

ESTRUCTURA DE CAPITAL

¿Cuál debe ser la estructura de capital en un mercado en recuperación?

- Entre el 2019 y 2020 una muestra de 42 empresas del sector real en Colombia en promedio aumentó su apalancamiento para mejorar su perfil de liquidez y hacer frente a la crisis generada por el COVID-19
- Hoy en el 2021, las mismas empresas mantienen sus indicadores favorables de liquidez en un año marcado por la recuperación
- Sin embargo, todavía existen riesgos inherentes en el mercado. Por esta razón, mantener la liquidez por medio del reperfilamiento de la deuda puede ser el camino a seguir para las empresas en el 2022

En nuestro anterior informe de estructura del capital "[2 estrategias para reducir riesgos financieros y hacer frente al 2021](#)" afirmamos que para enfrentar la crisis generada por el COVID-19, las empresas debían mejorar su perfil de liquidez para así disminuir el riesgo de incumplir con sus obligaciones crediticias. Asimismo, recomendamos que las compañías debían enfocarse en optimizar su estructura de capital para minimizar sus costos financieros. A un año del informe, una muestra de 42 empresas del sector real colombiano que participan en el mercado público de valores parece haber hecho exactamente eso.

Ahora, en lo que va del 2021, estas mismas empresas siguen mostrando buenos indicadores de solvencia y liquidez. Aunque su apalancamiento aumentó levemente con respecto al 2020, posiblemente el costo promedio ponderado del capital de estas compañías es menor comparado con un escenario en el que no contaban con excedentes de liquidez aún con un nivel de deuda más bajo.

Sin embargo, aunque el mercado muestra buenas señales de recuperación, no es posible descartar la materialización de algunos riesgos relacionados con la recuperación económica y la incertidumbre electoral de cara al 2022. Por esta razón, es prudente que las empresas mantengan su perfil de liquidez actuales sin sobre apalancarse, por medio del reperfilamiento de su deuda. De esta manera, podrán estar mejor preparadas para mitigar el riesgo de eventos inesperados.

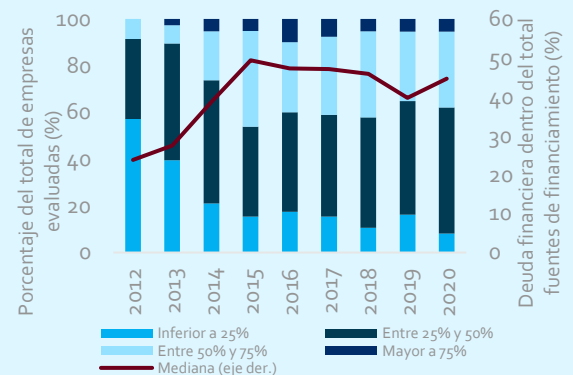
Es posible mejorar el perfil de liquidez y optimizar la estructura de capital de su negocio con soluciones financieras diseñadas de acuerdo con las características de cada compañía y si no está seguro de cómo hacerlo, contacte una [Banca de Inversión](#) que pueda guiarlo en el proceso.

El (los) analista(s) certifica(n) que ninguna parte de su compensación es, ha sido o será directa o indirectamente relacionada con una recomendación, Por favor revise la Certificación del Analista y otras advertencias importantes que se encuentran en la última página del presente informe.

220 puntos básicos

aumentó la distribución de la deuda como porcentaje de las fuentes de financiación de las empresas del sector real que fueron evaluadas entre el 2019 y 2020

Distribución de la deuda como porcentaje de las fuentes de financiación (2012-2020) de las empresas que fueron evaluadas



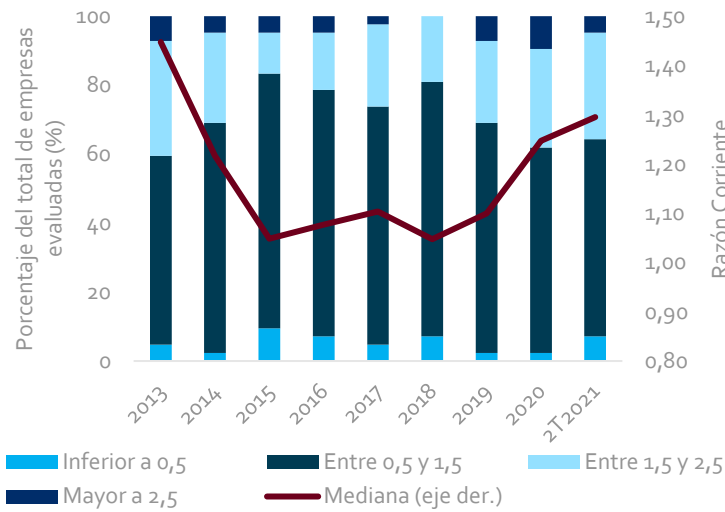
Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 42 empresas del sector real que han emitido o han cotizado en la BVC.

Investigaciones Económicas Corficolombiana
investigaciones.corficolombiana.com

Sergio Consuegra
 Analista de Inteligencia Empresarial
 (+57-1) 3538787 Ext. 6197
sergio.consuegra@corficolombiana.com

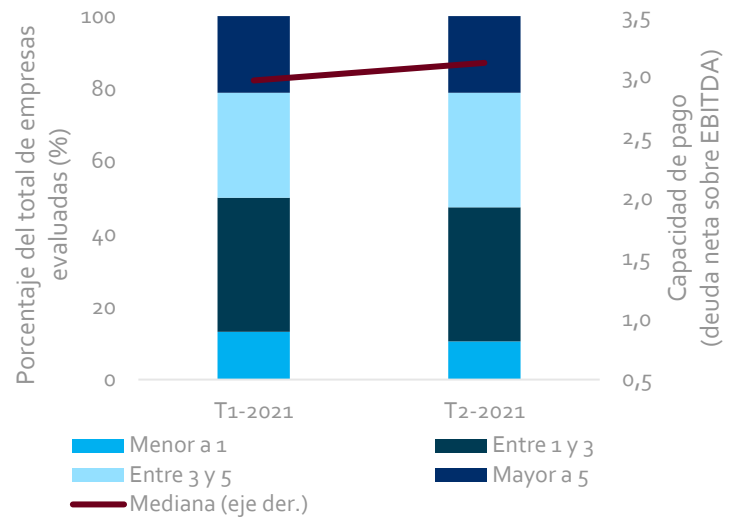
Rafael España Amador
 Director de Finanzas Corporativas
 (+57-1) 3538787 Ext. 6195
rafael.espana@corficolombiana.com

Gráfico 1: Razón corriente de las compañías evaluadas entre el 2013 y el 2T de 2021



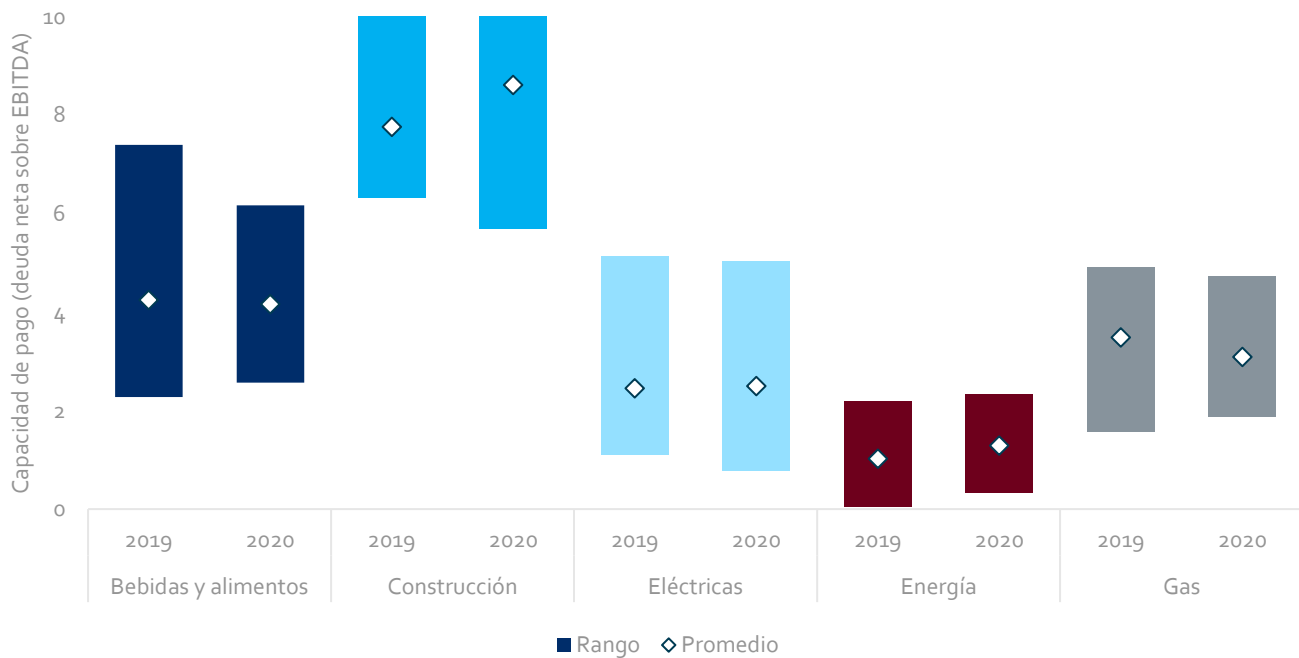
Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 42 empresas del sector real que emiten bonos o cotizan en la BVC.

Gráfico 2: Distribución de la capacidad de pago (deuda neta sobre ebitda) entre el primer y segundo trimestre de 2021



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 42 empresas del sector real que emiten bonos o cotizan en la BVC.

Gráfico 3: La capacidad de pago es particular a cada empresa: existen diferencias persistentes incluso entre empresas del mismo sector



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 42 empresas del sector real que emiten bonos o cotizan en la BVC.

¿Cuál debe ser la estructura de capital de una empresa en un mercado en recuperación?

Al tomar una muestra de 42 empresas del sector real que participan en el mercado público de valores, encontramos que, entre 2019 y 2020, estas en promedio aumentaron su apalancamiento para mejorar su perfil de liquidez y hacer frente a la crisis generada por el COVID-19. Hoy, en el 2021, las mismas empresas mantienen sus indicadores favorables de liquidez en un año marcado por la recuperación. Sin embargo, todavía existen riesgos relacionados con la recuperación económica y la incertidumbre electoral de cara al 2022. Por esta razón, mantener la liquidez por medio del reperfilamiento de la deuda puede ser el camino a seguir para las compañías en el 2022.

En el 2020

las empresas mejoraron su perfil de liquidez a través de un mayor apalancamiento para así hacerle frente a la crisis generada por el COVID-19

En nuestro [anterior informe sobre estructura del capital](#) afirmamos que para hacer frente a la crisis generada por el COVID-19, las empresas debían mejorar su perfil de liquidez para así disminuir el riesgo de incumplimiento de sus obligaciones crediticias. De igual manera, recomendamos que las compañías debían enfocarse en optimizar su estructura de capital para minimizar sus riesgos o costos financieros. A un año de este informe, una muestra de 42 empresas del sector real colombiano que participan en el mercado público de valores parece haber hecho exactamente eso.

En el 2021

las empresas evaluadas siguen mostrando buenos indicadores de solvencia y liquidez, pero no deben confiarse

Entre el 2019 y el 2020, las empresas evaluadas aumentaron su apalancamiento con el fin de optimizar su perfil de liquidez y de esta forma cubrir sus obligaciones de corto plazo en la peor recesión de la historia moderna del país. De igual manera, lograron mejorar su capacidad de pago al disminuir su deuda neta sobre EBITDA. Todo esto en un año en el que el COVID-19 y sus consecuencias, pusieron en aprieto la caja de las empresas y aumentaron la incertidumbre sobre su sostenibilidad.

Ahora, en lo que va del 2021, estas mismas empresas siguen mostrando buenos indicadores de solvencia y liquidez, aunque continuaron endeudándose levemente con respecto al 2020. Posiblemente, el costo promedio ponderado del capital de estas compañías es menor comparado con un escenario en el que no contaban con excedentes de liquidez aún con un nivel de deuda más bajo.

Con expectativas de recuperación económica en lo que resta del año, surge un gran dilema para las directivas de las compañías en Colombia. Una opción que pueden llegar a considerar es usar el efectivo en mano para disminuir el porcentaje de su deuda financiera. Sin embargo, esto reduciría su liquidez, y dado el nivel de tasas de interés, el ahorro en gasto financiero puede no ser significativo.

En el 2022

mantener los actuales niveles de liquidez evitando sobre apalancarse es prudente para afrontar la materialización de posibles riesgos

A pesar de que la peor crisis en los últimos años parece haber quedado atrás, el mercado no está libre de riesgos que pueden llegar a materializarse en lo que resta del año y en el 2022. Aún no hay un consenso claro sobre la duración de la pandemia y el surgimiento de nuevas variantes del COVID-19. Asimismo, hay posibilidades de un incremento en la inflación importante y posibles virajes en la política monetaria de los países desarrollados. Eso, sumado a una alta incertidumbre por las elecciones presidenciales del 2022, **debería ser un llamado de atención para que las empresas tengan un manejo prudencial de su liquidez.**

Aumentar los plazos

de la deuda de corto plazo es una solución para mantener la liquidez sin modificar la estructura de capital

Recordemos que afrontar periodos de estrés e incertidumbre con baja liquidez aumenta el riesgo de que su empresa incumpla con sus obligaciones crediticias, y esto puede obligarla a reorganizarse o liquidarse.

Por esta razón, **consideramos prudente para las empresas en Colombia mantener sus indicadores favorables de liquidez y sus niveles actuales de apalancamiento por medio del reperfilamiento de su deuda**, ya sea con nuevas emisiones de deuda corporativa de mayor plazo con el fin de reducir la deuda de corto plazo, a través de operaciones de sustitución de pasivos con entidades financieras o por medio de canjes de deuda.

La estructura de capital durante la peor crisis en la historia moderna

45%

fue la mediana del uso de la deuda como fuente de financiación de las empresas evaluadas en el 2020

El COVID-19 sacó a relucir la robustez del mercado financiero colombiano

Como muestra el gráfico 4, la mediana de la deuda financiera dentro del total de las fuentes de financiación para las 42 empresas evaluadas mostró un descenso leve desde su punto más alto en el 2015 cuando se materializaron los efectos económicos de la caída de los precios del petróleo. Así, a finales del 2019, estas empresas se encontraban en una buena posición financiera ya que podían endeudarse más y tenían buena capacidad para pagar sus deudas, como bien muestra el gráfico 5.

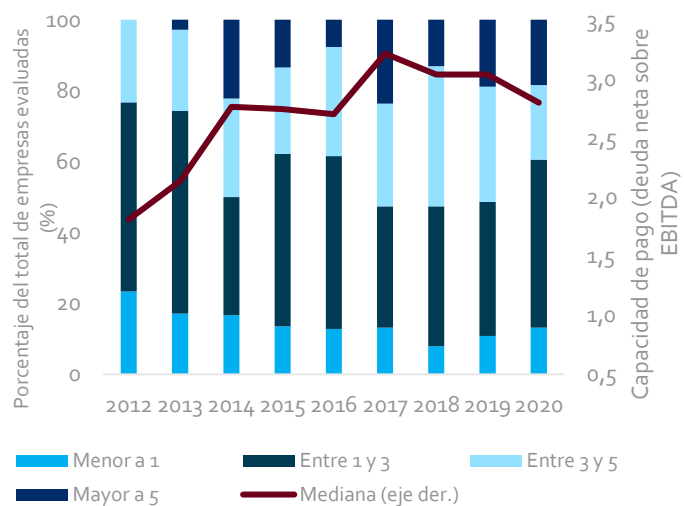
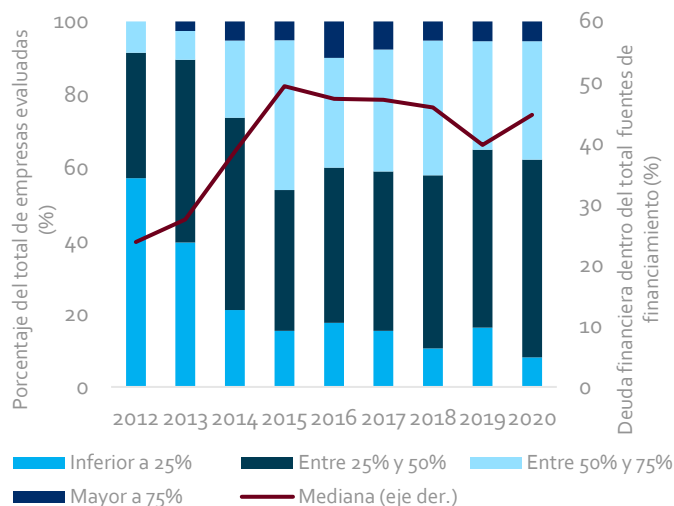
2,8x

fue la razón Deuda Neta/EBITDA de algunas de las empresas evaluadas en el 2020. Una reducción de -0,2 con respecto a 2019

De esta forma, en el 2020 el promedio de las empresas analizadas logró aumentar su apalancamiento sin sobresaltos mayores para asegurar su supervivencia, evidenciándose en un año récord en volúmenes de emisiones de deuda corporativa en los últimos 5 años a pesar de la coyuntura.

Gráfico 4: Distribución de la deuda como porcentaje de las fuentes de financiación (2012-2020) de las empresas que fueron evaluadas

Gráfico 5: Distribución histórica de la capacidad de pago (deuda neta sobre ebitda) de las empresas que fueron evaluadas

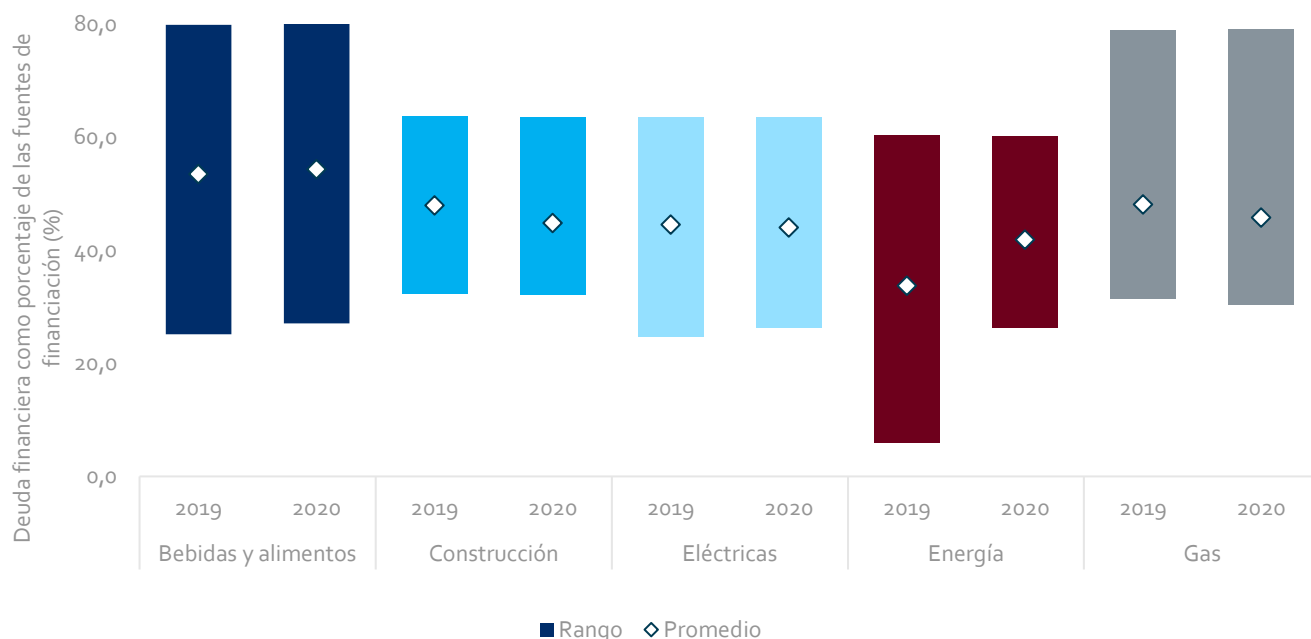


Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana.

Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana.

Este perfil de deuda no es generalizable pues **no todas las empresas se encontraban en la misma situación**. Mientras más de la mitad de las compañías de la muestra tuvieron un apalancamiento financiero en 2020 entre el 25% y el 50%, el 5% de las compañías evaluadas mostraron un apalancamiento financiero superior al 75%. Por su parte, el 18% necesitaría más de 5 años de EBITDA para pagar su deuda neta y solo el 13% necesitaría menos de un año. De igual manera, como es posible ver en el gráfico 6, la estructura de capital varía dependiendo del sector evaluado.

Gráfico 6: La estructura de capital es particular a cada empresa: existen diferencias persistentes incluso entre empresas del mismo sector



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 42 empresas del sector real que emiten bonos o cotizan en la BVC.

La estructura de capital aumentó levemente en el año de la recuperación

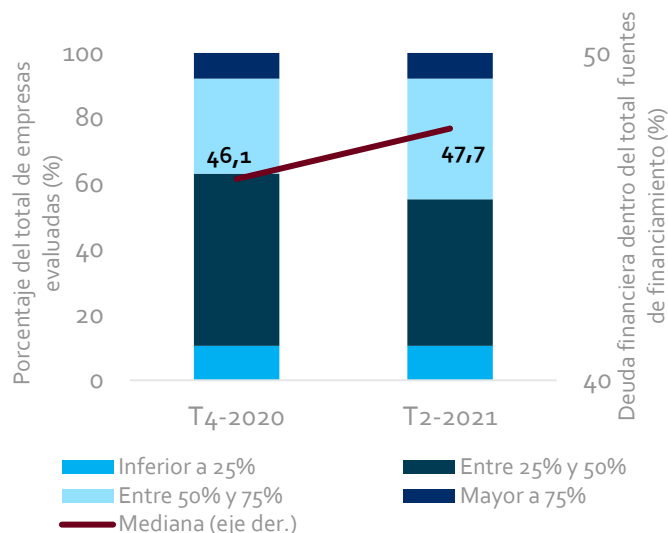
48%

fue la mediana del uso de la deuda como fuente de financiación de las empresas evaluadas en el 2do trimestre del 2021, un aumento leve frente al 2020

Si bien el primer semestre de 2021 tuvo una disminución en las emisiones de deuda corporativa con respecto al mismo periodo del 2020, lo cierto es que las dinámicas de endeudamiento de las empresas a lo largo del año de la recuperación han sido complejas.

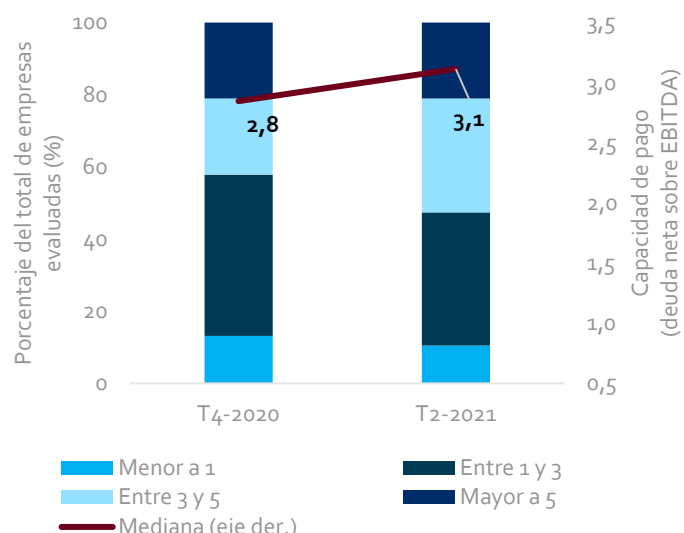
Por un lado, y como se ve en el gráfico 7, el apalancamiento financiero se incrementó en promedio entre el cuarto y el segundo trimestre de 2020, mientras que la capacidad de pago de las empresas –medida como Deuda/EBITDA– no mejoró al incrementar levemente de 2,8x a 3,1x en el mismo periodo (ver gráfico 8). **Esto implica que, si bien las empresas aumentaron su apalancamiento, es posible que las protestas sociales que se vieron en el segundo trimestre del presente año, y que frenaron de cierta manera el consumo y la recuperación, hayan impactado la capacidad de pago de las empresas evaluadas.** Sin embargo, queremos enfatizar que es necesario mirar con cautela estos datos y analizar cada caso, cada compañía, por separado.

Gráfico 7: Distribución de la deuda financiera como porcentaje de las fuentes de financiación entre el 4T del 2020 y el 2T de 2021



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 42 empresas del sector real que emiten bonos o cotizan en la BVC.

Gráfico 8: Distribución de la capacidad de pago (deuda neta sobre ebitda) entre el 4T del 2020 y el 2T de 2021



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 42 empresas del sector real que emiten bonos o cotizan en la BVC.

Al analizar la estructura de capital de las empresas evaluadas, es necesario determinar si este aumento en el apalancamiento se tradujo en un mejor perfil de liquidez para las empresas.

Durante la pandemia los indicadores de liquidez estuvieron acorde con el incremento en el endeudamiento

Entre el 2019 y el 2020

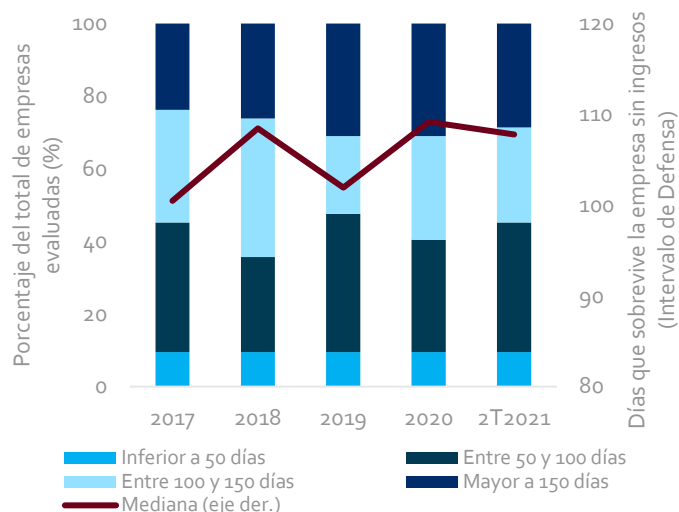
las empresas evaluadas mejoraron sus perfiles de liquidez, al tomar como referencia los índices de Prueba Ácida e Intervalo de Defensa

Aunque generalmente la liquidez de una empresa se ve reflejada en indicadores financieros como la Razón Corriente, el Ciclo de Conversión de Efectivo o la Razón de Efectivo, usar un indicador u otro puede dar respuestas distintas sobre la capacidad que tienen las empresas para salir adelante en medio de un escenario de estrés y honrar sus compromisos adquiridos.

En el presente informe usamos el Intervalo de Defensa y la Prueba Ácida, para medir los días en los que sobreviviría una empresa sin ingresos y su fortaleza de activos líquidos en momentos de estrés (gráficos 5 y 6). Ambas medidas buscan entender si con los activos más líquidos una empresa está en capacidad de pagar sus obligaciones, pero ambos indicadores definen las obligaciones de forma diferente. Mientras que la Prueba Ácida se enfoca en pasivos corrientes (como cuentas por pagar), el Intervalo de Defensa entiende las obligaciones como las salidas de efectivo causadas por la operación normal de la compañía (como costos, o pago de deudas).

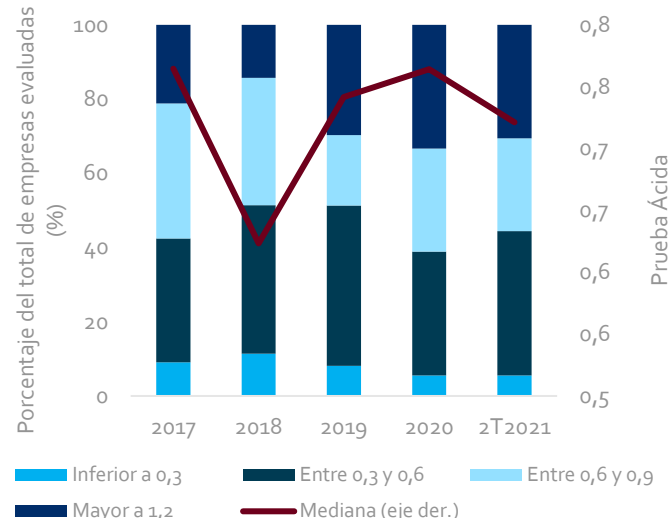
Entre el 2019 y el 2020, las empresas evaluadas en promedio lograron aumentar la cantidad de días que pueden sobrevivir las compañías por medio de sus activos líquidos, al igual que pudieron aumentar la capacidad de cubrir sus pasivos de corto plazo con estos activos. En otras palabras, las empresas analizadas se encuentran en una buena posición de liquidez en el presente año. Y aunque entre el 2020 y lo que va del 2021 el perfil de liquidez de las empresas cayó levemente, este sigue mostrando solidez.

Gráfico 9: Días que sobreviven las empresas sin ingresos (intervalo de defensa) entre el 2017 y el 2T de 2021



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 42 empresas del sector real que emiten bonos o cotizan en la BVC.

Gráfico 10: Prueba ácida de las compañías evaluadas entre el 2017 y el 2T de 2021



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 42 empresas del sector real que emiten bonos o cotizan en la BVC.

Existen riesgos

que pueden llegar a materializarse en lo que resta del presente año y en el 2022, a pesar de los buenos pronósticos de crecimiento económico

Sin embargo, es importante volver a recordar que esta realidad no es generalizable para todas las compañías. Mientras el 30% de las compañías de la muestra sobrevivirían más de 150 días sin ingresos, el 10% sobreviviría menos de 150 días. De la misma forma, el 30% presenta una prueba ácida mayor a 1,2 y solo el 5% exhibe una prueba ácida menor a 0,3.

La buena posición de liquidez no es motivo para que las empresas colombianas bajen la guardia. De acuerdo con la calificadora S&P¹, pese a la expectativa de recuperación, persisten los riesgos a la baja para los bancos colombianos derivados de la aún alta incertidumbre sobre la pandemia. Esto podría hacer más lenta la recuperación de la demanda, sin contar la posibilidad de nuevas olas de protestas sociales como las que se presentaron en el segundo trimestre del presente año. Los riesgos, dice la calificadora, podrían nublar las perspectivas de recuperación económica de Colombia porque tienen el potencial de afectar la inversión y **crear un panorama político desafiante e impredecible antes de las elecciones presidenciales de 2022.**

Las elecciones presidenciales

del 2022 presentan un riesgo para las empresas colombianas. Las compañías deben estar preparadas para cualquier escenario

Así, dada la posibilidad que cualquiera de estos riesgos se materialice en lo que resta del año y en el 2022, **creemos que es prudente para las empresas colombianas mantener sus niveles actuales de liquidez (o incrementarlos si sigue siendo un punto débil) y evitar sobre apalancarse para así disminuir el riesgo de entrar en un proceso de insolvencia.** En la siguiente sección le explicaremos las alternativas para mantener la liquidez.

¹ 2021. Consultado en Portafolio en <https://www.portafolio.co/negocios/empresas/pese-a-la-recuperacion-s-p-ve-riesgos-para-banca-colombiana-555970> Fecha de consulta: septiembre 7 de 2021

El reperfilamiento de la deuda: la clave para mantener la liquidez en el tiempo y optimizar la estructura de capital

Las empresas que no participan en el mercado público de valores pueden aumentar los plazos de su deuda por medio de un proceso llamado **sustitución de pasivos**. Este consiste en unificar las obligaciones que tiene una compañía con entidades financieras y ampliar ese plazo de financiación para mejorar el flujo de caja de la empresa.

La sustitución de pasivos

consiste en unificar las obligaciones que tiene una compañía con entidades financieras y ampliar ese plazo de financiación para mejorar el flujo de caja de la empresa

Por otro lado, las empresas que sí participan en el mercado público de valores, además de tener la herramienta de sustitución de pasivos a su disposición, de igual forma **tienen la capacidad de aumentar el vencimiento de su deuda emitiendo bonos corporativos de largo plazo cuyos fondos pueden ser utilizados para pagar la deuda de corto plazo**. Por ejemplo, en los medios de comunicación inmediatamente antes de la pandemia se han anunciado varios de estos movimientos para empresas del sector real (como la cementera Ultracem² o la inmobiliaria Inverfam³, que recientemente emitieron bonos ordinarios con plazos mayores a tres años respaldados por el Fondo Nacional de Garantías con el fin de atender las necesidades de financiación en el mediano y largo plazo de compañías con ingresos afectados por la pandemia). Asimismo, las compañías también pueden realizar operaciones de intercambio de deuda corporativa, llamadas **canjes de deuda, en el que sustituyen sus pasivos financieros de corto plazo por pasivos de largo plazo para así mejorar su perfil de deuda**.

Los canjes de deuda

corporativa les permiten a las empresas del sector real sustituir sus pasivos financieros de corto plazo por pasivos de largo plazo para así mejorar su perfil de deuda

De tal manera que en los procesos de sustitución de pasivos, emisión de deuda corporativa de largo plazo para comprar la deuda de corto plazo y en los canjes de deuda, la empresa no modifica su estructura de capital, el valor de los pasivos sigue siendo iguales, y así puede mantener e incluso mejorar su perfil de liquidez en el tiempo. Esto con el fin de reducir el riesgo de entrar en un proceso de reorganización o liquidación de cara a la incertidumbre persistente en Colombia y en el mundo en el 2022. Así, es importante que se tomen medidas de gestión de riesgo, empezando por las políticas de liquidez y la optimización de estructura de capital y de plazos de deuda para evitar llegar a esas instancias.

No dude en asesorarse con expertos, como los que encuentra en Corficolombiana, para que pueda encontrar soluciones financieras hechas a la medida de su empresa. Estas soluciones, son una de las principales medidas que debe tomar una empresa para ser protagonista en los meses por venir de recuperación económica, pero con incertidumbre persistente.

² 2021. Consultado en Ultracem en <https://www.ultracem.co/primer-lote-de-emision-de-bonos-ordinarios-de-ultracem-y-anuncio-del-segundo-de-ellos/> Fecha de consulta: septiembre 7 de 2021

³ 2021. Consultado en Valora Analitik en <https://www.valoraanalitik.com/2021/05/24/inverfam-primer-emisor-en-bolsa-de-colombia-con-garantia-del-fng/> Fecha de consulta: septiembre 7 de 2021

Nota Metodológica

Para la construcción y posterior, evaluación del comportamiento de los dos indicadores de estructura de capital (deuda financiera como porcentaje de las fuentes de financiamiento y capacidad de pago) se utilizó como referencia la información financiera que provee la herramienta de Standard & Poor's - CapitalIQ®.

Para definir los dos indicadores se utilizó como primera medida el valor a mercado de cada una de las cuentas financieras que lo componen y, en caso de que no existieran se utilizó la información en libros.

Dentro del indicador de deuda financiera como porcentaje de las fuentes de financiamiento se tuvo en cuenta los siguientes rubros:

- Deuda financiera = obligaciones financieras de corto plazo + deuda de largo plazo + arriendos financieros
- Capital propio Mercado = Capitalización de mercado de las acciones ordinarias
- Capital propio Libros = Capital preferente total + Capital común total + intereses minoritarios

Y en la capacidad de pago medida como deuda neta sobre ebitda:

- Deuda neta = Deuda financiera – Caja – Inversiones de corto plazo – activos financieros mantenidos para compra y venta
- Ebitda = Ingresos totales – Costos y gastos operacionales totales + Depreciaciones + Amortizaciones (incluyen goodwill y activos intangibles)

Las fuentes que utiliza esta herramienta para definir la información financiera provienen de los estados financieros que reporta cada compañía, los datos presentes en el mercado de valores y la información provista a la Superintendencia Financiera de Colombia o a la Securities And Exchange Commission en caso de que esté inscrita en Estados Unidos.

Tabla 1. Empresas evaluadas y clasificadas por actividad económica

Empresas evaluadas	Actividad económica
Alpina Productos Alimenticios S.A.	Bebidas y alimentos
Colombina S.A.	Bebidas y alimentos
Grupo Nutresa S. A.	Bebidas y alimentos
Riopaila Castilla S.A.	Bebidas y alimentos
Mayagüez S.A.	Bebidas y alimentos
Cementos Argos S.A.	Cementeras
CEMEX Latam Holdings, S.A.	Cementeras
Construcciones El Condor S.A.	Construcción
Constructora Conconcreto S.A.	Construcción
Odinsa S.A.	Construcción
Codensa S.A. E.S.P.	Eléctricas
Emgesa S.A. E.S.P.	Eléctricas
Isagen S.A. E.S.P.	Eléctricas
Celsia Colombia S.A. E.S.P.	Eléctricas
Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.	Eléctricas
CELSIA S.A. E.S.P.	Eléctricas
TRANSELCA S.A. E.S.P.	Eléctricas
Ecopetrol S.A.	Energía
Oleoducto Central S.A.	Energía
Occidental de Colombia, LLC	Energía
Canacol Energy Ltd	Energía
Transportadora de Gas Internacional S.A.	Energía
Vanti S.A. ESP	Gas
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	Gas
Promigas S.A. E.S.P.	Gas
Gases de Occidente S.A. E.S.P.	Gas
Surtidora de Gas del Caribe S.A. E.S.P.	Gas
Almacenes Éxito S.A.	Retail
Sodimac Colombia S.A.	Retail
Colombia Telecomunicaciones S.A. ESP	Servicios de telecomunicación
UNE EPM Telecomunicaciones S.A.	Servicios de telecomunicación
Acerías Paz del Río S.A.	Acero
Aerovías del Continente Americano S.A.	Aviación
Carvajal Empaques S.A.	Empaques
Empresas Públicas de Medellín E.S.P.	Empresa de Servicios
Caracol Televisión S.A.	Entretenimiento
Tecnoglass Inc.	Materiales de construcción
Mineros S.A.	Oro
Enka de Colombia S.A.	Químicos
Organización Terpel S.A.	Retail Combustibles
Coomeva Entidad Promotora de Salud S.A.	Salud
Fabricato S.A.	Textil

Equipo de investigaciones económicas

José Ignacio López, PhD

Director Ejecutivo

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

Jose.lopez@corficolombiana.com

Estrategia Macroeconómica

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

José Luis Mojica

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

Juan.pardo@corficolombiana.com

Maria Paula González

Analista de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 70018

paula.gonzalez@corficolombiana.com

Gabriela Bautista

Practicante de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

laura.bautista@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Gerente de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Consuegra

Analista Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Contacto Banca de Inversión

Mario Cataño Velez

Asociado Senior de Banca de Inversión

(+57-1) 2863300 Ext. 70438

mario.catano@corficolombiana.com

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa").

Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana.

Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.