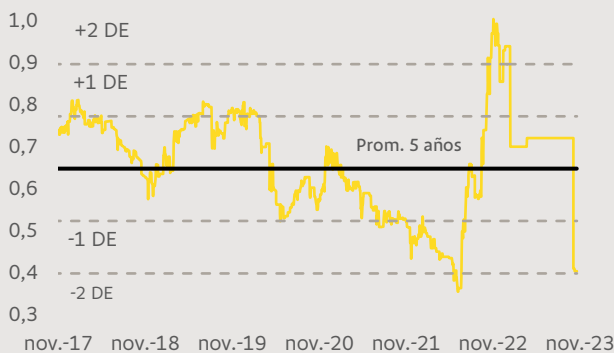
Dado el reto de financiación de la compañía y la creciente iliquidez de la acción, es natural que el precio de mercado incorpore un descuento considerable.

Lo anterior, puede validarse tanto a nivel de P/VL como de EV/EBITDA, ambos regresando a niveles históricamente bajos luego de un ascenso material en 2022, luego de la incorporación del Grupo Colpatria como accionista.

Estas cifras ratifican la subvaloración del activo, algo entendible dado el riesgo implícito en el caso de inversión. También debido a la alta probabilidad de mantener RPG negativos. Dicho esto, debe considerarse que, si se cumple adecuadamente la ejecución de obra, el tránsito entre 2023 y 2024 puede traer una dilución del múltiplo interesante.

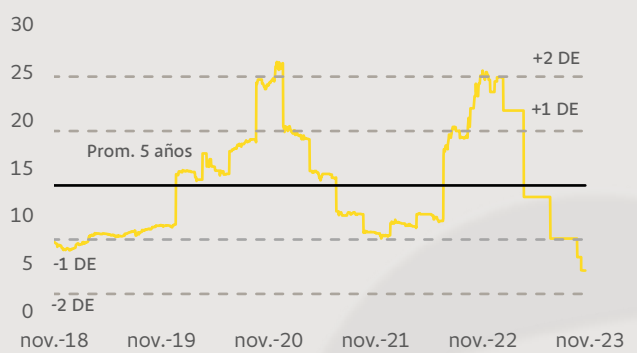
Compañía	País	Market Cap (USD mn)	RPG (x)			EV/EBITDA (x)		
			2022	2023	2024	2022	2023E	2024E
Acciona	España	7.442	21,3x	9,9x	13,5x	8,9x	13,5x	14,7x
Ferrovial	España	22.501	153,8x	128,6x	71,7x	44,6x	71,7x	47,1x
Sacyr	España	2.068	15,6x	13,1x	13,1x	6,7x	13,1x	12,6x
Elecnor	España	1.452	8,7x	12,5x	11,6x	5,5x	11,6x	10,4x
Salfacorp	Chile	249	8,8x	16,5x	15,7x	4,2x	15,7x	12,2x
Besalco	Chile	263	97,9x	12,9x	11,0x	11,2x	11,0x	10,3x
KKB Eng	Malasia	87	3,1x	4,8x	6,2x	7,1x	6,2x	8,3x
Vinci	Francia	67.885	4,6x	4,6x	7,2x	3,8x	7,2x	10,5x
Hochtief AG	Alemania	723	33,1x	19,4x	15,1x	6,0x	15,1x	13,9x
Promedio Total			38,5x	24,7x	18,3x	10,9x	18,3x	15,6x
El Córdor			-13,2x	-3,5x	-465,7x	13,2x	17,1x	5,7x

RPG (x)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

EV/EBITDA PDM (x)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

Estados financieros

Estado de resultados

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Ventas	566.393	876.741	1.028.034	1.247.220	700.139
Utilidad Bruta	40.522	86.497	52.801	246.032	129.595
Utilidad Operativa	30.892	57.509	20.368	205.235	87.620
EBITDA Construcción	53.994	123.585	61.857	245.739	129.225
EBITDA	70.706	128.705	67.548	246.337	129.870
Gastos Financieros Netos	-56.690	-108.970	-159.950	-220.905	-191.085
Utilidad antes de Impuestos	7.211	-85.773	-147.406	-1.119	-30.327
Utilidad Neta	8.875	-69.762	-98.139	-728	-19.713
Margen Bruto	7,2%	9,9%	5,1%	19,7%	18,5%
Margen Operativo	5,5%	6,6%	2,0%	16,5%	12,5%
Margen EBITDA (Construcción)	9,5%	14,1%	6,0%	19,7%	18,5%
Margen neto	1,6%	-8,0%	-9,5%	-0,1%	-2,8%
EBITDA por acción	94,0	215,2	107,7	427,8	225,0
UPA	15,5	-121,5	-170,9	-1,3	-34,3
Dividendo por acción	24,3	0,0	0,0	0,0	0,0

Balance general

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Efectivo y equivalentes	15.217	53.607	57.237	89.963	121.703
Activos corrientes	972.769	1.499.180	1.415.350	1.592.181	1.275.775
Activos fijos netos	373.474	422.460	414.051	439.048	433.688
Total activos	2.342.136	2.454.470	2.394.738	2.567.108	2.237.616
Total deuda financiera	735.913	829.343	875.869	1.144.018	944.018
Total pasivos	1.284.237	1.463.645	1.501.303	1.674.401	1.364.622
Patrimonio total	1.057.899	990.825	893.435	892.707	872.995
Total pasivos y patrimonio	2.342.136	2.454.470	2.394.738	2.567.108	2.237.617

Múltiplos y razones financieras

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
RPG (x)	52,4x	-13,2x	-3,5x	-465,7x	-17,2x
EV/EBITDA (x)	16,8x	13,2x	17,1x	5,7x	8,9x
P/VL (x)	0,4x	0,9x	0,4x	0,4x	0,4x
P/Ventas (x)	0,8x	1,0x	0,3x	0,3x	0,5x
ROE (%)	0,8%	-7,0%	-11,0%	-0,1%	-2,3%
ROA (%)	0,4%	-2,8%	-4,1%	0,0%	-0,9%
Rentabilidad del dividendo (%)	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Deuda/Patrimonio (%)	69,6%	83,7%	98,0%	128,2%	108,1%
Deuda Neta / EBITDA (%)	10,2x	6,0x	12,1x	4,3x	6,3x
Valor en libros por acción	1.841,9	1.725,1	1.555,5	1.554,2	1.519,9

Fuente: Construcciones El Cóndor, cálculos Grupo Bancolombia.

ENKA

La planta de EKO®PET es un hito de valor para la compañía, de cara a una visión donde los negocios verdes serán el nuevo foco. Con la mayor incidencia de los volúmenes de EKO®PET, Enka reduce su exposición a variables como los precios del crudo, que impacta materias primas como caprolactama y el poliéster y, por esta vía, también la exposición cambiaría en alguna medida.

Enka: en el camino de los productos verdes

Subponderar PO, COP24,1

Actualizamos nuestra valoración de ENKA con una disminución de 4,2% en el PO, hasta COP24,1/acción y una estrategia de subponderar, debido a una rentabilidad esperada inferior a la del Colcap. Sin expectativa de dividendo para 2024, Enka ofrece un potencial de valorización del 32,5%.

La planta de EKO®PET es un hito de valor para la compañía ya que, según nuestros cálculos, le permitiría incrementar volúmenes totales de venta en alrededor de 10% en 2024. Lo anterior, en línea con una expansión esperada de 24% en la producción total de EKO®PET y casi triplicar la producción de la nueva planta en 2023.

Adicionalmente, vale la pena considerar que con la mayor incidencia de los volúmenes de EKO®PET en el total la compañía reduce su exposición a variables como los precios del crudo, que impacta materias primas como caprolactama y el poliéster y, por esta vía, también la exposición cambiaría en alguna medida.

Nueva planta EKO®PET favorecerá volúmenes de venta con su puesta en marcha. Durante 2023 la nueva planta EKO®PET se ha concentrado en homologaciones de las principales embotelladoras, las cuales han sido exitosas. Con lo anterior, se espera superar el 50% de uso de capacidad de la nueva planta en 2024 además de diluir los costos fijos de la operación en adelante con lo que podrían eventualmente presentarse mejoras en la rentabilidad.

Principales riesgos

Sensibilidad a la tasa de cambio. Un tema histórico y estructural en la compañía dada su significativa exposición a las exportaciones (46% de las ventas), la cual ha venido en ascenso desde 2021 y se mantiene por encima de la media prepandemia. Dicho lo anterior, nuestra perspectiva del USD para 2024 es de una relativa estabilidad y, por lo tanto, de posible poca incidencia en los márgenes.

Nuestra valoración

Adicional a los ajustes por tasa de descuento, que no presentan variaciones significativas vs. la valoración anterior, actualizamos proyecciones macro, con un menor nivel de tasa de cambio y más estable, cercana a COP4.250 por dólar, y un leve crecimiento de los precios del petróleo.

Incluimos la expansión de la planta PET con un factor de uso del 20% para 2023, 40% para 2024 y 60% para 2025.

Javier David Villegas Restrepo
Analista *small caps*
javidleg@bancolombia.com.co

Juan Camilo Dauder Sánchez
Gerente renta variable
jdauder@bancolombia.com.co

Resumen valoración

COP mn	2024E
Valor Presente FCD	233.202
VP Valor Terminal	153.886
Valor Empresa	387.088
Deuda Neta	166.282
Activos no operacionales	63.046
Valor Patrimonio	283.852
Acciones en Circulación	11.774
Precio Objetivo	24,1
Precio Mercado (9/11/2023)	18,2
Potencial Valorización	32,4%
Dividend yield	0%
Retorno Total	32,4%

Fuente: Enka, cálculos Grupo Bancolombia.

Activos del emisor vs. Colcap (ene. 18=100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

Enka: balance de riesgos

Estabilidad en precios de dólar y crudo permitirían mantener márgenes

Tesis de inversión

Escenario de precios y tasa de cambio favorables. Vemos un escenario positivo de cara a los precios de venta de los productos de Enka, soportado en nuestros pronósticos de precios del Brent, que para 2024 continuarán en niveles cercanos a USD84/barril. Así, los ingresos de la compañía mantendrían un buen desempeño. En cuanto al dólar, esperamos se ubique alrededor de COP4.250 para 2024, lo que daría cierta estabilidad a los costos.

Puesta en marcha de nueva planta EKO®PET. Durante 2024, la dinámica de ventas se verá favorecida la ampliación paulatina de la capacidad de la planta de reciclaje PET botella a botella que más que duplicará la capacidad actual de la compañía. La inversión supera los COP93 mil mn con una financiación del 50%, lo que en el corto plazo continuará presionando la utilidad neta mientras la planta incrementa su capacidad de uso en 2024.

Estrategia de productos verdes: la estrategia en estos productos, cuya demanda continúa en ascenso dada la tendencia de consumo responsable, encontraría en la planta de EKO®PET solo uno de sus capítulos. Es probable que Enka continúe avanzando en nuevas iniciativas en este frente. De hecho, la nueva planta es la extensión de una iniciativa anterior.

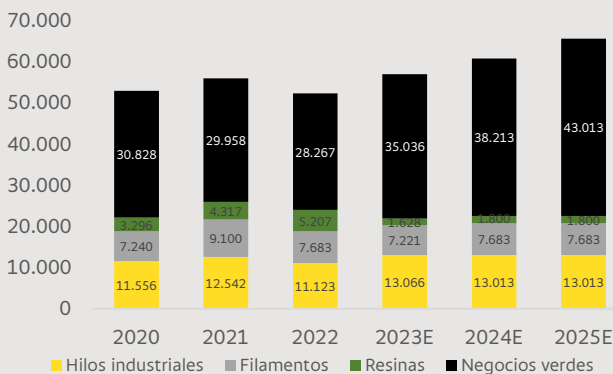
Riesgos

Sensibilidad a la tasa de cambio y precios de materias primas. Hay un riesgo inherente al negocio y es la exposición a variaciones en la tasa de cambio y al precio del petróleo, que impactan materias primas como la caprolactama y el poliéster. Altas volatilidades en estas dos variables pueden generar impactos en los resultados financieros de Enka, ya que disminuyen los *spreads* entre costo y precio de venta y, por ende, el flujo de caja.

Nuevos jugadores en el mercado. Como lo informamos en nuestra actualización anterior, Esenttia, filial de Ecopetrol, anunció el inicio de operación de una nueva planta de resinas plásticas recicladas en Tocancipá en junio. Además, la normalización de la economía china, tras las restricciones de la política covid cero, hace que haya más disponibilidad de este tipo de productos en el mercado. Factores como los anteriores endurecerían el entorno competitivo de Enka.

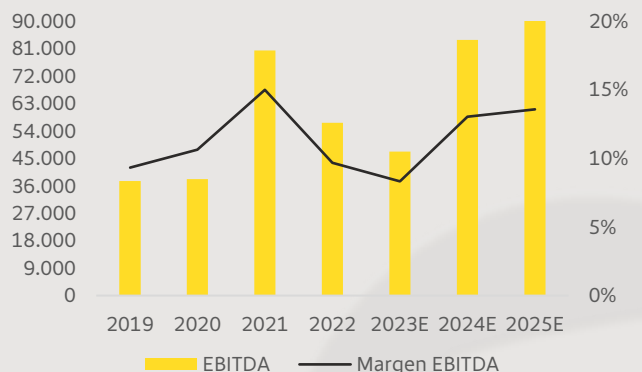
Endeudamiento: de cara al avance de la nueva planta, la compañía más que duplicó su endeudamiento bruto y neto entre 2021 y 2022, por lo que un desapalancamiento podría ser necesario para operar con rentabilidades más holgadas y repartir nuevamente dividendos.

Evolución ventas por segmento (toneladas)



Fuente: Enka, cálculos Grupo Bancolombia.

Evolución EBITDA (COP) y margen EBITDA (%)



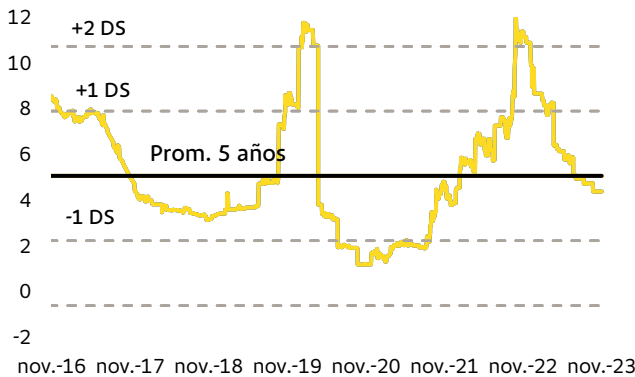
Fuente: Enka, cálculos Grupo Bancolombia.

Enka: en el camino de los productos verdes

La compañía regresa a múltiplos atractivos frente a sus pares y contra sí misma

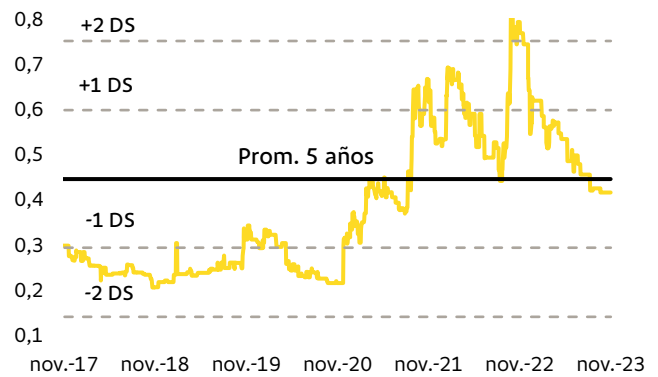
La caída en el precio de la compañía, a raíz de la no ejecución de la posible OPA, ha llevado a que la compañía se encuentra transando por debajo de su media de los últimos 5 años, tanto en el múltiplo EV/EBITDA próximos 12 meses como en el P/VL, dando nuevamente señal de abaratamiento del activo. Ahora bien, al compararlo contra los pares regionales y globales, Enka vuelve a niveles por debajo del 30% en promedio, tanto en su múltiplo RPG 2023 como en EV/EBITDA 2023, dando señales positivas frente a nuestro valor fundamental.

EV/EBITDA PDM (x)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

P/VL (x)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

Comparables

Compañía	País	Market Cap (USDmn)	P/E			EV/EBITDA		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
Latam								
MEXICHEM SAB	México	3.551	32,6x	10,3x	9,0x	5,9x	5,2x	5,0x
CYDSA SAB	México	620	4,7x-	-	-	5,2x	5,2x	4,5x
ALPEK SA	México	1.543	35,8x	7,6x	5,3x	5,9x	4,4x	4,4x
BRASKEM SA	Brasil	3.203	--	-	-	17,7x	10,7x	6,5x
Promedio Latam			24,4x	8,9x	7,1x	8,7x	6,4x	5,1x
Global								
SYNTHOMER	Reino Unido	401	-	50,2x	3,8x	7,6x	7,5x	5,6x
EMS- CHEMIE	Suiza	15.727	28,9x	32,5x	29,4x	22,3x	24,2x	21,9x
PLASTIVALOIRE	Francia	61	-	-	9,4x	4,1x	4,9x	4,4x
SINOMA SCIENCE&TECH	China	4.027	10,5x	11,1x	8,9x	17,7x	10,8x	9,1x
Promedio Global			19,7x	31,3x	12,9x	12,9x	11,8x	10,3x
USA								
KRATON CORP	USA	1.498	-	-	-	-	-	-
LANDEC CORP	USA	214	-	-	32,1x	60,3x	18,7x	11,5x
Promedio USA			0,0x	-	32,1x	60,3x	18,7x	11,5x
Promedio Total			14,7x	20,1x	17,4x	27,3x	12,3x	8,9x
ENKA	Colombia	70	9,3x	5,3x	4,0x	8,1x	4,5x	3,9x

Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

Estado de resultados

Estado de Resultados (COP mn)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Ingresos	402.460	358.558	535.825	585.690	567.778	642.337	673.072
Costo de venta	(336.533)	(288.250)	(423.328)	(481.201)	(466.173)	(500.940)	(522.159)
Utilidad bruta	65.927	70.308	112.497	104.489	101.605	141.397	150.913
Utilidad operacional	20.891	22.150	64.185	39.031	28.776	65.086	71.952
EBITDA	37.500	38.150	80.329	56.636	47.178	83.774	91.387
Utilidad antes de impuestos	15.801	14.369	61.934	18.247	22.778	43.028	57.837
Utilidad neta	15.049	15.168	57.407	24.645	22.970	40.266	54.124
Margen bruto	16,4%	19,6%	21,0%	17,8%	17,9%	22,0%	22,4%
Margen operacional	5,2%	6,2%	12,0%	6,7%	5,1%	10,1%	10,7%
Margen EBITDA	9,3%	10,6%	15,0%	9,7%	8,3%	13,0%	13,6%
Margen neto	3,7%	4,2%	10,7%	4,2%	4,0%	6,3%	8,0%
Utilidad operacional/acción	1,77	1,88	5,45	3,32	2,44	5,53	6,11
Ganancia/acción	1,28	1,29	4,88	2,09	1,95	3,42	4,60
EBITDA/acción	3,19	3,24	6,82	4,81	4,01	7,12	7,76
Dividendos	-	-	-	-	-	-	-
Dividendo/acción	-	-	-	-	-	-	-
Acciones en circulación (Mn)	11.774	11.774	11.774	11.774	11.774	11.774	11.774

Balance general

Balance General (cop mn)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Caja y equivalentes	11.845	72.745	37.777	11.122	11.132	11.303	26.732
Activo corriente	160.529	131.421	215.939	292.149	283.034	310.406	324.239
Activo fijo neto	327.821	321.687	348.019	406.463	429.120	447.196	466.798
Total activo	580.327	611.835	684.018	808.086	819.066	868.895	919.496
Total deuda	59.795	58.243	62.151	202.124	177.039	177.294	166.860
Total pasivo	182.366	198.125	182.015	327.223	307.590	317.154	313.631
Total patrimonio	397.961	413.710	463.378	480.863	511.475	551.740	605.865
Total pasivo + patrimonio	580.327	611.835	645.393	808.086	819.065	868.895	919.495

Múltiplos y razones financieras

Indicadores	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
RPG	7,6x	0,0x	5,0x	4,4x	5,4x	3,0x	2,8x
EV/EBITDA	5,4x	9,0x	3,9x	3,8x	3,9x	3,6x	3,8x
P/VL	0,8x	0,8x	0,7x	0,5x	0,4x	0,4x	0,4x
ROE ajustado (%)	11,2%	-2,0%	14,6%	11,1%	7,8%	12,9%	12,8%
ROA ajustado (%)	3,3%	-0,6%	4,6%	3,3%	2,2%	3,9%	4,1%
Deuda/Patrimonio	1,6x	1,7x	1,4x	1,5x	1,7x	1,5x	1,4x
Deuda neta/EBITDA	3,3x	5,8x	2,4x	2,8x	3,1x	2,8x	2,9x

Fuente: Enka, cálculos Grupo Bancolombia.



Operación será impactada por el bajo dinamismo del sector financiero y débiles resultados en el negocio no financiero.

Grupo Aval, entorno retador para negocio financiero y no financiero

Sobreponderar, PO COP680

Actualizamos nuestra cobertura de Grupo Aval hasta COP680/acción desde COP760/acción (PO para 2023) una disminución de 10,5% con la que nuestra estrategia es **sobreponderar**. Así, se estima un retorno total de 63,1%, que incluye un retorno por dividendos de 12%.

Nuestra estrategia se basa en el potencial de valorización del activo frente al Colcap.

No obstante, las ineficiencias del mercado podrían afectar la pronta materialización de este precio. Factores como el menor dinamismo esperado en su negocio financiero por la baja demanda y oferta de crédito, el deterioro de la cartera y la menor rentabilidad, en un entorno de altas tasas de interés y desaceleración de la economía, hacen esperar un año no muy favorable a las utilidades de la industria y la compañía.

Principales cambios en la valoración

Nuestro PO se basa en un modelo de suma de partes, en el que valoramos individualmente el negocio financiero (Banco de Bogotá, Banco Popular, Banco de Occidente y AV Villas) y el no financiero (Corficolombiana y Porvenir).

Adicionalmente, ajustamos el PO por la calificación de ASG y la actualización de las variables macroeconómicas, que continúan previendo un panorama económico retador para 2024. Los modelos, además, contemplan un bajo dinamismo de la cartera para todos los bancos del grupo, márgenes de intermediación sin mayores cambios y, aunque la rentabilidad mejoraría vs. 2023, se mantendría inferior frente al histórico.

De igual manera, el nuevo PO de Grupo Aval contempla, para 2024, el efecto de la venta total de BHI por parte de Banco de Bogotá, que hizo que el PO del banco retrocediera, como es razonable.

En cuanto al negocio no financiero, para 2023 se espera una moderación en los resultados de Corficolombiana, debido al fin del periodo de construcción en sus principales concesiones. No obstante, será un periodo que, esperamos, se mantenga sólido en caja, en la medida que se empiecen a recaudar los ingresos por peajes.

Por el lado de Promigas, para 2024, esperamos que el margen operacional retroceda vs. 2023 y alcance 29,3%. Esta visión tiene en cuenta algunos costos registrados en 2023, de aspecto estructural, que seguirían afectado el margen operacional de la compañía. No obstante, un ambiente más bajo de tasas y dólar generarían una recuperación relevante de la utilidad neta.

Analista

Andrea Patricia Atuesta Meza
Sector financiero
aatuesta@bancolombia.com.co

Resumen valoración

COP mn	2024E
Banco de Bogotá	10.998.985
Banco de Occidente	3.537.798
Banco AV Villas	893.899
Banco Popular	2.462.185
AFP Porvenir	599.225
Corficolombiana	711.174
Otros activos	181.523
Deuda financiera	(2.781.542)
VP gastos operacionales	(823.369)
Valor Grupo Aval	15.779.878
Acciones en circulación (mn)	22.281
Precio objetivo	680
Precio cierre (9/11/2023)	450
Potencial de valorización	51,1%
Retorno del dividendo	12%
Retorno total	63,1%

Fuente: Grupo Aval, cálculos Grupo Bancolombia.

Activos del emisor vs Colcap (ene18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

Grupo Aval, entorno retador para negocio financiero y no financiero

Vehículo de inversión diversificado de gran solidez, en una coyuntura desafiante

Tesis de inversión

Importante relevancia de Grupo Aval en el sector financiero. El negocio financiero mantiene una sólida posición en el sistema bancario en Colombia, en el que los bancos del grupo mantienen una participación de mercado de 24%. Se destaca la contribución y fortaleza de las libranzas, que representa el 58% de la cartera de consumo del grupo con una cuota de mercado del 45%. En este orden de ideas, Grupo Aval lidera la participación de mercado en el segmento de consumo, con 27,3%, y en comercial se destaca su cuota del 26,3%.

Grupo Aval se mantiene como uno de los grupos financieros más sólidos. Su fortaleza patrimonial, baja exposición de la cartera a sectores vulnerables y su alta participación en cartera comercial (como es el caso de BdeB) le han permitido sortear con éxito momentos retadores de la economía, como lo fue 2020 y 2023 por la desaceleración de la economía.

Estrategia de diversificación de negocios, exposición en sectores relevantes para la economía: financiero, infraestructura y gas.

Riesgos

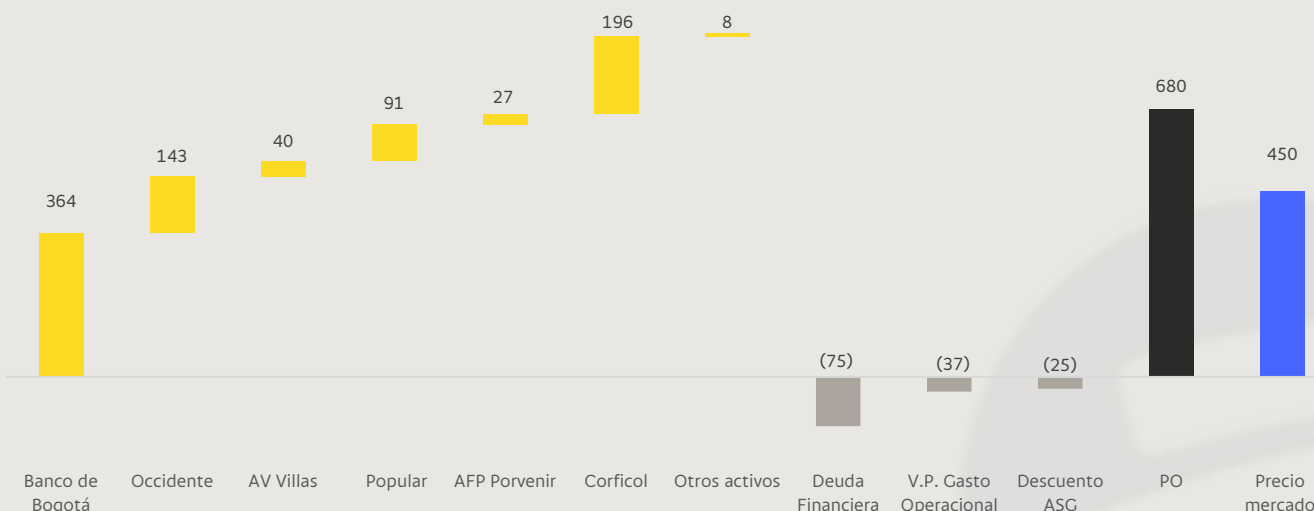
En nuestra opinión:

- Entorno económico: desaceleración económica, inflación que cede lentamente y tasas de interés con lenta convergencia a niveles pre pandemia.
- Desaceleración y retroceso en la cartera mayor al esperado.
- Incertidumbre sobre el riesgo legal en Colombia y EE.UU.

Impactos ASG

De acuerdo con el MSCI, Grupo Aval tiene una calificación ASG de BB, inferior al A del índice Colcap, por lo que, de acuerdo con lo explicado en la sección de ASG, incorporamos un impacto en su precio objetivo con un descuento del 4,16%.

Aporte por negocio al precio objetivo de Grupo Aval (COP)

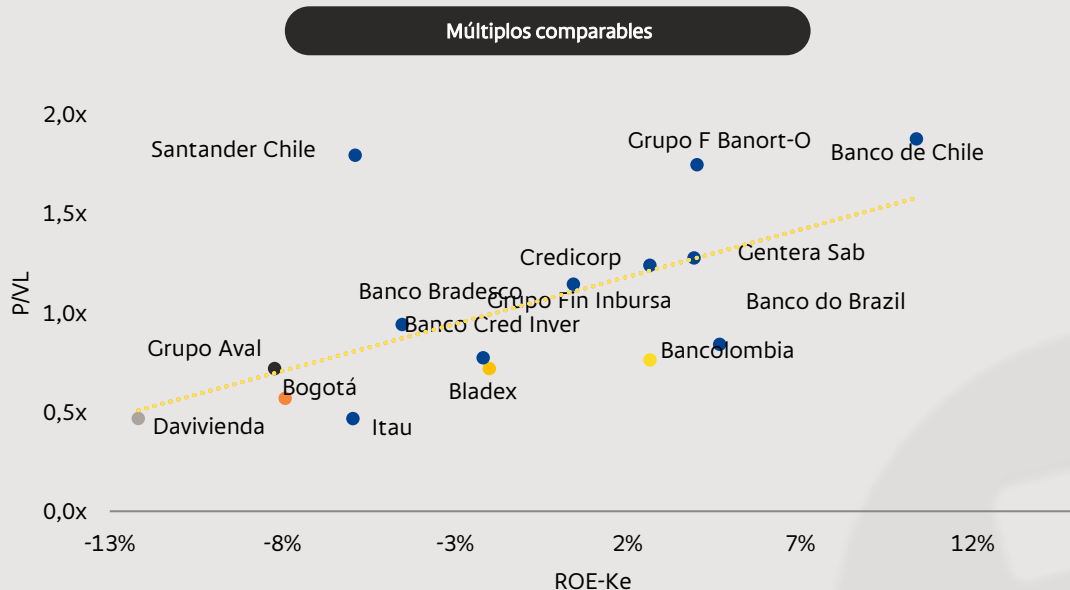
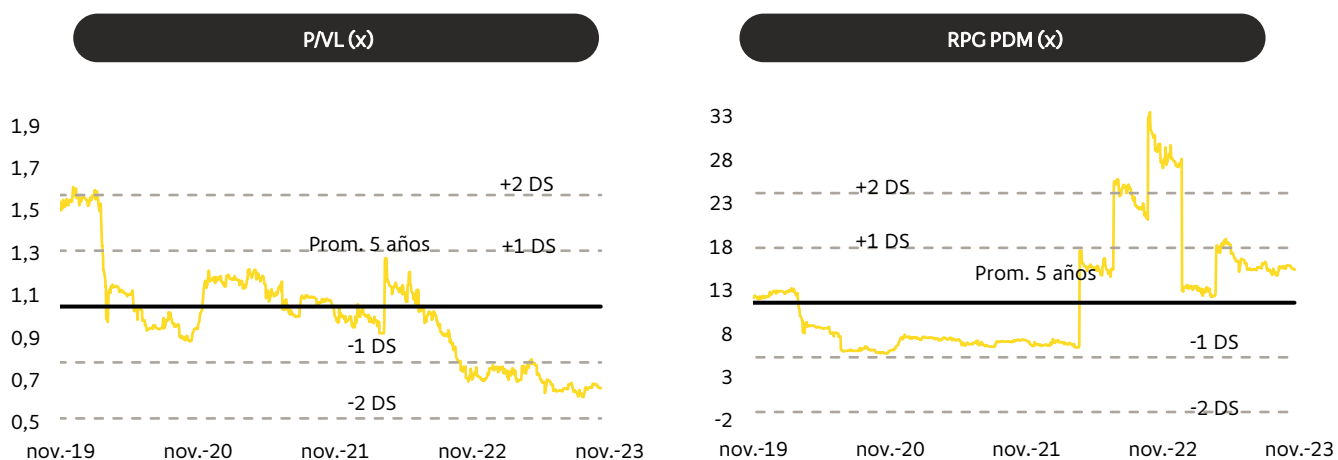


Fuente: Grupo Aval, cálculos Grupo Bancolombia.

Múltiplos de mercado

Grupo Aval se estaría negociando a un precio justo

Al momento de este informe, el valor de mercado de Grupo Aval da cuenta de cómo las cifras financieras del grupo han sido impactadas por un bajo dinamismo en el negocio financiero y no financiero, reflejado en un P/VL como RPG que se ubica en niveles mínimos, teniendo en cuenta la fuerte caída en el precio de cotización. El P/VL (0,66x) se ubica en un nivel inferior a la media de los últimos 5 años (1,05x) mientras que el RPG (PDM) alcanza 15,41x, superior a la medida de los últimos cinco años (11,60x), teniendo en cuenta las menores utilidades reportadas. Grupo Aval cuenta con un ROE de 8,5%, notablemente inferior frente al promedio de sus comparables (14,9%), y con un PVL de 0,72x que ubica al activo sobre la línea de regresión, lo que indicaría que el activo estaría negociándose a un precio justo, efecto de la desaceleración de sus negocios financieros y no financieros.



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.



Grupo Energía Bogotá

Los resultados financieros de las filiales asociadas y controladas han sido neutrales, con sesgo positivo. Lo anterior, en vista de que la naturaleza regulada de los negocios y la amplia experiencia en los mismos así lo han permitido. No obstante, posibles cambios regulatorios opacan la tesis de inversión de la compañía.

GEB: valor opacado por riesgo en regulación

Sobreponderar, PO COP3.245

Actualizamos nuestra cobertura de GEB con un incremento de 5,7% en nuestro PO, hasta COP3.245/acción, y mantenemos nuestra estrategia en sobreponderar. Así, el activo ofrece un retorno total del 99,6% para 2024, del cual el 12,6% estaría explicado por el dividendo.

Mantenemos una visión positiva frente a GEB debido a: i) sólida operación de ENEL Colombia, en medio de coyuntura difícil para el sector, ratifica confianza en su generación de caja, ii) TGI seguirá aportando de manera importante al EBITDA operacional de la compañía, con un menor riesgo regulatorio por la implementación de cambios durante 2023, iii) Cálidda mantiene fuerte posición del negocio regulado y con contratos *take-or-pay* con otros clientes. Adicionalmente, en transmisión de energía esperamos la continuidad en la ejecución de su portafolio de inversiones.

Como principales riesgos destacamos: i) la posible reforma a los servicios públicos que estaría preparando el Gobierno colombiano, ii) un panorama gasífero de mediano-largo plazo que parece algo desfavorable para TGI, iii) los problemas de comunidades que generaron el abandono del proyecto eólico de ENEL en La Guajira y la construcción de línea Colectora en una región difícil socialmente.

Principales cambios en la valoración

Los principales ajustes en el modelo de valoración son: i) realizamos un modelo de valoración para ENEL Colombia y su operación integrada, ii) actualizamos los modelos de valoración para TGI y Promigas, iii) utilizamos un múltiplo de valoración EV/EBITDA de 8,02x para compañías pequeñas de transmisión correspondiente al múltiplo de salida de negocios de transmisión en nuestros modelos de FCD.

Hacia adelante, será importante seguir el comportamiento de la contratación de TGI y la evolución de resultados de ENEL Colombia que cuenta con un histórico de operación consolidado todavía algo corto.

Impacto ASG

No se generó un impacto de prima por factores ASG, pues el emisor cuenta con una calificación igual o superior a la del índice Colcap.

Analista

Ricardo Andrés Sandoval Carrera
Sector energía, petróleo y gas
rsandova@bancolombia.com.co

Resumen valoración

COP millones	Valor	Valor para GEB
Enel Colombia	43.682.103	18.571.446
TGI	7.602.104	7.602.104
Cálidda	4.738.845	2.843.307
GEB Transmisión	3.665.140	3.665.140
Otras compañías	21.316.021	8.225.377
<u>Deuda Neta Holding</u>		<u>-11.125.038</u>
Valor total GEB		29.782.337
<u>Acciones en circulación (mn)</u>		<u>9.181</u>
Precio objetivo		3.245
Precio cierre		1.735
Potencial valorización		87%
<u>Rentabilidad dividendo</u>		<u>12,6%</u>
Retorno total		99,6%

Fuente: GEB, cálculos Bancolombia.

Activos del emisor vs. Colcap (ene. 18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

GEB: valor opacado por riesgo en regulación

Relevancia de mercado vs. riesgo regulatorio y de contratación

Tesis de inversión

Sólida operación de ENEL Colombia en medio de coyuntura difícil ratifica confianza en su generación de caja. En medio de una coyuntura desafiante para el sector, por la exposición a precios en bolsa y la deuda por opción tarifaria, nuestras estimaciones indican que ENEL tendría una exposición a bolsa de un 25%, en línea con el promedio de la industria nacional. Además, solo tendría una participación del 7% en el saldo acumulado de opción tarifaria cuando la compañía atiende más del 20% de la demanda nacional de energía.

Así mismo, la compañía reportó resultados para el 3T23 que consideramos neutrales en medio de la coyuntura de El Niño, logrando en lo corrido del año una caída de tan solo 1% en su utilidad neta, con un panorama de altas tasas. Por lo anterior, esperaríamos que el flujo de dividendos hacia GEB en 2024 permanezca sin grandes cambios pese a la coyuntura sectorial.

TGI aportará un 45% del EBITDA operacional de GEB con un menor riesgo. Durante 2023, se ejecutó ampliamente la agenda regulatoria del sector. Entre los principales cambios observamos: i) la disminución del WACC regulatorio de 15,02% a 11,88% sería compensada por el

reconocimiento de inversiones y ii) TGI decidió realizar la cobertura de su deuda en USD por el cambio de moneda funcional de USD a COP en la remuneración de sus activos y se encuentra a la espera de una resolución que reconozca el costo de esta operación.

Posición fuerte de Cálidda le permitirá seguir aportando a EBITDA operacional. El negocio de distribución de gas en Perú, aparte de la estabilidad de su negocio regulado, realiza contratos *take-or-pay* con otros clientes, lo que agrega estabilidad a sus resultados. Además, su oferta de gas está cubierta hasta 2033.

Riesgos

Gobierno Nacional estaría preparando la reforma a los servicios públicos para presentar al Congreso. La discusión sobre la tarifa de energía eléctrica tomo interés nacional hace parte la agenda política del Gobierno que buscará bajar los costos de los usuarios.

TGI puede tener un riesgo de contratación en el largo plazo. La producción de gas nacional está declinando en dos campos antes estratégicos y para 2026 se estima que la demanda superaría la oferta, escenario en el que su competidor Promigas parece mejor posicionado para tomar ventaja.



Fuente: Cálculos Grupo Bancolombia.

Múltiplos: fuerte descuento relativo en el precio de la acción

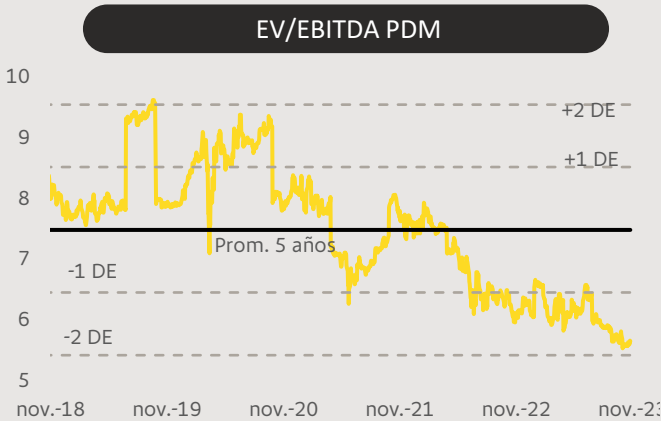
GEB con precio bajo en cualquier comparación

GEB es una de las acciones con mayor potencial en el mercado colombiano, no solo por valoración intrínseca sino también relativa. La acción de la compañía presentó fuertes caídas desde las elecciones presidenciales de 2022 y el inicio de la discusión regulatoria del Gobierno Nacional en temas de energía eléctrica.

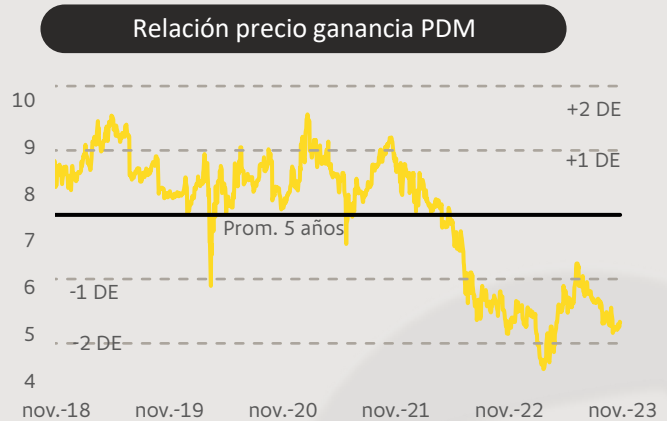
Así, el precio de la acción frente a las utilidades que presenta o el EBITDA o su valor en libros es bajo frente a sus pares de energía eléctrica o de gas.

Igualmente, frente a su historia el descuento ya alcanza las dos DE, tanto en EV/EBITDA como en RPG.

Compañía	Relación precio ganancia (x)			EV/EBITDA (x)			P/VL (x)
	2022	2023E	2024E	2022	2022E	2023E	2023UDM
Latam							
Transmisión	14,2x	12,3x	8,4x	8,3x	7,4x	6,4x	1,7x
Distribución	12,5x	19,4x	15,5x	7,5x	10,2x	9,5x	1,9x
Generación	11,4x	13,1x	12,4x	6,8x	7,9x	6,8x	3,5x
Integrada	11,5x	9,8x	8,1x	7,4x	6,3x	6,0x	1,1x
Promedio Latam	12,4x	13,7x	11,1x	7,5x	8,0x	7,2x	2,1x
Global							
Transmisión	21,9x	16,7x	17,4x	10,7x	9,0x	8,6x	1,4x
Distribución	19,8x	16,1x	15,1x	13,5x	11,4x	10,4x	0,0x
Generación	16,2x	15,7x	14,6x	12,9x	11,3x	9,9x	1,4x
Integrada	32,4x	14,3x	13,5x	12,1x	10,2x	9,5x	1,6x
Promedio Global	22,6x	15,7x	15,2x	12,3x	10,5x	9,6x	1,1x
Promedio Total	17,5x	14,7x	13,1x	9,9x	9,2x	8,4x	1,6x
Gas (D+T)	19,9x	13,5x	13,8x	11,0x	9,1x	8,7x	8,1x
GEB	8,8x	5,9x	4,3x	13,9x	7,4x	5,9x	0,9x



Fuente: Reuters; GEB; Grupo Bancolombia.



Fuente: Reuters; GEB; Grupo Bancolombia.



Nuestra estrategia se basa en el alto potencial de valorización relativo que el activo ofrece frente al Colcap. Así mismo, la fortaleza como plataforma líder del comercio minorista en los países donde opera. Relevancia de mercado y el proceso de reconversión estratégica son fortalezas que compiten contra la adversa coyuntura de consumo.

Grupo Éxito, crecimiento apalancado en cambio de formatos

Subponderar, PO COP4.600

Iniciamos nuestra cobertura de Grupo Éxito con un PO de COP4.600 por acción para 2024 y estrategia de subponderar. Así, se estima un retorno total de 34,3%, que incluye un retorno por dividendos de 3,6%.

Nuestra estrategia se basa en el alto potencial de valorización relativo que el activo ofrece frente al Colcap y la relevancia de mercado. Su fortaleza como plataforma líder del comercio minorista en Colombia (28%, 492 tiendas) y Uruguay (42%, 94 tiendas) y presencia en Argentina (7% y 33 tiendas). Sin embargo, la actual coyuntura de los países donde opera, particularmente Colombia, está presionando las finanzas de la compañía

Colombia representa el 75% de los ingresos de la firma, de tal forma que la salud de su economía es esencial en el caso de inversión. La economía colombiana continúa dependiendo en gran medida del consumo privado de los hogares, 75% en el último año. Este viene creciendo a un ritmo superior frente a la economía.

No obstante, su dinámica ha sufrido una recomposición que ha afectado los márgenes. Esta ha estado apalancada en el consumo de servicios en detrimento de bienes durables y semidurables, situación que ha ejercido presión en el margen de los *retailers*. El consumo de bienes durables está muy ligado a la tasa de cambio y la capacidad de financiación de los hogares, algo que se ha visto reducido en la actual coyuntura.

De acuerdo con las variaciones de tarjetahabientes, el 4T23 mostrará variaciones menos negativas, aunque se mantendrán descensos, por efecto de i) una base de comparación mucho menor y ii) que empezamos a tener una desescalada de la inflación y disminuciones en las tasas de interés.

Principales supuestos de la valoración

Para la valoración de Grupo Éxito hicimos una valoración por flujo de caja descontado, en la que destacamos como principales supuestos que: i) se mantiene el número de tiendas actuales en todos los formatos y regiones; ii) el número de metros cuadrados, de igual manera, es estable para los siguientes periodos; iii) no se asumen nuevas expansiones de tiendas, dada la estrategia de la compañía de crecer a través de la reconversión de las existentes, ya que es cada vez más difícil crecer en nuevos metros por la alta penetración del mercado que ya existe, y iv) la nueva tendencia es hacia tiendas compactas, pues son más eficientes para el cliente y la operación.

Analista

Andrea Patricia Atuesta Meza
Sector financiero
aatuesta@bancolombia.com.co

Juan Camilo Dauder Sánchez
Gerente renta variable
jdauder@bancolombia.com.co

Resumen valoración

COP mn	2024E
Colombia	983.549
Uruguay	2.519.124
Argentina	2.462.722
Valor consolidado Grupo Éxito	5.965.394
Acciones en circulación (mn)	1.298
Precio objetivo	4.600
Precio cierre (9/11/2023)	3.518
Potencial de valorización	30,8%
Retorno del dividendo	3,6%
Retorno total	34,4%

Fuente: Grupo Éxito, cálculos Grupo Bancolombia.

Activos del emisor vs. Colcap (ene. 18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

Grupo Éxito: balance de riesgos

Relevancia de mercado y reconversión estratégica vs. coyuntura de consumo

Tesis de inversión

Alta participación de mercado en Colombia y Uruguay. Plataforma líder del comercio minorista, reflejado en una participación de mercado en Colombia del 28%, con 492 tiendas, y en Uruguay con el 42%, 94 tiendas, mientras que en Argentina alcanza 7%, con 33 tiendas. Desempeño de ventas sólido en los tres países donde tiene presencia.

Respaldo del negocio inmobiliario. El negocio inmobiliario presentó un comportamiento positivo al finalizar el 3T23 año corrido (15% a/a), que amortigua parte de la caída en el negocio de ventas minoristas, pues representa una porción de los ingresos totales cercana al 4%. Así mismo, es un negocio con potencial de crecimiento y respaldado por grandes arrendatarios de la mejor calidad, que mitiga riesgos de mayor vacancia o impagos.

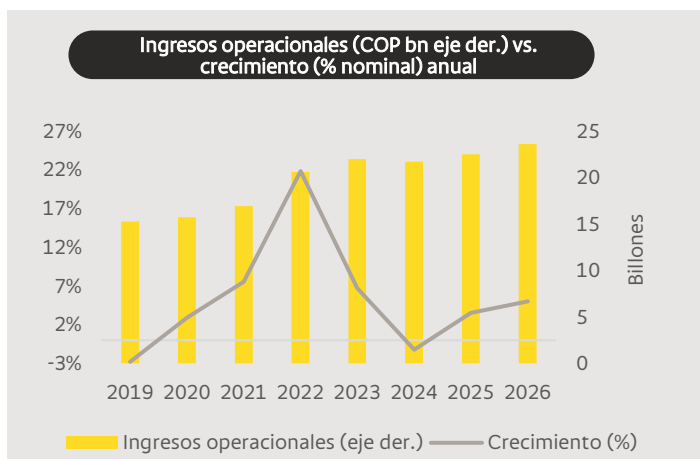
Reconversión estratégica de tiendas. Dados los altos niveles de penetración y los cambios en las tendencias de consumo, que favorecen la migración hacia experiencias fuera de casa, las reconversiones se han orientado hacia formatos basados en aquellas y tienen como objetivo final la eficiencia en las ventas por m², estrategia que ha rendido sus réditos. En 2022, la compañía alcanzó una meta de expansión (aperturas, reformas, reconversiones, remodelaciones) de 78 tiendas, con 31.000 m² brutos de superficie de venta adicional en formatos innovadores y otros.

Riesgos

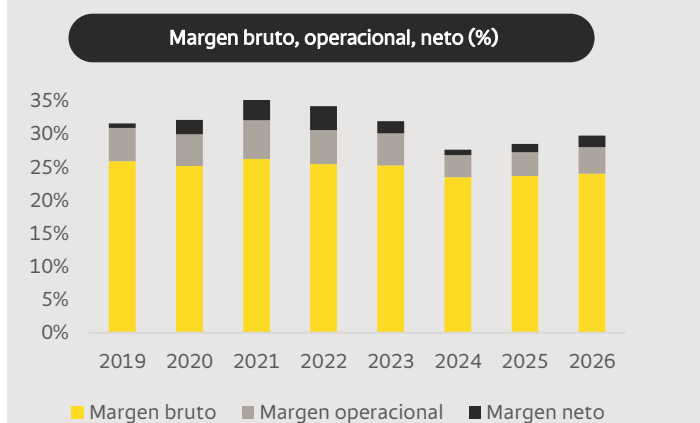
Coyuntura de bajo consumo. Desempeño económico inferior a lo esperado en los países de la región, alto desempleo, tasas de interés e inflación que ceden a un ritmo más lento de lo esperado. Para que se restablezca el equilibrio en el gasto entre bienes durables y servicios asociados a experiencias, es necesario un entorno amigable de precios y tasas de interés. Aunque es claro que los bancos centrales estarían en la fase final de su actual ciclo contractivo, la normalización de las tasas parece ser un tema todavía lento.

Ilíquidez de la acción e incertidumbre ante cambios en la estructura corporativa y propietaria de la compañía. La compañía ha cambiado su estructura propietaria de manera frecuente desde 2015, generando incertidumbre entre los inversionistas. De otro lado, el flotante en Colombia está en niveles mínimos. Actualmente, se encuentra en proceso una OPA de control por mínimo 51% y hasta el 100%.

Impacto negativo por resultados de TUYA, rubro que se ha visto impactado por las provisiones, debido al deterioro de la cartera de consumo.



Fuente: Grupo Éxito, cálculos Grupo Bancolombia.



Fuente: Grupo Éxito, cálculos Grupo Bancolombia.

Sensibilidad PO a variaciones en el Ke y ventas

Var. ventas Colombia sobre escenario base (%)	Var. WACC (%)				
	0,6%	0,3%	0%	(0,3%)	(0,6%)
95%	5.410	5.600	5.800	6.020	6.250
90%	6.530	6.750	7.000	7.260	7.540
100%	4.290	4.440	4.600	4.770	4.950
105%	3.160	3.270	3.380	3.500	3.630
110%	2.030	2.090	2.160	2.240	2.310

Fuente: Grupo Éxito, cálculos Grupo Bancolombia.

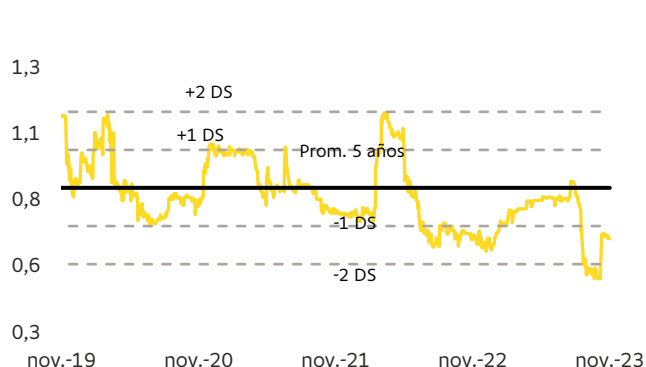
Múltiplos de mercado

Grupo Éxito con descuento por el retroceso en sus resultados financieros

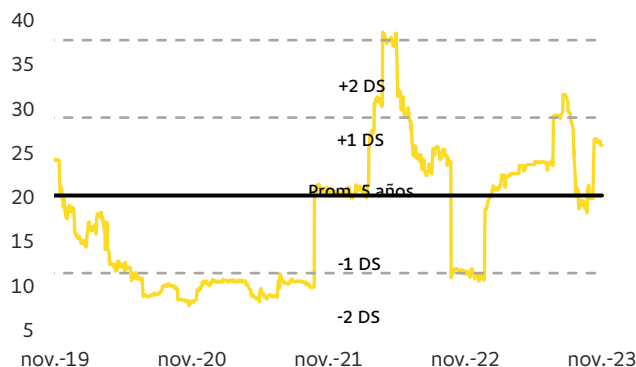
Al comparar Grupo Éxito frente a sus pares regionales, la compañía negocia a un PVL de 0,7x frente al 2,4x en promedio de la región. Lo anterior teniendo en cuenta la desaceleración de sus resultados financieros durante 2023 y el retroceso esperado para 2024 por la coyuntura económica; de esta manera, estaríamos esperando para el próximo año un ROE de 5,8% que es ampliamente inferior al ROE doble dígito esperado para sus comparables regionales del 16,6%

Al momento de este informe, el valor de mercado de Grupo Éxito refleja el impacto que han tenido sus utilidades y rentabilidad en 2023, impactadas por la coyuntura económica, en un entorno de altas tasas de interés e inflación. Lo anterior reflejado en un PVL en niveles mínimos, teniendo en cuenta la fuerte caída en el precio de cotización. El PVL (0,65x) alcanza un nivel inferior a la media de los últimos 5 años (0,84x) mientras que el RPG alcanza 25,9x, superior a la medida de los últimos cinco años (20,2x), teniendo en cuenta el fuerte retroceso en utilidades reportadas durante 2023.

PVL (x)



RPG (PDM)



Múltiplos comparables

Compañía	País	Market Cap (USD)	RPG (x)			ROE (%)			PVL (x)	
			2022	2023	2024	2022	2023	2024	2023	2023
Latam										
Almacenes Exito SA	Colombia	1.309	10,8x	15,2x	13,0x	1,4%	3,7%	5,8%	0,7x	
InRetail Peru Corp	Peru	3.516	39,4x	14,5x	13,2x	16,1%	17,9%	18,0%	2,5x	
Falabella SA	Chile	5.771	10,3x	73,8x	17,1x	1,6%	1,7%	5,0%	0,8x	
Cencosud SA	Chile	5.490	7,4x	8,1x	7,9x	8,6%	15,4%	15,2%	1,2x	
Walmart Mex	Mexico	68.911	30,1x	21,7x	19,5x	25,2%	26,8%	28,6%	6,2x	
Soriana SAB DE CV	Mexico	3.028	10,8x	11,3x	10,6x	6,9%	6,1%	6,2%	0,7x	
Grupo Mateus SA	Brasil	3.771	17,6x	10,8x	8,1x	15,2%	15,0%	16,8%	1,8x	
Sendas Distribuidora SA	Brasil	4.031	10,7x	21,1x	12,4x	36,6%	18,2%	26,1%	3,8x	
Promedio Latam			18,0x	23,0x	12,7x	15,7%	14,4%	16,6%	2,4x	

Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

Estados financieros

Estado de resultados

COP mn	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Ventas	15.293.083	15.735.839	16.922.385	20.619.673	21.863.558	21.502.950	22.281.742
Utilidad bruta	3.954.106	3.956.929	4.433.529	5.239.583	5.517.840	5.047.101	5.267.382
Utilidad operacional	767.507	753.828	988.019	1.059.074	1.052.114	711.807	793.982
EBITDA	1.218.036	1.197.136	1.453.092	1.564.142	1.544.739	1.142.456	1.240.862
Ingresos (gastos) financieros	(93.320)	(142.583)	(68.611)	(68.940)	(79.986)	(88.197)	(91.393)
Utilidad neta	104.194	339.230	750.021	750.476	400.236	176.178	280.891
Margen bruto	25,9%	25,1%	26,2%	25,4%	25,2%	23,5%	23,6%
Margen operacional	5,0%	4,8%	5,8%	5,1%	4,8%	3,3%	3,6%
Margen EBITDA	8,0%	7,6%	8,6%	7,6%	7,1%	5,3%	5,6%
Margen neto	0,7%	2,2%	4,4%	3,6%	1,8%	0,8%	1,3%

Balance general

COP mn	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Efectivo y equivalentes	2.562.674	2.409.391	2.541.579	1.733.673	2.275.327	2.345.088	2.592.813
Activos corrientes	5.356.665	5.265.996	5.833.360	5.947.863	6.336.872	6.489.720	6.959.038
Activos fijos netos	3.845.092	3.707.602	4.024.697	4.474.280	4.286.447	4.177.508	4.075.699
Total activos	15.846.015	15.649.974	16.901.179	18.183.289	18.164.608	18.146.728	18.459.081
Deuda corto plazo	616.822	1.110.883	674.927	915.604	2.065.206	1.509.390	1.419.607
Total pasivos	7.416.173	8.245.701	8.872.702	9.748.843	9.868.575	9.808.587	9.946.679
Patrimonio total	7.196.528	6.203.863	6.881.405	7.226.081	6.968.935	7.011.042	7.185.303
Total pasivos y patrimonio	15.846.015	15.649.974	16.901.179	18.183.289	18.164.608	18.146.728	18.459.081

Múltiplos y razones financieras

Métricas de valoración	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Relación precio ganancia (x)	59,6x	18,3x	6,9x	5,9x	11,4x	25,9x	16,3x
EV/ EBITDA (x)	4,5x	5,5x	3,4x	3,2x	3,4x	4,4x	3,8x
PVL(x)	0,9x	1,0x	0,7x	0,6x	0,7x	0,7x	0,6x
ROE (%)	1,4%	5,5%	10,9%	10,4%	5,7%	2,5%	3,9%
ROA (%)	0,7%	2,2%	4,4%	4,1%	2,2%	1,0%	1,5%
Retorno del dividendo (%)	2,2%	0,5%	2,2%	5,4%	1,1%	3,6%	1,9%

Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

isa

Una verdadera compañía multilatina con un portafolio diversificado en regiones de compañías controladas centrada en el negocio de transmisión de energía, altamente regulado. Hacía adelante, esperamos que la implementación de energías limpias demande nuevas líneas de conexión lo que brindará oportunidades de crecimiento.

ISA grandes oportunidades de crecimiento

Sobreponderar, PO COP26.010

Actualizamos nuestra valoración de ISA con un aumento en nuestro precio objetivo de 4% hasta los COP26.010/acción y estrategia de sobreponderar. Así, el activo ofrece retorno total de 77,2%, del cual 8,1% se explica por el dividendo.

La tesis de inversión en ISA se soporta principalmente en un amplio portafolio de inversiones en ejecución por más de COP18 bn, además de la indexación de ingresos a índices de precios, que ofrece una posición defensiva frente a escenario de débil crecimiento, y un riesgo regulatorio acotado por un bajo peso en la tarifa de energía colombiana y una diversificación geográfica relevante.

Por otro lado, como principales riesgos resaltamos: es posible que el equipo directivo de ISA sea renovado, como lo fue el equipo directivo de Ecopetrol tras la llegada de su nuevo presidente, Ricardo Roa. Además, aunque no prevista, es de resaltar que dada su exposición a otras monedas un fortalecimiento relativo del peso colombiano puede afectar los crecimientos de ingresos. Por último, es necesario hablar de regulación en Colombia y la continua necesidad de búsqueda de nuevos proyectos por alta generación de caja.

Principales cambios en la valoración

Las compañías valoradas por flujo de caja descontado (FCD) fueron: ISA Colombia, CTEEP, Interval y Transelca. En estos modelos, ISA Colombia y Transelca cuentan con un valor terminal dada la estructura del negocio de transmisión en Colombia, con un WACC y gradiente asociado de 9,2% y 1%, respectivamente. Por otro lado, CTEEP e Interval cuentan con los flujos del negocio hasta el final de las concesiones correspondientes, sin existir un valor terminal para estas compañías pues finalizado el contrato deberán retornarlas. En total, las compañías valoradas por este método cuentan por el 77% del valor.

Las compañías valoradas por múltiplo de valoración EV/EBITDA fueron: Taesa, CTM, REP e ISA Perú. Para estas compañías utilizamos un múltiplo de valoración EV/EBITDA de 8,02x, correspondiente al múltiplo de salida de los negocios de transmisión de nuestros modelos de FCD. En total, las compañías valoradas por este método cuentan por el 18% del valor. Finalmente, agregamos el valor en libros de Interchile.

Analista

Ricardo Andrés Sandoval Carrera
Sector energía, petróleo y gas
rsandova@bancolombia.com.co

Resumen valoración

COP mn	2024E
ISA Colombia	12.846.327
CTEEP	3.887.637
Interval	2.719.910
Transelca	2.695.653
Otros	6.658.135
Total partes	28.807.662
<u>Acciones</u>	<u>1.108</u>
Precio acción	26.010
Dividendo esperado 2024	1.232
<u>Precio cierre (9/11/2023)</u>	<u>15,380</u>
Potencial valoración	69,1%
Retorno por dividendos	8,1%
Retorno total	77,2%

Fuente: ISA, cálculos Grupo Bancolombia.

Activos del emisor vs Colcap (ene18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

ISA: balance de riesgos

Oportunidad de valor y riesgos acotados

Tesis de inversión

Amplio portafolio de inversiones en ejecución y grandes oportunidades de crecimiento. ISA cuenta con 36 proyectos de infraestructura en ejecución que suman más de COP18 bn. Estos traerán ingresos por más de COP1 bn anuales. Aparte de lo anterior, según ISA, Latinoamérica ofrece oportunidades de inversión por alrededor de USD21 bn.

Ingresos indexados a índices de precios y bajo riesgo de demanda. En vista de que los ingresos de ISA están regidos por regulación, su riesgo de demanda es bajo y ofrece una estabilidad interesante, sobre todo en panoramas de bajo crecimiento. Igualmente, los ingresos de la compañía están indexados a índices de precios como la inflación o el índice de precios al productor.

Riesgo regulatorio acotado y diversificación geográfica. En Colombia la participación de la transmisión en la tarifa de energía es del 6% del promedio nacional. Por lo tanto, cambios regulatorios al negocio de transmisión poco incidirán en la tarifa final de los usuarios y hacen poco probable que sea sujeto de intervención. Además, Colombia cuenta con una participación del 54% en la valoración, por lo que cambios regulatorios tendrían un impacto acotado.

Riesgos

Cambios en equipos directivos. La reciente entrada de Ricardo Roa a Ecopetrol estuvo acompañada de un cambio en múltiples vicepresidencias como la financiera, cumplimiento, asuntos corporativos, entre otras.

Teniendo en cuenta que el éxito de ISA consiste ampliamente en su *know-how* en la ejecución de proyectos los cambios en equipos directivos serán ampliamente observados por el mercado.

Exposición cambiaria. Así como la depreciación del peso colombiano aportó de manera relevante a los ingresos de la compañía durante 2022 y parte de 2023, una apreciación de la moneda podría llegar a influenciar el crecimiento de ingresos de manera negativa.

Baja inversión en el negocio de vías y oportunidades acotadas. El *capex* destinado al negocio de vías es tan solo el 8% del total planificado a 2028. Además, de todas las oportunidades de inversión descritas por ISA, un 80% son transmisión de energía, mientras que el otro 20% son oportunidades en vías.

Valoración por partes ISA

Empresa	País	Método	Valor patrimonio COP mn	Part%	Valor para ISA COP mn
ISA Colombia	Colombia	FCD	12.846.327	100,0%	12.846.327
CTEEP	Brasil	FCD	10.859.320	35,8%	3.887.637
Intervial	Chile	FCD	2.719.910	100,0%	2.719.910
Transelca	Colombia	FCD	2.695.653	100,0%	2.695.653
Taesá	Brasil	MV	6.740.272	14,9%	1.002.952
CTM	Perú	MV	4.330.895	60,0%	2.598.537
REP	Perú	MV	2.553.962	60,0%	1.532.377
ISA Perú	Perú	MV	170.928	100%	170.928
Interchile	Chile	VL	1.353.340	100%	1.353.340
Total					28.807.662
Acciones					1.108
Precio acción					26.010
Dividendo esperado 2024					1232
Precio de mercado					14700
Retorno total					77%
Potencial valorización					69%
Retorno por dividendos					8,1%

Fuente: cálculos Grupo Bancolombia.

Múltiplos: reciente caída en precio amplió descuento relativo

Atractivo descuento vs. pares e historia

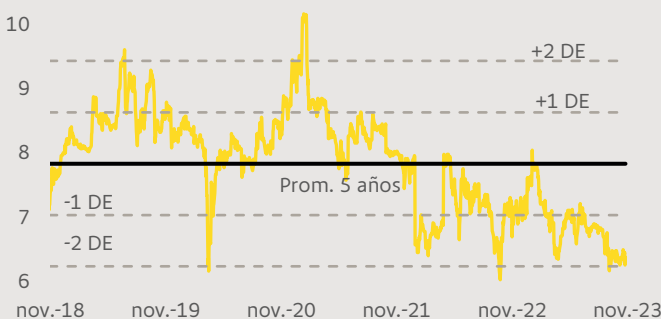
La acción de ISA presentó una caída reciente, lo que amplió el descuento de los múltiplos observados. Así, consideramos que hoy la acción estaría operando muy por debajo de sus múltiplos históricos y pares comparables. No obstante, la coyuntura regulatoria en Colombia puede ser un factor explicativo de la situación.

Los descuentos observados en la RPG e inclusive P/VL son relevantes. El precio de ISA estaría reflejando alrededor de la mitad de valor frente a utilidades y valor en libros en la comparación con pares. Igualmente, frente a su historia el descuento es cercano a dos desviaciones estándar (DS).

En cuanto al descuento por EV/EBITDA se observa más ajustado frente a pares, aunque relevante frente a la historia.

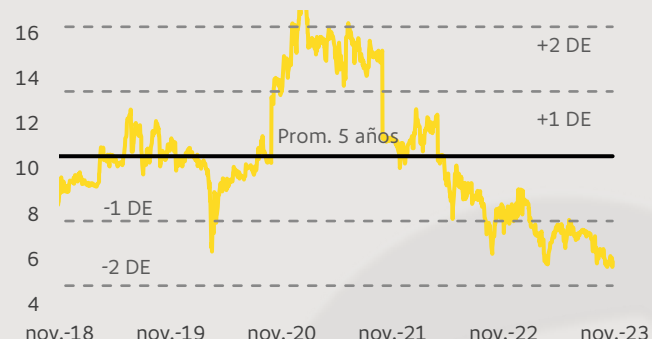
Compañía	Relación precio ganancia (x)			EV/EBITDA (x)			P/VL (x)
	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023LTM
Latam							
TRANSENER	48,0x	25,1x	6,1x	10,5x	5,2x	1,6x	1,9x
CTEEP	6,7x	10,6x	9,3x	7,4x	8,0x	7,2x	0,9x
TRACTEBEL	10,9x	10,4x	9,6x	6,9x	7,2x	6,9x	4,0x
CIA DE TRANSMISSAO	6,7x	10,6x	9,3x	7,4x	8,0x	7,2x	0,9x
TERNA PARTICIPACOES	2,6x	10,7x	10,4x	9,6x	9,6x	9,4x	1,8x
Promedio Latam	15,0x	13,5x	9,0x	8,4x	7,6x	6,5x	1,9x
Global							
NATIONAL GRID	16,2x	15,7x	14,6x	12,9x	11,3x	9,9x	1,4x
RED ELÉCTRICA	13,2x	12,1x	16,0x	9,3x	4,2x	4,7x	1,4x
TERNA SPA	15,8x	17,2x	15,4x	10,9x	11,6x	10,3x	2,4x
ELIA SYSTEM OPERATOR	27,6x	21,6x	21,9x	13,2x	10,4x	9,8x	1,3x
ITC HOLDING CORP	-	-	-	-	-	-	-
Promedio Global	18,2x	16,6x	17,0x	11,6x	9,4x	8,7x	1,7x
Promedio Total	16,4x	14,9x	12,5x	9,8x	8,4x	7,4x	1,8x
ISA	10,6x	6,3x	5,8x	8,0x	6,2x	6,3x	1,0x

EV/EBITDA PDM



Fuente: Reuters; ISA; Grupo Bancolombia.

Relación precio ganancia PDM



Fuente: Reuters; ISA; Grupo Bancolombia.



El caso de negocio del Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias (PEI) es interesante dado que ofrece un potencial de valorización objetivamente respaldado por sus activos y su naturaleza en la distribución de flujo de caja constante. Su salida al mercado de renta variable no ha sido fácil, pero a su vez lo ha convertido en un activo que, dadas las perspectivas de rebaja de tasas para 2024, ofrece una oportunidad.

PEI: activos de calidad a buen precio

Subponderar, PO COP84.457

Actualizamos nuestra valoración de PEI con un PO de COP84.400/título y estrategia de subponderar. Esta ofrece un retorno total de 51,8% para 2024, del cual 2,4% se explica por la repartición de rendimientos para un retorno total inferior al del Colcáp. Nuestro PO es 5,5% superior al de nuestra actualización anterior.

Subyacentes inmobiliarios de alta calidad. Que se han consolidado en línea con una política de diversificación y arrendatarios de alta calidad. Esta es una característica que nos sigue gustando del PEI, dado que 93% de sus ingresos se encuentran distribuidos entre los principales tipos de activos como logísticos, oficinas y comerciales. Así mismo, el PEI mantiene sus políticas para el ingreso de arrendatarios de alta calidad, que disminuyan riesgo de cartera y generen valorización de sus inmuebles.

Descalce de valoración. El actual precio de mercado de PEI evidencia una subvaloración considerable frente a su valor justo que podría ser atractiva para un comprador de valor. En consecuencia, no podría descartarse que este descalce de valor pueda corregirse en algún momento; sin embargo, el momento en que podría materializarse es incierto. En el último año, el PEI ha establecido estrategias de venta de activos que permitan mejorar apalancamiento y flujo de caja distribuible. Estas llevarían a materializaciones parciales de valor. Pero a la fecha aún no se han ejecutado.

Actualización de contratos atados al IPC. Los valores de cierre del IPC en 2022, con los cuales se actualizan los contratos durante 2023, vienen generando impactos en crecimiento por ingresos por rentas, y esperamos continúen durante 2024. Para el cierre de 2023, este crecería un 9%. Esto termina amortiguando el impacto de la coyuntura en el flujo de caja distribuible.

Nuestra valoración

Nuestra tasa de descuento se encuentra en niveles muy semejantes a nuestra última valoración, dada la coyuntura económica actual, que aún exige tasas comparativamente altas.

Incluimos la disminución en el número de títulos debido a los planes de recompra ejecutados por la compañía a finales de 2022 e inicios de 2023, que llegaron a cerca de 331.451 títulos. Costo de deuda mayor en 2 pp en promedio frente a nuestra valoración anterior. Mayor GLA, por 6.000 m², de cara a inversiones realizadas por el vehículo en activos especializados.

Analista

Javier David Villegas Restrepo

Analista *small caps*
javilleg@bancolombia.com.co

Juan Camilo Dauder Sánchez

Gerente Renta Variable
jdauder@bancolombia.com.co

Resumen valoración

COP mn	2024E
EV	6.644.999.327
Deuda Neta	3.068.228.803
Otros activos y pasivos	38.885.541
Valor patrimonio	3.615.656.064
Teis en circulación (miles)	42.811
Precio Objetivo	84.457
Precio cierre (9/11/2023)	56.540
Potencial valorización	49,4%
Retorno dividendo	2,4%
Retorno total	51,8%

Fuente: PEI, cálculos Grupo Bancolombia.

Activos del emisor vs. Colcap (ene. 18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

PEI: balance de riesgos

Activos de calidad vs. ineficiencias del mercado y coyuntura adversa

Tesis de inversión

El PEI mantiene sus políticas de arrendatarios de calidad y diversificados. Es por eso que durante el 2T23 la compañía ha disminuido su cartera un 48% a/a y mantener así niveles de vacancia estables entre el 5,5% y 6,5%.

El PEI se encuentra realizando un programa de desinversión inteligente, con miras a mejorar su apalancamiento y el futuro flujo de caja distribuible. Esta es una estrategia que muestra la capacidad de respaldo que tienen los activos del vehículo para mejorar la liquidez en situaciones que lo requieran.

Protección ante escenarios inflacionarios. El sector inmobiliario ha sido una inversión que permite diversificar los portafolios, al ser un activo de poca volatilidad y que normalmente tiende a valorizarse, generando retornos a largo plazo. Para el caso del PEI, los contratos están atados al IPC más un *gap* adicional según el tipo de activo, que para el 1S23 han crecido un 13% y, de esta manera, mantiene niveles de NOI y margen EBITDA estables.

Repartición frecuente de flujo de caja entre tenedores de títulos. Aunque estos flujos, para el caso del PEI, han estado presionados por costos financieros, la compañía ha sabido reestructurarse para sortear esta situación y mejorar trimestralmente el flujo de caja distribuible.

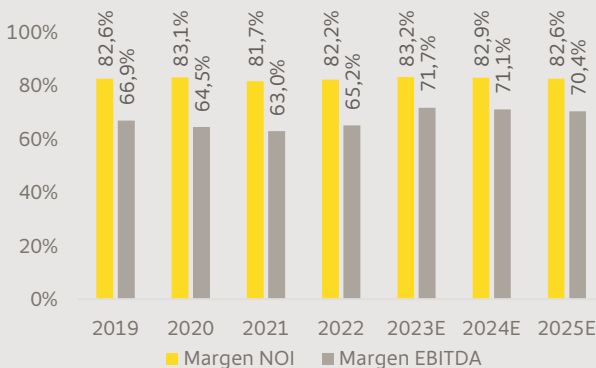
Riesgos

Costos financieros, que durante los últimos tres trimestres vienen afectando el vehículo, llevándolo a repartir menor flujo de caja por título.

Ineficiencias del mercado y valoración del título. Desde su cambio a la rueda de renta variable el título ha presentado una notable desvalorización que, en nuestro juicio, no obedece a su realidad fundamental. El precio del título incorpora varios factores de ineficiencia de mercado estructurales que no son únicos del activo y que no permiten un mejor desempeño. Mas allá de la coyuntura, factores como la iliquidez, las distorsiones entre *bid* y *offer* y percepción de riesgo de Colombia han pesado para los inversionistas.

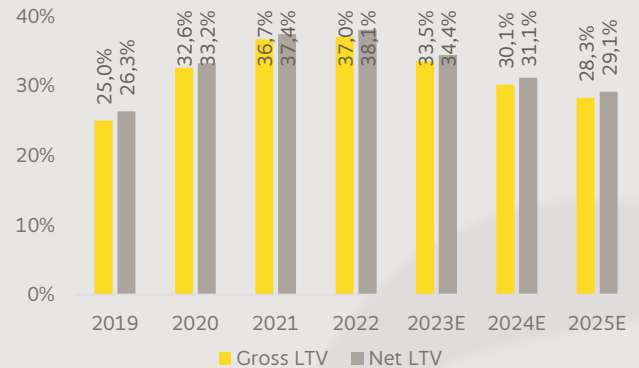
Concentración en Colombia y en COP. Sería una buena estrategia para el PEI lograr rentas en dólares, minimizando riesgos de devaluación y riesgos inherentes a las situaciones políticas y sociales de un país que puedan afectar la estabilidad financiera del vehículo.

Evolución margen NOI y margen EBITDA



Fuente: PEI, cálculos Grupo Bancolombia.

Relación deuda vs. propiedades de inversión



Fuente: PEI, cálculos Grupo Bancolombia.

Estado de resultados

COP	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Ingresosxrentas	466.459.684	441.370.000	492.720.000	612.883.066	694.222.255	752.813.735	783.246.715
NOI	385.408.720	366.740.342	402.493.536	503.992.151	577.746.219	624.341.570	647.127.672
Margen NOI	82,6%	83,1%	81,7%	82,2%	83,2%	82,9%	82,6%
EBITDA	312.278.720	284.803.131	310.433.237	399.318.585	498.039.552	535.281.975	551.574.246
Margen EBITDA	66,9%	64,5%	63,0%	65,2%	71,7%	71,1%	70,4%
Utilidad Neta	532.915.720	396.116.274	298.360.782	743.330.660	1.071.476.697	981.772.762	697.612.772
Utilidad Neta Ajustada	312.278.720	284.803.131	183.555.144	128.396.600	58.676.990	129.255.699	201.922.813
Flujo de Caja Distribuible	217.772.579	222.047.408	226.262.286	177.713.756	54.157.584	76.831.170	136.423.657

Balance general

COP	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Propiedades de inversión	6.187.327.056	6.720.542.526	7.480.483.113	8.414.311.929	9.474.357.071	10.326.874.135	10.822.564.093
Deuda financiera	1.546.941.518	2.191.095.975	2.743.621.066	3.114.236.009	3.172.655.029	3.113.055.050	3.060.715.045
Cuentas por pagar	84.895.043	55.238.556	88.073.839	105.594.132	103.068.452	113.189.073	119.197.890
Efectivo	2.810.693	12.609.061	34.537.839	17.888.523	12.434.162	9.745.251	25.419.186
Deuda neta	1.629.025.868	2.233.725.470	2.797.157.066	3.201.941.618	3.263.289.319	3.216.498.872	3.154.493.748
Patrimonio	4.631.383.939	4.671.424.477	4.740.130.912	5.314.157.219	6.331.315.017	7.236.256.609	7.797.445.724

Múltiplos y razones financieras

Indicadores COP	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Valor de la compañía (EV) (miles)	6.122.499.120	6.870.894.605	6.926.038.175	4.749.256.035	5.683.809.068	6.644.999.327	7.035.599.850
Deuda neta / EBITDA	5,2x	7,8x	9,0x	8,0x	6,6x	6,0x	5,7x
EV / Ventas LTM	13,1x	15,6x	14,1x	7,7x	8,2x	8,8x	9,0x
EV / EBITDA LTM	19,6x	24,1x	22,3x	11,9x	11,4x	12,4x	12,8x
Gross LTV	25,0%	32,6%	36,7%	37,0%	33,5%	30,1%	28,3%
Net LTV	26,3%	33,2%	37,4%	38,1%	34,4%	31,1%	29,1%
ROAE (%)	12,3%	8,5%	6,4%	14,5%	18,1%	14,2%	9,2%
Cap rate a precios de mercado	6,3%	5,3%	5,8%	10,6%	10,2%	9,4%	9,2%
Deuda financiera / activos	25,3%	31,9%	39,6%	65,6%	55,8%	46,8%	43,5%
Precio del título	104.155	107.486	95.704	35.865	56.540	56.540	56.540
Número de títulos (miles)	43.142	43.142	43.142	43.142	42.811	42.811	42.811

Fuente: PEI, cálculos Grupo Bancolombia.



PROMIGAS

Posicionamiento estratégico para el futuro del gas en Colombia, tanto mediano y largo plazo, hacen de Promigas una compañía con una tesis de inversión que se podría ver fortalecida en los próximos cinco años.

Promigas: una infraestructura estratégica

Sobreponderar, PO COP8.010

Actualizamos nuestra valoración de Promigas con un aumento de precio objetivo de 18%, hasta COP8.010/acción, y mantenemos nuestra estrategia de LP de sobreponderar. Así, el activo ofrece un retorno total de 105%, del cual 10% sería explicado por el dividendo.

Nuestra percepción sobre Promigas es favorable debido a i) la naturaleza regulada de sus negocios, ii) la coyuntura favorable para su planta de regasificación SPEC dada la necesidad del recurso en el país, iii) una rentabilidad del dividendo sostenible para el inversionista, por limitada competencia y bajo riesgo de demanda, iv) ubicación estratégica de gasoductos por posible desarrollo de producción gasífera costa afuera.

Los riesgos asociados a Promigas provienen principalmente de la implementación de la agenda regulatoria y la visión de bajo suministro de gas hacia 2026. Además, un alto apalancamiento limitaría las posibilidades de entrar en proyectos nuevos de gran tamaño, a pesar de contar con infraestructura estratégica cercana al desarrollo de gas costa afuera.

Principales cambios en la valoración

Se actualizaron las variables de la tasa de descuento, resultando en una reducción de WACC a 10,1% desde 11,4%, lo que impulsó principalmente el PO de la compañía. La variable que más influyó fue una disminución en su beta desapalancado a 0,56, desde 0,75.

Adicionalmente, se incorporaron los recientes resultados financieros de la compañía, que exponen unos márgenes de rentabilidad con tendencia negativa. No obstante, dado el orden de implementación de la agenda regulatoria se asume una leve mejora en lo que será el margen de 2024 vs. nuestra estimación de 2023.

Finalmente, se revisaron los criterios ASG, que continúan ubicando a Promigas como una de las empresas líderes en prácticas de sostenibilidad, con una calificación de AA.

Analista

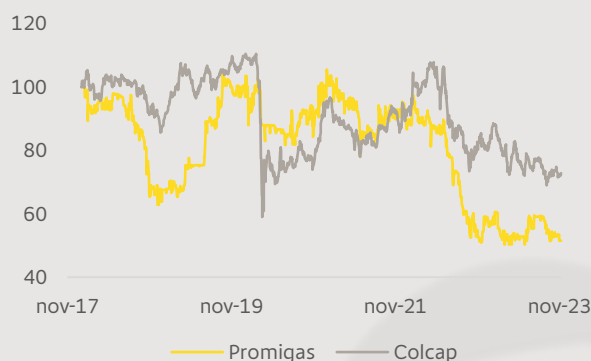
Ricardo Andrés Sandoval Carrera
Sector energía, petróleo y gas
rsandova@bancolombia.com.co

Resumen valoración

COP mn	2024E
EV	16.748.800
Deuda Neta	10.511.566
Brilla	422.785
Asociadas	2.413.840
Valor Patrimonio	6.237.234
Acciones circulación (mn)	1.135
Precio objetivo	8.010
Precio cierre (9/11/2023)	4.100
Potencial valorización	95%
Retorno del dividendo	10%
Retorno total	105%

Fuente: Promigas, cálculos Grupo Bancolombia.

Activos del emisor vs Colcap (ene18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

Promigas: balance de riesgos

Importación de gas y ubicación de infraestructura de importancia estratégica

Tesis de Inversión

Negocio con cambios regulatorios neutrales. El año 2023 estuvo cargado de nuevas implementaciones regulatorias que esperamos para finales del año inicien un aporte positivo a ingresos.

En resumen: i) a nivel de ingresos el WACC regulatorio disminuyó a 11,88%, desde 15,02%, y está pendiente un reconocimiento de activos por unos USD500 mn que compensará la disminución; ii) se dio el cambio de moneda funcional de las tarifas en USD a COP sobre la remuneración de los activos regulados en Colombia, se estaría a la espera de los cálculos de Promigas, sobre si existiría un riesgo cambiario relevante o si SPEC y Perú ofrecen una cobertura natural, y iii) se espera un impulso de ingresos por el reconocimiento de las inversiones realizadas durante el último periodo tarifario.

Demanda de gas por fenómeno de El Niño y problemas de producción en Canacol evidencian la importancia de la planta SPEC. La importación de gas ha jugado un papel clave en la seguridad energética del país en vista del respaldo al parque térmico de energía eléctrica en momentos de baja hidrología y alta demanda. Así, Promigas podría tener resultados extraordinarios.

Además, entre 2026 y 2028 se prevé que la demanda de gas supere la oferta por lo que estos dos años pueden llegar a ser de potencial crecimiento para la compañía. Igualmente, se prevé que el gas siga siendo un combustible fundamental hasta 2052 según la UPME.

Ecopetrol se encuentra desarrollando campos de gas costa afuera en el caribe colombiano. Promigas cuenta con infraestructura en la región, lo que convierte la compañía en un posible jugador estratégico.

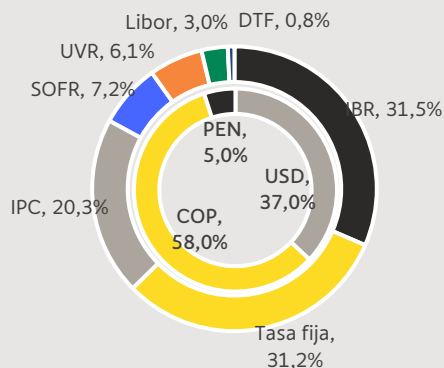
Riesgos

Implementación de la agenda regulatoria. Si bien mencionamos que es de impacto neutral, esperamos los resultados del 4T23 e inicios de 2024 lo reflejen. De lo contrario, sería necesario hacer ajustes adicionales.

Promigas cuenta con un apalancamiento que le podría limitar la participación en proyectos de gran envergadura ante el desarrollo del offshore colombiano.

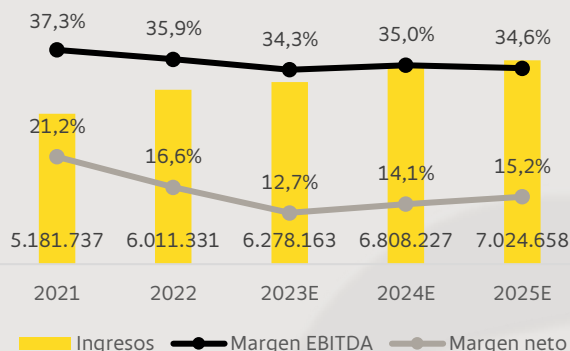
Gran reto en producción nacional de gas. Vale la pena resaltar que ante la disminución en la producción de gas a mediano-largo plazo que se espera en el país la renovación de contratos de transporte de largo plazo podría hacerse cada vez más difícil.

Participación de la deuda por tasa y moneda



Fuente: Promigas, cálculos Grupo Bancolombia.

Ingresos COP mn y márgenes de rentabilidad



Fuente: Promigas, cálculos Grupo Bancolombia.

Múltiplos: precio de acción cae más que resultados financieros

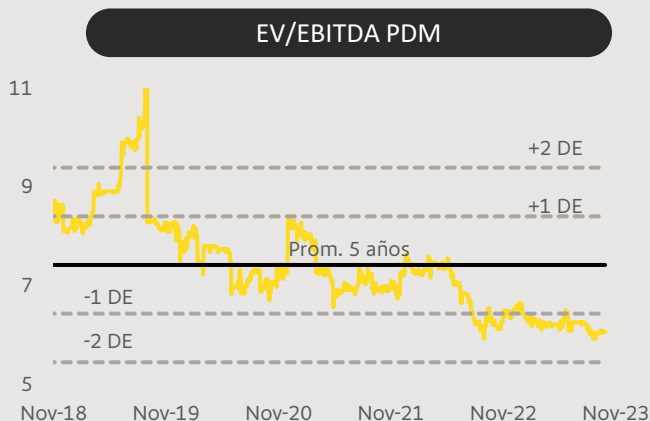
Descuentos relativos empiezan a verse relevantes

Promigas ha entregado resultados financieros con sesgo negativo durante 2023; sin embargo, el precio de la acción ha presentado una caída más relevante, llevando los múltiplos históricos RPG y EV/EBITDA PDM a transar con un descuento cercano a una desviación estándar (DE).

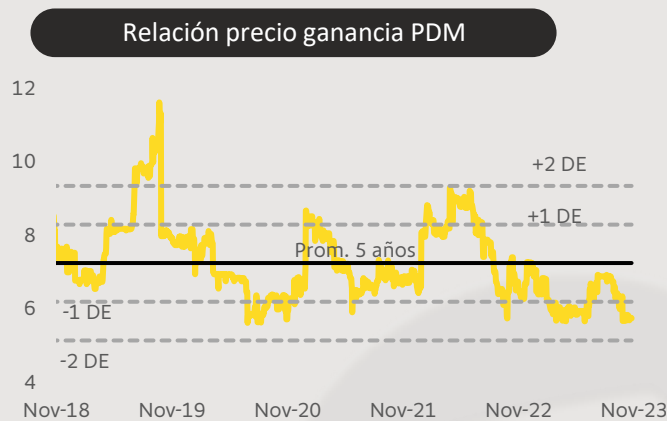
En cuanto a la comparación con pares, el precio de la acción luce bajo para las utilidades generadas por la compañía y en vista de nuestra visión positiva de largo plazo en utilidad neta el descuento para el múltiplo *forward* 2024 es aún mayor. La relación EV/EBITDA, se observa un poco más ajustada.

Es de resaltar que la acción de Promigas es de una liquidez baja, lo que puede estar afectando la formación de su precio en un escenario de resultados financieros débiles.

Compañía	Relación precio ganancia (x)			EV/EBITDA (x)		
	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
Distribución Latam	12,5x	19,4x	15,5x	7,5x	10,2x	9,5x
Distribución Global	20,1x	16,1x	15,3x	13,5x	11,4x	10,5x
Promedio Distribución	16,3x	17,8x	15,4x	10,5x	10,8x	10,0x
Gas (D+T)	19,9x	13,5x	13,8x	11,0x	9,1x	8,7x
Promigas	5,2x	6,0x	5,0x	8,7x	8,1x	6,4x



Fuente: Reuters; Promigas; Grupo Bancolombia.



Fuente: Reuters; Promigas; Grupo Bancolombia.

Estados financieros

Estado de resultados

COP mn	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Ingresos	5.181.737	6.011.331	6.278.163	6.808.227	7.024.658
EBITDA	1.934.634	2.158.583	2.156.253	2.383.828	2.427.912
Utilidad neta	1.099.133	998.290	799.738	958.743	1.066.754
Margen EBITDA	37,3%	35,9%	34,3%	35,0%	34,6%
Margen neto	21,2%	16,6%	12,7%	14,1%	15,2%
EBITDA/acción	1.705	1.902	1.900	2.100	2.139
UPA	968	880	705	845	940
Dividendo/acción	462	516	516	409	490
Acciones en circulación (mn)	1.135	1.135	1.135	1.135	1.135

Balance

COP mn	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Caja y equivalentes	427.849	1.729.015	743.613	468.431	556.427
Activos corrientes	2.192.196	3.900.557	3.193.470	3.034.913	3.204.497
Activo fijo neto	1.691.444	1.497.846	1.798.971	1.996.772	1.863.061
Total activos	14.922.372	18.615.782	19.466.760	20.128.014	20.972.845
Deuda total	8.860.013	10.047.256	8.933.271	10.936.747	8.731.686
Total pasivo	9.657.135	12.590.192	13.522.824	13.689.183	14.023.331
Total patrimonio	5.265.237	6.025.590	5.943.936	6.438.831	6.949.514
Pasivos + Patrimonio	14.922.372	18.615.782	19.466.760	20.128.014	20.972.845

Múltiplos y razones financieras

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/E	7,3x	5,2x	6,0x	5,0x	4,5x
EV/EBITDA	11,6x	8,7x	8,1x	6,4x	6,5x
P/VL	2,5x	2,2x	1,6x	0,9x	0,7x
ROE (%)	21,2%	24,9%	20,9%	16,6%	15,4%
ROA (%)	7,3%	9,0%	7,6%	5,7%	5,4%
Retorno del dividendo	6,5%	9,8%	12,0%	9,6%	11,6%
Deuda/Patrimonio	143,4%	166,7%	184,0%	170,5%	161,6%
Deuda neta/EBITDA	3,7x	3,9x	4,0x	3,7x	3,7x

Fuente: Promigas, cálculos Grupo Bancolombia.



Un caso de negocio de una compañía con resultados en su operación, márgenes operacionales estables y la capacidad de generación de utilidades, que se negocia a precios de mercado muy por debajo de su valoración fundamental.

Terpel mantiene volúmenes de ventas y márgenes

Sobreponderar PO COP13.522

Actualizamos nuestra valoración de Terpel con una disminución en su precio objetivo de 3,4%, a COP13.522. Así, estimamos un retorno total de 121,3%, donde el dividendo representa 16,8%. Con esto, mantenemos nuestra estrategia de sobreponderar.

Vemos en Terpel un interesante caso de inversión dada la relevancia (43% *market share*) y experiencia de la compañía en el mercado nacional de hidrocarburos, además de una significativa subvaloración de la acción por el mercado.

Vemos un gran potencial en el negocio de lubricantes, donde existen importantes posibilidades de crecimiento en un mercado relativamente poco competido y de altos márgenes.

De igual forma, vemos una oportunidad de crecimiento para el negocio de aviación debido los planes construcción de aeropuertos y el impulso que el Gobierno le quiere imprimir al sector.

Nuestra recomendación se basa en: i) alto potencial fundamental, ii) márgenes operativos estables por la naturaleza regulada del negocio, ii) una posible reducción de costos financieros que mejoraría, utilidad neta, flujo de caja y favorecería un retorno de dividendo superior al 10%, y iii) ajuste al alza en precios de combustibles por ajustes gubernamentales mantendría un efecto de decaje positivo.

Como idea de la subvaloración que hace el mercado del activo en el momento resaltamos un múltiplo P/VL de 0,4x vs. 0,8X en 2020, en medio del periodo de pandemia, cuando no había certeza del retorno del tráfico a las carreteras.

Principales riesgos: i) la desaceleración económica en proceso y la baja expectativa de crecimiento para 2024 (+0,9%), ii) el *roll over* de la deuda en un entorno de tasas altas y la poca liquidez, iii) la persistente baja liquidez de la acción y su influencia en la eficiencia de la fijación de precios, que continúa siendo un factor relevante que no solo aqueja a Terpel, sino, en general, al mercado, y iv) negocio de aviación, sensiblemente afectado por la salida de varios operadores aeronáuticos locales, aunque con perspectivas interesantes de crecimiento.

Nuestra valoración

No tenemos cambios significativos. Los niveles de tasa de descuento continúan muy en línea con nuestra última actualización. Incorporamos un menor crecimiento que afecta los niveles de ventas, especialmente en Colombia, donde se concentra el 71% del total de ingresos.

Analistas

Javier David Villegas Restrepo
Analista *small caps*
javilleg@bancolombia.com.co

Juan Camilo Dauder Sánchez
Gerente renta variable
jdauder@bancolombia.com.co

Resumen valoración

COP mn	2024E
Valor empresa	7.238.786
Deuda Neta	4.370.214
Interés minoritario	-
Valor patrimonio	2.453.166
Acciones en circulación	181.420
Precio Objetivo	13.522
Precio cierre (9/11/2023)	6.614,9
Potencial de valorización	104,4%
Retorno dividendo	16,8%
Retorno total	121,2%

Fuente: Terpel, cálculos Grupo Bancolombia.

Activos del emisor vs. Colcap (ene. 18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

Terpel: balance de riesgos

Potencial fundamental y oportunidades de crecimiento vs. baja liquidez de la acción

Tesis de inversión

Resiliencia al ciclo de negocio. Aunque Terpel se mueve con el ciclo económico existe un componente básico para el consumo de hidrocarburos que le brinda cierto nivel de resistencia al impacto de una coyuntura adversa.

Diversificación regional. Terpel cuenta con presencia en cinco países incluyendo Colombia (69%), Panamá (13%), Ecuador (88%), Perú (7%) y República Dominicana (2%). Resaltamos el caso de Panamá y Perú, donde observamos crecimientos del 16% y 49% en volumen. Así, existe una oportunidad en el crecimiento en la región que podría ser importante para diversificar riesgos en los próximos años.

Modelo operativo. El gran conocimiento y tradición de su negocio le permite operar eficientemente, aprovechar economías de escala y, en esta medida, ha sido capaz de mantener unos márgenes tanto brutos como operacionales muy estables. Así, esperamos que Terpel pueda generar utilidades a pesar de la posibilidad de menores ventas en 2024. Con esto esperamos que pueda generarse una rentabilidad del dividendo de doble dígito.

Calificación AAA local en deuda. Esto genera confianza para los inversionistas, especialmente de cara a las necesidades de capital por vencimientos en 2024.

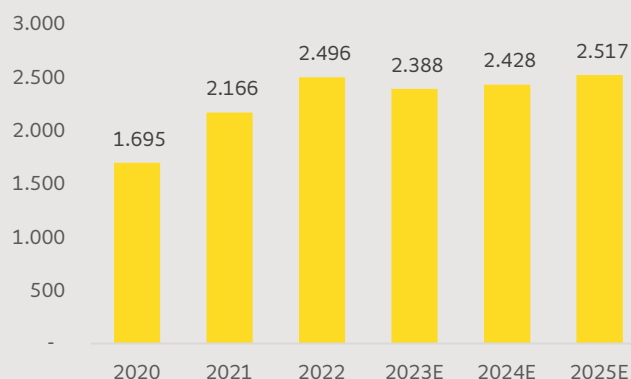
Riesgos

Aunque es un factor que la compañía ha sabido sortear, la estrecha correlación entre crecimiento económico y movilidad, teniendo en cuenta la desaceleración económica observada y que esperamos continúe durante 2024, podría impactar volúmenes, lo que se reflejaría en menores ingresos.

Terpel está en busca de una refinanciación de bonos de deuda por cerca de 600 mil mn, poniendo a la compañía en una coyuntura de altas tasas y poca liquidez en el mercado, por lo que vemos un momento que puede ser retador para esta refinanciación.

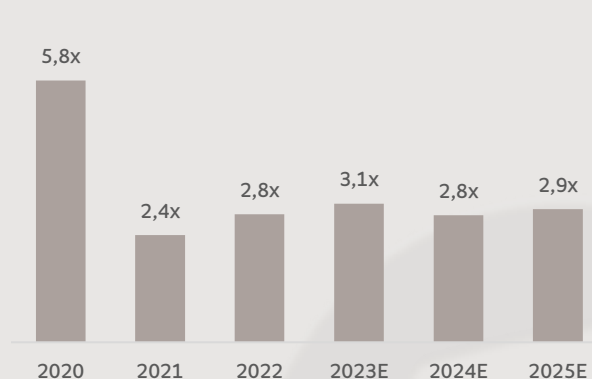
En la misma línea, Terpel es una acción de baja liquidez en el mercado de valores colombiano, lo que puede llevar a afectaciones en la formación del precio que impidan hacer efectivo su potencial de valorización.

Ventas Colombia (mn glns)



Fuente: Terpel, cálculos Grupo Bancolombia.

Deuda neta/EBITDA (x)



Fuente: Terpel, cálculos Grupo Bancolombia.

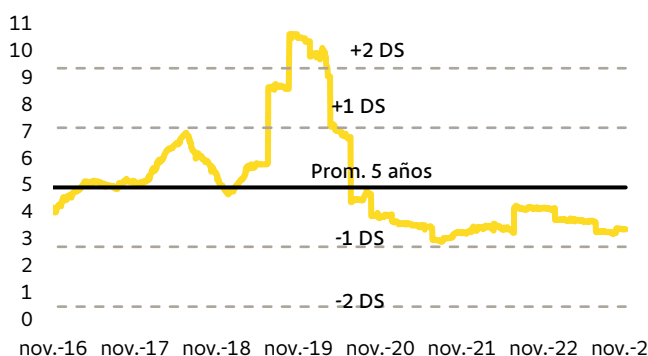
Continúan descuentos significativos por múltiplos

A los precios actuales, Terpel tiene descuentos contra sí misma y contra sus pares

El descuento por múltiplos, tanto para su historia como sus comparables, es significativo. Terpel, en promedio, ha transado alrededor de 5x EV/EBITDA mientras para octubre nuestros cálculos arrojan un valor alrededor de 3,4x. Así mismo, al comparar con sus pares, el descuento es aún mayor para la relación precio ganancia y en la relación EV/EBITDA también mantiene descuentos semejantes a los de su historia.

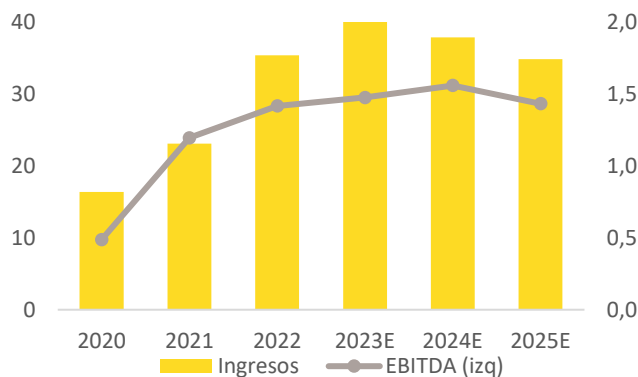
En conclusión, vemos que Terpel tiene unos descuentos de mercado atractivos para entrar.

EV/EBITDA PDM (x)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

Ingresos vs. EBITDA (COP bn)



Fuente: Terpel, cálculos Grupo Bancolombia.

Múltiplos

Compañía	País	Market Cap (USDmn)	RPG (x)			EV/EBITDA (x)		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
Copec	Chile	9.252	5,1x	12,2x	10,0x	5,0x	7,7x	7,0x
Ultrapar Participacoes	Brasil	5.324	19,1x	18,8x	15,8x	9,3x	7,1x	6,9x
YPF	Argentina	9.822	11,9x	9,2x	5,1x	2,4x	4,2x	2,2x
Promedio Latam			12,0x	13,4x	10,3x	5,6x	6,4x	5,3x
Esso	Francia	758	0,3x	-	-	-0,2x	-	-
Applegreen	Dublin	-	-	-	-	-	-	-
Motro oil	Grecia	20.543	28,3x	16,2x	14,3x	10,6x	6,7x	6,1x
Hellenic Petroleum	Grecia	2.429	5,6x	4,4x	7,1x	6,1x	4,2x	5,5x
Saras SPA	Italia	1.376	55,9x	4,0x	-	3,2x	1,8x	3,4x
Repsol	España	18.591	6,4x	3,9x	4,8x	2,4x	2,5x	2,6x
Crossamerica Partners	EE.UU.	848	33,3x	33,9x	26,8x	12,8x	10,8x	10,1x
Promedio Global			21,6x	12,5x	13,2x	5,8x	5,2x	5,6x
Promedio Total			16,8x	12,9x	11,8x	5,7x	5,8x	5,4x
Terpel	Colombia	291	5,4x	3,0x	2,8x	3,9x	3,6x	3,8x

Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

Estado de resultados

COP mn	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Ingresos	22.450.899	16.389.627	23.142.511	35.455.549	40.152.414	37.948.806	34.907.382
Utilidad bruta	2.057.700	1.567.469	2.368.813	2.905.702	3.429.893	3.111.675	2.867.879
Utilidad operacional	596.180	174.976	788.606	980.139	918.687	966.016	886.780
EBITDA	884.346	488.778	1.197.845	1.418.738	1.478.681	1.561.630	1.435.259
Gastos financieros (neto)	-234.012	-215.107	-201.596	-452.142	-582.399	-358.266	-241.828
Utilidad antes de impuestos	362.168	-40.131	587.011	546.506	336.287	607.750	644.952
Utilidad neta	237.918	-39.737	375.734	333.415	223.056	404.430	429.220
Margen bruto	9,17%	9,56%	10,24%	6,68%	8,54%	8,20%	8,22%
Margen operacional	2,66%	1,07%	3,41%	2,83%	2,29%	2,55%	2,54%
Margen EBITDA	3,94%	2,98%	5,18%	4,10%	3,68%	4,12%	4,11%
Margen neto	1,1%	-0,2%	1,6%	0,9%	0,6%	1,1%	1,2%
UPA	369	656	-	2.743	615	1.114	1.183
Dividendo	668.694	187.861	-	166.706	111.514	202.193	214.588
Acciones en circulación (mn)	181	181	181	181	181	181	181

Balance general

COP mn	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Caja y equivalentes	358.058	606.393	705.837	582.937	260.978	409.636	570.252
Activos corrientes	2.424.706	2.320.989	3.164.232	4.519.197	4.252.069	4.188.094	4.045.639
Total activos	7.123.711	7.064.317	8.160.520	10.238.950	10.174.059	10.335.985	10.368.643
Deuda total	3.318.819	3.425.834	3.532.078	4.581.680	4.779.850	4.779.850	4.779.850
Total pasivo	4.993.307	5.065.670	5.585.213	7.230.268	7.331.200	7.200.210	7.005.841
Total patrimonio	2.130.405	1.998.647	2.575.307	3.008.682	2.842.859	3.135.775	3.362.802
Pasivos + Patrimonio	7.123.712	7.064.317	8.160.520	10.238.950	10.174.059	10.335.985	10.368.643

Múltiplos y razones financieras

Indicadores	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
RPG	7,6x	0,0x	5,0x	4,4x	5,4x	3,0x	2,8x
EV/EBITDA	5,4x	9,0x	3,9x	3,8x	3,9x	3,6x	3,8x
P/VL	0,8x	0,8x	0,7x	0,5x	0,4x	0,4x	0,4x
ROE ajustado (%)	11,2%	-2,0%	14,6%	11,1%	7,8%	12,9%	12,8%
ROA ajustado (%)	3,3%	-0,6%	4,6%	3,3%	2,2%	3,9%	4,1%
Deuda/Patrimonio	1,6x	1,7x	1,4x	1,5x	1,7x	1,5x	1,4x
Deuda neta/EBITDA	3,3x	5,8x	2,4x	2,8x	3,1x	2,8x	2,9x

Fuente: Terpel, cálculos Grupo Bancolombia.

Anexo

ASG como criterio de valor

Integramos ASG en nuestras valoraciones

Prima para el beta apalancado o descuento directo al precio objetivo

El MSCI Colcap aumentó su calificación de 6,0 a 6,4 desde nuestra última entrega en noviembre de 2022. En la revisión, tres emisores mejoraron su calificación, dos presentaron disminuciones y se retiró la calificación para Grupo Argos y Cementos Argos. Los tres emisores que recibieron una mejora fueron Ecopetrol, Banco de Bogotá y Canacol mientras que los dos que recibieron una disminución fueron ETB y Corficol. Destacamos que, para este informe, los emisores tendrán un espacio de hasta una página para replicar la calificación ASG por parte del MSCI.

Recordamos que incorporamos a las valoraciones por ingreso residual o flujo de caja descontado una prima al beta apalancado, y un descuento directo al precio objetivo (PO) en los modelos de suma de partes, a compañías con una puntuación ASG menor a la del índice MSCI Colcap (6,4). Ninguna compañía recibirá un efecto positivo en valoración.

Reiteramos la integración de los criterios ASG dado: i) nuestro compromiso a ir más allá del análisis financiero convencional y compartir con clientes una visión profunda a las políticas ASG, bajo la metodología MSCI; ii) la integración ayudará a reconocer riesgos en nuestros PO; iii) en términos generales, se puede encontrar que inversionistas exigen una mayor rentabilidad a compañías que muestren riesgos por bajos estándares ASG, que se traduce en un mayor costo del patrimonio (Kp), y iv) de momento, no es del todo claro estadísticamente si tener altos estándares ASG genera algún valor adicional a las compañías.

Así las cosas, las compañías que recibieron un impacto negativo en sus precios objetivo fueron Davivienda, Banco de Bogotá, Ecopetrol, ETB, Corficolombiana y Grupo Aval.

Para establecer los impactos establecimos un rango: una empresa de calificación 0 tendría una prima del 20% en su beta apalancado y una compañía de calificación 6,4 no tendría impacto. Para establecer el efecto en PO en modelos de suma de partes, sensibilizamos todo nuestro universo de cobertura posible con impacto en beta apalancado del 20%, encontrando un efecto promedio máximo negativo de -11,1%, que sería asignado a una compañía holding de calificación cero.

Emisor	Part (%) MSCI Colcap	Calificación ESG	Rango de puntaje (0-10)
Bancolombia	29,9%	AA	7.143 - 8.571
Celsia	1,7%	AA	7.143 - 8.571
Promigas	0,7%	AA	7.143 - 8.571
Canacol	1,0%	A	5.714 - 7.143
GEB	6,6%	A	5.714 - 7.143
ISA	9,2%	A	5.714 - 7.143
Nutresa	6,9%	A	5.714 - 7.143
MSCI Colcap	-	A	6,4
Bogota	0,8%	BBB	4.286 - 5.714
Davivienda	2,5%	BBB	4.286 - 5.714
Ecopetrol	18,0%	BBB	4.286 - 5.714
ETB	0,03%	BBB	4.286 - 5.714
Grupo Sura	4,3%	BBB	4.286 - 5.714
Aval	3,4%	BB	2.857 - 4.286
Corficolombiana	2,3%	BB	2.857 - 4.286
BVC	0,4%	N/A	
Cemargos	4,4%	N/A	
Grupo Argos	6,0%	N/A	
Grupo Bolivar	1,2%	N/A	
Mineros	0,2%	N/A	
Terpel	0,4%	N/A	
Grupo Éxito	0,0%	N/A	
El Condor	0,0%	N/A	
ENKA	0,0%	N/A	

Fuente: MSCI | **Nota:** la posición del emisor en la tabla no significa un mayor puntaje en el rango contemplado.

Colombia se destaca en Latinoamérica por ASG

Bancolombia, Celsia y Promigas lideran ASG en Colombia

Colombia es el país de mejor calificación ASG en Latinoamérica e inclusive sobrepasa la calificación general de los mercados emergentes y frontera y se ubica un poco por detrás de Europa. La calificación ASG para la mayoría de los índices de la muestra mejoró en promedio 0,2. El MSCI Colcap mejoró su calificación a 6,4, puntos desde 6,0; no obstante, dos emisores salieron de la cobertura ESG del MSCI: Grupo Argos y Cemargos, lo que consideramos negativo.

Es de resaltar la mejora que obtuvo el MSCI Colcap en el pilar ambiental frente a los índices observados, creciendo 0,2 vs. 2022 y 1,1 con respecto a 2021. Este crecimiento también se observó en el pilar de gobernanza, donde creció 0,3 y 0,9, respectivamente. Por otra parte, el pilar social presentó un rezago, cayendo 0,2 y 0,3, respectivamente.

En términos generales, la visión 2023 ASG del MSCI Colcap mejoró frente a 2022 y 2021. No obstante, en el pilar social la disminución del puntaje nos desplazó al segundo puesto, detrás de Turquía.

En conclusión, el pilar de mayor debilidad para el mercado colombiano continúa siendo el de gobernanza, aunque por primera vez en estos tres años de seguimiento Colombia superó la calificación del MSCI Emergentes, señal de su continua mejora. Temas transversales, como la no publicación del salario de altos directivos, al igual que puntos de mejora en juntas directivas, se convierten en las principales falencias. Sin embargo, sobresalen las políticas relacionadas con la ética en los negocios y lucha contra la corrupción.

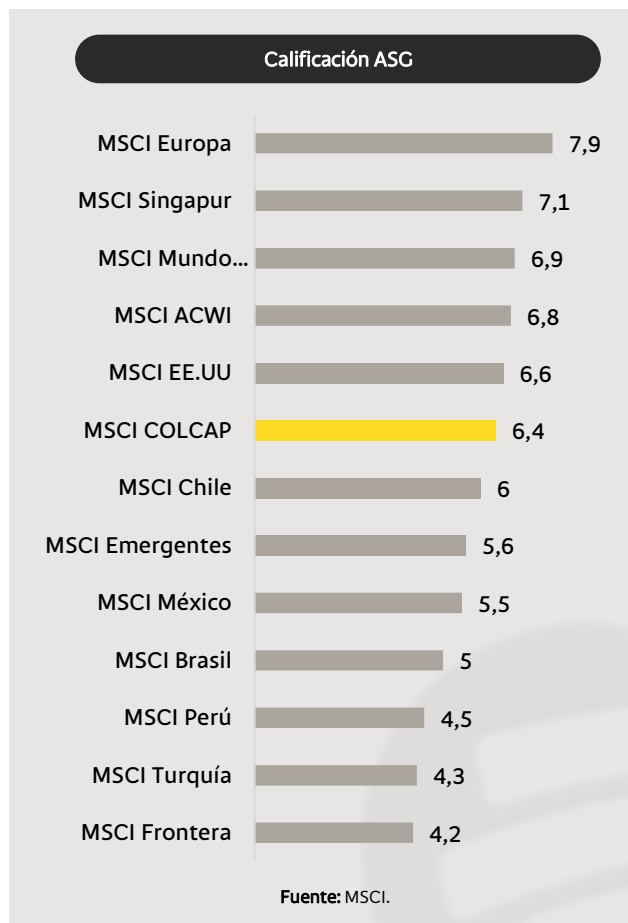
En Colombia son tres las compañías clasificadas como líderes de industria: Bancolombia, Promigas y Celsia. Se destacan en el pilar ambiental y social, aunque en el de gobernanza el panorama es mixto.

Desde el punto de vista ambiental, se resaltan los sólidos programas de gestión de agua, el enfoque en reducir la huella de carbono y los esfuerzos para la transición a energías más limpias.

Desde el pilar social se resalta la atracción y retención de talento, bajos índices de accidentabilidad, buen desempeño en materia de seguridad en información. En el pilar gobierno se resaltan buenas prácticas de ética empresarial y políticas detalladas contra la corrupción.

Por su parte, las compañías con mayor espacio de mejora son Corficolombiana y Grupo Aval.

Finalmente, con el objetivo de comparar a Colombia frente a múltiples países e índices internacionales, compartimos varias gráficas informativas que nos permiten concluir que, en general, el país y sus compañías listadas en bolsa se encuentran en el promedio de calificación ASG mundial y sobresalen frente a los países pares de la región.



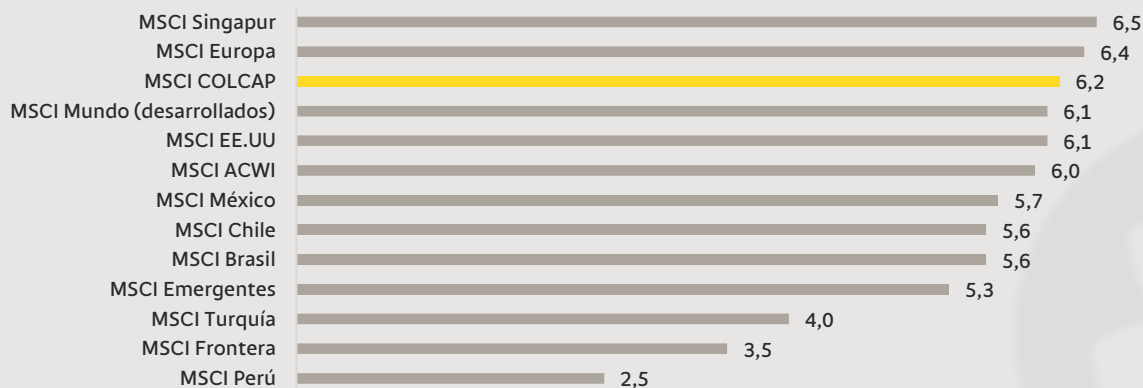
Colombia vs. países e índices internacionales

Calificación por pilar – Pilar ambiental destaca ante el mundo

Calificación social (social)



Calificación *environment* (ambiente)



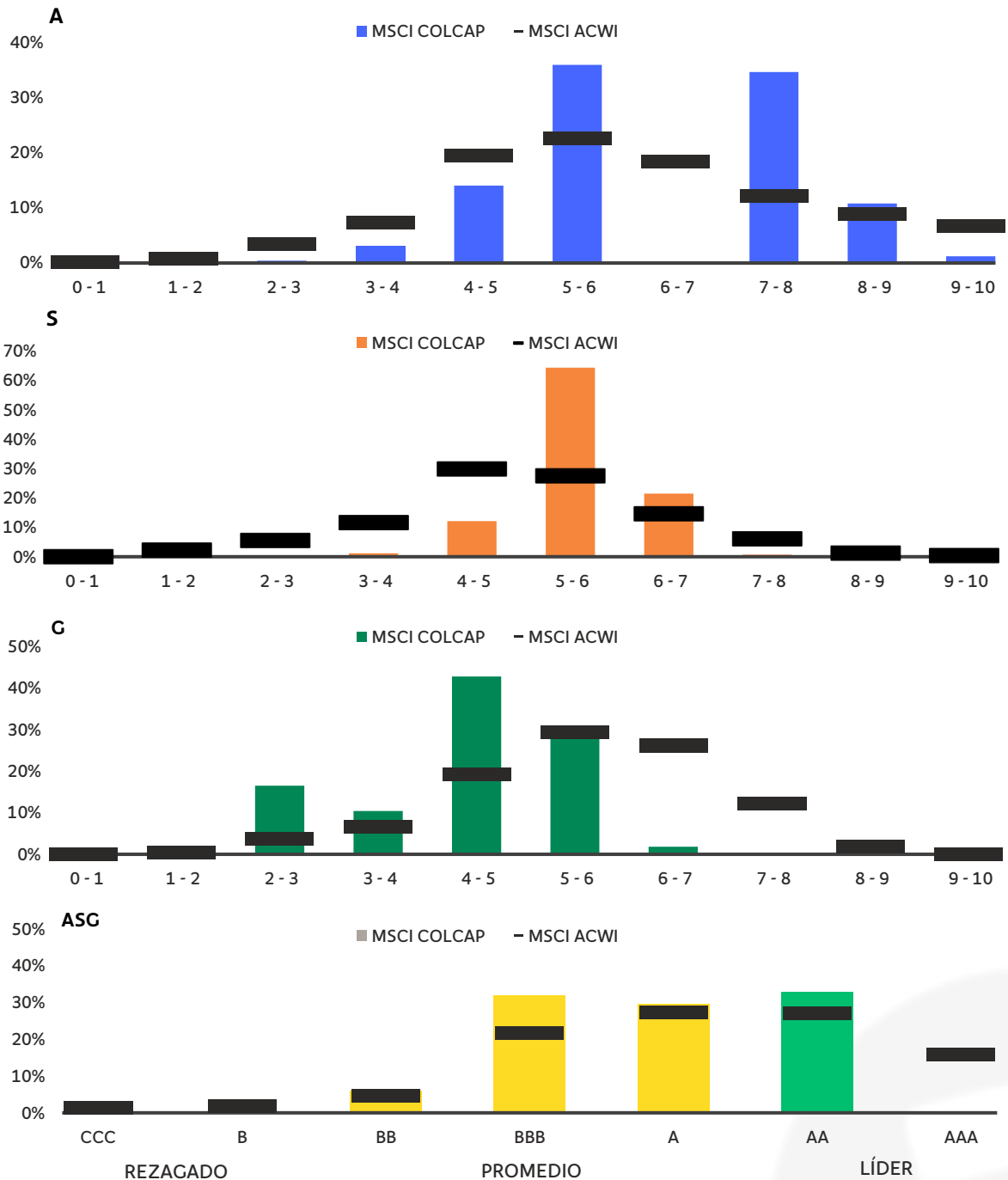
Calificación *governance* (gobierno)



Fuente: MSCI.

MSCI Colcap vs. MSCI ACWI

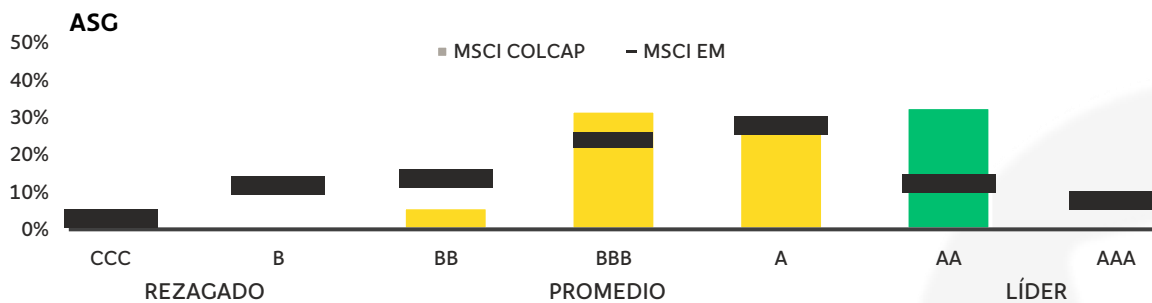
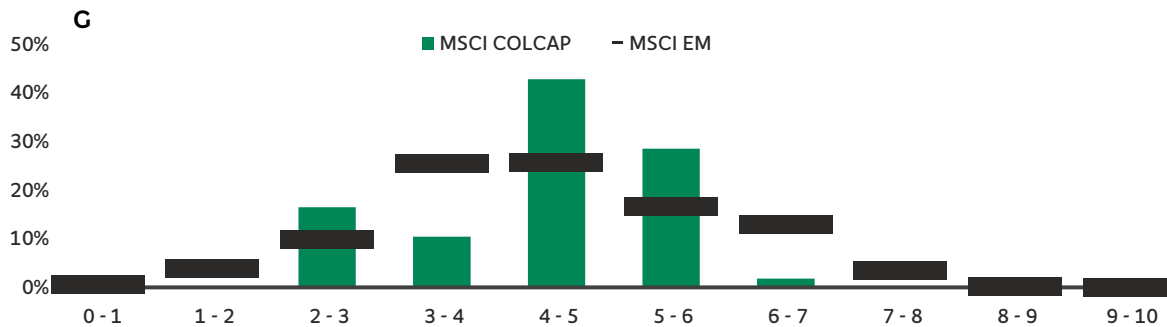
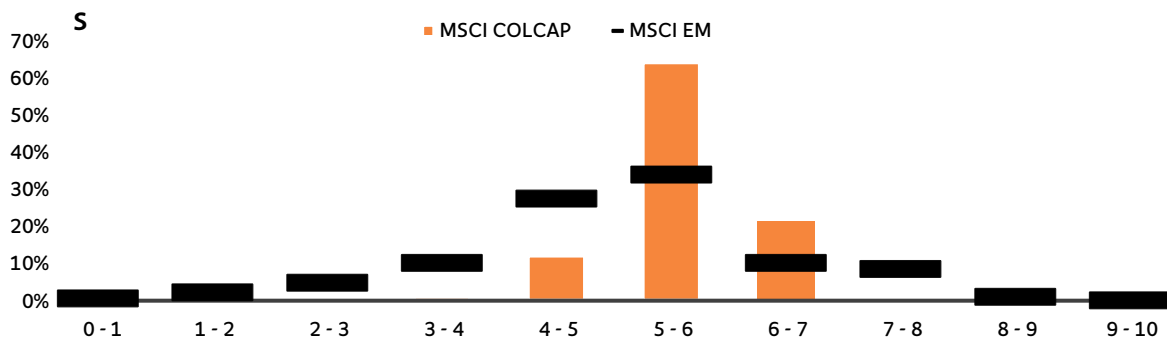
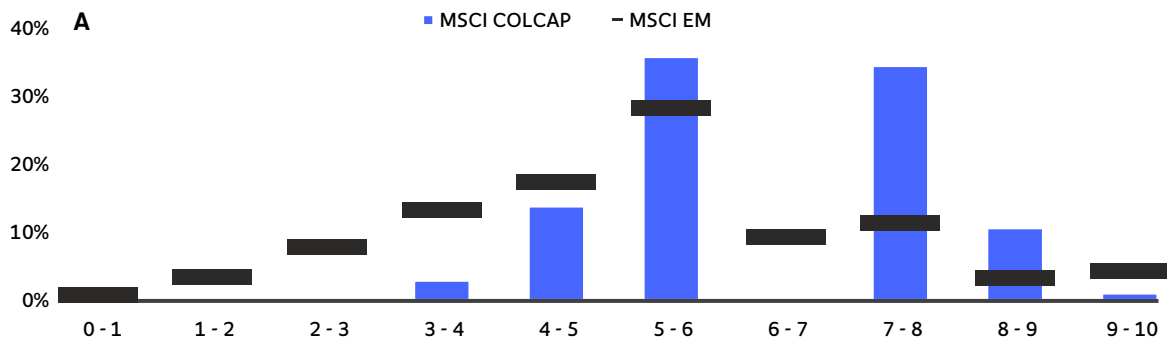
Distribución de emisores en calificación por pilar y calificación ASG



Fuente: MSCI.

MSCI Colcap vs. MSCI EM

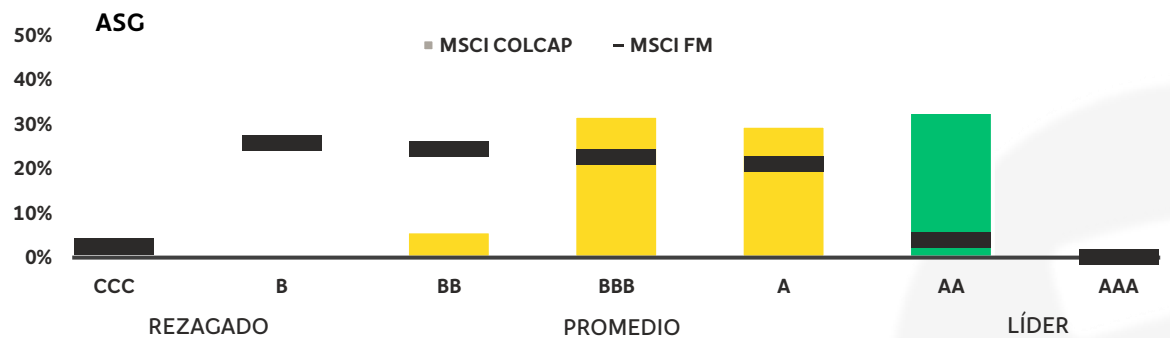
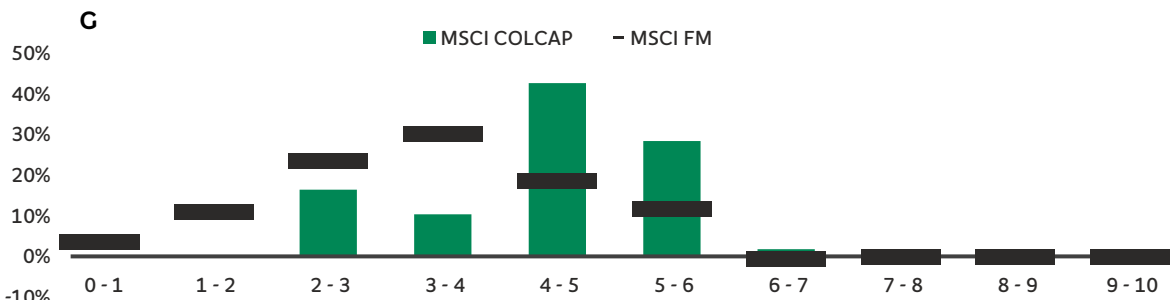
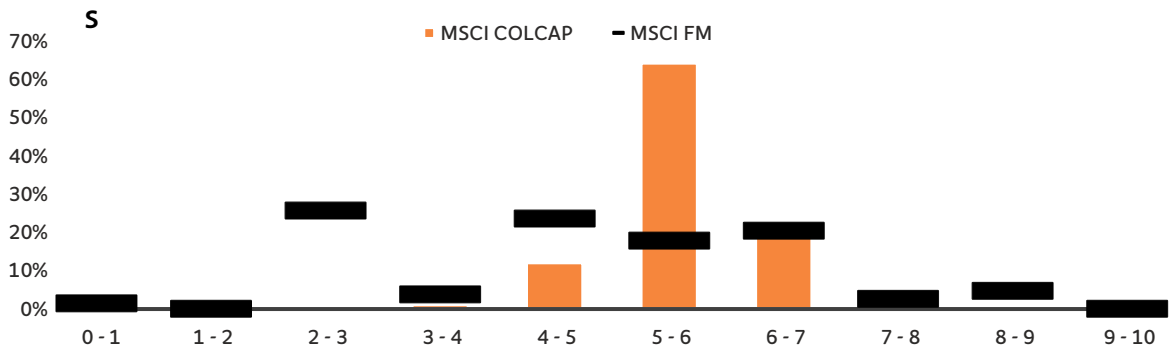
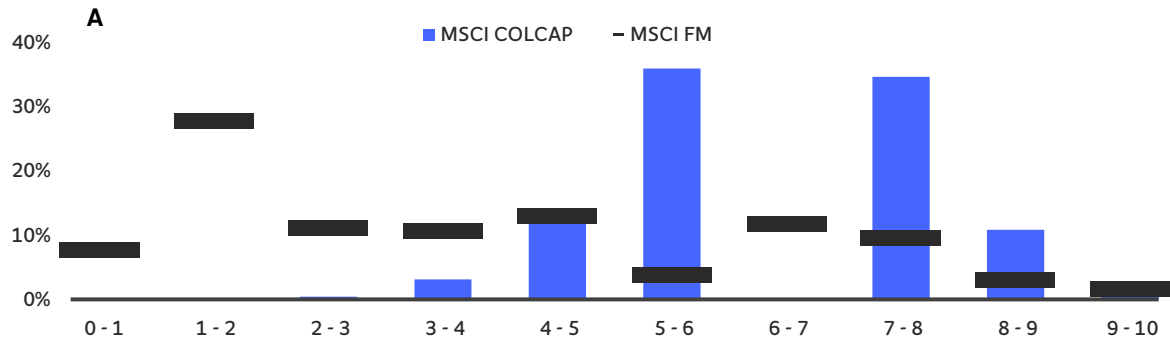
Distribución de emisores en calificación por pilar y calificación ASG



Fuente: MSCI.

MSCI Colcap vs. MSCI FM

Distribución de emisores en calificación por pilar y calificación ASG



Fuente: MSCI.



Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado

Laura Clavijo Muñoz
Directora
laclavij@bancolombia.com.co

Investigaciones Económicas

Arturo Yesid González Peña
Gerente Cuantitativo y de Analítica
arygonza@bancolombia.com.co

Santiago Espitia Pinzón
Especialista Macroeconómico
sespitia@bancolombia.com.co

Sebastián Ospina Cuartas
Analítico
sospina@bancolombia.com.co

Andrés Camilo Miranda
Analista Macroeconómico
acmirand@bancolombia.com.co

Valentina Guáqueta Sterling
Analista Regional e Internacional
vaguaque@bancolombia.com.co

Nicolás Ernesto Pérez Vásquez
Estudiante en Práctica
niperez@bancolombia.com.co

Investigaciones Sectoriales

Jhon Fredy Escobar Posada
Gerente Sectorial Agroindustria
jhescoba@bancolombia.com.co

Nicolás Pineda Bernal
Gerente Sectorial Comercio
nipineda@bancolombia.com.co

Andrés Felipe Sarmiento Fernández
Analista Sectorial Agroindustria
ansarmie@bancolombia.com.co

Laura Natalia Capacho Camacho
Analista Sectorial Comercio
lcapacho@bancolombia.com.co

María José Bustamante Grajales
Analítica
mabustam@bancolombia.com.co

Santiago Gómez Monsalve
Auxiliar Administrativo
sgmonsa@bancolombia.com.co

Investigaciones de Mercado

Juan Camilo Dauder Sánchez
Gerente Investigaciones Renta Variable
jdauder@bancolombia.com.co

Andrea Atuesta Meza
Analista Sector Financiero
aatuesta@bancolombia.com.co

Ricardo Andrés Sandoval Carrera
Analista Sector Energético
rsandova@bancolombia.com.co

Javier David Villegas Restrepo
Analista Sectorial Inmobiliario y Hotelaría
javilleg@bancolombia.com.co

Valentina Marín Quintero
Analista Junior Sectorial
valmarin@bancolombia.com.co

Wilson Alberto García Cardona
Estudiante en Práctica
wilsgarc@bancolombia.com.co

Edición

Alejandro Quiceno Rendón
Editor de Investigaciones
aqrendo@bancolombia.com.co

Juan Esteban Echeverri Agudelo
Comunicaciones
jueagude@bancolombia.com.co

Condiciones de Uso: Este informe ha sido preparado por la Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado, un área de investigación y análisis del Grupo Bancolombia. No debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa del Grupo Bancolombia, ni debe ser utilizado para cualquier fin distinto a servir como material informativo, el cual no constituye una oferta, asesoría financiera o económica, recomendación personalizada o sugerencia del Grupo Bancolombia para la toma de decisiones de inversión o la realización de cualquier tipo de transacciones o negocios en el mercado público de valores o cualquier otro. El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad de su receptor, por lo que será responsabilidad de cada usuario el análisis que desarrolle y las decisiones que se tomen con base en la información que en este documento se relaciona. Antes de tomar una decisión de inversión, usted deberá evaluar múltiples factores tales como los riesgos propios de cada instrumento, su perfil de riesgo, sus necesidades de liquidez, entre otros. El presente informe o documento es tan sólo uno de muchos elementos que usted debe tener en cuenta para la toma de sus decisiones de inversión. Para ampliar el contenido de esta información, le solicitamos comunicarse con su gerente comercial. Le recomendamos no tomar ninguna decisión de inversión hasta no tener total claridad sobre todos los elementos involucrados en una decisión de este tipo. Los valores, tasas de interés 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. Así mismo, de acuerdo con la regulación aplicable, las estrategias de largo plazo presentadas en este informe no constituyen un compromiso o garantía de rentabilidad para el inversionista.

La información y opiniones del presente informe constituyen un análisis a la fecha de publicación y están sujetas a cambio sin previo aviso. Por ende, la información puede no estar actualizada o no ser exacta. Las proyecciones futuras, estimados y previsiones, están sujetas a varios riesgos e incertidumbres que nos impiden asegurar que las mismas resultarán correctas o exactas, o que la información, interpretaciones y conocimientos en los que se basan resultarán válidos. En ese sentido, los resultados reales pueden diferir sustancialmente de las proyecciones futuras acá contenidas. Debe tener en cuenta que la inversión en valores o cualquier activo financiero implica riesgos. Los resultados pasados no garantizan rendimientos futuros. Las entidades que hacen parte del Grupo Bancolombia pueden haber adquirido y mantener en el momento de la preparación, entrega o publicación de este informe, para su posición propia o la de sus clientes, los valores o activos financieros a los que hace referencia el reporte. El Grupo Bancolombia cuenta con políticas de riesgo para evitar situaciones de concentración en sus posiciones y las de sus clientes, las cuales contribuyen a la prevención de conflictos de interés. En relación con tales conflictos de interés, declaramos que (i) Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa y/o Banca de Inversión Bancolombia S.A. Corporación Financiera han participado en la estructuración y/o colocación de valores de renta variable para Bancolombia S.A. (ii) el Grupo Bancolombia es beneficiario real del 10% o más del capital accionario emitido por Valores Simesa S.A., y Protección S.A. (iii) Bancolombia es uno de los principales inversionistas del Fondo Inmobiliario Colombia – FIC. (iv) Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa es filial de Bancolombia S.A. No obstante lo anterior, este informe ha sido preparado por nuestra área de Análisis Bancolombia con base en estrictas políticas internas que nos exigen objetividad y neutralidad en su elaboración, así como independencia frente a las actividades de intermediación de valores y de banca de inversión. La información contenida en este reporte no se fundamenta, incluye o ha sido estructurada con base en información privilegiada o confidencial. Cualquier opinión o proyección contenida en este documento es exclusivamente atribuible a su autor y ha sido preparada independiente y autónomamente a la luz de la información que hemos tenido disponible en el momento.

Escala de Estrategias de Largo Plazo: La estrategia de largo plazo de inversión sobre los emisores bajo cobertura por parte de Análisis Bancolombia, se rigen por la siguiente Escala de Estrategia de Largo Plazo que está sujeta a los criterios desarrollados a continuación:

El potencial de valorización es la diferencia porcentual que existe entre el precio objetivo de los títulos emitidos por un determinado emisor y su precio de mercado. El precio objetivo no es un pronóstico del precio de una acción, sino una valoración fundamental independiente realizada por el área de Análisis Bancolombia, que busca reflejar el precio justo que debería pagar el mercado por las acciones en una fecha determinada.

A partir de un análisis de potencial de valorización relativo entre los títulos de las compañías bajo cobertura y el índice COLCAP, se determinan las estrategias de largo plazo de los activos, así:

•**Sobreponderar:** se da cuando el potencial de valorización de una acción supera por 5% o más el potencial de retorno del índice COLCAP.

•**Neutral:** se da cuando el potencial de valorización de una acción no difiere en más de 5% del potencial de retorno del índice COLCAP.

•**Subponderar:** se da cuando el potencial de valorización de una acción se encuentra 5% o más por debajo del potencial de retorno del índice COLCAP.

•**Bajo Revisión:** la cobertura de la compañía se encuentra bajo revisión y por lo tanto no tiene una estrategia de largo plazo ni precio objetivo.

Adicionalmente, a criterio del analista, se podrá ajustar la recomendación de Sobreponderar a Neutral, teniendo en cuenta los riesgos que se vean en el desempeño del activo, su desarrollo futuro y la volatilidad que pueda presentar el movimiento de la acción.

El potencial fundamental del índice se determina con base en la metodología establecida por la BVC para el cálculo del índice COLCAP, considerando los precios objetivo publicados por Análisis Bancolombia. Esto se realizará con la canasta vigente del COLCAP en las fechas de cálculo mayo y noviembre de cada año. Para las compañías que hacen parte del índice, y que no se tienen bajo cobertura, se tomará el consenso de los analistas del mercado.

Actualmente, el área de Análisis Bancolombia tiene 20 compañías bajo cobertura, distribuidas de la siguiente manera:

	Sobreponderar	Neutral Especulativo	Subponderar
Número de emisores con estrategia de largo plazo de:	10	2	4
Porcentaje de emisores con estrategia de largo plazo de:	62.5%	12.5%	25%