

Proyecciones Económicas

Visión Sectorial

Mercados Financieros

# Guía

---

# 2024

## Perspectivas Económicas

Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado

Noviembre 2023



Grupo  
**Bancolombia**

Guía  
2024

# Proyecciones Económicas

## Proyecciones Económicas

<u>Perspectiva general</u> .....	05
<u>Entorno internacional</u> .....	09
<u>Estados unidos</u> .....	10
<u>Precio del petróleo y socios comerciales</u> .....	11
<u>Crecimiento económico</u> .....	12
<u>Comportamiento sectorial</u> .....	14
<u>Mercado laboral</u> .....	15
<u>Finanzas públicas</u> .....	16
<u>Balanza comercial</u> .....	17
<u>Balanza de pagos</u> .....	18
<u>Tasa de cambio</u> .....	19
<u>Inflación</u> .....	20
<u>Tasa de interés de política monetaria</u> .....	22
<u>Deuda pública colombiana</u> .....	23

# Perspectiva general

**Laura Clavijo Muñoz**

Directora de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado  
 laclavij@bancolombia.com.co

## 2024: la prudencia que hace verdaderos sabios

A pocas semanas de iniciar el conteo regresivo para el cierre de este desafiante 2023 podemos comenzar a repetir aquella frase que en Colombia escucharemos, una y otra vez, durante la novena navideña: **“la prudencia que hace verdaderos sabios”**; nada más apropiado de cara al comportamiento esperado para la economía en 2024.

Es de esperarse que, al contexto actual de desaceleración económica global, altas tasas de interés, débil demanda interna y contracción del crédito, se le sumen otra serie de factores inesperados y fuentes de incertidumbre: intensificación de conflictos geopolíticos, fenómenos climáticos, volatilidad de mercados financieros, persistencia en desbalances macroeconómicos, entre otros.

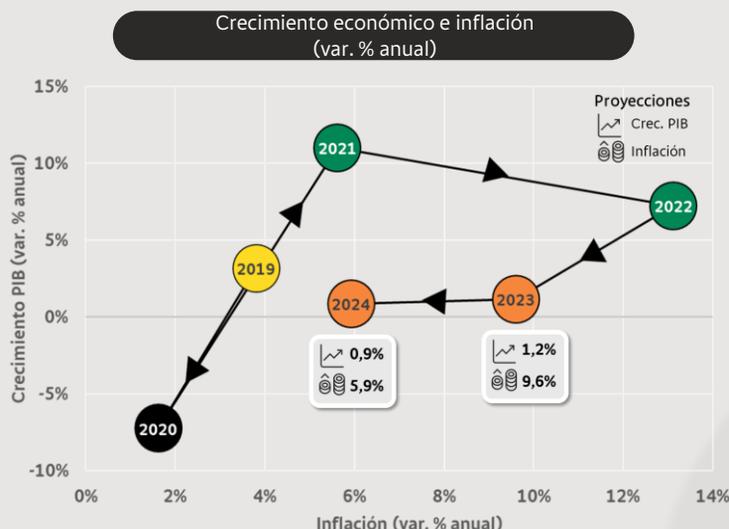
Lo cierto es que el mundo aún se pregunta en qué momento escaló la inflación de forma desmedida y coordinada a lo largo y ancho del planeta, cómo han soportado los hogares y empresas las elevadas tasas de interés, cuánto tiempo más tomará en reflejarse el deterioro en el mercado laboral y por qué, en medio de una desaceleración económica global, continuamos consumiendo servicios y entretenimiento, como si nada de lo anterior estuviera ocurriendo. Definitivamente más preguntas que respuestas, por lo que un accionar

prudente será determinante para navegar el año que viene. Pero primero miremos de dónde venimos.

### Resumen de 2023

Una mirada a la historia reciente en materia económica da cuenta del camino recorrido en la normalización del crecimiento en la postpandemia, a pesar de un comportamiento obstinado de la inflación. Como lo muestra el gráfico, luego de un nefasto 2020 en términos de crecimiento económico (-7,3%), la economía rebota en 2021 con una histórica expansión (11%), aunque dejando en el camino el lastre inflacionario de doble dígito para el cierre de 2022.

Como consecuencia de las restrictivas condiciones financieras, era de esperarse que 2023 fuese un año de desaceleración y normalización para la economía colombiana. Sin embargo, el lento descenso en la inflación, la cautelosa postura en los tipos de interés y la resiliencia de ciertos sectores económicos ha postergado buena parte del ajuste para 2024. Retornar a los niveles de inflación dentro del rango de tolerancia del Banco de la República (2%-4%) y crecimiento potencial objetivo (3%-3,5%), como los registrados en 2021, tomará más tiempo y prudencia, pero hacia allá estamos encaminados.



Fuente: Históricos del DANE, proyecciones por Grupo Bancolombia.

# Perspectiva general

## 2024: la prudencia que hace verdaderos sabios

Así mismo, era de esperarse que los sectores más afectados en 2023 fuesen aquellos con mayor sensibilidad a la difícil combinación de altos precios y elevadas tasas. Menos predecible era que los números fuesen así de negativos: construcción (-6,0%), manufactura (-3,7%) y comercio (-2,1%).

Pero quizás una de las mayores sorpresas nos la llevamos en el ámbito del sector de servicios, el cual persiste con un destacado desempeño a pesar del difícil entorno económico. Colombia no ha sido ajena al fenómeno mundial de desenfrenado consumo y preferencia por servicios, experiencias, restaurantes y viajes. El sector de entretenimiento y servicios sería el de mayor crecimiento (9,8%) en 2023, a pesar de dejar atrás el crecimiento a doble dígito de años anteriores.

Sorprende también la resiliencia en el mercado laboral, que registra desempleo de un dígito y alta tasa de ocupación, gracias al papel que ha tenido el empleo público. No obstante, el mercado laboral resentirá los efectos de la ralentización de sectores intensivos en mano de obra.

### Perspectivas 2024

La perspectiva para el próximo año, plasmada en esta nueva versión de la Guía Bancolombia, se enmarca en medio de riesgos esperados, aunque con efectos rezagados, y un contexto de alta incertidumbre. Se espera que la economía mundial se adentre en una fase de aterrizaje suave, en el que la inflación se reduzca sin que

esto signifique una gran desaceleración en la economía. No obstante, la relajación de la política monetaria será cautelosa debido a la resiliencia de la actividad económica y del mercado laboral; y persistiría la incertidumbre sobre los efectos que traerían “tasas más altas por más tiempo”.

Además, continuaría el proceso de lenta desinflación y, con ello, recortes graduales en la tasa de política monetaria, pero habrá que maniobrar los riesgos de precios al alza. La ampliación de la guerra entre Israel y Hamás podría aumentar los precios del petróleo mientras que los efectos del Fenómeno de El Niño en la producción agrícola aumentarían los precios de los alimentos.

Existen buenas razones para creer que la economía está terminando de atravesar la parte más desafiante del ciclo y que en 2024 iniciaría un lento proceso de recuperación. No obstante, también hay razones de fondo, como es el rezago de la inversión y la contracción del crédito, que hacen ver que existirán limitantes para retornar a niveles de crecimiento potencial en el mediano plazo.

Finalmente, es bien conocido el rol que puede jugar el Estado en dinamizar la economía mediante la implementación de políticas contracíclicas, y en la medida que efectivamente se implementen políticas que ya han sido anunciadas y presupuestadas, se podrían materializar interesantes oportunidades de negocio en sectores claves como vivienda, infraestructura y agro. Pero también allí existe un alto grado de incertidumbre.

### Resumen principales proyecciones macroeconómicas de mediano plazo

Año	2018	2019	2020	2021	2022	2023py	2024py	2025py	2026py	2027py
Crecimiento del PIB (var. % anual)	2.6%	3.2%	-7.3%	11.0%	7.3%	1.2%	0.9%	2.6%	2.8%	2.8%
Balance del Gobierno Nacional (% PIB)	-3.1%	-2.5%	-7.8%	-7.0%	-5.3%	-4.2%	-4.8%	-4.3%	-4.2%	-4.1%
Balance en cuenta corriente (% PIB)	-4.2%	-4.6%	-3.4%	-5.6%	-6.2%	-3.3%	-3.2%	-3.3%	-3.4%	-3.4%
Tasa de desempleo urbano (% PEA, promedio año)	11.1%	11.5%	19.1%	15.2%	11.4%	10.5%	11.8%	11.6%	11.4%	11.3%
Inflación al consumidor (var. % anual, fin de año)	3.2%	3.8%	1.6%	5.6%	13.1%	9.6%	5.9%	4.4%	4.0%	3.7%
Inflación al consumidor (var. % anual, promedio de año)	3.2%	3.5%	2.5%	3.5%	10.2%	11.8%	7.4%	4.8%	4.0%	3.8%
Tasa de referencia BanRep (% anual, fin de año)	4.25%	4.25%	1.75%	3.00%	12.00%	13.00%	9.25%	6.50%	6.00%	6.00%
DTF 90 Días (% anual, promedio de año)	4.71%	4.50%	3.38%	2.07%	8.50%	13.31%	10.86%	7.50%	6.29%	6.27%
IBR Overnight (% E.A, fin de año)	4.24%	4.26%	1.74%	2.99%	11.95%	13.01%	9.25%	6.49%	5.99%	5.99%
Tasa de cambio USDCOP (promedio de año)	\$ 2,956	\$ 3,281	\$ 3,693	\$ 3,744	\$ 4,256	\$ 4,355	\$ 4,251	\$ 4,323	\$ 4,456	\$ 4,577
Tasa de cambio USDCOP (fin de año)	\$ 3,164	\$ 3,411	\$ 3,661	\$ 3,880	\$ 4,808	\$ 4,205	\$ 4,276	\$ 4,380	\$ 4,502	\$ 4,597
Devaluación nominal (% promedio año)	0.2%	11.0%	12.6%	1.4%	13.7%	2.3%	-2.4%	1.7%	3.1%	2.7%
Precio promedio del petróleo (Ref. Brent, USD por barril)	\$ 71.1	\$ 64.4	\$ 41.8	\$ 70.7	\$ 100.8	\$ 84	\$ 86	\$ 79	\$ 75	\$ 72

Fuente: Históricos DANE, Ministerio de Hacienda, Bando de la República, Reserva Federal, pronósticos de Grupo Bancolombia.



Luego de un periodo de desaceleración económica en 2023, año que concluiría con un crecimiento anual del PIB de 1,2%, el 2024 será un periodo en el que la actividad productiva irá de menos a más. Pronosticamos un crecimiento de la economía de 0,9% el próximo año, cifra detrás de la cual habría una tendencia de recuperación progresiva.

---

**0,9%**



La convergencia de la inflación será más lenta de lo antes esperado. Pronosticamos un cierre de 2023 en 9,6%, y un final de 2024 en 5,9%. La debilidad de la economía será la principal fuerza bajista, mientras el incremento en los precios de los combustibles y el Fenómeno de El Niño serán los principales obstáculos.

---

**5,9%**



Preveemos una tasa de cambio promedio en 2024 en torno a \$4.250. A grandes rasgos, esperamos una relativa estabilidad del USDCOP con un ligero sesgo a la devaluación durante el próximo año. Esto sería resultado de un contexto global de flujos financieros hacia economías emergentes más estable, pero en donde la elevada inflación local jugará en contra.

---

**\$4.250**

# Ideas Clave

## Economía Global

A pesar de la resiliencia evidenciada en lo corrido del año, la economía mundial atravesaría por una fase de desaceleración durante los últimos meses de 2023 y la primera mitad de 2024 como resultado de la debilidad de la demanda fruto del endurecimiento monetario. Sin embargo, los riesgos continúan al alza a razón, en particular, del aumento de las tensiones geopolíticas.

## PIB

La economía colombiana extendería la tendencia de ralentización durante 2024 como resultado de las altas tasas de interés, el lento descenso de la inflación, el deterioro acumulado en sectores económicos clave, como comercio, construcción e industria, el menor consumo privado, la disminución de la inversión y las menores perspectivas de nuestros principales socios comerciales.

## Fiscal

El Marco Fiscal de Mediano Plazo puso de manifiesto el objetivo de incrementar el gasto público, el cual se destinará en su mayoría al fortalecimiento de la política social, en especial de los programas de transferencias monetarias y subsidios. Sin embargo, las fuentes de ingresos adicionales que permitirían este esfuerzo de gasto tienen, a nuestro juicio, un componente de incertidumbre alto.

## Tasa de cambio

El peso colombiano cerraría el año como la moneda de mejor desempeño de la región durante el 2023. Durante el próximo año, la tasa de cambio mantendría una ligera tendencia de depreciación, debido a que las condiciones financieras a nivel internacional se relajarían únicamente hasta el segundo semestre del próximo año, la desaceleración de la economía y los retos locales en materia de consolidación fiscal.

## Inflación

El proceso de moderación en los precios continuará, aunque de manera más paulatina que lo esperado meses atrás, ya que los riesgos en materia de precios están sesgados al alza como resultado de la desaceleración de la actividad económica, el deterioro en el ingreso de los agentes, la indexación del ajuste en los salarios y las posibles afectaciones sobre los precios que pueda causar el Fenómeno de El Niño.

## Tasa de interés

Esperamos que el ciclo de recortes inicie en diciembre de 2023 y con ello se abra camino para que la postura contractiva de la política monetaria comience a ceder terreno de manera cautelosa, en medio de enormes desafíos desde el frente inflacionario, económico y financiero. Sin embargo, el ritmo de recortes será más gradual debido al alto nivel de precios actual y al desanclaje de las expectativas.

# Entorno internacional

En medio de crecientes riesgos geopolíticos, 2024 sería el año de menor crecimiento de la actual fase del ciclo económico global

## Tendencias globales

En lo corrido de 2023, la economía mundial ha demostrado ser resiliente a pesar de los múltiples vientos en contra relacionados con la aún alta inflación, el elevado endeudamiento, las apretadas condiciones financieras y monetarias y las tensiones geopolíticas avivadas por la guerra en Ucrania, la rivalidad entre Estados Unidos y China y, más recientemente, la guerra entre Israel y Hamás. Así pues, aunque las perspectivas de crecimiento se han recuperado lentamente, lo han hecho de manera divergente con respecto a las economías avanzadas y los mercados emergentes.

No obstante, la economía mundial atravesará por una fase de desaceleración en lo restante del año y la primera mitad de 2024 como resultado de la debilidad de la demanda fruto del endurecimiento monetario. En particular, la desaceleración del crecimiento de EE.UU. se verá compensada por un mayor impulso en Europa, mientras que China continuará, aunque de forma más cautelosa, con su expansión de la mano del apoyo gubernamental.

Ahora bien, las perspectivas de inflación continúan teniendo riesgos al alza, pues una intensificación de la guerra entre Israel y Hamás podría aumentar los precios de

los hidrocarburos, mientras un Fenómeno de El Niño más intenso que lo antes esperado podría impactar la producción agrícola de varios países, tal que se incrementarían los precios mundiales de algunos alimentos. Así pues, la relajación de la política monetaria será cautelosa, debido a la resiliencia de la actividad económica y el mercado laboral. Además, la economía mundial estará atenta a la evolución de la crisis del sector inmobiliario de China que, de profundizarse, perjudicaría a los exportadores de materias primas a nivel global.

Bajo este contexto, se espera que la economía mundial atraviese una fase de “aterrizaje suave”, en la que la inflación se reduzca sin que sea necesaria una recesión económica. Este comportamiento iría en línea con las señales de resiliencia que han sido evidentes en el consumo de los hogares y el mercado laboral de algunas economías.

Sobre esta base, se soporta la modificación que el Fondo Monetario Internacional realizó en su última Actualización de Perspectivas Económicas con respecto a las cifras de abril; el pronóstico de crecimiento global de 2023 subió a 3,0% y se redujo en 0,1 pp para 2024 hasta 2,9%. Todo esto denota una fase de desaceleración económica global que no ha llegado a su punto más álgido.

Pronóstico de crecimiento global del FMI  
(var. % anual)

Región	oct-23		Dif. del pronóstico oct-23 vs abr-23	
	2023	2024	2023	2024
Mundo	3.0%	2.9%	0.2%	-0.1%
EE.UU.	2.1%	1.5%	0.5%	0.4%
Zona euro	3.3%	0.7%	2.5%	-0.7%
China	5.0%	4.2%	-0.2%	-0.3%
Japón	2.0%	1.0%	0.7%	0.0%
América Latina	2.3%	2.3%	0.7%	0.1%

Fuente: Fondo Monetario Internacional, elaborado por Grupo Bancolombia.

# Estados Unidos

En 2024 se hará evidente el efecto de las altas tasas de interés en EE.UU. sobre su crecimiento e inflación

## Economía de Estados Unidos

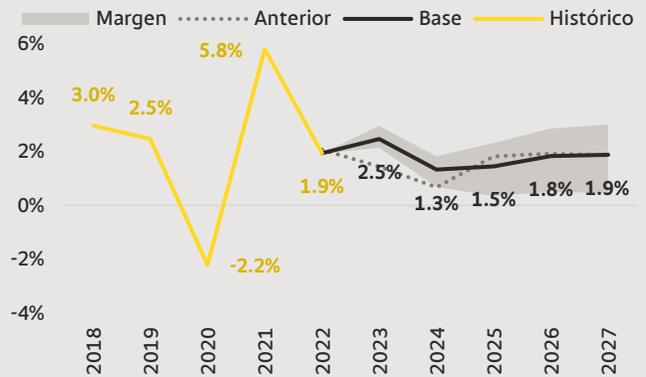
Durante el 2T23, la economía de EE.UU. registró un crecimiento anualizado de 2,1% frente al 1T23, como resultado del fortalecimiento de la inversión y el gasto público. Además, según la estimación preliminar del PIB del 3T23, el crecimiento se aceleró notablemente (4,9% trimestral anualizado) impulsado por un sólido gasto de los consumidores y el gasto de las empresas en inventarios. Así pues, este comportamiento evidenció la resiliencia de la principal economía del mundo a pesar de la aún alta inflación y el endurecimiento monetario por parte de la FED, en línea con la solidez del mercado laboral, tal que aumenta la posibilidad de un aterrizaje suave en EE.UU.

Sin embargo, teniendo en cuenta el regazo de la transmisión de la política monetaria, se espera que la economía comience a desacelerarse en el último trimestre del año fruto de una menor demanda por parte de los hogares. En este sentido, aumentamos el pronóstico de crecimiento del PIB de EE.UU. hasta 2,5% para 2023 y 1,3% para 2024. En concreto, es previsible que la actividad comience a moderarse en los últimos meses de este año y la primera mitad de 2024 para luego repuntar, de la mano de la disminución de presiones inflacionarias, el aumento del desempleo y el inicio de los recortes en el tipo de interés de los fondos federales por parte de la FED.

Con respecto a los precios, la inflación anual por PCE -que mide cuánto pagan los consumidores por bienes y servicios- en EE.UU. se ubicó en 3,4% por tercer mes consecutivo en septiembre. Por su parte, el componente básico ha dado señales de convergencia, ya que registró en septiembre el menor nivel desde el mismo mes de 2021 (3,7% anual). Bajo este contexto, creemos que la inflación cerrará el año en 3,4%, de la mano de la desaceleración del consumo de los hogares debido al endurecimiento financiero. No obstante, la volatilidad de los precios de las materias primas, en particular del petróleo, podría ejercer presiones al alza sobre los precios.

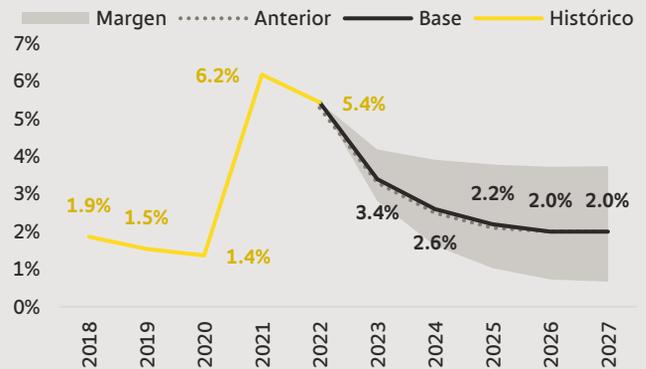
Esperamos que el Comité Federal de Mercado Abierto mantenga estable su tasa de interés en el rango actual (5,25%-5,50%) hasta el 2T24, mientras se hace evidente el proceso de convergencia de la inflación. Con esto, a partir del 3T24, la Reserva Federal iniciaría el proceso de recortes de su tasa de interés, tal que el próximo año cerraría en el rango 4,25%-4,50%, tras 100 pb de recortes.

Pronóstico de crecimiento del PIB de EE.UU. (var. % anual)



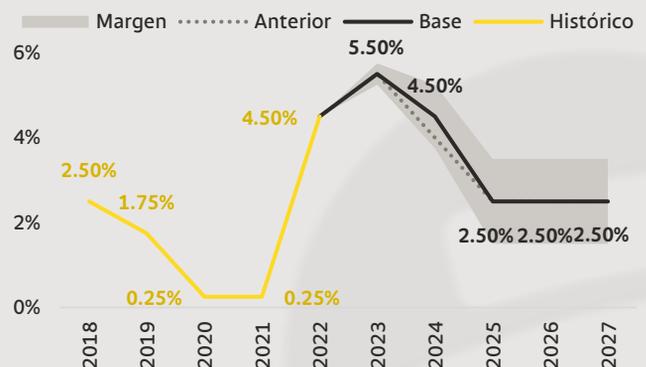
Fuente: Históricos de Reserva Federal, pronósticos de Grupo Bancolombia.

Proyección de inflación en EE.UU. (PCE; var. % anual)



Fuente: Históricos de Reserva Federal, pronósticos de Grupo Bancolombia.

Pronóstico de tasa de los fondos federales (% anual, límite superior)



Fuente: Históricos de Reserva Federal, pronósticos de Grupo Bancolombia.

# Precio del petróleo y socios comerciales

El precio del crudo se mantendría elevado, mientras nuestros socios comerciales registrarían un bajo crecimiento en 2024

## Precios del petróleo

En medio de importantes acontecimientos de orden geopolítico, los precios del petróleo han vuelto a subir. En lo corrido de 2023 el precio de la referencia Brent se ubica en USD83 por barril, con un máximo del año (USD96,6) en los últimos días del 3T23. La tendencia reciente se ha soportado en: (1) la resiliencia de la economía de EE.UU. y la recuperación de la actividad productiva en China, que ha fomentado un crecimiento de la demanda por esta materia prima; (2) la extensión del programa de recortes de producción de la OPEP+, liderados por Arabia Saudita, que ha llevado a que el balance entre oferta y demanda de crudo siga ajustado; y (3) las tensiones geopolíticas que incrementan la incertidumbre en los mercados y en la dinámica del precio de este producto.

Creemos que los precios del crudo cerrarán 2023 en alrededor de USD88. De cara al 2024, esperamos que el precio promedio de la referencia Brent sea cercano a USD86. Este nivel contempla un balance oferta-demanda levemente deficitario y la desaceleración de las economías desarrolladas. Así mismo, nuestros sesgos se mantienen al alza fruto de las tensiones geopolíticas actuales y que los miembros del cartel de la OPEP+ puedan mantener los recortes en la producción para sostener los precios.

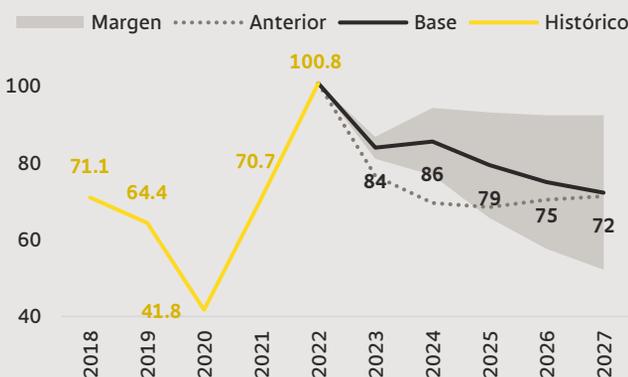
## Crecimiento de los socios comerciales

En línea con las perspectivas más retadoras para el crecimiento mundial durante el próximo año, los elevados tipos de interés a nivel global, las tensiones geopolíticas y la frágil confianza de los inversionistas impactarán el desempeño de nuestros principales socios comerciales. Luego de un 2022 en el que el crecimiento de estos países fue inferior al promedio histórico, en el horizonte de pronóstico los registros se mantendrían por debajo de esta referencia. En 2024 el escenario sería más desafiante ante la disminución de los ingresos por exportaciones y remesas, y el impacto del Fenómeno de El Niño.

No obstante, algunas nuevas tendencias comerciales como el “nearshoring”, la solidez de los ingresos por turismo y la entrada de Inversión Extranjera Directa beneficiarían a algunos de nuestros socios, en particular de América Latina.

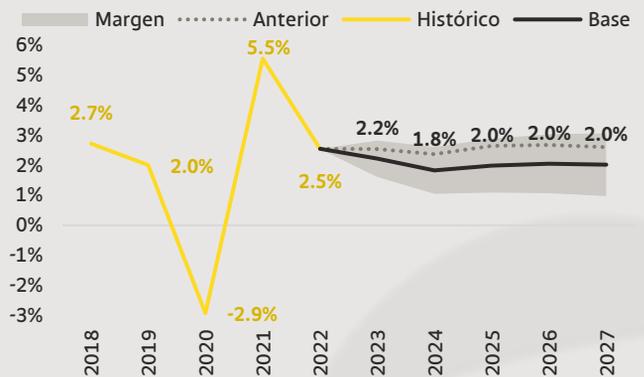
En este sentido, pre vemos que el crecimiento económico de los principales socios comerciales del país se ubicará en alrededor de 2,2% este año. Luego, en 2024, como resultado de las perspectivas más complejas y el efecto rezagado de las altas tasas de interés, este crecimiento se desacelerará hasta 1,8%.

Proyección de precios de petróleo (ref. Brent, US\$ por barril, promedio de periodo)



Fuente: Históricos de Reserva Federal, pronósticos de Grupo Bancolombia.

Crecimiento del PIB de los principales socios comerciales de Colombia (var. % anual)



Fuente: Históricos de FMI, pronósticos de Grupo Bancolombia.

# Crecimiento económico

El periodo más retador del ciclo económico para Colombia sería el que estamos cursando actualmente

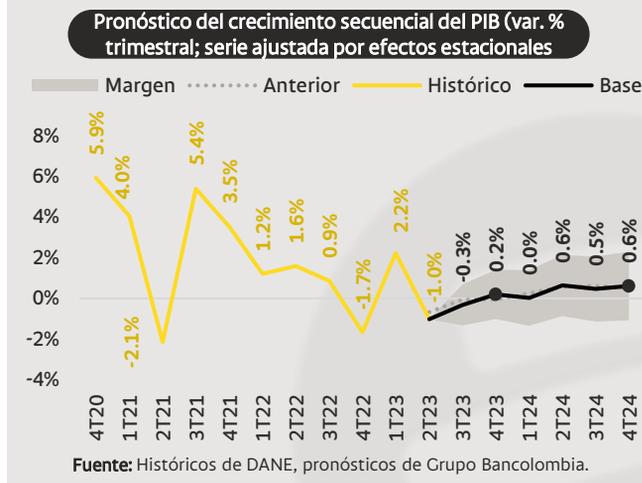
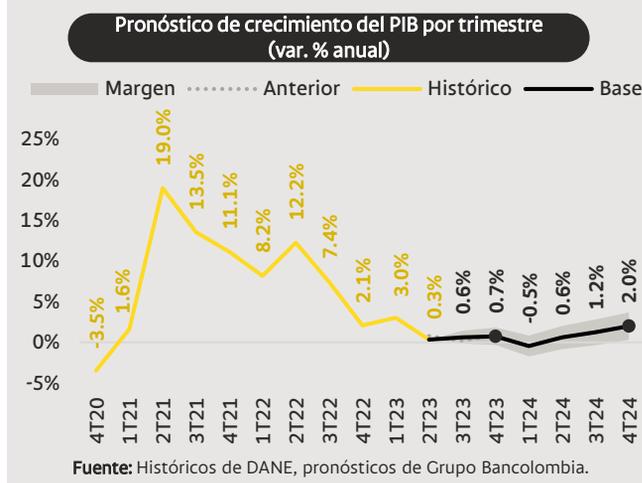
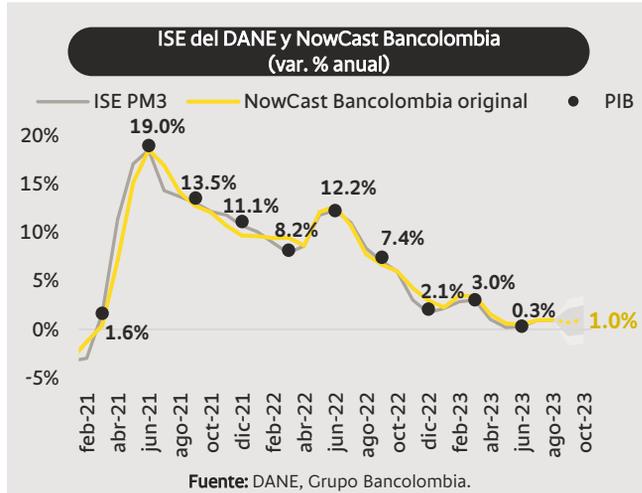
La tendencia de desaceleración de la economía colombiana se ha explicado, entre varios factores, por un consumo privado debilitado. Tal como señala nuestro indicador de consumo en tiempo real ([aquí](#)), el nivel de gasto de los hogares se mantiene en terreno contractivo como resultado de la persistencia inflacionaria y los altos tipos de interés; elementos que vienen socavando la capacidad de compra y limitando la posibilidad de apalancar el gasto en crédito, en un momento en que la capacidad financiera de los hogares ya se encuentra agotada.

Ante esto, la economía extendería la tendencia de ralentización durante los siguientes trimestres. Si bien los recientes resultados del Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE) y de nuestro NowCast Bancolombia anticipan un ligero repunte en el 3T23, después del bajo crecimiento anual de 0,3% del 2T23, prevemos que el PIB mantenga tasas de crecimiento muy por debajo de su capacidad potencial hasta la mitad del 2024.

Esta perspectiva de bajo dinamismo productivo sería principalmente consecuencia de las altas tasas de interés. La tasa de interés de política monetaria está en su máximo nivel nominal desde finales de 1999, mientras que la real *ex-ante* (la que descuenta las expectativas de inflación) se mantiene en niveles récord. Con esto se configura la postura monetaria más contractiva que ha tenido que enfrentar la economía en lo corrido del Siglo XXI, donde la totalidad de sus efectos aún faltarían por transmitirse.

Además de esto, se añade el lento descenso de la inflación, el deterioro acumulado en sectores económicos clave y las menores perspectivas desde nuestros principales socios comerciales. Los recientes resultados en materia de precios señalan que el reto inflacionario no se encuentra del todo resuelto, lo que motivaría una disminución cautelosa en la tasa de interés por parte del Emisor. Así mismo, continuarían pesando sobre la economía los efectos adversos que conlleva la incertidumbre relacionada con la agenda de reformas y cambios regulatorios que pretendería adelantar el Gobierno.

Es por esto que la demanda interna continuará su proceso de ajuste durante el presente año y la primera parte del 2024. Dado este conjunto de determinantes, nuestra estimación de crecimiento del PIB es de 1,2% para el 2023 completo y de 0,9% para el 2024, de manera que se vislumbra un panorama de corto plazo desafiante.



# Crecimiento económico

El gasto público sería el contrapeso a una demanda interna privada debilitada por las altas tasas de interés

El enfriamiento del consumo privado sería el principal determinante detrás del debilitamiento en la demanda agregada. Prevemos que el consumo de los hogares continúe retrocediendo hacia niveles más sostenibles como consecuencia de la persistencia de la inflación, la dificultad de apalancar las compras en crédito a raíz de los altos tipos de interés y el debilitamiento esperado del mercado laboral.

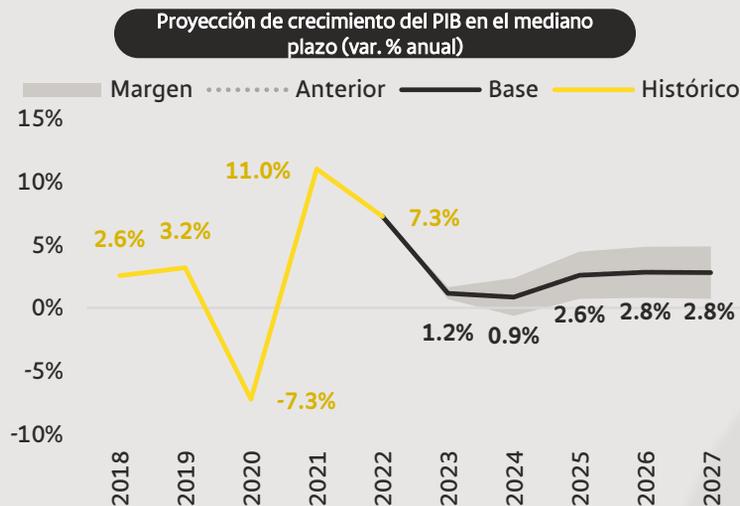
Ahora bien, el incremento en el gasto del Gobierno podría posicionarse como un contrapeso a este panorama. El fortalecimiento de la política social, orientada a ampliar los programas de transferencias monetarias, podría revitalizar el consumo en determinados segmentos de bienes, especialmente en alimentos y bienes básicos.

La inversión continuaría lenta como resultado de las elevadas tasas de interés y el menor impulso público. La actividad constructora, que representa el núcleo duro de la inversión en el país, afronta un panorama en el cual no se vislumbran grandes proyectos de infraestructura de interés nacional, toda vez que el enfoque del gasto público en el corto plazo estaría en los programas sociales. De igual forma, la fuerte caída en las ventas de vivienda seguiría presionando a la baja la actividad del sector durante todo 2024 ([aquí](#)).

Sobre esta base, se añaden los efectos adversos que trae consigo la incertidumbre en los mercados de cara a la agenda de reformas. El trámite de las reformas y la incertidumbre que los potenciales cambios generan en algunos sectores seguirá siendo relevante para la toma de decisiones estratégicas y de inversión por parte de los agentes locales y extranjeros.

El desbalance externo sufriría una importante corrección, que aportaría positivamente al crecimiento, pero jugaría en contra de la inversión. El bajo crecimiento económico sería el factor clave detrás del ajuste en este frente vía menores importaciones, mientras que el rebote en los precios del petróleo y la estabilidad en la canasta tradicional llevarían a una menor desaceleración en las exportaciones. Ahora bien, este descenso en las importaciones también afectaría la compra al exterior de maquinaria y equipo, un rubro de la inversión que venía resaltando por su dinámica en los dos años anteriores.

En suma, la economía crecería por debajo de las capacidades potenciales durante 2024. El lento descenso en la inflación, la reducción cautelosa en los tipos de interés y los rezagos en la política monetaria serían las claves en nuestro pronóstico de crecimiento del PIB de solo 1,2% para el 2023 y 0,9% para el 2024.



Fuente: Históricos de DANE, pronósticos de Grupo Bancolombia.

# Comportamiento sectorial

Algunos de los sectores primordiales para la actividad económica se mantendrían en terreno contractivo

**Anticipamos que los macrosectores más importantes de la economía seguirán marcando la pauta de la desaceleración.**

Las actividades secundarias (manufactura y construcción) y el comercio prolongarían sus deterioros ante el menor consumo privado y el bajo crecimiento económico. De igual forma, el sector primario (agropecuario y minería) afrontaría a El Niño y la incertidumbre regulatoria, mientras que las actividades de servicios y las relacionadas al gasto público se mantendrían dinámicas.

**Los deterioros más fuertes se registrarían en el comercio, transporte, alojamiento y comidas.** Estas actividades, que han decrecido de manera consistente en lo corrido de 2023, extenderían su mal momento hasta el 2024 a raíz del débil consumo privado, los bajos niveles de confianza de los hogares y el debilitamiento previsto para el mercado laboral.

**En la construcción seguirá pensando el mayor costo del acceso a financiamiento.** Esto a raíz de las altas tasas de interés y la desvalorización de la deuda pública, a lo que se añade el débil mercado de vivienda y el menor impulso público a las grandes obras de infraestructura ([aquí](#)). No obstante, el fortalecimiento del programa de subsidios

para la adquisición de vivienda (Mi Casa Ya) y la evolución en la construcción de vías terciarias podrían compensar parcialmente el panorama desafiante.

**El agro se vería afectado ante la ocurrencia del Fenómeno de El Niño.** Este evento climático que, según las más recientes estimaciones tendría una menor intensidad respecto al ocurrido en 2016, impactaría con mayor fuerza las cosechas durante la primera mitad de 2024.

**La actividad minera enfrentaría un panorama de persistentes incógnitas regulatorias de la mano del fin en el auge de los precios internacionales.** Allí será fundamental el desarrollo de la política de transición energética, los planes de exploración e inversión, junto con la evolución de la cotización del petróleo.

**El sector público y las actividades de servicios destacarían por su dinamismo.** El mayor gasto del Gobierno impulsaría el avance del primer sector, a pesar de los retos en la ejecución; mientras el sector financiero y las actividades de entretenimiento se mantendrían sólidas.

**Para una visión más amplia los invitamos a consultar el capítulo de perspectivas sectoriales de este documento.**

Crecimiento del PIB por demanda  
(var. % anual, base 2019=100)

Rubro	Var. % anual				Nivel 2019 = 100			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
PIB	11.0%	7.3%	1.2%	0.9%	103.0	110.4	111.8	112.8
Consumo total	13.6%	7.9%	1.2%	0.7%	108.9	117.5	118.9	119.8
Privado	14.5%	9.5%	0.7%	-0.1%	108.9	119.3	120.2	120.1
Público	9.8%	0.3%	3.3%	4.6%	109.0	109.3	112.9	118.1
Inversión fija	17.3%	11.4%	-6.6%	0.3%	89.2	99.3	92.7	93.0
Exportaciones	15.9%	14.8%	0.6%	1.9%	89.6	102.9	103.6	105.5
Importaciones	26.7%	22.3%	-8.2%	0.5%	101.5	124.1	113.9	114.4

Fuente: Históricos de DANE, pronósticos de Grupo Bancolombia.

# Mercado laboral

## El mercado laboral resentiría los efectos de la desaceleración económica

Los efectos rezagados de la ralentización de la economía y la persistencia inflacionaria comenzarían a presionar el mercado de trabajo. Esto se traduciría en aumentos en la tasa de desempleo ante una mayor dificultad desde el sector productivo para generar o mantener puestos de trabajo, a la vez que se incrementaría la participación laboral de los ciudadanos en busca de compensar la pérdida de poder adquisitivo; todo esto en medio de un mayor gasto público e incertidumbre en torno a los cambios definitivos que traiga la reforma laboral.

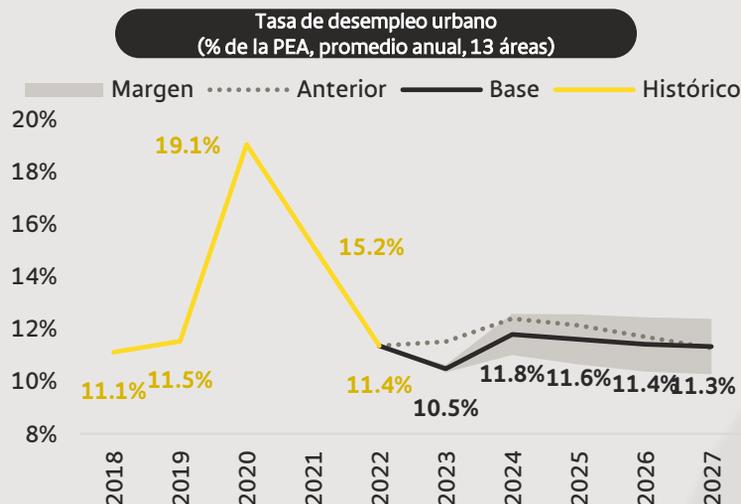
La generación de nuevos puestos de trabajo, hasta ahora distanciada de la evolución de la economía, se vería deteriorada por un crecimiento económico muy inferior a las capacidades potenciales. En este contexto de desaceleración, el sector productivo enfrentaría grandes retos de cara a la generación y sostenimiento de los puestos de trabajo, particularmente en sectores como la manufactura, el comercio y la construcción, que ya han acumulado importantes deterioros y que representan cerca del 25% de los ocupados del país.

Ahora bien, en medio de esto, el empleo público podría continuar representando un contrapeso. Este sector se ha posicionado como la principal fuente de ocupación en los últimos meses, situación que, de cara al próximo año,

donde el Gobierno contaría con un presupuesto de gasto público mayor, podría contrarrestar la menor dinámica privada. Ahora bien, este potencial efecto positivo en términos de nueva nómina directa -e impacto indirecto en otros sectores dependerá-, en parte, de la evolución de la ejecución del presupuesto.

Por otra parte, el lento proceso de convergencia en la inflación y los altos tipos de interés derivarían en mayores presiones sobre el mercado laboral. El menor ingreso disponible a efectos de la persistencia inflacionaria, que anticipamos se mantendría durante todo el 2024 fuera del rango de tolerancia del Banrep, sumado a las dificultades de los hogares para apalancar sus gastos en crédito ante tasas que descenderían cautelosamente, incrementarían el volumen de ciudadanos buscando compensar ingresos a través de la búsqueda activa de empleo o de incrementar el número de horas trabajadas.

A este balance entre menor demanda por trabajadores y un aumento en la oferta de mano de obra se sumaría la incertidumbre en torno a la reforma laboral. Resulta plausible que algunos sectores privados decidan posponer los planes de expansión en la planta de trabajadores mientras se definen los cambios definitivos que tendrían o no las reglas de contratación laboral formal.



Fuente: Históricos de DANE, pronósticos de Grupo Bancolombia.

# Finanzas públicas

El incremento del gasto total y en intereses frente a ingresos inciertos harán que el déficit fiscal se incremente en 2024

El Marco Fiscal de Mediano Plazo puso de manifiesto el objetivo de incrementar el gasto público. Tal como lo señalamos en nuestro análisis ([aquí](#)), a partir del 2024 el gasto primario (como % del PIB) se mantendría muy por encima de su estándar prepandémico, en un contexto de ingresos adicionales inciertos y una visión optimista en el pago de los intereses de la deuda.

Este mayor gasto del Gobierno se destinará mayormente al fortalecimiento de la política social, en especial de los programas de transferencias monetarias y subsidios. En este sentido, destacan iniciativas como Renta Ciudadana, Jóvenes en Paz o los pagos a madres cabezas de familia, que, aunque tienen el objetivo de reducir las brechas sociales, requerirán de fuentes de ingresos permanentes de aquí en adelante.

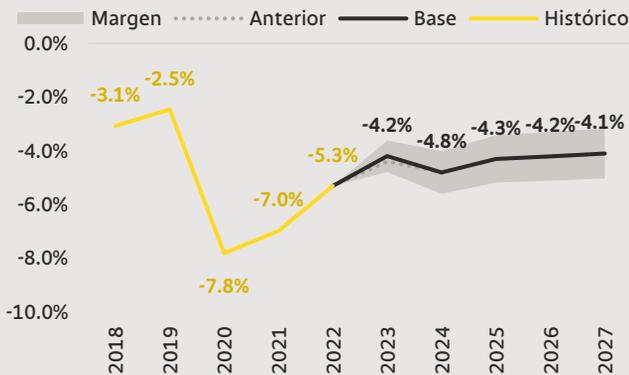
Sin embargo, las fuentes de ingresos adicionales que permitirían este esfuerzo de gasto tienen, a nuestro juicio, un componente de incertidumbre alto. El Gobierno espera obtener recursos estables en el mediano plazo producto de litigios y de mejoras en el recaudo tributario, por cuenta del fortalecimiento de la DIAN, por un monto similar al proveniente de la reforma tributaria del año pasado. Ante esto, y a pesar de los recientes buenos resultados en ingresos y recaudo, se trata de fuentes de

que consideramos retador incluir como seguras en la perspectiva fiscal, particularmente dado el elevado monto que representan en 2024. Esto podría presionar hacia un déficit de mediano plazo más elevado respecto al previsto en el MFMP23.

Además, otro riesgo reside en una visión optimista sobre el pago de intereses. Estimamos que los recursos destinados a este concepto se sostendrían en el mediano plazo por encima del 4% del PIB, como resultado de un nivel deuda por encima del ancla durante todo el horizonte de pronóstico y de una tasa de interés promedio cuyo nuevo equilibrio debería ser superior a las referencias prepandémicas ante la ajustada situación financiera internacional, donde la evolución reciente de la inflación en EE.UU. podría implicar tasas altas por más tiempo.

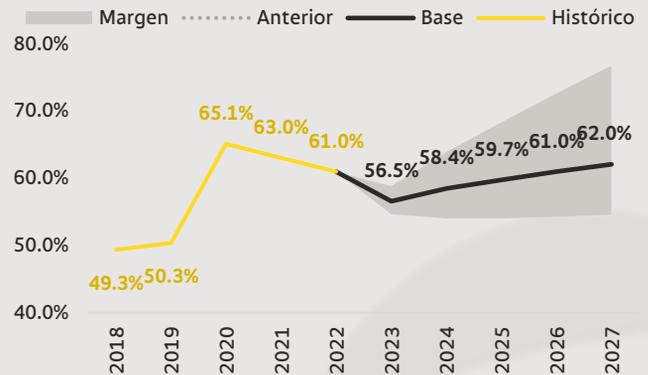
Finalmente, otro elemento a tener en cuenta se relaciona con los menores recursos destinados a subsanar el déficit del Fondo de Estabilización de los Precios de los Combustibles (FEPC). El reto se encuentra en que llevar a valor de mercado el precio del ACPM podría enfrentarse a alguna resistencia social, dados los efectos inflacionarios vía un incremento de los costos de la logística, en un contexto de mayores precios del crudo de lo antes esperado.

Balance del Gobierno Nacional Central (% del PIB)



Fuente: Históricos de Ministerio de Hacienda, pronósticos de Grupo Bancolombia.

Saldo de la deuda del Gobierno Nacional Central (% del PIB)



Fuente: Históricos de Ministerio de Hacienda, pronósticos de Grupo Bancolombia.

# Balanza comercial

Luego de un fuerte retroceso en 2023, el comercio internacional de Colombia tendería a estabilizarse en 2024

La evolución reciente del comercio exterior ha permitido una acentuada reducción del desbalance comercial, tras un 2022 de déficit histórico. Este proceso de convergencia hacia niveles más balanceados, y cercanos a la media histórica, viene siendo resultado de un descenso más fuerte en las importaciones relativo al retroceso de las exportaciones, dinámica que en ambos casos responde a una reversión del escenario económico que impulsó ambos rubros a lo largo de 2021 y 2022.

El notable retroceso en las importaciones -como respuesta al menor crecimiento económico- sería el factor clave en el menor desbalance comercial. La ralentización de la actividad productiva, principalmente como respuesta al menor consumo privado, continuaría debilitando la demanda de los hogares por bienes de consumo importados, así como la del sector productivo por insumos. De igual forma, este último elemento unido a bajos niveles de inversión prolongarían el deterioro en las compras al exterior de maquinaria y equipo.

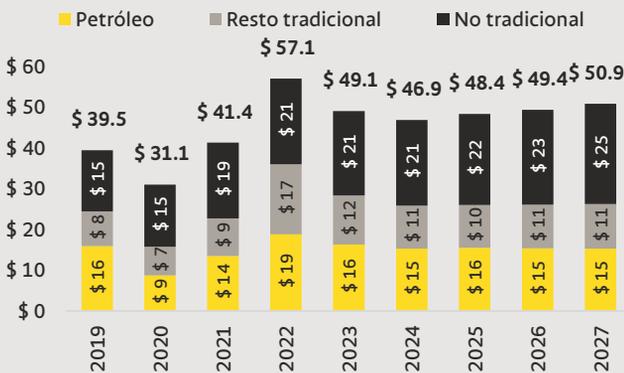
Sobre esta base, se agregan los efectos del descenso en los precios internacionales de los bienes y en los costos medidos en dólares de los fletes del transporte marítimo.

Por su parte, la menor pérdida de dinamismo en las exportaciones ocurriría ante la disminución en las cotizaciones internacionales de nuestros principales productos, pero con una movilización similar en toneladas exportadas. Si bien los precios del petróleo han repuntado recientemente, se mantendrían por debajo de los registros de 2022. Igualmente, proseguiría la disipación del boom en los precios del carbón, el café y el ferrocarril.

Del mismo modo, las perspectivas de bajo crecimiento en nuestros principales socios comerciales (EE.UU., la Unión Europea y China) debilitarían la demanda por nuestra canasta no tradicional. Aunque el levantamiento temporal de las sanciones a Venezuela beneficiaría la ya positiva reactivación del comercio con el vecino país.

No obstante, este panorama se vería condicionado por la situación geopolítica internacional. La coyuntura en Israel y Ucrania continuaría imprimiendo volatilidad en los precios de las materias primas, así como una amenaza latente para las cadenas logísticas internacionales. Por su parte, las políticas locales de transición energética y de aranceles inteligentes serán otro factor determinante.

Escenario de exportaciones de bienes (USD miles de millones FOB)



Fuente: Históricos de DANE y Banco de la República, pronósticos de Grupo Bancolombia.

Escenario de importaciones de bienes (USD miles de millones CIF)



Fuente: Históricos de DANE y Banco de la República, pronósticos de Grupo Bancolombia.

# Balanza de pagos

## Un contexto económico local menos favorable conllevaría a un menor déficit de cuenta corriente

El déficit externo del país ha consolidado una acelerada reducción como resultado de la reversión del contexto económico. Tras representar el 7,1% del PIB durante el 3T22 –de los más elevados de la historia– el déficit en cuenta corriente ha registrado un rápido descenso que lo ubica con corte al 2T23 en 3% del PIB. Este ajuste hacia un déficit, claramente inferior al promedio de la última década, tiene como fundamentales una fuerte desaceleración de la economía, acompañada por el desvanecimiento en el boom de los precios de las materias primas y un sólido flujo de remesas en dólares hacia el país.

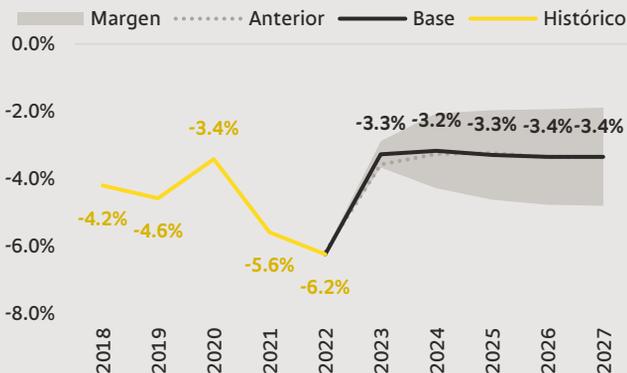
Además de lo ya mencionado respecto al balance comercial, el rubro de servicios continuaría registrando déficits notablemente bajos. Este rubro, que durante el 2023 ha exhibido el menor déficit desde que se tienen registros (0,5% del PIB), se mantendría en bajos niveles ante la fortaleza en la venta de servicios por parte de colombianos residentes en el país hacia empresas en el exterior, al tiempo que se prolongaría el ímpetu en el ingreso de turistas internacionales y la coyuntura económica local dificulta el gasto de nacionales en el exterior.

Por su parte, la salida de rentas factoriales continuaría con su tendencia de disminución. Los menores precios de los productos minero-energéticos respecto a los máximos evidenciados durante el 2022, junto con el bajo ritmo de crecimiento de la economía local limitarían la salida de utilidades de las empresas extranjeras que realizan actividades en el país; principalmente aquellas que operan en el sector de hidrocarburos y de extracción de carbón.

El ingreso de remesas se mantendría como el principal financiador del déficit externo. Estos flujos netos, que han venido ganando participación desde niveles cercanos al 1,4% del PIB en el 2014 hasta ubicarse en niveles consistentemente superiores al 3% del PIB desde el choque de la pandemia, se mantendrían mayormente sólidos como consecuencia del alto flujo de colombianos migrantes hacia EE.UU. y Europa, junto con la fortaleza de sus respectivos mercados laborales.

Por último, resulta previsible que el ambiente de incertidumbre debilite los hasta ahora resilientes flujos de inversión extranjera directa. La toma de decisiones de este tipo podría materializar una mayor cautela en sectores clave para estos flujos, principalmente, en el minero energético.

Escenario de cuenta corriente de mediano plazo (% del PIB)



Fuente: Históricos de DANE y Banco de la República, pronósticos de Grupo Bancolombia.

Desagregación del escenario base de cuenta corriente (% del PIB)

Rubro	Unidad	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Balance de Cuenta Corriente	% del PIB	-6.2%	-3.3%	-3.2%	-3.3%	-3.4%	-3.4%
	USD mn	-\$ 21.5	-\$ 11.9	-\$ 12.8	-\$ 14.1	-\$ 14.8	-\$ 15.4
Bienes	% del PIB	-3.5%	-1.9%	-1.8%	-1.9%	-1.9%	-1.8%
	USD mn	-\$ 12.0	-\$ 6.8	-\$ 7.5	-\$ 7.9	-\$ 8.2	-\$ 8.4
Servicios	% del PIB	-1.3%	-0.7%	-0.8%	-0.8%	-1.0%	-1.1%
	USD mn	-\$ 4.4	-\$ 2.6	-\$ 3.0	-\$ 3.4	-\$ 4.4	-\$ 4.9
Renta factorial	% del PIB	-5.1%	-4.0%	-3.8%	-3.8%	-3.6%	-3.6%
	USD mn	-\$ 17.4	-\$ 14.8	-\$ 15.4	-\$ 16.2	-\$ 15.9	-\$ 16.3
Transferencias corrientes	% del PIB	3.6%	3.3%	3.2%	3.2%	3.1%	3.1%
	USD mn	\$ 12.3	\$ 12.2	\$ 13.0	\$ 13.4	\$ 13.7	\$ 14.2

Fuente: Históricos de DANE y Banco de la República, pronósticos de Grupo Bancolombia.

# Tasa de cambio

Las condiciones financieras globales y las perspectivas económicas locales determinarán la evolución del USDCOP durante el próximo año

La tasa de cambio USDCOP ha presentado en los últimos meses una tendencia alcista, sin embargo, continúa como la moneda de mejor desempeño de la región durante el 2023. Este comportamiento reciente obedeció, en gran medida, a un contexto internacional incierto, que favoreció el fortalecimiento del dólar a nivel global.

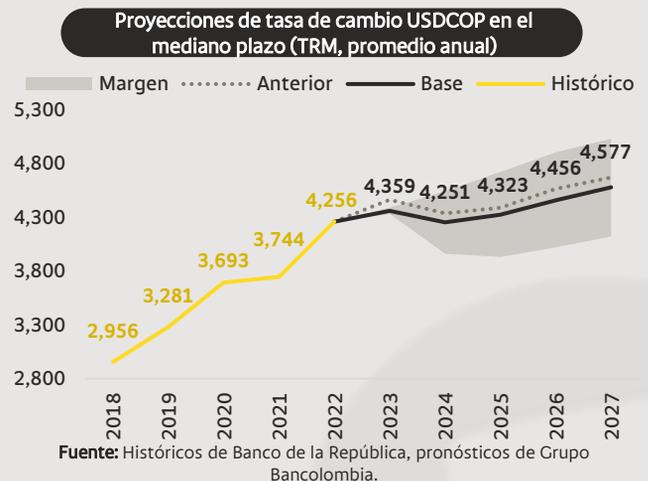
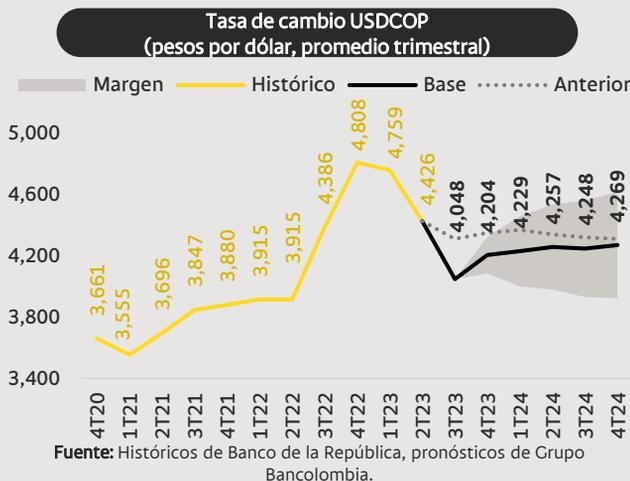
En concreto, las señales dadas por la FED de tasas más altas por más tiempo han sido la principal fuente de incertidumbre y volatilidad en los mercados. La resiliencia de la actividad económica de EE.UU. sustentada en la fortaleza del mercado laboral, es la principal razón detrás de la decisión de sostener la política monetaria contractiva por un periodo más largo. Además, si bien el ciclo de ajustes ya habría terminado, la posibilidad de que se lleven a cabo incrementos adicionales en las tasas de interés durante la última reunión del año se mantiene latente, especialmente debido a que el reto inflacionario aún no se habría superado. Por otro lado, las tensiones geopolíticas, reavivadas por el recrudescimiento del conflicto en el Medio Oriente favorecieron un sentimiento de aversión al riesgo generalizado, lo cual aumentó el apetito por dólares a nivel global como activo refugio.

A nivel local, la institucionalidad económica y política

permitieron que disminuyera la percepción de riesgo país. El compromiso con el cumplimiento de la regla fiscal, así como el debate de las reformas en el Congreso, han permitido que se disipen los temores por parte de los inversionistas internacionales.

Por otro lado, la persistencia de la inflación en Colombia y las elevadas tasas de interés han ampliado los diferenciales en los tipos nominales del país frente a sus pares. Además, la reducción de los déficits gemelos durante el 2023, en particular el de cuenta corriente, ha disminuido las vulnerabilidades externas, tal que el rol de la tasa de cambio como variable de ajuste se ha reducido ante la menor necesidad de financiamiento externo.

Como consecuencia de lo anterior, anticipamos que el USDCOP cerrará el 2023 en alrededor de \$4.200. Para el 2024, consideramos que la tasa de cambio mantendría una ligera tendencia de depreciación, debido a que las condiciones financieras a nivel internacional se relajarían únicamente hasta el 2024. Esto, sumado a los retos locales en materia de consolidación fiscal y a la desaceleración de la economía, deberían conllevar a un promedio en la tasa de cambio de alrededor de \$4.250 en el próximo año.



# Inflación

El proceso de moderación en los precios continúa y llevará la inflación anual a cerrar el 2023 en 9,6%

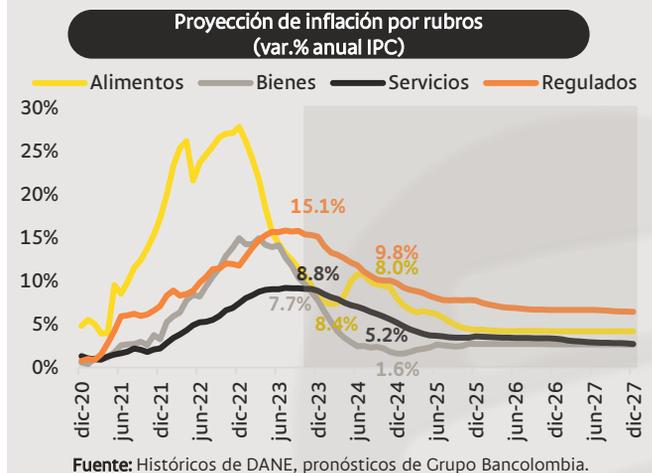
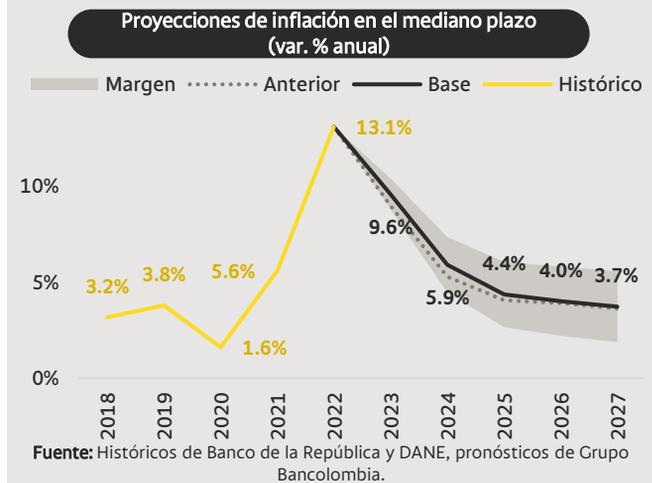
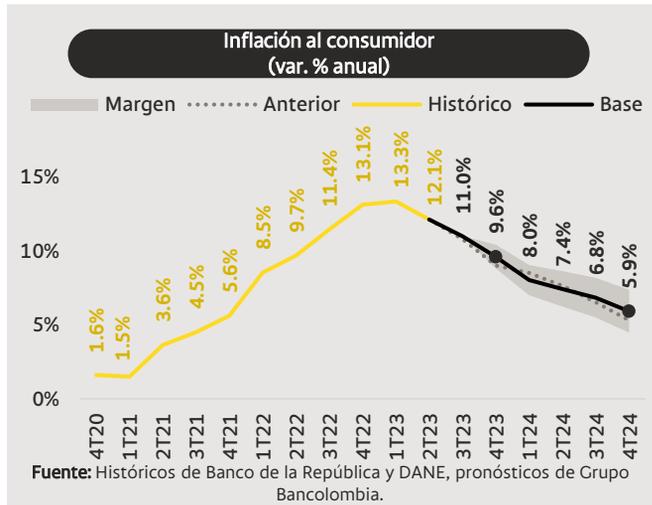
Con menos vigor, el proceso de moderación en los precios continúa. Al cierre del 3T23 la inflación anual se ubicó en 10,99%, una reducción de 2,35 pp desde el máximo de este siglo, alcanzado al cierre del primer trimestre (13,34%). Esta tendencia ha tenido obstáculos focalizados en: los ajustes en los precios de los combustibles, el proceso de indexación producto de la elevada inflación y el incremento en el salario mínimo, y los riesgos por factores climáticos o temporales que han incidido sobre la dinámica en los precios de los alimentos.

No obstante, el segmento de bienes ha mostrado una **desaceleración destacable**. Si bien este segmento en términos anuales crece a dos dígitos (10,4% a cierre del 3T23), la reducción desde su pico máximo en marzo de 2023 (14,9%) ha sido el doble respecto a la reducción en la inflación total. La postura restrictiva de la política monetaria se ha transmitido a los agentes económicos atenuando los excesos de demanda que experimentó la economía durante 2022. Así mismo, la menor volatilidad en la tasa de cambio ha favorecido que la transmisión sobre los precios de los bienes importados sea menos adversa que la observada un año atrás y durante la primera parte de 2023.

La inflación anual cerrará 2023 en 9,6%. Creemos que los riesgos en materia de precios están sesgados al alza para el cierre de este año. Consideramos que los ajustes en los precios de los combustibles continuarán, quizás con menor contundencia que lo observado durante la mayor parte de este año en la gasolina, pero esto significará una presión alcista sobre el componente de regulados, que esperamos se ubique en 15,1% anual para diciembre de 2023.

Otra de las fuentes de presión sobre los precios provendrá de los alimentos (8,4% anual para el cierre 2023). Por un lado, creemos que la entrada de los impuestos saludables impulsará los alimentos procesados, y la mayor incidencia del fenómeno de El Niño incidirá sobre los perecederos. Lo anterior, junto con los efectos de segunda ronda que un régimen de baja lluvias puede ocasionar sobre la producción de proteína animal.

En cuanto al segmento de bienes y servicios esperamos que estos se ubiquen en 7,7% y 8,8%, respectivamente para el cierre de 2023. La alta tasa de interés desestimula la toma de crédito para adquirir bienes. Así mismo, el cambio de patrón de consumo orientado hacia los servicios propicia que este segmento tenga una mayor persistencia.



# Inflación

Durante 2024 se concentrarán dos fuerzas opuestas que llevará la inflación a reducirse hasta 5,9%

Para el próximo año anticipamos que la inflación continuará en descenso hasta ubicarse en 5,9%. Esto significa que el proceso de moderación continuará, pero los riesgos llevarán a enfrentar dos fuerzas opuestas: una desaceleración de la actividad económica y el deterioro en el ingreso de los agentes que propicie un exceso de oferta. Y, por otro lado, la indexación del ajuste en los salarios que acreciente la persistencia de la inflación.

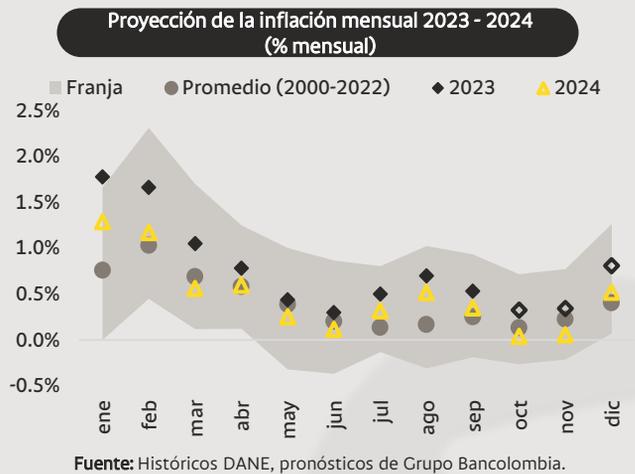
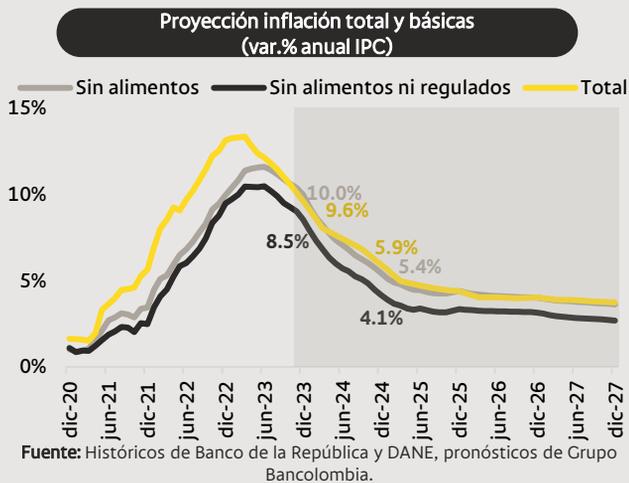
Si bien, los excesos de demanda en la economía se han corregido de manera importante, no es descartable que el endurecimiento de las condiciones financieras, la extensión de la política monetaria restrictiva y una menor expectativa de crecimiento para el 2024, puedan activar un desbalance de la oferta agregada frente a la demanda y conlleve a que los precios rápidamente corrijan de una forma no deseable para las autoridades de política.

Por otro lado, dadas las características en los ajustes al salario mínimo de los últimos años, con incrementos nominales de doble dígito, no descartamos que el incremento para el 2024 siga en esa tendencia. De hecho,

nuestro escenario de pronóstico de inflación incorpora un ajuste del salario mínimo de 12,3%. Así mismo, con la alta inflación observada, a pesar de la tendencia de moderación actual, será una presión que impondrá un fuerte ajuste – indexación – sobre los servicios de alquiler, salud, educación y relacionados, que son los rubros que tienen una alta ponderación en la canasta total, y por esta vía sean la fuente persistencia de la inflación total.

Otro factor relevante incorporado en nuestra senda de pronóstico es la extensión y posibles afectaciones sobre los precios que pueda causar un Fenómeno de El Niño fuerte hasta primer semestre del próximo año, que junto con el ajuste gradual previsible en los precios del ACPM ejercerán una presión alcista sobre los alimentos y regulados.

En el mediano plazo creemos que la inflación alcanzará el límite superior del rango de tolerancia del Emisor (2%-4%) hacia mediados de 2026. Lo cual significa que el camino a recorrer por la economía colombiana para alcanzar la meta de inflación del 3% será desafiante y prolongado.



# Tasa de interés de política monetaria

La cautela en la política monetaria será el atributo en el ciclo de recortes durante el próximo año

El ciclo actual de estabilidad en la tasa repo se logró luego de alcanzar el pico de inflación de este ciclo. Tras llegar al máximo de inflación anual en marzo de este año (13,34%), la tasa repo se incrementó hasta alcanzar 13,25% en abril pasado. Desde allí la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha mantenido la tasa de política en este nivel por 6 meses consecutivos.

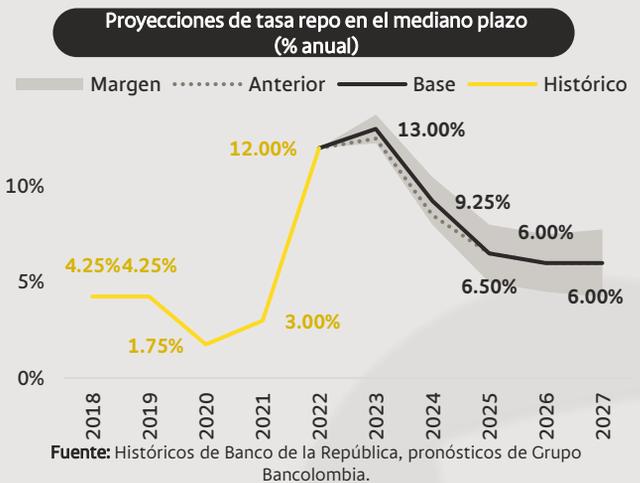
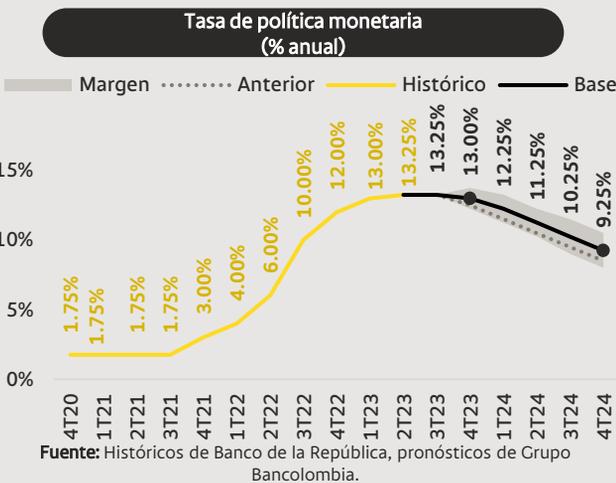
Sin embargo, las recientes decisiones han contado con dos visiones distintas sobre la postura actual de política. Un grupo mayoritario que considera que el camino por recorrer para alcanzar la meta de inflación (3%), en el horizonte de política (18 – 24 meses), tiene enormes desafíos por delante y por ende mantener el nivel actual en la tasa repo es lo adecuado. En contraste, el grupo minoritario aboga por iniciar el ciclo de recortes para balancear los riesgos de un excesivo deterioro de la actividad, en medio de una elevada incertidumbre sobre el contexto externo.

Esperamos que el ciclo de recortes inicie en diciembre de 2023 y con ello se abra camino para que la postura contractiva de la política monetaria comience a ceder terreno. En particular, consideramos que el primer recorte

en la tasa repo será de 25 pb y con esto la tasa cierre este año en 13%. A partir de este punto, La cautela será el atributo en el ritmo de recortes durante 2024.

Es indudable considerar que la política monetaria se enfrenta al dilema de iniciar el ciclo de recortes, en medio de enormes desafíos desde el frente inflacionario, económico y financiero. Sin embargo, consideramos que el ritmo de recortes será más gradual debido al alto nivel de precios actual, el desanclaje de las expectativas de inflación para 2024 de los analistas (5,4%) y las implícitas en el mercado de deuda (6,4% *breakeven Inflation* a 18 meses), que se encuentran muy por encima de la meta del 3% fijada por el Emisor.

De hecho, consideramos que la tasa repo contará con 375 pb de recortes durante el 2024 y que el nivel terminal del próximo año será de 9,25%. De esta forma, el ciclo de recortes gradual de la política monetaria se extenderá hasta llegar al 6% a principios de 2026. Esto supone que la postura contractiva continuará durante 2024 y 2025, y a partir de ese momento se dará espacio para que la postura de política se encause hacia la neutralidad.



# Deuda pública colombiana

Luego de las presiones por el ajustado contexto financiero global de corto plazo, en 2024 la curva de TES tasa fija tendería a la valorización

El ajuste de las expectativas de tasa de interés de política monetaria en las economías desarrolladas ha dominado la evolución reciente de los TES. Si bien la tasa de interés promedio de la Curva Cero Cupón de los TES tasa fija se redujo en el 3T23 en 64 pb frente a la media del 2T23, la tendencia predominante en las semanas más recientes fue hacia la desvalorización (incremento de las tasas). Esto fue resultado de un contexto financiero global más ajustado, en el que luego de la reunión de política monetaria de la FED de septiembre el mercado empezó a incorporar una visión de tasas de interés elevadas por un periodo más prolongado (*higher for longer*).

En línea con este contexto global ajustado en el corto plazo, las tasas de los TES pueden cerrar el 2023 en niveles superiores a los del 3T23 y con un empinamiento mayor de la estructura. Sin embargo, esto sería una dinámica transitoria, en tanto en la primera parte de 2024 la situación financiera global se estabilizaría, en la medida en que hay señales más contundentes de que la tasa de interés actual de la FED (rango 5,25%-5,50%) es el máximo del ciclo y se incrementan las apuestas en torno a cuándo sería el inicio de la fase de recortes.

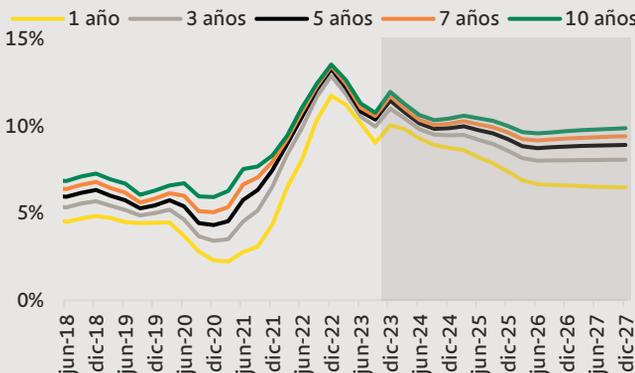
Así pues, consideramos que en los próximos meses se

revertirá la tendencia reciente de reducción de las tenencias de TES por parte de extranjeros. Luego de los incrementos de tasa recientes y ante la estabilización de la situación financiera global, volverían a verse flujos consistentes de entrada de capitales de este tipo de agentes hacia este mercado.

En ese orden de ideas, durante los primeros meses del 2024, la curva de TES se mantendría relativamente plana, con un ligero sesgo a la valorización. Un supuesto detrás de esta perspectiva es que el riesgo país se mantenga igualmente estable con un sesgo a la reducción, pero respecto a lo cual seguirá siendo muy relevante la resolución que tenga el trámite de las reformas que cursan por el Congreso, en particular la pensional.

Finalmente, desde el 2024 y de cara al mediano plazo esperamos que prevalezca un escenario de paulatina valorización de la estructura de TES tasa fija, con un sesgo al empinamiento. La evolución de la parte corta de la curva será en buena medida determinado por el proceso de recortes de la tasa de interés de política del Banco de la República. Entre tanto, el empinamiento de la curva será determinado por la mayor debilidad que mantendrán las finanzas públicas del país en los próximos años.

Proyección de tasas de nodos de la curva cero cupón tasa fija (promedio trimestral, % anual)



Fuente: Históricos de Precia, pronósticos de Grupo Bancolombia.

Proyección de tasas de nodos de la curva cero cupón tasa fija (promedio anual, % anual)

Año	1 año	3 años	5 años	7 años	10 años	Pendiente (10-1 años, pb)
2020	3.3%	4.2%	5.0%	5.6%	6.3%	299
2021	3.1%	4.9%	6.0%	6.7%	7.4%	435
2022	9.2%	10.7%	11.2%	11.4%	11.6%	246
2023	10.1%	10.8%	11.2%	11.5%	11.7%	155
2024	9.2%	9.8%	10.2%	10.4%	10.7%	147
2025	8.0%	9.1%	9.6%	10.0%	10.3%	233
2026	6.7%	8.1%	8.8%	9.2%	9.6%	296
2027	6.5%	8.1%	8.9%	9.4%	9.8%	331

Fuente: Históricos de Precia, pronósticos de Grupo Bancolombia.

Guía  
2024

# Visión Sectorial

## Visión Sectorial

<u>Perspectiva sectorial</u> .....	28
<u>Agroindustria</u> .....	30
<u>Comercio</u> .....	33
<u>Infraestructura</u> .....	36
<u>Energía y telecomunicaciones</u> .....	41
<u>Gobierno, salud y educación</u> .....	44
<u>Construcción e inmobiliario</u> .....	47
<u>Hotelería y turismo</u> .....	51
<u>Recursos naturales</u> .....	55
<u>Sector financiero</u> .....	58



El gasto desbordado de los hogares durante 2021 y 2022, sumado a los altos niveles en tasas de interés e inflación, aumentaron los niveles de carga financiera de los hogares. Como consecuencia, el sistema financiero viene presentando un fuerte deterioro de la cartera de consumo, cuyo indicador de cartera vencida alcanzó 7.5%, el nivel más alto de los últimos 5 años.

---

**7,5%**



Anticipamos que el sector financiero cerraría el 2023 con un sólido crecimiento de 8,3%, a pesar del notable debilitamiento de la demanda por crédito y el deterioro en los indicadores de calidad de la cartera. Mientras que da cara al 2024 el sector perdería dinámica de cuenta de los efectos acumulados de estos deterioros, con lo que crecería solo 1,8%.

---

**1,8%**



Acumulado a agosto, las exportaciones de productos agropecuarios y agroindustriales han caído USD1.217 mn, comparado con el mismo periodo 2022 –esto es 440 mil toneladas menos exportadas. Aunque los precios de exportación de algunos productos agropecuarios –café, carne de res y aceite de palma– han retrocedido, en el agregado los precios solo explican USD1 de cada USD4 dejados de recibir.

---

**USD1.217  
mn**

# Ideas Clave

## Agropecuario

Nuestras proyecciones del PIB agro para 2023 y 2024 (-0,1% y 0,2%) son el reflejo de la afectación de los cafetales por exceso de lluvias y una expectativa para 2024 de menor consumo local y global. A la fecha, Colombia ha dejado de recibir USD1.217 mn en exportaciones de las cadenas del agro, y deberá enfrentar el Fenómeno de El Niño.

## Comercio

Luego de altos crecimientos exhibidos por el comercio durante 2021 y 2022, esperamos una corrección para 2023 y 2024. Pese a lo anterior, y de acuerdo con nuestras proyecciones, al cierre de 2024 el PIB del sector comercio se ubicaría 14,4% por encima (en términos reales) de los niveles registrados en 2019.

## Construcción

Prevedemos que el sector continuaría debilitado ante el mayor costo de acceso al financiamiento y la ausencia de nuevos grandes proyectos de infraestructura de interés nacional, además de altas tasas de interés que descenderían paulatinamente, la desvalorización de la deuda pública, el deterioro acumulado en las ventas de vivienda y una política de gasto público más orientada hacia el gasto social.

## Gobierno, salud y educación

Anticipamos que el mayor gusto público continuaría posicionando al sector como uno de los principales dinamizadores de la economía en el corto y mediano plazo, a pesar de los posibles retos en la ejecución presupuestal. Ahora bien, el futuro del sector salud dependerá altamente del trámite de la reforma, mientras que la educación privada se enfrentaría costos elevados y al deterioro del mercado laboral.

## Financiero

Anticipamos que el sector financiero cerraría 2023 con un sólido crecimiento de 8,3%, a pesar del notable debilitamiento de la demanda por crédito y el deterioro en los indicadores de calidad de la cartera. Mientras que de cara a 2024 el sector perdería dinámica de cuenta de los efectos acumulados de estos deterioros, con lo que crecería solo 1,8%.

## Energía y recursos naturales

La incertidumbre frente a la política de transición energética, las tensiones geopolíticas y las decisiones de la OPEP+ marcarían la agenda en el mercado de petróleo. Por su parte, la generación de energía se vería presionada de cara a la llegada del fenómeno de El Niño y su impacto sobre los niveles de los embalses.

# Perspectiva sectorial

## Un panorama de grandes retos para los principales sectores económicos

Este desempeño de la economía muy inferior a sus capacidades potenciales conllevaría grandes retos para buena parte de los sectores hasta finales de 2024. Estas bajas perspectivas de crecimiento en el PIB (1,2% para 2023 y 0,9% para 2024) continuarían traduciéndose en una evolución desafiante para sectores que acumulan importantes deterioros, y ralentizaría aquellos que se habían posicionado como motores de crecimiento.

Sectores considerados clave para la economía prolongarían su tendencia de deterioro: el macro sector comercio (CTAC), la industria manufacturera y la construcción. El lento descenso de la inflación, los altos tipos de interés y una menor demanda por bienes, serían los factores fundamentales detrás de los muy bajos desempeños que prevemos continuarían evidenciando estos sectores históricamente considerados como primordiales para la actividad económica.

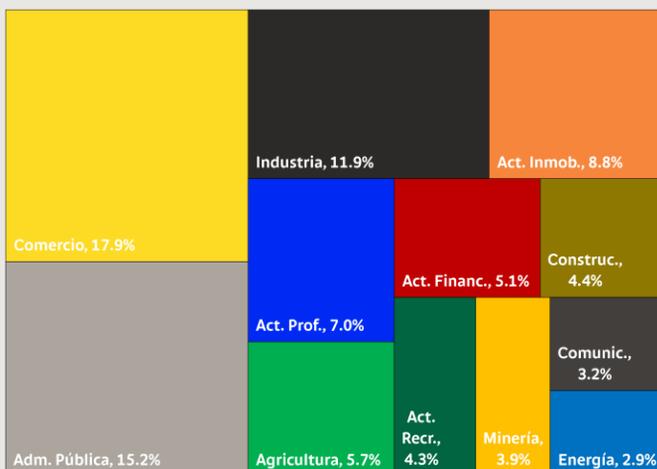
Las actividades de comercio, transporte, alojamiento y comidas –macrosector CTAC– evidenciarían contracciones ante el menor gasto por parte de los hogares. El lento descenso en la inflación, sumado a las mayores dificultades para apalancar el gasto en crédito ante las mayores tasas de interés, se mantendrían como las fuerzas fundamentales detrás del desafiante desempeño del sector como resultado de lo que prevemos sería un

consumo privado poco dinámico en el corto plazo, particularmente en las ventas de vehículos, como lo ha anticipado nuestro indicador de consumo en tiempo real ([aquí](#)).

El agro se vería ralentizado ante las afectaciones climáticas provenientes del Fenómeno de El Niño que, aunque según las más recientes estimaciones tendría una menor intensidad respecto al ocurrido en 2016, impactaría con mayor fuerza las cosechas y las actividades ganaderas durante la primera parte de 2024. De igual forma, pesaría sobre el sector la moderación en los precios del café y el descenso en las exportaciones de bienes alimenticios de cara al menor dinamismo económico de nuestros principales socios comerciales.

La actividad minera enfrentaría un panorama de finalización del auge de los precios internacionales y persistentes incógnitas regulatorias. Anticipamos que continuaría la disipación en el boom de los precios de las materias primas minero-energéticas, principalmente el carbón, mientras que el petróleo sostendría las presiones alcistas en medio de la volatilidad del mercado por las tensiones geopolíticas y las decisiones de la OPEP, mientras que el oro sostendría altos precios como activo refugio.

Participación del sector en la economía (% del PIB, año móvil)



Fuente: DANE, elaborado por Grupo Bancolombia.

# Perspectiva sectorial

## Enfrentaremos un cambio importante en fuentes de crecimiento tradicionales

De igual forma, consideramos que la producción de petróleo se mantendría en el corto plazo en niveles inferiores a los registrados en el 2019, al tiempo que sería fundamental la evolución de la política de transición energética y de los flujos de inversión, en medio del elevado ambiente de incertidumbre que rodea el sector.

**En la construcción seguirá pesando el mayor costo de acceso al financiamiento y la ausencia de grandes proyectos de infraestructura.** Las claves detrás de este bajo desempeño estarían en las tasas de interés altas y la desvalorización de la deuda pública, a lo que se añade el fuerte deterioro en el sector edificador ([aquí](#)), en ventas de vivienda y la ausencia de nuevos grandes proyectos de infraestructura de interés nacional.

**Las actividades de servicios –hasta ahora principal motor de crecimiento– perderían dinámica.** En este rubro vale la pena mencionar que el sector financiero cerraría un sólido 2023 ante el buen desempeño en los seguros, mientras que de cara a 2024 esperamos se expanda a un menor ritmo por la coyuntura económica. En la misma línea, el entretenimiento dejaría atrás su extraordinario crecimiento a doble dígito, aunque cerraría robusto 2023 y continuaría creciendo en 2024.

**A nuestro juicio, el sector público continuaría fortaleciéndose de cara al mayor gasto del Gobierno.** Prevemos que el mayor volumen de recursos disponibles continuaría traducándose en una fuente de dinamismo desde este sector, a pesar de los retos en la ejecución presupuestal. Ahora bien, el sector educación enfrentaría vientos en contra por los mayores costos y los efectos rezagados del mercado laboral, que se sentirán con mayor fuerza para los actores privados, mientras que la evolución en el sector salud continuaría altamente condicionada al trámite de la reforma en el Congreso.

**Finalmente, el sector inmobiliario se mantendría en ritmos de crecimientos estables,** los servicios públicos también se afectarían por El Niño, las telecomunicaciones se resentirían en medio del bajo crecimiento y las actividades profesionales materializarán la menor dinámica que prevemos en el mercado laboral.

**En suma, en el mediano plazo no solo nos depara un desempeño sectorial heterogéneo, sino también un cambio importante en las fuentes de crecimiento tradicionales.** Este será un atributo clave en nuestra perspectiva de bajo crecimiento económico para 2023 y 2024.

Crecimiento del PIB por componentes de oferta  
(var. % anual)

Sector	Var. % anual				Nivel 2019 = 100			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
PIB total	11.0%	7.3%	1.2%	0.9%	103.0	110.4	111.7	112.7
Financiero	3.7%	6.5%	8.3%	1.8%	106.0	112.9	122.2	124.4
Entretenimiento y servicios a hogares	33.7%	39.9%	9.8%	2.3%	118.0	165.0	181.2	185.3
Minería	0.0%	1.6%	4.0%	0.5%	84.4	85.8	89.2	89.7
Admin. Pública, educación y salud	8.5%	2.1%	6.0%	2.9%	108.9	111.1	117.8	121.2
Inmobiliario	2.8%	2.0%	2.0%	2.5%	104.3	106.4	108.5	111.2
Actividades profesionales	9.4%	8.2%	0.6%	1.6%	103.1	111.6	112.2	114.1
Comunicaciones	11.8%	13.9%	0.9%	0.4%	109.0	124.1	125.3	125.8
Impuestos	15.7%	10.2%	0.3%	1.3%	108.6	119.8	120.2	121.7
Agropecuario	3.1%	-1.8%	-0.1%	0.2%	105.5	103.6	103.5	103.7
Servicios públicos	5.4%	4.3%	1.2%	0.1%	101.9	106.2	107.5	107.6
Comercio, transporte, alojamiento, comidas	21.7%	11.1%	-2.1%	0.5%	105.3	117.0	114.5	115.0
Manufacturero	14.7%	9.8%	-3.7%	-1.9%	103.2	113.3	109.1	107.0
Construcción	5.7%	6.5%	-6.0%	-5.7%	73.5	78.2	73.5	68.4

Fuente: Históricos del DANE, pronósticos de Grupo Bancolombia.

# Agroindustria



**-0,1%**

Proyección de crecimiento para 2023



**0,2%**

Proyección de crecimiento para 2024

## Analistas

**Jhon Fredy Escobar**

Gerente Investigaciones Agroindustria  
jhescoba@bancolombia.com.co

**Andrés Felipe Sarmiento**

Analista Sectorial Agroindustria  
ansarmie@bancolombia.com.co

# Guía

---

# 2024

# El reto agropecuario:

Navegar entre los fenómenos climáticos y la desaceleración económica global

## Producto interno bruto (PIB)

Esperamos un aumento real del PIB agropecuario muy cercano a cero en 2024. Durante el primer semestre del año, la variación del PIB agro fue -0,3%, con decrecimientos en todas las ramas, excepto pesca y acuicultura. Aunque hacia adelante podríamos ver una mejora en café (finalización de La Niña), el potencial de crecimiento es muy bajo debido a una desaceleración de la demanda local e internacional, y la entrada del fenómeno de El Niño, el cual, dependiendo de su intensidad, podría impactar los sectores de la leche, el arroz, la ganadería bovina, las frutas y las hortalizas.

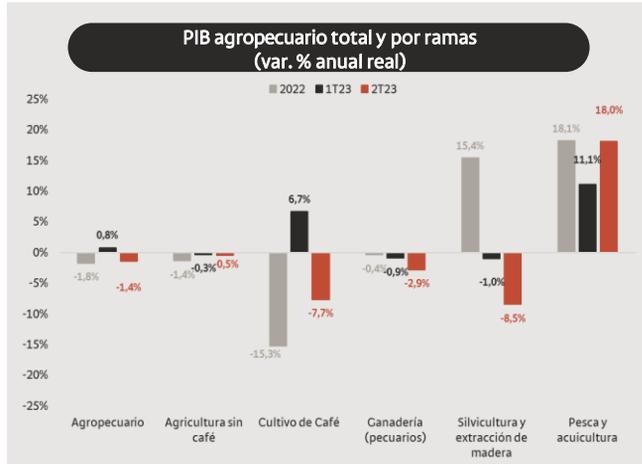
## Sobre las exportaciones

Las exportaciones del agro experimentan un marcado declive. La desaceleración económica global ha provocado una disminución en las exportaciones colombianas de productos agropecuarios y de alimentos, que a agosto caen un 15% en valor y 12% en volumen. Con un crecimiento anual promedio del 5% en valor durante los últimos 10 años, el país deberá implementar un plan ambicioso si se desea reemplazar las exportaciones de las actividades de la extracción minera, que en 2022 representaron 2,4 veces las exportaciones agregadas del agro y la agroindustria.

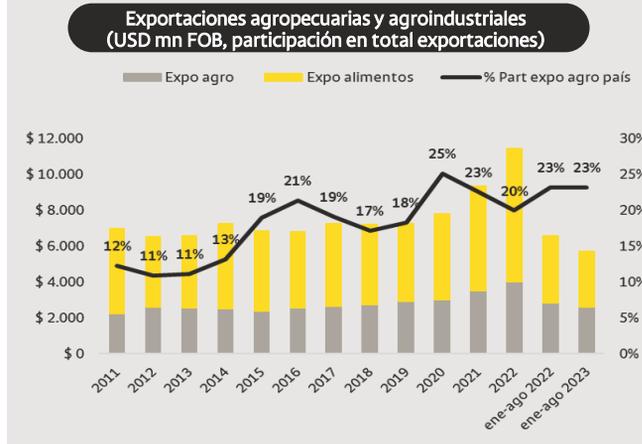
EE.UU. y la Unión Europea frenan su economía e impactan algunos de los rubros exportables del agro. Para el café, aunque la demanda global ha estado golpeada, el mayor impacto ha venido del lado del precio internacional del grano (-34% octubre 2022/23). Para el banano colombiano las dificultades vienen del lado del volumen, con una caída del 15% en las importaciones a agosto a la UE, mientras que las flores han logrado sostenerse, con caídas de apenas el 2% en dólares y del 6% en volumen.

## Llega El Niño en el peor momento

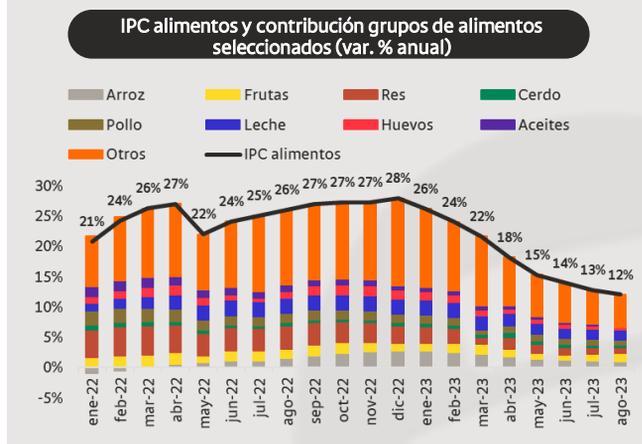
El fenómeno de El Niño podría impactar la oferta y precios de ciertos alimentos. En fenómenos anteriores en nuestro país, productos como leche, carne, arroz, hortalizas y verduras experimentaron escasez y aumentos de precios debido a pérdidas de productividad en campo. Si esto se repite en 2024, sería una noticia desalentadora para el consumidor, que en 2023 ha venido ajustando a la baja el gasto en alimentos por cuenta de la inflación. Todo esto se ha venido traduciendo en mayores dificultades para las ventas locales de la industria de alimentos, en un momento en el que ni el clima ni la geopolítica ofrecen buenas noticias.



Fuente: DANE, elaborado por Grupo Bancolombia.



Fuente: DANE, elaborado por Grupo Bancolombia.



Fuente: DANE, elaborado por Grupo Bancolombia.

# Oportunidades para el agro pasada la tormenta

## Los cambios en el comercio global los debemos aprovechar

El Niño también puede leerse como buenas noticias en ciertos sectores. Desde la oferta, en el caso del sector aguacatero, azucarero y de la palma, el clima seco puede impactar la producción en otros países productores, lo que ayuda en los precios internacionales. Además, si el fenómeno no es muy extremo, la concentración de sacarosa en la caña y la calidad de algunas frutas, como los cítricos, podría aumentar (no todo se mide en toneladas de biomasa). Finalmente, desde la demanda, algunos analistas argumentan que El Niño, en la mayoría de los casos, es benéfico en la producción de maíz amarillo en EE.UU., lo que podría ayudar en costos de materias primas para las cadenas pecuarias.

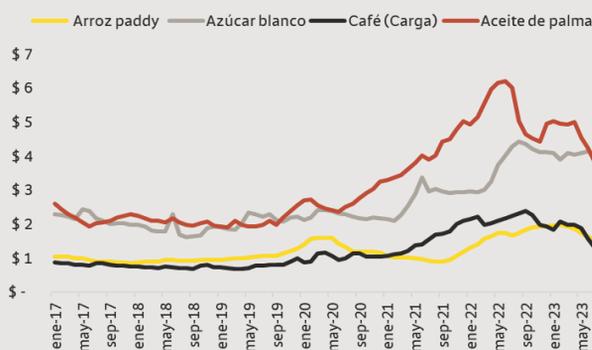
### La sostenibilidad: ¿trampa o trampolín?

**Aumentan las exigencias ambientales de la Unión Europea.** Este, junto con EE.UU., son los principales mercados de nuestras agroexportaciones, y es de enorme potencial para frutas exóticas y cacao, entre otros. La UE prohibirá la importación de algunos productos del agro si no demuestran ser libres de deforestación (medido desde diciembre 2020). Colombia tiene la posibilidad de diferenciarse en este frente comparado con países como Brasil, Costa de Marfil e Indonesia, pero si no tiene la trazabilidad e información, no podrá demostrarlo. Para sectores como el café, la palma y el cacao, el mayor reto está en aquellos productores pequeños con recursos limitados y ubicados en zonas remotas.

**La clave para el sector agroexportador colombiano reside en entender la demanda y diferenciar su oferta.** A pesar del posicionamiento del banano colombiano, y de venir capitalizando el auge de productos como el aguacate y los cítricos, Colombia aún no aprovecha todo su potencial en otras frutas de creciente consumo a nivel mundial, como los arándanos, el mango, las fresas y otras variedades de *berries*. Existe una gran oportunidad en crear una marca país que sea sinónimo de responsabilidad ambiental y permita llegar a mercados de nicho con buen margen.

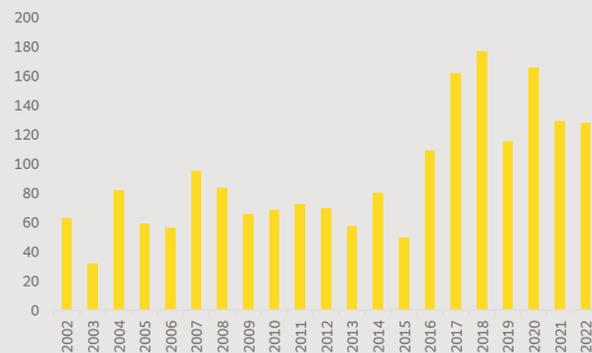
**La geopolítica dispara la necesidad de mejorar la seguridad alimentaria.** Los conflictos globales son un riesgo en este frente; no son pocos los enfrentamientos en la actualidad, aunque solo resuenen los conflictos entre Rusia y Ucrania e Israel y Palestina (Hamás). En Colombia, más que depender de la importación de alimentos para consumo humano, dependemos de insumos importados como maíz amarillo, torta de soya y fertilizantes, necesarios en las principales actividades agrícolas y pecuarias. Ahora, esta misma preocupación existe en otros países cercanos, así que la oportunidad es interna y externa (*nearshoring*).

**Precio local principales productos de la agroindustria (COP mn/ton, café en COP mn/carga de 125 kg)**



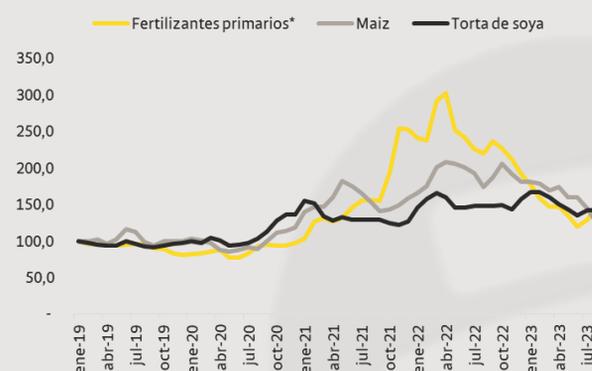
Fuente: Fedearroz, DANE, BMC, FNC, elaborado por Grupo Bancolombia.

**Pérdida de bosque primario en Colombia (miles de hectáreas)**



Fuente: Global Forest Watch, elaborado por Grupo Bancolombia.

**Índice de precios internacionales de las principales materias primas importadas (enero 2019 = 100)**



Fuente: Indxmundi, elaborado por Grupo Bancolombia.

\*Índice construido de los precios de la urea, DAP y KCL ponderado por el valor de importaciones de cada uno.

# Comercio



**-3,6%**

Proyección de  
crecimiento para 2023



**-0,2%**

Proyección de  
crecimiento para 2024

## Analistas

**Nicolás Pineda Bernal**

Gerente Comercio

nipineda@bancolombia.com.co

**Laura Natalia Capacho**

Analista Sectorial Comercio

lcapacho@bancolombia.com.co

**María José Bustamante**

Analista de datos

mabustam@bancolombia.com.co

# Guía

---

# 2024



# Escenario desafiante limitaría recuperación del comercio

Esperamos que en 2024 finalice ciclo bajista del sector

Un 2023 caracterizado por una corrección en los altos crecimientos exhibidos en 2021 y 2022 es el preámbulo de un 2024 que será de transición. Lo anterior, en medio de inflación y tasas de interés con un largo camino hacia la estabilidad. Vale la pena resaltar que, pese a nuestra expectativa, al cierre de 2024 el PIB del sector comercio se ubicaría 14,4% por encima (en términos reales) de los niveles registrados en 2019.

El comercio a nivel internacional verá ralentizado su dinamismo en 2024. El cambio en los hábitos de consumo de los hogares, que continúan migrando hacia los servicios, sumado a mayores medidas proteccionistas y alta incertidumbre, derivadas de las tensiones geopolíticas, limitarán el crecimiento del comercio el próximo año.

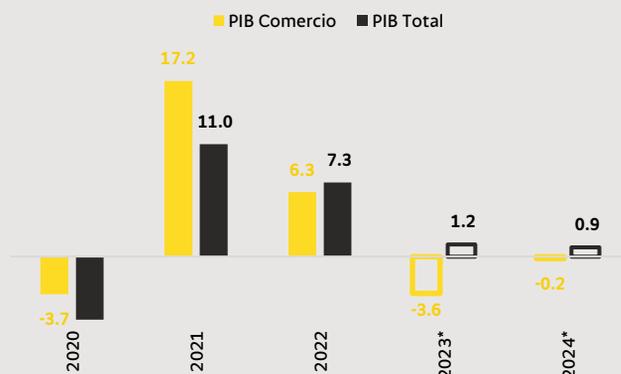
A nivel local, 2024 supone un escenario mixto para el comercio, con retos y oportunidades desde diversos frentes. De un lado, el comercio de bienes básicos estará condicionado por el impacto en precios derivado de El Niño y los impuestos saludables. Pese a lo anterior, el incremento en los subsidios del Gobierno Nacional, así como un aumento esperado de las remesas, les permitirá a los hogares aumentar su poder de compra.

Para las empresas del sector supermercados, vale la pena mencionar que la expansión de las tiendas *hard discount* y las marcas propias ayudarán a los hogares a contrarrestar las presiones al alza en los precios. Sin duda, el desafío más grande lo tendrán los competidores minoristas, en su lucha por mantener los márgenes de rentabilidad, en medio de un contexto donde el factor precio toma cada vez más relevancia en las decisiones de compra de las personas.

Por otro lado, en el caso de bienes durables (vehículos y electrodomésticos) y semidurables (vestuario, calzado, utensilios de cocina) persistirá la alta dependencia de la TRM, las tasas de interés y el endeudamiento. Se anticipa un entorno donde no se alcanzarán las condiciones adecuadas para potenciar el consumo de estos bienes.

En materia de tasa de cambio, se espera una leve devaluación del peso (2%). La clave estará en qué tanto los comercializadores lograrán aprovechar la coyuntura para ser más competitivos en precios, bajar los niveles de inventarios (luego de un 2023 que no alcanzó las expectativas en ventas) y recuperar parte del terreno cedido del bolsillo del consumidor (*pocket share*) a otras categorías asociadas a experiencias por fuera del hogar.

## Crecimiento real sector comercio (var. % anual)



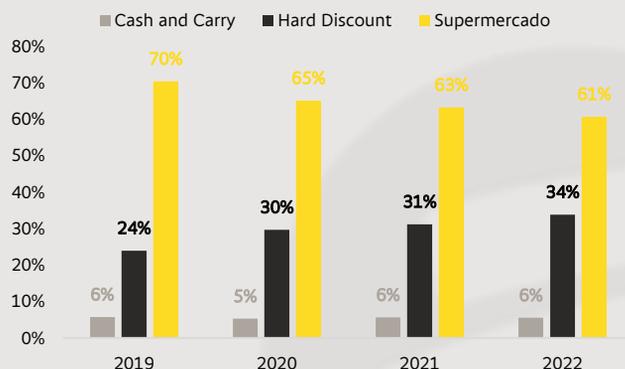
Fuente: Históricos del DANE, pronósticos de Grupo Bancolombia.

## IPC por categoría de producto / servicio 2021-2023 año corrido (enero-septiembre)

Tipo de bien	Categoría	2021	2022	2023 ene-sep
Bienes durables	Vehículos nuevos y usados	7.8	20.9	5.6
	Neveras, refrigeradores y congeladores	10.3	18.4	5.9
	Lavadoras, secadoras y lava-vajillas	8.0	15.4	-0.7
	Aparatos eléctricos pequeños hogar	7.5	14.1	4.7
Experiencias fuera del hogar	Servicios de recreación y culturales	0.9	4.4	5.1
Total	IPC	5.6	13.1	8.0

Fuente: DANE, elaborado por Grupo Bancolombia.

## Participación ventas por formato sector supermercados



Fuente: SIC, elaborado por Grupo Bancolombia.



# Infraestructura



**Analista**

**Juan Camilo Dauder Sánchez**  
Infraestructura  
jdauder@bancolombia.com.co

**Guía**  

---

**2024**

# Hacia un modelo intermodal en medio de grandes desafíos

## Avances significativos, pero aún insuficientes

El avance que ha logrado el país en desarrollo de infraestructura es notable. A pesar de algunos impases, Colombia puede ver hoy completadas tres generaciones de concesiones mientras que la cuarta generación (4G) acumula un avance del 75% a agosto, que incluye 8 de 29 obras terminadas, 11 obras con avance superior al 90% y 14 obras con avance superior al 50%.

Así las cosas, y con base en el cronograma vigente, estarían pendientes de adjudicación Santuario-Caño Alegre, todos los proyectos aeroportuarios, Río Magdalena y los que estaban considerados en la segunda ola de 5G.

En línea con lo anterior, además de otras iniciativas de obra pública, Colombia cuenta con un voluminoso presupuesto garantizado por el Estado, además de un *backlog* considerable por ejecutar.

Según el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), las vigencias futuras entre 2024 y 2028 ascenderían a COP44,9 bn. En 2023 habrían sido COP4,9 bn y COP5,8 bn en 2024.

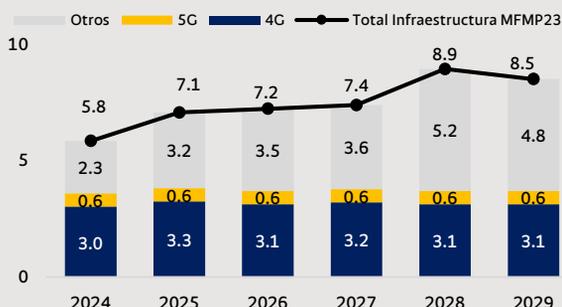
Así, luego de varias olas de proyectos, todo apunta a que lo que vendría en el sector en los próximos años sería una apuesta por la consolidación gradual de un modelo de transporte intermodal moderno que permita reducir la brecha de desarrollo que continúa siendo evidente.

Por su parte, el índice de desempeño logístico del Banco Mundial (LPI) sitúa a Colombia en el puesto 66 entre 139 en su versión de 2023, puesto que comparte con Benín, Costa Rica, Honduras, México y Namibia, y que da cuenta de los retos vigentes.

Si nos enfocamos en el segundo de los pilares antes mencionados, el puesto que ocupa Colombia es el 59, junto a países como Rumania, Indonesia, Ruanda y Chipre, después de un progreso material en contraste con las dos últimas mediciones en 2016 y 2018.

Sin embargo, son todavía necesarios muchos esfuerzos para acceder a la parte más media-alta de la tabla, lo que significaría una infraestructura de clase mundial. En este posicionamiento se encuentran países como Brasil, Bulgaria, Hungría, Croacia, República Checa y Egipto.

### Vigencias futuras infraestructura 2024 -2029



Fuente: Marco Fiscal de Mediano Plazo 2023, elaborado por Grupo Bancolombia.

### Ejecución obras 4G (%)

Proyecto	% Ejecución Octubre 2023	% Ejecución Diciembre 2022	Avance 2023
Cartagena – Barranquilla	100%	100%	0.0%
Conexión Norte	98.4%	95.0%	3.3%
Río Magdalena 2	66.4%	47.0%	19.4%
Pacífico 2	100%	100%	0.0%
Villavicencio – Yopal	86.9%	80.1%	6.7%
Bucaramanga – Barranca – Yondó	96.7%	93.3%	3.4%
Perimetral de Oriente de Cundinamarca	43.2%	43.2%	0.0%
Mulaló – Loboguerrero	0.0%	0.0%	0.0%
Girardot – Honda – Puerto Salgar	100%	100%	0.0%
Pamplona – Cúcuta	96.9%	79.4%	17.5%
Santana – Mocoa – Neiva	18.7%	5.4%	13.3%
Autopista al Mar 1	100%	100%	0.0%
IP Antioquia – Bolívar	93.8%	87.3%	6.6%
IP Accesos Norte Bogotá	81.0%	72.9%	8.1%
IP Cambao Manizales	93.8%	71.5%	22.3%
Popayán – Santander de Quilichao	15.3%	1.2%	14.1%
Pasto – Rumichaca	100%	100%	0.3%
Puerto de Hierro – Palmar de Varela – Cruz del Viso	100%	100%	0.0%
Pacífico 1	96.3%	94.3%	2.0%
Bucaramanga – Pamplona	11.2%	11.2%	0.0%
IP Tercer carril Bogotá – Girardot	39.6%	18.1%	21.4%
Pacífico 3	98.2%	95.6%	2.6%
Transversal del Sisga	99.4%	98.8%	0.6%
IP Chirajara – Fundadores	100%	100%	0.0%
Autopista al Mar 2	97.2%	95.3%	1.9%
IP Neiva – Espinal – Girardot	100.0%	97.2%	2.8%
IP Vías del Nus	100%	100%	0.0%
IP Malla Vial del Meta	9.2%	2.9%	6.3%
IP Girardot – Ibagué – Cajamarca (GICA)	52.0%	51.9%	0.1%
Promedio	75.7%	70.4%	5.3%

Fuente: ANI, elaborado por Grupo Bancolombia.

# PND armoniza con PMTI

## Una política de Estado plasmada en el Plan Nacional de Desarrollo 2022-2026

Desde 2020, Colombia presentó el Plan Maestro de Transporte Intermodal (PMTI), que aborda un diagnóstico de la situación del transporte intermodal en Colombia en el que se identifican brechas, desafíos y las oportunidades para su desarrollo. Además, realiza una propuesta de visión estratégica para el transporte intermodal a 2035, basada en los objetivos de sostenibilidad, e incluye la definición de una cartera de proyectos prioritarios y un marco institucional y normativo orientado a facilitar la coordinación entre los actores públicos y privados, la asignación de recursos y la evaluación de resultados.

Estos dos elementos son retomados por el Plan Nacional de Desarrollo (PND) 2022-2026, del cual se pueden extraer las siguientes referencias al sector de infraestructura:

- Se propone un modelo de infraestructura sostenible, resiliente y socialmente inclusivo, que contribuya a la mitigación y adaptación al cambio climático, al desarrollo territorial equitativo y a la generación de empleo digno y de calidad.
- En plan plurianual de inversiones se destaca la priorización e intervención de terminales y corredores fluviales, ferroviarios y aeroportuarios con el fin de “fortalecer la conectividad territorial, la movilidad sostenible, el acceso universal a los servicios públicos y la gestión integral del riesgo de desastres” (ver [plan plurianual de inversiones](#) y detalle de proyectos en hoja 23).

Así pues, es claro que Colombia necesita seguir invirtiendo en sus infraestructuras y avanzar decididamente en la intermodalidad, al tiempo que garantiza su calidad y sostenibilidad.

Pero dadas las dimensiones del reto, y algunos antecedentes de los que debemos aprender, resaltamos como esenciales los avances que puedan lograrse en tres frentes:

**Superar las debilidades institucionales y regulatorias.** En Colombia este tema es particularmente relevante y se vuelve muchas veces crítico ya que ralentiza la implementación de los proyectos en todas sus etapas (planificación, ejecución y supervisión).

### Posición en ranking total infra vs. puntaje



Fuente: Banco Mundial, elaborado por Grupo Bancolombia.

### Comparación regional criterios LPI



Fuente: Banco Mundial, elaborado por Grupo Bancolombia.

### Criterios LPI evolución Colombia



Fuente: Banco Mundial, elaborado por grupo Bancolombia.



**Carreteros:** i) Pasto – Popayán, ii) Las Ánimas – Nuquí, iii) Buenaventura – Puerto Carreño, vi) Villeta – Cuaduas, v) Ipiales – Rumichaca, vi) Zipaquirá – Barbosa y finalización de la Perimetral Oriente de Bogotá) entre otros intervenciones y mejoramientos de infraestructura existente. Además, estaría pendiente la adjudicación de Santuario - Caño Alegre previamente incluida en el cronograma de la primera ola de 5C, entre otras.



**Aeroportuario:** con especial énfasis en i) Tolú, ii) San Andrés y Providencia, iii) Nuquí, iv) Bahía Solano, v) Pasto, vi) Pitalito, vii) Guapí, viii) Arauca, ix) Leticia, x) La Guajira, xi) Mitú, xii) Aguachica, xiii) Montelíbano, xiv) Tumaco, xv) Ipiales, xvi) San José del Guaviare, xvii) AeroCAFÉ en Palestina (Caldas).



**Fluviales:** i) navegabilidad de los ríos Magdalena, Atrato, Meta y Mompox, ii) dragado de los canales de acceso de los puertos de Tumaco, Buenaventura y Barranquilla y vías de acceso.



**Ferrovios:** i) trenes del Pacífico, ii) tramo I, II y III del Ferrocarril de Antioquia iii) línea Férrea Medellín - Urabá, iv) conexión Golfo de Urabá – Puerto de Buenaventura, v) corredores férreos de conexión internacional, vi) los trenes de cercanías (Tren del Río, Tren del Caribe, Registra del Norte, Tren del Eje Cafetero y Tren de Cercanías del Valle del Cauca).

# Un desafío titánico

## Fortaleza institucional, articulación público-privada, incrementar la confianza

Es importante que se pueda avanzar diligentemente en licenciamientos ambientales, acuerdos con comunidades y negociaciones de predios, además de otros asuntos/diferencias puntuales entre la ANI y los concesionarios.

**Solución de hitos de confianza.** En especial, lo relacionado con el decreto 050 de 2023, de cara a las iniciativas privadas, asunto que, si bien desde el comienzo el Gobierno ha manifestado su interés en normalizar, y ha generado mecanismos para ello, tiene pendiente definiciones de gran importancia. Es un tema crítico de cara a la estabilidad financiera de los contratos y es considerado por la industria como una de las reglas de juego esenciales. Otro frente es el del fortalecimiento de la transparencia en los procesos licitatorios, en especial si se considera la afectación reputacional del país tras situaciones como los resonados escándalos en algunos proyectos del pasado. Ligado a esto, es también importante considerar un fortalecimiento de los estándares de las áreas de control interno y cumplimiento en los concesionarios actuales y potenciales.

**Articulación público-privada** para ejecución, financiación y otros procesos. Uno de los grandes retos del momento es retornar a una senda de crecimiento potencial más dinámica, y para ello hace falta dinamizar la inversión. En los últimos años, esta ha pasado a representar menos del 20% del PIB y, con ello, se genera un desafío estructural en el que los proyectos de infraestructura juegan un rol esencial.

Es por lo tanto necesario articular los esfuerzos privados y públicos no solo para tener una mayor factibilidad de alcanzar cierres financieros sino para abordar otras necesidades de los proyectos. A nuestro juicio, las dimensiones del reto son tan amplias que se requiere ir más allá de las potencialidades del Estado por sí solo.

**En conclusión, el sector de infraestructura en Colombia tiene un gran potencial para contribuir al crecimiento económico y al bienestar social en el mediano y largo plazo. Si bien los avances son notables y los proyectos en curso prometen continuar con esta senda de progreso, también lo son los retos de cara al futuro.**

**A nuestro modo de ver, los principales son los relacionados con la capacidad institucional, la confianza de los concesionarios actuales y potenciales y la articulación con el sector privado.**

**Todos estos son aspectos que, con una buena gestión, nos permitirán continuar avanzando en la competitividad y bienestar con la sostenibilidad como el eje transversal.**

# Energía y Telecomunicaciones



**0,5%**

Proyección de  
crecimiento del sector  
energía para el 2024



**0,4%**

Crecimiento del sector  
telecomunicaciones  
para el 2024

## Analistas

**Ricardo Sandoval**

Energía y Recursos Naturales  
[rsandova@bancolombia.com.co](mailto:rsandova@bancolombia.com.co)

**Javier David Villegas Restrepo**

Telecomunicaciones  
[javilleg@bancolombia.com.co](mailto:javilleg@bancolombia.com.co)

# Guía

---

# 2024



Grupo  
**Bancolombia**

# Energía: tormenta de eventos golpea el sector

## El Niño, disminución de incentivos e incertidumbre regulatoria

Para 2023 esperamos un incremento anual de 4,8% en la demanda de energía, impulsada principalmente por el sector residencial, dadas las altas temperaturas durante El Niño, más el consumo de la pequeña industria. Para 2024, según los pronósticos más recientes de la Oficina Nacional de Administración Oceánica y Atmosférica (NOAA), el fenómeno continuaría hasta junio-julio, cuando un clima neutral tiene una mayor probabilidad. Por lo anterior, para 2024 el crecimiento de la demanda de energía continuaría por encima de nuestras estimaciones de crecimiento económico y se ubicaría alrededor del 4,2% entre el rango medio y alto esperado por la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME).

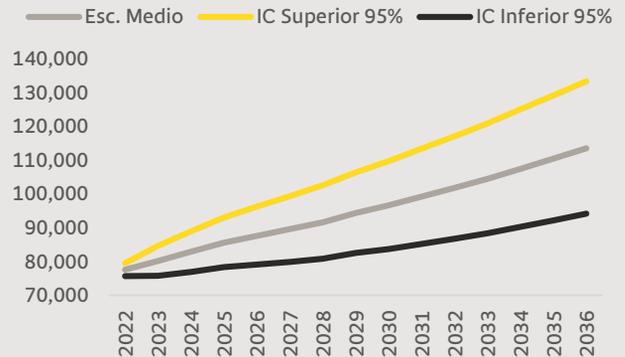
Si bien esperamos una expansión de la matriz energética, principalmente en fuentes de energías renovables no convencionales (FERNC), el presente año estuvo marcado por el abandono de ENEL de su proyecto eólico Windpeshi en la Guajira dados múltiples problemas con las comunidades, la disminución de incentivos tributarios para proyectos FERNc nuevos, la aprobación del PND, dificultades en temas regulatorios, entre otros. Lo anterior dificultaría la expansión limpia de la matriz y la ejecución de inversiones en proyectos solares y eólicos a gran escala.

Adicionalmente, la atención del sector está centrada en la coyuntura de El Niño, que ha llevado los precios de la energía en bolsa a máximos históricos dada la necesidad de importar gas para generación térmica. Esto ha sido blanco de críticas políticas por su posible incidencia en la tarifa de energía sobre algunas regiones expuestas al mercado de bolsa. Para ejemplificar, el precio en bolsa promedio para octubre alcanzó COP1.091/kWh, cinco veces el precio promedio de 2022 y siete veces el de 2021.

A lo anterior se suma la problemática por la opción tarifaria, una deuda que tienen los usuarios del sistema con sus respectivos prestadores del servicio por más de COP5 bn. El saldo se concentra en tres compañías: Air-e, Afinia y EPM que, en conjunto, tienen en nuestras cuentas aproximadamente 63% del total.

Finalmente, el sector está pasando por un momento de incertidumbre regulatorio importante. La falta de consolidación de la CREG y la propuesta presidencial de llevar a cabo una reforma a los servicios públicos generan una cautela relevante hacia nuevas exposiciones.

**Demanda energía eléctrica SIN+CCE+VE (GWh-año)**



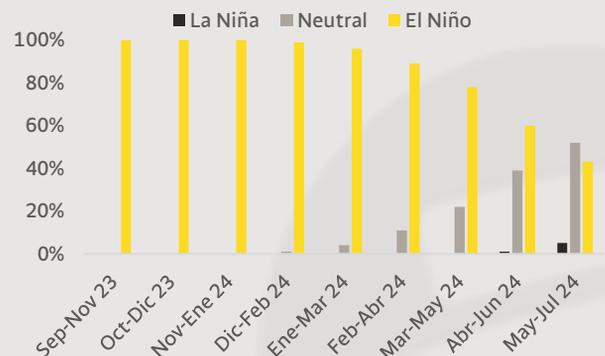
Fuente: UPME, elaborado por Grupo Bancolombia.

**Precios de la energía COP/kWh**



Fuente: XM, elaborado por Grupo Bancolombia.

**Probabilidad de fenómenos climáticos NOAA**



Fuente: NOAA, elaborado por Grupo Bancolombia.

# Telecomunicaciones: sector clave para el desarrollo social

## Presupuesto de COP1,9 bn para los próximos cinco años

El sector de las telecomunicaciones continúa siendo clave para el desarrollo del país, especialmente como se menciona en las bases del PND 2022-2026, que propone una continuidad del plan para el desarrollo del sector de las telecomunicaciones, clave para el avance en la disminución de las brechas económicas y sociales.

Para 2023, se tiene un presupuesto cercano a COP1,1 bn, de los cuales a septiembre se ha ejecutado 40,48%. Del total de proyectos para este año, 84% del presupuesto corresponde a tres proyectos enfocados en ampliar programas de telecomunicaciones sociales, apoyo a operadores públicos y acceso a tecnologías. De los COP588 mil mn ejecutados este año, 77% se ha enfocado en dos temáticas: apoyo a operadores de televisión nacional y soluciones de acceso comunitario a tecnologías de la información.

De acuerdo con el Marco Fiscal de Mediano Plazo de este año, para el sector de las TIC se presupuestan COP2,6 bn a partir de 2024, de los cuales COP1,9 bn, corresponden a los próximos cinco años.

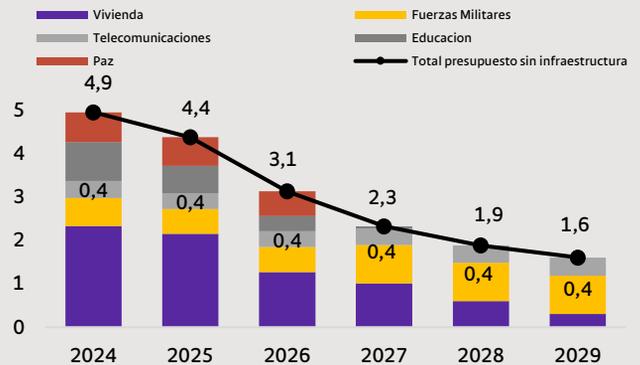
El principal tema para este sector en 2024 será el proceso de subasta 5G. Este proceso otorgará permisos de uso del espectro radioeléctrico a nivel nacional de las bandas de 700 MHz, 1.900 MHz, AWS extendida, 2.500 MHz y 3.500 MHz; esta última será en la que se desarrollará la tecnología 5G, cada bloque de los cuatro dispuestos de 80 MHz tiene un valor de reserva de COP 317.717 mn.

El sector tuvo un 2022 con un comportamiento bastante positivo y durante 2T23 mostró una corrección por efecto base, llegando a 1,8% según el DANE. Este sector tiene características importantes, principalmente su importancia dentro del desarrollo del país y, en general, la tecnología se ha vuelto un bien de primera necesidad.

A nivel de operadores, todas las categorías vienen creciendo en usuarios: en el 1T23 telefonía móvil creció 1,7% vs. 4T22, los servicios de internet móvil +0,06%, e internet fijo +2,4%. Esta dinámica positiva viene con una estabilización luego de unos mayores crecimientos en 2022.

Consideramos un crecimiento para del sector al cierre de 2023 de +0,9%, y de +0,4% para 2024, con sesgo al alza, principalmente por el impulso que el Gobierno quiere darles a las tecnologías empezando por la 5G.

### Vigencias futuras MFMP (COP bn)



Fuente: Min Hacienda, elaborado Grupo Bancolombia.

### PIB telecomunicaciones (Var. % anual)



Fuente: Históricos del DANE, pronósticos de Grupo Bancolombia.

### Participación de mercado por operador 1T23 (% total suscriptores)

Compañía	Internet fijo	Internet móvil	Telefonía móvil	Telefonía fija	TV
Claro	37.0%	52.0%	46.3%	43.5%	47.0%
tigo	20.0%	18.0%	18.3%	21.7%	21.0%
Telefónica	15.0%	21.9%	25.0%	17.8%	12.0%
etb	8.0%	0.5%	0.3%	11.3%	1.0%
WOM	0.0%	5.1%	4.3%	0.0%	0.0%
Virgin mobile	0.0%	1.4%	3.4%	0.0%	0.0%
DIRECTV	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%
OTROS	20.0%	1.1%	2.4%	5.7%	9.0%

Fuente: MinTIC, elaborado Grupo Bancolombia.

\*Participación de TV a 2T23.

# Gobierno, Salud y Educación



6,0%

Proyección de  
crecimiento para 2023



2,9%

Proyección de  
crecimiento para 2024

**Analista**

**Andrés Camilo Miranda**

Administración pública, salud y  
educación

[acmirand@bancolembia.com.co](mailto:acmirand@bancolembia.com.co)

# Guía

---

# 2024



Grupo  
**Bancolombia**

# El macrosector seguiría sometido a incógnitas

## Entre la incertidumbre, la desaceleración y un mayor presupuesto

El macrosector de administración pública, salud y educación continuaría enfrentando incógnitas en cuanto a la agenda de reformas, un mayor impulso desde el gasto público y en un contexto de fuerte desaceleración económica. A nivel nacional, a pesar de la reciente tendencia positiva en el recaudo de ingresos, reafirmamos nuestra perspectiva respecto a que la mayor programación de gasto para el 2024 presenta incertidumbre respecto a la consecución de aquellos ingresos estables que permitan financiar satisfactoriamente dicho aumento en el gasto.

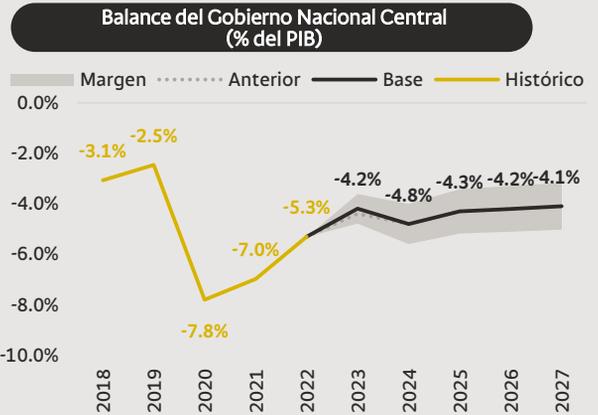
A nivel de entidades territoriales, los ingresos continuarán sustentados por el desempeño del Gobierno Nacional. Si bien se incrementarían las transferencias para atender las necesidades básicas y cerrar las brechas sociales, el recaudo de ingresos por concepto de impuestos (industria y comercio, vehicular y predial) se deterioraría a raíz del bajo crecimiento económico.

Ahora bien, será fundamental la evolución en la ejecución del presupuesto, al tiempo que continúa sobre el horizonte la propuesta de una reforma tributaria territorial. Los invitamos a conocer más detalles respecto a nuestra visión del panorama fiscal en la sección de finanzas públicas del capítulo macroeconómico de este documento.

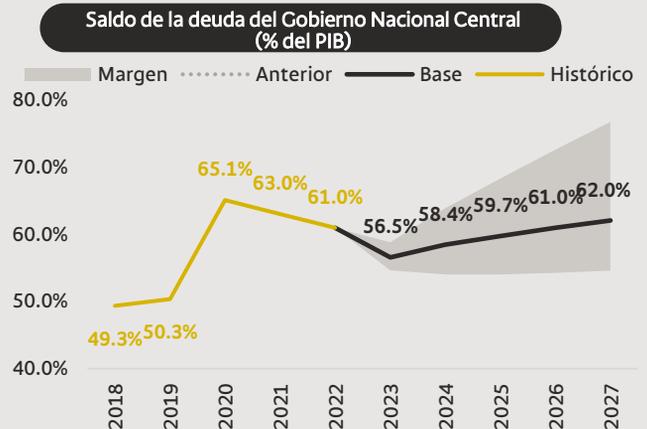
El sector salud gozará de una notable inyección de recursos públicos para 2023 y 2024. El Presupuesto General de la Nación (PGN) destinó una asignación de COP52 bn para 2023 y COP62 bn para 2024: crecimientos anuales de 23% y 17%, respectivamente, cifra muy superior a la inflación prevista, que evidencia la importancia del sector para el plan de gobierno y su enfoque de política pública.

La reciente evolución económica del sector ha estado enmarcada por un notable dinamismo, ante la mezcla de diversos factores relacionados con una mayor demanda por procedimientos médicos, lo que en parte estaría relacionado con un aumento notable en las frecuencias de uso y el remanente de los servicios represados por la coyuntura del covid. De igual forma, se estaría materializando el fortalecimiento de la red pública hospitalaria y de servicios primarios por parte del Gobierno.

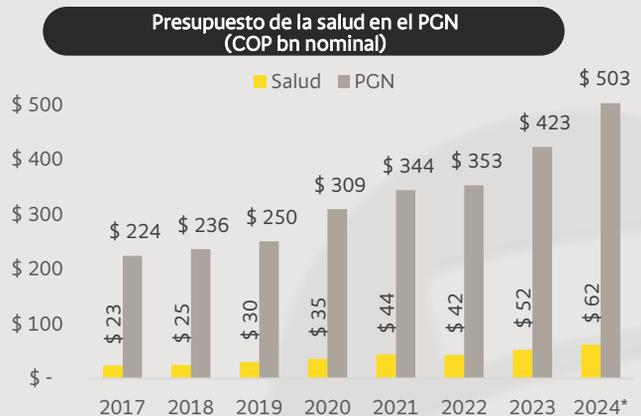
Esta resiliente actividad sucede en un contexto de tensión financiera en las EPS. Si bien se habrían girado parte de los recursos que el ADRES le adeuda a las EPS por concepto de presupuestos máximos, las entidades privadas continúan señalando dificultades financieras, y relacionadas con el flujo de caja, a raíz de los tiempos de espera para recibir los recursos, así como por deudas que se mantienen por otros conceptos y la incertidumbre regulatoria.



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, pronósticos de Grupo Bancolombia.



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, pronósticos de Grupo Bancolombia.



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, elaborado por Grupo Bancolombia.

# La evolución del sector dependerá del impulso público

## Ejecución de un mayor presupuesto: incertidumbre y retos

De igual forma, los prestadores de servicios privados han señalado aspectos desafiantes en cuanto al incremento de los costos. La indexación en los costos ante la elevada inflación, la ampliación del plan de beneficios en salud y el mayor uso de servicios serían los factores clave detrás de un insuficiente en el avance de la Unidad de Pago por Capacitación (UPC) para cubrir estas presiones alcistas sobre los costos.

En todo caso, el desempeño en el sector salud se vería altamente condicionado a cómo evoluciona el trámite de la reforma del sistema en el legislativo. Esto jugaría en contra de los planes de expansión privada, al tiempo que continuaría alentando la mayor frecuencia de uso y el ambiente de incertidumbre.

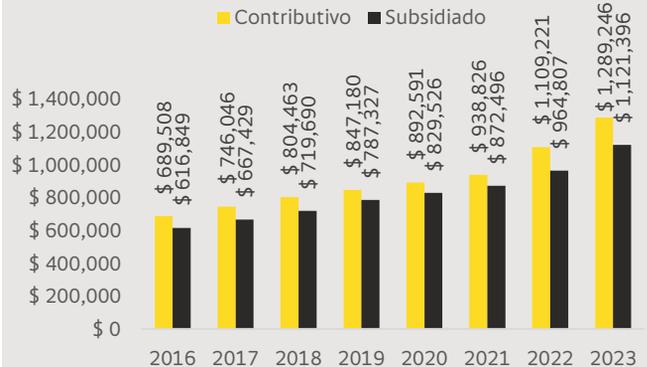
Por su parte, el sector de educación también se posiciona como un gran receptor de recursos públicos. El aumento, que para 2023 aumenta hasta 15% y en 2024 a 23%, estará orientado a robustecer la oferta pública, lo que significa un cambio de paradigma frente a las administraciones pasadas que posaban sus esfuerzos en subsidiar la demanda.

En este sentido, es de resaltar la consolidación en el programa de Matrícula Cero y los cambios realizados en el ICETEX. Este mayor impulso al segmento público se daría sobre una ya divergente dinámica entre las matrículas públicas y privadas, donde las últimas han resentido con mayor intensidad los aumentos a raíz de la aceleración de los costos por la coyuntura inflacionaria. Desde el ICETEX los ajustes están destinados a aliviar las condiciones financieras: menores tasas de interés, condonación y reestructuración de las deudas adquiridas.

Ahora bien, se comenzarían a sentir los efectos rezagados del menor crecimiento económico sobre el mercado laboral. Las perspectivas de deterioro en la tasa de desempleo pesarían sobre el sector en la medida que los jóvenes (llenos de retos en el mercado laboral) o sus padres, se enfrenten a un escenario en el cual la persistencia inflacionaria continúa reduciendo sus ingresos, junto con una desaceleración en la generación de puestos de trabajo que les dificulte continuar con su formación académica.

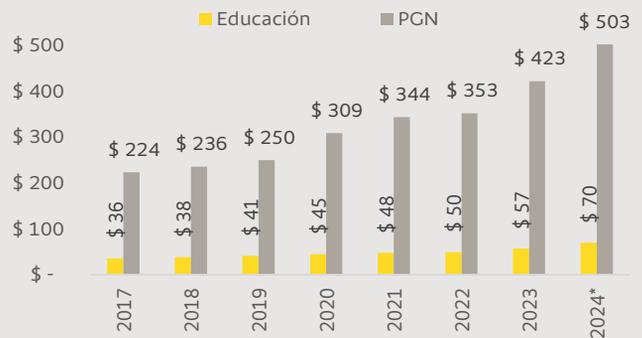
Sobre esta base, la evolución del sector en el mediano plazo dependerá del impulso público y el debilitamiento proveniente del contexto económico. Superar los retos de ejecución presupuestal, el desempeño del mercado laboral y de los costos serán determinantes en el sector educativo. Entre tanto, la oferta de programas virtuales continuaría representando una fuente de dinamismo para el sector.

Valor nominal de la unidad de pago por capacitación (UPC)



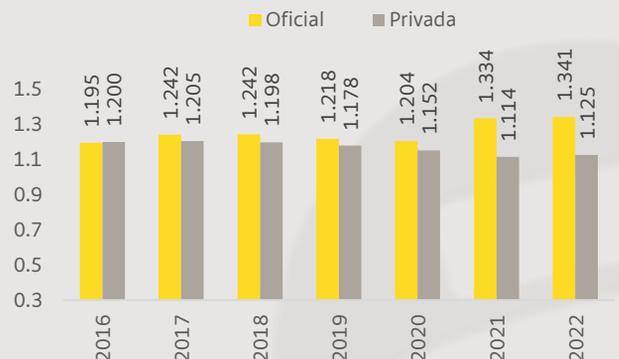
Fuente: Ministerio de Salud, elaborado por Grupo Bancolombia.

Presupuesto de la educación en el PGN (COP bn nominal)



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, elaborado por Grupo Bancolombia.

Estudiantes matriculados por sector (millones de personas)



Fuente: Ministerio de Educación Nacional, elaborado por Grupo Bancolombia.

# Construcción e inmobiliario



**-7,0%**

Proyección de crecimiento para las edificaciones en 2024



**2,5%**

Proyección de crecimiento para sector inmobiliario en 2024

## Analistas

**Javier David Villegas Restrepo**  
Inmobiliario y vivienda  
javilleg@bancolombia.com.co

**Valentina Marín Quintero**  
Analista junior sectorial  
valmarin@bancolombia.com.co

# Guía

---

# 2024

# Un 2024 retador para el sector construcción

## Navegando con los rezagos de altas tasas y la desaceleración económica

El momento que atraviesa el sector de la construcción es uno de los factores críticos que explica el deterioro en la inversión del país.

El rubro de edificaciones, que representa alrededor de dos tercios del sector, ha venido registrando un bajo desempeño debido al enfriamiento del mercado de vivienda, consecuencia de una coyuntura económica de elevados costos de la construcción, altas tasas de interés, la interrupción de subsidios no VIS y el freno en la entrega de los VIS.

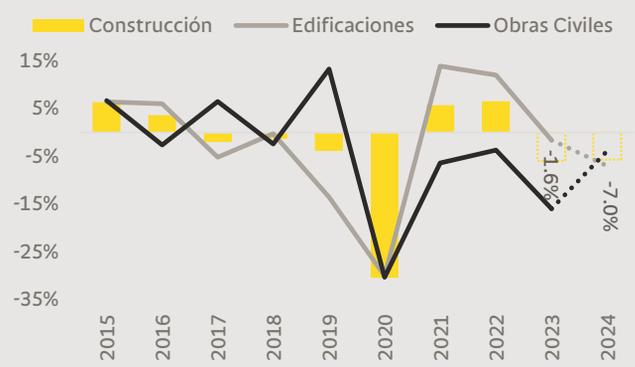
Los efectos en la caída de esta dinámica se observan a lo largo de toda la cadena de valor, empezando por la producción y los despachos de cemento que, entre enero y agosto, caen 3% y 6% vs. 2022, respectivamente. En la misma línea, la producción de concreto para vivienda, aunque presenta un leve aumento del 0,4% año corrido, es un claro signo de desaceleración. El concreto destinado a VIS cae 6,8% y a no VIS crece 6,4%.

Según el DANE, el índice de costos de construcción para edificaciones residenciales muestra un incremento del 8,3% anual, y del 7,7% año corrido, que se refleja en menores ventas de los principales materiales de construcción. El aumento en costos de construcción es un factor que suma negativamente al desempeño del sector, dado que reduce los márgenes financieros de los proyectos y lleva a la renuncia de lanzamientos por no alcanzar el cierre financiero, sumado a las tasas de financiación de construcción de vivienda, que también continúan en niveles históricamente altos.

Si bien esperamos ajustes a la baja en la tasa de intervención por parte del Emisor, que paulatinamente se traducirá en menores tasas para la construcción de vivienda, dicho ajuste será lento, por lo que esperamos que para 2024 estos rezagos de altas tasas sigan impactando el sector de manera negativa.

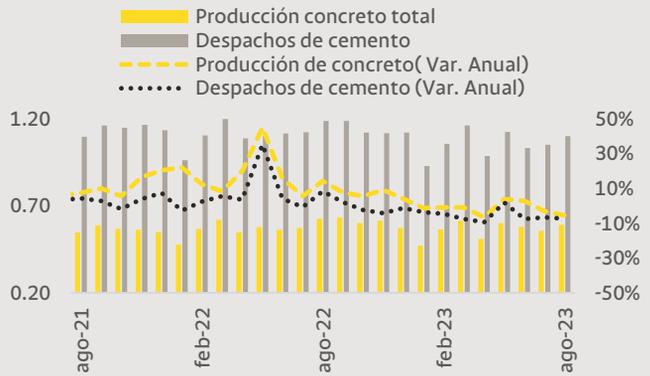
Así las cosas, para 2024 anticipamos un ajuste gradual en la inflación de los costos de construcción y un ajuste en las tasas de financiación. Sin embargo, estos cambios serán lentos e insuficientes para lograr una mejor dinámica. Además, prevemos una menor demanda de vivienda para 2024, por lo que esperamos que el sector de las edificaciones cierre 2023 en -1,6% y 2024 alrededor del -7%, proyecciones sujetas a la ejecución de planes para la recuperación del sector por parte del Gobierno.

**PIB Construcción, edificaciones y obras civiles (% var. anual)**



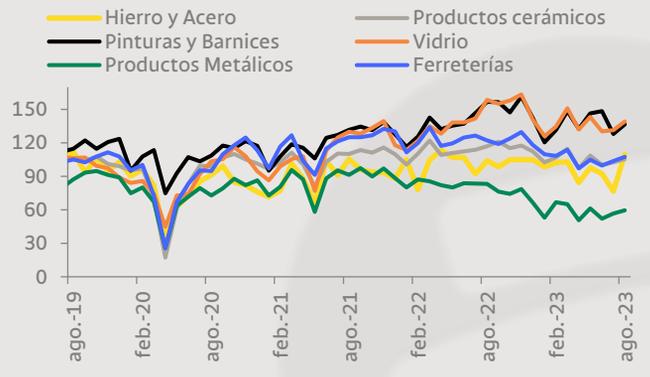
Fuente: Históricos del DANE, pronósticos de Grupo Bancolombia.

**Producción de concreto vs. despachos de cemento (millones de toneladas)**



Fuente: DANE, elaborado por Grupo Bancolombia.

**Índice de ventas reales materiales de construcción**



Fuente: DANE, elaborado por Grupo Bancolombia.

# Mercado de vivienda: uno de los frentes más golpeados por el ciclo económico

## Esperamos ventas cercanas a 120.000 unidades para 2024

Las principales causas detrás del enfriamiento en el mercado de la vivienda resultarían en un aumento de los costos como resultado de la reciente coyuntura. Según los datos observados por Camacol, las ventas de viviendas acumulan 15 meses de contracción anual a doble dígito donde, si bien existe una alta base de comparación por un 2022 donde aún los subsidios daban impulso al mercado, en 2023 las ventas caen 48% hasta agosto, y -43,3% a 12M.

La menor demanda, junto con el aumento en costos de construcción, menor flujo de caja y las dificultades para el apalancamiento financiero, ha estresado el cierre financiero de los proyectos, impactando a la baja la dinámica de las iniciaciones, que acumulan siete meses con caídas mensuales y año corrido caen 23,1%, y -16,4% a 12M. Esto también se ha reflejado en la renuncia de unidades para la construcción que, según las últimas cifras, ha crecido cerca del 50% en el último año. Con este panorama, **esperamos un cierre de año con iniciaciones cerca de las 152 mil unidades y 2024 cerca de 135 mil unidades.**

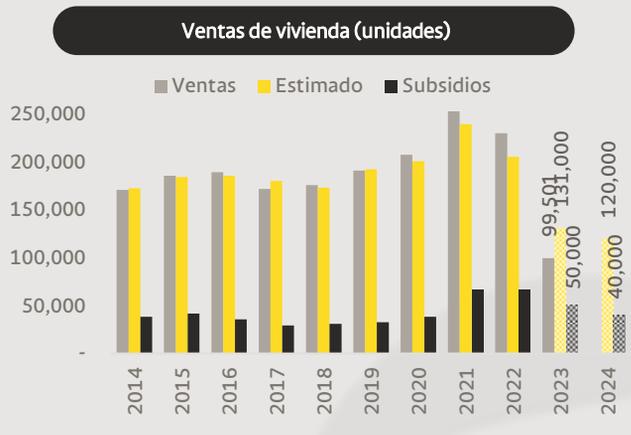
Con respecto a las ventas, hay factores que a lo largo del año han permanecido con un claro impacto observado. **Por una parte, las tasas de los créditos para la adquisición de vivienda se han elevado hasta niveles históricos** a raíz de

la subida en los tipos interés; así mismo, el precio de la vivienda ha empezado a reflejar el efecto de los altos costos de los materiales de construcción, creciendo, según el DANE, 6,12% durante el 1S23; por último, el programa de subsidios que se impulsó para superar la crisis del covid-19, fue finalizado para los segmentos no VIS y VIS. A pesar de la adición presupuestal por COP1 bn, se han presentado dificultades operativas para la entrega de los subsidios que, según datos oficiales, para finales de septiembre registraban unos 38.700 subsidios asignados y se estaba a la espera de destrabar procesos ya adelantados, por lo que esperamos que el año cierre con cerca de 50.000 subsidios efectivamente entregados.

**Sobre la base de estos fundamentales, resulta plausible que el sector retome dinamismo en la medida en que estos elementos se atenúen.** Sin embargo, el panorama luce desafiante en el corto y mediano plazo toda vez que, aunque se superarían algunos factores adversos, el estrés financiero y la desaceleración de la economía que afecta el ingreso de los hogares continuarían presionando el sector hasta finales de 2024, por lo que actualizamos nuestra proyección con **ventas cercanas a las 131 mil unidades para 2023 y 120 mil unidades para 2024**, con un posible sesgo al alza dependiendo de la correcta consecución de los planes del Gobierno para este sector.



Fuente: Históricos de Camacol, pronósticos de Grupo Bancolombia.



Fuente: Históricos de Camacol, pronósticos de Grupo Bancolombia.

# Sector inmobiliario se sostiene

## Vacancias se mantienen estables a pesar de la coyuntura desafiante

Para 2023 esperábamos un papel protagonista del sector inmobiliario dada la capacidad para servir como activo refugio en escenarios de alta inflación o desaceleración económica puesto que, a pesar de posibles impactos en vacancias o menores ingresos, el valor de los activos logra de cierta forma mantenerse y pierden con menos fuerza su valor intrínseco. Consideramos que esta característica en los activos se ha mantenido, algo demostrado durante la crisis sanitaria y durante el año en curso, que, aunque se observa un menor crecimiento durante el 1S23 y para cierre de año (+1,2%) y para 2024 (+0,9%), en general no se observan variaciones estructurales a la baja en precios por m<sup>2</sup> en ninguno de los activos vs. el precio de cierre de 2022.

Consideramos crecimiento en gastos de mantenimiento específicos de los activos, entre los que se encuentran reparaciones y mantenimiento, gastos de administración, seguros, entre otros, por ajustes anuales que generalmente se dan contra la inflación del año anterior. A su vez, el crecimiento de los ingresos, también atados a la inflación, mantendrá un efecto neutral sobre márgenes NOI para 2024, que, según se observa en los resultados de algunos fondos, está alrededor del 78% y 87%, y llevaría a *cap rates* sin variaciones significativas.

Un factor que sí sigue jugando en contra del sector es el impacto en las tasas de descuento. Actualmente, los inversionistas han aumentado sus niveles de *going in*, y

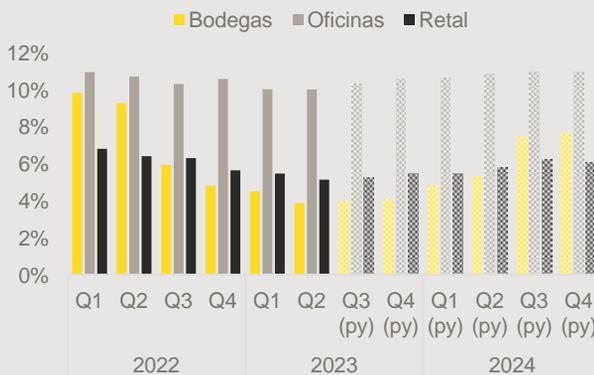
con tasas de referencia que continúan en 13,25% según el Emisor, no se esperaría una baja en el corto plazo para las tasas de descuento.

**Bodegas** es un sector que depende de la dinámica industrial, reflejada en la producción manufacturera, que en agosto registró una nueva caída del 8,6% a/a. Consideramos que esta menor dinámica, junto con las presiones en la dinámica comercial, podrán impactar vacancias y precios de renta.

Para el sector **oficinas**, la menor dinámica industrial, que también tiene un efecto sobre estos activos, puede ser contrarrestada con la continuidad en políticas de trabajo híbrido por parte de las compañías; sin embargo, vemos niveles de vacancias aún a doble dígito, que pueden tomar una tendencia a la baja debido a una menor producción de nuevos metros en este segmento, que, según Colliers, para el 2S23 se encuentra en mínimos históricos: unos 40.000 m<sup>2</sup> en las cuatro principales ciudades.

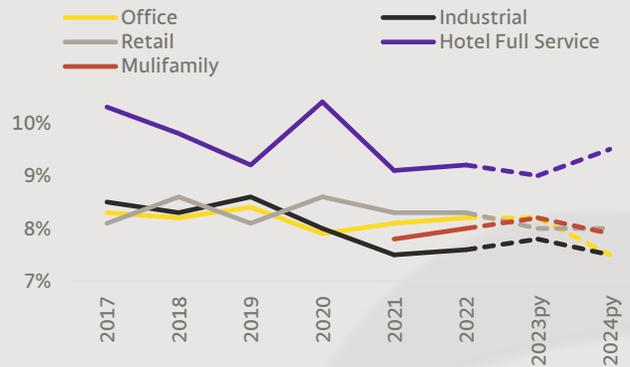
El **retail** claramente tendrá un año desafiante, debido a una menor dinámica comercial, observada en el indicador de consumo de tarjetahabientes Bancolombia, que en septiembre tuvo variaciones nominales entre el 0% y 3%. El reto estará en las ventas, que impactan la rentabilidad de los negocios, y las rentas de locales comerciales.

Vacancia promedio por tipo de activo (% vacancia)



Fuente: Históricos de Colliers, pronósticos de Grupo Bancolombia.

Cap rates por negocio (NOI/valor propiedad)



Fuente: Históricos de Logan, pronósticos de Grupo Bancolombia.

# Hotelería y Turismo



**Analista**

**Javier David Villegas Restrepo**  
Hotelería y turismo  
javilleg@bancolombia.com.co

# Guía

---

# 2024



Grupo  
**Bancolombia**

# Buenos vientos para el turismo internacional

Esperamos un crecimiento del 10,5% a/a para el PIB mundial de turismo

## Internacional

El año 2023 ha sido una clara muestra de la continuidad en la recuperación del turismo a nivel internacional, como se esperaba luego de la pandemia en 2020. Con un crecimiento del PIB en 2021 del 32% a/a y del 22% a/a en 2022, **esperamos un crecimiento del 23% en 2023 y del 10,5% en 2024, llegando a USD9,5 bn y USD10,5 bn, respectivamente**, y creciendo este año 9% vs. 2019, año histórico para el PIB del turismo.

Esta proyección se basa en la recuperación de la llegada de turistas a nivel internacional que, aunque todavía está 16% vs. 2019, a julio crece 43% vs. 2022, según UNWTO; en la misma línea, la ocupación mundial crece a septiembre 69% frente a 2019. Así mismo, vale la pena resaltar que, en septiembre, 197 países, 98% del total de destinos a nivel internacional, no tienen ninguna restricción por Covid-19, lo cual da señales que el turismo continuaría teniendo una dinámica estable y que dependerá del curso normal que se observe en la economía. Factores como la evolución de la inflación, aumentos en los costos de funcionamiento y los precios del petróleo –factor importante en el sector aéreo dado que impacta los precios del *jet fuel*, probarán determinantes.

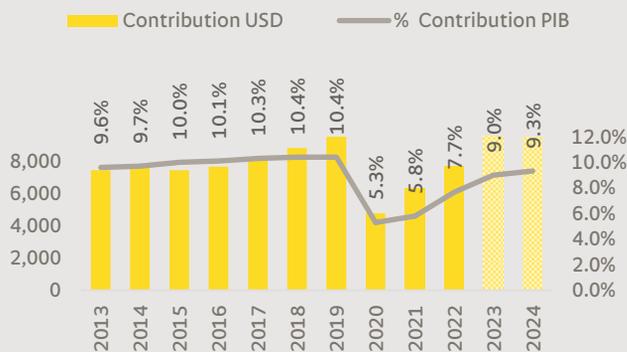
El recrudecimiento de los conflictos geopolíticos también impactará estas proyecciones; se calcula que la situación entre Rusia y Ucrania tiene un impacto del 3% del promedio del gasto anual de turismo internacional, afectando especialmente destinos en Asia; el conflicto entre Israel y Hamás ya impacta a este país, que esperaba en 2023 superar los 4,9 mn de turistas de 2019.

Con respecto a la llegada de turistas en lo corrido del año hasta julio vs. cierre de diciembre 2022, se destaca América, con una recuperación del 57%, África, +53%, Asia y Pacífico, +49%, y Europa, +46%; solo Medio Oriente cae, pero por efecto comparación dada la alta ocupación de fin de año por el Mundial de Fútbol.

A nivel de ocupaciones, 2023 viene mostrando un comportamiento positivo con un crecimiento vs. cierre de diciembre de 2022 de 13 pp. Regiones como Europa, +20 pp, Asia y Pacífico, +11 pp, América, +11 pp, y África, +10 pp, crecen a doble dígito; Medio Oriente crece 3 pp.

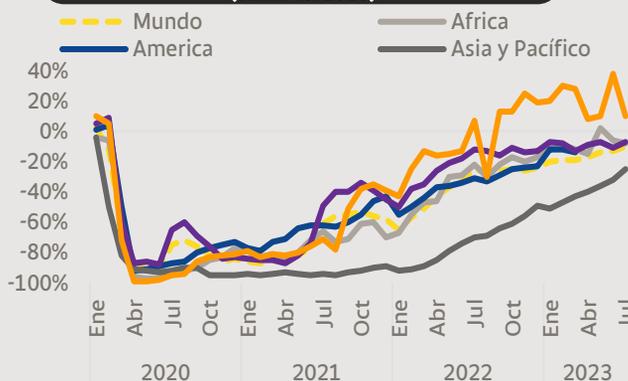
Consideramos que la inflación, y un menor crecimiento esperado a nivel mundial, serán factores determinantes para el sector durante 2024, pero prevalece el optimismo.

### PIB mundial hotelería y turismo (USD) vs. contribución al PIB mundial (%)



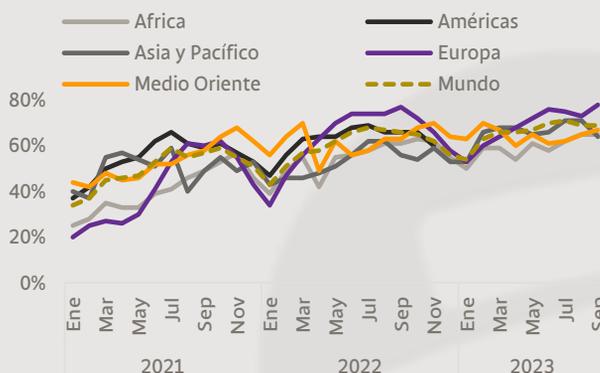
Fuente: Históricos de UNWTO, pronósticos de Grupo Bancolombia.

### Llegadas internacionales de turistas (var. % vs. 2019)



Fuente: UNWTO, elaborado por Grupo Bancolombia.

### Tasas de ocupación por región (% de ocupación)



Fuente: STR, Grupo Bancolombia.

# Un impulso que se mantiene con retos para 2024

Esperamos ocupaciones cercanas al 56% para 2024

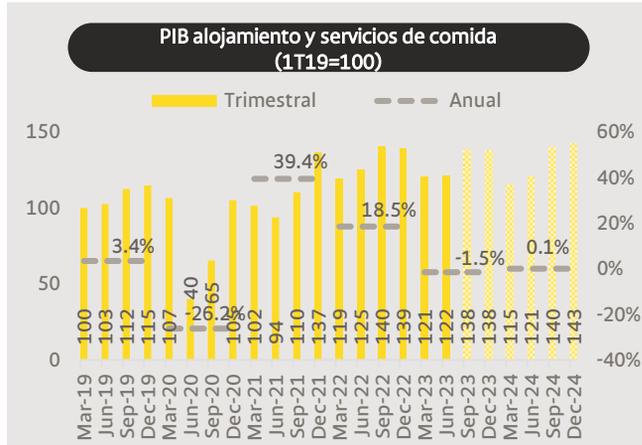
El sector de alojamiento y servicios de comida ha logrado ganar participación dentro del PIB nacional, pasando de 3,8% en 2019 al 4% en el 1S23, promedio que se ha mantenido durante 2021 y 2022. Aunque aparentemente este crecimiento no es significativo dentro del PIB total, sí vale la pena resaltar que el sector se ha logrado mantener luego de su gran recuperación durante 2021 y 2022 y a pesar de la crisis aérea en el 1T23. Consideramos que 2023 mostrará, más que un decrecimiento, un ajuste al crecimiento dados los crecimientos observados en los dos años anteriores, además de ser una cifra hasta ahora 21% mayor que la de 2019. Crecimientos del 12,3% a/a en el gasto promedio día de turismo y de 5,6 pp en el porcentaje de población que realizó turismo o excursionismo, según el DANE, pueden impactar al alza esta proyección.

Para 2024, variables como la inflación esperada de 5,9%, y un desempleo que puede rondar el 11,8%, tendría efectos sobre el turismo, especialmente nacional, que ha demostrado su capacidad para generar recuperación en el sector.

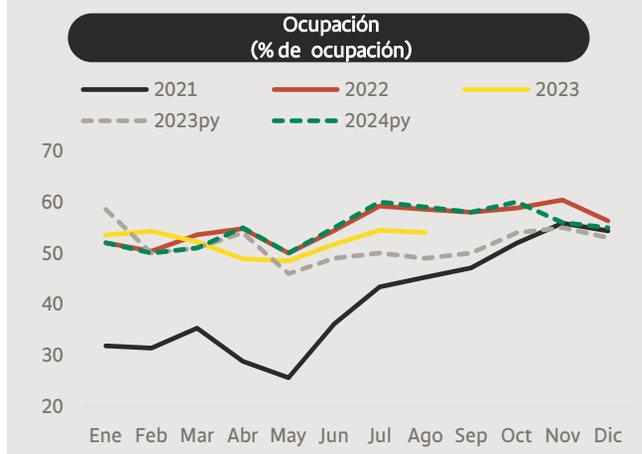
Los niveles de ocupación en lo corrido de 2023 también son positivos; según Cotelco, la ocupación nacional en agosto llega a 60,1% vs. 58,3% en el mismo período de 2022, teniendo en cuenta que incluye la caída de 21,7 pp en lo corrido del año de San Andrés, principalmente por la crisis aérea en 1T23. Según el DANE, la ocupación en agosto llega al 52,2%, por debajo del 55,6% de 2022. En general, las regiones muestran afectación, pero resaltan San Andrés, -16,3 pp, Santanderes, -7,2 pp, y Pacífico, -6,3 pp.

Nuestra proyección en 2023 ha estado muy en línea con lo observado, inclusive por debajo, especialmente durante 3T23, y esperamos que el año cierre en niveles cercanos al cierre de 2022. **Para 2024, le apostamos a una ocupación en niveles cercanos a los de 2022 y por encima de 2023**, siempre que se ajusten las rutas afectadas por la crisis aérea junto con un menor crecimiento en el precio de los pasajes y las tarifas de alojamiento que, en lo corrido de 2023, crecen 21,7% según Cotelco, y un turismo extranjero que se mantiene.

La llegada de turistas extranjeros, por placer y negocios, logra niveles importantes de recuperación, llegando a septiembre al 93% del total observado en 2022; de continuar al ritmo observado, prevemos que podríamos llegar a cerca de 3 mn de turistas para cierre de año.



Fuente: Históricos del DANE, pronósticos de Grupo Bancolombia.



Fuente: Históricos del DANE, pronósticos de Grupo Bancolombia.



Fuente: Migración, elaborado por Grupo Bancolombia. Nota: se excluye Venezuela y Haití por efecto migratorio.

# Apuesta por el turismo extranjero

## El Ministerio de Industria, Comercio y Turismo aprobó COP423.000 mn para impulsar proyectos turísticos

Para el sector del turismo el inicio de año estuvo impactado por la crisis en las principales aerolíneas de bajo costo, que representaban 19,5% del mercado de pasajeros en el 1T23 (1,5 mn de pasajeros, aproximadamente), cuyo cese de operaciones afectó a unos 400 mil pasajeros y a ciudades como Rioacha, San Andrés, Santa Marta y Villavicencio, donde estas aerolíneas movían 40%-45% del total de viajeros.

**Según la Aerocivil, a agosto se han movido cerca de 19,3 mn de pasajeros a nivel nacional, -11,5% vs. el mismo período de 2022, y llegando a ser cerca del 59% del total de pasajeros movidos en 2022. En general, solo febrero muestra un comportamiento positivo (+1% a/a) y los otros meses muestran caídas vs. 2022. A nivel internacional, el panorama es positivo, con un crecimiento del 28% en lo corrido del año hasta agosto y cerca del 83% del total de pasajeros registrado en 2022.**

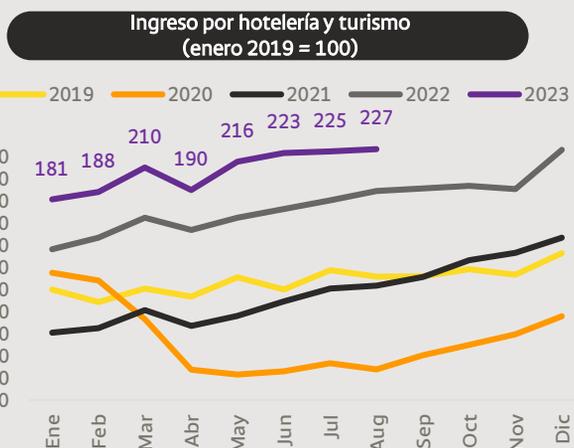
Consideramos que la moderación en el precio internacional del *jet fuel* en lo corrido de 2023, además de una corrección en la inflación en el país, podrá ayudar a mantener los precios de los pasajes aéreos sin alzas significativas para 4T23 que, según Anato, en agosto tuvo uno de los menores incrementos del año (+1,3%).

Los ingresos medidos a través de los canales del Grupo Bancolombia para el sector de hotelería y turismo también continúan reflejando un comportamiento positivo en 2023, donde entre enero y agosto crecen 26,8%. Por segmentos, los servicios por hotelería y turismo crecen 30,2%, seguido por agencias de viaje, +24%, y ecoturismo, +18,8%.

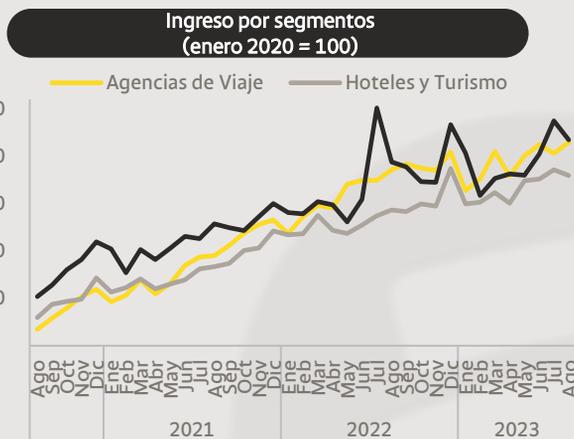
El Ministerio de Industria, Comercio y Turismo viene apostándole al sector con el fin de darle un mayor impulso a este renglón económico en el país, por lo que se han aprobado cerca de COP423.000 mn para impulsar proyectos en temas como turismo responsable, territorios turísticos de paz e inversión territorial. De estos ya se han contratado cerca de COP207.000 mn en temas de promoción turística y COP66.000 mn en infraestructura, para fortalecer la conectividad fluvial en Colombia y el turismo regional. Se espera llegar a 7,5 mn de visitantes no residentes en 2026, superando los 300 mil empleos en el sector (actualmente son 218 mil) y hacer del turismo un sector de transición económica en las regiones que proyecte al país como un destino turístico internacional.



Fuente: Históricos de Aerocivil, cálculos por Grupo Bancolombia.



Fuente: Grupo Bancolombia.



Fuente: Grupo Bancolombia.

# Recursos Naturales



**4,0%**

Proyección de crecimiento para el sector minero en 2023



**0,5%**

Proyección de crecimiento para el sector minero en 2024

**Analista**

**Ricardo Andrés Sandoval**

Recursos Naturales

[rsandova@bancolombia.com.co](mailto:rsandova@bancolombia.com.co)

# Guía

---

# 2024



**Grupo Bancolombia**

# El sector ha sido resiliente

## Utilidades del sector presentarán un retroceso importante este año

El año 2023 estuvo marcado por los recortes de producción de Arabia Saudita y sus aliados OPEP+, la relevante caída de reservas estratégicas de petróleo de Estados Unidos, el surgimiento del conflicto en Medio Oriente (Israel-Hamás), la continuidad del conflicto Ucrania-Rusia y un panorama de crecimiento económico mundial muy superior al esperado. Por lo anterior, el Brent promedió USD84/barril, un retroceso de 17% frente a 2022, inferior a lo estimado.

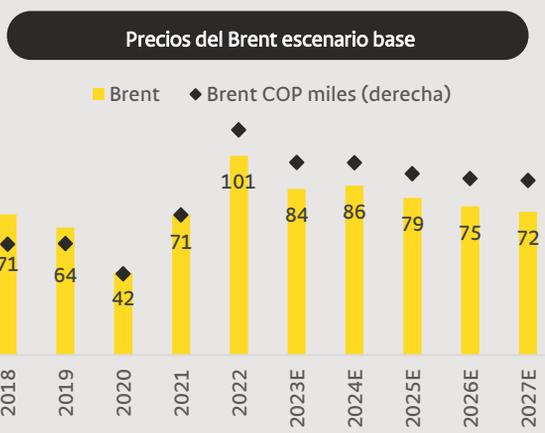
No obstante, para el presente año estimamos que las utilidades del sector presentarán un retroceso importante dada la implementación de la reforma tributaria de 2022, que estableció una sobretasa de renta y la no deducción de regalías. A modo de ejemplo, en nuestras cuentas la utilidad neta de Ecopetrol disminuiría 42%, lo que se verá reflejado en el retorno de accionistas.

En las cuentas del Ministerio de Hacienda, la tasa efectiva de tributación para la extracción de petróleo se incrementaría desde un 31% a un 49%, en un escenario de precios altos. Además, la entidad también estima que el retorno del patrimonio (ROE) de las compañías con precios altos disminuiría de 20% a 15%. Mientras tanto, con precios medios bajos, la disminución del ROE estaría alrededor del 0,5%-2%.

En términos de crecimiento económico, el sector se ha comportado de manera resiliente, principalmente por la mayor producción de productos refinados dada la ampliación de 50 kbpd en Reficar, más el leve aumento en producción nacional de petróleo. Así, esperamos que 2023 cierre con un crecimiento cercano al 4%.

Para 2024, los precios del Brent permanecerían altos y esperamos que promedien USD86/barril en nuestro escenario base. Los motivos del incremento en nuestra visión del Brent están dados por la resiliencia económica hasta ahora expuesta por el mundo y una OPEP+ liderada por Arabia Saudita con recortes más agresivos y con un objetivo de precio que parece superior a los USD70/bl.

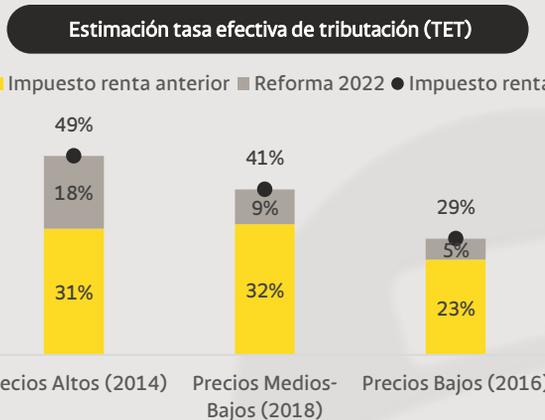
Así mismo, en producción de petróleo no esperamos incrementos adicionales a los ya observados a nivel nacional para 2024, la producción esperada sería de 784 kbpd. Dicho lo anterior, sin un catalizador importante para el próximo año, el crecimiento del sector se vería afectado por lo que esperamos un 0,5% en el sector de minería.



Fuente: Históricos de Reuters, pronósticos de Grupo Bancolombia.



Fuente: Históricos de ANH, pronósticos de Grupo Bancolombia.



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, elaborado por Grupo Bancolombia.

# Importantes desafíos en el horizonte

## Preocupa situación del mercado de combustibles en 2032-2042

En cuanto a las reservas, para 2024 esperamos un índice de reposición de reservas cercano al 100%. Es decir, el país adicionaría los barriles de producción de 2023 y la vida de las reservas no se vería fuertemente afectada, al cual estimamos en 7,4 años.

En los escenarios de más largo plazo, la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME) actualizó sus escenarios de energía para 2052. En el escenario de actualización donde se prevé una evolución tendencial basada en las tecnologías actualmente disponibles, con migraciones graduales de la demanda hacia tecnologías más eficientes, seguiremos dependiendo un 70% de petróleo, gas y carbón.

En los otros escenarios de transición energética, donde es necesario hacer supuestos de nuevas tecnologías, mayor eficiencia e inclusive eliminación de restricciones presupuestales, la entidad considera que la participación del petróleo, gas, carbón y derivados será menor en alrededor de 13% a la prevista anteriormente en el Plan Energético Nacional 2020-2050 (PEN).

No obstante, es de resaltar que la necesidad de combustibles fósiles en el país es imperativa en el largo plazo y la disminución de su consumo de manera relevante

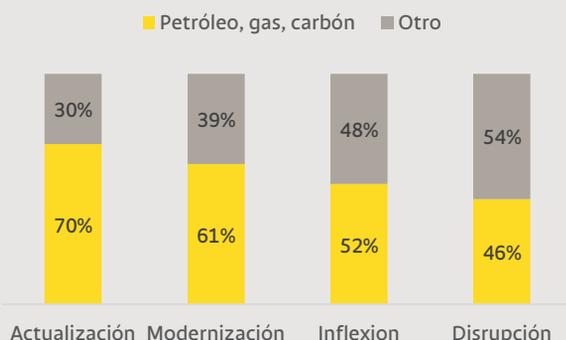
dependerá principalmente de que varios supuestos se vuelvan realidad.

Así, es importante mencionar que la no firma de nuevos contratos de exploración y producción de petróleo, más la implementación de una reforma tributaria que grava hasta en un 20% adicional las utilidades del sector, tendría resultados negativos. A modo de ejemplo, observamos la disminución en los taladros activos en 25% anual en septiembre, desde 156 a 117, con proyecciones negativas según Campetrol.

Actualmente, la importación de gas para suplir las necesidades de generación térmica de energía eléctrica ha causado un incremento histórico en el precio en bolsa, lo que ha llamado la atención del público. Esto resalta el encadenamiento del sector y cómo la necesidad de importaciones puede aumentar el costo de vida.

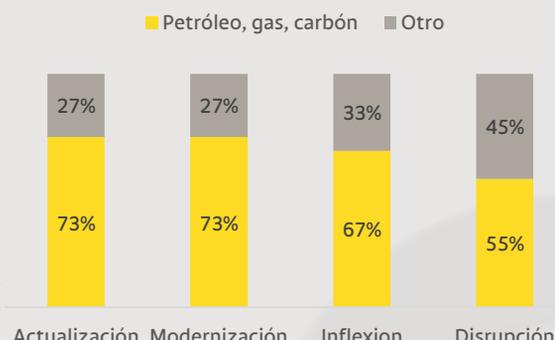
Así, con un sector cerrado a nuevos contratos y altamente gravado, preocupa la situación del mercado del gas a partir de 2026, cuando se estima que la demanda comience a superar la oferta. También preocupa la situación del mercado de combustibles en 2032-2042, cuando se estima que el consumo de gasolina y ACPM alcanzarán su máximo.

PEN 2022-2052



Fuente: UPME, elaborado por Grupo Bancolombia.

PEN 2020-2050



Fuente: UPME, elaborado por Grupo Bancolombia.

# Sector Financiero



8,3%

Proyección de crecimiento en el sector financiero para el 2023



1,8%

Proyección de crecimiento en el sector financiero para el 2024

## Analistas

**Andrea Patricia Atuesta Meza**  
Sector Financiero  
aatuesta@bancolombia.com.co

**Valentina Marín Quintero**  
Analista junior sectorial  
valmarin@bancolombia.com.co

# Guía

---

# 2024

# En 2024 persistirá desaceleración del sector

## Baja demanda de crédito por parte de hogares y empresas

Luego de consolidarse la recuperación económica en 2022, **2023 ha sido un año complejo para el sector financiero**, marcado por un entorno de incertidumbre en los mercados financieros, altas tasas de interés, inflación elevada y desaceleración económica.

En particular, la dinámica de los bancos durante 2023 se ha caracterizado por: i) baja demanda de crédito en todos los segmentos de cartera, ii) deterioro de la cartera en máximos que se ha reflejado en un incremento de provisiones y CoR, iii) avance moderado en su margen neto de intereses y iv) retroceso en la rentabilidad sobre el patrimonio (ROE).

Lo anterior se ve reflejado en los resultados mensuales de manera que al finalizar julio de 2023, la cartera continúa perdiendo tracción, con una variación nominal de un solo dígito de 7,4% a/a que contrasta con el fuerte avance de la cartera vencida de 43,4% a/a.

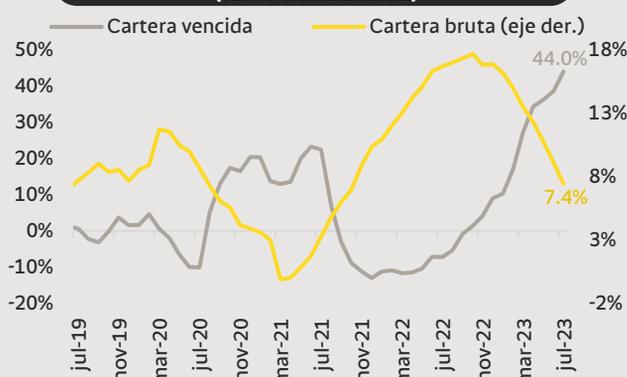
**Avance de la cartera siguió impulsado por el segmento comercial (+8,6% a/a)**, consumo y vivienda continúan desacelerándose, con unas variaciones anuales nominales de 3,8% y 9,6%, respectivamente.

En línea con este contexto, el gasto en provisiones siguió en ascenso, cuyo avance acumulado a julio fue de 99,8% a/a, que refleja el aumento mensual promedio de 26%. Así, el CoR se ubica en niveles máximos en torno al 3,5%, dado el fuerte aumento en provisiones contrastado con un menor crecimiento del saldo total.

**Durante 2023 el debilitamiento del sector se ha reflejado en el retroceso de las utilidades y rentabilidad**, de manera que la utilidad neta cayó hasta COP5,1 bn acumulado a julio (-48% a/a) y el ROE bajó hasta 8,7% (-960 pb a/a), nivel mínimo que no se observaba desde el periodo de pandemia en 2020.

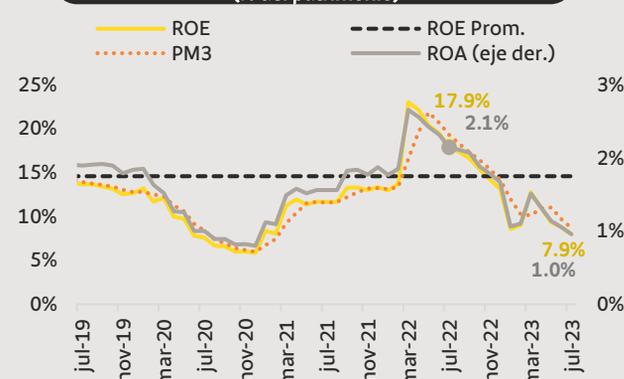
No obstante, este contexto de altas tasas de interés ha provocado un incentivo al ahorro e inversión en instrumentos de renta fija como los CDT. Lo anterior al mismo tiempo continúa debilitando la demanda de crédito, y en la medida que las tasas de captación siguen elevadas, no se evidencian mayores ajustes en los márgenes de intermediación de los bancos.

### Cartera bruta y vencida por modalidad (var. % nominal anual)



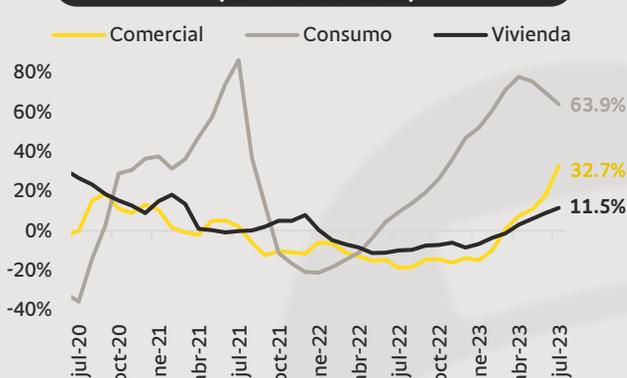
Fuente: SuperFinanciera, elaborado por Grupo Bancolombia.

### Indicador de rentabilidad (ROE) (% del patrimonio)



Fuente: SuperFinanciera, elaborado por Grupo Bancolombia.

### Cartera vencida por modalidad (var. % nominal anual)



Fuente: SuperFinanciera, elaborado por Grupo Bancolombia.

# Establecimientos de crédito

## Altas tasas de interés continuarán limitando la demanda de crédito en 2024

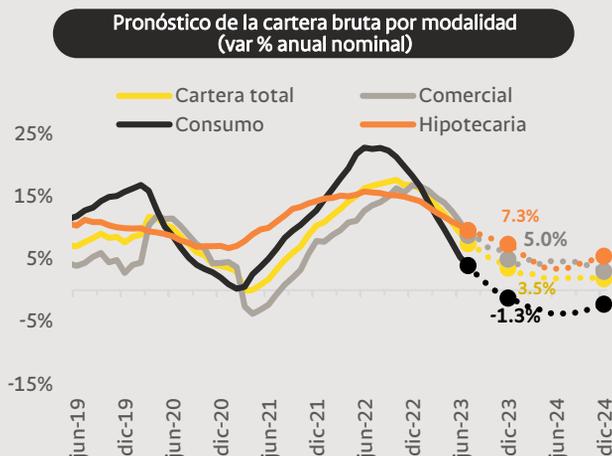
De cara a 2023, esperamos que la cartera continúe su fase de desaceleración y cierre con un crecimiento nominal de 3,5% a/a, que en términos reales se traduce en una caída de 5,6% a/a y que está en línea con el desempeño económico esperado a cierre de año. En este contexto, el impacto más fuerte se dará en el portafolio de consumo, el cual se contraería 2,5% a/a, mientras que el portafolio comercial (+5,8% a/a) y vivienda (+7,3% a/a), soportarían el avance de la cartera total.

En este contexto, el impacto más fuerte se genera en la cartera de consumo por factores como: i) el lento ajuste a la baja de las tasas de interés por parte del emisor, ii) agotamiento de la capacidad financiera de los hogares, reflejado en la alta carga financiera de los mismos y iii) baja demanda por ciertos bienes durables y semidurables.

Así pues, para 2024 prevemos un bajo crecimiento nominal de la cartera, teniendo en cuenta el retroceso en las colocaciones esperadas por una menor demanda de crédito en todos sus segmentos, tasas de interés que a pesar de empezar a retroceder se mantendrán elevadas, disminución del consumo, caída en la inversión y ventas de vivienda, todo dentro de un contexto de desaceleración económica local y global.

Estos factores explicarán la desaceleración del crédito que se agudizaría en 2024, principalmente en el portafolio de consumo que continuará perdiendo tracción y al finalizar el año caería en 2,3%. De igual manera se observará la misma tendencia de desaceleración en el portafolio comercial (+3% a/a) y de vivienda (+5,4% a/a), cuyos avances se mantendrían moderados. Desde la dinámica de las tasas, cabe recalcar que esperamos que 2024 sea un periodo de ajuste a la baja en la tasa de política monetaria, aunque estas se mantendrán mucho más elevadas frente al nivel en el que estaban antes del choque inflacionario. Esto se vería reflejado en ajustes a las tasas de captación y colocación de los bancos y por ende una expansión en el NIM hasta 6,73% en 2024. Los recortes esperados en la tasa repo la llevarían desde un nivel de 13% al finalizar 2023 a cerrar en 9,25% en 2024, lo que llevaría a una expansión de 15 pb en el NIM de cartera frente a 2023, teniendo en cuenta la mayor rapidez con que históricamente se suelen transmitir los recortes a las tasas de captación.

Dado todo lo anterior, la rentabilidad de los establecimientos de crédito en 2024 continuaría contrayéndose a niveles mínimos y en línea con un margen que crecerá muy poco a pesar de las altas tasas de interés y el bajo crecimiento de la cartera total.



Fuente: Históricos de la SuperFinanciera, pronósticos de Grupo Bancolombia.

# Sector financiero no bancario

## 2024 sería un año desafiante para las AFP, aseguradoras, fiduciarias y comisionistas de bolsa

De otro lado, 2023 ha sido retador para los fondos de pensiones y entidades fiduciarias, en línea con el entorno de alta volatilidad que han experimentado los mercados financieros. Lo anterior, producto de la fase de la desaceleración económica global, el endurecimiento de la política monetaria que se mantiene por parte de los bancos centrales alrededor del mundo y las tensiones geopolíticas a las que ahora se suman las de Medio Oriente.

En efecto, el panorama para las AFP continúa incierto hasta no conocer el resultado final de la reforma pensional en trámite. Sin embargo, observamos buenos resultados en cuanto a la rentabilidad de las AFP que presentan un aumento de alrededor del 12% para julio respecto al año anterior, teniendo en cuenta el aumento de participación dentro de la composición del portafolio en títulos de Renta Fija, los cuales han tenido una buena rentabilidad para este año.

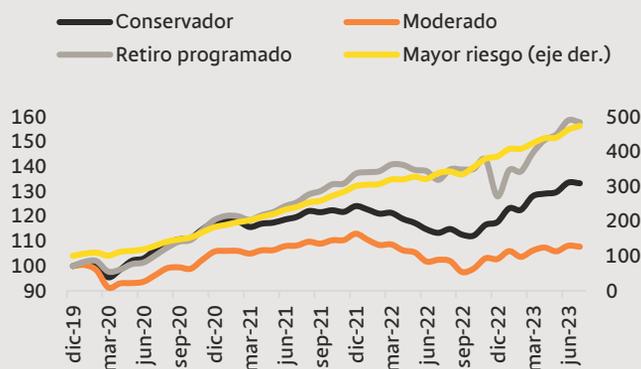
Actualmente observamos una reducción notable en el número de afiliados tanto activos como inactivos equivalente a un 61% teniendo en cuenta los mismos periodos del año anterior. En este sentido, podrían presentarse moderaciones en los afiliados para 2024

como resultado de las menores perspectivas de crecimiento económico, que se traducirían al mismo tiempo en un desempleo que se mantendrá en doble dígito (10,9%). Es decir, es previsible una reducción de la capacidad de las empresas de generar puestos de trabajo por un lento nivel de actividad empresarial y el riesgo de un impacto en el segmento formal la reforma laboral que como está planteada podría aumentar las rigideces adicionales al mercado laboral.

A pesar de la disminución de número de afiliados a las AFP, el volumen de aportes recibidos sigue aumentando 15,6% para julio respecto al año anterior, lo que representa en términos reales un aumento del 3,7%.

En 2024, las AFP podrían enfrentar un efecto negativo en su operación, en el tamaño de su portafolio de inversiones y su capacidad de mantener compras en el mercado de renta variable y renta fija local. Esto debido a que se vislumbra el impacto que tendría la reforma pensional propuesta por el Gobierno, que reduciría el flujo de aportes percibido por estas entidades, afectando además el pago de mesadas a partir de los aportes, que llevaría a una liquidación de parte del portafolio de inversiones para obtener la liquidez necesaria para dichas labores.

Evolución del valor de los fondos de las AFP  
(diciembre 2019=100)



Fuente: SuperFinanciera, elaborado por Grupo Bancolombia.

# Sector financiero no bancario

## 2024 volvería a ser un año desafiante para las AFP, aseguradoras, fiduciarias y comisionistas de bolsa

En términos de las compañías aseguradoras, los altos niveles de inflación y por ende el aumento de las tarifas favoreció el comportamiento de las primas, sin embargo, mientras que la rentabilidad de las inversiones continuó soportando las utilidades del sector. De cara al próximo año, las perspectivas frente al portafolio de inversiones de estas entidades tienen sus desafíos, en la medida que las tasas de interés, que aunque comenzarán un ciclo de ajuste, se mantendrán elevadas.

En cuanto a la emisión de primas, para el 2024 el avance continuaría en niveles doble dígito en seguros generales y vida, sin embargo, con una leve moderación en sus crecimientos, explicados principalmente por la moderación de la inflación y la desaceleración económica esperada. Por el lado de generales y vida, prevemos que el crecimiento de emisión de primas se desacelere, pero continúe en terreno expansivo con 10,7% (-332 pb a/a) y 19,7% (-583 pb a/a), respectivamente para 2024.

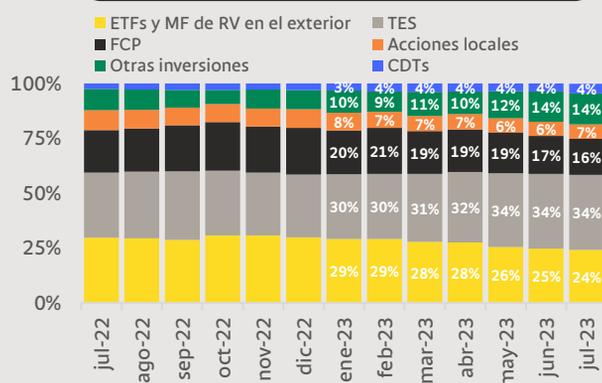
Las fiduciarias han mantenido un comportamiento estable en el valor de sus activos bajo administración durante 2023, cuyo incremento esperamos se ubique en torno al 12,4% para 2024, en línea con el crecimiento de los últimos dos años.

Para estas compañías es importante analizar el sector económico en el que su participación es más alta, que en este caso es construcción e infraestructura. Esto en la

medida que los negocios de dichos sectores componen la mayoría de los activos administrados, razón por la cual su desempeño guiaría la actividad de las fiduciarias. La senda en 2023 ha sido positiva. No obstante, en los últimos meses se ha revelado un crecimiento menos dinámico que sigue el escenario macroeconómico de incremento en los precios de la construcción, junto al menor dinamismo las ventas de viviendas, que opacarían la aceleración esperada en el negocio de infraestructura.

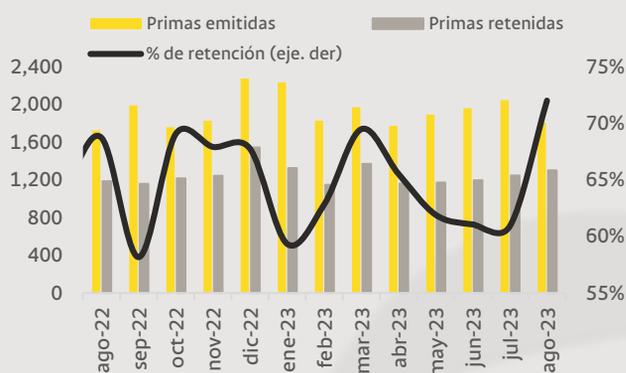
Por último, las comisionistas de bolsa experimentaron impactos negativos por menores volúmenes de negociación en renta variable, así como en su resultado neto, que las SCB finalizaron julio con un acumulado de COP114.455 mn (+22,7% a/a y 6,4% m/m). No obstante, si se analiza el comportamiento mensual de las utilidades, observamos que han sido muy volátiles durante 2023 y en particular luego de una recuperación en junio (+24,9% m/m), en julio la utilidad neta volvió a contraerse en 40% mensual. A pesar de este entorno, las SCB se mantienen resilientes y el ROE continúa en niveles de doble dígito (16,5%), a pesar de haber retrocedido -530 pb m/m luego de la recuperación de junio, cuya rentabilidad alcanzó 21,7%.

Composición portafolio de inversión AFP (% del total)



Fuente: SuperFinanciera, elaborado por Grupo Bancolombia.

Evolución primas emitidas aseguradoras (var. % anual)



Fuente: SuperFinanciera, elaborado por Grupo Bancolombia.

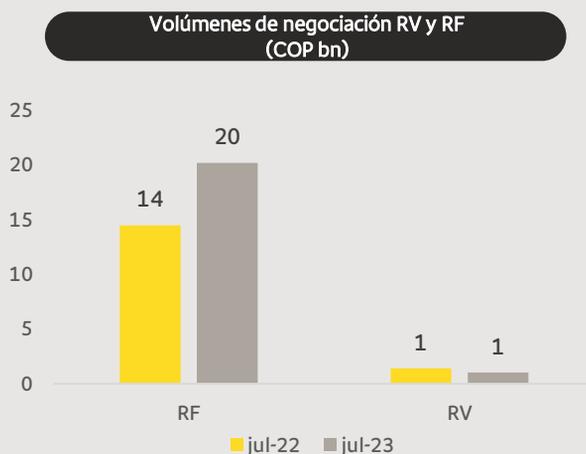
# Mercado de capitales

## Bajo dinamismo en volúmenes de negociación

**Emisiones en renta fija podrían ganar mayor dinamismo en 2024.** Esto en la medida que se materialice la baja de tasas y la convergencia de inflación. Sin embargo, se advierte que será un proceso gradual. De esta manera, los emisores de renta fija corporativa podrían volver a ganar protagonismo y brindar mayor dinámica al mercado. En 2023 se evidenció como un contexto de altas tasas de interés incentiva sustitución de emisiones corporativas por crédito bancario, así como una preferencia por títulos de corto plazo para mantener al vencimiento y particularmente CDT's.

**Bajo dinamismo en renta variable estaría compensado por operaciones especiales en 1S23.** Aunque se perderían emisores por las operaciones especiales que se ejecutarían en 2024 (OPA de Nutresa y Grupo Éxito), esto favorecería los resultados de las comisionistas de bolsa durante la primera parte del año. No obstante, el entorno político y social del país continuará siendo un factor de incertidumbre que seguirá manifestándose en los bajos volúmenes de negociación, salida de agentes extranjeros y personas naturales, y por ende no veríamos una mayor valorización de los activos.

Para el otro año no se esperaría un escenario muy diferente. Dado que es un sector muy volátil y ligado a la dinámica de mercado, que para 2024 es muy incierta. Los riesgos coyunturales y los obstáculos estructurales antes mencionados no solo persistirían en 2024, sino que podrían intensificarse ante una reforma pensional que podría afectar los volúmenes de negociación (RV y RF) proveniente de las AFP, uno de los mayores protagonistas del mercado.



Fuente: SuperFinanciera, elaborado por Grupo Bancolombia.

Guía  

---

2024

# Mercados Financieros

## Mercados Financieros

<u>Visión de compañías</u> .....	67
<u>Banco de Bogotá</u> .....	72
<u>Bladex</u> .....	77
<u>Canacol</u> .....	82
<u>Cementos Argos</u> .....	87
<u>Corficolombiana</u> .....	92
<u>Davivienda</u> .....	97
<u>Ecopetrol</u> .....	102
<u>El Cóndor</u> .....	107
<u>Enka</u> .....	112
<u>Grupo Aval</u> .....	117
<u>Grupo Energía Bogotá</u> .....	121
<u>ISA</u> .....	125
<u>PEI</u> .....	129
<u>Promigas</u> .....	133
<u>Terpel</u> .....	138
<u>Anexo: ASG como criterio de valor</u> .....	143



Es el número de compañías con estrategia en sobreponderar en nuestro universo de cobertura de 15 activos.

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

---

10



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

---

58%



Es el número de emisores deslistados en la BVC desde 2001 y que aún no han sido reemplazados. Para 2024 se esperarían mayores salidas en la medida que se materialicen las OPA vigentes.

---

97

# Ideas Clave

---

## **Acciones seguirían afectadas por factores estructurales**

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

---

## **Coyuntura sería gradualmente más favorable**

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

---

## **Esperamos un valor justo para el Colcap de 1.637 puntos**

En esta Guía Bancolombia 2024 realizamos cobertura de 15 compañías: 10 con visión de sobreponderar, 3 en subponderar, y 2 en neutral especulativo. Así mismo, tenemos una expectativa de retorno total esperado de 58%, del cual 9.4% se explica vía dividendo.

---

## **Ineficiencia del mercado continuaría pesando en valorizaciones**

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

---

## **Colombia, ¿mercado frontera?**

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

---

## **ASG como criterio de valor**

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

---

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

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

Esperamos un valor justo para el Colcap de 1.637 puntos que deja a nuestra cobertura con 10 compañías en sobreponderar, 2 en neutral especulativo y 3 en subponderar para una expectativa de retorno total esperado de 58%.

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

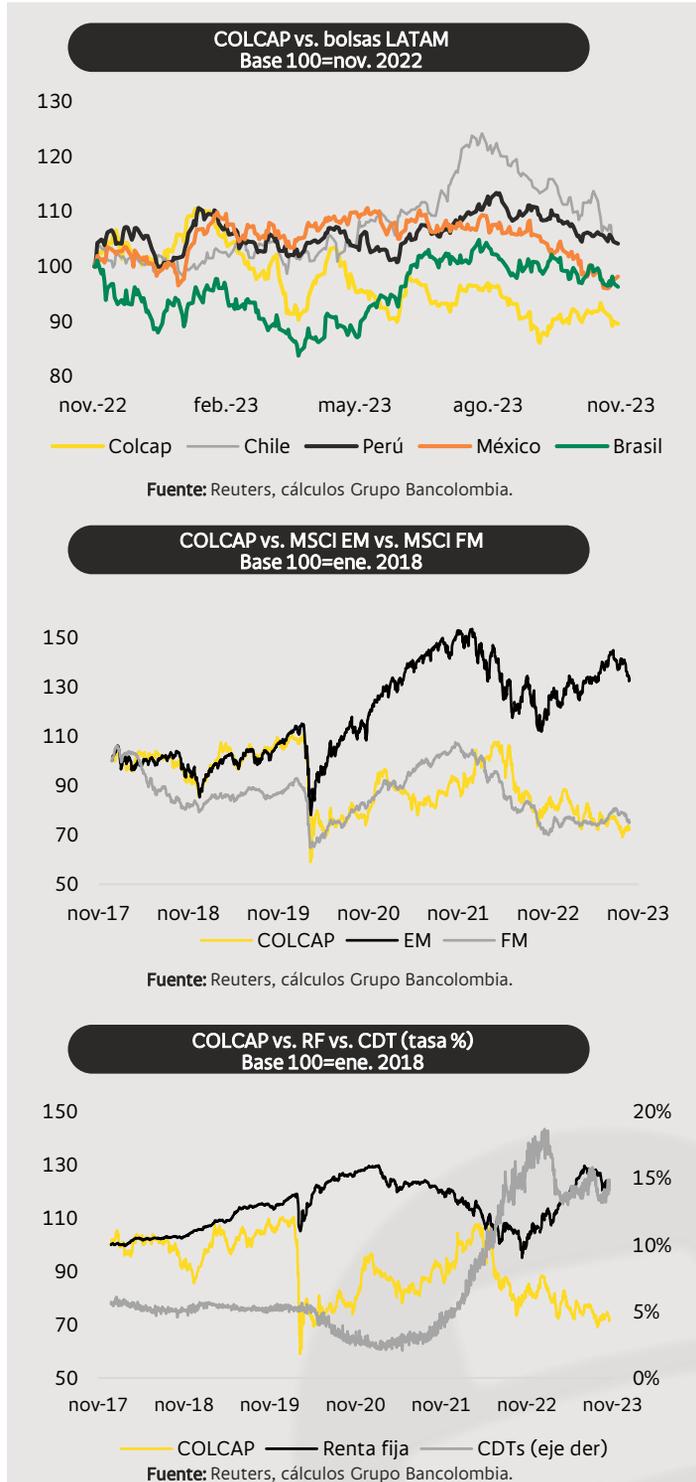
2024 ofrece un escenario no muy diferente al de 2023. Durante el año prevalecería un [contexto financiero ajustado en Colombia, ya que la tasa de referencia bajaría lentamente y se mantendría elevada en el corto plazo](#). Además, por la menor solidez de las finanzas públicas, ante la mayor relación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

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

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

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

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



# Resumen de nuestra visión

## Presión sobre el mercado de capitales se mantendría

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

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

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

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

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

### Resumen de precios objetivo y estrategia

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

\* Guía Bancolombia 2023.

# Colombia, ¿mercado frontera?

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



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



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



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

Desempeño de mercados (ene18 = 100)



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



**Desarrollo económico**



**Criterios de accesibilidad al mercado**



**Tamaño y requisitos de liquidez**

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

**Bancolombia**  
PREFERENCIAL

**Bancolombia**

*isa*



**Tamaño y requisitos de liquidez**

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

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

# Ajustes en tasa de descuento

## Metodología de estimación del WACC

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

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

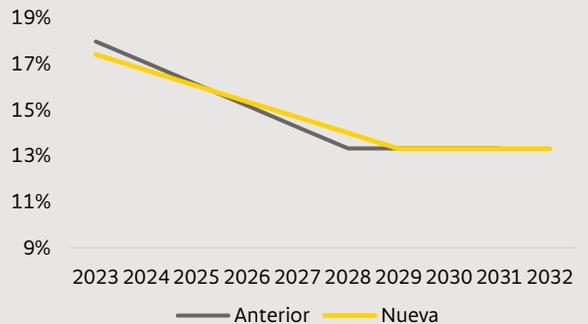
Con base en lo anterior, realizamos los siguientes ajustes a nuestro costo del patrimonio:

Ajustes costo del patrimonio (Ke)

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

Fuente: cálculos Grupo Bancolombia.

Proyecciones costo del patrimonio (Ke)



Fuente: cálculos Grupo Bancolombia.

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

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

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

Prima al costo de la deuda de compañías no financieras

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

Fuente: Aswath Damodaran.

# Banco de Bogotá

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

# Banco de Bogotá, foco estratégico en Colombia

## Sobreponderar, PO COP48.300

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

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

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

### Principales cambios en la valoración

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

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

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

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

### Analista

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

### Resumen valoración

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

Fuente: Banco de Bogotá, cálculos Grupo Bancolombia.

### Activos del emisor vs Colcap (ene18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

# Banco de Bogotá: balance de riesgos

## Crecimiento de cartera apalancado en desinversión de BHI

### Tesis de inversión

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

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

### Riesgos

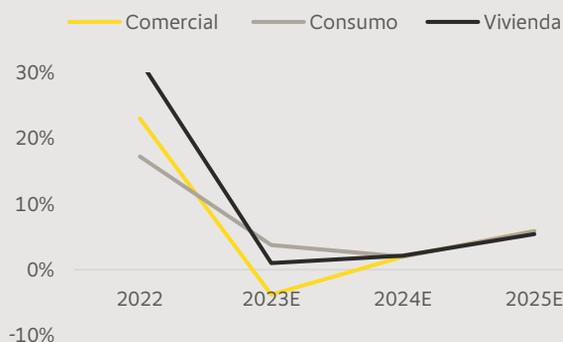
**Gradualidad en expectativa de reducción de tasas plantea un escenario retador para el NIM.**

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

### Impactos ASC

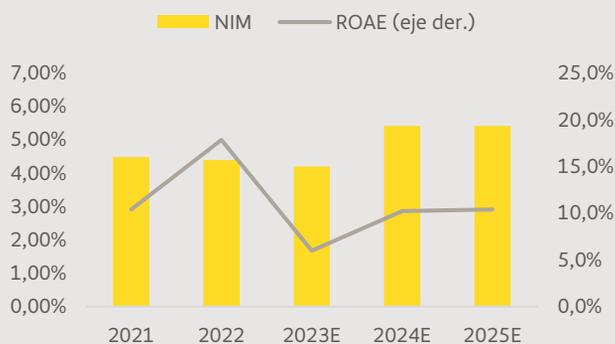
De acuerdo con el MSCI, a septiembre de 2023 Banco de Bogotá mantiene una calificación ASC BBB, la cual mejoró en octubre de 2022 desde BB a BBB, debido a la mejora en el pilar social, donde se destaca su desarrollo de capital humano. Su calificación ajustada es inferior a la del índice Colcap, por lo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

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



Fuente: Banco de Bogotá, cálculos Grupo Bancolombia.

### NIM (%) vs. ROAE consolidado (%)



Fuente: Banco de Bogotá, cálculos Grupo Bancolombia.

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

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

Fuente: cálculos Grupo Bancolombia.

# Estados financieros

## Estado de resultados

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

## Balance general

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

## Múltiplos y razones financieras

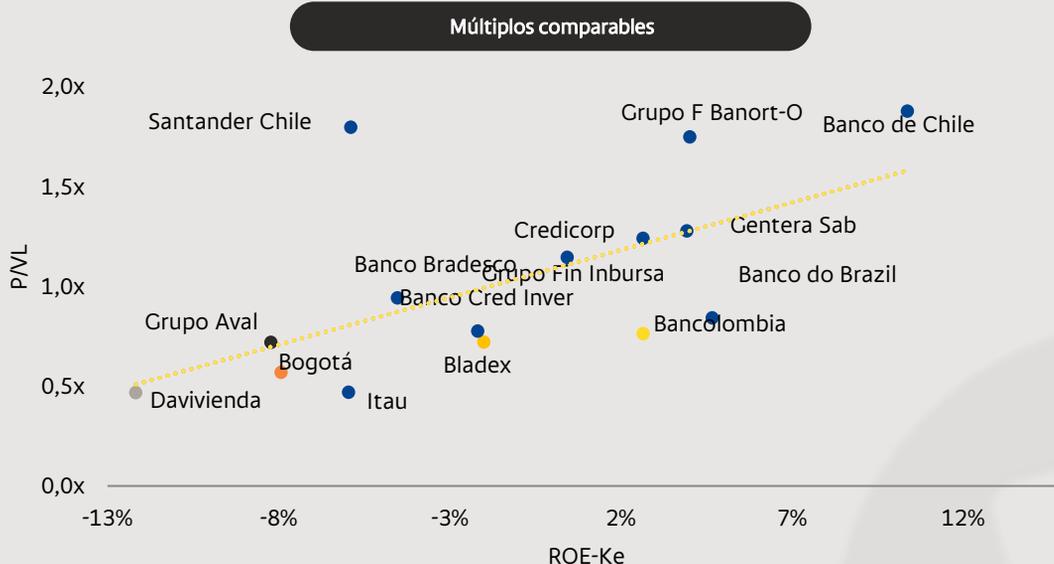
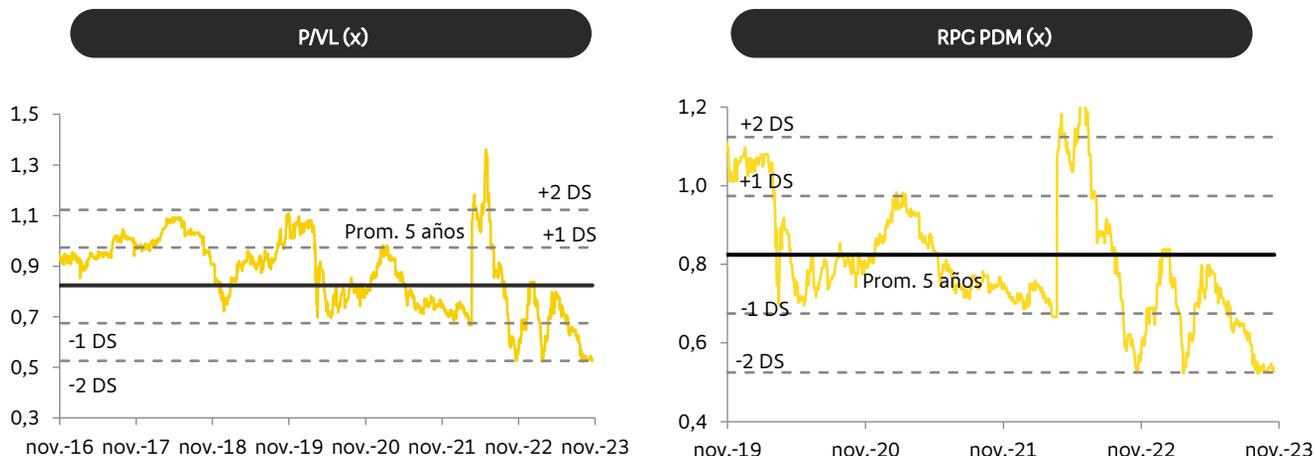
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
NIM (%)	5,73%	4,99%	4,47%	4,38%	4,19%	5,41%	5,38%
ROAE (%)	14,2%	10,4%	10,4%	17,8%	6,0%	10,2%	10,2%
Eficiencia (%)	51,5%	49,8%	40,0%	41,2%	54,2%	43,2%	42,9%
Costo de riesgo (%)	2,3%	3,2%	2,17%	1,4%	2,1%	2,6%	2,4%

Fuente: Banco de Bogotá, cálculos Grupo Bancolombia.

# Múltiplos de mercado

## Banco de Bogotá, con descuento frente a sus pares regionales

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



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.



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

# Bladex, resultados positivos continúan reflejando los avances del plan estratégico

## Sobreponderar, PO USD32,3

Actualizamos nuestra cobertura de Bladex con un aumento de 7,2% en nuestro PO para 2024, hasta USD32,3/acción, desde USD30,1 /acción (PO para 2023). Así, se estima un retorno total de 41,5%, del cual 4,3% está explicado por el retorno del dividendo.

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

A nuestro juicio Bladex seguirá sorteando con éxito la actual coyuntura de incertidumbre regional basado en cuatro pilares:

i) alto nivel de rentabilidad esperada para los próximos años, ii) cartera atomizada en todos los países de LatAm pero concentrada en industrias muy estables, como la de servicios financieros, iii) una política de dividendos de USD1 por acción, que se ha mantenido en los últimos años, independiente de los resultados, y iv) un plan estratégico focalizado en rentabilidad, crecimiento y expansión en otras líneas de negocio.

### Principales supuestos en la valoración

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

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

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

### Analista

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

### Resumen valoración

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

Fuente: Bladex, cálculos Grupo Bancolombia.

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



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

# Bladex: balance de riesgos

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

### Tesis de inversión

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

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

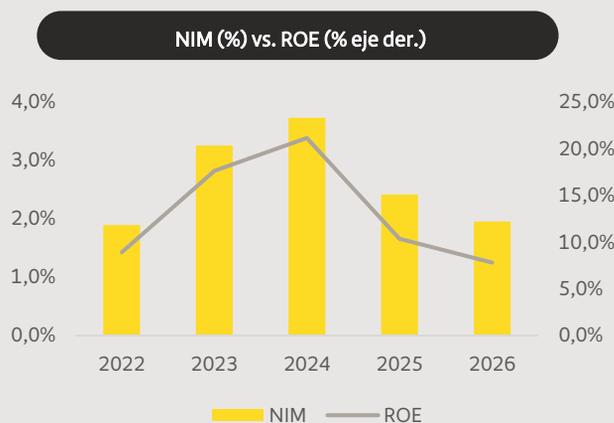
**Retorno del dividendo en dólares de 4%.** Teniendo en cuenta el pago de dividendos histórico, y que en los últimos tres años se ha mantenido en USD1 por acción, se traduce actualmente en un retorno de dividendos en USD superior al 4%. No obstante, no consideramos que sea un vehículo de gran crecimiento.

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

### Riesgos

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

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



Fuente: Bladex, cálculos Grupo Bancolombia.



Fuente: Bladex, cálculos Grupo Bancolombia.

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

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

Fuente: cálculos Grupo Bancolombia.

# Estados financieros

## Estado de resultados

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

## Balance general

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

## Múltiplos y razones financieras

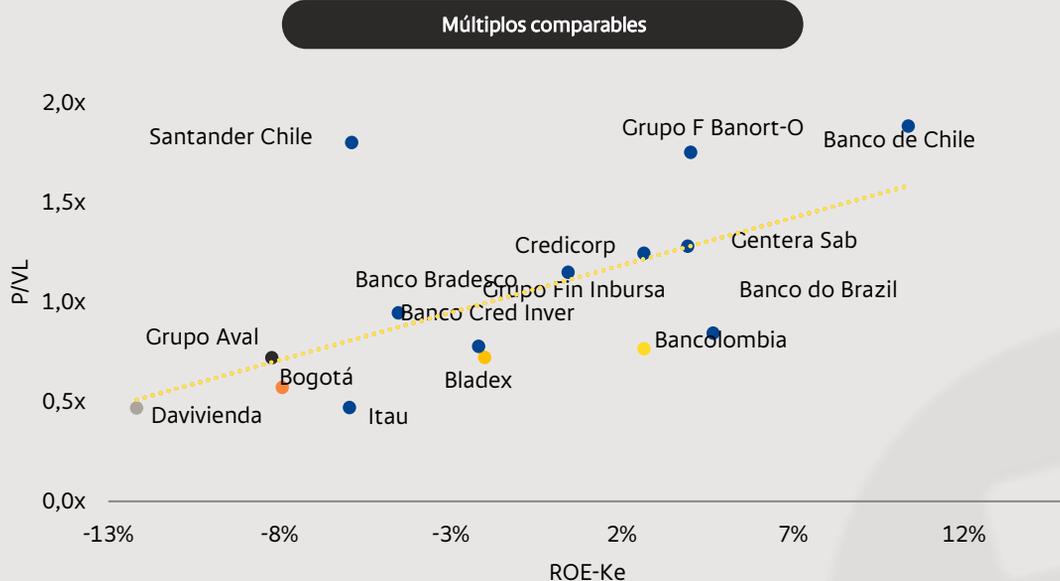
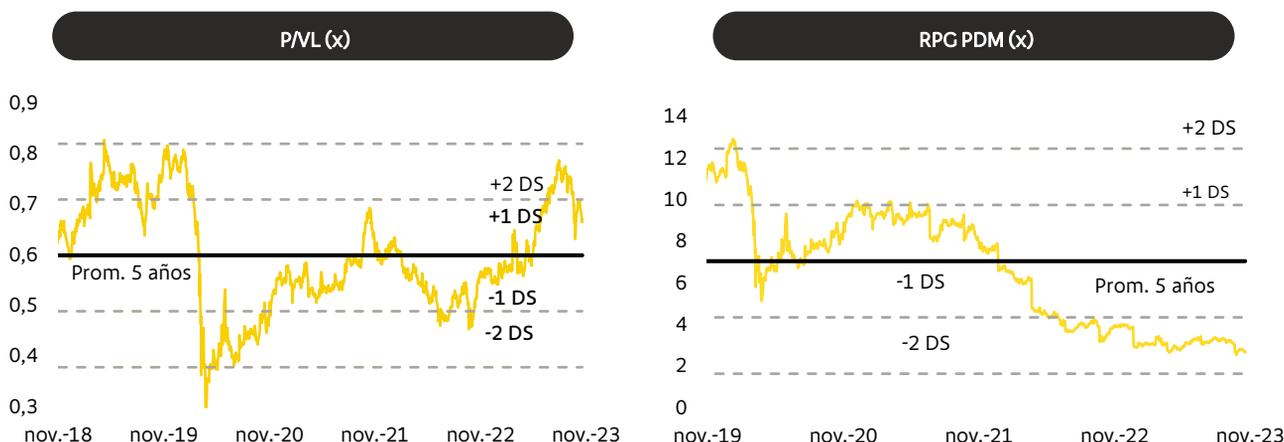
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
NIM (%)	1,91%	1,84%	1,46%	1,89%	3,25%	3,72%	2,41%
ROAE (%)	8,5%	6,2%	6,1%	8,9%	17,6%	21,1%	10,4%
Eficiencia (%)	32%	38%	38%	33%	23%	18%	28%

Fuente: Bladex, cálculos Grupo Bancolombia.

# Múltiplos de mercado

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

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



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.



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

# Canacol elimina su principal fuente de valor

Neutral Especulativo, PO COP32.960

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

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

La fuerte reducción de nuestro precio objetivo se debe a:

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

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

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

## Otros cambios en la valoración

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

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

## Analista

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

## Resumen valoración

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

Fuente: Canacol, cálculos Grupo Bancolombia.

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



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

# Canacol: Balance de Riesgos

## Riesgos jurídicos y reputacionales vs posicionamiento estratégico

### Tesis de inversión

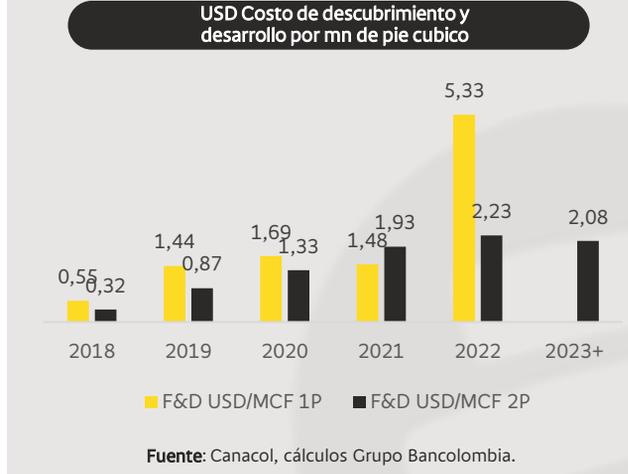
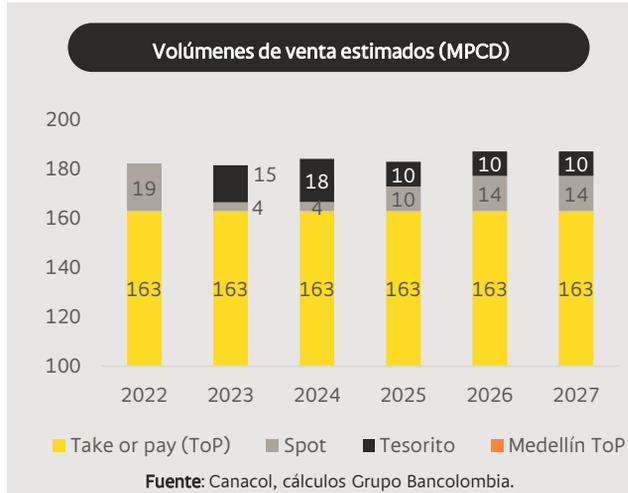
**Complejo panorama de gas en Colombia favorece la compañía.** Según Ecopetrol y la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME), los primeros pies cúbicos de gas provenientes del *offshore* colombiano llegarían para 2028, de darse un exitoso desarrollo comercial. No obstante, la demanda de gas en el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

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

### Riesgos

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

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



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

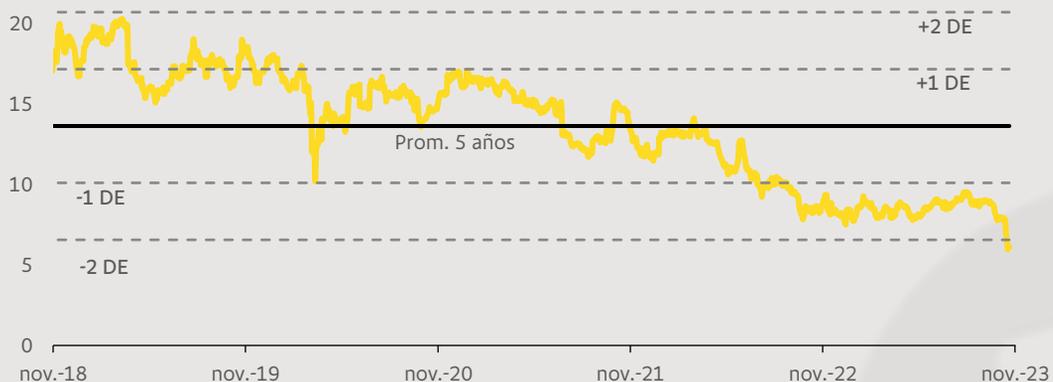
## Múltiplos en mínimos históricos

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

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

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

### EV/EBITDA PDM



Fuente: Reuters; Canacol; Grupo Bancolombia

# Estados financieros

## Estado de resultados

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

## Balance general

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

## Múltiplos y razones financieras

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



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

# Cementos Argos: el mayor accionista de Summit Materials

Sobreponderar, PO COP9.900

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

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

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

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

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

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

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

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

## Analistas

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

## Resumen valoración

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

Fuente: Cemargos, cálculos Grupo Bancolombia.

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



Fuente: Reuters, cálculos por Grupo Bancolombia.

# Cemargos: balance de riesgos

## Alto potencial fundamental y coyuntura retardora en la construcción

### Tesis de inversión

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

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

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

### Riesgos

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

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

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

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

### Precios objetivo por acción



Cemargos Ex - North América (Ex-ante) **2.400 COP**

Cemargos Ex - North América (Ex-Post) **4.200 COP**

Cemargos Ex - North América + Summit (Mkt) **9.900 COP**

### Sensibilidad precio objetivo

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

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

Fuente: Cemargos, cálculos Grupo Bancolombia.

Fuente: cálculos Grupo Bancolombia.

# Múltiplos: aún muestras de subvaloración

## Oportunidades persisten, aún con mejor valoración reciente por el mercado

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

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

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

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

EV/capacidad (mn ton)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

EV/EBITDA PDM (x)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

# Estados financieros

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

## Estado de resultados

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

## Balance general

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

## Múltiplos y razones financieras

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

Fuente: Cemargos, cálculos Grupo Bancolombia.



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

# Corficolombiana: en una nueva etapa del ciclo de negocio

## Sobreponderar, PO COP24.500

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

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

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

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

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

### Sensibilidad precio objetivo

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

Fuente: Corficolombiana, cálculos Grupo Bancolombia.

### Analista

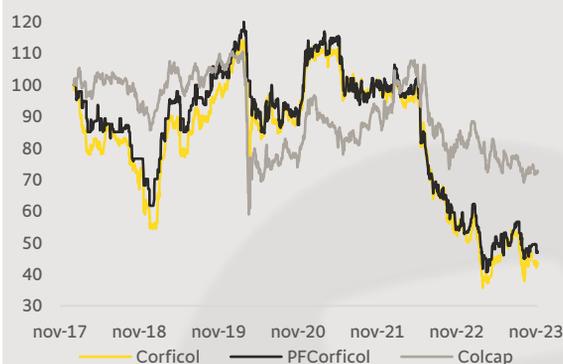
**Juan Camilo Dauder Sánchez**  
Gerente Renta Variable  
jdauder@bancolombia.com.co

### Resumen valoración

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

Fuente: Corficolombiana, cálculos Grupo Bancolombia.

### Activos del emisor vs Colcap (ene18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

# Corficolombiana: balance de riesgos

## Potencial fundamental vs. riesgo legal latente

### Tesis de inversión

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

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

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

### Riesgos

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

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

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

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

### Resumen valoración



Fuente: Corficolombiana, cálculos Grupo Bancolombia.

# Resumen valoración

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

Fuente: Corficolombiana, cálculos Grupo Bancolombia.

# Múltiplos: P/VL en mínimos históricos

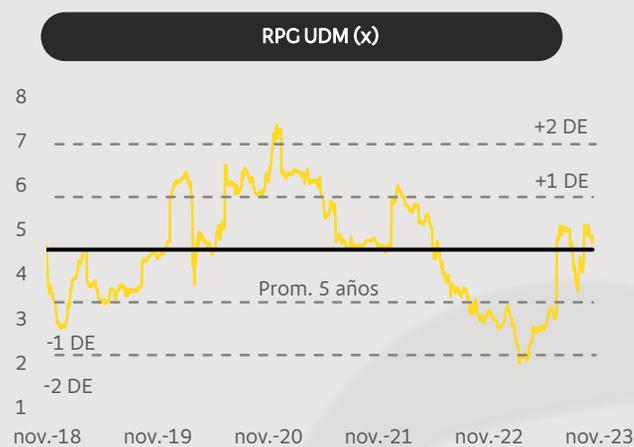
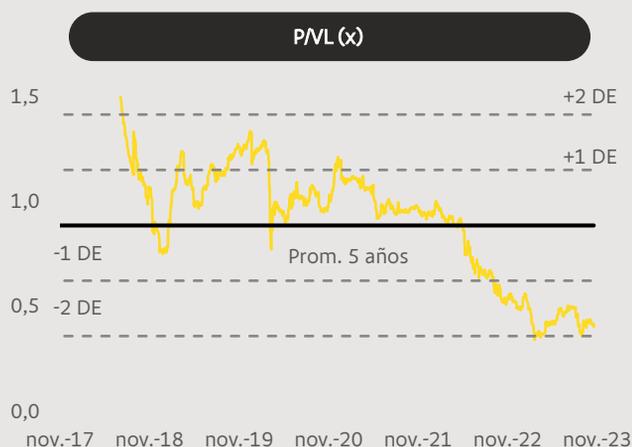
## P/VL en mínimos históricos, RPG y EV/EBITDA muy por debajo de sus pares

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

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

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

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



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.



# DAVIVIENDA

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

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

## Sobreponderar, PO COP29.700

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

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

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

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

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

### Principales cambios en la valoración

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

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

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

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

### Analista

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

### Resumen valoración

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

Fuente: Davivienda, cálculos Grupo Bancolombia.

### Activos del emisor vs Colcap (ene18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

# Davivienda: balance de riesgos

## Solidez institucional vs. peso de la coyuntura

### Tesis de inversión

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

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

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

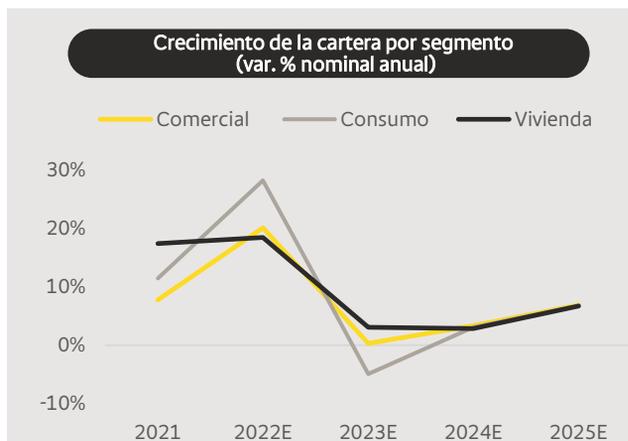
### Riesgos

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

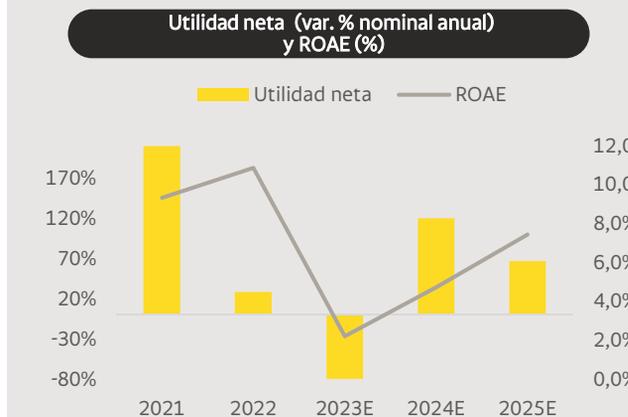
**Baja liquidez de la acción.** Es un emisor que cuenta solo con acciones preferenciales listadas. En los últimos años, entidades como MSCI han manifestado la preferencia por acciones ordinarias con derecho a voto para la constitución de portafolios, lo cual ha limitado el interés de inversionistas extranjeros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

### Impactos ASC

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



Fuente: Davivienda, cálculos Grupo Bancolombia.



Fuente: Davivienda, cálculos Grupo Bancolombia.

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

Fuente: cálculos Grupo Bancolombia.

# Estados financieros

## Estado de resultados

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

## Balance general

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

## Indicadores

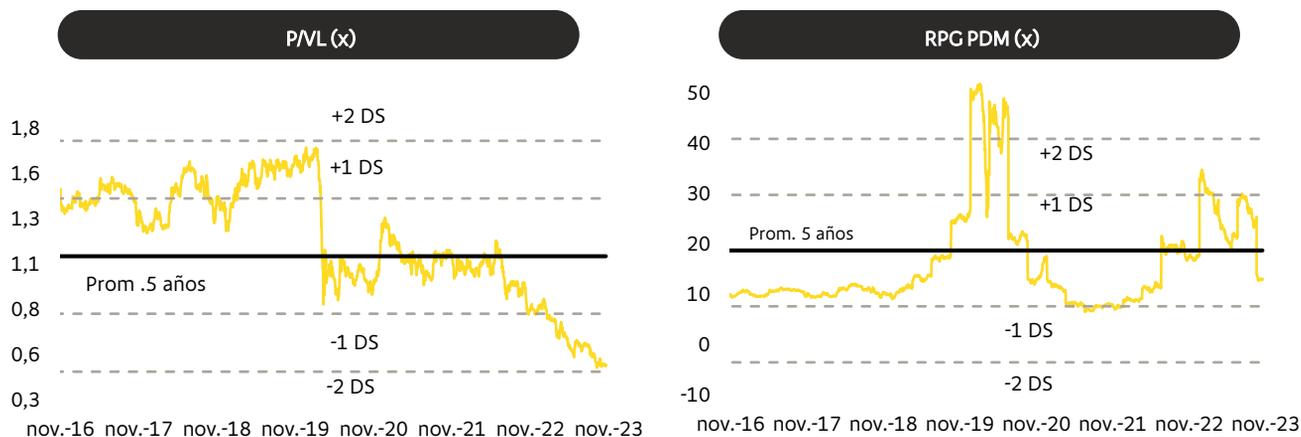
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
NIM (%)	6,35%	6,06%	5,79%	5,83%	6,06%	6,33%	6,45%
ROAE (%)	12,4%	3,2%	9,3%	10,8%	2,2%	4,7%	7,4%
Eficiencia (%)	46,4%	46,8%	49,3%	49,2%	48,9%	47,5%	47,6%
Costo de riesgo (%)	2,5%	3,9%	2,8%	2,4%	3,8%	3,9%	3,4%

Fuente: Davivienda, cálculos Grupo Bancolombia.

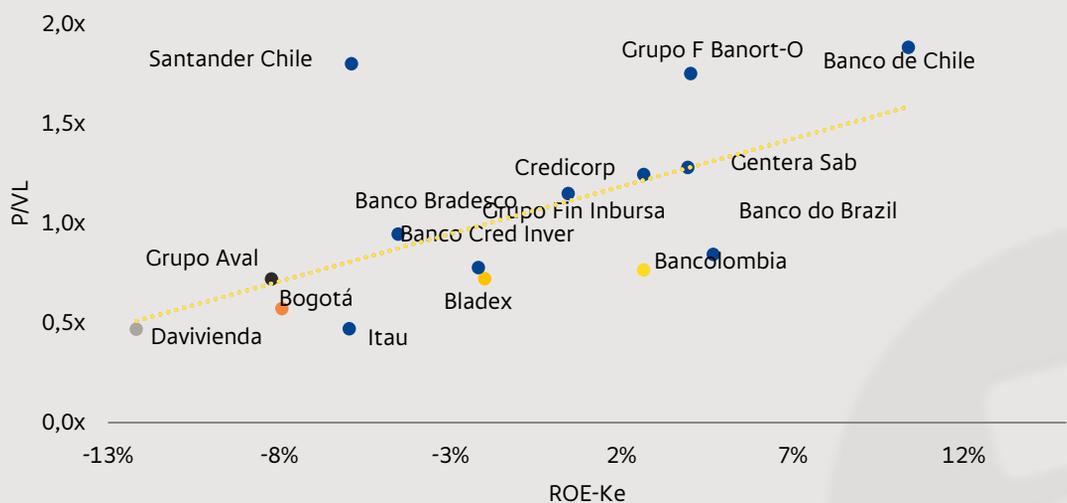
# Múltiplos de mercado

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

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



## Múltiplos comparables



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.



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

# Ecopetrol: recobro y altos impuestos

## Subponderar, PO COP2.800

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

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

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

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

### Principales cambios en la valoración

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

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

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

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

### Analista

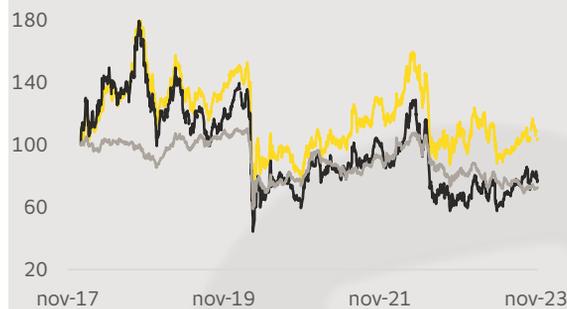
**Ricardo Andrés Sandoval Carrera**  
Sector energía, petróleo y gas  
rsandova@bancolombia.com.co

### Resumen valoración

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

Fuente: Ecopetrol, cálculos Grupo Bancolombia.

### Activos del emisor vs Colcap (ene18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

# Ecopetrol: balance de riesgos

## Bajo retorno esperado con potencial acotado.

### Tesis de inversión

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

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

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

### Riesgos

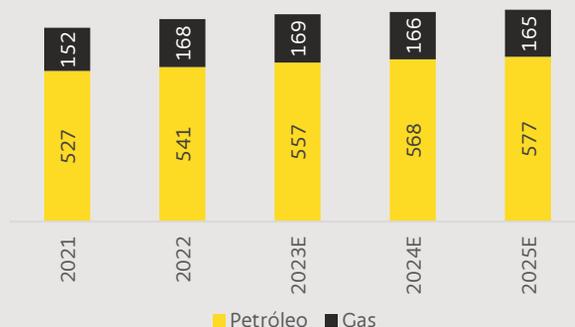
**Dividendos acotados por reforma tributaria reducen retorno del accionista.** En nuestras cuentas, para que Ecopetrol vuelva a tener las utilidades de 2022, el precio promedio anual del Brent debería estar alrededor de los USD150/bl.

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

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

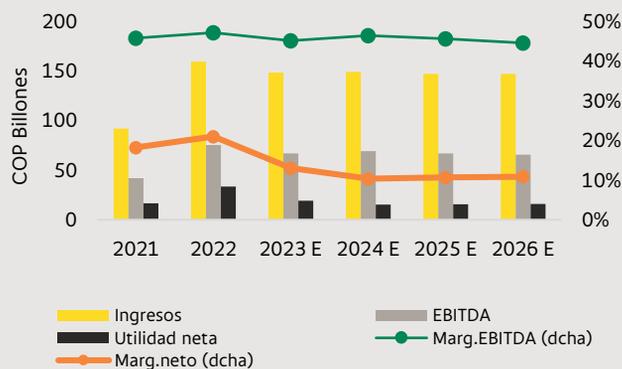
**Manejo del pago al FEPC.** En caso de no pago del FEPC en un plazo de 12 meses por IFRS, Ecopetrol debería constituir provisiones y generar una discusión con su revisor fiscal.

### Producción Grupo Ecopetrol (kbped)



Fuente: Ecopetrol, cálculos Grupo Bancolombia.

### Resultados financieros



Fuente: Ecopetrol, cálculos Grupo Bancolombia.

### Sensibilidad PO con Brent y TRM

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

Fuente: cálculos Grupo Bancolombia.

# Estados financieros

## Estado de resultados

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

## Balance

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

## Múltiplos y razones financieras

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

Fuente: Ecopetrol, cálculos Grupo Bancolombia.

# Múltiplos: Ecopetrol expone un leve descuento relativo

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

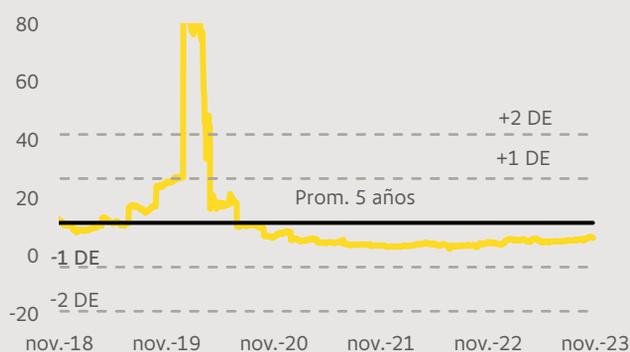
En múltiplos, Ecopetrol luce levemente descontada tanto frente a su historia como frente a sus pares comparables. La relación precio ganancia (RPG) *forward* 2024 se ajusta dado el efecto de impuestos.

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

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

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

Relación precio ganancia PDM



Fuente: Reuters; Ecopetrol; Grupo Bancolombia.

EV/EBITDA PDM



Fuente: Reuters; Ecopetrol; Grupo Bancolombia.



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

# El Cóndor: una carrera por liquidez

Neutral especulativo, PO COP1.520

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

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

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

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

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

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

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

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

## Analistas

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

## Resumen valoración

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

Fuente: Construcciones El Cóndor, cálculos Grupo Bancolombia.

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



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

# El Cóndor: balance de riesgos

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

### Tesis de inversión

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

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

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

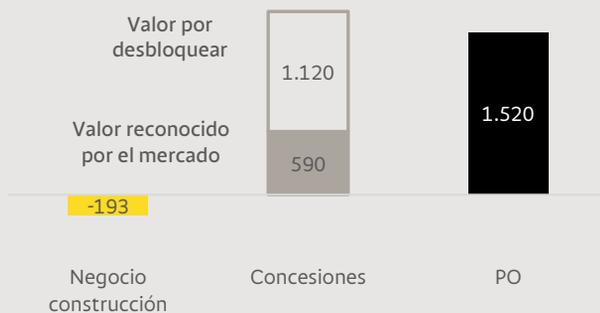
### Riesgos

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

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

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

### Potencial vs. precio mercado



Fuente Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

### Sensibilidad precio objetivo

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

Fuente: cálculos Grupo Bancolombia.

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

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

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

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

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

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

RPG (x)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

EV/EBITDA PDM (x)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

# Estados financieros

## Estado de resultados

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

## Balance general

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

## Múltiplos y razones financieras

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

Fuente: Construcciones El Cóndor, cálculos Grupo Bancolombia.

# ENKA

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

# Enka: en el camino de los productos verdes

## Subponderar PO, COP24,1

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

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

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

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

### Principales riesgos

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

### Nuestra valoración

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

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

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

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

### Resumen valoración

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

Fuente: Enka, cálculos Grupo Bancolombia.

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



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

# Enka: balance de riesgos

## Estabilidad en precios de dólar y crudo permitirían mantener márgenes

### Tesis de inversión

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

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

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

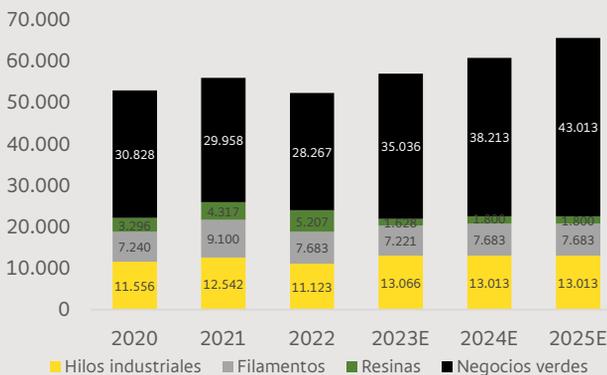
### Riesgos

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

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

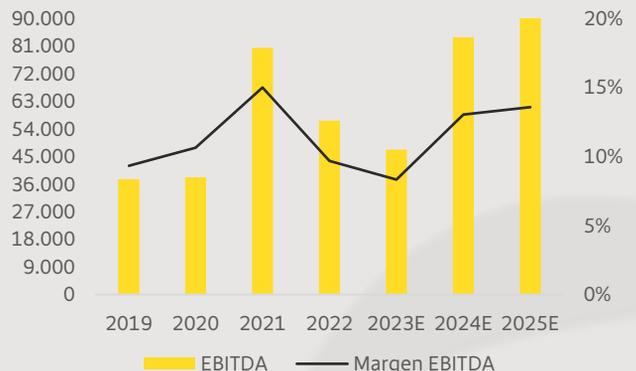
**Endeudamiento:** de cara al avance de la nueva planta, la compañía más que duplicó su endeudamiento bruto y neto entre 2021 y 2022, por lo que un desapalancamiento podría ser necesario para operar con rentabilidades más holgadas y repartir nuevamente dividendos.

Evolución ventas por segmento (toneladas)



Fuente: Enka, cálculos Grupo Bancolombia.

Evolución EBITDA (COP) y margen EBITDA (%)



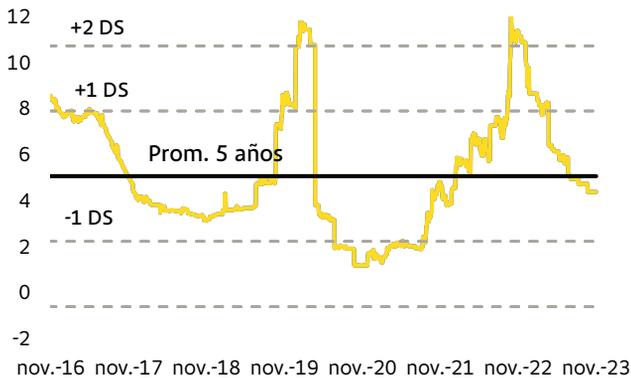
Fuente: Enka, cálculos Grupo Bancolombia.

# Enka: en el camino de los productos verdes

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

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

EV/EBITDA PDM (x)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

P/VL (x)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

### Comparables

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

Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

## Estado de resultados

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

## Balance general

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

## Múltiplos y razones financieras

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

Fuente: Enka, cálculos Grupo Bancolombia.



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

# Grupo Aval, entorno retador para negocio financiero y no financiero

## Sobreponderar, PO COP680

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

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

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

### Principales cambios en la valoración

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

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

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

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

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

### Analista

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

### Resumen valoración

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

Fuente: Grupo Aval, cálculos Grupo Bancolombia.

### Activos del emisor vs Colcap (ene18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

# Grupo Aval, entorno retador para negocio financiero y no financiero

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

## Tesis de inversión

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

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

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

## Riesgos

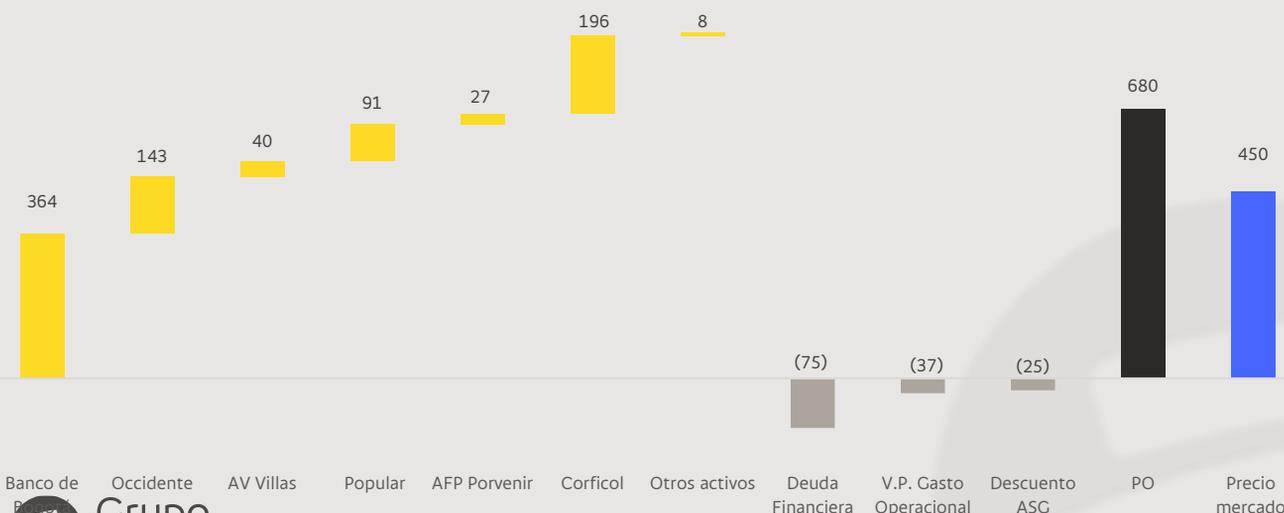
### En nuestra opinión:

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

### Impactos ASG

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

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



# Múltiplos de mercado

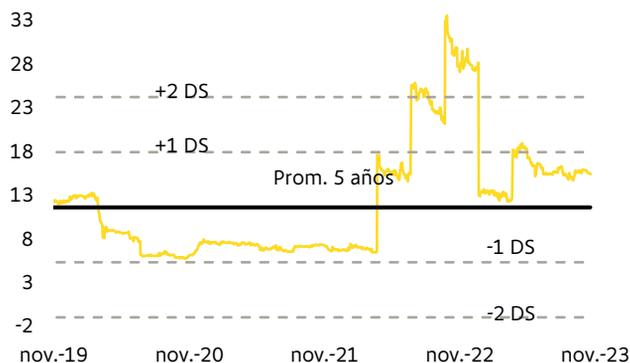
## Grupo Aval se estaría negociando a un precio justo

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

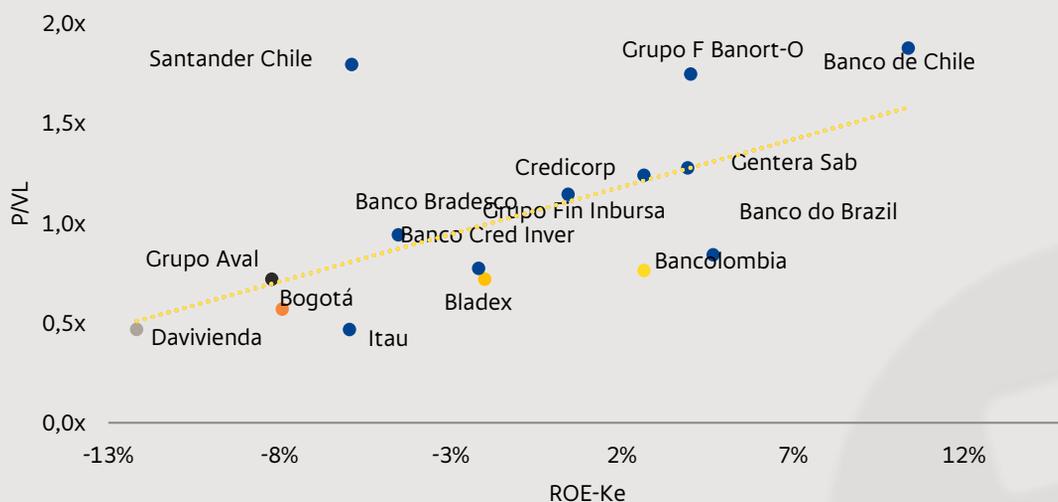
P/VL (x)



RPG PDM (x)



Múltiplos comparables



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.



## Grupo Energía Bogotá

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

# GEB: valor opacado por riesgo en regulación

## Sobreponderar, PO COP3.245

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

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

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

### Principales cambios en la valoración

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

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

### Impacto ASG

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

### Analista

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

### Resumen valoración

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

Fuente: GEB, cálculos Bancolombia.

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



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

# GEB: valor opacado por riesgo en regulación

## Relevancia de mercado vs. riesgo regulatorio y de contratación

### Tesis de inversión

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

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

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

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

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

### Riesgos

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

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

Valoración por tipo de negocio



Fuente: Cálculos Grupo Bancolombia.

# Múltiplos: fuerte descuento relativo en el precio de la acción

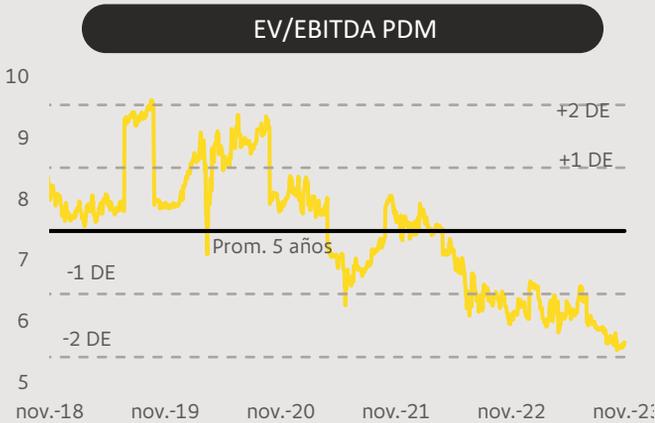
## GEB con precio bajo en cualquier comparación

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

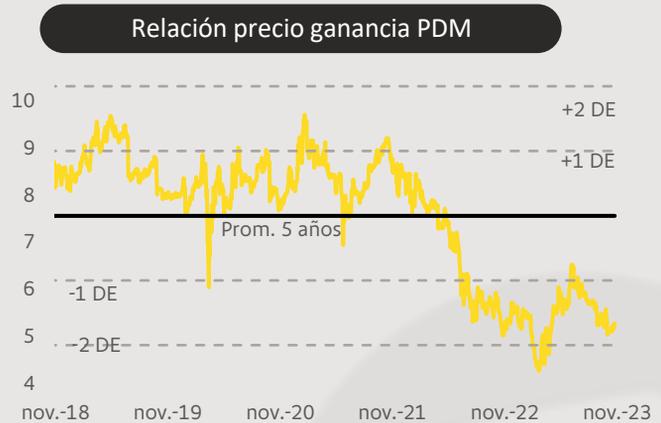
Así, el precio de la acción frente a las utilidades que presenta o el EBITDA o su valor en libros es bajo frente a sus pares de energía eléctrica o de gas.

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

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



Fuente: Reuters; GEB; Grupo Bancolombia.



Fuente: Reuters; GEB; Grupo Bancolombia.

*isa*

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

# ISA grandes oportunidades de crecimiento

## Sobreponderar, PO COP26.010

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

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

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

### Principales cambios en la valoración

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

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

### Analista

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

### Resumen valoración

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

Fuente: ISA, cálculos Grupo Bancolombia.

### Activos del emisor vs Colcap (ene18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

# ISA: balance de riesgos

## Oportunidad de valor y riesgos acotados

### Tesis de inversión

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

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

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

### Riesgos

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

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

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

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

### Valoración por partes ISA

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

Fuente: cálculos Grupo Bancolombia.

# Múltiplos: reciente caída en precio amplió descuento relativo

## Atractivo descuento vs. pares e historia

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

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

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

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

### EV/EBITDA PDM



Fuente: Reuters; ISA; Grupo Bancolombia.

### Relación precio ganancia PDM



Fuente: Reuters; ISA; Grupo Bancolombia.



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

# PEI: activos de calidad a buen precio

## Subponderar, PO COP84.457

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

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

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

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

### Nuestra valoración

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

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

### Analista

**Javier David Villegas Restrepo**

Analista *small caps*

javilleg@bancolombia.com.co

**Juan Camilo Dauder Sánchez**

Gerente Renta Variable

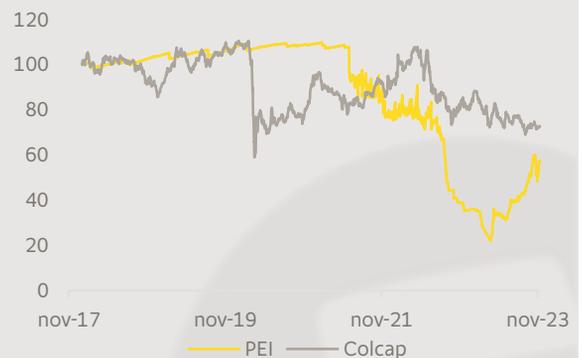
jdauder@bancolombia.com.co

### Resumen valoración

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

Fuente: PEI, cálculos Grupo Bancolombia.

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



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

# PEI: balance de riesgos

## Activos de calidad vs. ineficiencias del mercado y coyuntura adversa

### Tesis de inversión

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

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

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

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

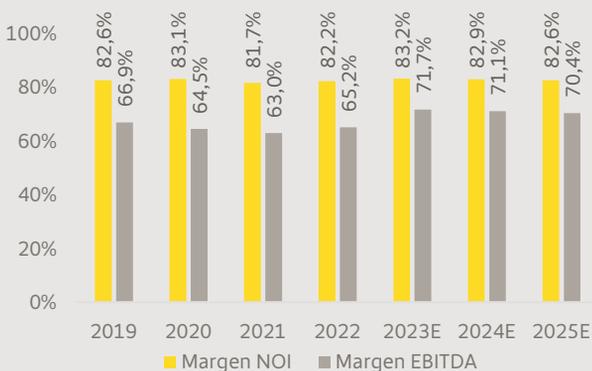
### Riesgos

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

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

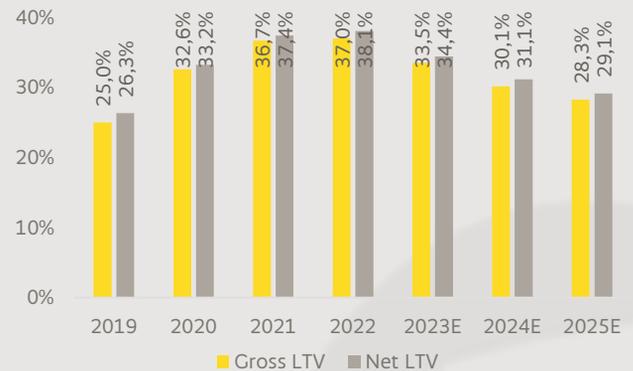
**Concentración en Colombia y en COP.** Sería una buena estrategia para el PEI lograr rentas en dólares, minimizando riesgos de devaluación y riesgos inherentes a las situaciones políticas y sociales de un país que puedan afectar la estabilidad financiera del vehículo.

Evolución margen NOI y margen EBITDA



Fuente: PEI, cálculos Grupo Bancolombia.

Relación deuda vs. propiedades de inversión



Fuente: PEI, cálculos Grupo Bancolombia.

## Estado de resultados

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

## Balance general

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

## Múltiplos y razones financieras

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

Fuente: PEI, cálculos Grupo Bancolombia.



# PROMIGAS

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

# Promigas: una infraestructura estratégica

## Sobreponderar, PO COP8.010

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

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

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

### Principales cambios en la valoración

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

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

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

### Analista

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

### Resumen valoración

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

Fuente: Promigas, cálculos Grupo Bancolombia.

### Activos del emisor vs Colcap (ene18 = 100)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

# Promigas: balance de riesgos

## Importación de gas y ubicación de infraestructura de importancia estratégica

### Tesis de Inversión

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

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

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

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

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

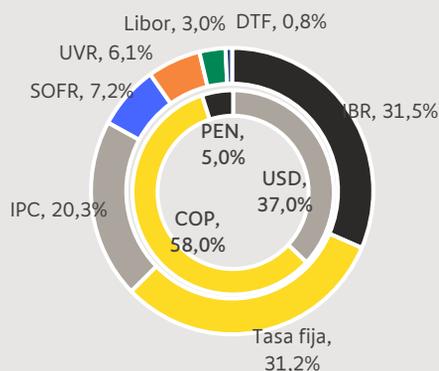
### Riesgos

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

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

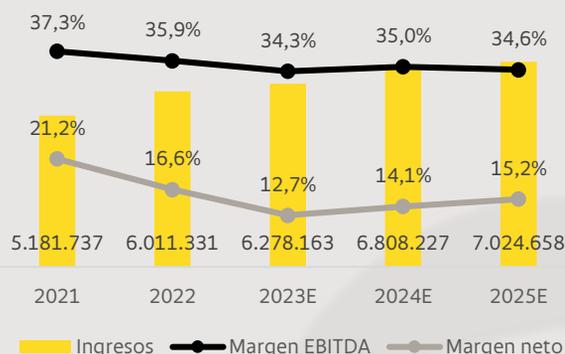
**Gran reto en producción nacional de gas.** Vale la pena resaltar que ante la disminución en la producción de gas a mediano-largo plazo que se espera en el país la renovación de contratos de transporte de largo plazo podría hacerse cada vez más difícil.

Participación de la deuda por tasa y moneda



Fuente: Promigas, cálculos Grupo Bancolombia.

Ingresos COP mn y márgenes de rentabilidad



Fuente: Promigas, cálculos Grupo Bancolombia.

# Múltiplos: precio de acción cae más que resultados financieros

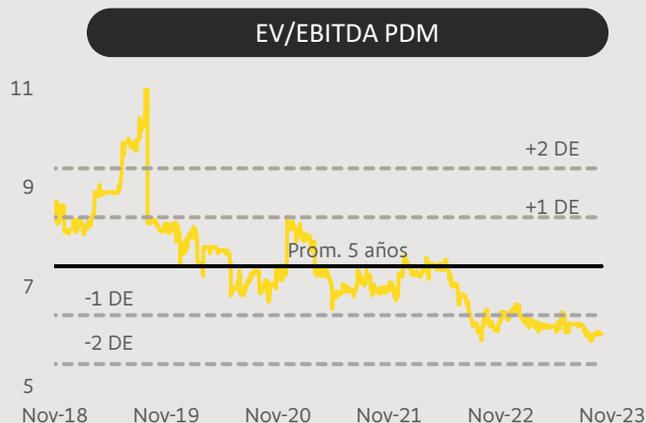
## Descuentos relativos empiezan a verse relevantes

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

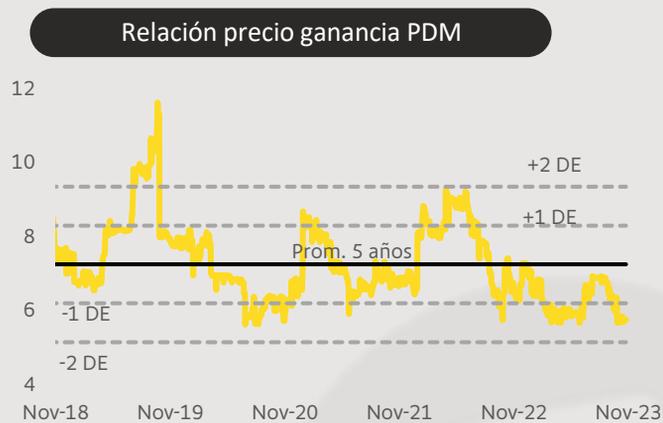
En cuanto a la comparación con pares, el precio de la acción luce bajo para las utilidades generadas por la compañía y en vista de nuestra visión positiva de largo plazo en utilidad neta el descuento para el múltiplo *forward* 2024 es aún mayor. La relación EV/EBITDA, se observa un poco más ajustada.

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

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



Fuente: Reuters; Promigas; Grupo Bancolombia.



Fuente: Reuters; Promigas; Grupo Bancolombia.

# Estados financieros

## Estado de resultados

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

## Balance

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

## Múltiplos y razones financieras

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

Fuente: Promigas, cálculos Grupo Bancolombia.



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

# Terpel mantiene volúmenes de ventas y márgenes

## Sobreponderar PO COP13.522

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

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

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

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

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

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

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

### Nuestra valoración

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

### Analistas

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

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

### Resumen valoración

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

Fuente: Terpel, cálculos Grupo Bancolombia.

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



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

# Terpel: balance de riesgos

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

### Tesis de inversión

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

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

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

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

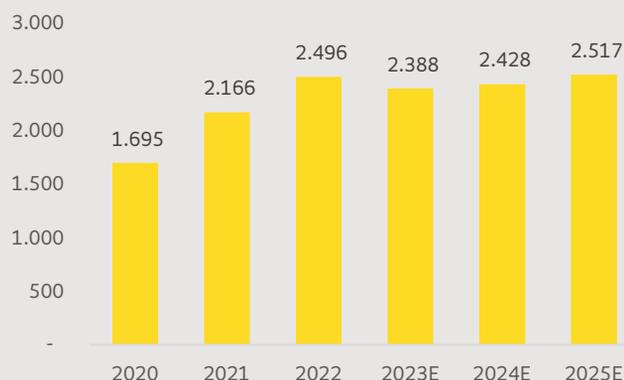
### Riesgos

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

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

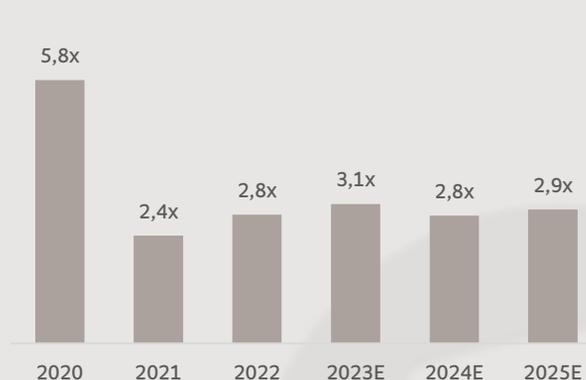
En la misma línea, Terpel es una acción de baja liquidez en el mercado de valores colombiano, lo que puede llevar a afectaciones en la formación del precio que impidan hacer efectivo su potencial de valorización.

Ventas Colombia (mn glns)



Fuente: Terpel, cálculos Grupo Bancolombia.

Deuda neta/EBITDA (x)



Fuente: Terpel, cálculos Grupo Bancolombia.

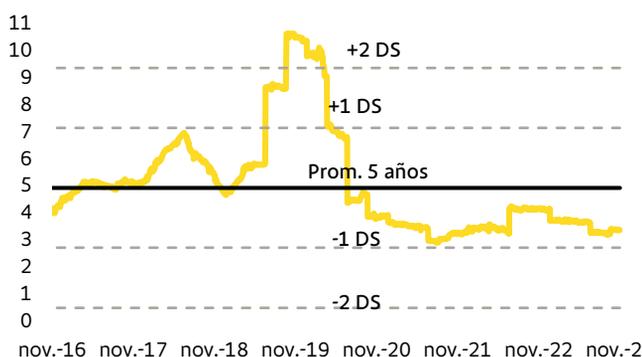
# Continúan descuentos significativos por múltiplos

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

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

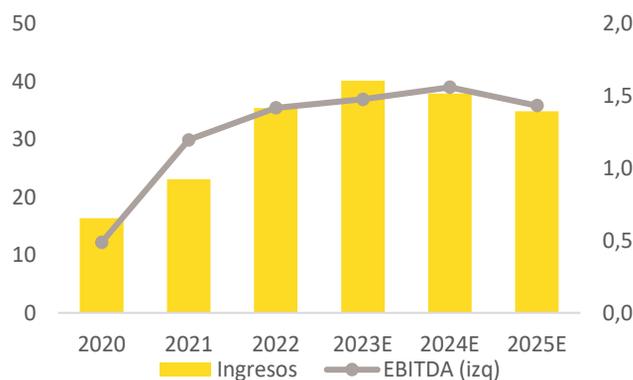
En conclusión, vemos que Terpel tiene unos descuentos de mercado atractivos para entrar.

### EV/EBITDA PDM (x)



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

### Ingresos vs. EBITDA (COP bn)



Fuente: Terpel, cálculos Grupo Bancolombia.

### Múltiplos

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

Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

## Estado de resultados

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

## Balance general

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

## Múltiplos y razones financieras

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

Fuente: Terpel, cálculos Grupo Bancolombia.

# Anexo

## ASG como criterio de valor

# Integramos ASG en nuestras valoraciones

## Prima para el beta apalancado o descuento directo al precio objetivo

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

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

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

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

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

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

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

# Colombia se destaca en Latinoamérica por ASG

## Bancolombia, Celsia y Promigas lideran ASG en Colombia

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

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

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

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

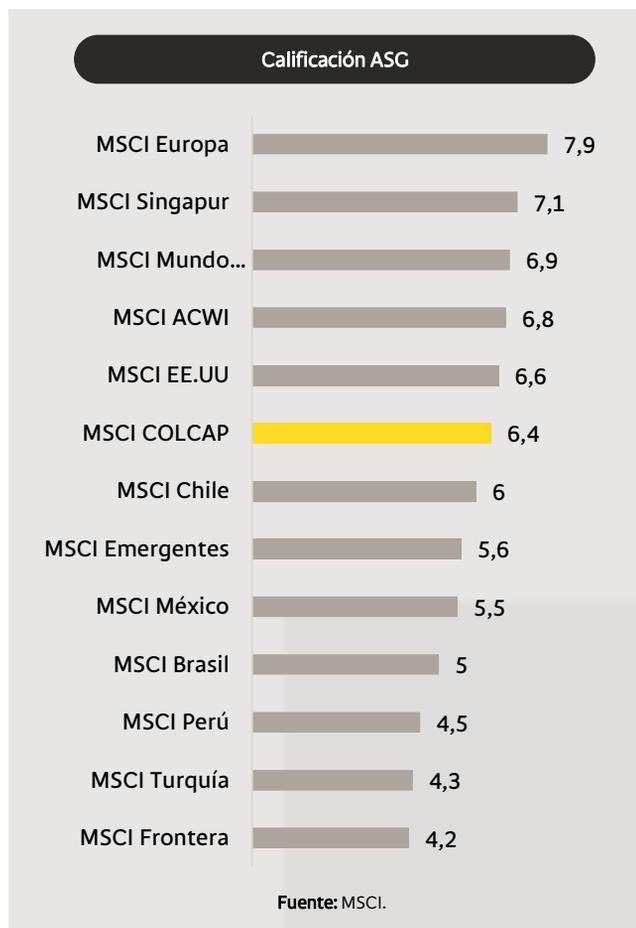
**En Colombia son tres las compañías clasificadas como líderes de industria: Bancolombia, Promigas y Celsia.** Se destacan en el pilar ambiental y social, aunque en el de gobernanza el panorama es mixto.

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

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

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

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



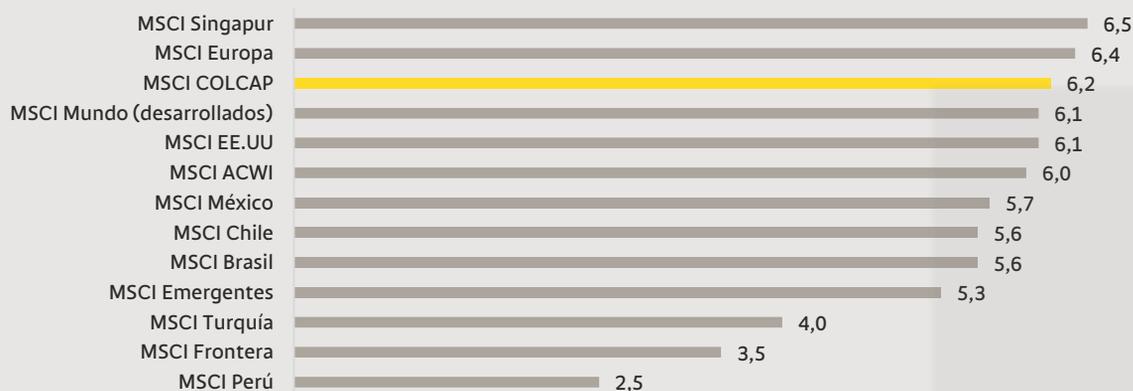
# Colombia vs. países e índices internacionales

## Calificación por pilar – Pilar ambiental destaca ante el mundo

### Calificación social (social)



### Calificación *environment* (ambiente)



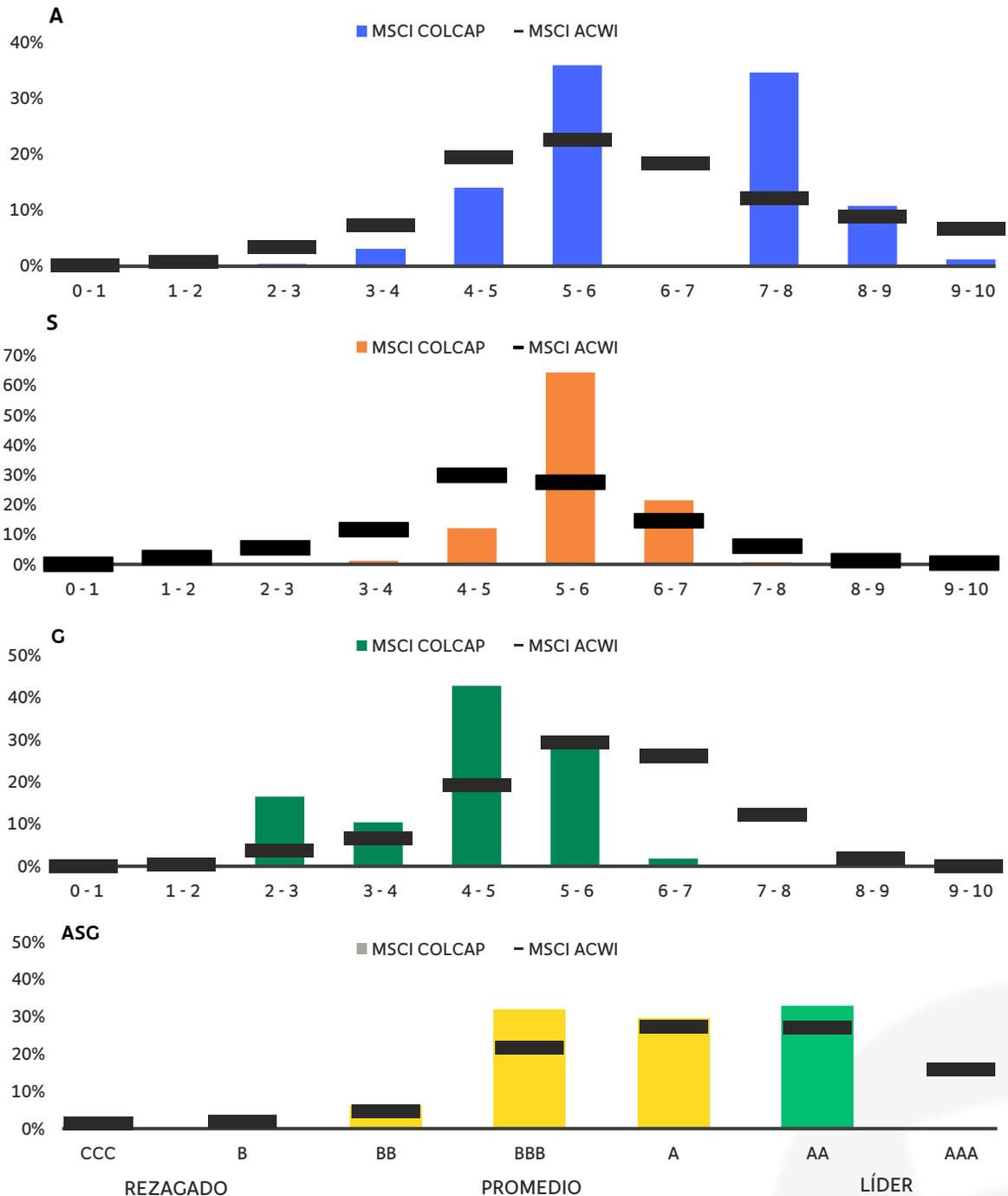
### Calificación *governance* (gobierno)



Fuente: MSCI.

# MSCI Colcap vs. MSCI ACWI

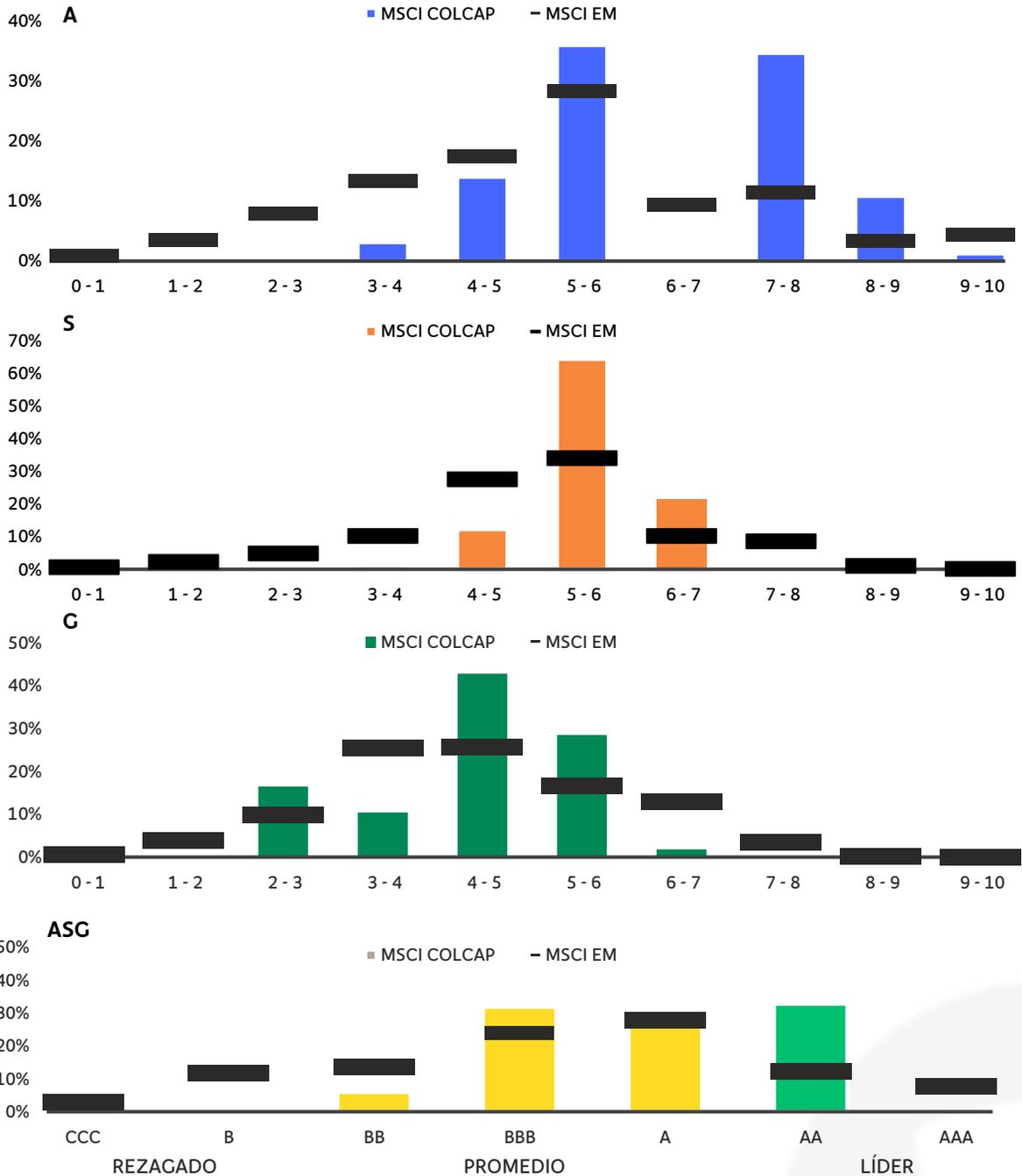
Distribución de emisores en calificación por pilar y calificación ASG



Fuente: MSCI.

# MSCI Colcap vs. MSCI EM

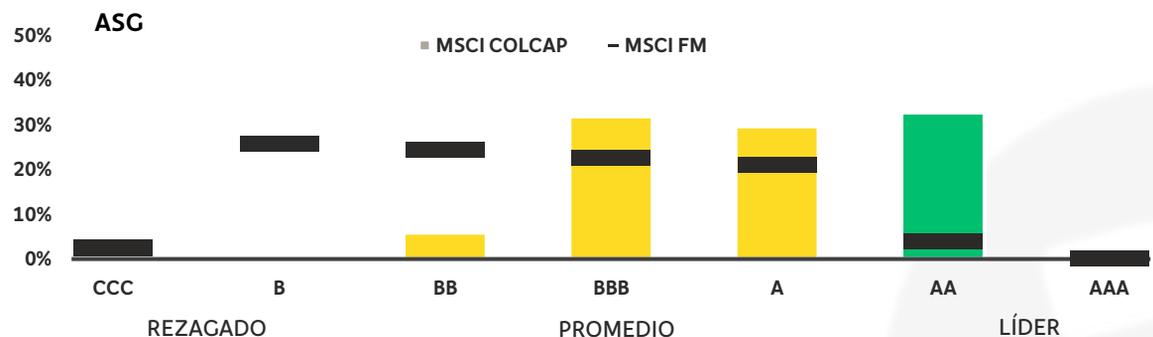
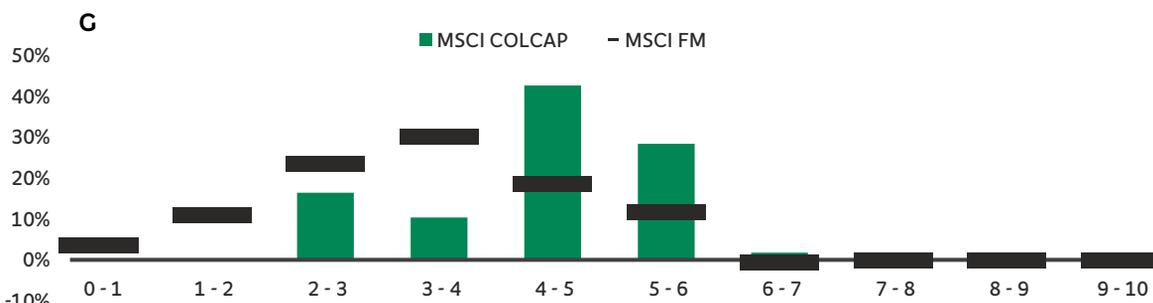
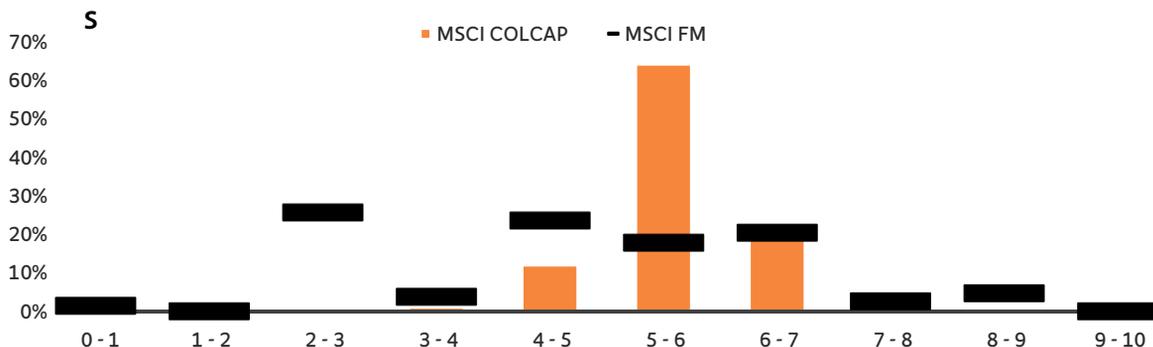
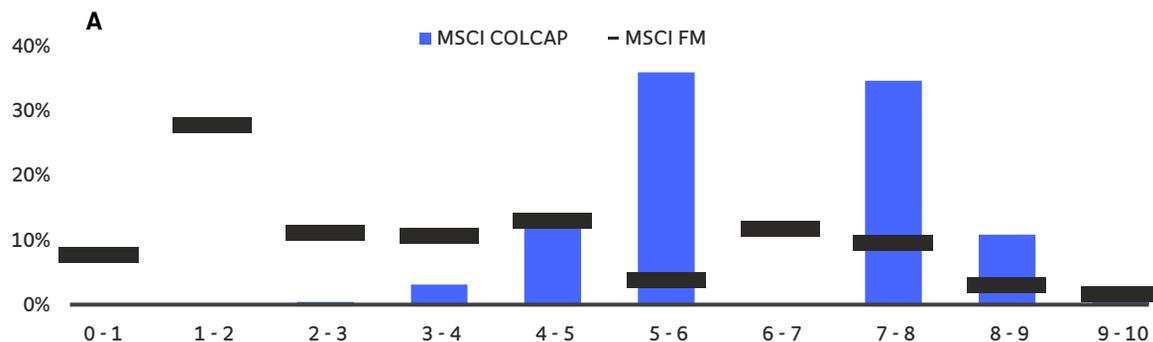
Distribución de emisores en calificación por pilar y calificación ASG



Fuente: MSCI.

# MSCI Colcap vs. MSCI FM

Distribución de emisores en calificación por pilar y calificación ASG



Fuente: MSCI.



## Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado

**Laura Clavijo Muñoz**  
Directora  
laclavij@bancolombia.com.co

### Investigaciones Económicas

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

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

**Sebastián Ospina Cuartas**  
Analítico  
sospina@bancolombia.com.co

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

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

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

### Investigaciones Sectoriales

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

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

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

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

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

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

### Investigaciones de Mercado

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

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

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

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

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

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

### Edición

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

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

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

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

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

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

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

- Sobreponderar:** se da cuando el potencial de valorización de una acción supera por 5% o más el potencial de retorno del índice COLCAP.
- Especulativo:** se da en aquellos activos cuyo caso de inversión representa un riesgo por encima de la media del COLCAP. Implica para el inversionista asumir riesgos superiores.
- Neutral:** se da cuando el potencial de valorización de una acción no difiere en más de 5% del potencial de retorno del índice COLCAP.
- Subponderar:** se da cuando el potencial de valorización de una acción se encuentra 5% o más por debajo del potencial de retorno del índice COLCAP.
- Bajo Revisión:** la cobertura de la compañía se encuentra bajo revisión y por lo tanto no tiene una estrategia de largo plazo ni precio objetivo.

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

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

Actualmente, el área de Análisis Bancolombia tiene 15 compañías bajo cobertura, distribuidas de la siguiente manera:

	Sobreponderar	Neutral Especulativo	Subponderar
Número de emisores con estrategia de largo plazo de:	10	2	3
Porcentaje de emisores con estrategia de largo plazo de:	66.7%	13.3%	20%