

## Expectativas de resultados 4T24

### Un fin de año que muestra solidez

En el último trimestre del año esperamos que el balance de los resultados corporativos tenga un tinte mayoritariamente positivo. La dinámica de la tasa de cambio y la gestión de eficiencias ha demostrado tener un efecto positivo en varias de las compañías locales. Con un cierre de año optimista, nos centraremos en los mensajes de los administradores acerca de las expectativas para el 2025. **Conozca aquí nuestras perspectivas de cara a los próximos resultados de las principales compañías del índice local.**

## | Calendario de resultados mercado local

4Q24		2025	
Día	Febrero	Marzo	
6		Corficolombiana - Banco de Bogota* - BVC	
14		Promigas*	
17	Mineros	ENKA	
19	Bancolombia - Grupo Aval*		
20	Davivienda - Cementos Argos*	GEB*	
25	Celsia - ISA		
26	Grupo Argos		
27	Ecopetrol* - Concreto* - Grupo Sura* - Terpel* - ETB* - Éxito*		

\*Fecha tentativa

## | Calendario de resultados mercado global colombiano

4Q24		Mercado Global Colombiano	
		2025	
Día	Febrero	Marzo	
19	Nubank (AMC)	Nike* (AMC)	
23	Berkshire* (AMC)		
25	Nvidia* (AMC)		
26	Petrobras (AMC)		

\*Fecha tentativa

\*\* BMO (Before Market Opens) AMC (After Market Close)

# Sector minero - energético



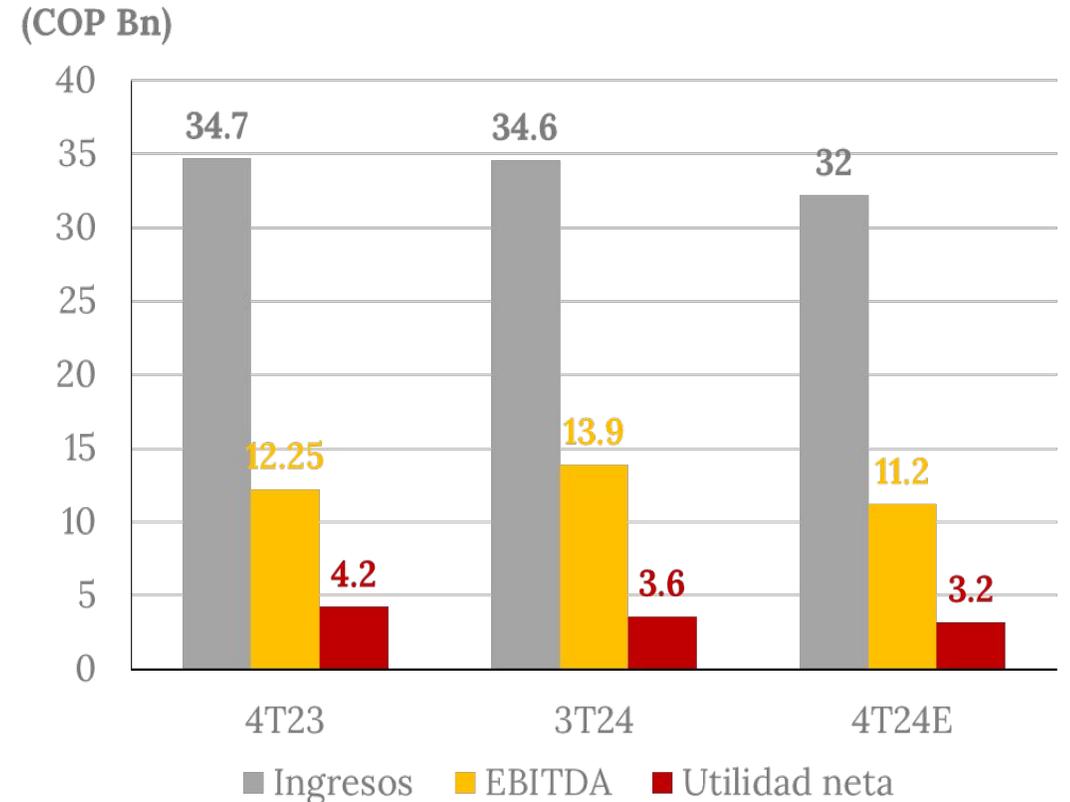
# Ecopetrol



Valor justo: COP\$2,120

- **Esperamos resultados negativos para Ecopetrol en el 4T24.** El desempeño estaría impactado por una menor dinámica del precio del crudo y mitigado levemente por la tasa de cambio. Para el último trimestre, esperamos un downside en la producción, la cual podría ubicarse en 752 mil barriles de petróleo día (kbped) lo cual aún se encuentra por encima de la estrategia 2040 de la compañía pero, por debajo de los 757 kbped observados el trimestre anterior.
- **En medio de un trimestre en el que el Brent osciló entre los USD\$69/barril y los USD\$81/barril,** utilizamos un precio promedio cercano a los USD\$72/barril para el cálculo de nuestras expectativas. La dinámica de la tasa de cambio ayudó a mitigar el efecto de una moderación en los precios del crudo en nuestros supuestos. Sin embargo, hemos observado una desaceleración en el crecimiento de la producción en el Permian (Región exploratoria del golfo de México en la cuenca Pérmica, donde Ecopetrol realiza actividades de exploración y explotación junto con Occidental Petroleum), por lo que anticipamos tan solo un aporte de cerca de 108 kbped. Esta reducción en nuestras expectativas en producción explica una parte de los menores ingresos esperados.
- **El último trimestre del 2024 podría mostrar efectos por parte del Midstream y el Downstream.** Adicional al descenso en la producción, reducimos nuestras expectativas en el segmento del Midstream (transporte) producto de los problemas asociados a atentados y dificultades en los oleoductos. Finalmente, en el Downstream (Reficar) nuestra visión requirió el ajuste del mantenimiento de la refinería, lo que tendría un impacto negativo en los resultados del segmento.

## Expectativas de resultados financieros - 4T24



Fuente: Ecopetrol, Proyecciones de Investigaciones Económicas Acciones y Valores

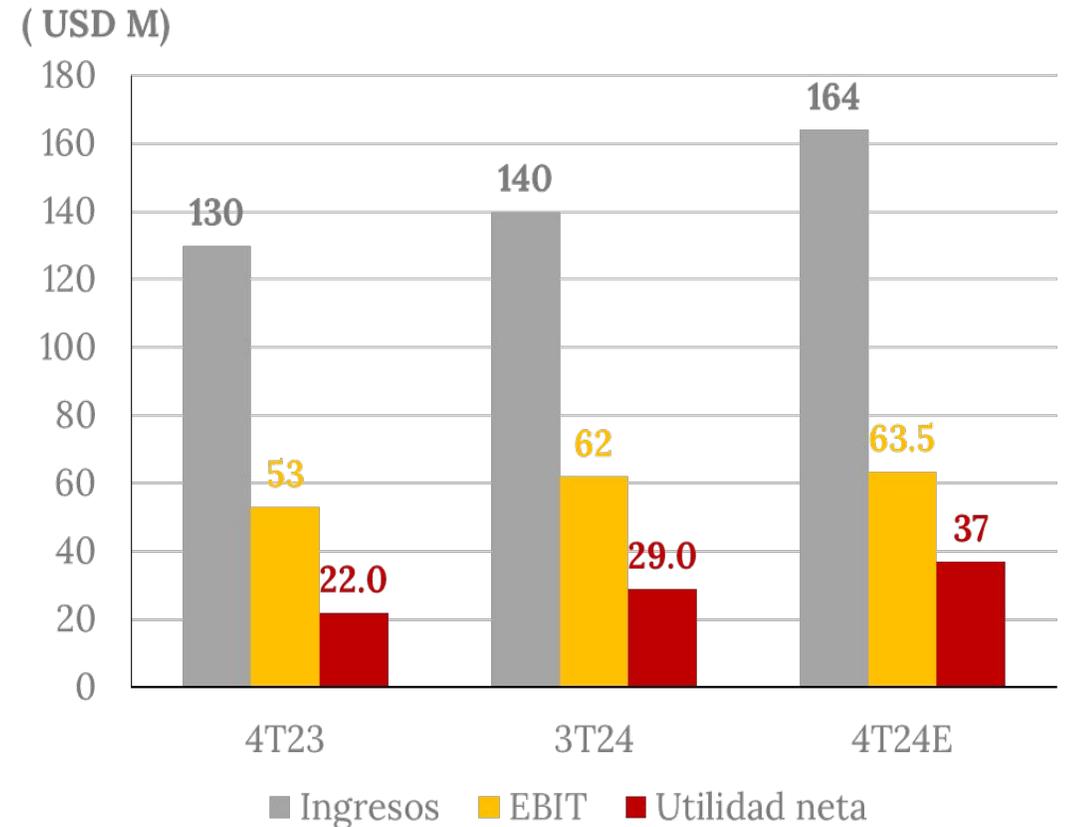
## Mineros



Valor justo: COP\$6,600

- **Esperamos resultados positivos para Mineros en el 4T24**, los resultados de la compañía estarán enmarcados por una operación normalizada, sin ninguna afectación en la producción, Nechí y Hemco operaron con total normalidad.
- **La tasa de cambio no tendrá un efecto tan relevante en la operación del trimestre.** Durante este trimestre de reporte, la tasa de cambio tendrá un efecto mayoritariamente positivo, debido a que en el último trimestre del año, la moneda se depreció cerca del 4%, lo que beneficiaría la conversión.
- **En USD, los altos precios del oro siguen jugando a favor de la compañía**, creemos que Mineros tendría un incremento en su percepción de ingresos por ventas de oro del 17%, beneficiado por los niveles que presentó el precio de la materia prima, que si bien disminuyó cerca de -0.4%, se mantuvo en niveles altos en promedio. Además, en 2024 el oro acumuló una ganancia de +27%.
- **La producción culminó en línea con nuestras expectativas.** La compañía cerró el 2024 con 213 mil onzas de oro producidas, el cual estuvo en línea con nuestras expectativas de observar un rango entre 205 - 220 mil onzas de oro. La minería artesanal sigue jugando un papel relevante dentro de la operación de la compañía, con un peso en la producción de cerca del 45%. Lo anterior, mitiga la amplitud del margen operacional, sin embargo, esperamos que este se mantenga estable en un nivel cercano al 38%.
- **Estaremos atentos a los mensajes por parte del emisor acerca de la actual Oferta Pública de Adquisición.**

### Expectativas de resultados financieros - 4T24



Fuente: Mineros, Proyecciones de Investigaciones Económicas Acciones y Valores

# Sector servicios públicos



ISA

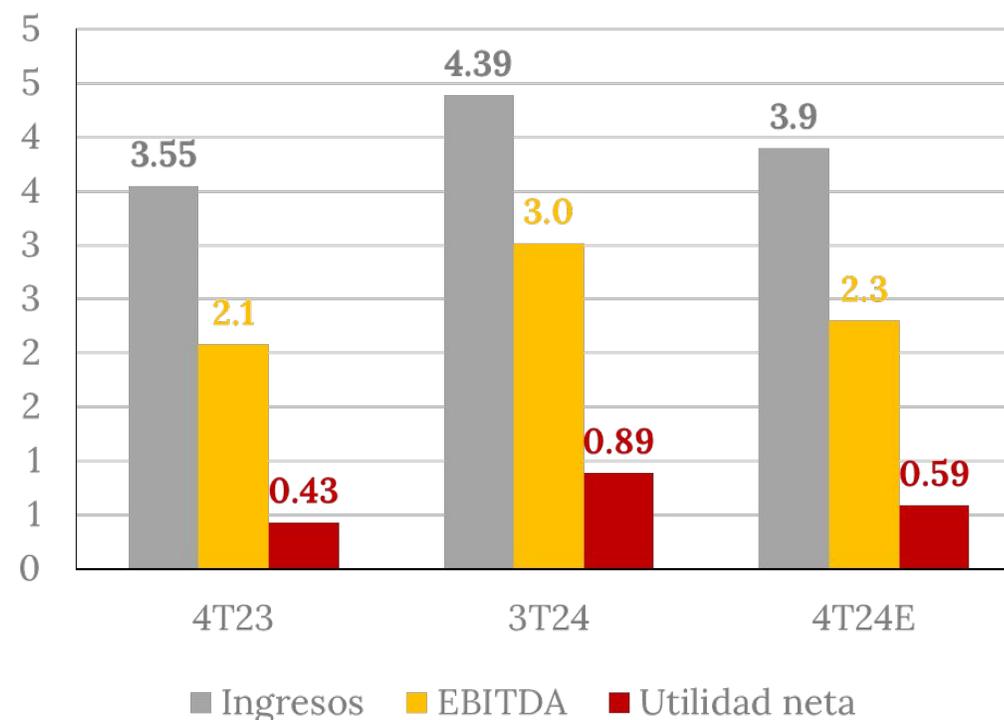


Valor justo: COP\$28,700

- **Esperamos que los resultados de ISA sean positivos en el 4T24**, mostrando una dinámica operativa destacable. La compañía aún se vería beneficiada del ajuste tarifaria en Brasil y adicionalmente, recibirá el efecto positivo de nuevos proyectos en operación a lo largo de 2024.
- **La entrada en operación de nuevos proyectos será el catalizador positivo.** ISA podría terminar el año con cerca de 8 proyectos nuevos en operación. Entre los más relevantes estaría el proyecto Minuano en Brasil de transmisión de energía. Este cuenta con cerca de 115 km de líneas y la construcción de una subestación. Adicionalmente, ISA también se vería beneficiada por la operación del proyecto de Ruta del Este.
- **Esperamos una buena dinámica de los sectores en general.** Esto se ve reflejado en nuestras expectativas de un incremento de 11% a/a en el EBITDA y de 36% a/a en la utilidad neta en el último trimestre del año. Los gastos por intereses podrían presionar levemente la utilidad de cierre de año, debido a que durante 2024, la compañía hizo operaciones de deuda relevantes, tanto en Colombia como en Brasil (emisión de bonos). No obstante, esperamos que el múltiplo Deuda Neta/EBITDA se mantenga estable lo que refleja la solidez de ISA.

### Expectativas de resultados financieros - 4T24

(COP Bn)



## GEB

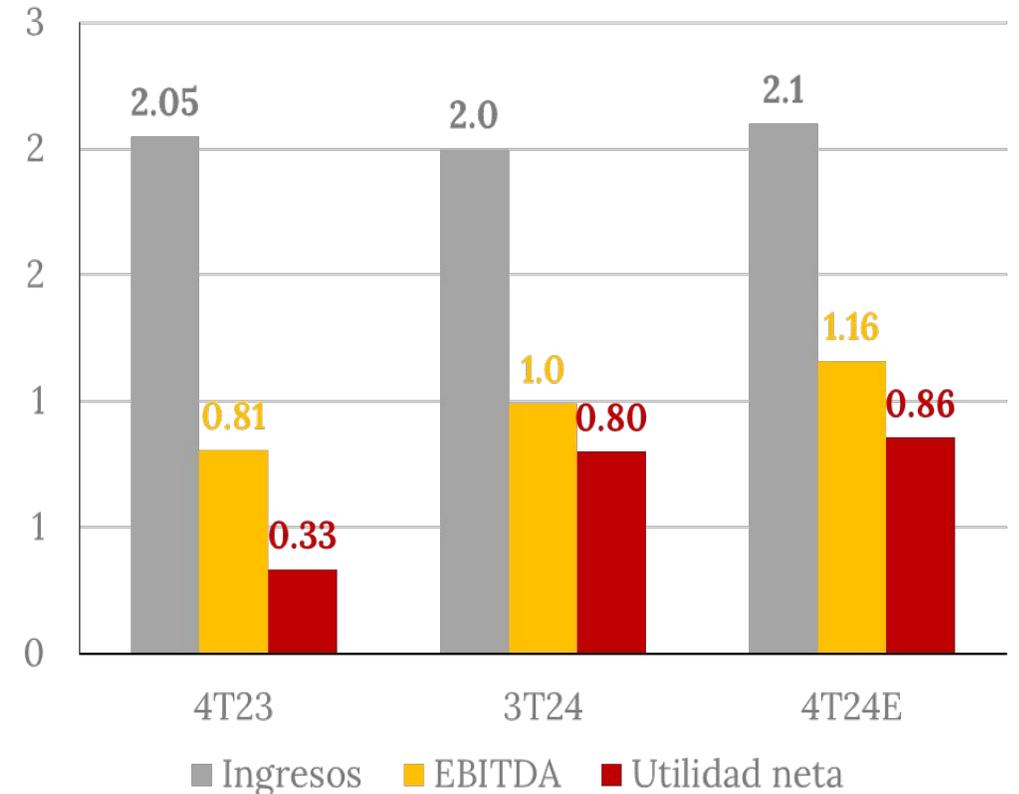


Valor justo: COP\$4,000

- **Esperamos que los resultados de GEB sean positivos en el 4T24**, superando la dinámica observada el año anterior. La compañía se verá afectada positivamente por la coyuntura del segmento de gas y una buena dinámica del segmento de electricidad. Por otro lado, la utilidad neta brillaría en el trimestre debido a que en comparación con el último trimestre de 2023, el Método de Participación debería mostrar un mejor comportamiento puesto que excluiría la coyuntura de Windpeshi.
- **El efecto de la diversificación de GEB sería mejor durante el trimestre.** El cuarto trimestre del año estuvo enmarcado por un comportamiento de mayor fortaleza del dólar. Lo anterior, impactaría de forma positiva la consolidación de las cifras de transmisión de electricidad, las cuales tienen una alta exposición en USD.
- **Esperamos un buen comportamiento de los segmento de distribución y transporte de gas natural.** La mayor necesidad del gas natural para la generación térmica, probablemente tenga un efecto positivo en TGI, lo que se suma con los movimientos de reducción de apalancamiento. Además, esperamos que Cálidda mantenga su buen comportamiento debido al incremento en la tarifa media de distribución y el mayor volumen observado en el trimestre anterior.
- **Finalmente, estaremos atentos a los mensajes acerca de la utilización de los recursos provenientes de Argo.** La compañía deberá definir si los utilizará para incrementar dividendos o para la adquisición de proyectos en el segmento de transmisión.

### Expectativas de resultados financieros - 4T24

(COP Bn)

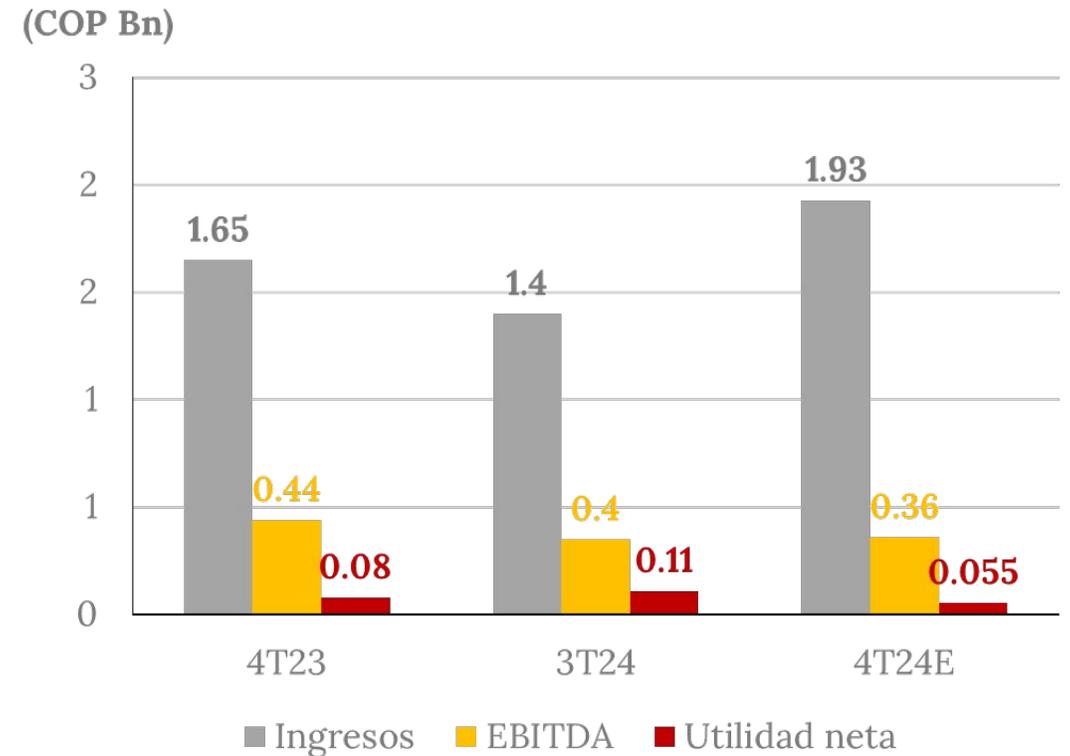


## Celsia

Valor justo: COP\$5,000

- **Anticipamos resultados neutrales en el 4T24**, los ingresos de la compañía subirían anualmente, en cerca de +16%, mientras que, en términos trimestrales el incremento sería cercano al +37%. Los últimos seis meses del año anterior estuvieron enmarcados por la activación del estatuto de desabastecimiento. Los precios en bolsa han mostrado una alta volatilidad, por lo que podría esperarse que parte de este efecto se traslade a los ingresos, sin embargo, esperamos un efecto moderado por la periodicidad de los contratos de Celsia.
- **La persistencia del Fenómeno de El Niño impacta los resultados.** La mayor necesidad de generación térmica tendrá un impacto en los costos de Celsia, siendo un comportamiento similar a lo observado en el trimestre anterior. Por tanto, esperamos una caída de -18% a/a en el EBITDA, pero un incremento trimestral del 4%.
- **Aún estaremos monitoreando los gastos financieros.** Las utilidades podrían seguir siendo afectadas por los gastos financieros, que si bien han mejorado, podrían estancarse debido a la lentitud en la reducción de tasas de interés. Finalmente, el mercado estará atento a los mensajes acerca del programa de recompra de acciones, el cual ha ayudado a inyectar liquidez al activo y permitir una mejor formación de precios.

### Expectativas de resultados financieros - 4T24



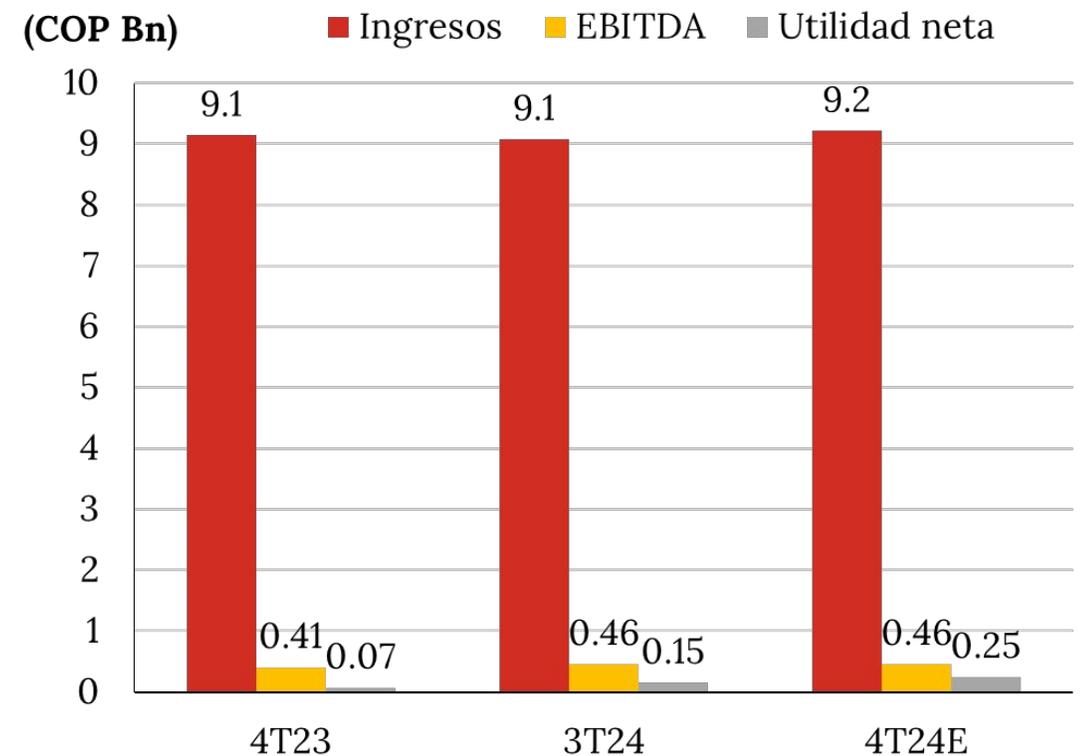
# Sector de comercio



## Terpel ●

- **Estimamos que la empresa muestre resultados positivos en el cuarto trimestre de 2024.** Consideramos que los resultados de la compañía seguirán reflejando la óptima gestión de estrategias comerciales y financieras.
- **Por el lado de los ingresos esperamos que aumenten.** En Colombia, mayores costos de adquisición de gasolina y diésel por incrementos en el Ingreso al Productor (IP) en diciembre podrían reflejarse en los precios finales de la compañía y favorecer los ingresos. Además, el consumo promedio de gasolina corriente, diesel y extra aumentó frente al 3T24 y 4T23. Por su parte, los ingresos pudieron verse beneficiados por decisiones estratégicas como: 1) la alianza con TotalEnergies (Quartz) para la distribución de lubricantes TotalEnergies en 192 estaciones de servicio en Panamá. 2) La adquisición del derecho de usufructo sobre un inmueble de donde opera la estación de servicio “La 41” o “Estación de Servicio Automotriz No.9 Centro” para distribución de combustibles líquidos.
- **Se espera que el EBITDA se mantenga relativamente estable.** A nivel internacional, los precios de la gasolina y el ACPM se mantuvieron relativamente estables. Pero, será relevante evaluar el impacto de la debilidad del peso colombiano dada la exposición de la operación de Terpel en otros países (Colombia: 73%, Panamá: 14%, Perú: 9%, República Dominicana: 2% y Ecuador: 1%).
- **En términos de utilidad neta,** las condiciones macroeconómicas como una menor inflación y la reducción de las tasas de interés en Colombia podría respaldar un menor gasto financiero. Adicionalmente, la transacción con Primax en Ecuador y Perú continuará impactando los resultados, pues está sujeta a la aprobación de las autoridades de competencia de cada país, por lo que se espera que el cierre de la transacción ocurra en 1T25.

### Expectativas de resultados financieros - 4T24



Fuente: Terpel, Proyecciones de Investigaciones Económicas Acciones y Valores

# Sector financiero

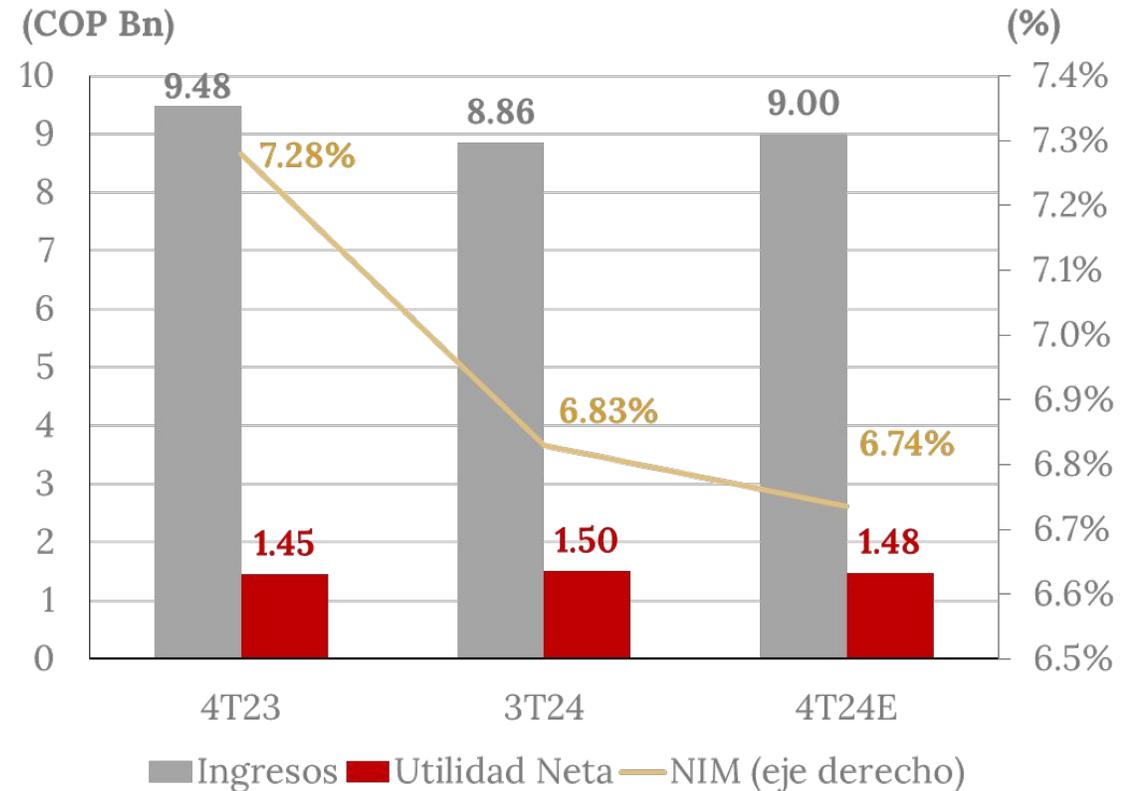


# Bancolombia ●

Valor justo: COP\$46,300

- **Esperamos resultados positivos para Bancolombia en el 4T24.** Aunque la entidad enfrenta morosidad y altos costos de fondeo, el trimestre ayudaría a normalizar esas tendencias. El encarecimiento del crédito y la situación económica han afectado el compromiso de pago de los clientes, pero vemos un punto de inflexión. Además, los recortes en la tasa de interés del Banrep ayudarían a reducir el costo de financiamiento, lo que permitirá mantener una utilidad relativamente estable. Además, la cartera seguiría expandiéndose, en especial en segmentos como comercial.
- **Estimamos un comportamiento mixto en sus ingresos (+1.68% t/t, -5.1% a/a).** A pesar de que la tasas de usura bajó a 26.39%, creemos que un mejor dinamismo de la cartera y de la morosidad jugará un papel importante. En el 3T24, el indicador de calidad de cartera con vencimiento a más de 30 días bajó al 5.06%, mientras que el índice a 90 días fue del 3.44%. Ahora bien, aunque la morosidad en la cartera de consumo y microcrédito podrían seguir cayendo, el reto estará en los sectores comerciales e hipotecarios. A ello se suma la fuerte depreciación trimestral del peso colombiano (+5.88%) que contribuiría a las ganancias.
- **Vemos favorable la tendencia de menores tasas de captación en los depósitos,** así como la reducción de las provisiones de cartera. En el 4T24, el Banrep continuó con su flexibilización monetaria, y ya acumula 375 pbs de recortes en tasas de interés, lo que permitiría a la entidad mitigar las presiones en los costos de fondeo. De hecho, los egresos por intereses podrían registrar una disminución durante ya un año, aunque seguirán siendo elevados debido al plazo de los vencimientos que puedan tener los CDT.

## Expectativas de resultados financieros - 4T24



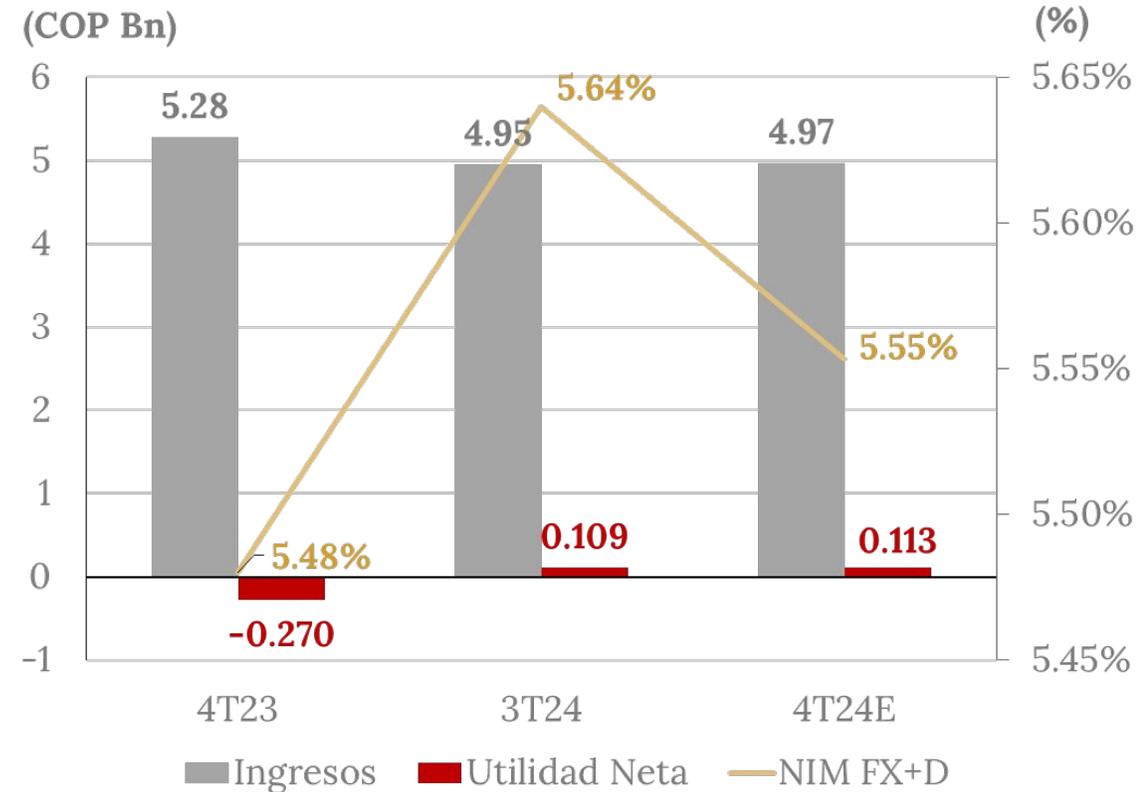
Fuente: Bancolombia, Proyecciones de Investigaciones Económicas Acciones y Valores

# Davivienda ●

Valor justo: COP\$26,100

- **Esperamos que los resultados del 4T24 para Davivienda sean positivos.** Este trimestre, la utilidad seguiría en verde, acumulando dos trimestres seguidos, aunque la dinámica del banco seguirá sujeta a varias presiones.
- **Los ingresos no variarían en gran medida t/t.** La caída de las tasas de colocación atenuarían la corrección de la cartera morosa y el efecto de la depreciación de la moneda colombiana en las ganancias de la cartera denominada en dólares durante el trimestre. Esta dinámica hace parte de un ciclo financiero como el actual y se alinea a sus pares.
- **Las utilidades aumentarían,** apoyadas por un menores egresos financieros y el control de los gastos operacionales y de provisiones, como se ha visto en los últimos trimestres. Debido a la flexibilización de la política monetaria del Banrep, las tasas de los CDT siguieron bajando y eso aliviaría los costos de fondeo. Cabe recordar que la entidad alcanzó a acumular un año de pérdidas hasta el 2T24. Las menores presiones en gastos se verán complementadas con una mejor dinámica de colocación de crédito en algunos rubros y un mejor comportamiento de la cartera morosa, que indirectamente impactaría en los ingresos. Las menores tasas de interés, la corrección de la inflación y mayor crecimiento económico le seguiría permitiendo al banco ver un menor deterioro de sus ingresos por morosidad, aunque el reto estará en los segmentos comerciales y de vivienda.
- **Esperamos mejores resultados de Davivienda durante 2025;** sin embargo, una pausa en el ciclo de flexibilización monetaria por parte del Banrep podría desacelerar la mejora de los resultados del banco, aunque creemos que será un proceso gradual. A monitorear, consideramos la integración con Scotiabank, que le dará mayor participación de mercado a la entidad en Colombia, pero también Centroamérica.

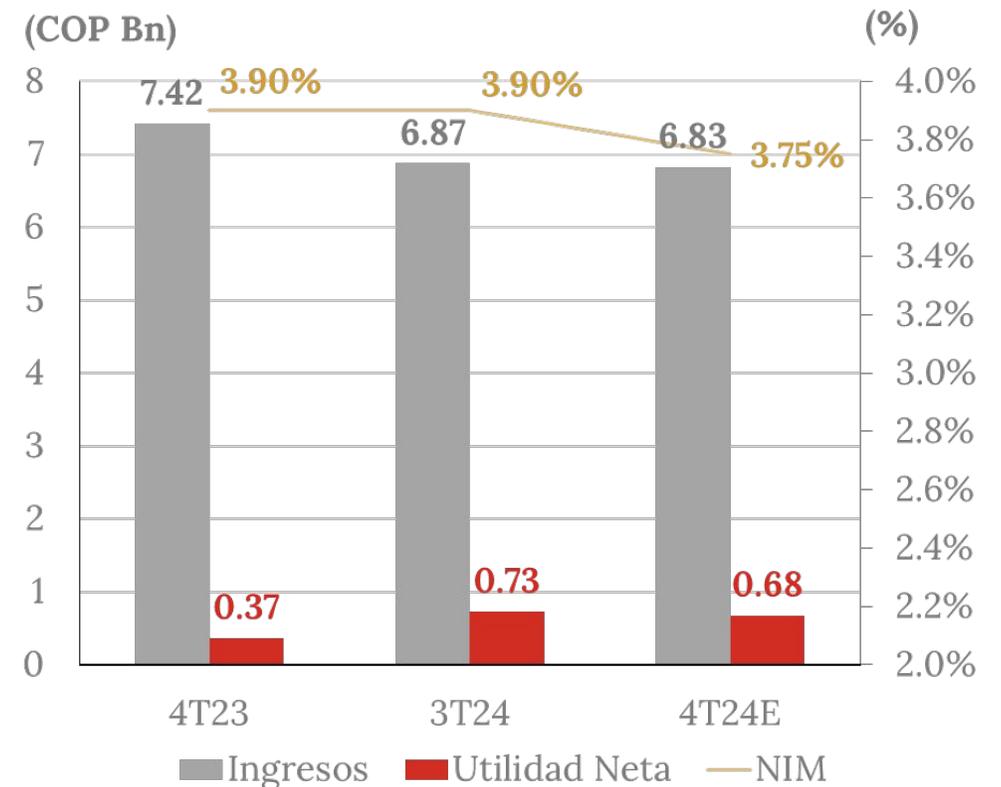
## Expectativas de resultados financieros - 4T24



## Grupo Aval ●

- **Esperamos que los resultados del 4T24 para Grupo Aval sean neutrales.** El conglomerado financiero experimentará presiones mixtas en sus ingresos. La caída en la tasa de usura, que afectaría el NIM, podría verse atenuada por un mayor dinamismo de la cartera y las mejoras en la morosidad, en especial en el segmento del consumo. Mientras tanto, la depreciación de la moneda podría tener efectos en algunos segmentos de la cartera.
- **De lado de los gastos por intereses, estos se seguirán moderando,** pues gracias a la flexibilización de la política monetaria del Banrep las tasas de captación han caído. De hecho, en el 3T24, el costo promedio de los fondos se redujo de 8.2% al 7.9%. En suma con el comportamiento de los ingresos, la utilidad se mantendría relativamente estable, aunque esperamos que caiga frente al trimestre anterior.
- **Nos parece importante seguir monitoreando el comportamiento de la calidad de la cartera,** en especial en los segmentos comerciales y de microcrédito. Para este último, en el 3T24, la morosidad alcanzó el 80%. Los altos costos de financiamiento continuarán limitando el desempeño del conglomerado; sin embargo, mientras el Banrep continúe con la reducción de tasas las ganancias se verán favorecidas por ese concepto. Aunque los resultados de Banco de Bogotá pueden sumarle ganancias al conglomerado, el dinamismo de Porvenir y otros bancos las limitaría.

### Expectativas de resultados financieros - 4T24



# Sector holdings

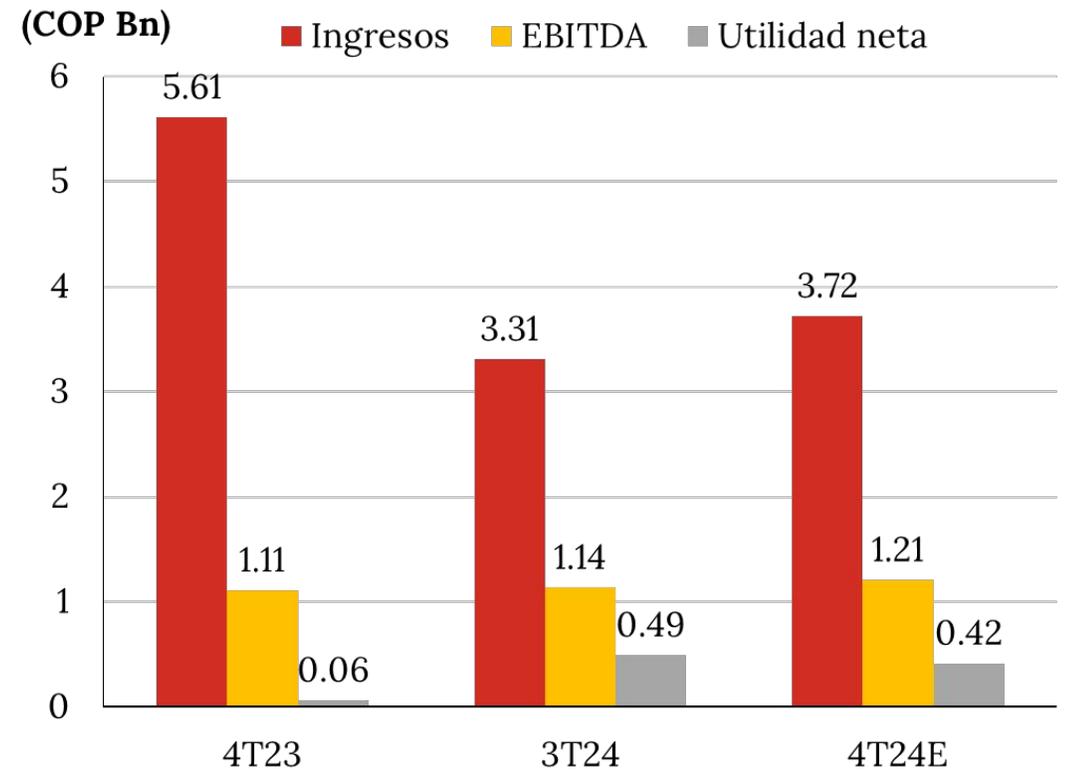


## Grupo Argos ●

Valor justo: COP\$21,000

- **Esperamos resultados neutrales para el 4T24** que reflejarán una dinámica marcada por las dificultades en la industria de cemento. Sin embargo, se espera que Celsia tenga la mayor contribución en términos de ingresos, gracias al crecimiento en la comercialización de energía en bolsa. Además, el desempeño positivo del sector sector aéreo y turístico en Colombia también podría jugar un papel relevante.
- **El sector constructor** en Colombia continúa presentando desafíos ante la caída en las ventas, la disminución de subsidios y la ausencia de un plan de reactivación que podría pesar sobre los resultados de Cemargos. En particular, el comportamiento de la producción y despachos de cemento en el país presentaron una caída significativa en octubre que podría no ser mitigada por el desempeño de noviembre y diciembre. Esta dinámica local podría ser compensada por el incremento en el volumen de cemento y concreto en la región de Centroamérica y Caribe (CCA).
- **En el sector energético**, el aumento en los ingresos de Celsia, impulsado por la volatilidad en los precios de bolsa, se ve contrarrestado por el impacto del Fenómeno de El Niño en los costos. Además, los gastos financieros siguen siendo un factor clave, con un posible estancamiento debido a la lenta reducción de tasas de interés. Estos resultados podrían contribuir positivamente al desempeño de Grupo Argos.
- Por su parte, los resultados de **Odinsa** podrían verse beneficiados por la dinámica del tráfico aéreo en Colombia que ha experimentando un crecimiento histórico durante todo el 2024. Por lo tanto, el dinamismo del sector podría impactar positivamente los resultados de Grupo Argos.

### Expectativas de resultados financieros - 4T24



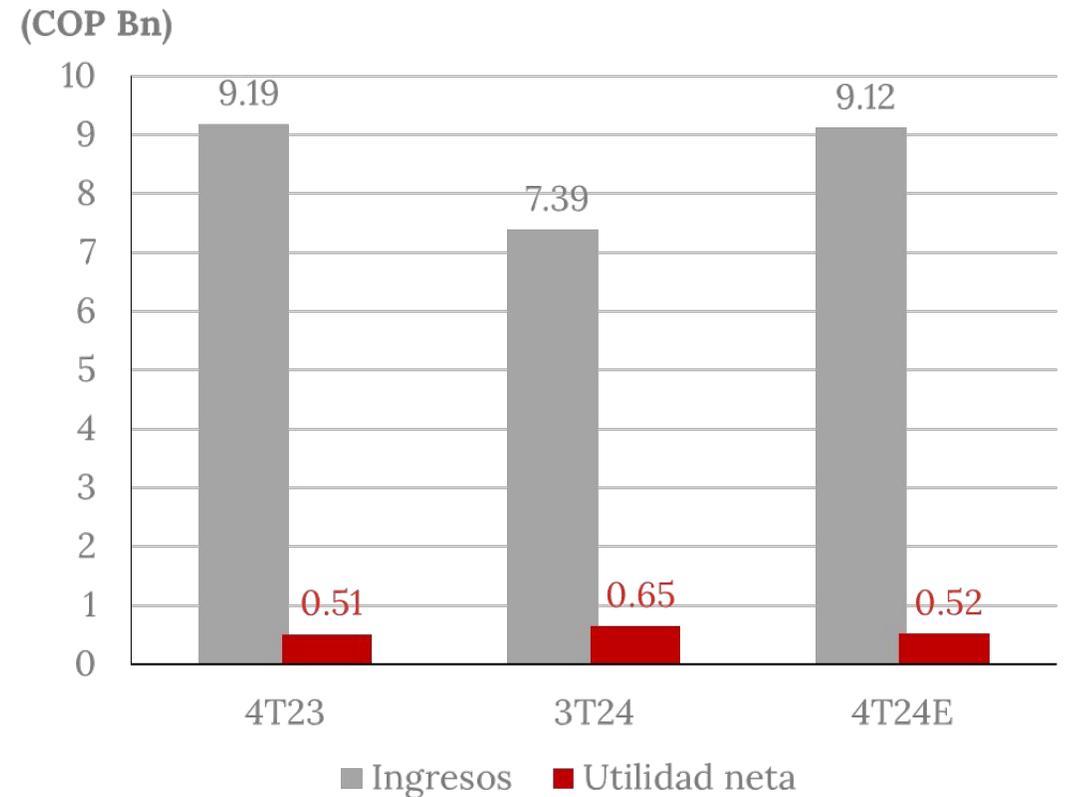
Fuente: Grupo Argos, Proyecciones de Investigaciones Económicas Acciones y Valores

## Grupo Sura ●

Valor justo: COP\$44,000

- **Anticipamos que los resultados de Grupo Sura para el 4T24 sean neutrales.** La dinámica se daría en un contexto de un nivel de inflación ligeramente menor, unos CDS más altos en Latinoamérica y una expectativa positiva, pero moderada, en el sector de seguros.
- **Esperamos una caída del -1% a/a en los ingresos, impactadas por el sector de inversión.** Lo anterior debido al deterioro del desempeño en el mercado de renta fija durante el trimestre, lo que introduce un factor de riesgo en la composición del portafolio. Asimismo, nos preocupa la reducción del IPC que podría generar un impacto adverso en los segmentos de la cartera vinculados a instrumentos indexados. No obstante, mantenemos una postura optimista en la solidez y consistencia de las estrategias implementadas en activos alternativos, las cuales han demostrado una gestión eficiente en los últimos trimestres.
- **Vemos una mejora en la filial de Suramericana,** impulsada por un buen desarrollo en la expansión de primas en los sectores hipotecarios y automotriz. Por otro lado, creemos que la siniestralidad seguirá siendo un factor relevante, pues en diciembre la Superintendencia Nacional de Salud rechazó el retiro progresivo del Sistema de Seguridad Social en Salud de EPS Sura, situación a la que estaremos atentos.
- **Respecto al Método de Participación,** esperamos que el desempeño de Bancolombia apoye los resultados de la compañía. No obstante, seguimos monitoreando el desarrollo de los eventos corporativos, pues, Fitch Ratings puso en observación las calificaciones de Grupo Sura debido a la reestructuración accionaria y los retos de liquidez ante vencimientos de deuda en 2026.

### Expectativas de resultados financieros - 4T24



Fuente: Grupo Sura, Proyecciones de Investigaciones Económicas Acciones y Valores

**| Global Disclaimer**

Estamos convencidos que todo inversionista debe diversificar sus inversiones en una variedad de clases de activos, en cualquier entorno o tendencia de mercado, así como colaborar permanente y estrechamente con su asesor financiero, para asegurar que su cartera esté adecuadamente estructurada y que su plan financiero respalde sus objetivos a largo plazo, su horizonte temporal y tolerancia al riesgo, aunque, la diversificación no garantiza ganancias ni protege contra las pérdidas. La información que precede, así como las empresas y/o valores individuales mencionados, no constituyen una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, ni una indicación de la intención de comercializar en nombre de Acciones & Valores S.A. cualquiera de los productos que gestiona de cualquier forma. Los pronósticos compartidos fueron construidos a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de modo que las conclusiones expuestas, así como los análisis que las acompañan no son definitivas. Este documento es de carácter informativo, por lo que no debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa de la sociedad. Acciones & Valores S.A., no se hace responsable de la interpretación de dicha información, dado que la misma no comprende la totalidad de aspectos que un inversionista pudiera considerar necesaria o deseable para analizar su decisión de participar en alguna transacción, dado que se presenta de manera abreviada. Es necesario que los inversionistas, para efectos de contar con la total y absoluta precisión, además de considerar su perfil de riesgo, consulten todos los documentos suministrados a través de la página web, así como por las entidades pertinentes. Igualmente, los inversionistas deberán adelantar, por su cuenta, el análisis financiero y legal para efectos de tomar cualquier decisión de inversión. Los valores y números aquí consignados son obtenidos de fuentes de mercado que se presumen confiables tales como Bloomberg, Reuters y los Emisores. Las calificaciones hechas en el informe no deben considerarse como recomendaciones de inversión ni tampoco como sustitutos a las calificaciones dadas por agencias de crédito certificadas tales como Moody's, Fitch o Standard & Poor's; estas calificaciones son únicamente cuantitativas, no incluyen factores cualitativos y dependen de la información financiera disponible en el mercado en el momento de ser preparadas. Las opiniones, estimaciones y proyecciones en este reporte reflejan el juicio actual del autor a la fecha del reporte, y se aclara que el contenido de la información aquí contenida puede ser objeto de cambios sin previo aviso. La remuneración de los autores no está asociada a los resultados del reporte ni a las recomendaciones realizadas. La presentación y cualquier documento preliminar sobre los productos aquí mencionados no constituyen una oferta pública vinculante, por lo cual, tanto la presentación como cualquier otro documento pueden ser complementados o corregidos. © 2025 Acciones & Valores S.A.

**| Héctor Wilson Tovar García**

Gerente de Investigaciones Económicas  
wtovar@accivalores.com  
(601) 7430167 ext 1107

**| María Alejandra Martínez Botero**

Directora de Investigaciones Económicas  
maria.martinez@accivalores.com  
(601) 7430167 ext 1566

**| Diana Valentina Gonzalez**

Analista Renta Fija  
diana.gonzalezs@accivalores.com

**| Jahnisi Arley Cáceres Gómez**

Analista Renta Variable  
jahnisi.caceres@accivalores.com

**| Laura Sophia Fajardo Rojas**

Analista Divisas  
laura.fajardo@accivalores.com

**| María Lorena Moreno**

Practicante  
maria.moreno@accivalores.com