

## ESTRUCTURA DE CAPITAL

# Empresario: es hora de enfocarse en su estructura de capital

- Aunque empresas de un mismo sector deberían tener una estructura de capital similar, encontramos que en algunos sectores hay diferencias que perduraron en el tiempo
- Algunas de las empresas que estudiamos respondieron a las oportunidades del mercado de crédito y no necesariamente buscaron una estructura de capital objetivo
- En los últimos años las empresas que evaluamos se endeudaron más a pesar de que su capacidad de pago disminuyó

Si le decimos que el nivel de riesgo de un negocio y la tajada de las ganancias que queda para un accionista se afectan por el nivel de endeudamiento de una empresa, pensaría usted que elegir una estructura de capital adecuada es una preocupación constante en las empresas, ¿correcto?

Pues todo parece indicar que en los últimos años encontrar la mezcla “óptima” de deuda y capital propio no parece haber sido la prioridad para algunas de las 27 empresas más grandes del sector real colombiano. El hecho de que algunos indicadores de la estructura de capital de las empresas evaluadas se comportaran en sincronía con las tasas de interés y que el paso del tiempo no extinguiera las diferencias existentes entre aquellas empresas del mismo sector soportan nuestra conclusión.

Lo sorprendente, es que a pesar de que los métodos para identificar la estructura de capital óptima están disponibles desde hace rato, encontramos evidencia para afirmar que algunas empresas no los utilizaron de manera adecuada y, por lo tanto, queremos hacer un llamado de atención: existen beneficios que las empresas dejan ir por no optimizar.

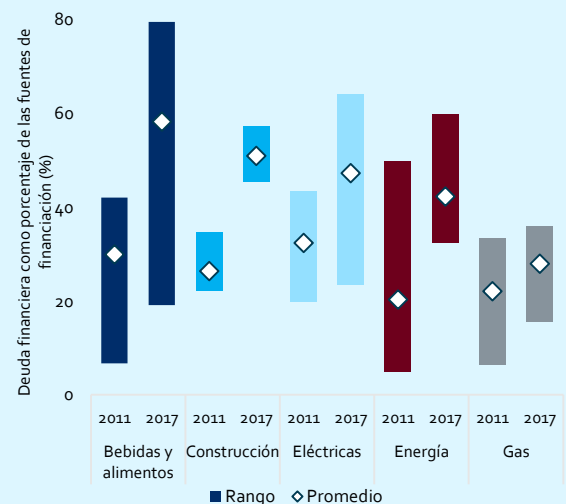
Empresario, no posponga la tarea, evalúe la estructura de capital actual de su empresa y verifique si es la que más le conviene pues incluso algunas de las compañías más grandes del país, que cuentan con buen acceso a mercados financieros y tienen todas las herramientas a su disposición, pueden olvidarlo ante las preocupaciones de la operación diaria. Hoy en día, las empresas cuentan con varias opciones para definir la estructura de capital que más le conviene, consideramos que acercarse a una banca de inversión es una vía que los empresarios deben considerar.

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.

# 18%

Aumento promedio en el endeudamiento de compañías que evaluamos desde el 2011

## La deuda financiera aumentó en la mayoría de los sectores evaluados



Investigaciones Económicas Corficolombiana  
[www.corficolombiana.com](http://www.corficolombiana.com)

**Andrés Felipe Beltrán**  
 Analista Finanzas Corporativas  
 (+57-1) 3538787 Ext. 6191  
[andres.beltran@corficolombiana.com](mailto:andres.beltran@corficolombiana.com)

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

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

## Empresario: es hora de enfocarse en su estructura de capital

---

*La estructura de capital de algunas compañías en Colombia no ha sido el resultado de una optimización a lo libro de texto, parece que el cambio en las tasas de interés influye más en las decisiones de las empresas que la misma teoría sobre estructura óptima de capital.*

¿Qué puede preocupar más a una empresa que quedarse sin efectivo para financiar su operación/inversión o, que su costo de financiación lo lleve a enfrentar una mala situación? Para cualquier empresa resulta importante prestarle atención a su estructura de capital, es decir, a la forma como se financia tanto con deuda como con capital propio.

### Estructura de capital

*es la forma como una empresa combina la deuda financiera y el capital propio*

En esta ocasión nos dimos a la tarea de evaluar la forma como algunas de las compañías más grandes del sector real colombiano han manejado su estructura de capital y para nuestra sorpresa, encontramos que contrario a lo que nos dice la literatura financiera, en los últimos años las compañías no parecen haberse enfocado en optimizar su estructura de capital.

Imagine 2 empresas que realizan la misma actividad económica. Se supondría que tanto el riesgo como la rentabilidad a la que se enfrentarían tenderían a ser similares si cuentan con el mismo nivel de acceso a los mercados financieros y, en consecuencia, su costo de financiamiento debería ser parecido. Pues bien, nuestra investigación sugiere que ese no fue el caso con algunas de las empresas que evaluamos.

Las razones más importantes para afirmar que algunas de las empresas no se enfocaron en optimizar su estructura de capital son dos: (1) los indicadores asociados a la estructura de capital de las empresas evaluadas respondieron más a las condiciones del mercado (tasas de interés) y (2) el paso del tiempo no redujo las diferencias existentes entre aquellas que realizaban actividades económicas similares.

Sorprendente, esto no es nuevo, y resulta preocupante pues en el pasado otros autores (Serrano Rodríguez, 2012) hicieron la misma observación. Al dilema hay que sumarle que, aunque las herramientas que pueden ayudar a las empresas a tomar decisiones sobre su estructura de capital han estado disponibles desde hace mucho tiempo, al parecer no estarían siendo utilizados de la mejor manera.

Finalmente, es útil tener en cuenta que existen factores adicionales a perseguir una estructura de capital objetivo que afectan las decisiones de los empresarios, por ejemplo, aquellos de índole tributaria y de percepción de riesgo por usar deuda. Por esta razón, invitamos a las compañías a que evalúen su estructura de capital actual o a que busquen asesoría para encontrar la que más le conviene. No olvide que hasta a las compañías más grandes se les puede olvidar la importancia de buscar una estructura que reduzca su costo de todas las fuentes de financiamiento.

### Las condiciones de mercado

*determinaron las decisiones sobre la estructura de capital en algunas de las empresas más grandes del sector real*

## **LA TAREA:** estudiar cómo se ha comportado la estructura de capital de empresas grandes y con acceso al mercado de capitales en Colombia

Para identificar cómo es que las compañías en Colombia definieron su estructura de capital, una buena idea es estudiar cómo evolucionó el nivel de participación de la deuda financiera dentro del balance general a lo largo del tiempo y, de paso, ver si hay alguna relación con el sector al que pertenece. **A continuación, le presentamos 3 razones por las cuales la estructura de capital de una empresa con acceso a los mercados de capitales debería ser similar a la del promedio de su sector si su enfoque es optimizar costos financieros.**

### **1. Los costos de financiamiento de empresas que realicen la misma actividad económica, y que tengan tamaños similares, deberían ser parecidos**

**Riesgo y rentabilidad se parecen**  
en las empresas que realizan la misma actividad económica

Si el lector piensa en dos compañías de tamaño similar y que se encuentren en una misma industria (ej. consumo masivo), notará que ambas se exponen a riesgos de negocio similares: variabilidad de los ingresos dependiendo del ciclo económico o de los movimientos en las de tasas de interés, necesidades de inversión en plantas de producción, urgencia por flexibilizar los gastos operacionales y por tener la capacidad de operar en un entorno regulatorio cambiante. En este sentido, si los riesgos y la rentabilidad a la que se enfrentan las dos empresas son similares, el costo de financiar sus operaciones debería ser el mismo pues los bancos o el sistema financiero no tendrían una justificación para prestar dinero a tasas diferenciadas.

### **2. El nivel de acceso a los mercados financieros afecta la estructura de capital**

Imagine una empresa con acceso limitado tanto al mercado bancario como al de capitales. Probablemente su estructura de capital será diferente respecto a otra que realiza una actividad similar pero que sí tiene la capacidad de negociar con los bancos tasas más baratas ante la posibilidad de conseguir deuda en el mercado de capitales mediante una emisión de bonos. Al banco le resultará costoso dejar ir a ese cliente y le ofrecerá mejores tasas. Claramente, una compañía sin acceso al mercado de capitales, no tiene ese poder de negociación y tenderá a enfrentar costos de financiamiento más altos.

**Compare empresas del mismo tamaño**

Las restricciones de acceso a los mercados financieros aumentan el costo de financiamiento

Es así que la dificultad de acceder al mercado de capitales y ser una empresa pequeña podrían ser una explicación a las diferencias encontradas en la estructura de capital de compañías de un mismo sector. Por el contrario, si las empresas tuvieran el mismo acceso a los mercados de capitales, las diferencias existentes en la estructura de capital de dos compañías no se podrían explicar por esta restricción. Para este informe nos enfocamos en evaluar empresas de tamaños similares y con acceso al mercado de capitales con el fin de poder evaluar los resultados de empresas similares. Mejor dicho, comparamos peras con peras y manzanas con manzanas.

## La estructura óptima

*le permite minimizar su costo de financiamiento y maximizar el valor que se puede distribuir a los accionistas*

### 3. El costo de financiamiento cambia ante diferentes estructuras de capital

¿Con qué cantidad de deuda debe contar su empresa? ¿Con cuánto capital propio? ¿Cuál es el riesgo que genera una cantidad específica de deuda? Definir cuál estructura de capital es la mejor, no es una tarea que deba tomarse a la ligera más aún cuando la decisión puede impactar el flujo de caja de la compañía. Esto sucede porque el nivel de las tasas de interés de la deuda (préstamos) es diferente al costo del capital propio (emitir acciones).

En este sentido, algunas empresas optan por buscar una *estructura de capital óptima* que minimice su costo promedio de financiación de la deuda y del capital propio. La mezcla óptima les permite manejar de manera eficiente sus recursos, minimizar su costo de financiamiento al aprovechar al máximo los beneficios tributarios que genera la deuda y en últimas, maximizar el valor del flujo de caja que se puede distribuir a los accionistas.

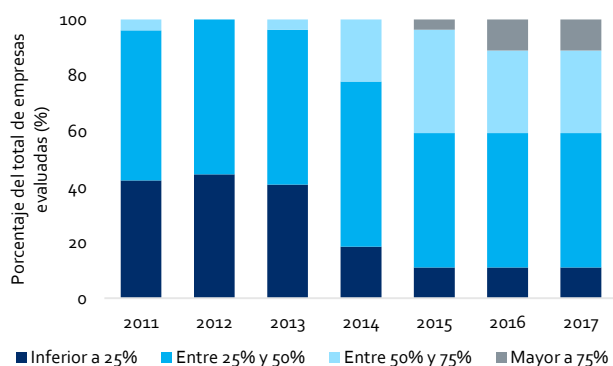
**LO QUE ENCONTRAMOS:** *aunque definir la estructura de capital óptima trae ventajas, este no es el factor que dominó las decisiones de algunas de las empresas más grandes del sector real colombiano en los últimos años*

La estrecha relación entre el comportamiento de los últimos 7 años de 2 indicadores asociados a la estructura de capital de 27 empresas de las más grandes del sector real colombiano (que tienen un acceso similar al mercado financiero) y la actividad crediticia de los mercados de deuda nos hace pensar que las condiciones del mercado financiero fueron las que determinaron la estructura de capital de las empresas evaluadas.

- *En los últimos 7 años la tendencia de 2 indicadores de estructura de capital fue similar inclusive entre compañías de actividades económicas diferentes*

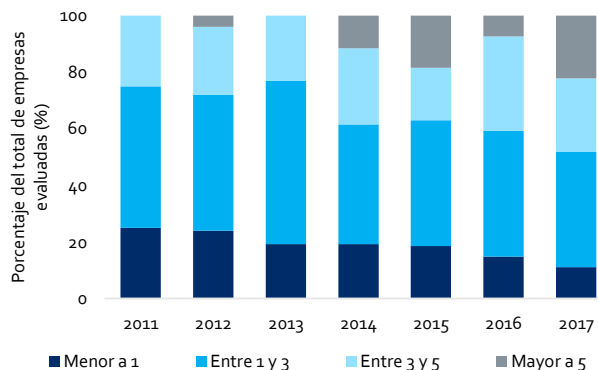
Entre 2013 y 2015, tanto (I) *la deuda financiera como porcentaje de las fuentes de financiación* como (II) *el cambio en la capacidad de pago* explicada con el indicador *deuda neta sobre EBITDA* –una medida de utilidad operacional– aumentaron.

**Gráfica 1. Distribución de la deuda financiera como porcentaje de las fuentes de financiación de las empresas evaluadas**



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana.

**Gráfica 2. Distribución de la capacidad de pago (deuda neta sobre ebitda) de las empresas evaluadas**



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana.

# 23 de 27

de las empresas más grandes del sector real están más endeudadas que hace 8 años

El comportamiento de las barras de la Gráfica 1, en la página anterior, muestra como el porcentaje de empresas altamente endeudadas aumentó mientras que el número con un endeudamiento bajo se redujo considerablemente. Así, por ejemplo, **en tanto que en 2011 más del 40% contaban con un endeudamiento menor al 25%, en 2015 este porcentaje se redujo hasta un valor cercano al 11%.**

La misma situación se observó en la capacidad de pago de las empresas revisadas (Gráfica 2). De esta forma, el porcentaje que ocupaban las empresas con una capacidad de pago alta fue reemplazado por un incremento en el número con una capacidad baja.

Posterior a 2015, el movimiento de los dos indicadores casi que se puede considerar estable a pesar de que previamente se presentaran grandes cambios (Gráfica 1 y 2).

- *Las diferencias en la estructura de capital de las empresas que desempeñan actividades similares no desaparecieron después de 7 años*

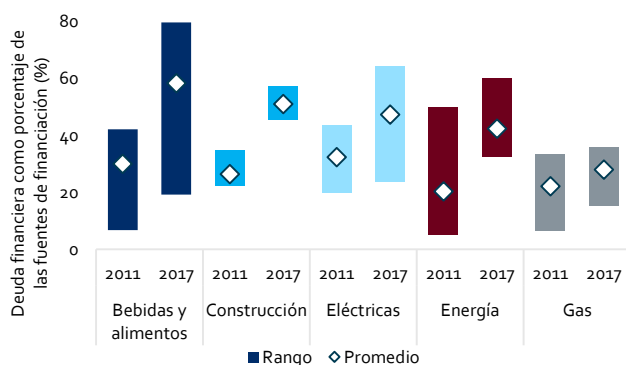
Aunque la tendencia de las dos medidas de estructura de capital utilizadas fue similar en los últimos 7 años, encontramos que la dispersión de los resultados entre las empresas que desempeñan actividades económicas similares sigue siendo importante.

## 7 años no fueron suficientes para que la estructura de capital de las empresas similares convergiera

Este resultado lo confirma la leve reducción que tuvo el rango o dispersión tanto del *nivel de deuda financiera* (Gráfica 3) como la *capacidad de pago* (Gráfica 4) entre las empresas que pertenecían a un mismo sector. Inclusive para algunas empresas la diferencia se acentuó. Por ejemplo, llama la atención lo que sucedió en el sector de bebidas y alimentos, en donde empresas como Nutresa y Colombina aumentaron su endeudamiento, pero la proporción en que lo hicieron las llevó a tener estructuras aún más diferentes de las que tenían en un principio.

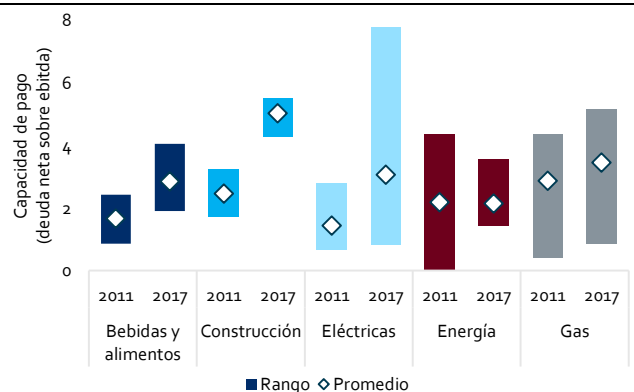
Es así que nos planteamos la pregunta sobre la existencia de un factor diferente a “optimizar”, que lleve a las empresas a tomar decisiones sobre su estructura de capital. En el siguiente apartado le mostramos porqué pensamos que las empresas se han movido al ritmo de las condiciones de mercado de deuda.

**Gráfica 3. Comparación de la deuda financiera como porcentaje de las fuentes de financiación por actividad económica**



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana.

**Gráfica 4. Comparación de la capacidad de pago (deuda neta sobre EBITDA) por actividad económica**



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana.

- Una teoría puede explicar lo observado: las empresas responden a las condiciones de mercado y no necesariamente buscan optimizar

Si bien una forma de determinar la estructura de capital es buscar aquella que minimice el costo de financiar la compañía (optimizar), existen otras teorías que explican el comportamiento de las empresas. Esto es, las empresas no optimizan, pero deciden su estructura de alguna manera diferente. Una buena explicación al comportamiento observado en la estructura de capital en los últimos 7 años, se soporta en la teoría de que las empresas responden a las condiciones de mercado, sin considerar su estructura actual.

**En sincronía con las tasas de interés**  
*se movió la estructura de capital de algunas empresas del sector real*

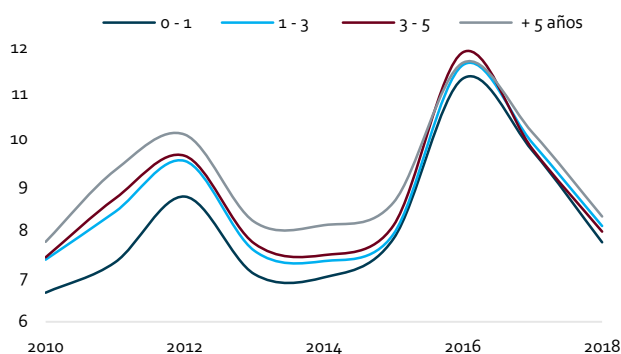
Nuestro análisis nos lleva a concluir que las decisiones de algunas de empresas respondieron más al ritmo en que las tasas de interés cambiaron, que a un análisis fundamental sobre cuál debía haber sido la estructura que más les convenía. De esta forma, en los últimos siete años hay dos periodos importantes para tener en cuenta: en uno de ellos, las empresas se endeudaron más y, en el otro, mantuvieron un nivel estable.

El periodo comprendido entre 2012-2014 fue favorable tanto para las empresas como para los mercados financieros. Las bajas tasas de interés (Gráfica 5) y un buen desempeño de la economía permitieron que el crecimiento año a año de la cartera de créditos comerciales rondara el 20% (Gráfica 6) y que una buena cantidad de empresas saliera al mercado a conseguir deuda. No es de extrañar que durante este periodo la deuda aumentara entre las compañías evaluadas.

Por otro lado, a finales de 2015, la situación cambió. El deterioro en la economía generó un alza en las tasas de los créditos bancarios, la demanda por nuevos créditos cayó y el monto desembolsado por los establecimientos retrocedió en más del 60% (Gráfica 6). A su vez, el mercado de valores no se salvó y el costo de financiamiento aumentó por cuenta de una mayor prima de riesgo y liquidez (ver [Por qué debe refinanciar los pasivos de su empresa hoy](#)).

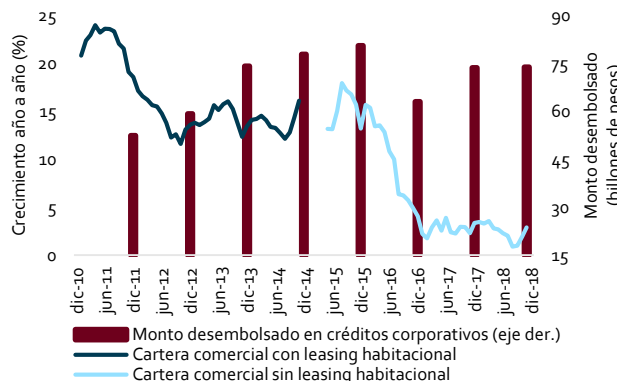
Sin lugar a duda, en este segundo periodo, se volvió difícil para un empresario financiarse con deuda, y el ambiente empeoró cuando el deterioro en la capacidad de pago de las

**Gráfica 5. Tasa de interés promedio de los créditos comerciales por plazo (%)**



Fuente: Banco de la República, cálculos Corficolombiana.

**Gráfica 6. Crecimiento del mercado de deuda de los establecimientos de crédito**



Fuente: Superfinanciera, cálculos Corficolombiana.

compañías llevó a los establecimientos de crédito a aumentar las exigencias para otorgar nuevos créditos (Aguirre, Gómez, & Hurtado, 2016). Estos eventos pueden ser una explicación al porqué la estructura de capital de las empresas evaluadas permaneció estable entre 2015 y 2017.

- *Un estudio realizado para 2004 y 2008 encontró que las compañías no optimizaron su estructura de capital durante ese periodo*

(Serrano Rodríguez, 2012) describió para el periodo comprendido entre 2004 y 2008 un comportamiento similar en la estructura de capital de las empresas del sector real al que nosotros presentamos. En este caso, el autor hace énfasis en la significativa dispersión que encontró en la estructura de capital de las empresas que pertenecían a un mismo sector.

**Hace rato advirtieron**  
*que las empresas no han optimizado su estructura de capital*

Asimismo, el elevado uso de capital propio (patrimonio) y, por ende, el bajo nivel de deuda financiera que se observó de manera generalizada en las distintas empresas evaluadas, llevaron al autor a concluir que las compañías no optimizaron su estructura de capital de la forma recomendada por modelos de finanzas corporativas.

Por último, la conclusión del autor coincide con la nuestra en afirmar que las empresas del sector real colombiano tienen la posibilidad de optimizar su estructura de capital. Evaluar qué nivel de deuda y de capital propio le conviene, permite mejorar su costo de financiamiento (aún con tasas de interés altas) y maximizar el valor de los accionistas.

### **LO QUE SUGERIMOS:** *aproveche los métodos para identificar la estructura de capital que más le conviene a una empresa*

Ya sabemos que la tarea de definir la estructura de capital que más le conviene a una empresa no es fácil. Sin embargo, lo que muchos ignoran es que en el pasado este problema llevó a que muchas de ellas crearan áreas enteras para atacarlo y que, a su vez, otras montaran un modelo de negocio para ayudar a solucionarles el problema. Esta, es parte de la historia de la forma como surgieron las bancas de inversión.

**Banca de Inversión**  
*Son entidades que aportan soluciones a problemas de finanzas corporativas*

Dentro de los métodos o soluciones que puede proporcionar una banca de inversión se encuentran la optimización de la estructura de capital, el levantamiento de capital propio, la consecución, refinanciación y/o restructuración de las obligaciones financieras y la estructuración financiera de proyectos, entre otros.

Para definir la estructura de capital que más le conviene a una empresa, los banqueros de inversión se enfocan en identificar cuáles son las necesidades financieras de las empresas, cuáles son sus restricciones y cuáles son las mejores condiciones que podría encontrar para tomar la decisión más favorable.

En Colombia, aun cuando los medios han estado disponibles para las empresas desde hace rato, la evidencia que encontramos nos lleva a concluir que en los últimos años algunas de las empresas más grandes del sector real colombiano no parecen haberlos utilizado.

### *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. Adicionalmente, se tuvieron en cuenta los ajustes financieros que realiza CapitalIQ® a los indicadores, de modo que sean consistentes con la práctica contable internacional y comparables entre las distintas empresas evaluadas.

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 + arrendos 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.

Por otra parte, respecto a la información de los créditos otorgados por los establecimientos de crédito (Bancos comerciales, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial, entidades financieras especiales y cooperativas financieras) se empleó la base de datos publicada en el Banco de la República que resume tanto las tasas de interés como el monto desembolsado mensualmente por estas entidades. Dentro de esta base se consideraron los créditos comerciales preferencial o corporativo que se encuentran definidos para un plazo superior a 30 días.

Finalmente, para evaluar los montos de deuda corporativa emitidos en el mercado público de valores se utilizó la información que provee anualmente la Bolsa de Valores de Colombia. Y, a partir de esta información se categorizó a la entidad que emitió cada uno de los títulos dependiendo de su sector económico (sector real o financiero).



**Tabla 1. Empresas evaluadas y clasificadas por actividad económica\***

Empresas evaluadas	Actividad económica
Avianca Holdings S.A.	Aviación
Grupo Nutresa S. A.	Bebidas y alimentos
Colombina S.A.	Bebidas y alimentos
Alpina Productos Alimenticios S.A.	Bebidas y alimentos
Constructora Concreto S.A.	Construcción
Construcciones El Condor S.A.	Construcción
Odinsa S.A.	Construcción
Cementos Argos S.A.	Cementeras
CEMEX Latam Holdings, S.A.	Cementeras
Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.	Eléctricas
Codensa S.A. E.S.P.	Eléctricas
Emgesa S.A. E.S.P.	Eléctricas
Empresa de Energía del Pacífico S.A. E.S.P.	Eléctricas
CELSIA S.A. E.S.P.	Eléctricas
Isagen S.A. E.S.P.	Eléctricas
Empresas Públicas de Medellín E.S.P.	Empresas de servicios
Ecopetrol S.A.	Energía
Canacol Energy Ltd	Energía
Transportadora de Gas Internacional S.A. E.S.P	Energía
Promigas S.A. E.S.P.	Gas
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	Gas
Gas Natural S.A. ESP.	Gas
Almacenes Éxito S.A.	Retail
Sodimac Colombia S.A.	Retail
Biomax Biocombustibles S.A.	Retail Gas
Organización Terpel S.A.	Retail Gas
UNE EPM Telecomunicaciones S.A.	Servicios de telecomunicación

\*Si desea más información sobre los indicadores individuales de estas empresas puede contactarnos.

### Referencias bibliográficas

Aguirre, Á., Gómez, E., & Hurtado, J. (diciembre de 2016). Banco de la República. Obtenido de [http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/escd\\_dic\\_2016.pdf](http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/escd_dic_2016.pdf)

Serrano Rodríguez, J. (2012). Financiamiento empresarial. En F. Azuero, A. González, & M. Gutiérrez, Tendencias en la administración: gerencia y academia Volumen I (págs. 267-360). Bogotá: Ediciones Uniandes.

## Equipo de investigaciones económica

---

### **José Ignacio López**

*Director Ejecutivo*

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

[Jose.lopez@corficolombiana.com](mailto:Jose.lopez@corficolombiana.com)

## Estrategia Macroeconómica

---

### **Julio César Romero**

*Economista Jefe*

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

[julio.romero@corficolombiana.com](mailto:julio.romero@corficolombiana.com)

### **Ana Vera Nieto**

*Especialista Renta Fija*

(+57-1) 3538787 Ext. 6138

[ana.vera@corficolombiana.com](mailto:ana.vera@corficolombiana.com)

### **Maria Paula Contreras**

*Especialista Economía Local*

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

[maria.contreras@corficolombiana.com](mailto:maria.contreras@corficolombiana.com)

### **Cristhian Alejandro Cruz Moreno**

*Analista Cambiario y Sectorial*

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

[cristhian.cruz@corficolombiana.com](mailto:cristhian.cruz@corficolombiana.com)

### **Juliana Pinzón Tróchez**

*Analista de Investigaciones*

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

[juliana.pinzon@corficolombiana.com](mailto:juliana.pinzon@corficolombiana.com)

### **Laura Daniela Parra**

*Analista de Investigaciones*

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

[laura.parra@corficolombiana.com](mailto:laura.parra@corficolombiana.com)

### **Maria Camila Zambrano Rodríguez**

*Practicante Investigaciones Económicas*

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

[maria.zambrano@corficolombiana.com](mailto:maria.zambrano@corficolombiana.com)

## Renta Variable

---

### **Andrés Duarte Pérez**

*Gerente de Renta Variable*

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

[andres.duarte@corficolombiana.com](mailto:andres.duarte@corficolombiana.com)

### **Roberto Paniagua**

*Analista Renta Variable*

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

[roberto.paniagua@corficolombiana.com](mailto:roberto.paniagua@corficolombiana.com)

## Finanzas Corporativas

---

### **Rafael España Amador**

*Director de Finanzas Corporativas*

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

[rafael.espana@corficolombiana.com](mailto:rafael.espana@corficolombiana.com)

### **Andrés Felipe Beltrán**

*Analista Finanzas Corporativas*

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

[andres.beltran@corficolombiana.com](mailto:andres.beltran@corficolombiana.com)

### **Sergio Consuegra**

*Analista Inteligencia Empresarial*

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

[sergio.consuegra@corficolombiana.com](mailto:sergio.consuegra@corficolombiana.com)

## Contacto Banca de Inversión

---

### **Jorge Eduardo Soto Pareja**

*Director Ejecutivo Banca de Inversión*

(+57-1) 3538787 Ext. 6117

[jorge.soto@corficolombiana.com](mailto:jorge.soto@corficolombiana.com)

### **Jorge Arturo Mendoza Parra**

*Director Ejecutivo Banca de Inversión*

(+57-1) 3538787 Ext. 6116

[jorge.mendoza@corficolombiana.com](mailto:jorge.mendoza@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").

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 PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, 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.