

Resultados Financieros

4Q 2018



Carlos Enrique Rodríguez
Director Renta Variable
+(571) 3255560 ext. 1567
crodriguez@ultraserfinco.com

Nicolás Erazo
Analista Renta Variable
+(571) 3255560 ext. 1554
nerazo@ultraserfinco.com

Juliana García
Analista Renta Variable
+(571) 3255560 ext. 1558
jgarcia@ultraserfinco.com



Resumen Resultados 4Q18

Colombia

En proceso de recuperación y una perspectiva saludable para el 2019

La compañías reportaron sus resultados del 4Q18 en donde ingresos y EBITDA consolidado del Colcap estuvieron en línea con nuestras expectativas, mientras que la utilidad neta superó nuestras estimaciones principalmente por el sector financiero y Corficolombiana que tuvieron un trimestre positivo como consecuencia de la construcción de los proyectos de concesión 4G. De hecho, los tres bancos de nuestra muestra (Bancolombia, Davivienda y Grupo Aval) reportaron ingresos y utilidades por encima de nuestras estimaciones. En cuanto a ingresos, el que más nos sorprendió al alza fue Grupo Aval principalmente por los resultados de Corficolombiana, mientras que el negocio financiero si estuvo en línea con nuestras expectativas. Por el lado de utilidades, el resultado fue similar con Grupo Aval teniendo la sorpresa más positiva mientras que Davivienda estuvo más ajustado a nuestras estimaciones. Por otro lado, las compañías cementeras publicaron resultados entre neutrales y negativos mostrando unos signos de recuperación para este 2019. A continuación adjuntamos el reporte de resultados del cuarto trimestre para todas las compañías.

Colombia 4Q18 Reportado

Compañía	Moneda	Ingresos					Utilidad Neta					Resultados
		4Q18	4Q17	4Q18E	Y/Y	Y/E	4Q18	4Q17	4Q18E	Y/Y	Y/E	
Bancolombia	COP mn	4,074,433	3,875,540	3,732,938	5.1%	9.1%	1,002,169	901,901	628,681	11.1%	59.4%	Positivos
Davivienda	COP mn	1,849,917	1,730,477	1,779,543	6.9%	4.0%	374,443	359,863	329,751	4.1%	13.6%	Neutrales
Grupo Aval	COP mn	6,108,700	4,664,800	4,953,370	31.0%	23.3%	850,700	466,700	518,483	82.3%	64.1%	Positivos
Financieras	COP mn	12,033,050	10,270,817	10,465,851	17.2%	15.0%	2,227,312	1,728,464	1,476,915	28.9%	50.8%	
Cemargos	COP mn	2,107,641	2,107,342	2,101,923	0.0%	0.3%	51,706	(78,941)	82,156	-165.5%	-37.1%	Negativos
CLH	USD mn	260	278	282	-6.5%	-7.8%	10	(33)	11	-130.3%	-9.1%	Neutrales
Construcción	COP mn	2,930,668	2,938,039	2,994,591	-0.3%	-2.1%	83,361	(177,549)	116,976	-147.0%	-28.7%	
Grupo Argos	COP mn	3,748,115	3,585,211	3,717,462	4.5%	0.8%	177,034	44,267	142,790	299.9%	24.0%	Neutrales
Grupo Sura	COP mn	4,734,114	4,242,832	5,305,146	11.6%	-10.8%	230,815	312,647	337,775	-26.2%	-31.7%	Negativos
Corficolombiana	COP mn	2,787,608	1,517,088	1,975,249	83.7%	41.1%	725,766	33,473	132,218	2068.2%	448.9%	Positivos
Holdings	COP mn	11,269,837	9,345,131	10,997,857	20.6%	2.5%	1,133,615	390,387	612,783	190.4%	85.0%	
Nutresa	COP mn	2,406,768	2,304,195	2,401,984	4.5%	0.2%	119,439	95,949	136,551	24.5%	-12.5%	Neutrales
Éxito	COP mn	15,665,762	15,729,626	15,728,871	-0.4%	-0.4%	160,091	187,374	125,831	-14.6%	27.2%	Positivos
Avianca	USD mn	1,292	1,121	1,325	15.3%	-2.5%	14	10	22	33.7%	-36.4%	Neutrales
Consumo	COP mn	22,162,343	21,383,306	22,325,129	3.6%	-0.7%	323,847	314,603	332,023	2.9%	-2.5%	
Ecopetrol	COP mn	18,314,000	15,363,000	17,312,371	19.2%	5.8%	2,647,000	3,427,000	2,408,759	-22.8%	9.9%	Neutrales
Canacol	USD mn	54	42	55	29.3%	-1.3%	(16)	(150)	14	-89.1%	-216.4%	Neutrales
Oil & Gas	COP mn	18,485,886	15,488,501	17,486,473	19.4%	5.7%	2,595,403	2,978,782	2,453,076	-12.9%	5.8%	
EEB	COP mn	1,384,819	1,192,027	905,765	16.2%	52.9%	539,006	337,356	302,365	59.8%	78.3%	Positivos
ISA	COP mn	2,130,429	1,666,531	1,951,194	27.8%	9.2%	581,523	312,504	588,491	86.1%	-1.2%	Neutrales
Celsia	COP mn	905,597	823,902	874,557	9.9%	3.5%	63,289	39,328	49,690	60.9%	27.4%	Positivos
ETB	COP mn	369,810	377,506	391,439	-2.0%	-5.5%	(42,895)	(343)	(55,961)	12418.8%	-23.3%	Neutrales
Utilities	COPmn	4,790,655	4,059,966	4,122,955	18.0%	16.2%	1,140,923	688,845	884,585	65.6%	29.0%	
Total		71,672,440	63,485,761	68,392,856	12.9%	4.8%	7,504,460	5,923,532	5,876,358	26.7%	27.7%	

4Q18 Informe de Resultados

Ecopetrol

E&P soportando la operación, refinación mostrando pérdidas

Ecopetrol reportó cifras acorde a las expectativas para el 4Q18 en donde los ingresos aumentaron 19.2% a/a llegando a los COP 18.3bn soportados por un mayor precio de la canasta promedio (USD +4.2/bl) y un incremento en producción que cerró en los 733kbped. El EBITDA para el trimestre se situó en COP 7bn con un incremento del 21.9% a/a en donde buena parte vino del segmento E&P, mientras que el *Downstream* sigue teniendo resultados poco favorables. Finalmente, la utilidad estuvo ligeramente por encima de nuestras expectativas afectada por varios efectos no-recurrentes en donde se destaca un efecto positivo por la incorporación de reservas, mientras que por el lado negativo se tuvieron *impairments* en Reficar, Bioenergy y en la red de transporte.

En el *Upstream*, Ecopetrol logró una producción de 733kbped (+2.2% a/a, +1.2% q/q) impulsado por las técnicas de recobro mejorado y una mayor demanda de gas por parte del sector térmico e industrial. Los ingresos aumentaron 23.4% a/a cerrando en COP 12.9bn, mientras que el EBITDA tuvo un incremento del 30.9% a/a llegando a los COP 4.5bn. En el *Midstream*, el volumen transportado fue de 1,128kbped (+2.0% a/a) en donde la estrategia de reversión del Bicentenario compensó el impacto generado por los ataques al Caño Limón. Los ingresos fueron de COP 3.2bn (+14.0% a/a) mientras que el EBITDA se incrementó en 20.7% a/a cerrando en COP 2.3bn. Por último, el *Downstream* sigue estando por debajo de las expectativas ya que a pesar de tener mayores cargas y un mejor factor de utilización, el EBITDA tuvo una contracción de 46.1% a/a cerrando en COP 228mil mn con un margen de 2.2% (-300bps a/a). En el caso puntual de Reficar, se obtuvo un EBITDA negativo de COP 154mil mn y una pérdida contable dado el *impairment* por COP 848mil mn durante el trimestre.

En términos generales, fueron resultados acorde a las expectativas y la compañía espera alcanzar niveles de producción orgánica entre 750-770 kbped manteniendo un nivel de reemplazo por encima del 100% con un precio de referencia de petróleo de USD 65/bl.

Resultados	4Q18	4Q17	4Q18E	Y/Y	Y/E
COP mn					
Ingresos	18,314,000	15,363,000	17,312,371	19.2%	5.8%
EBITDA	7,042,000	5,778,000	8,027,356	21.9%	-12.3%
Ut Neta	2,647,000	3,427,000	2,408,759	-22.8%	9.9%
Mg. EBITDA	38.5%	37.6%	46.4%		
Mg. Neto	14.5%	22.3%	13.9%		

Fuente: Bloomberg, Ultraserfinco

Rating: Neutral

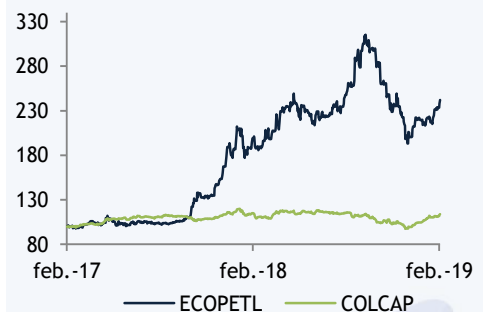
PO: COP 2,950

ADR: USD 20.4

Información de la acción

Ticker	Ecopetlcb
Precio (COP)	3,195
Precio Ob. (COP)	2,950
Potencial de valorización	-3%
Rango LTM	2,505 - 4,160
Cap. mercado (USD mn)	42,604
Acciones circulación (mn)	41,117
Flotante	11.5%
Volumen diario (USD mn)	12.5

Ecopetrol vs Colcap



Ultraserfinco Equity Research

Carlos Enrique Rodríguez
 +(571) 3255560 ext. 1567
 cdrodriguez@ultraserfinco.com

4Q18 Informe de Resultados

Bancolombia

Impuestos y recuperaciones impulsan la utilidad neta

Durante el 4Q18, Bancolombia reportó un incremento en los ingresos de 5.1% a/a, explicado principalmente por un incremento en el ingreso neto por intereses soportado por un mejor costo del fondeo; adicionalmente se tuvo un incremento importante en el ingreso por participación patrimonial. Por otro lado, las provisiones estuvieron ligeramente por encima de nuestras estimaciones llegando a COP 987mil mn (vs. nuestra estimación de COP 941mil mn) que representa un incremento del 6.1% a/a. Finalmente, la utilidad sorprendió al alza impulsada por una recuperación del impuesto de renta en Colombia.

Los ingresos de Bancolombia se ubicaron en COP 4.1bn (+5.1% a/a), y por encima de nuestras estimaciones en donde la cartera bruta consolidada creció 8.3% a/a y la cartera denominada en COP creció 6.5% a/a. En términos de ingresos por modalidad de cartera, estos fueron soportados por el segmento de consumo y vivienda con crecimiento de 12.7% a/a y 12.9% a/a, respectivamente. Por otro lado, la cartera comercial sigue siendo el reto en donde tuvo un retroceso de 2.4% a/a.

Los cargos por provisiones fueron de COP 987mil mn (+6.1% a/a), siguiendo con la tendencia negativa de todo el año 2018, lo que representó un costo del crédito del 2.3% (2.0% excluyendo los casos de clientes corporativos). En Colombia se tuvo una mejora en provisiones teniendo un retroceso de 6.1% lo que podría representar un punto de inflexión, mientras que Panamá la base no es comparable dadas las recuperaciones de hace un año. La calidad de la cartera se ubicó en 4.3% mostrando una mejora de 76bps q/q y 16bps a/a.

La utilidad neta fue de COP 1bn, mostrando un crecimiento del 11.1% a/a y por encima de nuestras estimaciones principalmente por una menor tasa impositiva al igual que recuperaciones en clientes stage 3 por COP 120mil mn y unos ingresos patrimoniales no recurrentes.

Resultados COP mn	4Q18	4Q17	4Q18E	Y/Y	Y/E
Ingresos	4,074,433	3,875,540	3,732,938	5.1%	9.1%
Provisiones	987,295	930,140	941,925	6.1%	4.8%
Ut. Neta	1,002,169	901,901	628,681	11.1%	59.4%
NIM	6.0%	6.2%	5.7%		
ROE	16.7%	16.0%	10.9%		

Fuente: Bloomberg, Ultraserfinco

Rating: Neutral

PO: COP 32,100

ADR: USD 44.5

Información de la acción

Ticker	Pfbcolo cb
Precio (COP)	35,900
Precio Ob. (COP)	32,100
Retorno total	-8%
Rango LTM (COP)	29,280 - 36,360
Cap. mercado (USD mn)	10,736
Acciones circulación (mn)	452
Flotante	75%
Volumen diario (USD mn)	6.7

PF Bancolombia vs Colcap



Ultraserfinco Equity Research

Carlos Enrique Rodríguez
 +(571) 3255560 ext. 1567
 crodriguez@ultraserfinco.com

4Q18 Informe de Resultados

Grupo Sura

Incremento en ingresos no compensaron utilidades

Luego del 4Q18, los ingresos consolidados de Grupo Sura presentaron un incremento de 11.6% a/a, a pesar de la desinversión de rentas vitalicias en Chile y a que no presentaron operaciones en el segmento de previsional, por debajo de nuestras estimaciones. Sin embargo, a pesar de una menor tasa impositiva, se presentaron mayores costos por prestaciones de servicios junto con menores ingresos por encaje y mayores costos financieros en SUAM, lo que permitió que las utilidades netas consolidadas disminuyeran en 26.2% a/a, nuevamente por debajo de nuestras estimaciones.

Seguros Generales ilustró una dinámica favorable en primas retenidas (14.1% a/a) gracias a seguros obligatorio de Autos e Incendio. No obstante, los efectos cambiarios sumado a menores ingresos percibidos por las inversiones en **Generales** indicaron un retroceso del 70.7% a/a en las utilidades.

Seguros de Vida reflejaron un recorte en primas retenidas de un 10.9% a/a, sin embargo el Resultado Técnico se apreció en 76.6% a/a gracias a una menor siniestralidad (efecto de previsional); favoreciendo las utilidades en un 24.9% a/a de esta línea.

En **SUAM** se evidenció el impacto en utilidades de COP -173.7mil mn en seguros y rentas vitalicias, permitiendo que la utilidad neta del vehículo culminara en COP -188.2mil mn. Además, mayores costos corporativos y financieros se sumaron a los efectos mencionados. Por otro lado, los AUM indicaron un incremento de 4.0% a/a para un total de COP 419bn, lo que representa un incremento de 2.8% a/a excluyendo los efectos cambiarios y de COP 6bn más que en 3Q18.

Finalmente, los resultados, si bien reflejaron una dinámica favorable para los ingresos, no indicaron los efectos positivos en rentabilidades, lo que nos permite afirmar que estos fueron de un tono negativo.

Resultados	4Q18	4Q17	4Q18E	Y/Y	Y/E
COP mn					
Ingresos	4,734,114	4,242,832	5,305,146	11.6%	-10.8%
Ut Neta	230,815	312,647	337,775	-26.2%	-31.7%
Mg. Neto	4.9%	7.4%	6.4%		

Fuente: Bloomberg, Ultraserfinco

Rating: Sobreponderar

PO: COP 43,800

Información de la acción

Ticker	Gruposur cb
Precio (COP)	34,940
Precio Ob. (COP)	43,800
Potencial de valorización	27%
Rango LTM (COP)	31,000 - 39,200
Cap. mercado (USD mn)	6,478
Acciones circulación (mn)	469
Flotante	52%
Volumen diario (USD mn)	4.3

Grupo Sura vs Colcap



Ultraserfinco Equity Research

Nicolás Erazo
 +(571) 3255560 ext. 1554
 nerazo@ultraserfinco.com

Carlos Enrique Rodríguez
 +(571) 3255560 ext. 1567
 crodriquez@ultraserfinco.com

4Q18 Informe de Resultados

ISA

Continúan las cifras positivas

Para el 4Q18 ISA reportó unos ingresos consolidados de COP 2.1bn los cuales reflejaron un aumento del 28.0% a/a, impulsado principalmente por el transporte de energía eléctrica, debido a la remuneración de nuevos proyectos en Colombia Chile y Perú, y mejores condiciones en Brasil. Cabe resaltar el aumento en costos del 5.8% a/a debido al reconocimiento del deterioro del crédito mercantil en Internexa Brasil. Asimismo, el EBITDA creció un 46% a/a debido a la entrada en operación de nuevos proyectos y la modificación en la periodicidad de la actualización por inflación (IPCA) en Brasil.

En el Transporte de Energía Eléctrica se evidenció un aumento de 17.8% a/a en ingresos. En Colombia este crecimiento se dio por la remuneración de las UPME 03-26 y la entrada de nuevas subestaciones y líneas. En Chile y Perú también resaltamos la entrada de nuevos proyectos de transmisión y en Brasil destacamos el reconocimiento mensual de la actualización por inflación de los ingresos del nuevo ciclo tarifario.

Por el lado de Concesiones Viales se observó una disminución de 6% a/a debido a un menor rendimiento financiero de las concesiones, como resultado de una menor cuenta por cobrar por el avance del tiempo concesionado y el aumento del tráfico. En referencia a los servicios de Información y Telecomunicaciones se presentó una disminución del 6.7% a/a en ingresos como consecuencia de menores ventas de servicios IP y derechos de red.

Con respecto a la utilidad neta, esta creció un 86% a/a como resultado del incremento en ingresos por los nuevos proyectos, la modificación en Brasil, la incorporación del 50% de IESUL y, menores impuestos de renta en Colombia y Brasil. Por otra parte, el deterioro de crédito mercantil corresponde al resultado del ejercicio de perspectivas de flujos futuros operativos por su venta o utilización, inferior al crédito mercantil registrado en los libros de la compañía.

Resultados	4Q18	4Q17	4Q18E	Y/Y	Y/E
COP mn					
Ingresos	2,130,429	1,666,531	1,951,194	27.8%	9.2%
EBITDA	1,401,215	956,568	1,228,266	46.5%	14.1%
Ut Neta	581,523	312,504	588,491	86.1%	-1.2%
Mg. EBITDA	65.8%	57.4%	62.9%		
Mg. Neto	27.3%	18.8%	30.2%		

Fuente: Bloomberg, Ultraserfinco

Rating: NA

PO: *COP 16,167

Información de la acción

Ticker	ISA cb
Precio (COP)	14,160
Precio Ob. (COP)*	16,167
Retorno total	15.1%
Rango LTM	11,740 - 15,100
Cap. mercado (USD mn)	5,002
Acciones circulación (mn)	1,108
Flotante	36.5%
Volumen diario (USD mn)	1.7

*Consenso Bloomberg

ISA vs Colcap



Ultraserfinco Equity Research

Juliana García
 +(571) 3255560 ext. 1558
 jgarcia@ultraserfinco.com

Carlos Enrique Rodríguez
 +(571) 3255560 ext. 1567
 cdrodriguez@ultraserfinco.com

4Q18 Informe de Resultados

Nutresa

Desempeños positivos en todas las líneas de negocio

Los ingresos de Nutresa alcanzaron COP 2.41bn, creciendo 4.5% a/a y en línea con nuestras estimaciones. Las ventas en Colombia crecieron 5.1% a/a como resultado de un aumento en precios de 3.5% acompañado de una mayor demanda en general. En la división internacional, las ventas sumaron USD 279.5mn (-2.4% a/a) creciendo en COP +3.3% a/a favorecidas por una tasa de cambio depreciada. Todas las líneas de negocio tuvieron un desempeño positivo, destacamos el crecimiento de Pastas (+8.1% a/a), Helados (+6.6% a/a) y Chocolates (+7.0% a/a).

El EBITDA se ubicó en COP 286mil mn, alineado con nuestras expectativas, con un margen del 11.9%, el más alto para este periodo en los últimos 3 años, lo cual permitió consolidar este rubro en 12.5% para el 2018 ubicándose en el rango medio del objetivo de la compañía (12% - 14%). Cárnicos, Chocolates y Alimentos al Consumidor fueron las unidades de negocio más rentables durante el periodo con márgenes de 14.2% para la primera y 13.0% para las últimas dos. Las líneas que mayores crecimientos presentaron en EBITDA son Cárnicos (+40.9% a/a), Pastas (+40.6% a/a) y Helados (+31.5% a/a). Resaltamos el desempeño de Alimentos al Consumidor (+18.7% a/a) pues logró revertir la tendencia decreciente que venía presentando desde el 2016 y creemos que se puede tratar de un punto de inflexión importante para la compañía.

La utilidad neta fue de COP 119mil mn, por debajo de nuestras estimaciones (COP 136mil mn) debido a una mayor deducción por parte del impuesto de renta diferido. Aún así, las ganancias netas crecieron 24.5% a/a reflejando la buena labor que ha hecho la compañía en la optimización de costos y gastos.

Finalmente, la compañía continua con su senda de desapalancamiento y cierra el año 2018 con un indicador saludable de Deuda Neta/EBITDA de 2.17x. En general, consideramos que los resultados fueron neutrales dado que estuvieron en línea con nuestras expectativas.

Resultados	4Q18	4Q17	4Q18E	Y/Y	Y/E
COP mn					
Ingresos	2,406,768	2,304,195	2,401,984	4.5%	0.2%
EBITDA	285,580	243,961	286,152	17.1%	-0.2%
Ut Neta	119,439	95,949	136,551	24.5%	-12.5%
Mg. EBITDA	11.9%	10.6%	11.9%		
Mg. Neto	5.0%	4.2%	5.7%		

Fuente: Bloomberg, Ultraserfinco

Rating: Neutral

PO: COP 26,200

Información de la acción

Ticker	nutresa cb
Precio (COP)	26,680
Precio Ob. (COP)	26,200
Retorno total	0%
Rango LTM	22,300 - 27,240
Cap. mercado (USD mn)	3,930
Acciones circulación (mn)	460
Flotante	48%
Volumen diario (USD mn)	1.0

Nutresa vs Colcap



Ultraserfinco Equity Research

Carlos Enrique Rodríguez
 +(571) 3255560 ext. 1567
 cdrodriguez@ultraserfinco.com

4Q18 Informe de Resultados

14-marzo-2019

GEB

Resultados impulsados por impuestos diferidos y otros ingresos

El Grupo de Energía de Bogotá publicó sus resultados para el 4Q18, en donde los ingresos se ubicaron en COP 1.2bn con un incremento del 16% a/a favorecidos por tendencias positivas en cada una de las líneas de negocio. El EBITDA evidenció un deterioro del 5.0% a/a impulsado por el pago de dividendos de EEB Gas S.A.S que en 2017 se recibieron en el cuarto trimestre mientras que en el 2018 estos se recaudaron en el tercer trimestre. Es importante mencionar la situación presentada en Contugas en donde se presentó un deterioro de cartera por USD 16mn (25% de la cartera de Egasa, Egesur y Aceros Arequipa) y, un reconocimiento en el deterioro de los bienes de la concesión por USD 33mn.

En cada una de las unidades se mostraron comportamientos favorables, los ingresos de transmisión de energía tuvieron un crecimiento del 32.9% a/a, los cuales resultaron beneficiados por reconocimientos en los proyectos de UPME y la facturación de Trecca a EEBIS debido a servicios de administración y nómina. Asimismo, en el segmento de transporte de gas, los resultados indicaron un comportamiento positivo que refleja un incremento del 14.1% a/a explicado por el incremento de cargos fijos en dólares y pesos colombianos en TGI por ajustes en el Índice de Precios al Productor en Estados Unidos e Índice de Precios al Consumidor en Colombia. Asimismo, el negocio de distribución de gas creció un 14.8%, explicado por el crecimiento en servicios solicitados en Cálida.

Finalmente, la utilidad neta creció 65.6% a/a impulsada por los impuestos diferidos, específicamente, las modificaciones normativas de los efectos fiscales con respecto a la vida útil de los activos fijos en TGI y, el impacto de la Ley de Financiamiento, la cual redujo la tarifa impositiva del 33% al 30%. Asimismo, resaltamos el comportamiento positivo de otros ingresos el cual aumenta en un 822% a/a a causa de una reversión de provisiones fiscales e ingresos por cobros del proceso de democratización en GEB y, por recuperación de provisiones e indemnizaciones en TGI.

Resultados	4Q18	4Q17	4Q18E	Y/Y	Y/E
COP mn					
Ingresos	1,384,819	1,192,027	905,765	16.2%	52.9%
EBITDA	434,711	457,719	nm	-5.0%	nm
Ut Neta	539,006	337,356	302,365	59.8%	78.3%
Mg. EBITDA	31.4%	38.4%	nm		
Mg. Neto	38.9%	28.3%	33.4%		

Fuente: Bloomberg, Ultraserfinco

Rating: Sobreponderar
PO: COP 2,160

Información de la acción

Ticker	GEB cb
Precio (COP)	2,065
Precio Ob. (COP)	2,160
Potencial	10.2%
Rango LTM	1,710 - 2,095
Cap. mercado (USD mn)	5,991
Acciones circulación (mn)	9,181
Flotante	13%
Volumen diario (USD mn)	1.1

GEB vs Colcap



Ultraserfinco Equity Research

Juliana García
 +(571) 3255560 ext. 1558
 jgarcia@ultraserfinco.com

Carlos Enrique Rodríguez
 +(571) 3255560 ext. 1567
 cdrodriguez@ultraserfinco.com

4Q18 Informe de Resultados

Grupo Argos Resultados favorecidos por desinversiones

Rating: Subponderar
PO: COP 16,300

Grupo Argos para el 4Q18 registró un aumento en ingresos del 5% a/a llegando a los COP 3.7bn, en línea con nuestras expectativas y, explicado principalmente por el desempeño y aportes de las líneas de negocio de cemento, energía y, el negocio inmobiliario. De esta manera, El EBITDA consolidado crece 14% a/a cerrando en COP 1.1bn, explicado también por una eficiencia en costos en el negocio de cementos y por desinversiones de lotes en el negocio inmobiliario. El margen EBITDA registrado para el trimestre equivale a 28%, siendo este 300pbs mayor comparado con el registrado en 4Q17.

En el negocio de Cemento, Cemargos cerró el trimestre con COP 2.1bn en ingresos, los cuales se encontraron en línea con nuestras estimaciones. Por otro lado, tanto el EBITDA como la utilidad neta la compañía reportó cifras por debajo de nuestras estimaciones; principalmente por mayores costos de energía y dificultades en EE.UU. Adicionalmente, es de resaltar que sin las desinversiones, las utilidades en 4Q18 habrían sido negativas.

En la división de Utilities, los ingresos de Celsia para el 4Q18 tuvieron un aumento del 9.9% a/a llegando a los COP 905mil mn y estuvieron en línea con nuestras estimaciones. Asimismo, la generación de EBITDA tuvo un crecimiento de 2.3% a/a, ubicándose en COP 316mil mn, siendo este el mayor EBITDA trimestral de los últimos 4 años. Estos resultados se vieron favorecidos por el comportamiento en el mercado colombiano en donde observamos mejores precios en el spot y una estrategia comercial más agresiva frente al mercado no regulado.

Los ingresos del negocio Inmobiliario crecen 17% a/a ubicándose en COP 288mil mn que incluye la escrituración de 12 hectáreas en Barú y 14 hectáreas en Barranquilla y lo cual va en línea con los planes de desinversión de predios a gran escala de la holding.

Información de la acción

Ticker	grupoargos cb
Precio (COP)	17,780
Precio Ob. (COP)	16,300
Potencial de valorización	-6.66%
Rango LTM	14,760 - 20,360
Cap. mercado (USD mn)	4,710
Acciones circulación (mn)	645
Flotante	48%
Volumen diario (USD mn)	2.0

Grupo Argos vs Colcap



Resultados	4Q18	4Q17	4Q18E	Y/Y	Y/E
COP mn					
Ingresos	3,748,115	3,585,211	3,717,462	4.5%	0.8%
EBITDA	1,111,072	972,223	1,076,402	14.3%	3.2%
Ut Neta	177,034	44,267	143,437	299.9%	23.4%
Mg. EBITDA	29.6%	27.1%	29.0%		
Mg. Neto	4.7%	1.2%	3.9%		

Fuente: Bloomberg, Ultraserfinco



Ultraserfinco Equity Research

Juliana García
 +(571) 3255560 ext. 1558
 jgarcia@ultraserfinco.com

Carlos Enrique Rodríguez
 +(571) 3255560 ext. 1567
 crodriquez@ultraserfinco.com

4Q18 Informe de Resultados

15-Marzo-2019

Grupo Aval

Concesiones 4G impulsando la utilidad, estabilidad en indicadores para el 2019

Los ingresos de Aval para el 4Q18 estuvieron por encima de nuestras expectativas y crecieron un 31.0% a/a impulsados por unos ingresos de Corficolombiana creciendo 305% a/a, mientras que el ingreso neto por intereses creció 3.6% a/a en línea con nuestras estimaciones. La cartera de crédito aumentó 6.4% a/a mientras que el gasto por provisiones se elevó 24.1% a/a como consecuencia de los clientes corporativos. Por último, la utilidad neta tuvo un crecimiento del 82.3% a/a la cual estuvo por encima de nuestras expectativas, lo cual consideramos positivo.

Los ingresos para el trimestre se ubicaron en COP 6.1bn (+31.0% a/a) impulsados principalmente por Corficolombiana como consecuencia de la construcción de las concesiones 4G, al igual que unos buenos resultados en los otros negocios del sector real. Los ingresos por intereses crecieron 1.5% a/a, soportados por vivienda (+15.0% a/a) y consumo (+4.2% a/a); al mismo tiempo que el costo del fondeo disminuyó 1.3% a/a, llevando a un crecimiento del 3.6% a/a al ingreso neto por intereses. La cartera tuvo un crecimiento del 6.4% a/a donde los incrementos más importantes se vieron en vivienda (+15.1% a/a) y consumo (+10.1% a/a); mientras que comercial comienza a mostrar un desempeño mejor del 2.8% a/a aunque todavía rezagado. El NIM se ubicó en 5.6% mostrando un retroceso de 29bps.

Las provisiones fueron de COP 1.3bn (+24.1% a/a) afectado por los clientes corporativos en donde Electricaribe fue provisionado al 100%. El costo del riesgo se ubicó en 3.1% afectado también como consecuencia de la inestabilidad política en Nicaragua y el ambiente macro retador en Costa Rica. La calidad de la cartera 30 días cerró en 4.25% (+36bps a/a) pero -22bps con respecto al trimestre anterior mostrando una leve recuperación.

Finalmente, la utilidad neta fue de COP 850mil mn (+82.3% a/a), superando nuestras expectativas, en donde también se tuvo una tasa efectiva menor. La eficiencia cerró en 41.8% soportada por la estrategia digital estando por encima de nuestras estimaciones.

Resultados COP mn	4Q18	4Q17	4Q18E	Y/Y	Y/E
Ingresos	6,108,700	4,664,800	4,953,370	31.0%	23.3%
Provisiones	1,300,400	1,047,700	1,105,200	24.1%	17.7%
Ut. Neta	850,700	466,700	518,483	82.3%	64.1%
NIM	5.6%	5.9%	5.6%		
ROE	19.6%	11.6%	12.2%		

Fuente: Bloomberg, Ultraserfinco

Rating: Neutral

PO: COP 1,280

ADR: USD 8.8

Información de la acción

Ticker	Pfaval cb
Precio (COP)	1,205
Precio Ob. (COP)	1,280
Potencial	11.2%
Rango LTM	949 - 1,250
Cap. mercado (USD mn)	8,609
Acciones circulación (mn)	22,281
Flotante	20%
Volumen diario (USD mn)	2.1

PF Aval vs Colcap



Ultraserfinco Equity Research

Carlos Enrique Rodríguez
 +(571) 3255560 ext. 1567
 cdrodriguez@ultraserfinco.com

4Q18 Informe de Resultados

Davivienda

Recuperaciones de cartera y menores impuestos soportan la utilidad

Los ingresos para Davivienda en el 4Q18 aumentaron 6.9% a/a y en línea con nuestras estimaciones soportado por un incremento del 5.3% a/a en los ingresos por intereses y una reducción del 0.9% a/a en el costo de fondeo. La cartera aumentó 12.3% a/a, impulsada por comercial (+12.7% a/a) y vivienda (+16.4%), mientras que las provisiones aumentaron 0.3% a/a y estuvieron acorde a nuestras expectativas. Finalmente, la utilidad neta cerró en COP 374mil mn creciendo 4.1% a/a, situándose por encima de nuestras estimaciones como consecuencia de una menor tasa efectiva.

Los ingresos durante el cuarto trimestre se ubicaron en COP 1.85bn (+6.9% a/a) donde el crecimiento estuvo principalmente en la cartera de consumo (+3.0% a/a) y vivienda (+14.6% a/a), sumando a un menor costo del fondeo en depósitos a término (-6.1% a/a). El NIM durante el trimestre se ubicó en 6.5%, similar al reportado hace un año a pesar de la política expansiva del banco central. El crecimiento de la cartera (+12.3% a/a) en Colombia fue de 11.4% a/a soportado por comercial (+11.9% a/a) y vivienda (+16.7% a/a); mientras que la internacional creció en USD 6.4% a/a en donde consumo con un crecimiento de 7.5% a/a fue la de mejor crecimiento.

El gasto en provisiones del 4Q18 fue de COP 513mil mn (+0.3% a/a) en donde la gestión de recuperación de cartera mitigó el efecto de un crecimiento en los deterioros aun con el cambio de metodología de pérdida esperada. Adicionalmente, la cartera vencida cerró en 3.93% (+117 bps) como consecuencia principalmente de clientes corporativos en Colombia.

La utilidad neta fue de COP 374mil mn con un avance del 4.1% a/a y por encima de nuestras estimaciones, como consecuencia de una menor tasa de tributación dado los ajustes en impuestos diferidos con la última reforma tributaria en Colombia. Para este 2019, se espera un crecimiento de cartera entre el 9% - 10% y un indicador de calidad del 3.8% sumado a un NIM estable alrededor del 6.5%.

Resultados	4Q18	4Q17	4Q18E	Y/Y	Y/E
COP mn					
Ingresos	1,849,917	1,730,477	1,779,543	6.9%	4.0%
Provisiones	513,034	511,690	521,224	0.3%	-1.6%
Ut. Neta	374,443	359,863	329,751	4.1%	13.6%
NIM	6.5%	6.4%	6.5%		
ROE	12.9%	12.4%	12.6%		

Fuente: Bloomberg, Ultraserfinco

Rating: Sobreponderar

PO: COP 33,700

Información de la acción

Ticker	Pfdavvnd cb
Precio (COP)	38,800
Precio Ob. (COP)	33,700
Potencial	-11%
Rango LTM (COP)	29,600 - 39,480
Cap. mercado (USD mn)	5,493
Acciones circulación (mn)	452
Flotante	24%
Volumen diario (USD mn)	1.4

Davivienda vs Colcap



Ultraserfinco Equity Research

Carlos Enrique Rodríguez
 +(571) 3255560 ext. 1567
 cdrodriguez@ultraserfinco.com

4Q18 Informe de Resultados

Cemargos

EE.UU. y CCA opacan la recuperación en Colombia

Los ingresos de Cemargos cerraron el 4Q18 en COP 2.1bn, los cuales se encontraron en línea con nuestras estimaciones. Por otro lado, tanto en EBITDA como en Utilidad neta la compañía reportó cifras por debajo de nuestras estimaciones; principalmente por mayores costos de energía y dificultades en EE.UU. Adicionalmente, es de resaltar que sin las desinversiones, las utilidades en 4Q18 habrían sido negativas.

Los resultados en Colombia se situaron por encima de nuestras estimaciones con unos ingresos de COP 580mil mn (6.6% a/a), principalmente por mayores volúmenes en Cemento (7.7% a/a) y en RMC (2.2% a/a). Sin embargo, los incrementos en los costos energéticos, deterioraron el EBITDA, indicando un margen de 17.1% (-443pbs) para el trimestre.

Los retos en Estados Unidos vinieron por parte del clima, disminuyendo los volúmenes en cemento y concreto en 9.0% a/a y 10.7% a/a, respectivamente. Gracias a esto los ingresos se ubicaron en USD 342mn (-9.8% a/a), el EBITDA evidenció un recorte de 15.3% a/a frente al mismo periodo de hace un año (USD 58mn vs. USD 69mn). Asimismo, esta regional cerró con un margen EBITDA de 17.0% (-111pbs).

Los mercados de Caribe y Centroamérica ilustraron unos resultados negativos, producto de contracciones en Panamá. Menores volúmenes permitieron un recorte de 4.5% a/a en ingresos (USD 138mn); aunque rescatamos una mejora en el margen EBITDA de 169pbs, lo que le permitió ubicar el EBITDA en USD 36mn y el margen en 26.2%.

En conclusión, unos resultados negativos que ilustran una recuperación en Colombia. Por otro lado, si bien la compañía se ha venido desapalancando en parte por la estrategia de desinversiones, el ritmo ha sido menor como consecuencia de un *pay-out* por encima del 100% para el 2018 y uno propuesto del 184% para este 2019.

Resultados	4Q18	4Q17	4Q18E	Y/Y	Y/E
COP mn					
Ingresos	2,107,641	2,107,342	2,101,923	0.0%	0.3%
EBITDA	355,907	376,673	407,254	-5.5%	-12.6%
Utilidad Neta	51,706	(78,941)	82,156	nm	-37.1%
Mg. EBITDA	16.9%	17.9%	19.4%		
Mg. Neto	2.5%	-3.7%	3.9%		

Fuente: Bloomberg, Ultraserfinco

Rating: Subponderar

PO: COP 9,900

Información de la acción

Ticker	cemargos cb
Precio (COP)	8,040
Precio Ob. (COP)	9,900
Retorno total	26%
Rango LTM	6,820 - 10,780
Cap. mercado (USD mn)	3,408
Acciones circulación (mn)	1,152
Flotante	49%
Volumen diario (USD mn)	2.5

Cemargos vs Colcap



Ultraserfinco Equity Research

Nicolás Erazo

+ (571) 3255560 ext. 1554
 nerazo@ultraserfinco.com

Carlos Enrique Rodríguez
 + (571) 3255560 ext. 1567
 crodriguez@ultraserfinco.com

4Q18 Informe de Resultados

Éxito

Colombia y Brasil positivos, Argentina y Uruguay el reto hacia adelante

Los ingresos de Éxito para el 4Q18 fueron COP 15.6bn (-0.4% a/a) y en línea con nuestras estimaciones en donde el crecimiento excluyendo el efecto FX (principalmente Brasil y Argentina) hubiera sido 10.2% a/a en un entorno en donde se presentaron crecimientos en todos los países en moneda local y de forma comparable. Adicionalmente, el EBITDA recurrente estuvo acorde a nuestras expectativas en donde se tuvo un retroceso del 10.6% a/a por efecto de los créditos fiscales. De manera comparable, el margen EBITDA se expandió 51bps reflejando las eficiencias en Colombia y Brasil. Finalmente, la utilidad estuvo por encima de nuestras estimaciones como consecuencia de menores gastos financieros y un mejor ingreso por método de participación. Por el lado de operaciones discontinuas, Via Varejo presentó pérdida para el trimestre afectando la utilidad.

Colombia sigue en proceso de recuperación y mostró un resultado positivo en donde los ingresos sumaron COP 3.1bn (+2.4% a/a) impulsado por un incremento en ventas mismos metros (SSS) de 1.7% a/a ajustadas por calendario y un incremento en otros ingresos de 28.8% a/a soportado por el ingreso de Viva Envigado y Viva Tunja sumando 115mil M2 de GLA. El margen bruto tuvo una mejora de 88bps cerrando en 26.2% mientras que el margen EBITDA tuvo una mejora de 51bps llegando a 8.5% para una generación de COP 266mil mn (+9.0% a/a) mostrando una estructura más eficiente.

Brasil tuvo un trimestre positivo en moneda local (BRL) con unas ventas creciendo 6.9% a/a SSS excluyendo FX. Los ingresos cerraron en COP 11.6bn mientras que el EBITDA recurrente tuvo una expansión de 16.1% con una mejora en 72bps en el margen. Por otro lado, **Uruguay y Argentina** tuvieron un trimestre macro complejo en donde el primero sufrió la disminución de un 30% de turistas y una negociación salarial, mientras que el segundo tuvo un trimestre con devaluación y un ajuste (IAS 29) dada la hiperinflación en Argentina en donde las ventas al por menor y la confianza siguen en terreno negativo.

Resultados COP mn	4Q18	4Q17	4Q18E	Y/Y	Y/E
Ingresos	15,665,762	15,729,626	15,728,871	-0.4%	-0.4%
EBITDA	1,085,498	1,214,818	1,077,445	-10.6%	0.7%
Ut Neta	160,091	187,374	125,831	-14.6%	27.2%
Mg. EBITDA	6.9%	7.7%	6.9%		
Mg. Neto	1.0%	1.2%	0.8%		

Fuente: Bloomberg, Ultraserfinco

Rating: Sobreponderar

PO: COP 17,050

Información de la acción

Ticker	Exito cb
Precio (COP)	14,600
Precio Ob. (COP)	17,050
Potencial de valorización	19%
Rango LTM	11,920 - 17,020
Cap. mercado (USD mn)	2,151
Acciones circulación (mn)	448
Flotante	47%
Volumen diario (USD mn)	1.7

Éxito vs Colcap



Ultraserfinco Equity Research

Carlos Enrique Rodríguez
 +(571) 3255560 ext. 1567
 cdrodriguez@ultraserfinco.com

4Q18 Informe de Resultados

Celsia

Resultados que superan expectativas a pesar de Centroamérica

Los ingresos de Celsia para el 4Q18 tuvieron un aumento del 9.9% a/a llegando a los COP 905mil mn y estuvieron en línea con nuestras estimaciones. Asimismo, la generación de EBITDA tuvo un crecimiento de 2.3% a/a, ubicándose en COP 316mil mn, siendo este el mayor EBITDA trimestral de los últimos 4 años. En este sentido, la utilidad neta aumentó en 62% a/a llegando a los COP 64mil mn, a pesar del incremento en costos del 12% a/a, impulsado por el aumento en costos variables (26% a/a) debido a los altos precios de combustible destinados a la generación por seguridad.

La generación de energía en Colombia durante el trimestre fue de 1,466GWh (-5% a/a) en donde la energía hidráulica disminuyó 9% a/a como resultado del efecto base del Fenómeno de la Niña registrado en el 4Q17. Por otro lado, la generación térmica aumentó 9% a/a como consecuencia de los requerimientos del sistema en la región Caribe del país. El EBITDA en Colombia creció 9% a/a llegando a los COP 261mil mn, explicado por el reconocimiento de ingresos de los proyectos de TYD y mejores condiciones en los precios en ventas de energía de contratos.

En Centroamérica, la generación de energía tuvo una disminución del 19% a/a llegando a los 184GWh, en donde la energía hidráulica tuvo un retroceso del 13% a/a para registrar 128GWh. Igualmente, la energía térmica decreció 82% a/a, debido a un menor requerimiento de despacho de Cativá y, por la culminación de algunos contratos de potencia y energía en la misma planta. Los ingresos fueron de USD 45mn disminuyendo 24% a/a, al mismo tiempo que el EBITDA decreció en 37% a/a ubicándose en USD 15mn.

Con respecto al mercado eléctrico en Colombia, los precios spot para el cuarto trimestre de este año reportan un incremento del 14% a/a ubicándose en promedio en COP 138kWh, de igual manera, el precio de contratos del mercado regulado aumentó en un 8% a/a evidenciando un promedio de COP 192kWh.

Resultados	4Q18	4Q17	4Q18E	Y/Y	Y/E
COP mn					
Ingresos	905,597	823,902	874,557	9.9%	3.5%
EBITDA	316,357	309,114	270,845	2.3%	16.8%
Ut Neta	63,289	39,328	49,690	60.9%	27.4%
Mg. EBITDA	34.9%	37.5%	31.0%		
Mg. Neto	7.0%	4.8%	5.7%		

Fuente: Bloomberg, Ultraserfinco

Rating: Neutral
PO: COP 4,600

Información de la acción

Ticker	Celsia cb
Precio (COP)	4,360
Precio Ob. (COP)	4,600
Potencial de valorización	7.5%
Rango LTM	3,835 - 4,700
Cap. mercado (USD mn)	1,485
Acciones circulación	1,070
Flotante	63%
Volumen diario (USD mn)	0.5

Celsia vs Colcap


Ultraserfinco Equity Research

Juliana García
 +(571) 3255560 ext. 1558
 jgarcia@ultraserfinco.com

Carlos Enrique Rodríguez
 +(571) 3255560 ext. 1567
 crodiguez@ultraserfinco.com

4Q18 Informe de Resultados

18-Marzo-2019

Corficolombiana

Infraestructura, Energía y Gas impulsan resultados destacables

Al cierre del 4Q18, los ingresos consolidados de Corficolombiana indicaron un crecimiento de +83.7% a/a, llegando así a los COP 2.8bn - superando significativamente nuestras expectativas - liderados por las actividades en infraestructura y las dinámicas positivas de Promigas. Cabe destacar que durante este periodo se firmó el acta para la construcción de CoviOriente; sumado a la provisión de 112mil mn para CRDS por parte de EPISOL. De esta manera, el EBITDA también indicó una variación de +167% a/a, llegando a COP 1.6bn. Por último, la utilidad neta culminó en COP 726mil mn, ubicándose por encima de nuestras proyecciones.

En infraestructura, las concesiones CoviAndina, CoviPacífico y CoviOriente reflejaron avances del 38%, 14% y 13%, respectivamente. Asimismo, a mediados de este año se espera que se dé el acta de inicio para la construcción de CoviMar, completando así la cuarta concesión que haría parte del conglomerado en los proyectos de 4G. El *capex* total para los cuatro proyectos se estima en COP 8.18bn y se ha ejecutado a la fecha COP 1.36bn.

Promigas mostró mayores volúmenes transportados y un buen desempeño en Promisol, elevando los ingresos de la línea de **Energía y Gas** a COP 957mil mn (+12.5% a/a). Asimismo, gracias a menores impuestos, la utilidad neta se ubicó en COP 196mil mn (+19.8% a/a).

Hotelería presentó una mayor tasa de ocupación, en conjunto con mayores habitaciones vendidas durante el 2018; sin embargo, debido al incremento de los gastos de personal, las rentabilidades presentaron incrementos leves. Mientras que en **Agroindustria** se evidenció el impacto por parte de la liquidación por cuenta de Pizano.

Como conclusión, los resultados fueron positivos y las perspectivas son favorables en torno a los negocios de **Energía, Gas e Infraestructura**. No obstante, **Financiero** y **Agroindustria** no presentan las mismas dinámicas que los demás negocios.

Resultados COP mn	4Q18	4Q17	4Q18E	Y/Y	Y/E
Ingresos	2,787,608	1,517,088	1,975,249	83.7%	41.1%
EBITDA	1,582,871	593,814	755,925	166.6%	109.4%
Ut Neta	725,766	33,474	132,218	2068.1%	448.9%
Mg. EBITDA	56.8%	39.1%	38.3%		
Mg. Neto	26.0%	2.2%	6.7%		

Fuente: Bloomberg, Ultraserfinco

Rating: Sobreponderar
PO: COP 35,900

Información de la acción

Ticker	corficolcb
Precio (COP)	26,300
Precio Ob. (COP)	35,900
Potencial de valorización	41%
Rango LTM	16,000 - 26,300
Cap. mercado (USD mn)	2,350
Acciones circulación (mn)	234
Flotante	30%
Volumen diario (USD mn)	0.8

Corficolombiana vs Colcap


Ultraserfinco Equity Research

Nicolás Erazo
 +(571) 3255560 ext. 1554
 nerazo@ultraserfinco.com

Carlos Enrique Rodríguez
 +(571) 3255560 ext. 1567
 cdrodriguez@ultraserfinco.com

4Q18 Informe de Resultados

Cemex Latam Holdings Panamá y Costa Rica opacan las recuperaciones en Colombia

Para el cierre del año, Cemex Latam Holdings reflejó un recorte en ingresos por un 6.6% a/a, principalmente por un menor ritmo en Panamá y Costa Rica, sumado a la depreciación del COP durante el trimestre. El EBITDA reflejó un comportamiento similar, disminuyendo en un 24.0% a/a, producto de menores volúmenes y un alza en los costos fijos. Sin embargo, en utilidad neta, a diferencia de la pérdida del 4Q17, se cerró el 2018 con una utilidad de USD 10mn.

Los volúmenes en Colombia presentaron comportamientos mixtos, donde el cemento indicó un incremento de 4.0% a/a, al contrario del concreto (-8.0% a/a) y agregados (-15.0% a/a). Sumando también los efectos cambiarios, las ventas y EBITDA indicaron disminuciones, a pesar de reflejar incrementos de precios en moneda local; cerrando con un margen de 18.3% (-4.3% a/a). Para inicios de este año, tanto el segmento residencial como el de infraestructura, se proyectan dinámicas favorables para la demanda; impulsados por el sector informal, autoconstrucción y los proyectos de infraestructura 4G.

Panamá volvió a indicar contracciones significativas principalmente por menor demanda, donde cemento, concreto y agregados disminuyeron en volúmenes un 8.0% a/a, 4.0% a/a y 10.0% a/a, respectivamente. De la misma manera, los costos de energía y cancelación de inventarios disminuyeron el EBITDA en 37.5% a/a, situando este rubro con un margen del 25.0% (-13.5pp), el menor del registro histórico para esta regional.

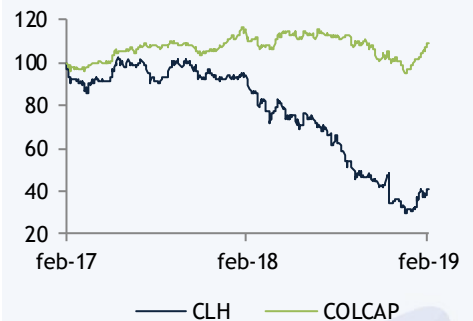
Con un comportamiento similar, Costa Rica presentó recortes en volúmenes del 16.0% a/a en cemento gris y 4.0% a/a en concreto; contrastando con un aumento de precios en moneda local. Continuando con el Resto de CLH, Guatemala registro un desempeño favorable por estrategias comerciales, mientras que Nicaragua permanece con una incertidumbre económica, generando un enfriamiento en la inversión privada y una menor demanda.

Resultados USD mn	4Q18	4Q17	Y/Y
Ingresos	260	278	-6.6%
EBITDA	55	72	-24.0%
Ut Neta	10	(33)	-128.7%
Mg. EBITDA	21.1%	25.9%	
Mg. Neto	3.7%	-11.9%	

Fuente: Bloomberg, Ultraserfinco

Rating: B.R
PO: B.R
Información de la acción

Ticker	clh cb
Precio (COP)	4,800
Precio Ob. (COP)	B.R
Potencial de valorización	
Rango LTM	3,470 - 10,800
Cap. mercado (USD mn)	821
Acciones circulación (mn)	556
Flotante	27%
Volumen diario (USD mn)	0.7

CLH vs Colcap

Ultraserfinco Equity Research

Nicolás Erazo Arias
+(571) 3255560 ext. 1554
nerazo@ultraserfinco.com

Carlos Enrique Rodríguez
+(571) 3255560 ext. 1567
crodriguez@ultraserfinco.com

4Q18 Informe de Resultados

Avianca

Una estrategia enfocada en eficiencias mas no en crecimiento

Avianca Holdings presentó unos ingresos de USD 1.29bn (15.3% a/a) para el último trimestre del año, en línea con nuestras expectativas (USD 1.32bn), gracias a una recuperación en *Yields* (USD 9.5 centavos) y un factor de ocupación dentro del rango del *guidance* (81.9%). Por otro lado, la utilidad neta se ubicó levemente por debajo de nuestras expectativas (USD 14mn vs USD 22mn). Sin embargo, de no ser por un *impairment* de los aviones de Embraer, la utilidad operacional habría estado alineada con nuestras estimaciones (USD 106mn vs USD 108mn est).

Como lo habíamos anunciado antes, la oferta de la aerolínea se expandió en un 22.4% a/a, medida en ASK's; acompañado de una ampliación en el tráfico de pasajeros medidos en RPK's de 19.0% a/a (ver informe: Opstats [ene-19](#) y [dic-18](#)). Para este año, AVH proyecta que los ASK's se mantengan estables o que esta se eleve levemente (0.0% a/a y 2.0% a/a). Por otro lado, las perspectivas del factor de ocupación se mantuvieron entre 81% y 83%, el cual se ubicó en 81.9% en 4Q18 y 83.1% para el 2018.

La compañía reflejó un incremento en su utilidad operacional (EBIT) de un 19.2% a/a y un margen de 5.2%, el cual habría estado en línea con nuestras expectativas de no ser por el *impairment* relacionado con remover la flota de los Embraer 190 (USD 106mn vs USD 108mn est); el cual reflejó un impacto no recurrente de USD 38.9mn. De otro lado, el EBITDA cerró por encima de nuestras expectativas, indicando un incremento de 40.0% a/a (vs 17.1% est).

Avianca Cargo presentó unos ingresos de USD 169mn en 4Q18, impulsado por mejores *yields*. Asimismo, LifeMiles completó 8.9mn de usuarios y presentó una utilidad de más de USD 100mn para el 2018.

Finalmente, consideramos que los resultados fueron neutrales y las proyecciones de la compañía apuntan a favorecer la rentabilidad y la optimización de flota; dándole una continuidad a las desinversiones.

Resultados	4Q18	4Q17	4Q18E	Y/Y	Y/E
USD mn					
Ingresos	1,292	1,121	1,325	15.3%	-2.5%
EBITDA	211	151	180	40.0%	17.1%
Ut Neta	14	10	22	31.4%	-36.4%
Mg. EBITDA	16.3%	13.4%	13.6%		
Mg. Neto	1.1%	0.9%	1.6%		

Fuente: Bloomberg, Ultraserfinco

Rating: Neutral

PO: COP 2,000

ADR: USD 5.40

Información de la acción

Ticker	Pfavh cb
Precio (COP)	1,790
Precio Ob. (COP)	2,000
Retorno total	14%
Rango LTM	1,615 - 3,340
Cap. mercado (USD mn)	566
Acciones circulación (mn)	336
Flotante	100%
Volumen diario (USD mn)	0.3

Avianca vs Colcap



Ultraserfinco Equity Research

Nicolás Erazo
 +(571) 3255560 ext. 1554
 nerazo@ultraserfinco.com

Carlos Enrique Rodríguez
 +(571) 3255560 ext. 1567
 crodriquez@ultraserfinco.com

4Q18 Informe de Resultados

BVC

Sophos soportando la operación

BVC reportó ingresos por COP 63,041mn (+13% a/a de manera comparable) soportados por el negocio de Soluciones de Tecnología e Innovación aportando COP 22,415mn (+49% a/a) y la línea de Servicios de Información cuyos ingresos alcanzaron COP 7,406mn (+22% a/a). El segmento de Post-Negociación se mantuvo estable respecto al 2017 con COP 7.903mn, mientras que Mercado de Capitales y Servicios de Emisores presentaron caídas en ingresos de -8% a/a y -4% a/a.

El retroceso en Mercado de Capitales es explicado por una caída de 13% a/a en Renta Fija cuyo volumen se situó en COP 3,436mn, dejando ingresos de COP 9,382mn para el periodo. Asimismo, Servicios de Emisores totalizó COP 14,432mn en ingresos, COP 674mn por debajo del resultado de 2017, debido a menores emisiones de Renta Fija (-22% a/a).

Las subsidiarias presentaron desempeños mixtos. Deceval obtuvo resultados constantes respecto al 2017 con ingresos por COP 21,091mn y EBITDA de COP 8,224mn. Sophos creció a doble dígito empezando por ingresos con COP 24,450mn (+55% a/a) y EBITDA de COP 8,143mn (+54% a/a). Precia, a pesar de crecer 9% a/a en ingresos tuvo una contracción importante en EBITDA de -165% a/a por un incremento en gastos de personal de 35% a/a y comisiones (+93% a/a). Set Icap generó ingresos por COP 6,617mn (+18% a/a) y EBITDA de COP 3,622mn (+29% a/a).

Por otro lado, el EBITDA, ubicado en COP 13,157mn, se contrajo un 28% a/a dejando un margen de 20.9% (-12% a/a) dado un incremento importante de 61% a/a en costos como consecuencia directa de una mayor mano de obra contratada por Sophos. La utilidad neta del periodo fue de COP 6,735mn (-93% a/a) debido a un incremento en gastos de integración que se escaló en COP 2,107mn respecto al tercer trimestre. Finalmente, la utilidad neta no es comparable dado los ingresos no-recurrentes por la adquisición de subsidiarias en el 4Q17.

Resultados COP mn	4Q18	4Q17	Y/Y
Ingresos	63,041	55,705	13.2%
EBITDA	13,157	18,360	-28.3%
Ut Neta	6,735	90,026	-92.5%
Mg. EBITDA	20.9%	33.0%	
Mg. Neto	10.7%	161.6%	

Fuente: Bloomberg, Ultraserfinco

Proforma: BVC +Subsidiarias

Rating: Neutral

PO: COP 12,500

Información de la acción

Ticker	bvc cb
Precio (COP)	11,760
Precio Ob. (COP)*	12,900
Potencial	14%
Rango LTM	10,700 - 13,480
Cap. mercado (USD mn)	226
Acciones circulación (mn)	60.5
Flotante	53%
Volumen diario (USD mn)	0.2

*Consenso Bloomberg

BVC vs Colcap



— BVC — COLCAP



Ultraserfinco Equity Research

Carlos Enrique Rodríguez
 +(571) 3255560 ext. 1567
 cdrodriguez@ultraserfinco.com

4Q18 Informe de Resultados

Canacol

Impuestos diferidos opacan resultados operativos

Para el 4Q18, los ingresos de la compañía fueron acorde a nuestras expectativas, situándose en USD 54.3mn e incrementando un 29.1% a/a, esto gracias a un aumento en las ventas de gas del 40% a/a, debido a la nueva infraestructura que hizo posible pasar de unas ventas de 85.2 MMscfd en el 4Q17 a 119.3 MMscfd en este trimestre. No obstante, la empresa reportó una pérdida neta de USD 16.3mn como consecuencia del registro de impuestos diferidos.

El volumen de producción mostró un gran avance gracias a los nuevos gasoductos construidos, por lo que se presentó un aumento del 40% a/a en la producción de gas, que logró pasar de 83 a 116.6 MMscfd. Lo anterior también se vio afectado por el aumento en la capacidad de transporte del campo Jobo, donde a partir de diciembre Promigas concedió otros 15 MMscfd en la capacidad del gasoducto, el cual será abierto completamente en junio de este año, y con esto las ventas de la compañía podrían incrementar hasta a 230 MMscfd. Por otro lado, la producción de crudo tuvo una disminución de 73% a/a hasta llegar a 488 boep dado que la empresa vendió la mayoría de sus activos petroleros, en donde solo conservan su participación en el campo Rancho Hermoso.

En referencia al **Netback Operativo**, este se ubicó en USD 22.5/boe, indicando un notable incremento del 17% a/a, este jalado por la disminución de 37% a/a en los costos de operación de los campos, además de un aumento del 6% a/a del precio del gas (USD 4.95/Mcf vs USD 4.65/Mcf).

El **EBITDAX** se ubicó por debajo de nuestras expectativas, el cual fue de USD 33.4mn frente a los USD 37mn esperados, por otro lado el indicador presentó un incremento del 12% a/a. Asimismo, los gastos generales de administración por barril decrecieron 19% a/a gracias al aumento en la producción de gas.

Resultados USD mn	4Q18	4Q17	4Q18E	Y/Y	Y/E
Ingresos	54	42	55	29.3%	-1.3%
EBITDAX	33	29	37	15.2%	-9.7%
Ut Neta	(16)	(150)	14	nm	-216.4%
Mg. EBITDAX	61.5%	69.0%	67.3%		
Mg. Neto	-30.0%	-357.1%	25.5%		

Fuente: Bloomberg, Ultraserfinco

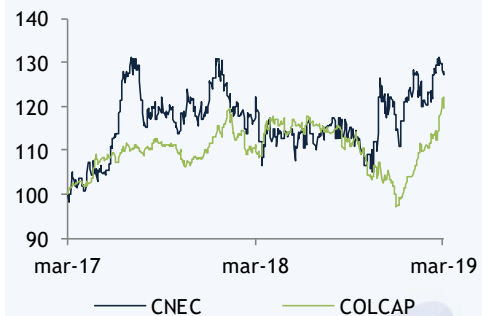
Rating: Sobreponderar

PO: COP 11,000

Información de la acción

Ticker	cneq cb
Precio (COP)	10,600
Precio Ob. (COP)	11,000
Potencial de valorización	4%
Rango LTM	8,690 - 10,840
Cap. mercado (USD mn)	607
Acciones circulación (mn)	177
Flotante	100%
Volumen diario (USD mn)	0.1

Canacol vs Colcap



Ultraserfinco Equity Research

Juliana García
 +(571) 3255560 ext. 1558
 jgarcia@ultraserfinco.com

Carlos Enrique Rodríguez
 +(571) 3255560 ext. 1567
 cdrodriguez@ultraserfinco.com

4Q18 Informe de Resultados

ETB

Trimestre algo mejor de lo esperado

ETB presentó resultados mixtos para el 4Q18 reportando ingresos de COP 370mil mn ligeramente por debajo de nuestras estimaciones, decreciendo un 2.0% a/a. El EBITDA creció a doble dígito +15.8% a/a llegando a COP 154mil mn por encima de los COP 141mil mn esperados. Por último, el trimestre cerró con pérdidas de COP 43mil mn (vs. COP -56mil mn esperado) para una ganancia total del año 2018 de COP 737mn. Esta es la primera vez en cuatro años que la compañía registra utilidades netas positivas aunque se da por un tema no recurrente.

Respecto a número de usuarios Internet y Telefonía de Fibra reunieron 338 mil clientes (-0.8% q/q y 16% a/a), Televisión IP llegó a los 124 mil clientes y Móviles cerró el 2018 con 486 mil clientes. Vemos como los productos estratégicos, como lo son Fibra Óptica y Móviles, continúan fortaleciéndose y ganando importancia pues hoy representan el 28% de los ingresos vs. 10% que representaban para el mismo periodo en el 2015.

El margen EBITDA para el trimestre fue de 41.6% y estuvo por encima de nuestras expectativas de 36.0%. Este resultado es producto de una optimización en costos y gastos que disminuyeron 11.7% a/a. La empresa ha venido recuperando lentamente la rentabilidad operacional del negocio hasta consolidar COP 549mil mn para el 2018 (+3.6% a/a) a través de su estrategia de austeridad y efectividad. Para el 2018, la inversión en Opex + Capex sobre ingresos fue de 83%, un 3% menos que en 2017 y 18% menos que en 2016.

Finalmente, la empresa dio un *guidance* sobre lo que espera para el 2019 apuntando a ingresos creciendo cercanos a la inflación con un margen EBITDA del ~36% y una inversión en Capex de aproximadamente entre 23% - 24% de los ingresos comparado al 21% registrado en el 2018. Mantenemos nuestra recomendación de Neutral.

Resultados COP mn	4Q18	4Q17	4Q18E	Y/Y	Y/E
Ingresos	369,810	377,506	391,439	-2.0%	-5.5%
EBITDA	153,925	132,915	140,867	15.8%	9.3%
Ut Neta	(42,895)	(343)	(55,961)	n.m	-23.3%
Mg. EBITDA	41.6%	35.2%	36.0%		
Mg. Neto	-11.6%	-0.1%	-14.3%		

Fuente: Bloomberg, Ultraserfinco

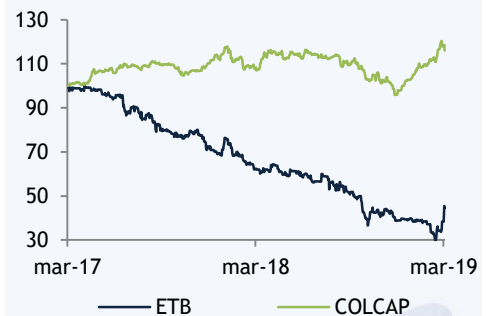
Rating: Neutral

PO: COP 420

Información de la acción

Ticker	etb cb
Precio (COP)	293
Precio Ob. (COP)	420
Potencial de Valorización	43%
Rango LTM	194 - 415
Cap. mercado (USD mn)	330
Acciones circulación (mn)	3,551
Flotante	12%
Volumen diario (USD mn)	0.1

ETB vs Colcap



Ultraserfinco Equity Research

Nicolás Erazo
 +(571) 3255560 ext. 1554
 nerazo@ultraserfinco.com

Carlos Enrique Rodríguez
 +(571) 3255560 ext. 1567
 cdrodriguez@ultraserfinco.com

Estrategia & Investigaciones

Mario A. Acosta, CFA
Gerente de Estrategia & Investigaciones Económicas
+(571) 3255560 ext. 1509
macostar@ultraserfinco.com

Investigaciones Macroeconómicas

Diego Camacho
Director de Investigaciones
Macroeconómicas
+(571) 3255560 ext. 1577
dcamacho@ultraserfinco.com

Daniel Heredia
Analista Macroeconómico
Internacional
+(571) 3255560 ext. 1566
dheredia@ultraserfinco.com

Juliana Valderrama
Analista de Mercados
Internacionales
+(571) 3255560 ext. 1561
jvalderrama@ultraserfinco.com

Investigaciones Renta Variable

Carlos Enrique Rodríguez
Director Renta Variable
+(571) 3255560 ext. 1567
crodriguez@ultraserfinco.com

Nicolás Erazo
Analista Renta Variable
+(571) 3255560 ext. 1554
nerazo@ultraserfinco.com

Juliana García
Analista Renta Variable
+(571) 3255560 ext. 1558
jgarcia@ultraserfinco.com

Estrategia

Juan Carlos Cortés
Estratega Renta Fija Local
+(574) 4443522 ext. 6578
jcortes@ultraserfinco.com

Andrés Echavarría
Analista Jr.
+(574) 4443522 ext. 1527
aechavarría@ultraserfinco.com

Luis Felipe Molina
Estratega Renta Fija Internacional
+(574) 4443522 ext. 6570
lmolina@ultraserfinco.com

Miguel Aguirre
Estratega Renta Fija Internacional
+(571) 3255560 ext. 1565
maguirre@ultraserfinco.com

Santiago Celis
Analista Renta Fija Internacional
+(574) 4443522 ext. 6644
scelis@ultraserfinco.com

Juan Diego Paz
Estratega Renta Variable Internacional
+(571) 3255560 ext. 1530
jpaz@ultraserfinco.com

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 presente documento ha sido elaborado para efectos meramente informativos e ilustrativos a partir de información pública, y no refleja un interés específico de Ultraserfinco S.A. Comisionistas de Bolsa. Igualmente, se entiende que las decisiones que sean adoptadas con base en esta información, por los destinatarios de este documento, han sido adoptadas con base en criterios y análisis propios y en ningún momento constituye ni constituirá, responsabilidad alguna para los funcionarios, empleados, representantes, accionistas, asesores, directivos y en general personas vinculadas a Ultraserfinco S.A. Comisionistas de Bolsa.

En consecuencia, ni Ultraserfinco S.A. Comisionistas de Bolsa, ni sus accionistas, ni los asesores de estos, ni ninguno de sus respectivos directores, funcionarios, empleados, representantes, hacen declaración de garantía alguna, explícita o implícita, con respecto a la veracidad, exactitud, confiabilidad o integridad de la información presentada en este documento.

Finalmente la información suministrada no constituye para Ultraserfinco S.A. Comisionistas de Bolsa, ni para sus funcionarios, directivos o accionistas una garantía de cumplimiento de los resultados esperados o que se obtengan en el futuro y constituyen meras opiniones de quienes la emiten.