

Acciones Colombia

Estrategia y expectativas renta variable 2017

Camilo Forero

Medellín, octubre 25 de 2016

Daniel Velandia O., CFA

Director de Research – Economista Jefe

(+571) 339 4400 Ext.1505

dvelandia@credicorcapital.com

Camilo Forero

Gerente de Renta Variable - Colombia

(+571) 339 4400 Ext.1002

ceforero@credicorcapital.com

Estrategia Colombia

Resumen Estrategia Equity Colombia

- Recomendación **Colombia**, mejoramos nuestra asignación de subponderar a **neutral**
- Si bien aún hay incertidumbres importantes en el frente macroeconómico, consideramos que lo peor en materia de sentimiento de mercado ya debió haber pasado como lo muestran las cifras.
- La recuperación de los precios del petróleo, una mayor estabilidad de la divisa, y el punto de inflexión esperado en la inflación soportarían al mercado.
- Mejora en los múltiplos: P/U 2016E 18x no parece particularmente atractivo, pero la reaceleración en utilidades esperada para 2017E (28,5%/y) lleva al múltiplo forward 12M a 15,5x
- Para el año 2017 esperamos una rentabilidad del 11% para el mercado de renta variable local, con un índice COLCAP en 1,477 puntos
- Los principales riesgos a nuestra tesis de inversión en Colombia, vienen principalmente del tema tributario (aprobación de una reforma estructural) y en el plano político la redefinición de los acuerdos de paz

¿Qué ha pasado en el mercado?

Resumen año 2015: tercer año consecutivo con el mercado en rojo

⬇️ Precios de petróleo

⬇️ Desaceleración del PIB

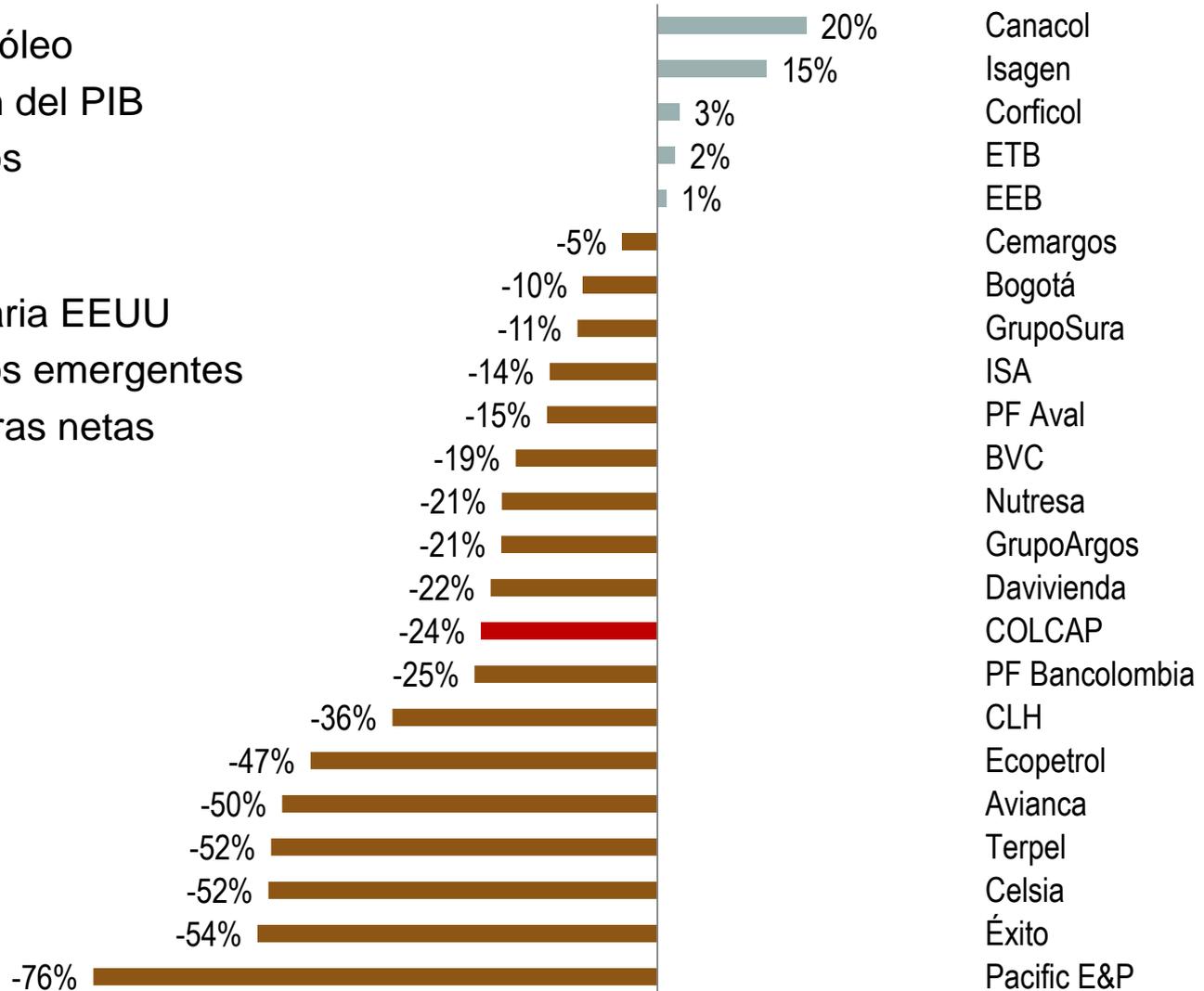
⬇️ Déficits gemelos



⬇️ Política monetaria EEUU

⬇️ Flujos mercados emergentes

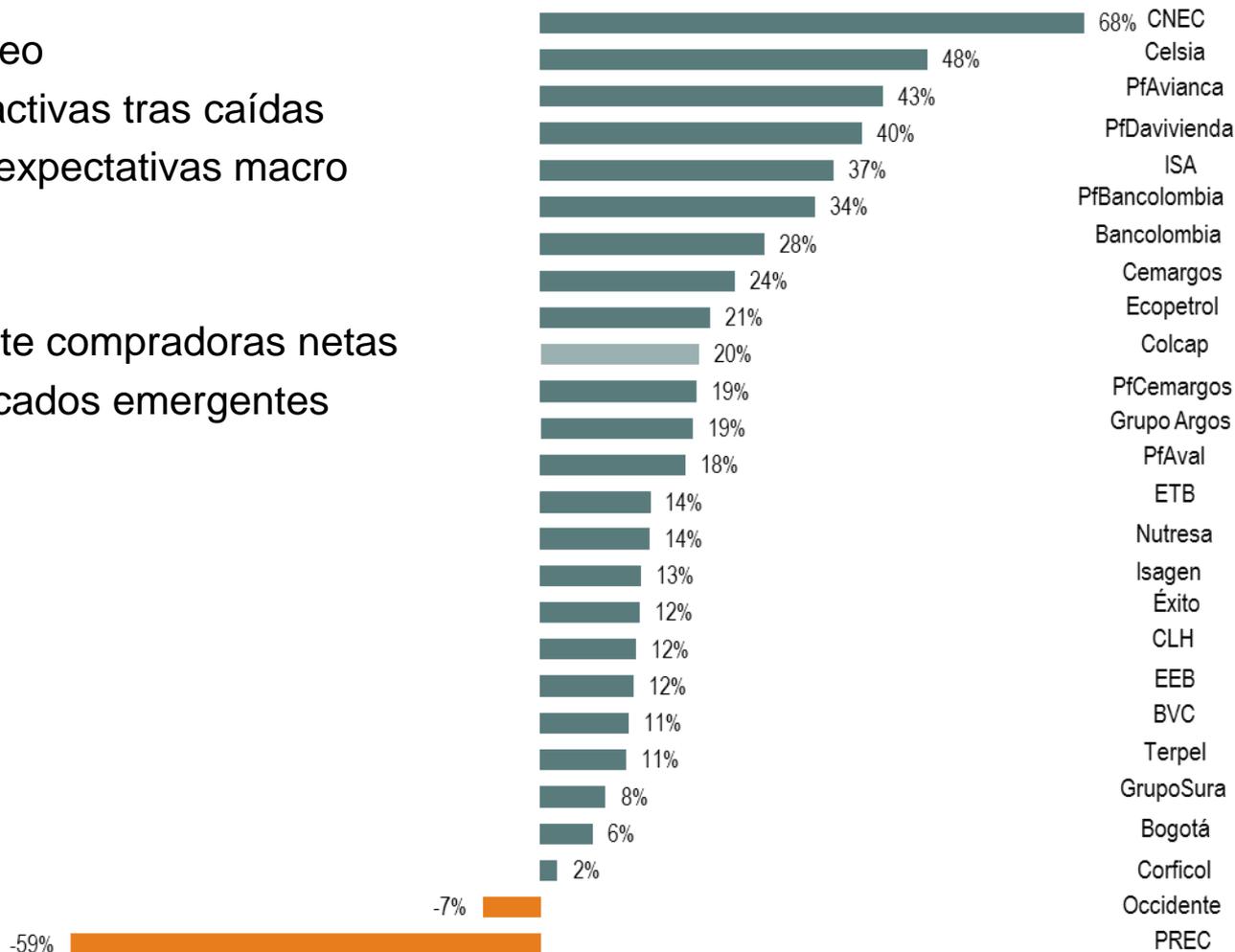
⬇️ AFPs vendedoras netas



Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

Resumen 2016: un escenario inesperado un año atrás

- ↑ Precios de petróleo
 - ↑ Valoraciones atractivas tras caídas
 - ↑ Fin de ajuste en expectativas macro
- +
- ↑ AFPs Nuevamente compradoras netas
 - ↑ Flujos hacia mercados emergentes

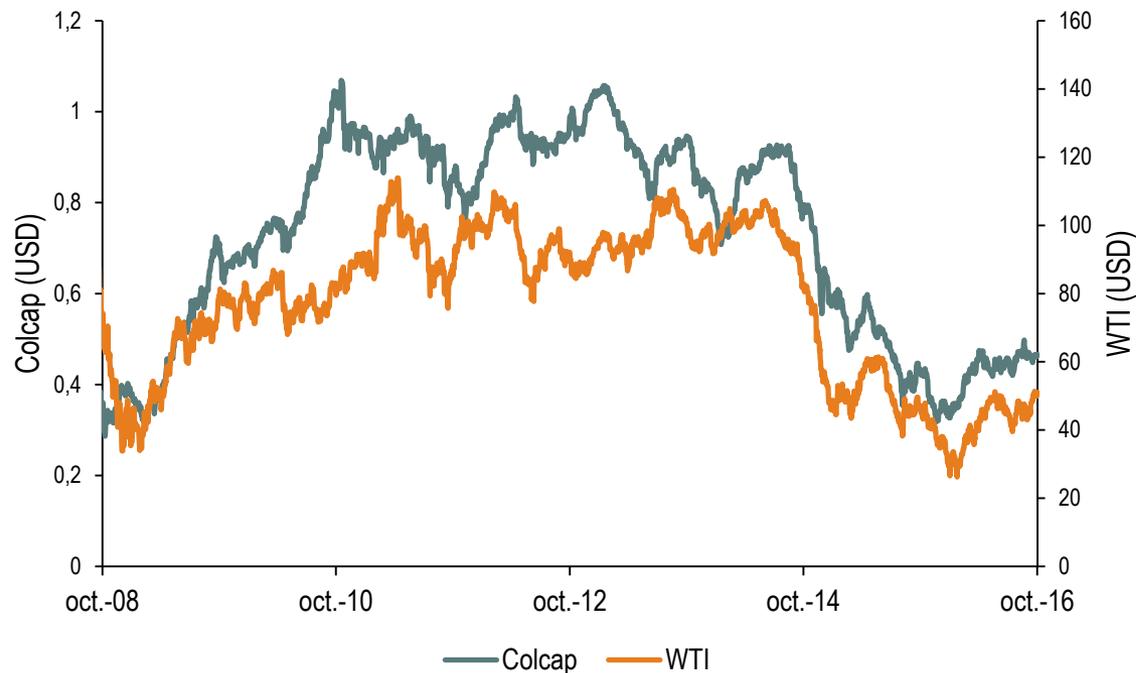


Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

COLCAP: seguimos influenciados por el petróleo

- Las acciones locales (en USD) han seguido de cerca el comportamiento del precio del crudo.
- Esta evidente correlación se ha acentuado en 2014-2016
- Ahora tiene más que ver con el impacto macroeconómico que con la composición de la bolsa; Ecopetrol ahora pesa menos del 10% del COLCAP.

COLCAP vs. WTI 2008-2016



Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

Los flujos a emergentes : Colombia no es un fenómeno aislado

- El comportamiento de Colombia tiene mucho que ver con el resto de la región y en general con mercados emergentes
- La política monetaria en Estados Unidos, los ciclos de los precios de los bienes básicos y eventos inesperados como el Brexit han favorecido a mercados emergentes

COLCAP vs. MSCI Latinoamérica 2008-2016

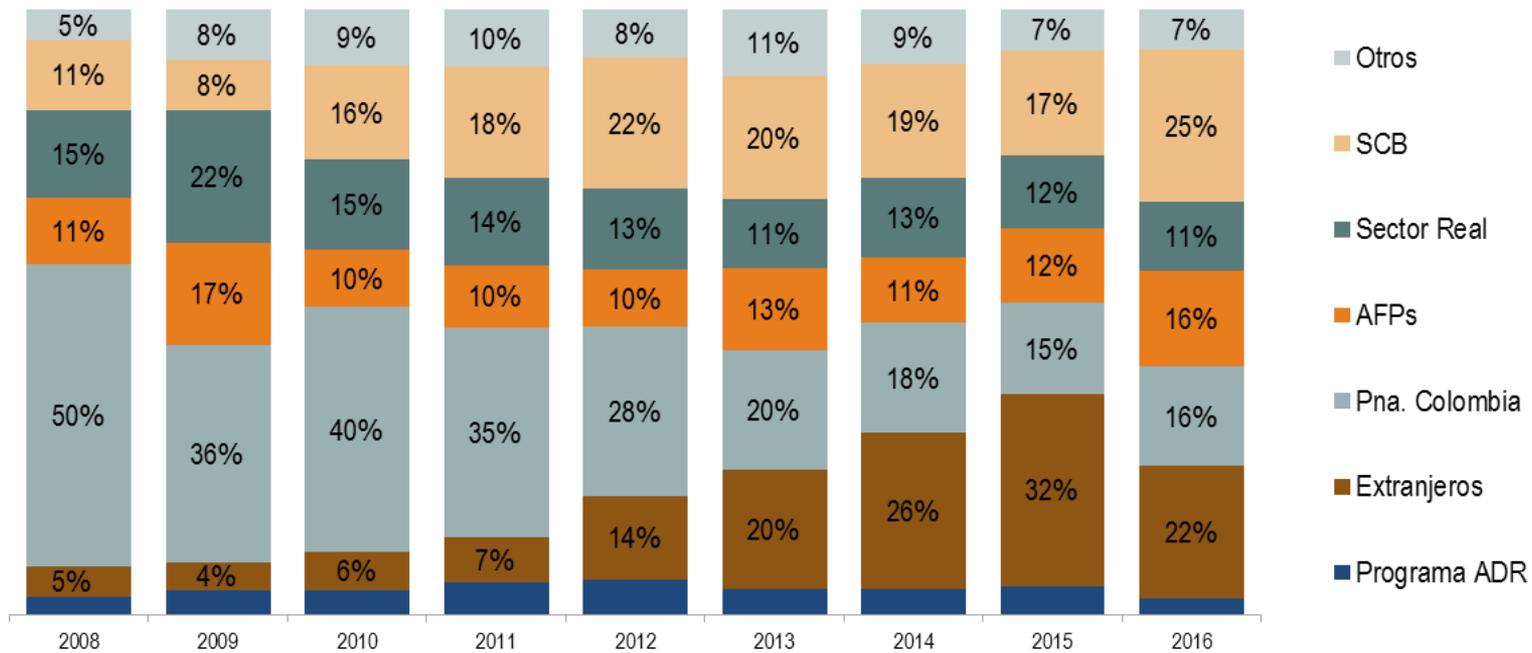


Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

Participación en volumen negociado

- Los extranjeros siguen siendo los principales actores, aunque menos que en el 2015.
- Las AFPs ganan importancia en el 2016
- Las personas naturales se alejan cada vez más del mercado, al menos de forma directa; la inversión a través de vehículos de administración profesional gana terreno..

Participantes de mercado – compras + ventas

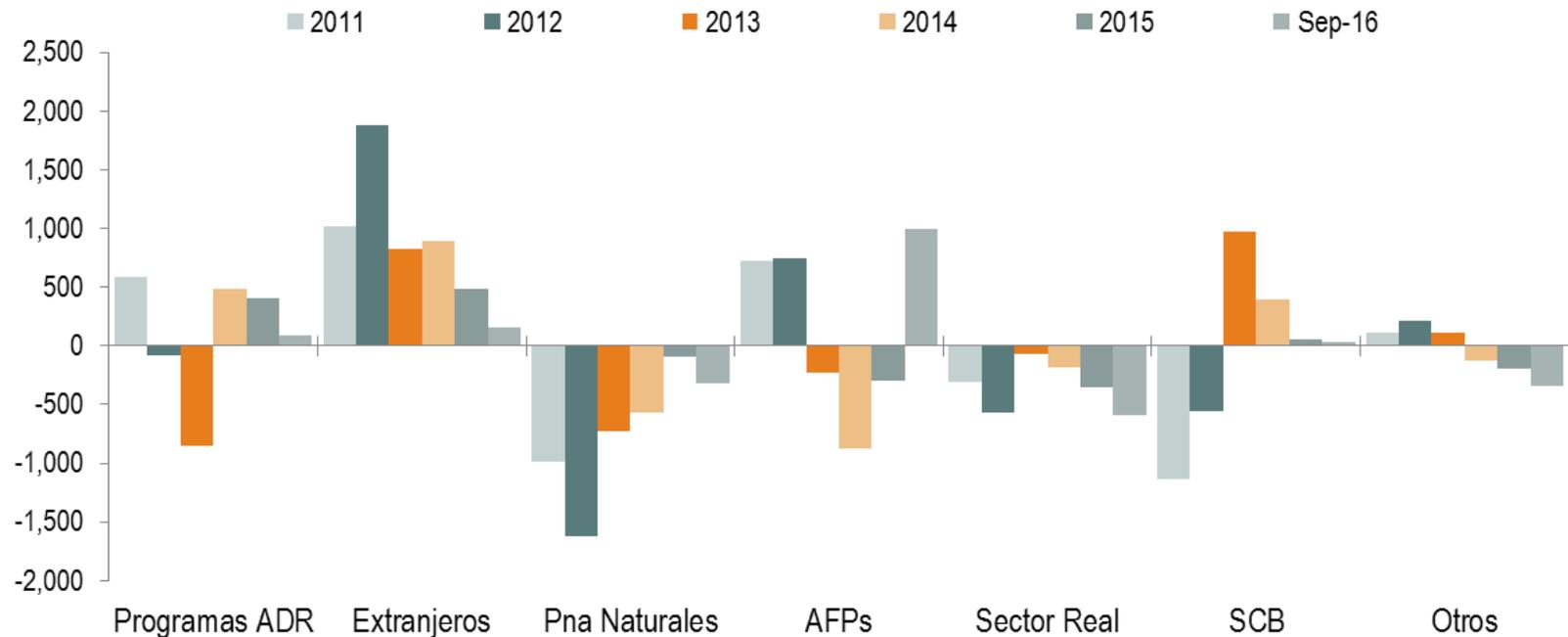


Fuente: BVC, Credicorp Capital

Colombia: participantes de mercado – compras netas

- Los grandes compradores: AFPs y Extranjeros parcialmente
- Los grandes vendedores: personas naturales y sector real

Participantes de mercado – compras netas anuales (USD mn)

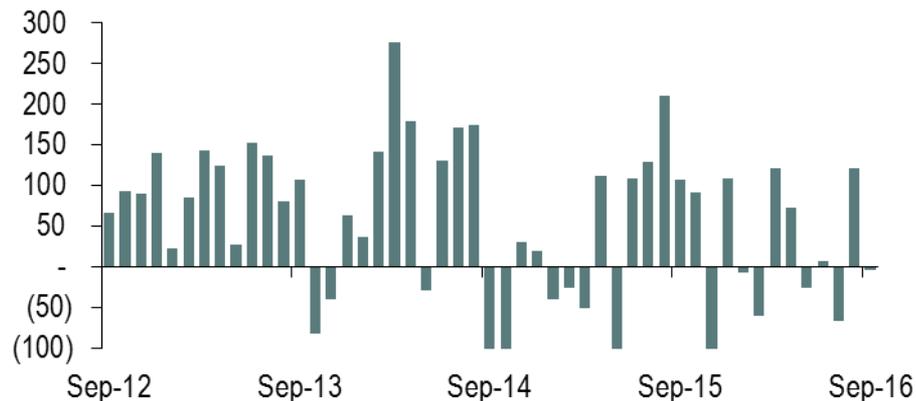


Fuente: BVC, Credicorp Capital

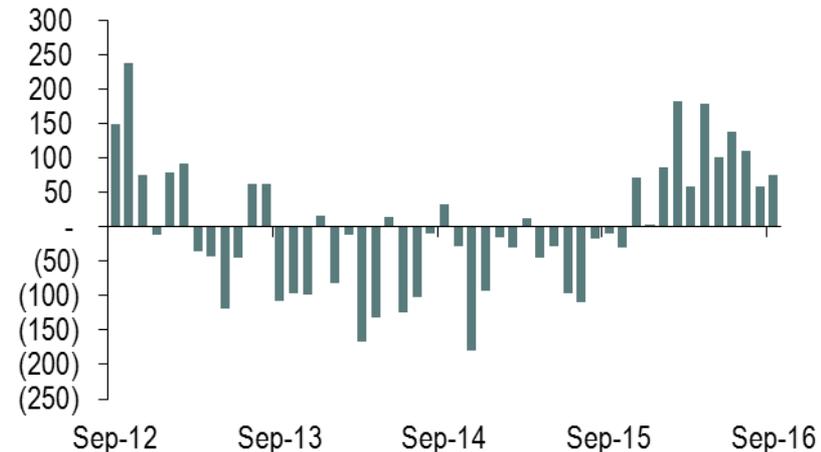
Flujos compradores netos: AFPs y Extranjeros

- Durante el año 2016 los mayores compradores netos han sido las AFPs locales
- Los fondos internacionales, vendedores netos durante parte del primer semestre del año pero en el mes de Agosto volvieron a ser grandes compradores netos de acciones locales.
- Estas cifras muestran como la preferencia por las acciones se ha dado por parte de los inversionistas profesionales

Transacciones netas: Inversionistas Extranjeros (USD mn)



Transacciones netas: Fondos de Pensiones (USD mn)



Compradores y Vendedores

September 2016 Transactions (USD mn)

Investor	September 2016			Sep-15	
	Transactions Buyer Side	Transactions Seller Side	Net	Share % (1)	Share % (1)
ADR Program	22.7	49.4	-26.7	3.2%	4.1%
Foreigners	287.8	292.3	-4.5	26.0%	28.2%
Local Retail	167.8	158.5	9.4	14.7%	14.0%
Pension Funds	177.8	103.1	74.7	12.6%	16.2%
Corporate	104.4	164.5	-60.0	12.1%	13.0%
Brokerage Firms	295.9	284.7	11.1	26.1%	17.7%
Other (2)	57.1	61.1	-4.0	5.3%	6.8%
Total	1,113.5	1,113.5	0.0	100%	100.0%

2016 YTD Transactions (USD mn)

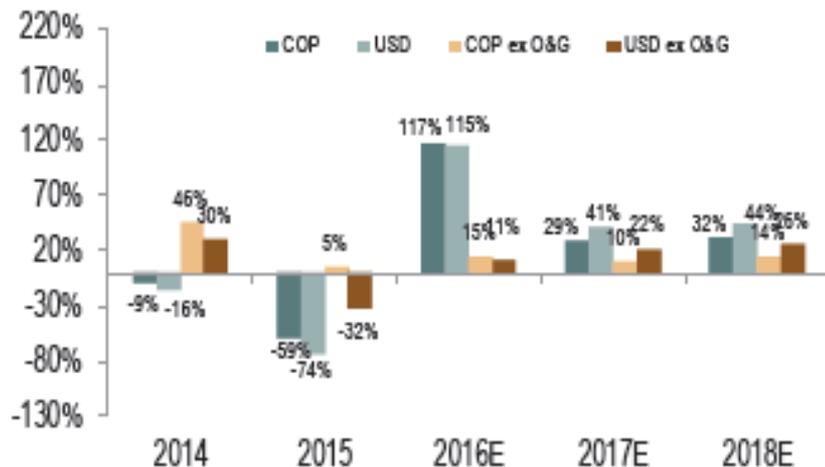
Investor	2016			2015	
	Transactions Buyer Side	Transactions Seller Side	Net	Share % (1)	Share % (1)
ADR Program	302.6	218.6	84.0	2.9%	4.7%
Foreigners	2,027.4	1,869.8	157.6	21.7%	31.8%
Local Retail	1,315.3	1,631.3	-316.0	16.5%	14.9%
Pension Funds	1,909.5	919.6	989.9	15.8%	12.3%
Corporate	721.4	1,318.0	-596.6	11.4%	12.1%
Brokerage Firms	2,260.5	2,233.4	27.2	25.1%	17.4%
Other (2)	425.7	771.9	-346.2	6.7%	6.7%
Total	8,962.5	8,962.5	0.0	100.0%	100.0%

Fundamentales corporativos: un buen sustento para valorizaciones

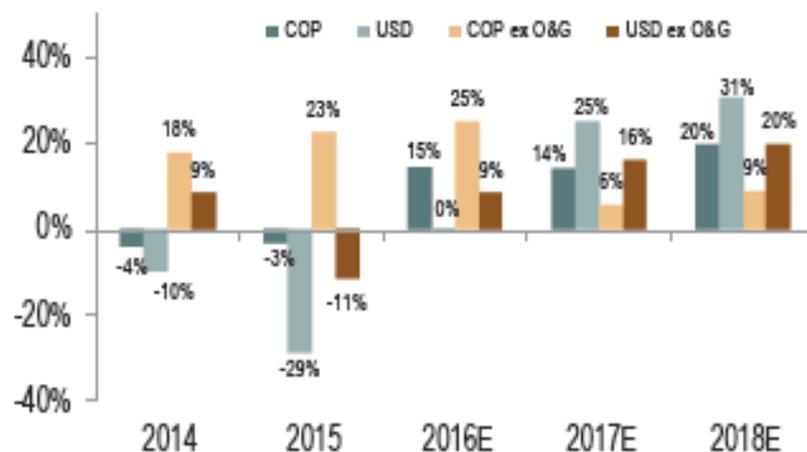
Resultados corporativos esperados

- Durante el año 2015 los resultados corporativos tuvieron fuertes caídas en el agregado, impactadas en parte por cambios de normas contables y efectos impositivos.
- Durante el año 2015 el sector Petróleo y gas explico en su mayor parte el descenso de las utilidades y el Ebitda del mercado local
- Durante el año 2016 esperamos un fuerte incremento tanto en la utilidad neta como en el Ebitda y luego una normalización para los años 2017 y 2018

Colombia - EPS Growth



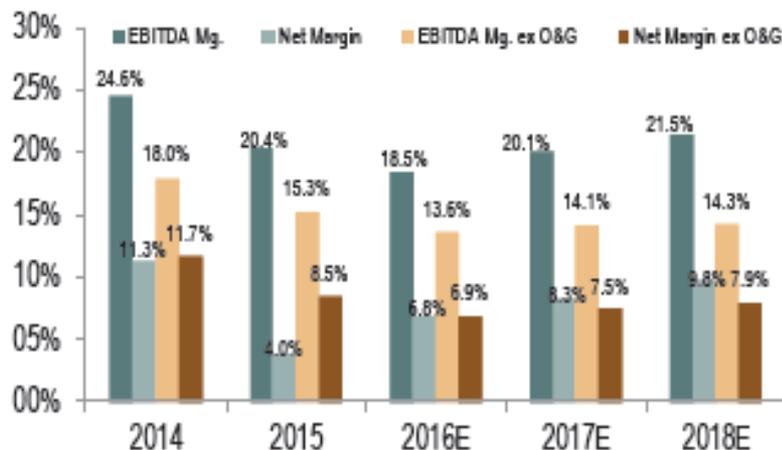
Colombia - EBITDA Growth



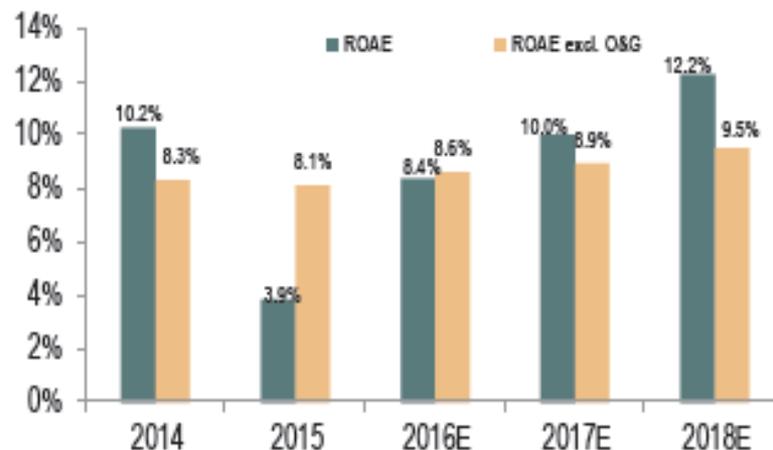
Rentabilidad de las compañías

- Reducción de márgenes en 2015 en donde el margen Ebitda disminuyó 4 puntos y el margen neto lo hizo en 7 puntos frente a los presentados en el 2014 ,
- Según nuestras proyecciones los márgenes en agregado tienden a estabilizarse, encontrando un mínimo en el 2016 y creciendo nuevamente a partir del 2017
- En la rentabilidad patrimonial, es notorio el efecto del sector Oil & gas sobre el agregado en el 2015 cuando la diferencia fue de 500 pbs excluyendo el sector

Colombia - EBITDA and Net Margins

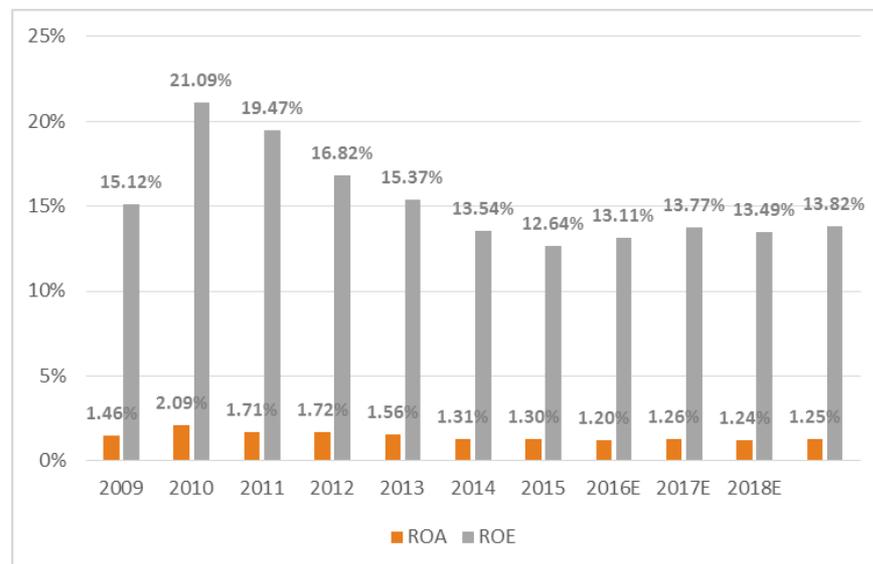
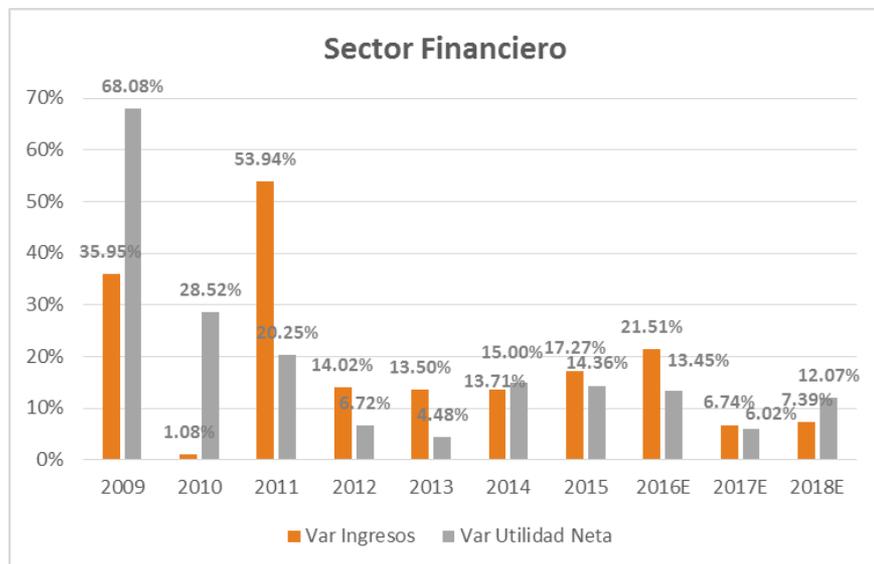


Colombia - ROAE



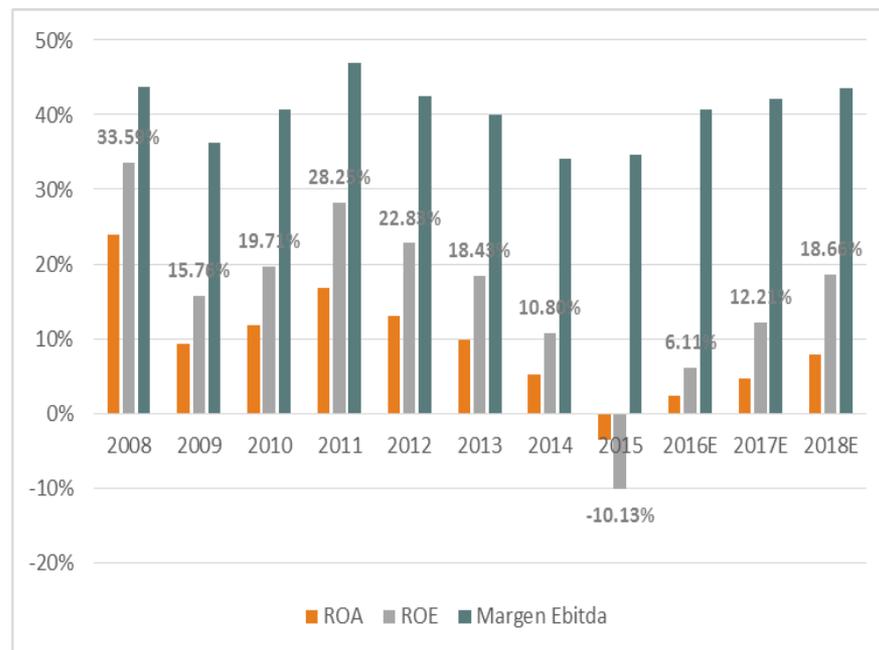
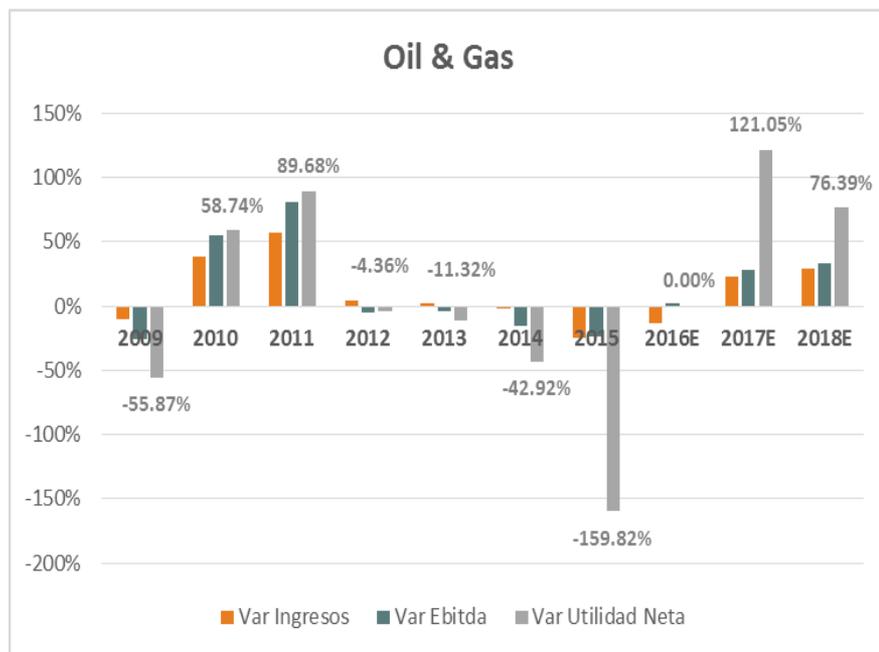
Desempeño Sectorial – Sector Financiero

- Mayor crecimiento en ingresos esperados durante el 2016E (+21,51%) moderándose en el año 2017E (+6,74%)
- Rentabilidad patrimonial muestra estabilidad ROE 2016E 13,7% y ROE 2017E 13,4%.
- Menor preocupación por calidad de la cartera.
- No se ha visto un impacto importante de la desaceleración económica



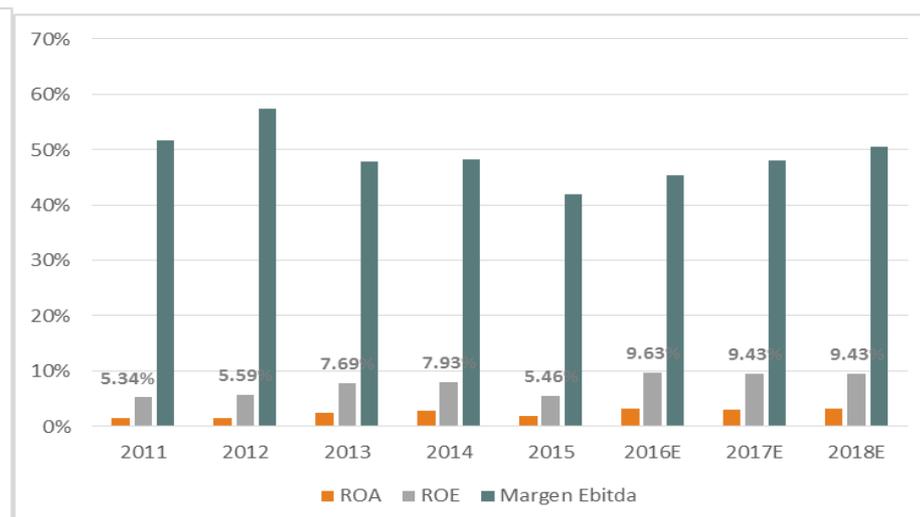
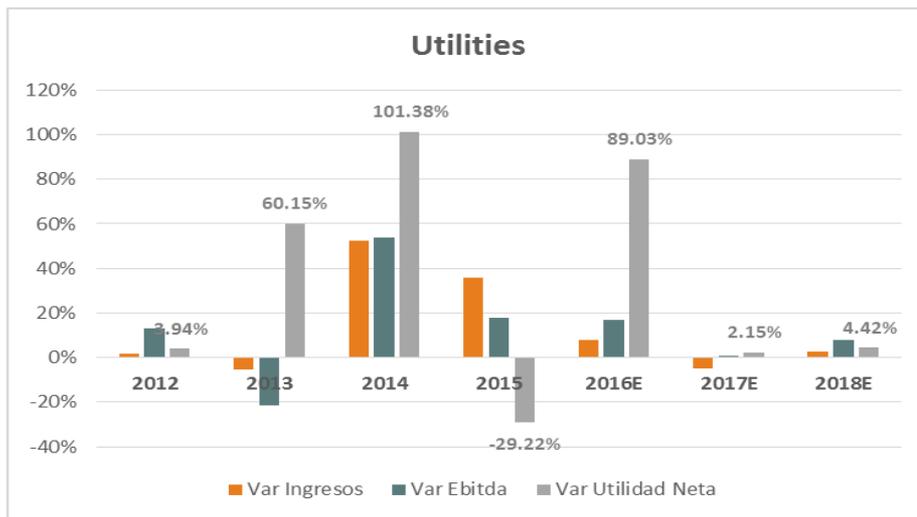
Desempeño Sectorial – Oil & Gas

- El sector mas afectado durante 2014 y 2015
- El sector OIL & Gas será el de mayor crecimiento esperado para el 2017
- Ingresos (+23,07%), Ebitda (+27,43%) y Utilidad Neta (+120,39%) luego de ser el de peor desempeño durante el año 2015.
- Riesgo por volatilidad del petróleo y disminución en la producción local



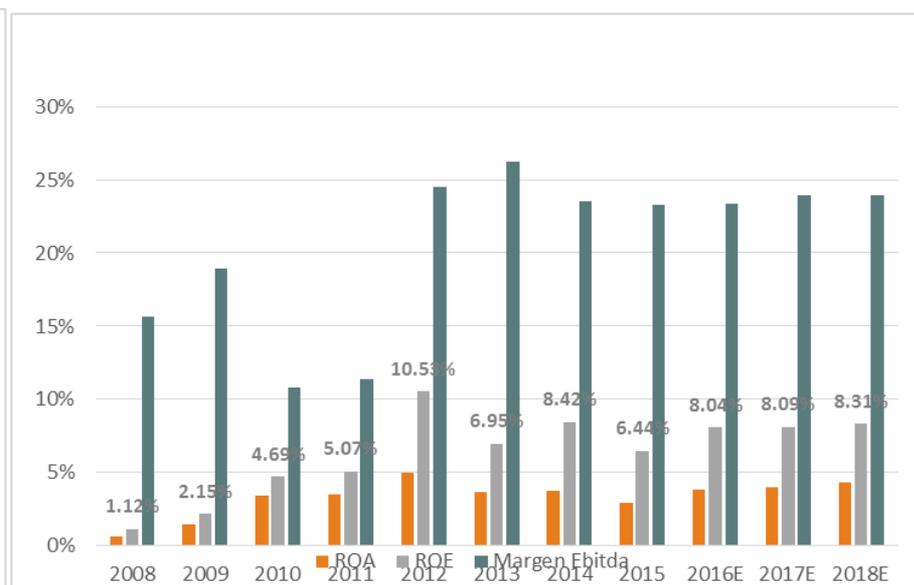
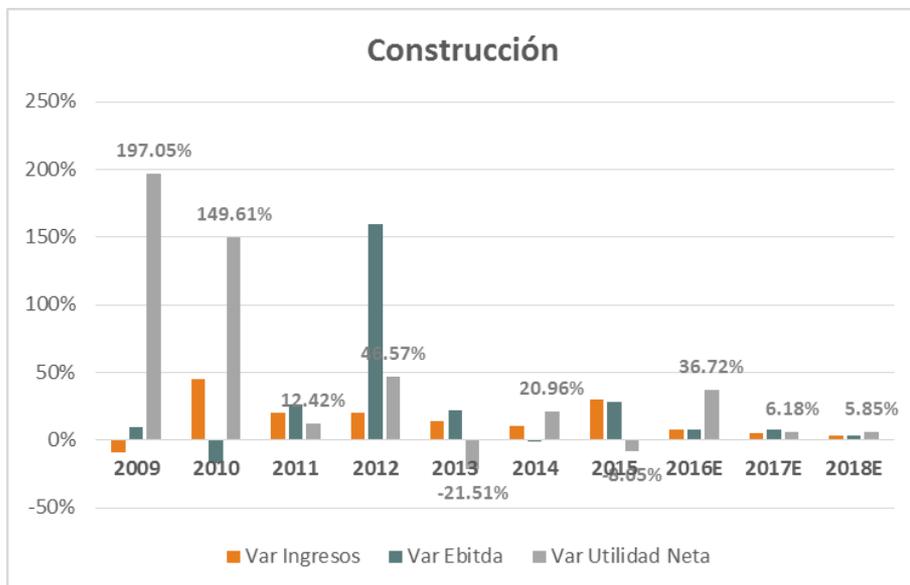
Desempeño Sectorial – Utilities

- Fuertemente afectado en el 2015 por el fenómeno del niño
- En términos de Utilidades, el sector con el mayor crecimiento esperado durante el 2016 (+89,03%), explicado por el efecto base producto de los resultados del 2015 (-29%)
- Moderación en las cifras en los años siguientes
- Compañías ajustadas a su valor fundamental



Desempeño Sectorial – Construcción

- A pesar de no tener las cifras mas sobresalientes si son las mas estables en el tiempo
- Utilidad neta 2016E (+36,72%), 2017E (+6,18%) y 2018E (+5,85%)
- Expectativas soportadas en los proyectos 4G y vivienda social
- Compañías todavía con espacio de valorización

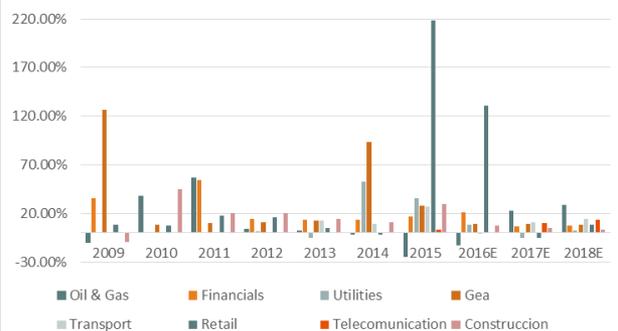


Resumen resultados sectoriales

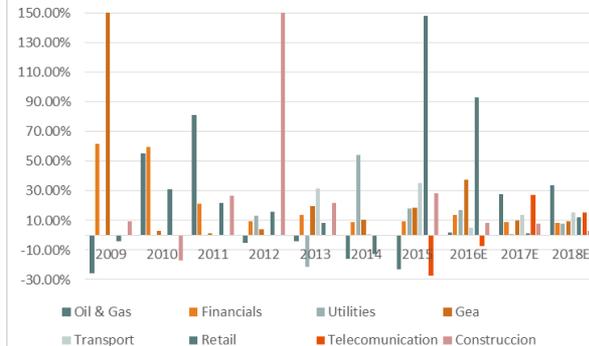
En la desagregación sectorial de los resultados corporativos esperados para el 2016 y 2017 encontramos lo siguiente:

- El sector financiero será el de mayor crecimiento en ingresos durante 2016
- En Utilidades, el sector con el mayor crecimiento esperado durante el 2016 es el de Utilities
- El sector OIL & Gas será el de mayor crecimiento esperado para el 2017 tanto en Ingresos, Ebitda y Utilidad Neta
- Construcción no es el mas sobresaliente, pero el mas estable con fundamentales que lo soportan.

Ingresos COP



EBITDA COP

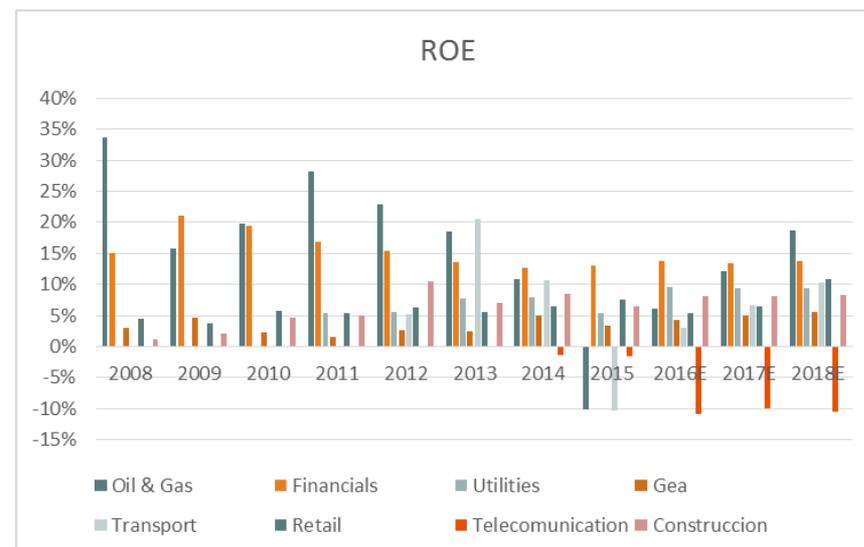
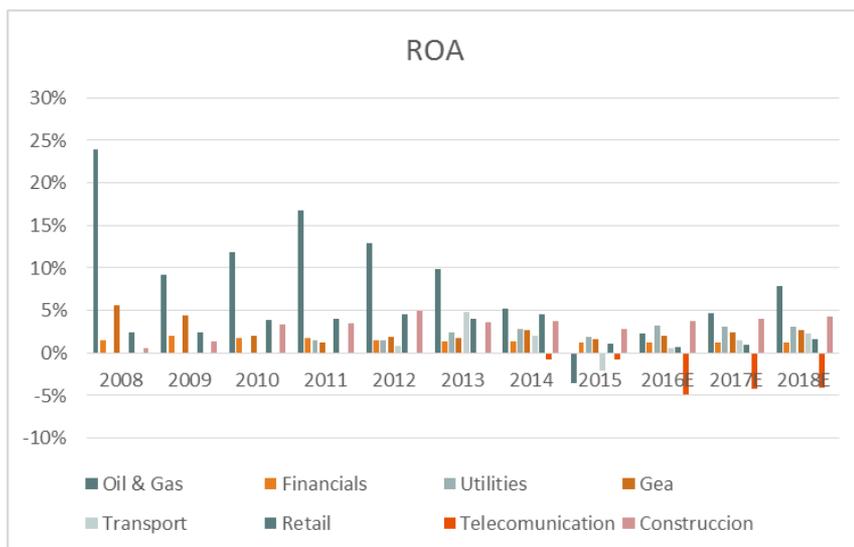


Utilidad Neta COP



Márgenes y rentabilidad sectorial

- El sector financiero muestra una estabilización de la rentabilidad patrimonial sobre el 13% en los siguientes años.
- En sector Oil & Gas esperamos una recuperación a partir del año 2016, siendo en conjunto con Financiero las mayores tasas en el 2017E
- Mejor margen Ebitda en Utilities y Oil & Gas pero con volatilidad en los resultados netos
- En sector construcción estabilidad en márgenes y rentabilidades

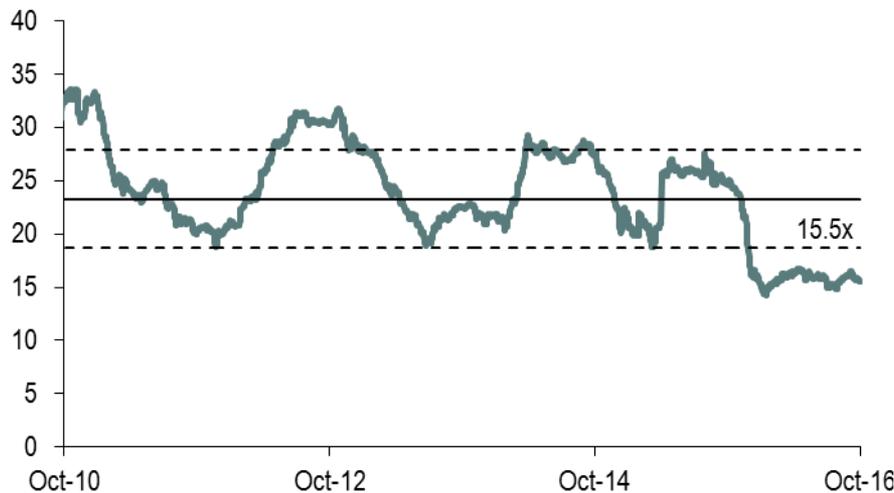


Valoración relativa

Múltiplos Forward

- Los múltiplos proyectados a 12 meses para el mercado están en línea con los del mercado chileno (15.5x) y no parecen extremadamente atractivos al compararlos Perú (10.5x)
- Sin embargo frente a la historia del mercado colombiano, tanto el P/E como el FV/ Ebitda se proyectan a niveles bajos, incluso por debajo de la desviación frente a la media histórica

COLCAP P/U Forward

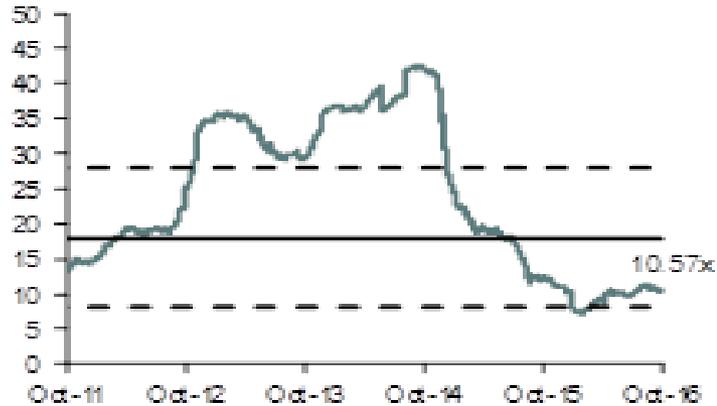


COLCAP FV/EBITDA Forward



Múltiplos Forward Chile- Perú

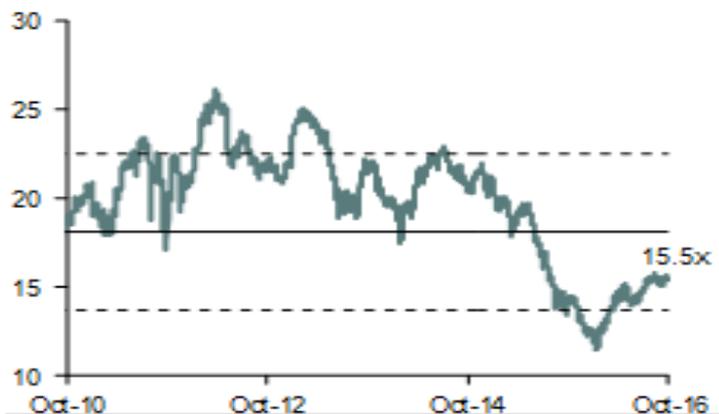
Peru P/E Forward (12 month rolling)



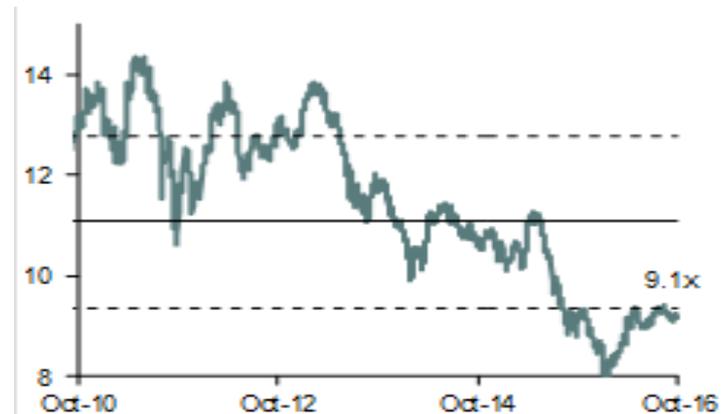
Peru FV/EBITDA Forward (12 month rolling)



Chile P/E Forward (12 month rolling)



Chile FV/EBITDA Forward (12 month rolling)



Nuestras proyecciones y recomendaciones

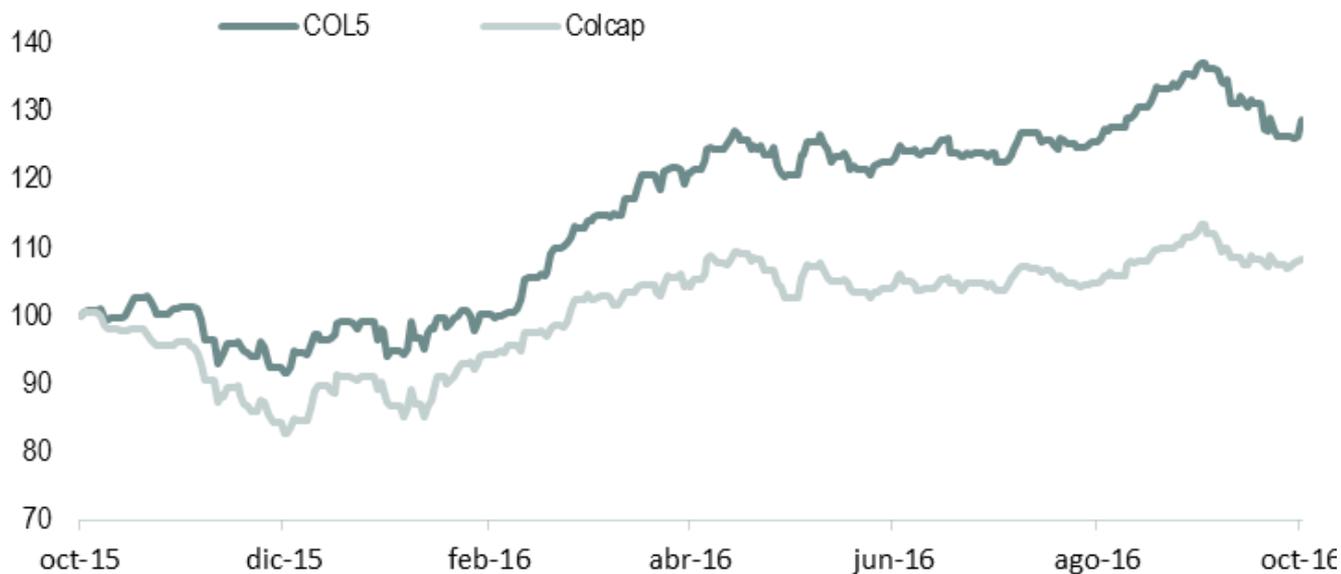
Recomendaciones y precios objetivo 2017

Compañía	Nuevo		Anterior	
	Recomendación	Precio Objetivo (2017E)	Rating	Precio Objetivo (2016E)
BVC	COMPRA	23.7	COMPRA	21.3
CELSIA	UP	3,740	UP	3,500
CEMARGOS	COMPRA	13,600	MANTENER	11,500
CLH	COMPRA	16,200	COMPRA	13,500
CNEC	COMPRA	11,300	MANTENER	7,500
CORFICOLCF	COMPRA	43,500	COMPRA	43,000
ECOPETROL	UP	1,300	UP	1,150
EEB	UP	1,860	MANTENER	1,800
ETB	COMPRA	690	COMPRA	720.0
ÉXITO	MANTENER	16,090	UP	
ISA	MANTENER	10,070	MANTENER	7,979
GRUPOARGOS	MANTENER	22,000	MANTENER	19,500
NUTRESA	MANTENER	27,750	MANTENER	26,400
PFAVAL	MANTENER	1,300	MANTENER	1,090
PFAVH	MANTENER	2,680	MANTENER	2,300
PFBLOM	MANTENER	29,500	MANTENER	26,000
PFDVVNDA	COMPRA	32,000	COMPRA	28,500
PFRUPSURA	COMPRA	44,200	MANTENER	38,300

Rentabilidad esperada COLCAP 2017

Compañía	Participacion	P 30-Sep	TP 2017	Rent	Div yield	Retorno Total	Recomendación
BVC	0.22%	18	24	33.8%	5%	38.7%	BUY
CELSIA	1.70%	3,950	3,740	-5.3%	3%	-2.4%	UP
CEMARGOS	7.80%	11,480	13,600	18.5%	2%	20.3%	BUY
CLH	2.35%	10,960	16,200	47.8%	0%	47.8%	BUY
CNEC	0.38%	9,500	11,000	15.8%	0%	15.8%	BUY
CORFICOLCF	3.62%	37,860	43,500	14.9%	2%	16.6%	BUY
ECOPETROL	7.54%	1,250	1,300	4.0%	3%	6.6%	UP
EEB	4.34%	1,875	1,900	1.3%	4%	5.5%	UP
ETB	0.21%	586	690	17.7%	0%	17.7%	BUY
EXITO	2.73%	14,700	16,090	9.5%	3%	12.6%	UP
GRUPOARGOS	10.08%	18,620	22,000	18.2%	1%	19.6%	Hold
GRUPOSURA	13.31%	37,620	44,200	17.5%	1%	18.8%	BUY
ISA	4.81%	9,750	10,070	3.3%	3%	6.6%	UP
NUTRESA	6.97%	25,340	27,750	9.5%	2%	11.5%	Hold
PFAVAL	6.17%	1,260	1,300	3.2%	5%	8.0%	Hold
PFAVH	0.91%	2,370	2,680	13.1%	1.4%	14.5%	Hold
PFBCOLOM	21.00%	27,940	29,500	5.6%	3%	8.8%	Hold
PFDAVVNDA	2.94%	29,500.0	32,000	8.5%	4%	12.1%	BUY
Total	97.10%			10.83%	2.44%	13.28%	

Nuestra Cartera de Corto Plazo



Colombian Trading Ideas

Com pany	Sector	Px Last	Mkt. Cap	Av. Daily Vol.		Rating	Target Price	Upside	P/E			FV/EBITDA			Div P/BV	Yield
				Local	ADR				2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E		
Colom bia																
Grupo Argos	Conglomerates	↑ 18,800	5,233	1.6		HOLD	22,000	17.0%	42.1x	28.6x	21.0x	11.8x	9.1x	8.3x	0.9x	1.5%
PDavivienda	Banks	↓ 28,980	4,492	2.6		BUY	32,000	10.4%	7.8x	8.3x	8.3x	na	na	na	1.3x	2.9%
PFAvianca	Transport	↑ 2,380	818	0.8		HOLD	2,680	12.6%	-3.8x	20.2x	8.5x	7.9x	8.0x	6.9x	0.6x	2.1%
BVC	Financials	↑ 17.6	113	0.1		BUY	24	36.4%	15.2x	14.8x	15.9x	7.0x	5.5x	6.0x	2.3x	4.0%
CLH	Cement & Construction	↓ 11,300	2,158	1.3		BUY	16,200	43.4%	18.9x	11.6x	11.6x	6.3x	8.1x	7.7x	1.4x	0.0%

Grupo Argos (MANTENER; P.O.: COP 22,000).

Estamos incluyendo a Grupo Argos en nuestras trading ideas dado que las acciones ofrecen un descuento atractivo contra el NAV. Por otro lado, queremos mantener la exposición al sector de infraestructura. Adicionalmente, el fin del fenómeno del Niño y un mejor clima para las hidroeléctricas podrían llevar a una potencial valorización para sus subsidiarias energéticas. Finalmente, las acciones cayeron fuertemente en septiembre, por lo que esperaríamos un rebote este mes.

PfDavivienda (COMPRAR; P.O.: COP 32,000).

Las acciones parecen descontadas en una base relativa comparada con nuestra muestra andina y creemos que el perfil riesgo/retorno parece atractivo incluso cuando se incluyen ciertos factores desfavorables. La fuerte marca, su orientación hacia personas naturales, y la alta eficiencia relativa son ventajas competitivas de Davivienda. Todavía esperamos riesgos por el creciente desempleo que puede afectar la calidad de los activos; sin embargo, un crecimiento sólido del crédito, un fuerte margen de interés, y unos buenos ingresos comerciales deberían estimular el ROAE durante el 2016. Finalmente, en nuestro escenario base de un menor crecimiento de los activos ponderados por riesgo (RWAs), no prevemos necesidad de capital en el corto plazo.

Grupo Argos			
COP mn.	2015	2016E	2017E
Revenues	12,558,387	14,567,729	15,763,712
EBITDA	2,618,983	3,861,123	4,258,149
Net Income	301,000	537,492	732,384
EPS (COP)	368	657	895
FV/EBITDA	11.8x	9.1x	8.3x
P/E	42.1x	28.6x	21.0x
P/BV	0.9x	0.9x	0.9x
Div. Yield	1.6%	1.5%	1.6%
ROAE	2.1%	4.4%	4.5%
ROAA	0.8%	1.3%	1.7%

Davivienda			
COP mn.	2015	2016E	2017E
Operating income	5,396,098	6,542,297	6,838,084
Provision exp.	(1,154,874)	(1,417,357)	(1,469,190)
Opex	(2,524,553)	(2,826,998)	(3,067,311)
Net Income	1,236,717	1,570,790	1,576,584
EPS (COP/share)	2,784	3,493	3,491
P/E	7.8x	8.3x	8.3x
P/BV	1.1x	1.3x	1.2x
Div. Yield	3.6%	2.9%	3.6%
ROAE	15.4%	17.1%	15.4%
ROAA	1.6%	1.8%	1.6%

BVC (COMPRAR; P.O.: COP 23.7).

BVC			
COP mn.	2015	2016E	2017E
Revenues	117,273	136,019	140,121
EBITDA	39,339	50,311	45,784
Net Income	20,922	28,144	25,829
EPS (COP/share)	0.75	1.19	1.11
FV/EBITDA	7.0x	5.5x	6.0x
P/E	15.2x	14.8x	15.9x
P/BV	2.8x	2.3x	2.2x
Div. Yield	5.2%	4.0%	5.4%
ROAE	19.1%	22.2%	17.7%
ROAA	13.8%	15.4%	12.8%

Estamos incluyendo a BVC en nuestro portafolio considerando que la acción está descontada comparada con sus pares, la recuperación estratégica que la compañía ha tenido, con la diversificación de sus ingresos, y un incremento en los volúmenes transados en términos de ADTV durante julio y agosto. Adicionalmente, la expectativa de una fusión con Deceval nos hace creer que BVC podría mejorar. La transacción parece cercana, con la reciente contratación de Inverlink como banco de inversión, BNP Paribas para una opinión imparcial y Brigard & Urrutia para la diligencia apropiada. Reafirmamos que esta fusión será positiva, respaldando nuestra recomendación de COMPRAR.

Cemex Latam Holdings (COMPRAR; P.O.: COP 16,200).

CLH			
USD mn.	2015	2016E	2017E
Revenues	1,427	1,371	1,487
EBITDA	450	445	466
Net Income	95	186	187
EPS (USD/share)	0.17	0.33	0.34
FV/EBITDA	6.3x	8.1x	7.7x
P/E	18.9x	11.6x	11.6x
P/BV	1.4x	1.4x	1.2x
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%
ROAE	7.1%	13.0%	11.4%
ROAA	2.9%	5.6%	5.3%

Incluimos a Cemex Latam Holdings a pesar de los recientes eventos corporativos que llevaron a la renuncia del CEO. CLH ofrece un descuento atractivo respecto a nuestro valor fundamental y consideramos que en esos niveles, podría ser un punto de entrada interesante en la compañía; sin embargo, es importante considerar riesgos bajistas debido a que aún existen preguntas que no han sido respondidas y que es difícil prever el desenlace en este momento.

Avianca Holdings (MANTENER; P.O. COP 2,680).

Avianca			
USD m.n.	2015	2016E	2017E
Revenues	4,361	4,103	4,633
EBITDA	767	761	879
Net Income	(140)	41	97
EPS (COP)	(0.410)	0.119	0.285
FV/EBITDA	7.9x	8.0x	6.9x
P/E	-3.8x	20.2x	8.5x
P/BV	0.4x	0.6x	0.6x
Div. Yield	13.2%	2.1%	1.5%
ROAE	-10.9%	3.0%	6.8%
ROAA	-2.2%	0.6%	1.5%

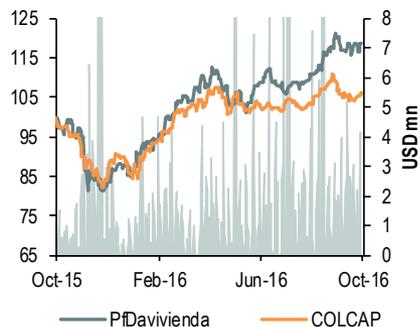
Estamos incluyendo a Avianca en nuestro portafolio de octubre debido a que las acciones parecen descontadas en una base EV/EBITDAR ajustada y en una base P/BV, luego de una caída del 6.69% de la acción en septiembre. Lo anterior crea una oportunidad de inversión atractiva en AVH, acompañada de una potencial revalorización de los fundamentales de la compañía con la apertura de su centro aeronáutico MRO (Mantenimiento, Reparación y Revisión) en septiembre, lo que ayudaría a la compañía a reducir gastos; adicionalmente, el reciente aumento en los factores de ocupación de Avianca evidenciaría un uso más eficiente de su flota.

Top Picks

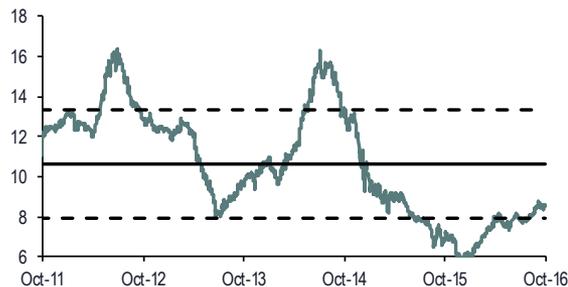
Davivienda

COMPRAR / P.O. 32,000

Davivienda vs Colcap



P/E Forward



P/BV Forward



Tesis de inversión

Continuamos con nuestra recomendación de COMPRAR con un precio objetivo 2017E de COP 32,000 por acción. El banco continúa mostrando resultados favorables en términos de calidad de cartera y eficiencia a pesar de tener una mayor orientación hacia personas naturales frente a sus principales pares. Estimamos un ROAE de largo plazo por encima de 15%.

La valoración continúa siendo atractiva en comparación con sus pares en LatAm. Las acciones de Davivienda se tranzan a 8.6x 2017E P/E relativo al promedio de 10.3x de sus pares Andinos. Ajustando la generación de valor del banco a través de P/BV frente ROAE y Ke, Davivienda debería tranzar a 1.6x P/BV 2016E.

La rentabilidad en Centro América ha mejorado. El ROAE dentro de este mercado ha crecido por encima de 10%, comparado con el 4.5% reportado en 4T12. En el mediano plazo, el banco tiene más espacio para mejorar dentro de este mercado en términos de eficiencia, mientras que la calidad de los activos permanece fuerte.

Riesgos a nuestra tesis. Requerimientos potenciales de capital, mayor exposición al segmento de personas naturales, mayor desaceleración económica (particularmente en Colombia) y mayor contracción a la esperada del NIM durante el próximo año.

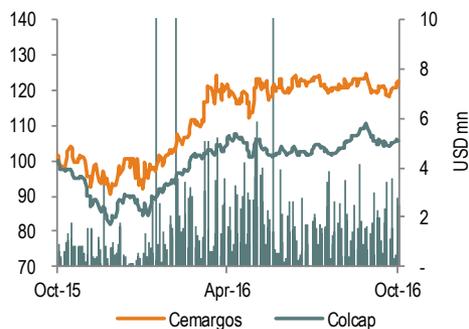
Resumen de valoración

	2015	2016E	2017E
P/E	7.8	8.4	8.5
P/BV	1.1	1.4	1.2
Div. Yield	3.6%	2.9%	3.6%
ROAE	15.4%	17.1%	15.4%
ROAA	1.6%	1.8%	1.6%

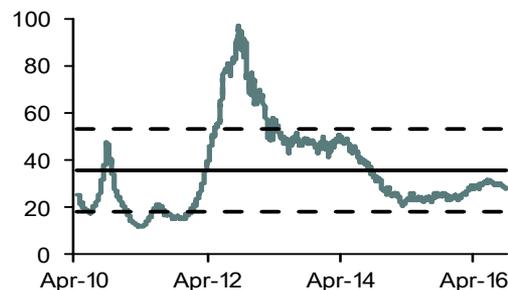
Cementos Argos

COMPRAR / P.O. 13,600

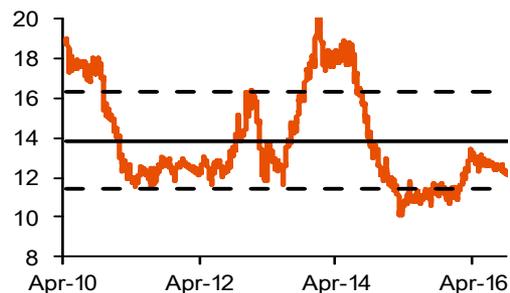
Cemargos vs Colcap



P/E Forward



FV/EBITDA Forward



Tesis de inversión

Cambiamos nuestra recomendación a COMPRAR y establecimos nuestro precio objetivo 2017E en COP 13,600 por acción (+14% relativo al anterior de COP 11,500). Creemos que el sector y los fundamentales permanecen fuertes. En Colombia, los proyectos 4G serán el catalizador teniendo en cuenta que la compañía ya cuenta con 3 contratos de suministro. Adicionalmente, para 2017 Estados Unidos representará más del 50% de los ingresos luego de su última adquisición (Martinsburg)

Colombia continúa siendo un mercado atractivo a pesar del desafiante escenario macro. El programa de concesiones viales 4G, con 30 proyectos adjudicados con un Capex total de USD 11 mil mn, y los programas de viviendas de interés social serán factores determinantes para el desempeño de los fundamentales en los próximos 3-5 años.

Estados Unidos debería continuar con tendencia positiva, impulsando los ingresos y mejorando los márgenes. La reciente adquisición por 660mn en Martinsburg, aún pendiente de ser aprobada, mejorará el margen EBITDA de EEUU dado que el nuevo activo tiene una mejor tasa de utilización que Estados Unidos consolidado. Los resultados financieros de esta planta se evidenciarán a partir de 1T17. Por último, Cemargos está ahora más expuesto al mercado internacional que a las dinámicas locales.

Resumen de valoración

	2015	2016E	2017E
FV/EBITDA	12.7	12.9	11.5
P/E	26.8	32.7	28.7
P/BV	1.6	1.9	1.9
P/CF	16.9	24.5	18.6
Div. Yield	1.9%	1.7%	1.8%

Resumen Valoraciones

Colombia

Company	Sector	Px Last	Px Target	Rating	Mkt. Cap	ADTV	P/E		FV/EBITDA		P/BV	Div. Yd.	ROAE		ROAA	
							2016E	2017E	2016E	2017E	LTM	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
Avianca	Transport	2,540	2,680	HOLD	859	0.8	21.1	8.8	8.0	6.9	0.6	1.4%	3.0%	6.8%	0.6%	1.5%
Bancolombia	Banks	29,100	29,500	HOLD	9,418	6.5	11.1	10.7	nm	nm	1.4	3.3%	12.6%	12.2%	1.3%	1.3%
BVC	Financials	19	24	BUY	120	0.1	16.0	17.2	6.0	6.6	2.8	5.0%	22.2%	17.7%	15.4%	12.8%
Canacol	Oil & Gas	9,850	11,300	BUY	575	0.4	15.3	11.8	6.5	5.0	0.0	0.0%	10.5%	11.9%	5.0%	6.2%
Celsia	Utilities	4,010	3,740	UPERF	974	0.4	35.0	12.0	5.4	4.6	1.0	2.9%	2.7%	7.6%	0.8%	2.3%
Cemargos	Cement & Construction	11,800	13,600	BUY	5,382	2.0	32.7	28.7	12.9	11.5	2.0	1.8%	6.0%	6.6%	2.9%	3.3%
Cemex Latam Holdings	Cement & Construction	13,320	16,200	BUY	2,501	1.1	13.4	13.3	8.7	8.3	1.7	0.0%	13.0%	11.4%	5.6%	5.3%
Corficolombiana	Conglomerates	38,960	43,500	BUY	2,957	0.9	17.8	17.7	nm	nm	2.2	1.7%	12.0%	11.4%	4.2%	4.0%
Davivienda	Banks	29,180	32,000	BUY	4,435	2.5	8.4	8.4	nm	nm	1.5	3.6%	17.1%	15.4%	1.8%	1.6%
Ecopetrol	Oil & Gas	1,320	1,300	UPERF	18,329	5.0	19.5	8.7	5.6	4.4	1.3	2.6%	6.2%	12.8%	2.2%	4.8%
EEB	Utilities	1,850	1,860	UPERF	5,736	0.4	13.6	13.2	15.9	15.2	1.6	4.1%	12.8%	12.3%	5.5%	5.2%
ETB	Telecom, IT & Media	600	690	BUY	719	0.2	9.7	11.5	6.4	5.0	1.0	0.0%	-10.2%	-9.6%	-4.7%	-4.2%
Éxito	Retail	14,600	16,820	HOLD	2,207	3.3	15.7	12.8	6.5	6.4	0.9	3.2%	5.5%	6.5%	0.8%	0.9%
Grupo Argos	Conglomerates	19,720	22,000	HOLD	5,403	1.9	30.0	22.0	9.3	8.5	1.0	1.5%	3.4%	4.4%	1.3%	1.7%
Grupo Aval	Banks	1,250	1,300	HOLD	9,371	1.5	12.0	11.0	nm	nm	2.0	4.8%	15.4%	15.6%	1.7%	1.7%
Grupo Sura	Conglomerates	38,640	44,200	BUY	7,492	3.1	14.4	11.7	nm	nm	1.0	1.3%	6.4%	7.3%	2.6%	2.8%
ISA	Utilities	9,900	10,070	HOLD	3,703	1.1	14.8	18.8	7.6	8.2	nm	3.4%	9.1%	6.8%	2.5%	1.8%
Nutresa	Food & Beverages	26,120	27,750	HOLD	4,059	1.3	27.6	24.0	13.8	12.7	1.5	2.0%	5.3%	5.9%	3.2%	3.6%
Colombia Sample		1,380	1,477		33,861	18.3	18.2	15.1	5.1	4.7	1.3	2.5%	nm	nm	nm	nm

Impacto Reforma Tributaria

Impuesto a los dividendos

- Impuesto a los dividendos:
 - Caso 1: 5% para montos entre COP 17 millones
 - Caso 2: 10% para mas de COP 30 Millones
- Impacto moderado en la rentabilidad para el inversionista
- Rentabilidad por dividendo promedio en Colombia 2.5%
 - -0.125% Costo para el caso 1
 - -0.25% Costo para el caso 2
- Expectativa rentabilidad por valorización para el 2017: 10.8% y retorno total 13.3%
 - Rentabilidad total después de impuesto: 13.18% para el caso 1
 - Rentabilidad total después de impuesto: 13.05% para el caso 2

Impuesto corporativos

- Cambios en los impuestos corporativos:
 - Impacto positivo para las compañías
 - Unificación de los 4 impuestos
 - Eliminación del impuesto a la riqueza
 - Reducción gradual a los impuestos corporativos hasta el 2019
 - 2017: Reducción del 42% al 39%
 - 2018 : pasa del 43% al 36%
 - 2019 en adelante se reduce al 32%

Impacto en valoraciones

- El cambio en los impuestos corporativos tienen impacto sobre:
 - Valoración de las compañías
 - Mejora de margen neto
 - Mejora de rentabilidades: patrimonial y de activos
 - Mejora en múltiplos de valoración

INFORMACIÓN RELEVANTE

Este reporte es propiedad de Inversiones IMT S.A. y/o Credicorp Capital Colombia S.A Sociedad Comisionista de Bolsa y/o Credicorp Capital S.A.A y/o sus subsidiarias (en adelante denominadas conjuntamente, "Credicorp Capital"), por tanto, ninguna parte del material ni su contenido, ni ninguna copia del mismo puede ser alterada en forma alguna, transmitida, copiada o distribuida a terceros sin el consentimiento expreso de Credicorp Capital.

Al realizar el presente reporte, Credicorp Capital ha confiado en la información proveniente de fuentes públicas. Credicorp Capital no ha verificado la veracidad, la integridad ni la exactitud de la información a la que ha tenido acceso, ni ha adelantado o realizado procedimientos de auditoría respecto de ésta. En consecuencia, no este reporte no importa una declaración, aseveración ni una garantía (expresa o implícita) respecto de la veracidad, exactitud o integridad de la información que aquí se incluye, o cualquier otra información escrita u oral que se brinde a cualquier interesado y/o a sus asesores.

A menos que esté expresamente indicado, no se ha utilizado en este reporte información sujeta a confidencialidad ni información privilegiada que pueda significar la infracción a las normas del mercado de valores, o aquella que pueda significar incumplimiento a la legislación sobre derechos de autor.

Al analizar el presente reporte, el lector debe tener claro que el objetivo buscado no es predecir el futuro, ni garantizar un resultado financiero operativo específico, así como tampoco garantizar el cumplimiento de los escenarios presentados en la evaluación. Tampoco es brindar asesoría de inversión, ni opiniones que deban tomarse como recomendaciones de Credicorp Capital. La información contenida en este reporte es de carácter estrictamente referencial y así debe ser tomada. Asimismo, es necesario considerar que la información contenida en este reporte puede estar dirigida a un segmento específico de clientes o a inversionistas con un determinado perfil de riesgo distinta al suyo.

Salvo que esté expresamente indicado, el reporte no contiene recomendaciones de inversión u otras sugerencias que deban entenderse hechas en cumplimiento del deber especial de asesoría que asiste a los intermediarios del mercado de valores frente a los clientes clasificados como cliente inversionista. Cuando así sea, se especificará el perfil de riesgo del inversionista al cual se dirige la recomendación. El inversionista debe tener en cuenta que Credicorp Capital podría efectuar operaciones a nombre propio con las compañías que son analizadas en este tipo de reportes las que eventualmente podrían incluir transacciones de compra y venta de títulos emitidos por éstas.

Es importante tener en cuenta que las variaciones en el tipo de cambio pueden tener un efecto adverso en el valor de las inversiones.

Es de entera y absoluta responsabilidad del cliente determinar cuál es el uso que hace de la información suministrada y por ende es el único responsable de las decisiones de inversión o cualquier otra operación en el mercado de valores que adopte sobre la base de ésta.

El resultado de cualquier inversión u operación efectuada con apoyo en la información contenida en este reporte es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza, no siendo responsabilidad de Credicorp Capital, dicho resultado, por lo que tampoco asume ningún tipo de responsabilidad, por cualquier acción u omisión derivada del uso de la información contenida en este documento.

Credicorp Capital recomienda proveerse asesoría especializada en aspectos financieros, legales, contables, tributarios y demás que correspondan, antes de adoptar una decisión de inversión. En ningún caso la información aquí publicada puede considerarse como un concepto u opinión de tipo financiero, jurídico, contable o tributario, ni mucho menos como un consejo o una asesoría de inversión.

Credicorp Capital Andean Research Team

CONTACT LIST

Credicorp Capital

Daniel Velandia

Chief Economist
dvelandia@credicorpcapital.com
(571) 339 4400 Ext 1505

Camilo A. Durán

Economist
caduran@credicorpcapital.com
(571) 339 4400 Ext 1383

Felipe Guzmán

Senior Economist
fguzman@credicorpcapital.com
(562) 2651 9385

Banco de Crédito BCP

Carlos Prieto

Chief Economist
carlosprietob@bcp.com.pe
(511) 205 9190 Ext 32605

Joao Ribeiro

Economist
jribeiros@bcp.com.pe
(511) 313 2000 Ext 36308

Diego Díaz

Economist
diegodiazp@bcp.com.pe
(511) 313 2000 Ext 37512

Karla Farro

Economist
kfarro@bcp.com.pe
(511) 313 2000 Ext 37015

Junior Aguilar

Economist
jaquilar@bcp.com.pe
(511) 313 2000 Ext 33048

Fernando Salgado

Economist
fernandosalgado@bcp.com.pe
(511) 313 2000 Ext 36331

Luis Ortega

Economist
luisortegal@bcp.com.pe
(511) 313 2000 Ext 33107