

Expectativas de Resultados 2T23

Renta Variable

Posible trimestre retador para las compañías

En el 2T23, esperamos observar un menor crecimiento en la mayoría de las compañías de la bolsa local. Los emisores estuvieron impactados principalmente por el comienzo de un escenario de ralentización de la economía y el amplio efecto base de los resultados récord observados en 2022. Es muy probable que se sigan observando presiones sobre las utilidades netas debido a los gastos financieros y el incremento en impuestos.

Conozca aquí nuestras perspectivas de cara a los próximos resultados de las principales compañías del índice local.

ÍNDICE

Sector minero-energético	2
Sector Servicios Públicos	3
Sector Retail	6
Sector Financiero	7
Holdings	10
Otros emisores	12

| Calendario de resultados

Día	2023	
	Julio	Agosto
2		Ecopetrol*
3		Mineros
7		Cemargos
9		Celsia - Bancolombia
10		Grupo Argos
13		Davivienda - Grupo Sura
14		Nubank
15		GEB
16		Grupo Aval*
22		Bogotá - Promigas*
23		Corficolombiana*
26	Ford	
27	Nutresa	
31	ISA - Uber	

*Fecha tentativa

Sector minero-energético

ECOPETROL



- **Esperamos resultados negativos para Ecopetrol en el 2T23**, creemos que la compañía mostrará un trimestre posiblemente negativo por el efecto base de sus resultados récord en 2022 específicamente en el segundo trimestre donde se reportaron máximos históricos. Esto a pesar de que consideramos que la producción podría mantenerse en los 725 barriles de petróleo día (kbped) lo cual se encuentra en línea con la estrategia 2040 de la compañía.
- **En medio de un trimestre en el que el Brent ha mostrado una caída en sus precios cercana al -10% t/t los ingresos muestran una menor dinámica.** A pesar de una producción que muestra la solidez de la dinámica operativa de la compañía el precio del crudo se encuentra un 6% por debajo de lo observado en el mismo trimestre de 2022, por lo que los ingresos de Ecopetrol podrían empezar a mostrar indicios de este factor. Adicionalmente, el efecto positivo de la diferencia en cambio se vio relativamente mitigado por el movimiento en la tasa de cambio durante el segundo trimestre del año.
- **Se destaca el esfuerzo que ha realizado la compañía en materia de eficiencias.** Esto en un contexto en el que la compañía observa menores precios de cotización del crudo, el efecto de las altas tasas de interés y el incremento en los precios de la energía que genera un efecto de incremento sobre los costos operativos.
- **Esperamos un buen comportamiento del sector de hidrocarburos.** Con una producción que se mantiene en línea con lo esperado y un buen nivel de carga en las refinerías, apoyado positivamente por la entrada en operación del proyecto de interconexión de las plantas de crudo en Cartagena (IPCC). Adicionalmente, con un trimestre de menores impactos externos, no prevemos afectaciones en el segmento de transporte.
- **El factor de la reforma tributaria seguiría mostrando su efecto sobre las utilidades netas de Ecopetrol**, la tasa efectiva de tributación se mantiene en un nivel cercano al 60% por lo que resalta de forma significativa la reducción en la percepción de las utilidades de la compañía.
- **A nivel accionario la compañía ha registrado un movimiento positivo recientemente**, luego de salir de un canal de lateralización. Esto ocurre en medio de un escenario en que la dinámica de los precios del petróleo estaría apoyando el comportamiento de la acción. Sin embargo, el panorama alrededor de los nuevos contratos de exploración sigue generando incertidumbre.

COP bn	2T22	1T23	2T23E	% Var T/T	%Var A/A
Ingresos	43.9	38.8	33.2	-14%	-24%
EBITDA	22.2	17.8	14.4	-19%	-35%
Utilidad Neta	10.5	5.7	3.5	-39%	-67%
Margen EBITDA	51%	46%	43%	-3%	-7%
Margen Neto	24%	15%	11%	-4%	-13%

Estimaciones por Investigaciones Económicas Accivalores

Sector Servicios Públicos

ISA

- **Anticipamos resultados positivos en el 2T23**, los ingresos de la compañía se incrementarían en +8% a/a. Esto estuvo motivado principalmente por un menor efecto positivo por parte de la inflación, esto en medio de la moderación observada en el dato de índice de precios en Colombia.
- **La dinámica operativa de la compañía sigue mostrando solidez.** La actividad de construcción tuvo un mejor comportamiento durante este trimestre, sin embargo, se resalta que posee menor margen que las actividades de transmisión de energía. Adicionalmente, el movimiento en los ingresos también se encuentra explicado en parte por el retraso en la entrada en operación de algunos proyectos que ya se tenían previstos.
- **Esperamos una moderación en la utilidad neta en comparativa con el 1T23.** Esto en medio de un contexto de altas tasas de interés a nivel internacional que mantiene el efecto sobre el gasto por intereses. Adicionalmente, el efecto positivo que se habría producido en el 1T23 por la diferencia en cambio debido a la devaluación del peso colombiano, se moderó durante este trimestre con el movimiento de fortaleza de la divisa local.
- **En nuestra visita al emisor, la compañía hizo un énfasis fundamental en la solidez de su negocio.** Al reunirnos con el equipo de ISA en la ciudad de Medellín la compañía vaticinó un 2023 de resultados sólidos, con una posible moderación de los resultados a medida que el indexador actual, el IPC vaya registrando una moderación y conforme se vayan conociendo más noticias acerca del nuevo indexador para las tarifas de energía. El emisor habló de su intención de seguir creciendo en la región de Brasil y de la preparación que ha realizado durante este tiempo con miras a obtener la mayor cantidad de licitaciones posibles. Finalmente, en cuanto al fenómeno del niño se habló sobre el menor impacto que tiene ISA a sus afectaciones debido a que la compañía no se encuentra en la línea de negocio de la generación, no obstante, la compañía indicó que si los demás miembros de la cadena de valor de la energía se ven afectados es posible ver un efecto sobre ISA pero, la compañía ya ha venido trabajando en tomar medidas y en la preparación para responder ante la coyuntura.



COP bn	2T22	1T23	2T23E	% Var T/T	%Var A/A
Ingresos	3.3	3.9	3.5	-10%	8%
EBITDA	2.2	2.7	2.5	-7%	14%
Utilidad Neta (mil m)	670	828	760	-8%	13%
Margen EBITDA	68%	69%	71%	2%	4%
Margen Neto	21%	21%	22%	1%	1%

Estimaciones por Investigaciones Económicas Accivalores

Celsia



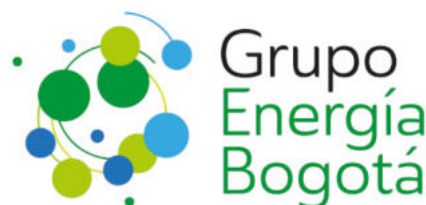
- **Anticipamos resultados negativos en el 2T23**, esto incluso a pesar de que los ingresos de la compañía se incrementarían en +23% a/a. El trimestre estuvo enmarcado por una estabilidad relativa en materia operativa, con unos precios en los contratos estables, pero un incremento en los costos de la operación.
- **Esperamos una disminución de la utilidad neta del -54% a/a, junto con un incremento leve del EBITDA en +3% a/a.** El contexto de altas tasas de interés a nivel internacional y del incremento en variables a las cuales también se encuentra atada la deuda mantiene la presión sobre los gastos financieros lo que continúa moderando la percepción de utilidades netas. Adicionalmente, esperamos que la tasa impositiva también presione a la baja las utilidades.
- **El efecto de la diversificación geográfica es menor por la dinámica de la divisa local.** Esperamos una moderación en el efecto positivo que tuvo la tasa de cambio en el 1T23. Entre tanto, estaremos pendientes del cierre de la operación de desinversiones en Centroamérica y de la posible entrada en operación de proyectos de energía solar, por lo que en la llamada de resultados será clave conocer la estrategia de la compañía para su ejecución de CAPEX.
- **En nuestra visita al emisor la compañía hizo énfasis en que ha tomado medidas necesarias para prepararse para el fenómeno del niño.** También se hizo énfasis en temas de CAPEX, por lo que la compañía indicó que seguiría efectuando su CAPEX normal de sostenimiento, mientras que, el CAPEX de expansión dependerá en cierta forma de la percepción e intención que tengan los socios de las plataformas. En el tema de los proyectos en la Guajira queríamos saber si Colectora (GEB) podría ser un hito que apoyaría mejores perspectivas para los procesos de consulta de Celsia, no obstante, la compañía dijo que ha venido trabajando fuertemente en que las consultas avancen pero que no considera que Colectora logre ser un catalizador positivo. Finalmente, la compañía habló acerca de su negocio de internet Celsia, en donde ve una senda de crecimiento positiva.

COP bn	2T22	1T23	2T23E	% Var T/T	%Var A/A
Ingresos	1.2	1.5	1.5	-1%	23%
EBITDA	0.5	0.5	0.5	-9%	3%
Utilidad Neta (mil m)	106	75	49	-35%	-54%
Margen EBITDA	38%	34%	32%	-3%	-6%
Margen Neto	9%	5%	3%	-2%	-5%

Estimaciones por Investigaciones Económicas Accivalores

Grupo Energía Bogotá - GEB

- **Esperamos que los resultados de GEB sean neutrales en el 2T23, con una leve moderación de lo observado en el trimestre anterior.** A pesar de la moderación en la inflación que reduciría el efecto positivo sobre los ingresos consideramos que la compañía mostraría una dinámica positiva en términos anuales.
- **El efecto positivo de la diversificación de GEB se vería disminuido durante el segundo trimestre del año.** Creemos que el protagonismo que se había observado de la diferencia en cambio durante el primer trimestre del año se vería reducido, lo que se sumaría a la moderación de la inflación y a una leve ralentización del negocio de transporte de gas en Perú. No obstante, un factor positivo sería la entrada en operación del proyecto Colectora luego de dos años de estar en conversaciones con las comunidades en la Guajira.
- **Esperamos un leve efecto negativo sobre la utilidad neta que estaría enmarcado por las coberturas realizadas en el negocio de transporte de gas.** De la misma forma que en el primer trimestre del año esperamos que el gasto por intereses no se vea presionado de forma sustancial, no obstante, el cambio moneda funcional en TGI sí podría tener un efecto negativo sobre la utilidad neta.
- **Estaremos atentos a las declaraciones de la compañía en su llamada de resultados acerca del fenómeno del niño.** Consideramos que posibles efectos fuertes de un fenómeno del niño se verían de cara al segundo trimestre del 2023 pero, los anuncios por parte de XM acerca de posibles racionamientos han empezado a generar ruido sobre los inversionistas. Observamos que los niveles de los embalses se mantienen en niveles saludables superiores al 80% y que la capacidad efectiva neta no muestra señales de fuertes caídas por lo que estaremos atentos al guidance que pueda emitir la compañía al respecto.



COP bn	2T22	1T23	2T23E	% Var T/T	%Var A/A
Ingresos	1.6	2.1	1.9	-10%	16%
EBITDA	0.7	1.0	0.9	-9%	21%
Utilidad Neta (mil m)	661	840	775	-8%	17%
Margen EBITDA	45%	47%	47%	1%	2%
Margen Neto	41%	40%	41%	1%	0%

Estimaciones por Investigaciones Económicas Accivalores

Sector Retail

TERPEL



- **Se espera que la empresa experimente resultados negativos en el segundo trimestre de 2023**, principalmente debido a los indicios de desaceleración económica a nivel global que podrían afectar su operación. Sin embargo, se vislumbra una posible contraprestación de estos desafíos gracias al repunte de los precios del petróleo y al aumento del precio en Colombia.
- **La política de aumentos en los precios de la gasolina en Colombia puede generar un impacto positivo en los ingresos de Terpel a corto plazo debido a la demanda inelástica del combustible.** Sin embargo, la alta volatilidad en las materias primas del negocio de lubricantes sigue afectando los costos en más de un 100%. Terpel debe buscar estrategias para mitigar estos desafíos y mantener su posición competitiva.
- **Se espera que los ingresos de la compañía se mantengan relativamente estables en comparación con los resultados del trimestre anterior**, aunque se prevé una disminución del -2.0% (t/t) y del 2.0% (a/a). Esta reducción en los ingresos podría atribuirse a varios factores, como una posible baja demanda relacionada con cambios en los hábitos de consumo, el impacto de las altas tasas de interés en el consumo y la volatilidad en los precios de las materias primas.
- **Se proyecta un aumento del 4.6% t/t en el EBITDA para el próximo trimestre, a pesar de una reducción en los ingresos.** Este aumento se debe a las expectativas de una mayor eficiencia operativa y a la implementación de medidas para reducir gastos no operativos. Estas estrategias tienen como objetivo incrementar el EBITDA y mejorar la rentabilidad de la empresa en un entorno económico desafiante.
- **Terpel sigue siendo líder en la región, con una sólida posición en el mercado colombiano.** Aunque el precio de sus acciones ha caído, se proyecta un aumento del 6% en la utilidad neta trimestralmente, indicando un buen desempeño y perspectivas estables en las ventas.

COP bn	2T22	1T23	2T23E	% Var T/T	%Var A/A
Ingresos	8.8	9.2	9.0	-2%	2%
EBITDA	0.4	0.4	0.4	4%	-13%
Utilidad Neta (mil m)	131	44	47	6%	-64%
Margen EBITDA	5%	4%	4%	0%	-1%
Margen Neto	1%	0%	1%	0%	-1%

Estimaciones por Investigaciones Económicas Accivalores

Sector Financiero

BANCOLOMBIA



- **Esperamos que los resultados del 2T23 de Bancolombia sean neutrales.** Lo anterior es respaldado por el comportamiento de la economía colombiana, que ya empieza a perder tracción, además de la morosidad de la cartera, los altos costos de fondeo por la transmisión de la política monetaria que afectarían el NIM, y un menor efecto en de las ganancias extranjeras por efecto de apreciación del peso colombiano.
- **Estimamos un leve decrecimiento en sus ingresos (-5.4% t/t) y en su utilidad neta (-36.3% t/t).** De un lado, los desembolsos de cartera de consumo perderían dinamismo, como una herramienta para mitigar el riesgo de impago, además de que se empezaría a traducir los efectos del comienzo de una moderación en la economía y de condiciones crediticias más apretadas para los hogares y las empresas. Si bien nuestra perspectiva de los ingresos por intereses es positiva en términos anuales (+49% a/a), creemos que los resultados empiezan a desacelerarse frente al registro del trimestre pasado. En suma, a pesar de las medidas regulatorias y el enfoque conservador del emisor, la cartera total podría seguir expandiéndose, aunque a menores ritmos.
- Creemos que es relevante mencionar que en el 1T23, el indicador de morosidad del banco de 30 se ubicó en 4.25%, registrando un deterioro frente al 4T22 (3.24%) y frente al 1T22 (4.23%). **Es posible que en este trimestre sigamos observando un aumento en este indicador por un mayor deterioro de la cartera,** en especial la de crédito de consumo, que pesaba el 22.1% del total del portafolio. A pesar del deterioro, el menor otorgamiento de crédito de consumo mitigaría ese impacto, según se nos informó en nuestra visita a sus instalaciones, pues el emisor viene monitoreando las tarjetas de crédito y los préstamos personales debido a que ha evidenciado presiones por el vencimiento de alivios y clientes difíciles de localizar.
- **A nivel accionario,** creemos que será un trimestre retador para el sector financiero tanto a nivel internacional como local, la desaceleración del consumo de los hogares y de la economía tendría un efecto negativo en el apetito por crédito, sumado ya al evidente alto nivel de las tasas que presionará la intención de pagos de muchos de los clientes del banco.
- **En nuestra visita al emisor, se resaltó principalmente la perspectiva positiva del grupo de cara al resto del año.** La compañía enfatizó que en la segunda parte del año, se podría observar un buen comportamiento en la cartera comercial que atenuará la pérdida de dinamismo del primer semestre en el agregado de las modalidades. De acuerdo con el emisor, primero, no se generaría un gasto en provisiones tan alto dados los adelantos que se han hecho en esta materia y, segundo, habría mayor capacidad de riesgo en el otorgamiento de crédito (mayores desembolsos).

COP bn	1T23	2T22	2T23E	%Var T/T	%Var A/A
Ingresos	9.38	5.95	8.88	-5.4%	49.1%
Utilidad Neta	1.72	1.78	1.09	-36.3%	-38.5%
NIM	7.17%	6.33%	6.86%	-0.31%	0.53%

Estimaciones por Investigaciones Económicas Accivalores
Variación en NIM corresponde a diferencia en puntos básicos

DAVIVIENDA



- **Esperamos que los resultados del 2T23 para Davivienda sean neutrales.** Creemos que dos factores podrían contrarrestar la dinámica del banco. El primero, un aumento en el gasto de provisiones por parte de los bancos comerciales y, el segundo, un aumento en la calidad de la cartera de consumo (cartera vencida/cartera total) que entre el 1T22 y el 1T23 pasó de 1.93% a 4.18%.
- Cabe aclarar que, si bien el amplio deterioro en la morosidad de dicha cartera va de la mano del otorgamiento de nanocréditos en DaviPlata, cuyo perfil de riesgo es más alto, los resultados negativos serían compensados por los menores desembolsos que se hicieron por la implementación de políticas de originación y cobranza orientadas a contener el deterioro de cartera durante el 1T23.
- **Los ingresos decrecerían un -3.1% t/t.** Estos, si bien se verían favorecidos por las altas tasas de interés, estarían limitados por la apreciación de la moneda colombiana, que reduciría las ganancias de la cartera denominada en dólares, además del deterioro en la calidad de cartera. Además, Davivienda, por tener el 40% de la cartera de vivienda del mercado, se podría ver afectada por la menor disposición de las personas a comprar vivienda.
- **La utilidad neta presentaría un comportamiento negativo.** En el trimestre, los mayores gastos de provisiones y gastos operacionales, al igual que la reducción en los ingresos por cambios y derivados, llevarían a una contracción en el interanual de -63.3% a/a, a lo que se suma un efecto estadístico importante, pues un año atrás Davivienda registraba las utilidades más altas observadas en dos décadas. Comparando en el intertrimestral, la utilidad aumentaría pero seguiría siendo muy baja frente al histórico.
- **Como factores a monitorear, están los cambios en el programa gubernamental para subsidios de vivienda VIS, denominado “MiCasaYa”,** y que podría estar frenando impulso en la cartera hipotecaria hasta que la celeridad de la entrega de estos recursos recupere la normalidad de años anteriores.
- **A nivel accionario,** creemos que será un trimestre retador para el sector financiero tanto a nivel internacional como local, la desaceleración del consumo de los hogares y de la economía tendría un efecto negativo en el apetito por crédito, sumado ya al evidente alto nivel de las tasas que presionará la intención de pagos de muchos de los clientes del banco.

COP bn	1T23	2T22	2T23E	%Var T/T	%Var A/A
Ingresos	5.83	3.56	5.65	-3.1%	58.6%
Utilidad Neta	237.00	657.16	241.00	1.7%	-63.3%
NIM	6.39%	6.22%	6.12%	-0.27%	-0.10%

Estimaciones por Investigaciones Económicas Accivalores
Variación en NIM corresponde a diferencia en puntos básicos

GRUPO AVAL

- **Esperamos que los resultados del 2T23 para Grupo Aval sean neutrales.** Si bien el conglomerado financiero pudo sacar provecho del aumento en las tasas de interés que encarecen el crédito, aumentando sus ingresos por intereses, de otro lado sus costos de captación limitarían el desempeño en el trimestre. Cabe resaltar que, el 57% de la cartera bruta del Grupo Aval corresponde a segmentos comerciales y el 33% a consumo.
- **Los ingresos caerían un -18.6% t/t. Estos, estarían atenuados por el rápido aumento de los intereses que asumen los clientes,** si bien la calidad de la cartera de 30 días del 1T23 empezaba a cobrar fuerza luego de pasar de 4.65% a 4.86%. Este trimestre, la calidad seguiría deteriorándose en el marco de la desaceleración económica, además de que la apreciación de la moneda reduciría las ganancias de la cartera denominada en dólares.
- **En cuanto a las utilidades, estas se moderarían un -7.1% t/t, por el comportamiento de los ingresos, además de las presiones que han ejercido los costos de fondeo** (altas tasas de captación, especialmente en los CDT), sumado al desempeño de Porvenir y Corficolombiana y las posibles provisiones más altas por el riesgo en la calidad de cartera.
- Sobre este último punto, dado que la mayoría de la cartera de Grupo Aval se concentra en el sector comercial, **esperamos que el deterioro se vea limitado por los incumplimientos de pagos**, de modo que, podrán mitigar los riesgos por una cartera aversa al riesgo. Además, en el corto plazo, esperamos que las tasas de captación empiecen a ceder terreno, como ya se ha venido observando, conforme las expectativas de la política monetaria del país se torne más expansiva. En la encuesta del Banco de la República de julio, la tasa de política monetaria bajaría de 13.25% a 11.94%.
- **Como factores a monitorear, están las medidas de la implementación de la reforma tributaria hacia el sector,** además de los pronunciamientos respecto a una reforma pensional en 2023 que pueda inyectar volatilidad e incertidumbre sobre el futuro del segmento.
- **A nivel accionario,** creemos que será un trimestre retador para el sector financiero tanto a nivel internacional como local, la desaceleración del consumo de los hogares y de la economía tendría un efecto negativo en el apetito por crédito, sumado ya al evidente alto nivel de las tasas que presionará la intención de pagos de muchos de los clientes del banco.



COP bn	1T23	2T22	2T23E	%Var T/T	%Var A/A
Ingresos	7.01	4.29	5.71	-18.6%	33.1%
Utilidad Neta	1047.3	1386.1	972.6	-7.1%	-29.8%
NIM	3.70%	3.60%	3.57%	-0.13%	-0.03%

Estimaciones por Investigaciones Económicas Accivalores
Variación en NIM corresponde a diferencia en puntos básicos

Holdings

GRUPO ARGOS

- **Esperamos resultados positivos para el 2T23, esto en línea con sus segmentos de negocio.** Especialmente el efecto positivo se daría por la solidez observada en el negocio de cementos y la consolidación de la plataforma de la mano de su socio Macquaire.



GRUPO ARGOS

Inversiones que transforman

- **Para Cementos Argos se prevén buenas lecturas.** Incluso en un escenario en que la tasa de cambio no mostraría un efecto positivo tan significativo como en el 1T23, aún el factor de diversificación juega a favor de la cementera. Adicionalmente, el trabajo de la compañía en términos de eficiencias operativas para mejorar su EBITDA ha venido arrojando frutos positivos y con una dinámica de venta de cementos en EE.UU. que ha mostrado fortaleza en volúmenes y en precios, las expectativas se mantienen positivas.
- **En cuanto al sector energético, desarrollado por Celsia, se prevén resultados con tintes negativos para el 2T23.** Aquí se destaca principalmente el golpe sobre las utilidades netas que podría seguir observándose sobre Celsia, debido a los componentes indexados de su deuda. Adicionalmente, el Grupo verá efectos positivos de cara a la desinversión en OPAIN y el impacto contable que tendrá la consolidación de la plataforma aeroportuaria en conjunto con su socio Macquaire.
- **En nuestra visita al emisor, se resaltó principalmente la perspectiva positiva del grupo de cara a sus resultados.** La compañía enfatizó en el buen comportamiento que podría observarse en el negocio de cementos de cara al dinamismo en EE.UU. y la estabilidad en Centroamérica y resaltó que el negocio de infraestructura con Odinsa ha venido creciendo de forma positiva durante el primer semestre del año, por lo que se espera más dinamismo sobre este rubro. Finalmente, la compañía fue enfática en que considera que la transacción adelantada con Nutresa, Grupo Sura y otros es fundamentalmente positiva y que no ve afectaciones en su flujo de caja, por lo que no vería problemas ni necesitaría incrementar su endeudamiento y estiman que el efecto tributario de la transacción podría rondar los USD 60 millones.

COP bn	2T22	1T23	2T23E	% Var T/T	%Var A/A
Ingresos	5.9	5.7	5.6	-3%	-5%
EBITDA	1.4	1.6	1.7	10%	24%
Utilidad Neta (mil m)	229	406	600	48%	162%
Margen EBITDA	24%	27%	31%	4%	7%
Margen Neto	4%	7%	11%	4%	7%

Estimaciones por Investigaciones Económicas Accivalores

GRUPO SURA



- **Anticipamos que los resultados de Grupo Sura para el 2T23 serían positivos.** La compañía seguiría observando una dinámica positiva en la línea de primas emitidas, especialmente en la línea de salud donde se prevé la estabilidad es mayor debido a la percepción de los consumidores. Además, el comportamiento de la siniestralidad sigue mostrando una moderación en todos los segmentos a excepción del referente a EPS.
- **Esperamos que el negocio de seguros muestre estabilidad en su dinámica operativa.** Se destaca que a pesar del movimiento en los precios de los vehículos por la dinámica de los consumidores, el segmento de pólizas de vehículos ha mostrado una fortaleza sustancial. En el segmento de inversiones, esperamos un comportamiento positivo debido principalmente a un mejor desempeño en las rentabilidades de los portafolios y una estabilidad en las comisiones en la mayoría de las geografías, esencialmente en México.
- **Creemos que la utilidad neta y los ingresos crecerían cerca de +xx% a/a y +xx% a/a.** Nuestra perspectiva se fundamenta en el comportamiento ya mencionado de los segmentos de Suramericana, una mejor dinámica en los mercados financieros y el efecto positivo que se seguiría observando por el incremento en la participación en Protección.
- **En nuestra visita al emisor hicimos preguntas acerca de los procesos de reformas pensionales en Colombia y Chile.** En este ámbito la compañía fue enfática en que se encuentra a la expectativa del desarrollo de los procesos políticos pero, no se muestra alarmada acerca de los avances en los proyectos y confía en que el negocio de comisiones es sólido en Chile. Del lado de la transacción efectuada con Grupo Argos, Nutresa y otros, la compañía declaró que aún se encuentra a la espera de las aprobaciones necesarias y de los términos de intercambio efectivos que finalmente determinarán los niveles de caja necesarios, la compañía indicó que la transacción podría tener un efecto tributario entre los USD 230 a 250 millones. Adicionalmente, la compañía consideró que a pesar de su salida de Grupo Nutresa, considera que la transacción es positiva y que el efecto del menor pago de dividendos por menor número de acciones y mayores dividendos por parte de Grupo Argos logra compensar los dividendos que se percibían de la compañía de alimentos.
- **Finalmente la compañía indicó que su ratio deuda neta/dividendos no tendría una afectación significativa.** Teniendo en cuenta los costos del proceso de intercambio de acciones, la compañía hizo énfasis en que su ratio actual de 2.5x deuda neta/dividendos podría verse incrementado hasta 4x, sin embargo, este nivel se encuentra por debajo de su promedio histórico, por lo que no debería generar una preocupación sobre el endeudamiento.

COP bn	2T22	1T23	2T23E	% Var T/T	%Var A/A
Ingresos	7.5	9.6	10.8	13%	44%
Utilidad Neta (mil m)	558	834	920	10%	65%
Margen Neto	7.4%	8.7%	8.5%	-0.2%	1%

Estimaciones por Investigaciones Económicas Accivalores

Otros emisores



En nuestra visita a emisores también hicimos un recorrido por Grupo Éxito. Se discutió acerca del proceso de listamiento de la compañía en la Bolsa de Nueva York y en la Bolsa de Brasil, en donde la compañía nos indicó que se encuentra actualmente en la fase de revisión y comunicación del proceso con la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) lo cual podría tomar entre 8 a 10 días y que finalmente esperaría que los ADRs y BDRs de Grupo Éxito se vean listadas hacia finales del mes de agosto.

En el marco del proceso de la posible venta de Grupo Éxito preguntamos acerca de la intención de nuevos inversionistas interesados, donde la compañía enfatizó que GPA ha trabajado juiciosamente en el estudio de las ofertas realizadas hasta el momento y que confía plenamente en los criterios utilizados para la toma de decisión. Adicionalmente, la compañía indicó que en sus modelos de valoración autónomos también observa que las ofertas están muy por debajo de lo que debería ser el valor justo de la compañía. Finalmente, la compañía dijo que no conoce de nuevas ofertas o inversionistas interesados en ofertar por el grupo pero, en todo caso las ofertas las recibiría primeramente GPA quien tendría la obligación de dar a conocer esta información al mercado.

Con lo que respecta al negocio de Éxito la compañía indicó que confía en que podría mantener una sostenibilidad en los márgenes de rentabilidad. A pesar de un escenario en el que se prevé que la economía muestre una ralentización de su dinámica de consumo y que según lo analizado por la compañía el apetito por crédito para bienes durables se puede observar una debilidad, el emisor confía plenamente en que el segmento enfocado en los alimentos podría mantener una dinámica de solidez que compensaría al comportamiento del segmento de no alimentos. Adicionalmente, Éxito indicó que en Colombia se enfoca en su estrategia para competir con los discounters (D1 o Ara) de la mano de su negocio Surtimayorista y que prevé que el comportamiento en las geografías de Uruguay y Argentina la dinámica y el crecimiento siga siendo positivo, donde el foco de expansión sería Argentina a pesar de su entorno macroeconómico.

Estuvimos de visita en las instalaciones de Mineros, acción que ha mostrado un buen desempeño en el año corrido. En medio de unos buenos precios del oro y por la seguridad que brinda este activo en medio de periodos de difícil coyuntura macroeconómica, el apetito por este activo mejoró mucho durante el primer semestre del presente año.

En cuanto a la coyuntura de la terminación del acuerdo de exploración con Royal Road, la compañía indicó que sigue firme en su estrategia de exploración y adicionalmente, ve un espacio significativo para la exploración en Nicaragua donde Mineros tiene cerca de 150,000 hectáreas y solamente ha explorado cerca de 12,000 por lo que seguiría explorando escenarios de pre-factibilidad.



En la visión local se discutió acerca de los proyectos para cambiar la legislación del sector minero, en este sentido la compañía dijo que se encuentra muy pendiente de los cambios que podrían observarse para la obtención y mantenimiento de las licencias ambientales. En lo referente a la minería artesanal, la compañía enunció que veía con buenos ojos que el gobierno apoyara la formalización de la minería artesanal que representa cerca del 10% de la labor minera en Colombia y puso como ejemplo el trabajo conjunto que se realiza en Nicaragua con los mineros artesanales. Preguntamos acerca de la posibilidad de expandir el portafolio de productos de la compañía, aquí la compañía indicó que se han dado oportunidades de tocar el tema, sin embargo, no se ve como un plan a corto plazo y que Mineros seguirá enfocado en su producto “Core”, el Oro.

La producción seguiría disminuyendo por la terminación de la vida útil de la mina Gualcamayo en Argentina.

Sin embargo, la compañía estima que el proyecto de Porvenir podría ser un apoyo fundamental para devolver la estabilidad a la producción de oro, puesto que se estima sumaría 57 mil oz anuales y se estima que su entrada en operación podría estar entre 2024-2025. Adicionalmente, la compañía seguirá con la búsqueda de ampliar su portafolio exploratorio y con la ayuda de unos buenos precios del oro que si bien incrementa el pago de regalías y aumenta el costo de la minería artesanal esto se compensa positivamente por la mayor rentabilidad del negocio operativo.

Global Disclaimer

Estamos convencidos que todo inversionista debe diversificar sus inversiones en una variedad de clases de activos, en cualquier entorno o tendencia de mercado, así como colaborar permanente y estrechamente con su asesor financiero, para asegurar que su cartera esté adecuadamente estructurada y que su plan financiero respalde sus objetivos a largo plazo, su horizonte temporal y tolerancia al riesgo, aunque, la diversificación no garantiza ganancias ni protege contra las pérdidas. La información que precede, así como las empresas y/o valores individuales mencionados, no constituyen una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, ni una indicación de la intención de comercializar en nombre de Acciones & Valores S.A. cualquiera de los productos que gestiona de cualquier forma. Los pronósticos compartidos fueron contruidos a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de modo que las conclusiones expuestas, así como los análisis que las acompañan no son definitivas. Este documento es de carácter informativo, por lo que no debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa de la sociedad. Acciones & Valores S.A., no se hace responsable de la interpretación de dicha información, dado que la misma no comprende la totalidad de aspectos que un inversionista pudiera considerar necesaria o deseable para analizar su decisión de participar en alguna transacción, dado que se presenta de manera abreviada. Es necesario que los inversionistas, para efectos de contar con la total y absoluta precisión, además de considerar su perfil de riesgo, consulten todos los documentos suministrados a través de la página web, así como por las entidades pertinentes. Igualmente, los inversionistas deberán adelantar, por su cuenta, el análisis financiero y legal para efectos de tomar cualquier decisión de inversión. Los valores y números aquí consignados son obtenidos de fuentes de mercado que se presumen confiables tales como Bloomberg, Reuters y los Emisores. Las calificaciones hechas en el informe no deben considerarse como recomendaciones de inversión ni tampoco como sustitutos a las calificaciones dadas por agencias de crédito certificadas tales como Moody's, Fitch o Standard & Poor's; estas calificaciones son únicamente cuantitativas, no incluyen factores cualitativos y dependen de la información financiera disponible en el mercado en el momento de ser preparadas. Las opiniones, estimaciones y proyecciones en este reporte reflejan el juicio actual del autor a la fecha del reporte, y se aclara que el contenido de la información aquí contenida puede ser objeto de cambios sin previo aviso. La remuneración de los autores no está asociada a los resultados del reporte ni a las recomendaciones realizadas. La presentación y cualquier documento preliminar sobre los productos aquí mencionados no constituyen una oferta pública vinculante, por lo cual, tanto la presentación como cualquier otro documento pueden ser complementados o corregidos. © 2023 Acciones & Valores S.A

| Héctor Wilson Tovar García
*Gerente de Investigaciones
Económicas*
wtovar@accivalores.com
(601) 7430167 ext 1107

| María Alejandra Martínez Botero
Directora de Investigaciones Económicas
maria.martinez@accivalores.com
(601) 7430167 ext 1566

| José Julián Achury Molina
Analista Renta Fija
jose.achury@accivalores.com

| Cristian Enrique Pelaez Gallego
Analista Renta Variable
cristian.pelaez@accivalores.com

| Jahnisi Arley Cáceres Gómez
Analista Renta Variable
jahnisi.caceres@accivalores.com

| Andrés Felipe Madero Rubio
Practicante
andres.rubio@accivalores.com