



Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercados

Agosto de 2021

Midiendo la generación de valor del mercado accionario colombiano

Midiendo la generación de valor del mercado accionario colombiano

Rentabilidad promedio no supera el costo de capital

Una de las principales preguntas de nuestros clientes se ubica en la rentabilidad de las inversiones que las compañías colombianas han realizado en los últimos años, teniendo en cuenta la fuerte expansión vivida en la última década en la región con transacciones como la compra, por parte de Grupo Sura, de AIG y RSA en América Latina, la expansión de Cementos Argos en Estados Unidos y Centroamérica, la expansión del sector bancario en general hacia Centroamérica así como la expansión del sector energético, principalmente hacia Perú, Brasil y Chile.

Con esto en mente, desarrollamos un análisis detallado sobre el retorno del capital invertido (ROIC) en las compañías que tenemos bajo cobertura, con el objetivo de entender un poco más qué es lo que ha sucedido y qué es lo que esperamos que suceda para mejorar dichos retornos.

De forma general, **la mayoría de las compañías analizadas en Colombia no cumplen con el criterio de generación de valor medido por un ROIC superior a su costo promedio ponderado de capital (WACC)**, una de las razones que pueden llevar a los inversionistas internacionales a estar alejados del mercado local.

Sin embargo, vemos con buenos ojos que prepandemia, las compañías venían implementando proyectos de eficiencia operacional, con el objetivo de mejorar sus indicadores de rentabilidad, y así ser más atractivos para el inversionista.

Más allá de una fórmula matemática, quisimos también vincular el conocimiento detallado del analista en las cifras financieras de cada una de las empresas, haciendo ajustes relevantes en la metodología con base en particularidades relevantes que pueden impactar la rentabilidad del negocio.

También consideramos que resulta enriquecedor para el lector contar con el detalle histórico del indicador del ROIC, que más allá del valor estimado, será útil para evaluar tendencias, así como sectores y finalmente compañías que sobresalen por su gestión eficiente y rentable del capital invertido. En otros casos, la estructura corporativa con inversiones de portafolio o no controladas en otras compañías, explican la debilidad en el indicador ROIC, ya que el retorno de estas inversiones resulta menor que el retorno que podría obtener ese capital invertido en el negocio principal.

Tras haber construido esta base de datos para las compañías bajo cobertura del mercado local, de acá en adelante resulta apropiado realizar un seguimiento a la evolución del ROIC, e incluirlo en nuestros análisis y recomendaciones de inversión. Además, dado el dinamismo de expansión de las operaciones mediante fusiones o adquisiciones ya sea en Colombia o hacia otras geografías, este indicador podría dar señales sobre la asignación rentable de los recursos de las compañías.

Por último, nos gustaría destacar el desempeño del ROIC de ISA y Promigas, las únicas que en el período de análisis excedieron sistemáticamente su costo de capital.

Dirección de Investigaciones Económicas,
Sectoriales y de Mercados
Gerencia de Investigaciones de Mercados

Midiendo la generación de valor del mercado accionario colombiano

Rentabilidad promedio no supera el costo de capital

Tabla resumen – ROIC vs. WACC de las compañías colombianas

Compañía	ROIC 2020	WACC 2020	ROIC Promedio 2015-2020	WACC Promedio 2015-2020	ROIC-WACC Promedio 2015-2020	Precio objetivo	Precio de mercado	Potencial	Recomendación
Codensa	16,7%	9,5%	18,3%	9,6%	8,7%	N/A	N/A	N/A	N/A
Promigas	15,4%	7,3%	15,1%	8,6%	6,5%	7.420	6.700	10,7%	Subponderar
Emgesa	20,9%	9,9%	16,0%	9,6%	6,4%	N/A	N/A	N/A	N/A
Odinsa	5,7%	10,1%	14,1%	10,0%	4,1%	N/A	N/A	N/A	N/A
ISA	10,2%	9,5%	12,8%	9,7%	3,1%	22.760	21.900	3,9%	Subponderar
El Cóndor	4,2%	8,7%	11,6%	10,5%	1,1%	2.770	850	225,9%	Sobreponderar
Corficolombiana	8,9%	8,5%	8,2%	9,1%	-0,8%	31.200	28.500	9,5%	Subponderar
TGI*	7,6%	8,4%	6,7%	8,6%	-1,9%	N/A	N/A	N/A	N/A
Ecopetrol	4,6%	12,5%	9,4%	11,5%	-2,1%	Restringido	2.620	Restringido	Restringido
GEB	8,0%	9,6%	7,4%	9,6%	-2,2%	2.450	2.530	-3,2%	Subponderar
Celsia Colombia	7,2%	9,4%	7,6%	9,9%	-2,3%	N/A	N/A	N/A	N/A
Terpel	2,0%	9,7%	7,5%	10,6%	-3,1%	11.330	6.800	66,6%	Sobreponderar
Celsia	6,4%	9,6%	5,3%	9,6%	-4,3%	5.130	4.082	25,7%	Neutral
Nutresa	6,5%	10,1%	5,3%	10,1%	-4,8%	29.900	20.350	46,9%	Sobreponderar
Grupo Argos	3,6%	9,9%	5,1%	10,0%	-5,0%	17.400	9.905	75,7%	Sobreponderar
Canacol*	16,9%	12,2%	7,3%	13,1%	-5,8%	16.300	9.975	63,4%	Sobreponderar especulativo
Cemargos	3,1%	10,0%	4,1%	10,1%	-5,9%	7.800	5.365	45,4%	Sobreponderar
Concreto	1,6%	8,7%	4,0%	10,5%	-6,5%	N/A	360	N/A	Bajo Revisión
Enka	2,6%	11,7%	1,3%	11,7%	-10,4%	24,9	14	77,9%	Sobreponderar
ETB	0,5%	8,5%	-1,8%	10,5%	-12,4%	340	194	75,3%	Sobreponderar especulativo

Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon y compañías. *Estimación en USD.

Midiendo la generación de valor del mercado accionario colombiano

Rentabilidad promedio no supera el costo de capital

Tras presentar los resultados de nuestro análisis en la tabla anterior, nos gustaría destacar las principales conclusiones.

En el sector cemento y construcción destacamos el desempeño del ROIC de Corficolombiana, que evidencia una gestión eficiente de sus inversiones y retornos adecuados en nuevos proyectos. En El Cóndor esperamos que su relación ROIC-WACC se torne significativamente positiva en la medida que las concesiones viales entren en operación. El desempeño de Concreto, Cemargos y Grupo Argos ha sido negativo en todo el período analizado (2015-2020) y en el largo plazo será necesario superar retos importantes para llevar el ROIC-WACC a terreno positivo; por ejemplo, en nuestras proyecciones, Cemargos lograría esto para 2025-2026, bajo los supuestos de no expansiones significativas y el logro de sinergias importantes en EE. UU.

En el sector de consumo e industria, tanto el ROIC de Nutresa como el de Enka han sido significativamente inferiores a su WACC, presentando un comportamiento negativo en el período 2015-2020. Hacia adelante, vemos que llevar la relación ROIC-WACC a terreno positivo será algo retador para ambas compañías, de hecho, como una de las metas a 2030 Nutresa ha establecido que esta diferencia sea de +300 pb. Así, Nutresa deberá concentrarse en encontrar eficiencias que mejoren la utilidad operacional y el crecimiento rentable, y Enka deberá cumplir con una expectativa muy alta de EBITDA cuando la planta EKO®PET esté operando y optimizada.

En el sector de energía y telecomunicaciones, ISA y Promigas tienen un desempeño histórico positivo destacado y hacia adelante se prevé una diferencia ROIC-WACC positiva apoyada en los negocios regulados, la diversificación y la exposición a una remuneración en USD. Por otro lado, GEB y Celsia mantienen un ROIC por debajo de su WACC. GEB, dado que no consolida negocios importantes de sus asociadas, y Celsia, después de la crisis del 2015-2016 por El Niño, no logró que el ROIC, por lo menos, igualara el WACC, ambas compañías presentan retos importantes para tener una lectura positiva del indicador. Por último, en ETB las fuertes inversiones en fibra óptica de 2013-2015 no lograron generar los ingresos suficientes para compensar los fuertes gastos de depreciación del activo, generando la brecha más alta entre ROIC-WACC que se observa en nuestro universo de cobertura.

En el sector de petróleo y gas, después de una transformación de negocio Canacol logró un ROIC superior a su WACC para finales de 2019, apoyado en un crecimiento rentable a través de contratos *take-or-pay*; en el mediano y largo plazo la compañía deberá por lo menos renegociar sus contratos a un precio del gas que le permita mantener dicha relación. Por otra parte, el ROIC de Ecopetrol está atado a los ciclos de precios del petróleo, así, para 2020, este indicador cayó de manera significativa; no obstante, el ROIC fue muy superior a lo observado en 2015 y 2016, resaltando las eficiencias logradas durante 2016-2018 y hacia adelante esperamos que este siga el comportamiento de los precios del Brent. Finalmente, Terpel mantiene una relación ROIC-WACC negativa para el periodo 2015-2020 y hacia adelante deberá concentrar todos sus esfuerzos en rentabilizar su operación para alcanzar márgenes históricamente altos.

¿Cómo calculamos el ROIC?

Metodología

Para el cálculo del ROIC se empleó la siguiente fórmula:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{Utilidad operativa neta después de impuestos 12M (NOPAT)}}{\text{Capital invertido}}$$

En donde:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} * (1 - \text{Tx})$$

$$\text{Capital invertido} = \text{Activos de largo plazo} + \text{Capital de trabajo}$$

En este sentido:

$$\text{Activos largo plazo} = \text{PPE} + \text{Propiedades de inversión} + \text{Intangibles} + \text{Crédito mercantil}$$

$$\text{Capital de trabajo} = (\text{Activos corrientes} - \text{efectivo y equivalentes}) - (\text{Pasivos corrientes} - \text{Deuda})$$

La tasa de impuestos (Tx) se calculó a partir de la ponderación de las distintas tasas impositivas efectivas a las cuales se encuentra expuesta la compañía y su relevancia dentro de los ingresos operativos de la misma.

Con el objetivo de realizar los cálculos a partir de bases comparables, empleamos los estados financieros **estandarizados** publicadas en la plataforma Thomson Reuters Eikon. De esta manera, aseguramos emplear criterios homogéneos al momento de calcular los indicadores financieros. A este cálculo inicial lo denominamos **ROIC base**.

Como un segundo paso cada analista, dentro de su conocimiento detallado y experto de las compañías, propuso ajustes específicos para encontrar un ROIC real ajustado al negocio. Entre estos ajustes, se encontraron la inclusión de inversiones en asociadas y negocios conjuntos, la adición de activos financieros, la exclusión de los dividendos por pagar y otras variables expuestas en detalle en cada compañía (cuando sea el caso). A este segundo cálculo se le llamó **ROIC ajustado**, que en otras palabras, sería el ROIC calculado por el equipo de investigaciones económicas para cada compañía.

Por último, y con el objetivo de contar con la visión de la compañía, socializamos los resultados con los equipos financieros para obtener retroalimentación. En dichas conversaciones, las empresas sugirieron algunas modificaciones adicionales a las ya realizadas por los analistas en el ROIC ajustado, las cuales incluyen dentro de sus cálculos internos. Partiendo de estas modificaciones, y cuando estas conducen a una modificación relevante en el resultado del ROIC, se adicionó el denominado **ROIC compañía**.

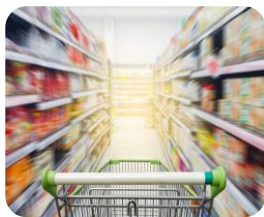
Así las cosas, los diferentes cálculos del ROIC por empresa se compararon con el ROIC por sector (calculado por tamaño/ponderaciones de las empresas del sector correspondiente), con el ROIC Colcap (calculado por tamaño/ponderaciones de todas las empresas bajo análisis) y con el WACC (determinado a partir de cálculos propios), siendo este último el estándar de comparación principal.

Adicionalmente, y como complemento al análisis, se incluyó una línea del tiempo con sucesos relevantes entre 2015 y 2020 por compañía. De esta manera se pueden contrastar los resultados del ROIC con los diversos eventos corporativos correspondientes e interpretar, de manera integral, dichas cifras.

2. Tabla de contenido



Cemento e infraestructura



Consumo e industria



Energía y telecomunicaciones



Petróleo y gas



Cemento e infraestructura

1. Cementos Argos
2. Concreto
3. Construcciones El Cóndor
4. Corficolombiana
5. Grupo Argos

Analista

Juliana Aguilar Vargas, CFA
Analista Construcción
Bancolombia S.A.

Cementos Argos: Esperamos que el ROIC logre superar el WACC en los próximos cinco años

Precio objetivo: COP7.800

Adquisición de activos en Puerto Rico (USD18 mn)



2015

Nace Greco: aprovechamiento de residuos de construcción



2017

Reconocimientos en sostenibilidad e innovación corporativa



2019

2016



Adquisición activos de Heidelberg Martinsburg (USD660 mn)

2018



Desinversión estratégica de 13 plantas de bloques (USD50 mn)

2020

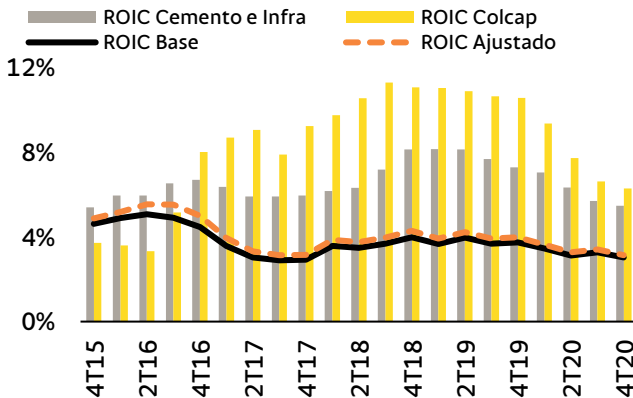


Lanzamiento de Cemento Verde e inauguración de primera granja solar

Fuente: Grupo Bancolombia, Cementos Argos.

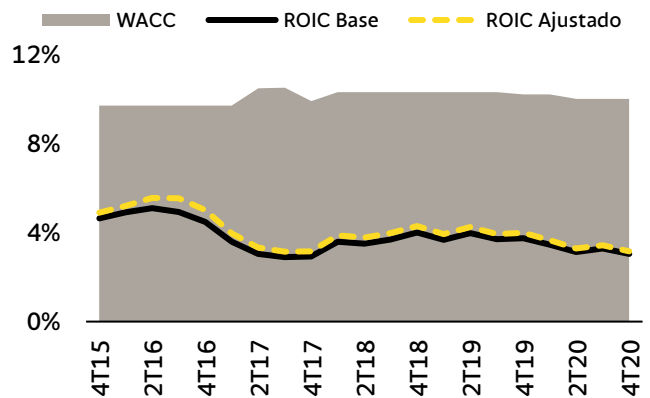
- Históricamente el ROIC de Cemargos ha sido bastante bajo, inferior a su costo promedio de capital (WACC), incluso después de ajustarlo para excluir el portafolio de inversión (acciones de Grupo SURA), que no hace parte de su negocio estratégico.
- La inversión requerida para poner en funcionamiento una planta integrada de cemento es alta, lo que hace que el gasto en depreciaciones sea elevado (casi 10% de los ingresos totales), lo cual impacta negativamente el ROIC; además, Cemargos ha sido bastante activo en adquisiciones en Estados Unidos, y la operación ha venido siendo optimizada en los últimos años con el fin de llevarla a la rentabilidad deseada.
- La compañía tiene claro que tiene el reto de elevar el ROIC de forma sustancial, hasta llevarlo a niveles superiores al 10%, de forma que compense su costo promedio de capital.
- Con las proyecciones que tenemos actualmente, esperamos que el ROIC logre superar el WACC entre 2025 y 2026, en la medida en que se termina de optimizar la operación en Estados Unidos, mejorando así la rentabilidad, y que no prevemos grandes inversiones adicionales.

ROIC vs. Colcap



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

ROIC vs. WACC



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

Concreto: El reto está en el segmento de edificaciones

Precio objetivo: N/A

Alianza con Grupo Argos (Pactia) y socio estratégico (Vinci)



2015

2016

Adjudicación de Vía 40 Express

Pactia FCP Inmobiliario: Alianza Grupo Argos y Protección



2017

2018

Consolidación estrategia del EPG e integración del TID

Transformación digital del modelo de negocio



2019

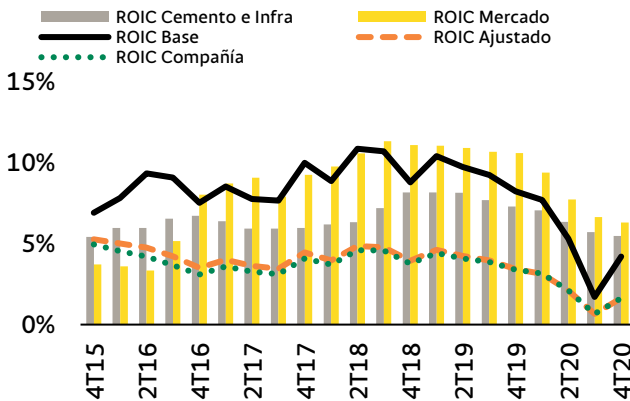
2020

Consolidación de modelo de negocio en la Florida (EE. UU.)

Fuente: Grupo Bancolombia, Concreto.

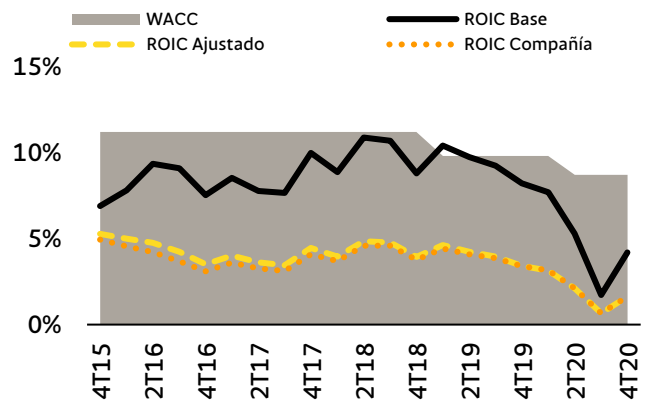
- El ROIC de Concreto históricamente ha sido muy bajo, en niveles alrededor del 5%, y en el último año ha disminuido aún más, producto de la pandemia.
- Creemos que este bajo ROIC se debe al negocio de construcción de edificaciones, que tiene menores márgenes que el de construcción de infraestructura, y que representa alrededor del 15% del backlog total de la compañía. Además, el negocio de vivienda también presenta márgenes muy bajos.
- Esta sería la principal diferencia con El Cónдор, que tiene un ROIC mayor, pues esta última está enfocada únicamente en la construcción de proyectos de infraestructura.
- En Concreto realizamos el siguiente ajuste: incluimos las inversiones en asociadas y negocios conjuntos, donde está la inversión en Pactia y Vía 40 Express, dentro de los más relevantes.
- Frente al cálculo de la compañía, la metodología que emplean calcula el capital invertido como la suma de la deuda y el patrimonio. Si bien la metodología es diferente, vemos que el resultado es prácticamente el mismo.
- Creemos que el reto de Concreto está en incrementar la rentabilidad del negocio de vivienda y de construcción de edificaciones, para así poder incrementar el ROIC.

ROIC vs. Colcap



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

ROIC vs. WACC



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

Construcciones El Cónдор: ROIC debe mejorar con la entrada en operación de los proyectos 4G

Precio Objetivo: COP2.770

Ingreso a Conexión Pacífico 3, adjudicación de 4 APP privadas y constitución Condor USA

Venta del 50% de Ruta al Mar

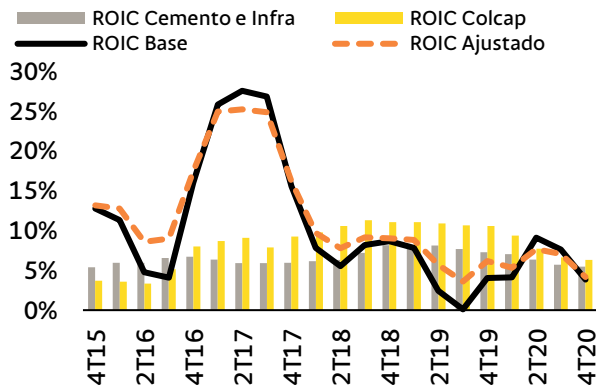
Primera emisión de bonos ordinarios en el segundo mercado



Fuente: Grupo Bancolombia, El Cónдор

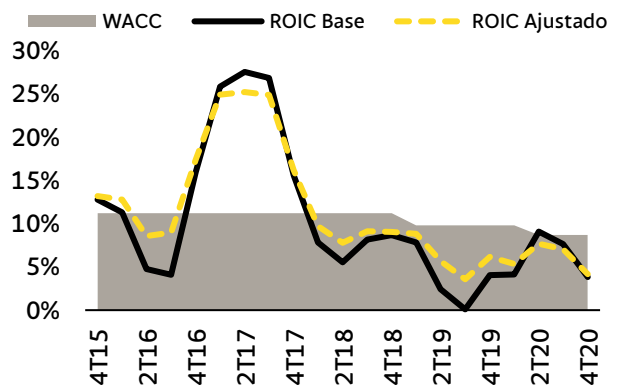
- Como se observa en la línea de tiempo, en 2015 la compañía se ganó varios proyectos de 4G, que le significaron importantes aportes de *equity* a lo largo de los últimos 5 años pero que aún no se reflejan en un 100% en la rentabilidad, pues todos estos proyectos apenas van a entrar en la fase de operación, que es cuando los accionistas comienzan a recibir dividendos por parte del concesionario.
- De esta forma, en la medida que los aportes de *equity* ya finalizaron y se comienzan a percibir los dividendos, el ROIC de El Cónдор debe comenzar a incrementar.
- En El Cónдор realizamos el siguiente ajuste: se suman las inversiones en las diferentes concesiones, cuyo grueso se contabiliza como deuda subordinada, así como la utilidad que se refleja por dicha inversión, que en gran medida corresponde a los intereses de la deuda subordinada.
- Si se venden algunos proyectos, estrategia que la compañía ha implementado en varias ocasiones, podremos ver expansiones importantes del ROIC, como sucedió entre finales de 2016 y comienzos de 2017, cuando vendieron la participación que tenían en Odinsa.

ROIC vs Colcap



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon

ROIC vs WACC



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon

Corficolombiana: Uno de los mejores ROIC del mercado local

Precio Objetivo: COP31.200

Adjudicatario de 4 concesiones 4C, alcanzando un portafolio de concesiones viales de 668 km.



2014 - 2016

Emisión de acciones con una capitalización de COP990.000 mn.



2018

Resultados resilientes en medio de la pandemia



2020

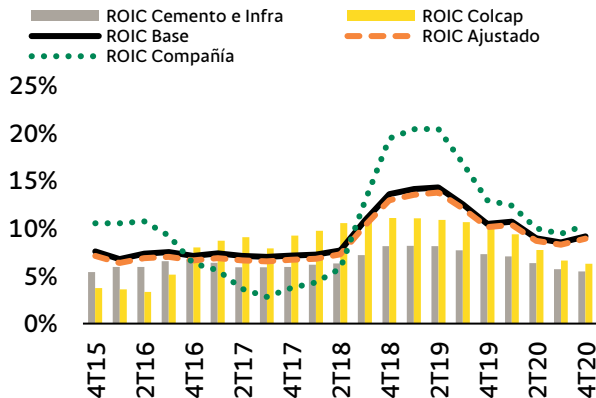
2017
[↑] [O]
Adquisición de participación de Iriduim en Covimar y Covipacífico

2019
\$ [O]
Aprobado programa de emisión de bonos por COP1 bn; emisión por COP500.000 mn

Fuente: Grupo Bancolombia, Corficolombiana

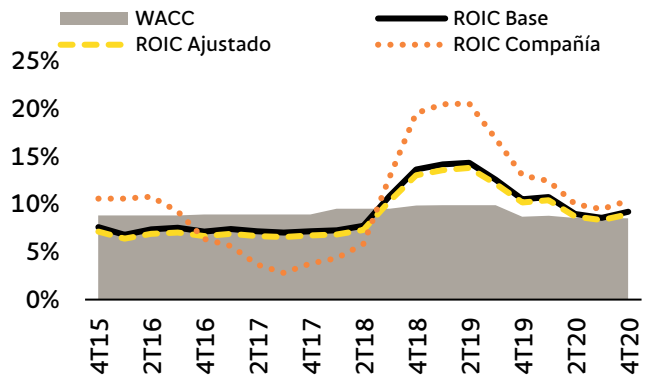
- Corficolombiana presenta uno de los mejores ROIC dentro de nuestro universo de cobertura, ubicándose en el último año ligeramente por encima de su costo promedio de capital, lo cual evidencia que la compañía gestiona de forma eficiente sus inversiones y los proyectos en los que se embarca le generan un retorno adecuado.
- Vale la pena mencionar que nuestros cálculos son hechos con base en los EEFF consolidados de Corficol, mientras que la compañía los realiza con base en los EEFF individuales.
- Como sabemos, el foco de la compañía está en los negocios de energía y gas (principalmente Promigas) e infraestructura.
- Promigas sobresale por ser una de las compañías con el mayor ROIC de la muestra analizada, al mostrar un indicador que sistemáticamente excede al WACC. Los factores clave que sustentan el sólido desempeño son a juicio nuestro: negocios regulados + exposición a USD + diversificación
- Por otro lado, consideramos que en el sector de infraestructura están las mayores oportunidades de crecimiento de la compañía, gracias a todos los proyectos que se deben desarrollar en el país en los próximos años. Así mismo, es el mayor reto en el corto plazo, pues Coviandina está cerca de culminar su etapa de construcción, lo cual llevará a una disminución en los ingresos de infraestructura sino se consiguen nuevos proyectos.

ROIC vs Colcap



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon

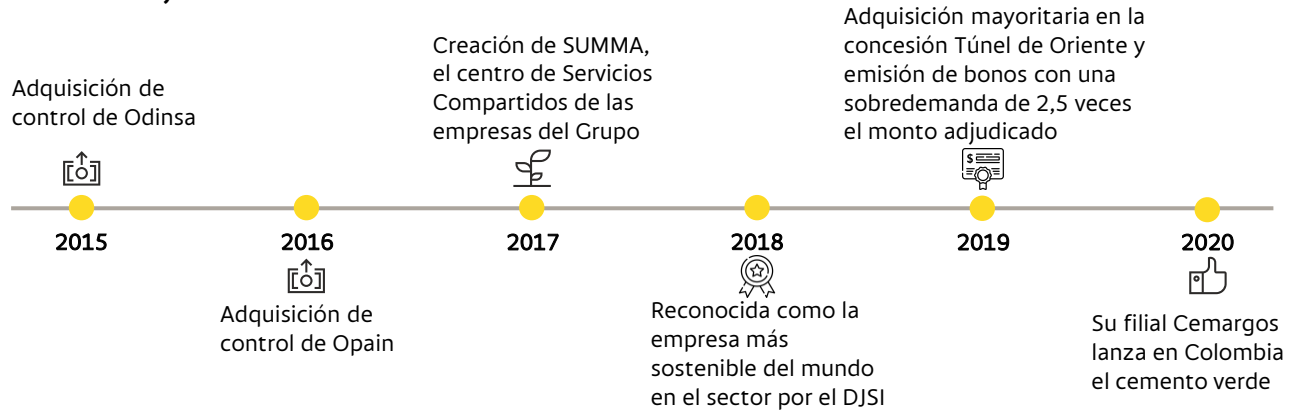
ROIC vs WACC



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon

Grupo Argos: El reto es mejorar el ROIC del negocio cementero

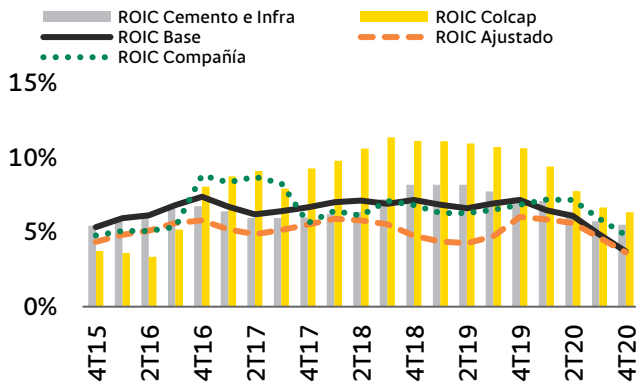
Precio Objetivo: COP17.400



Fuente: Grupo Bancolombia, Grupo Argos

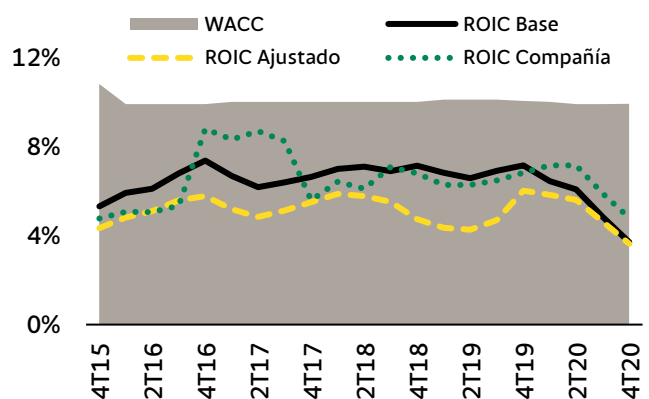
- Grupo Argos no ha logrado obtener un ROIC que supere su costo promedio de capital, lo cual se sustenta principalmente en el bajo ROIC de su activo más relevante: Cementos Argos; además, el portafolio de tierras también presiona a la baja el ROIC de la compañía, pues se tiene un capital muy grande invertido en ese negocio (más de COP2 bn), con un retorno muy bajo.
- Para Grupo Argos realizamos el siguiente ajuste: dado que no se considera la inversión en Grupo SURA y Nutresa, se elimina de la utilidad operacional los ingresos por método de participación (EEFF consolidados), que corresponden a las utilidades de estas compañías. Por esta razón, el ROIC ajustado es inferior al base.
- Es importante mencionar que el ROIC compañía, que es la forma como ellos calculan el indicador, es un promedio ponderado de los ROIC de sus tres activos estratégicos: Cemargos, Celsia y Odinsa. Si bien es mayor al ROIC con el cual hacemos nuestro análisis, (principalmente porque excluye el portafolio de tierras), sigue estando por debajo del WACC, con lo cual es evidente que hasta que Cemargos no obtenga un ROIC superior al WACC, Grupo Argos tampoco lo hará.
- Por su parte, Celsia ha venido mejorando su ROIC gracias al proceso de transformación de la estructura de negocios, mientras que Odinsa ha registrado históricamente un ROIC de dos dígitos, con excepción del último año, debido a la afectación en su negocio de concesiones aeroportuarias producto de la pandemia.

ROIC vs Colcap



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon

ROIC vs WACC



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon



Consumo e industria

1. Grupo Nutresa
2. Enka

Analista

Valentina Martínez
Analista de Consumo e Industria
Bancolombia S.A.

Grupo Nutresa: Mega a 2030 es ambiciosa en el retorno sobre el capital invertido

Precio objetivo: COP29.900

Adquisición de Grupo El Corral y puesta en marcha de nuevas plantas de producción



2015

2016

Adquisición activos de Frigorífico Fogasa



2018

Adquisición de Productos Naturela



Adquisición AFS y Cameron's Coffee



2019

Adquisición Belina y recompra de acciones



2021

Inicio construcción planta Santa Marta (C3)



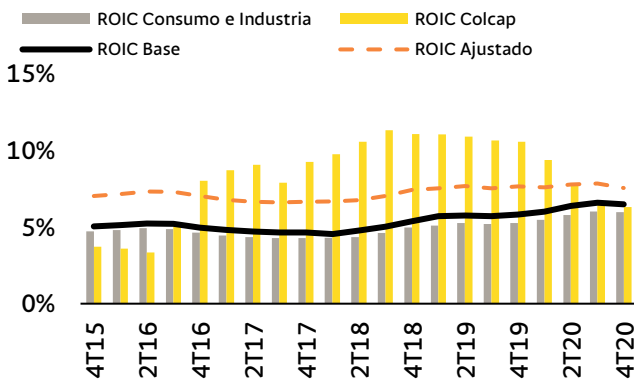
Fuente: Grupo Bancolombia, Grupo Nutresa.

- A cierre del 4T20, Grupo Nutresa registró un ROIC del 6,49%, según nuestro cálculo. Si miramos la cifra ajustada, es decir, sin considerar el portafolio de inversión en Grupo Sura y Grupo Argos por un valor de COP2,68bn, nuestro cálculo del ROIC asciende a 7,55%. En promedio, el ROIC ajustado es superior en 184 pbs en la senda para los últimos 5 años.
- En este sentido, históricamente el ROIC de Nutresa ha sido inferior a su costo promedio de capital (WACC). Sin embargo, resaltamos que éste ha incrementado gradualmente 145 pbs frente al cierre de 2015. Incluso, la pandemia no afectó el ROIC de la compañía en 2020.
- Nuestra principal diferencia con el indicador calculado por la compañía (9,6%) es que en el nuestro no incluimos dentro de los activos de largo plazo al impuesto diferido,

dado que no lo vemos como parte de la inversión dentro de su negocio de alimentos.

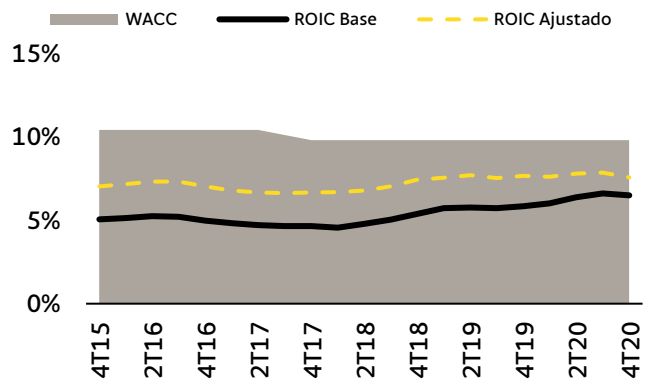
- Grupo Nutresa tiene como reto mejorar la rentabilidad sobre el capital invertido. En su MEGA a 2030, la meta trazada es superar en 300 pbs al costo del capital, lo que consideramos un reto bastante ambicioso, pero necesario desde el punto de vista de generación de valor.
- Creemos que el crecimiento inorgánico es esencial para alcanzar dicho objetivo. Especialmente, es crucial que la compañía logre encontrar oportunidades que se alineen con su estrategia pero que ofrezcan un retorno sobre el capital invertido atractivo, elevando el indicador a nivel consolidado. Asimismo, deben concentrarse en buscar eficiencias importantes en su negocio para mejorar márgenes y generación de utilidad operacional.

ROIC vs. Colcap



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

ROIC vs. WACC



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

Enka: Estrategia en negocios verdes crucial para mejorar el ROIC

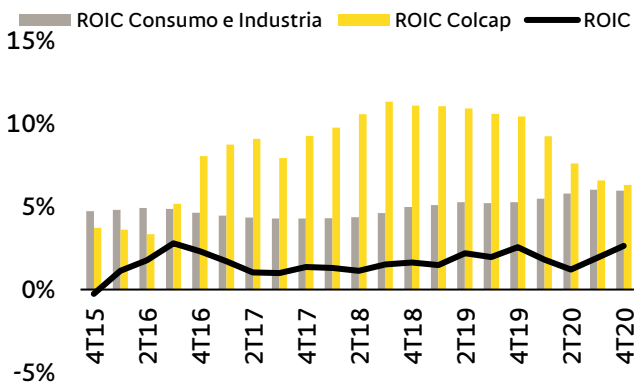
Precio objetivo: COP24,9



Fuente: Grupo Bancolombia, Enka.

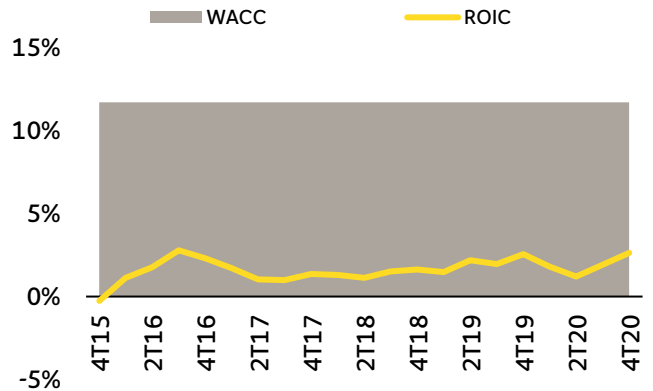
- El ROIC de la compañía históricamente ha sido muy bajo, en niveles alrededor de 1,6%. Se evidencian los años difíciles para el negocio textil hasta mediados de 2019, y una afectación por las medidas de cuarentena en Colombia durante el 2T20. Sin embargo, a cierre de 2020 se evidenció una recuperación hasta 2,6%, que si bien está por debajo del costo del capital, es una señal positiva luego de la rápida recuperación del 2S.
- Es importante tener en cuenta que no incluimos en el cálculo ajustado las propiedades mantenidas para la venta pues no están atadas a la operación del negocio.
- Consideramos un reto bastante importante, para Enka, lograr una rentabilidad por encima del WACC, que históricamente ha sido 11,7%.
- En nuestra opinión, la diversificación que le otorga la estrategia en negocios verdes es fundamental para mejorar el ROIC en los próximos años. Vemos con buenos ojos la inversión que realizará la compañía en la nueva planta de EKO®PET, la cual incrementará la capacidad en 133% para este negocio. Las perspectivas son bastante positivas dado que las necesidades de producto hoy sobrepasan la capacidad de la planta en expansión. Puntualmente, se espera que esta planta tenga una mejora en el margen EBITDA de la compañía de 150 pb y el EBITDA absoluto crezca cerca del 60%, una vez logren operar utilizando el total de la capacidad nueva. Por esta razón, consideramos que el retorno sobre la inversión de Enka entraría en una senda creciente hasta 2026.

ROIC vs. Colcap



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

ROIC vs. WACC



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.



Energía y telecomunicaciones

1. Celsia
2. ETB
3. Grupo Energía Bogotá (GEB)
4. ISA
5. Promigas

Analista

Diego Alexander Buitrago
Analista de Energía
Bancolombia S.A.

Celsia: Transformación en la estructura debería traducirse en una mejor relación ROIC-WACC

Precio objetivo: COP5.130

Integración entre Celsia & Epsa y entran en operación dos centrales energéticas

2015



2016



Ampliación negocio T&D con Plan5Caribe

Inicia operaciones Celsia Solar Yumbo, primera granja solar a gran escala en el país

2017



2018



Incremento en participación en Epsa; adquisición granja solar en Panamá

Adquisición de Termo Tesorito y del negocio de D&C en Tolima; capitalización de Celsia Colombia

2019



2020

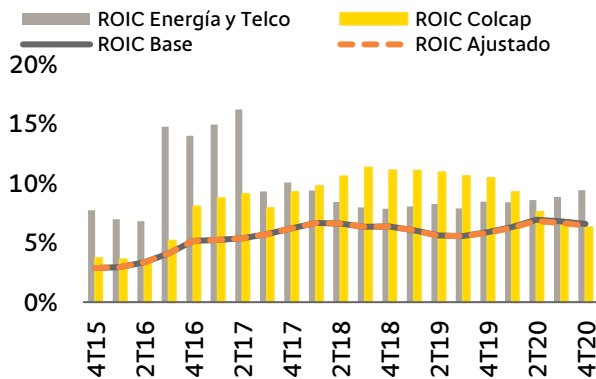


Evaluación de más de 15 granjas solares en Colombia, para un total de 650 MW

Fuente: Grupo Bancolombia, Celsia.

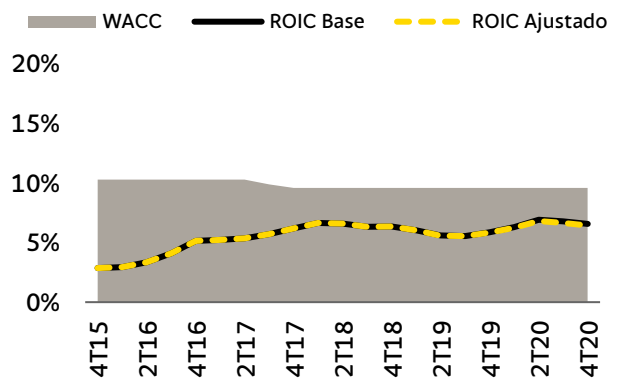
- Es evidente el impacto en el ROIC de Celsia en 2015 y 2016 causado por la tormenta perfecta que afectó a la compañía y al sector eléctrico del país, debido a las condiciones extremas de sequía del Fenómeno de El Niño, sumado a los elevados costos de la operación de las termoeléctricas y a la falla en una turbina de Flores IV. Esto explica la gran diferencia entre el ROIC y el WACC en los primeros años del análisis.
- El ROIC ajustado consiste en la inclusión del aporte del método de participación que registra principalmente las operaciones de Caoba (alianza con Cubico Sustainable Investments) y que debería ganar importancia en la medida que esta plataforma aumente su contribución a los resultados de Celsia.
- Celsia enfrenta el reto de rentabilizar las inversiones realizadas en los últimos años, principalmente en lo que respecta a la adquisición de los activos de distribución en Tolima. En este sentido, la compañía se trazó como metas la disminución de 20%-30% en el indicador de pérdidas de energía que se ubicó en 15,8% en 2018 y aumentar el EBITDA en 30% a 2022.
- También resulta importante para mejorar el balance entre el ROIC y el WACC, el retorno exigido a los proyectos de ERNC que tiene la compañía en estudio y construcción, así como el aprovechamiento de las sinergias provenientes de la alianza con Cubico Sustainable Investments en cuanto a la gestión de activos como al acceso a financiación que favorezcan el costo de capital.

ROIC vs. Colcap



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

ROIC vs. WACC



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

ETB: Pendiente aún la rentabilización de las inversiones en fibra óptica al hogar

Precio objetivo: COP340

Altas inversiones en despliegue de red de fibra óptica al hogar en Bogotá



2014 - 2015

Inicio del programa de enajenación del 86% de la participación accionaria del Distrito



2017

Oferta pública de recompra de su bono internacional Global COP (COP176.000 mn)



2019

2016



Autorización al distrito para enajenar sus acciones de ETB e ingreso al Colcap

2018



Anulación judicial de autorización de enajenar la participación del Distrito en ETB

2020

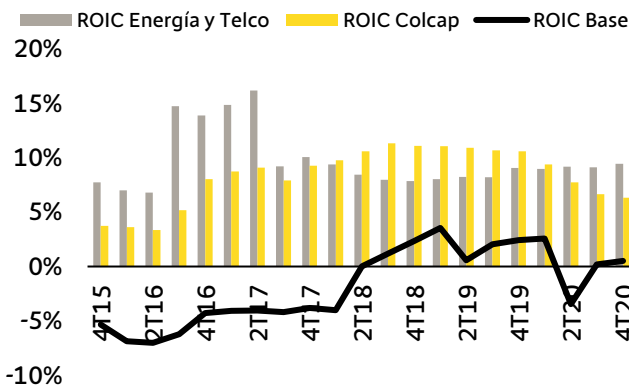


Se consolida la mayor participación (55%) de clientes de fibra dentro del total de usuarios de servicios fijos

Fuente: Grupo Bancolombia, ETB.

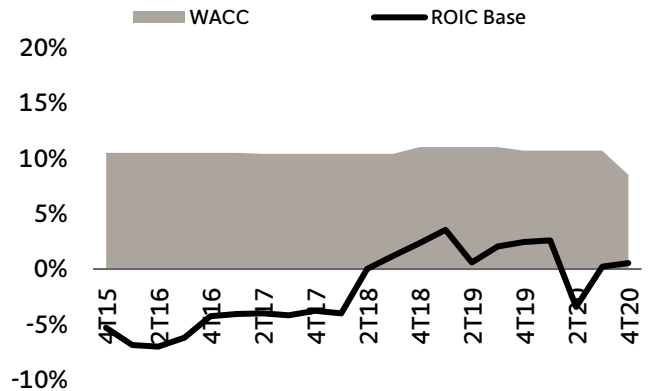
- La industria de las Telecomunicaciones se caracteriza por requerir altas inversiones de capital (~20% de las ventas) y corta vida útil de los activos, debido a un alto dinamismo de recambio tecnológico. Es así como el intensivo plan de despliegue de fibra óptica al hogar que ejecutó ETB entre 2013-2015, explica en buena medida un alto gasto por depreciaciones que impacta negativamente la utilidad operacional y de esta manera el ROIC que está por debajo del WACC.
- El reto de ETB está concentrado en la monetización de las inversiones realizadas, mediante el crecimiento de ingresos y EBITDA de los nuevos negocios (fibra óptica) que logren compensar la caída de los negocios tradicionales (línea de telefonía fija de cobre).
- A pesar de que la composición de los ingresos ha mejorado en los últimos años, con mayor participación de los nuevos negocios, el monto de los ingresos anuales permanece estancado cerca a COP1,5 bn.
- La actual administración de la compañía ha enfocado sus esfuerzos en la gestión comercial y en continuar conectando clientes a la red de fibra óptica, así como la alianza con Ufinet para ofrecer fibra óptica neutral en Bogotá-Región.
- El catalizador para mejorar el ROIC debería ser un mayor crecimiento en ingresos y EBITDA, que contrarresten el efecto del gasto de depreciaciones.

ROIC vs. Colcap



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

ROIC vs. WACC



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

Grupo Energía Bogotá: Compañías asociadas contribuyen de forma material al ROIC

Precio objetivo: COP2.450

Adquisición del 51% de participación Gebbras (Brasil)



2015

Aprobación de venta de hasta el 20% de la participación mayoritaria



2017

Adquisición de ElectroDunas, Peru Power Co y Cantalloc



2019

2016



Nueva estrategia corporativa y Codensa absorbe EEC

2018



Cambios en estructura accionaria despues de la democratización

2020

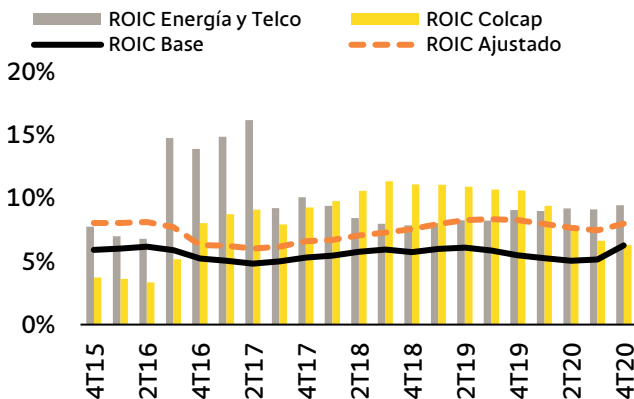


Adquisición Argo (Brasil) y emisión bono internacional (USD400 mn) y bono local (COP950.000 mn)

Fuente: Grupo Bancolombia, GEB

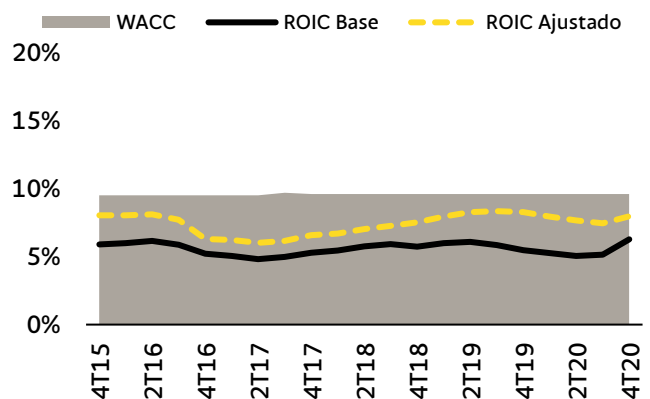
- Aunque las principales subsidiarias y asociadas de GEB (TGI, Cálidda, Emgesa y Codensa) presentan márgenes de rentabilidad sobresalientes, a nivel consolidado del Grupo, la estimación del ROIC no presenta el mismo desempeño, posiblemente debido a la relevancia que tienen las asociadas, sobretodo Emgesa y Codensa, en las inversiones y que no se ve reflejado a nivel operacional ya que el registro contable es a través del método de participación.
- Por ser una muestra transversal, se ajustó el capital invertido y el EBIT con el método de participación de GEB en las asociadas. Sin embargo, de haber controlado y consolidado a Emgesa y Codensa, el ROIC de GEB para el periodo de análisis aumentaría en promedio 300 pb.
- Dada la alta generación de caja de GEB y la decisión de continuar su expansión en la region, resulta determinante la capacidad de la compañía para mantener estrictamente criterios de inversión que cumplan los requerimientos del costo de capital. Esto, en medio de un mercado altamente competido con jugadores de talla mundial.
- El punto anterior es muy importante para la decisión de reinvertir los recursos en la expansión de GEB, o aumentar el reparto de utilidades a los accionistas. El acuerdo con Enel Américas para desarrollar negocios conjuntamente debería contribuir con mejoras en la relación ROIC-WACC en el mediano y largo plazo.

ROIC vs. Colcap



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

ROIC vs. WACC



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

ISA: Eficiencia operacional y rigurosidad en retorno exigido para crecer con valor sostenible

Precio objetivo: COP22.760

ISA ingresa al índice de sostenibilidad del Dow Jones (DJSI)



2015

ISA amplía su presencia en Brasil con la adquisición de TAESA e IENNE y con la adjudicación de 5 proyectos de transmisión



2017

ISA entra al negocio de vías en Colombia con la adquisición de la concesión costera Cartagena-Barranquilla



2019

2016
ISA registra cifras récord por reconocimiento de los valores de la RBSE en CTEEP



2016

2018
Lanzamiento de la estrategia ISA 2030: crecimiento con valor sostenible



2018

2020
Acción de ISA sobresale como la más valorizada en la BVC, +31% vs. -12% del Colcap

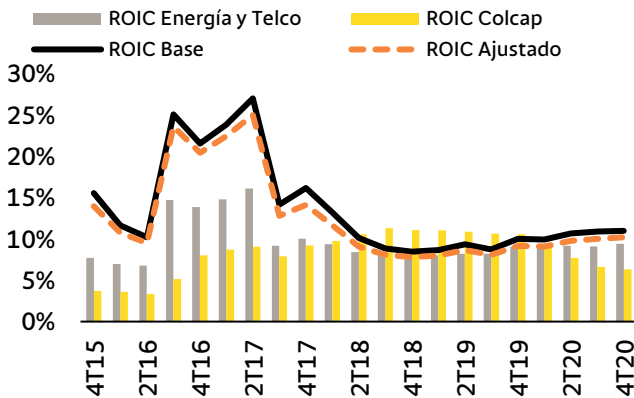


2020

Fuente: Grupo Bancolombia, ISA.

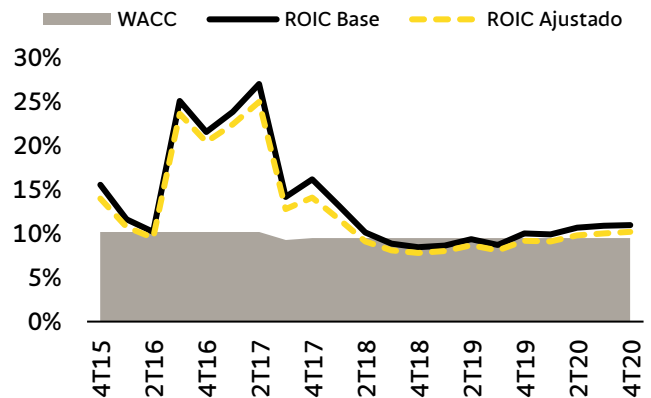
- Es notable el impacto del reconocimiento de los activos de la RBSE en CTEEP en Brasil en el 3T16. No obstante, disipado ese efecto en el tiempo, ISA logra un ROIC que excede al WACC. Los altos márgenes operacionales y política disciplinada en el retorno exigido a las inversiones justifican este resultado.
- El ROIC ajustado incluye los negocios en asociadas y de control conjunto por medio del reconocimiento de estas inversiones en el capital invertido y del método de participación en el EBIT. Sin embargo, vale la pena mencionar que por el tratamiento contable de las concesiones y sobre todo por los pagos de la RBSE, los ingresos del estado de resultados son menores a los percibidos en caja por la compañía, con lo que el ROIC podría ser mayor al estimado.
- Resulta destacado el hecho de que ISA en los últimos cinco años ha logrado expandirse a través de adquisiciones y de proyectos adjudicados en licitaciones públicas y, a la vez, preservar un balance saludable de la relación ROIC-WACC. En los últimos años la compañía ha enfocado esfuerzos en optimizar la operación y en mejorar el retorno para los accionistas.
- También es cierto que la competencia es cada vez más exigente en el sector de transmisión de energía en la región. Esto implica múltiplos más altos en los precios de los activos y presiones en las tasas de rentabilidad de reinversión. Consideramos que ISA enfrenta un reto importante en este aspecto, de cara a su MEGA de crecimiento con valor sostenible.

ROIC vs. Colcap



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

ROIC vs. WACC



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

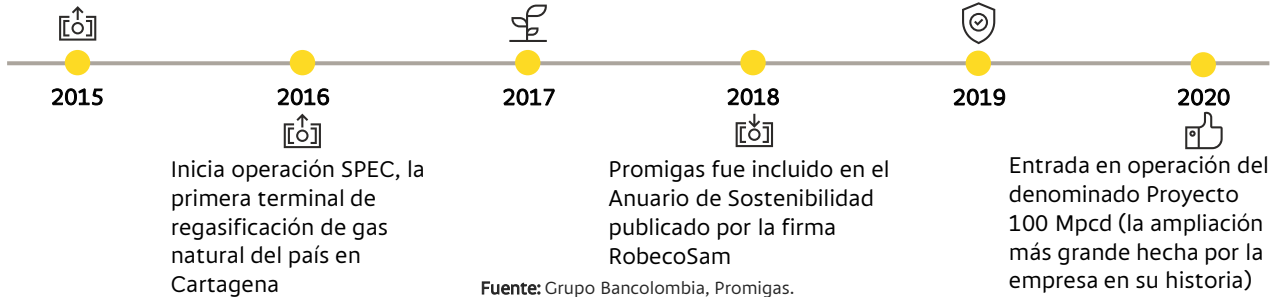
Promigas: Transportando el combustible de la transición energética con rentabilidad

Precio Objetivo: COP7.420

Gases de Occidente superó el millón de usuarios atendidos

Se inaugura operación comercial en Perú con la empresa Quavii

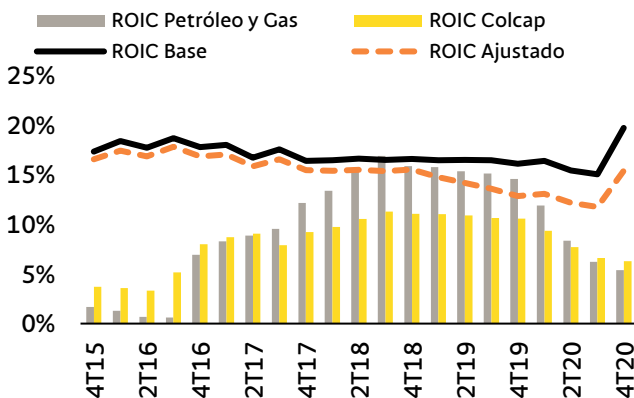
Firma de acuerdos comerciales para desarrollar proyectos de energía solar en Colombia. Inicio de una nueva concesión de distribución de gas en Perú



Fuente: Grupo Bancolombia, Promigas.

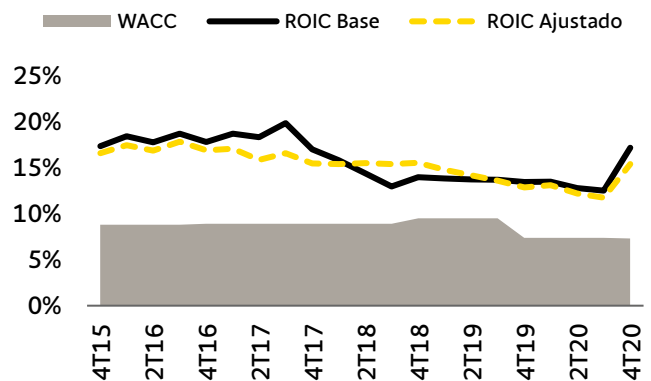
- Promigas sobresale por ser una de las compañías con el mayor ROIC de la muestra analizada, al mostrar un indicador que sistemáticamente excede al WACC. Los factores clave que sustentan el sólido desempeño son a juicio nuestro: negocios regulados + exposición a USD + diversificación.
- El ROIC ajustado incluye los negocios en asociadas por medio del reconocimiento de estas inversiones en el capital invertido y del método de participación en el EBIT.
- El sector de gas natural goza de un panorama favorable en la región, debido principalmente a que constituye el combustible de la transición energética con el objetivo de conformar una matriz de menos emisiones de CO₂. Adicionalmente, el potencial de cobertura de gas natural domiciliario continuará ofreciendo oportunidades de crecimiento a Promigas.
- Además del riesgo regulatorio, asociado principalmente a la expectativa de un ajuste a la baja en el WACC regulatorio en Colombia, Promigas enfrenta el reto de mantener su relación ROIC-WACC, en medio de un mercado mucho más competido que pone mayor presión a las tasas de rentabilidad de reinversión.

ROIC vs. Colcap



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

ROIC vs. WACC



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.



Petróleo y gas

1. Canacol
2. Ecopetrol
3. Terpel

Analista

Ricardo Andrés Sandoval
Analista Petróleo y Gas
Bancolombia S.A.

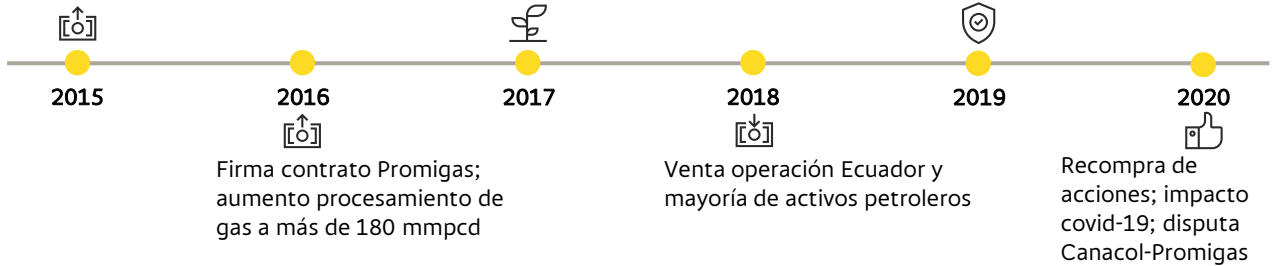
Canacol: Resultado positivo de una transformación

Precio objetivo: COP16.400

ANLA otorga permiso para gasoducto Promigas; Cavengas Holdings entra como accionista

Firma venta operación Ecuador

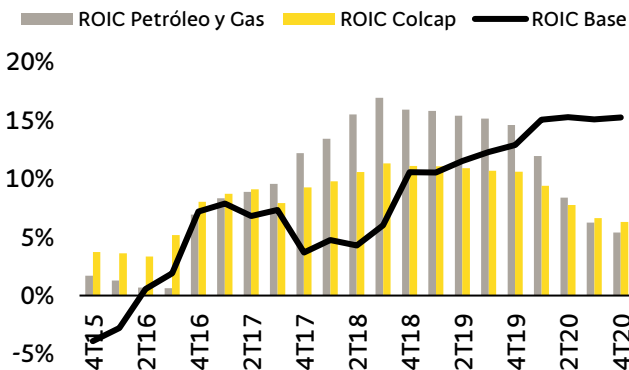
Finalización gasoducto Promigas Jobo-Cartagena; primera vez que se decretan dividendos



Fuente: Grupo Bancolombia, Canacol.

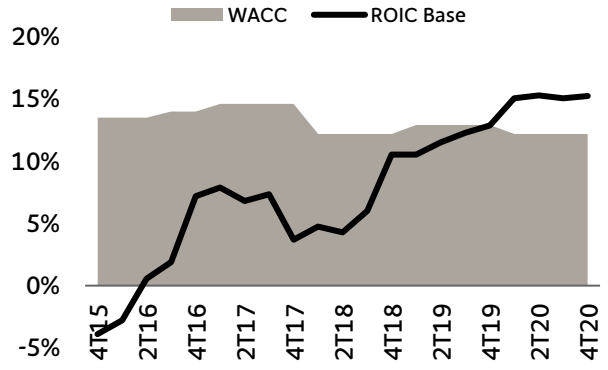
- Durante los años 2015-2017 Canacol tenía una participación importante de su negocio en el petróleo y por ende, la caída de los precios de aquel momento afectó de manera importante su ROIC, el cual fue negativo para el inicio del periodo expuesto. Posteriormente, para 2018 Canacol culminó la desinversión prácticamente total de su negocio petrolero, sin incluir sus activos de yacimientos no convencionales. Así las cosas, el foco de la compañía ha permanecido en el negocio del gas, el cual ha logrado expandir con ventas importantes en contratos take or pay generando una utilidad operacional creciente y suficiente para mantener una relación ROIC-WACC > 0, posterior a la entrega del gasoducto de Promigas.
- No se realizó ningún ajuste al cálculo del ROIC de Canacol
- Hacia adelante, en la medida de que Canacol logre por lo menos mantener precios de venta para la renovación de sus contratos *take-or-pay*, la relación ROIC-WACC continuará en terreno positivo.
- En el mediano plazo esperamos la planta de generación Térmica Tesorito entre en operación generando un crecimiento acorde a las rentabilidades exigidas por la compañía. Por otro lado, el panorama de precios del mercado spot de gas en Colombia y la demanda de gas nacional, afectada por la pandemia, harán que crecer de manera rentable en otros proyectos sea algo retador.
- En el largo plazo, la declinación de Chuchupa y Ballena mantienen una perspectiva positiva de crecimiento para Canacol como nuevo oferente de gas.

ROIC vs. Colcap



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

ROIC vs. WACC



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

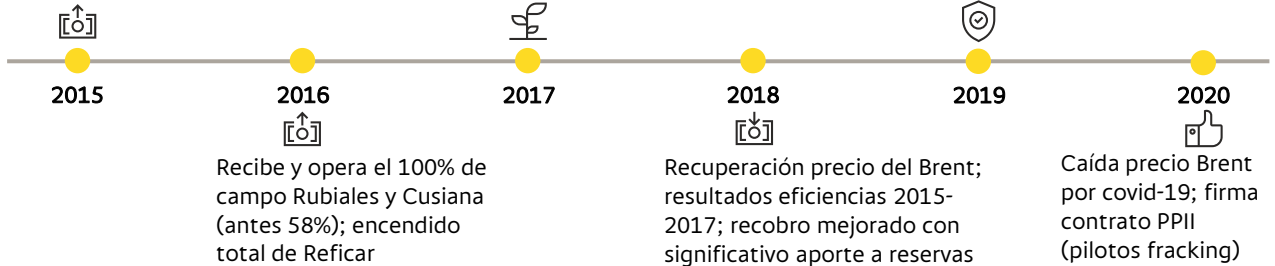
Ecopetrol: Eficiencias mitigan vaivén del ROIC a los precios del Brent

Precio objetivo: Restringido

2014 y 2015 fueron de caídas en precios del Brent; inició encendido de Reficar; pilotos recobro mejorado

Recuperación precio del Brent; finalización optimización Reficar; primer pozo offshore operado por Ecopetrol

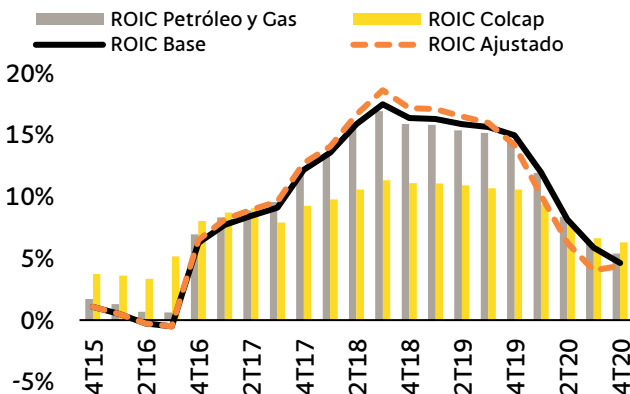
Adquisición de participación en Chuchupa y Ballena e inversión en Permian EE. UU.; mejora diferencial de precio



Fuente: Grupo Bancolombia, Ecopetrol.

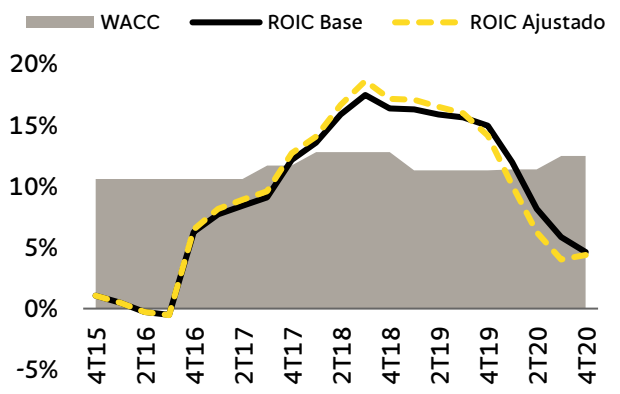
- Acorde a la dinámica del negocio, el ROIC de Ecopetrol tiene un comportamiento correlacionado con los movimientos del Brent. En periodos de precios bajos como el 2015 y 2016, el indicador fue negativo. No obstante, Ecopetrol realizó un proceso de transformación hacia la eficiencia operativa logrando ser una de las compañías con mejores márgenes de rentabilidad a nivel mundial. Por lo anterior, aunque en el 2020 se observaron precios más bajos que en el 2015 y 2016, el ROIC se ubicó en 4,4% y 4,6% ajustado y base, respectivamente. En el marco de la eficiencia, el encendido de Reficar y los planes de ahorros marcaron un antes y después en Ecopetrol. En el marco del crecimiento, el inicio de las operaciones en Rubiales y Cusiana, las adquisiciones de Chuchupa, Ballena y el Permian en EE. UU. fueron hitos de relevancia.
- El ajuste realizado al ROIC Base consistió en: (i) incluir el impairment de activos en la utilidad operacional y (ii) incluir las cuentas de activos financieros de corto plazo como caja.
- Hacia adelante, con la recuperación de los precios del Brent esperamos el ROIC de Ecopetrol vuelva a superar su WACC posterior a la entrega de resultados del 2T21.
- La tendencia del ROIC será la misma que la de los precios del petróleo; sin embargo, esperamos que Ecopetrol como en el 2020 implemente planes rápidos de adaptación a estas coyunturas para mitigar el impacto. En el largo plazo, con una senda de precios alrededor de los USD65/bl Brent y una tasa de cambio de COP3.400 Ecopetrol mantendría una relación ROIC-WACC > 0

ROIC vs. Colcap



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

ROIC vs. WACC



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

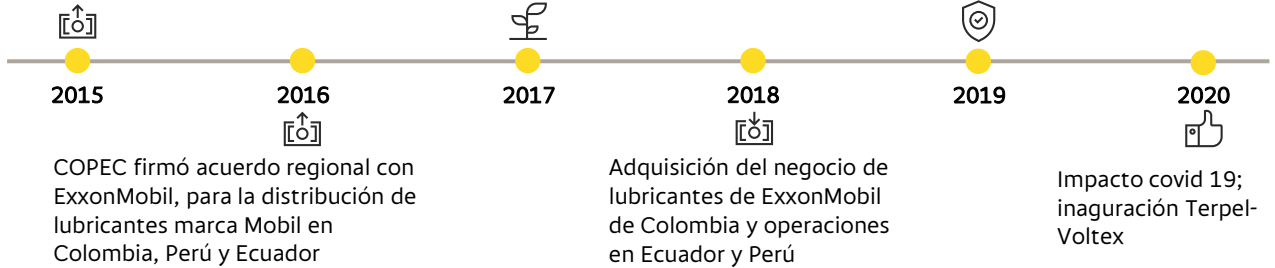
Terpel: Se necesitan esfuerzos importantes en eficiencias para justificar su capital invertido

Precio objetivo: COP11.470

Segunda emisión de bonos por COP 400 mil mn; Terpel proveedor de lubricantes para El Cerrejón

Desinversión en México de Gazel; nuevo aliado LifeMiles; SIC condiciona transacción con ExxonMobil

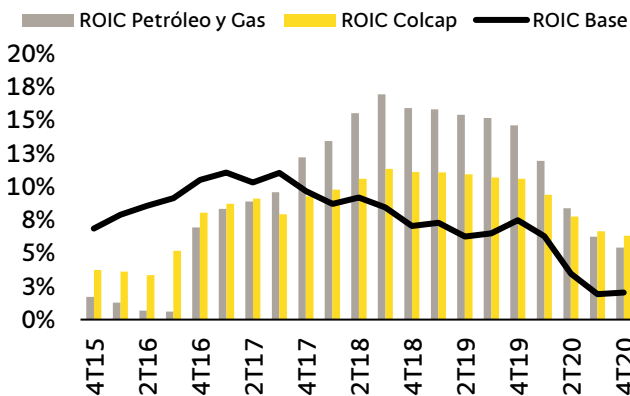
Implementación NIIF 16, inicio comercialización de combustibles para panama en aviación



Fuente: Grupo Bancolombia, Terpel.

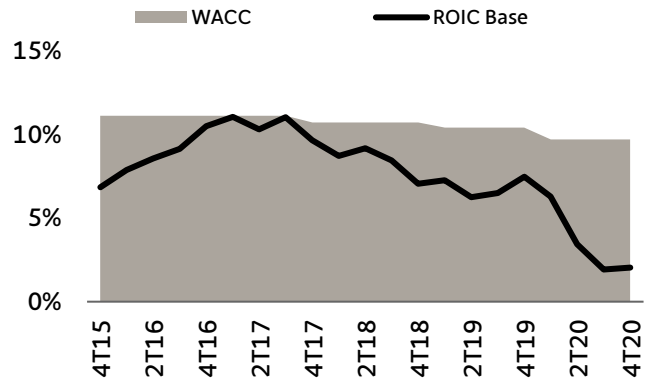
- Durante 2015, 2016 y 2017 la compañía concentró sus esfuerzos en la mejora de la operación y el perfeccionamiento de la transacción con ExxonMobil, mejorando el ROIC. Para 2018, Terpel perfeccionó la adquisición de lubricantes de ExxonMobil de Colombia, Perú y Ecuador. Así, al consolidar la operación, el capital invertido promedio aumentó 40,3% y 23% anual, mientras el NOPAT 2,5% y 23% anual, para 2018 y 2019. Por lo anterior, el ROIC pasó de una estabilidad de alrededor del 10,5% a un 7%. Finalmente, el sector de distribución de combustibles fue uno de los más afectados por la pandemia para 2020, lo que resultó en una caída del ROIC hasta el 2%.
- No se realizaron ajustes al ROIC base de Terpel.
- Terpel deberá concentrar todos sus esfuerzos de corto y mediano plazo en rentabilizar su operación para alcanzar márgenes históricamente altos que impulsen el ROIC a superar su WACC de manera importante por primera vez.
- La caída del ROIC al 2% en 2020 es temporal y coyuntural. Los resultados del 1T21 son una buena señal de las eficiencias que dejó la pandemia. Aunque pensamos que el ROIC mejorará relevantemente en 2021, consideramos poco probable que alcance el WACC como mínimo.
- Por el momento, y hasta no observar resultados, una intensión de expansión adicional importante como la de ExxonMobil en 2018 puede no ser bien vista desde el punto de vista estratégico.

ROIC vs. Colcap



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

ROIC vs. WACC



Fuente: Grupo Bancolombia, Refinitiv Eikon.

Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado

Juan Pablo Espinosa Arango
Director
juespino@bancolombia.com.co

Investigaciones Económicas

Arturo Yesid González Peña
Especialista Cuantitativo
arygonza@bancolombia.com.co

Juan Camilo Meneses Cortes
Especialista Macroeconómico
juamenes@bancolombia.com.co

Juan Manuel Pacheco Perez
Analista de Mercados y Banca Central
jupachec@bancolombia.com.co

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

Bryan Hurtado Campuzano
Analista Regional e Internacional
brhurt@bancolombia.com.co

Deiby Alejandro Rojas Cano
Analista Macroindustria
deirojas@bancolombia.com.co

Julian Andrés Gómez Quintero
Estudiante en Práctica
juliano@bancolombia.com.co

Luisa Daniela Espejo Rodríguez
Estudiante en Práctica
lespejo@bancolombia.com.co

Investigaciones Sectoriales

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

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

Mateo Andrés Rivera Arbeláez
Analista Sectorial Comercio
marivera@bancolombia.com.co

Paolo Betancur Montoya
Analista Sectorial de Agroindustria
pabetanc@bancolombia.com.co

Javier David Villegas
Analista Sectorial de inmobiliario y hotelería
javilleg@bancolombia.com.co

Valentina Gómez Garzón
Analista Sectorial Comercio
valgomez@bancolombia.com.co

Juan Esteban Echeverri Agudelo
Auxiliar Administrativo
jueagude@bancolombia.com.co

Simón Londoño Duque
Estudiante en Práctica
silondon@bancolombia.com.co

Asistente de Investigación

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

Investigaciones de Mercado

Jairo Julián Agudelo Restrepo
Gerente de Investigaciones en Renta
Variable
jjagudel@bancolombia.com.co

Diego Alexander Buitrago Aguilar
Analista de Energía
diebuit@bancolombia.com.co
+571 7463984

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

Juliana Aguilar Vargas, CFA
Analista Sector Construcción
juaguila@bancolombia.com.co

Ricardo Andrés Sandoval Carrera
Analista de Petróleo y Gas
rsandova@bancolombia.com.co

Valentina Martínez Jaramillo
Analista de Consumo e Industria
vamjaram@bancolombia.com.co

Andrés Camilo Chacón Briceño
Estudiante en Práctica
anchacon@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 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, nuestras opiniones o recomendaciones 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. El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.39.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.

Escala de Recomendaciones: La recomendación de inversión sobre los emisores bajo cobertura por parte de Análisis Bancolombia, se rigen por la siguiente Escala de Recomendaciones 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 recomendaciones 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 recomendación ni precio objetivo.

Adicionalmente, a criterio del analista, se continuará utilizando el calificativo “Especulativo” que complementa la recomendación, 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 18 compañías bajo cobertura, distribuidas de la siguiente manera:

	Sobreponderar	Neutral	Subponderar	Bajo Revisión	Restringidas
Número de emisores con recomendación de:	9	2	5	1	1
Porcentaje de emisores con recomendación de:	50%	11%	28%	5,5%	5,5%