

ESTRUCTURA DE CAPITAL

¿Cuál debe ser la estructura de capital de una empresa ante un contexto incierto?

- En este informe estudiamos la evolución del nivel de endeudamiento y la capacidad de pago de una muestra de compañías en Latinoamérica
- En los últimos años, para esas compañías, el nivel de deuda como porcentaje de las fuentes de financiamiento ha aumentado levemente
- El aumento del endeudamiento financiero en las empresas de los países evaluados representó un bajo riesgo para los acreedores y para la liquidez de las empresas pues, en promedio, los indicadores de capacidad de pago se fortalecieron
- Endeudarse hoy, aun a tasas históricamente altas, disminuye el riesgo de liquidez que pueda surgir en una economía en desaceleración
- Asegurar la liquidez es una condición necesaria para optimizar la estructura de capital, pero no es una condición suficiente

Ad portas de una desaceleración económica en la que la liquidez que otorga el sistema financiero puede limitarse, las empresas deben asegurar los recursos de capital de trabajo rápidamente. Como no es posible anticipar exactamente cuándo termina un ciclo de desaceleración e inicia la etapa de recuperación, endeudarse hoy aun a tasas históricamente altas y asegurar el efectivo necesario para la operación es menos riesgoso que esperar a que las condiciones de financiamiento mejoren.

No obstante, una estrategia de financiamiento no puede limitarse a mitigar los riesgos de liquidez pues la cantidad de deuda y patrimonio que se utilice afecta el valor de la firma. A primera vista, pareciera que no tener deuda evita gastos financieros, como los intereses; pero eso ignora que la deuda otorga beneficios como el conocido “escudo tributario” y, además, cuando es deuda de largo plazo, permite reducir riesgos de liquidez sin necesidad de afectar la estructura societaria de las compañías.

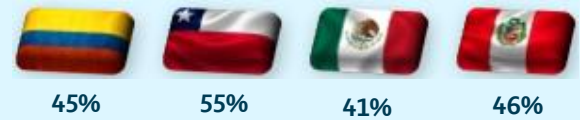
Por eso, en teoría, existe lo que se conoce como un nivel óptimo de endeudamiento y en este informe, que puede usarse como referencia, exponemos la evolución del endeudamiento de una muestra de compañías del sector real en Colombia, México, Perú y Chile.

Hoy en día, las empresas no solo cuentan con la capacidad de definir elegir estructura de capital conveniente para ellas, sino que también cuentan con diferentes opciones de financiamiento de corto y largo plazo que optimizan la estructura de capital.

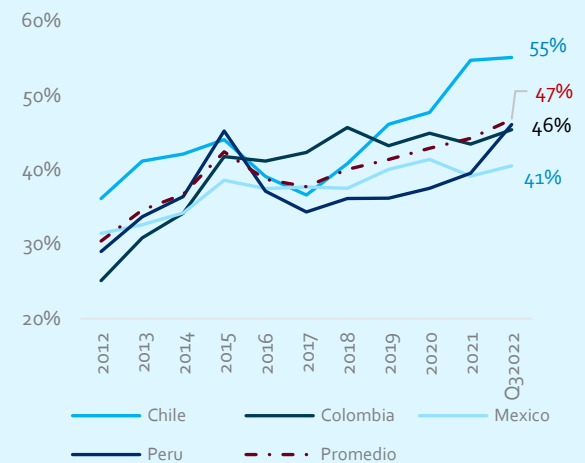
Una **Banca de Inversión** puede acompañarlas en todo el proceso, desde brindar el apoyo analítico hasta la estructuración financiera de los proyectos.

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.

DEUDA FINANCIERA / CAPITAL TOTAL (3Q2022)



Gráfica 1: Evolución de la deuda como porcentaje de las fuentes de financiación (2012-3Q2022)



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman en total 154 empresas del sector real de los países del análisis que cotizan en la Bolsa de Valores o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

Investigaciones Económicas Corficolombiana
www.corficolombiana.com

Jaime Andrés Cárdenas
 Analista de Inteligencia Empresarial
 (+57-601) 3538787 Ext. 69798
jaime.cardenas@corficolombiana.com

Rafael España Amador
 Director de Finanzas Corporativas
 (+57-601) 3538787 Ext. 70019
rafael.espana@corficolombiana.com

Diana Valentina López
 Practicante de Investigaciones
diana.lopez@corficolombiana.com

¿Cuál debe ser la estructura de capital de una empresa ante un contexto incierto?

Ante una posible desaceleración económica es prudente que las empresas aseguren su liquidez aun con costos de capital más altos que en el pasado reciente. No hacerlo las expone a riesgo de insolvencia. Sin embargo, no es óptimo elegir la estructura de capital únicamente en función de las necesidades de liquidez de corto plazo pues existen combinaciones de deuda/patrimonio que afectan más el flujo de caja libre de largo plazo que otras.

En este informe analizamos la evolución del endeudamiento de una muestra de compañías del sector real en Colombia, México, Perú y Chile. Encontramos que los bajos costos de endeudamiento pueden servir como mecanismo para explicar la evolución del nivel de deuda de muchas compañías en Latinoamérica. En promedio, las empresas colombianas, chilenas y peruanas aumentaron su apalancamiento (deuda financiera/capital total) entre 2020 y 2022, mientras que las empresas mexicanas inicialmente lo redujeron para posteriormente volver al nivel del 2020. Por otra parte, en el mismo periodo la capacidad de pago promedio de las empresas evaluadas en Colombia, México y Perú mejoró mientras que en Chile se deterioró levemente.

En este documento usted encontrará:

- 1) Por qué el nivel de endeudamiento de las compañías no debe ser el resultado único de las necesidades de la operación ([Pág. 3](#))
- 2) Cómo incrementar el nivel de deuda puede reducir el riesgo de liquidez ([Pág. 6](#))
- 3) Por qué empresas dentro del mismo sector y tamaño con perfil de riesgo similar deberían converger a la misma estructura de capital ([Pág. 7](#))
- 4) La evolución de la estructura de capital en las empresas de Latinoamérica
 - 1) Empresas colombianas ([Pág. 11](#))
 - 2) Empresas chilenas ([Pág. 13](#))
 - 3) Empresas mexicanas ([Pág. 15](#))
 - 4) Empresas peruanas ([Pág. 17](#))

1) EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO DE LAS COMPAÑÍAS NO DEBE SER RESULTADO ÚNICAMENTE DE LAS NECESIDADES DE LA OPERACIÓN

Asegurar un ciclo

operacional de la empresa y refinanciar la deuda continuamente al momento del vencimiento es una buena forma de reducir riesgos de corto plazo

No nos cansaremos de decirlo: proteger la liquidez y el efectivo debe ser prioritario para los encargados de las áreas financieras. Sin embargo, esta es solo la primera etapa de decisión pues el valor de la firma se afecta por la combinación entre deuda de largo plazo y patrimonio utilizada debido a que el nivel de riesgo y las ganancias que quedan disponibles para distribuir entre socios y accionistas dependen en gran medida del nivel de apalancamiento de una empresa, de lo que se conoce como “estructura de capital”.

Al realizar este estudio hemos notado que, una vez obtenido el financiamiento de corto plazo, las preferencias de los gerentes o la coyuntura de tasas de interés influyen en las decisiones de estructura de capital de largo plazo de las empresas más que el interés de minimizar el costo promedio ponderado del capital. Esta forma de gestionar el nivel de estructura de capital se resume en dos teorías que explican procesos de decisión prácticos y son conocidas como “hipótesis de ordenamiento básico” e “hipótesis de oportunidades de mercado”.

¿Cuánta deuda es la adecuada?

Existen varias formas de elegir cuánta deuda de largo plazo debe tener una compañía. No todas maximizan el valor de la firma.

La hipótesis de ordenamiento básico (pecking order hypothesis) sugiere que los gerentes de las empresas prefieren utilizar primero las fuentes de financiamiento en las que menos autorizaciones deban pedir a entes regulatorios, juntas directivas o accionistas. Esto es, luego de asegurar el financiamiento de corto plazo, buscan fondos propios de la empresa, luego endeudamiento y finalmente financiamiento vía acciones para asegurar el financiamiento de largo plazo. Por su parte, la hipótesis de oportunidades de mercado (market timing hypothesis) propone que los gerentes de las empresas prefieren el endeudamiento cuando las tasas de interés están en niveles inferiores a los del pasado reciente, o sea, aumentan el endeudamiento cuando las tasas de interés van en descenso. Desafortunadamente estas dos formas de elección del nivel de endeudamiento no necesariamente maximizan el valor de la firma porque su objetivo no es minimizar el Costo Promedio Ponderado del Capital.

De nuestro estudio inferimos que la estructura de capital de una muestra de compañías estudiadas en Latinoamérica no ha sido el resultado de una optimización como la teoría tradicional lo estipula¹. Encontramos que, para una muestra de las empresas más grandes de Latinoamérica, el nivel de endeudamiento no converge a un nivel similar entre firmas del mismo sector y de tamaños similares a medida que pasa el tiempo. Además, en promedio, el apalancamiento ha seguido aumentando en la gran mayoría de sectores y nuestra hipótesis es que los bajos costos de financiamiento vistos en 2020 y 2021 junto el rezago de la política monetaria –que no se ha reflejado totalmente en las tasas de financiamiento a créditos comerciales en 2022²– explica el apetito por deuda de los diferentes países de los últimos 3

¹ La teoría Optimización del Costo Promedio Ponderado de Capital sugiere que las empresas buscan minimizar el costo promedio ponderado de capital mediante la elección óptima de deuda y capital en su balance. El perfil de riesgo de un sector, las tasas de interés y el nivel de impuestos de una economía juegan un papel determinante. Así, si las empresas en un mismo sector y en la misma jurisdicción optimizan su estructura de capital, terminarían convergiendo al mismo nivel de endeudamiento.

² En nuestro informe “Costo de la Deuda: Por qué las empresas deben asegurar el financiamiento de 3 a 5 años ya mismo” que puede ver haciendo click aquí, mostramos cómo las tasas de los créditos comerciales están rezagadas frente a las tasas de los bonos en los mercados de capitales.

Pero no es suficiente

La estructura de capital no se optimiza únicamente al asegurar el financiamiento de un ciclo operacional

años. En otras palabras, las compañías han “perseguido” las tasas de interés bajas tal como lo dicta la hipótesis de oportunidades del mercado.

En este informe llamamos la atención para que las compañías no se esperen por un escenario en el que las tasas de interés se reduzcan para luego así asegurar los recursos de largo plazo. El nivel actual en el que las tasas de interés se encuentran (altas vs el pasado reciente) no indica que la deuda sea más o menos costosa pues, por un lado no se puede conocer a ciencia cierta el tiempo que durarán las tasas de interés en volver a niveles más bajos –si es que algún día lo hacen— y por otro lado, la otra forma de financiamiento que tiene las empresas, el costo del capital propio (capital patrimonial) ha aumentado considerablemente en los últimos meses (ver informe “[La Rentabilidad Esperada del Capital Propio en Latinoamérica](#)” publicado en octubre de 2022).

Encontrar la estructura de capital que maximiza el valor de la empresa, permite a los gerentes de las compañías identificar cuáles son los pasos para seguir luego de asegurar la liquidez de corto plazo. Incluso algunas de las compañías más grandes del país, con acceso a mercados y productos financieros, se endeudan hasta un nivel subóptimo que satisface las necesidades de liquidez de corto plazo, pero no maximizan el valor de la firma.

1.1 ¿Qué les puede preocupar más a las compañías que quedarse sin efectivo?

Hay Espacio para Optimizar

Las grandes compañías en Latinoamérica parecen no estar minimizando el Costo Promedio Ponderado del Capital

A pesar de observar aumentos en los costos de financiamiento como consecuencia de la coyuntura de 2022, la financiación del capital de trabajo de los próximos años es algo que las compañías no deben desatender. Es bien sabido que las compañías entran a insolvencia por falta de activos líquidos; por esta razón **el primer riesgo a gestionar es el de liquidez: hay que asegurar la “liquidez”**. Poco sirve el tener muchos activos valiosos difíciles de transformar en efectivo si no hay activos líquidos que permitan cumplir con las obligaciones de corto plazo. Ahora, aunque en escenarios de iliquidez una salida conveniente es acudir a la protección por insolvencia para que la compañía pueda reorganizarse y ejecutar un plan de pagos antes de acudir a una liquidación³, los procesos de reorganización tienen costos implícitos que afectan la generación de efectivo de largo plazo. Entre ellos se encuentran: dificultades para conseguir proveedores mientras se reorganiza la compañía, pérdida de confianza por parte de los clientes y el aumento en tasas de interés para nueva financiación. Por estas razones, **es intuitivo que los gerentes de las compañías se enfoquen en evitar llegar al punto en el que se necesiten procesos de reorganización.**

De esa intuición, surge una forma de gestionar la cantidad de deuda y capital seguida por muchas compañías: asegurar la liquidez para operar y pagar las obligaciones de corto plazo, de un año o de un ciclo operacional del negocio, y continuamente renovar el monto adeudado o aumentarlo al ritmo de las necesidades de la operación del nuevo ciclo. De esta manera se

³ Para más información sobre los procesos de insolvencia visite nuestro informe “2 estrategias para reducir riesgos financieros y hacer frente a 2021” [haciendo click aquí](#) o visitando la sección de finanzas corporativas de la página web de Corficolombiana www.investigaciones.corficolombiana.com/finanzas-corporativas

Capitalizar reduce riesgos

...pero la rentabilidad a pagar (dividendos) es más costosa que el costo de la deuda (intereses). Además, el monto de impuestos a pagar por parte de la empresa es mayor vs si se financia con deuda

mantiene un monto de deuda acorde con la operación de corto plazo sin incurrir en gastos que usualmente acompañan a las tasas de interés de largo plazo (conocidos como “primas por plazo”)

Con todas las ventajas que presenta esta forma de gestión de riesgos, la realidad es que se queda corta a la hora de maximizar el valor de la firma. Minimiza los riesgos de insolvencia, pero no necesariamente maximiza el valor presente del flujo de caja de largo plazo. Recordemos que los directivos se enfrentan a dos tipos de decisiones de financiamiento: la primera está relacionada con el financiamiento de la operación de corto plazo (i.e. gestión de liquidez y capital de trabajo) y la segunda con **la estructura de capital de largo plazo. Este segundo punto requiere un enfoque que es menos intuitivo que el primero pues involucra balancear entre el costo de la deuda (observable) y el costo del capital propio (un costo no observable), pero es el enfoque que permite maximizar el valor de la firma.**

1.2 El dilema entre un financiamiento vía deuda vs capital patrimonial

Las compañías cuentan con dos fuentes básicas de financiamiento, el endeudamiento y los recursos propios (fondos propios de la operación o patrimonio). Cada una de estas fuentes tiene un costo asociado que indica cuánta rentabilidad esperan los proveedores de esos recursos (prestamistas e inversionistas).

En el caso del endeudamiento, las tasas de interés del mercado público de valores o las tasas que otorga el sistema financiero para créditos bancarios pueden servir de referencia. Durante 2022 estas tasas han aumentado de forma considerable (ver informe [Costo de la Deuda: Por qué las empresas deben asegurar el financiamiento de 3 a 5 años ya mismo](#) publicado en agosto de 2022).

Lo mismo sucede con el costo del capital propio: para atraer capital de un inversionista diversificado, las compañías en Latinoamérica deben ofrecer rentabilidades superiores a las que usualmente se ofrecían (ex ante) en los últimos 10 años. Por ejemplo, para el caso de Colombia, **estimamos que un inversionista diversificado hoy en día se animará a invertir en las acciones de una compañía madura listada en la bolsa colombiana solo si la rentabilidad potencial es mayor a 21% anual.** Si no cree que su inversión alcanzará esa rentabilidad, puede invertir su dinero en otros activos con riesgo de mercado y de crédito similar o menor que el de las compañías colombianas listadas en bolsa, pero cuyo potencial de valorización en dólares es atractivo. En otras palabras, **las compañías corren el riesgo de no atraer capital vía patrimonio si el ROE o (Retorno al Patrimonio) es inferior a 21% anual.**

En varias ocasiones durante 2022, hemos invitado a los gerentes de las compañías a evaluar su estructura de capital actual y tomar medidas en favor de asegurar lo más pronto posible el capital de trabajo de al menos los próximos 2 o 3 años —preferiblemente con endeudamiento de largo plazo— y de paso aprovechar el escudo tributario que ofrece la deuda⁴. **Una capitalización reduce el riesgo financiero de las empresas, pero puede perjudicar de forma estructural el flujo de caja libre de la compañía en el largo plazo porque hoy en día**

El capital está costoso

Tanto las tasas de interés para financiamiento vía deuda, como el costo del capital propio se encuentran en niveles históricamente altos

⁴ Mientras que los intereses resultantes de la deuda financiera reducen hasta cierto punto la utilidad fiscal; el pago de dividendos a los accionistas no afecta el estado de pérdidas y ganancias.

el costo del capital propio (patrimonial) se encuentra en niveles históricamente altos y, además, al capitalizarse la compañía renuncia al beneficio tributario que ofrece la deuda.

2) *AUN CON MAYOR COSTO DE ENDEUDAMIENTO, INCREMENTAR EL NIVEL DE DEUDA PUEDE REDUCIR EL RIESGO DE LIQUIDEZ*

En algunas ocasiones el endeudamiento de corto plazo puede incrementar el riesgo de liquidez porque expone a la firma al riesgo de refinanciamiento de corto plazo. Es posible que, en el momento de renovar el crédito, la entidad bancaria se niegue a hacerlo y la compañía deba pagar en su totalidad el monto adeudado.

Por esta razón, **se dice que es el endeudamiento de largo plazo el que reduce el riesgo de liquidez, pues brinda recursos frescos a la compañía hoy sin generar una presión en el flujo de caja al cierre de un solo ciclo operacional cuando se deba refinanciar (el riesgo se diluye en varios ciclos operacionales).**

Adicionalmente, como la deuda de largo plazo no presiona la liquidez, permite liberar recursos que pueden utilizarse en invertir en activos o proyectos menos líquidos, pero más rentables, o en entregar dinero para los accionistas bien sea en dividendos o vía recompras de acciones. Además, el servicio de la deuda, o al menos el gasto por intereses, es considerado como un gasto deducible de renta, mientras que en muy pocas jurisdicciones en el mundo las compañías pueden deducir los pagos de dividendos (una forma de rendimientos a los inversionistas) de la utilidad fiscal, así **el impuesto de renta a pagar es mayor cuando la compañía se financia con capital patrimonial comparado con financiamiento vía deuda financiera.**

Otros beneficios de usar financiamiento vía deuda de largo plazo en lugar de patrimonio o deuda de corto plazo son:

- 1) Reduce el Costo Promedio Ponderado de Capital versus otras fuentes (capital propio) sin incrementar el riesgo de liquidez.
- 2) El flujo de caja libre para la firma se protege en caso de que la empresa esté domiciliada en una jurisdicción en donde exista el impuesto al patrimonio empresarial.
- 3) Permite mantener una relación crediticia con una entidad financiera. En muchas ocasiones, para otorgar un crédito una entidad financiera exige más información que los estados financieros de la compañía y una relación comercial recurrente con la entidad financiera es la mejor carta de presentación⁵.

El rol de los impuestos

La utilidad fiscal, y el monto de impuesto de renta a pagar, se reducen cuando se causan intereses de deuda financiera. Cuando se pagan dividendos, el impuesto de renta a pagar no se reduce.

⁵ Ver informe "Las 9 prácticas infalibles para que su empresa pueda acceder a hacer operaciones sofisticadas con una entidad financiera" haciendo [click aquí](http://www.investigaciones.corficolombiana.com/finanzas-corporativas) O visitando la sección de finanzas corporativas de la página web de Corficolombiana www.investigaciones.corficolombiana.com/finanzas-corporativas

3) **EMPRESAS DENTRO DEL MISMO SECTOR Y TAMAÑO CON PERFIL DE RIESGO SIMILAR DEBERÍAN CONVERGER A LA MISMA ESTRUCTURA DE CAPITAL**

El Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC por su sigla en inglés) resulta de la interacción de 1) el riesgo de negocio, 2) el costo de las fuentes de financiamiento, 3) las reglas de juego del país en el que opera la empresa y 4) la estructura de capital de la compañía. Existe además una combinación específica de deuda y capital que minimiza este WACC dadas las demás variables.

Las empresas *no pueden quedarse sin recursos o el efectivo necesario para atender las obligaciones de su operativa diaria*

Por eso, aquellas compañías que cuenten con similitudes en riesgos de operación, estructura tributaria, acceso a crédito y/o financiamiento en el mercado de capitales terminarán con la misma combinación específica de deuda y capital con el objetivo de minimizar el Costo Promedio Ponderado del Capital.

Por un lado, es razonable pensar que varias compañías que pertenezcan al mismo sector económico y que tengan activos de valor parecido, terminarán enfrentándose a riesgos de negocio similar y esperarán que la rentabilidad de sus activos converja a un mismo valor. *¡Terminan siendo competencia entre sí, y posiblemente funcionarán como "benchmark" entre sí!*

Por otro lado, es de esperar que empresas de tamaños similares que estén listadas en bolsa o que cuenten con calificaciones crediticias similares deban tener costos de endeudamiento parecidos y posibilidades de obtener recursos de patrimonio por emisiones de acciones.

3.1 ¿Convergen las estructuras de capital de las grandes empresas en Latinoamérica?

Respuesta: No todas.

Luego de evaluar la forma en la que algunas de las compañías más grandes del sector real tanto colombiano, chileno, mexicano y peruano han manejado su estructura de capital encontramos que en los últimos años las compañías de estos cuatro países aumentaron su nivel de endeudamiento de manera similar algunas de ellas sin importar su nivel de partida. En este sentido las diferencias no se redujeron de forma significativa en todos los sectores.

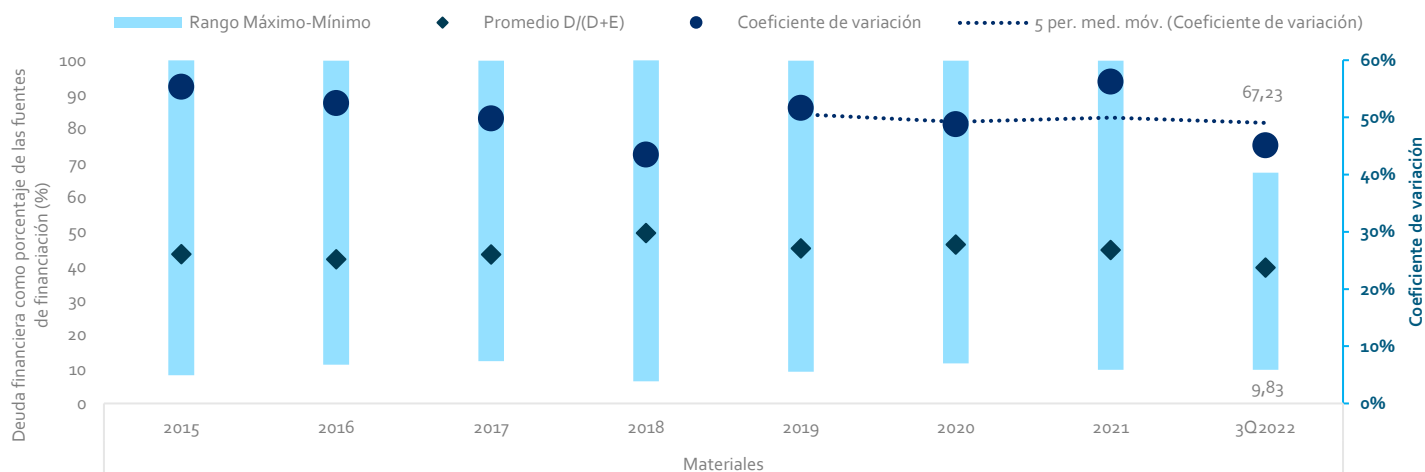
A manera de ejemplo las siguientes gráficas muestran la evolución del apalancamiento de algunos sectores seleccionados en los diferentes países del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). En varios casos, el nivel de apalancamiento de las compañías tiene una tendencia (por ejemplo, al alza) pero no converge a un mismo nivel a medida que pasa el tiempo; en otras palabras: la estructura de capital de esas compañías no converge a un mismo punto, sino que aumenta o baja al parecer en función de otra variable.

Por ejemplo, para el caso del sector "*Materiales*" en Colombia, en donde tenemos una muestra de 11 compañías⁶, el promedio de apalancamiento entre 2015 y tercer trimestre de

⁶ Ver tabla 1 al final del documento para conocer el detalle de las compañías estudiadas por sector. La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard (GICS)

2022 ha disminuido desde 43% hasta 40%. La dispersión, medida con el coeficiente de variación⁷ en 2015 era de 55,3% y en tercer trimestre de 2022 era de 45,1%.

Gráfica 2: Estructura de Capital empresas colombianas sector de Materiales

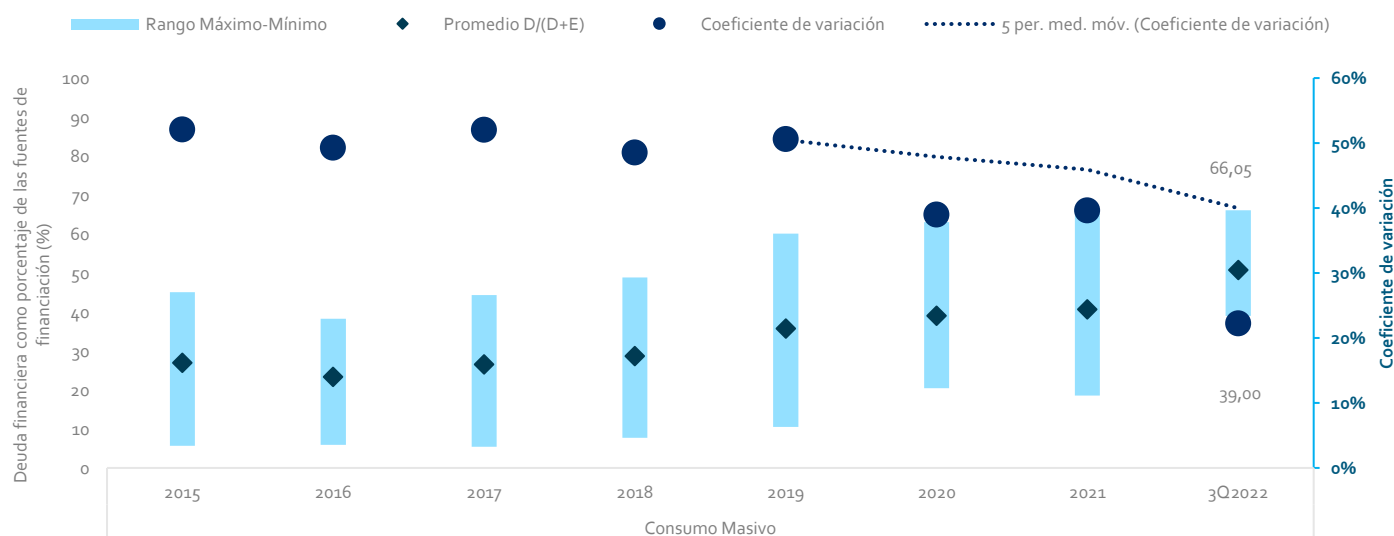


Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 11 empresas del sector de materiales que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia o que tienen alguna emisión de deuda financiera. [La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard \(GICS\).](#)

En el caso de las empresas con algún producto financiero listado en la Bolsa de Valores de Chile, nos llama la atención el incremento del nivel de endeudamiento de forma generalizada para aquellas del sector de consumo masivo; en donde estudiamos las 5 compañías más maduras del sector. Si bien el coeficiente de variación se ha reducido levemente desde 2015, hay compañías en 2022 cuyo financiamiento con deuda es igual al 9,83% del total de las fuentes de financiamiento mientras que otras se financian en un 67,23% con deuda. No se puede decir que la estructura de capital de estas compañías es igual; pero al menos parece haber una convergencia.

⁷ El coeficiente de variación es una medida de dispersión relativa de un conjunto de datos. Se define como la desviación estándar dividida la media de los datos. En este estudio, cada dato del coeficiente de variación se calcula como la desviación estándar de los datos de un año dividida por el promedio de ese mismo año.

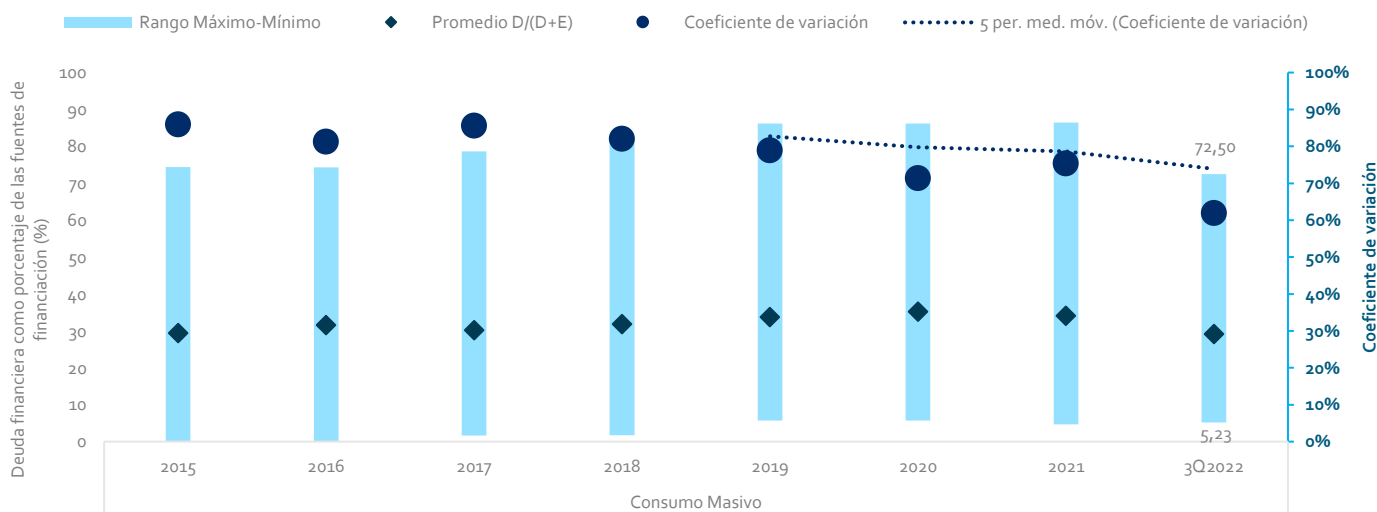
Gráfica 3: Estructura de Capital empresas chilenas sector de Consumo Masivo. ¿Parecen que convergen?



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 5 empresas del sector de consumo masivo que cotizan en la Bolsa de Valores de Chile o que tienen alguna emisión de deuda financiera. [La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard \(GICS\).](#)

Para las compañías con algún producto financiero listado en la Bolsa Mexicana de Valores, el comportamiento del apalancamiento de las compañías del sector de consumo masivo tiene un comportamiento similar al de sus pares chilenas (aumenta levemente). Asimismo, aunque la dispersión se reduce marginalmente sigue en niveles altos. Por ejemplo, en 2022 una compañía cuenta con 72,5% de su financiamiento explicado con deuda, mientras que otra lo hace en un 5,23%.

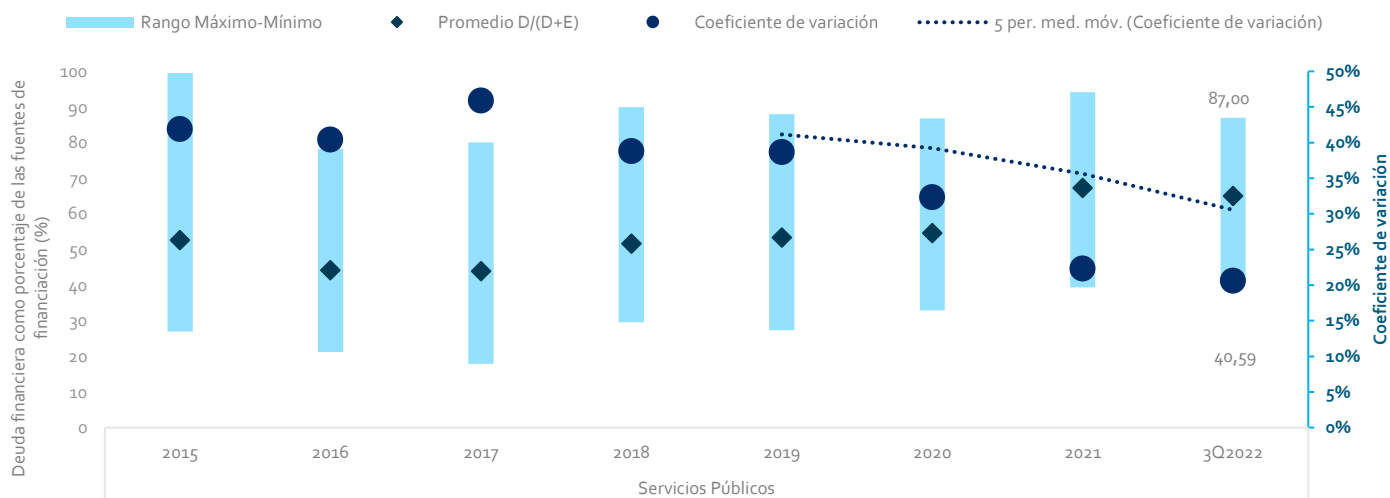
Gráfica 4: Estructura de Capital empresas mexicanas sector de Consumo Masivo



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 9 empresas del sector de consumo masivo que cotizan en la Bolsa de Valores de México o que tienen alguna emisión de deuda financiera. [La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard \(GICS\).](#)

Un caso interesante corresponde al de compañías de servicios públicos con algún producto financiero listado en la bolsa de Valores de Chile. Si bien hay compañías con estructuras de capital en extremos opuestos, la desviación típica de los datos cada vez es menor (coeficiente de variación cercano al 20%). Pareciera que en el sector de servicios públicos en Chile las compañías están enfocándose en optimizar su estructura de capital.

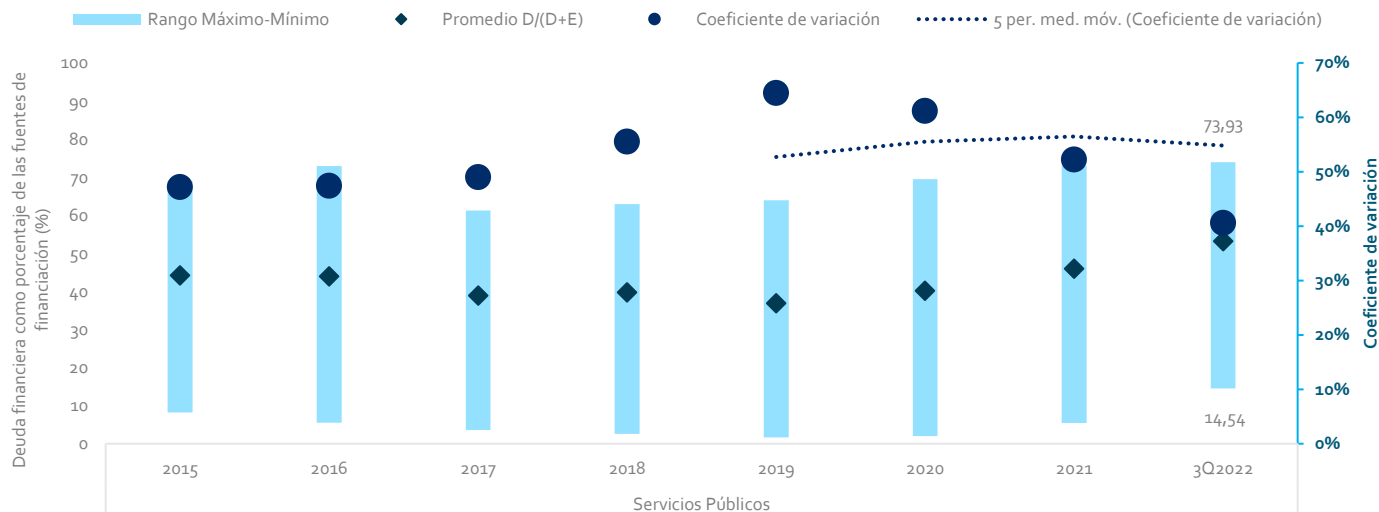
Gráfica 5: Estructura de Capital empresas chilenas sector de Servicios Públicos



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 10 empresas del sector de servicios públicos que cotizan en la Bolsa de Valores de Chile o que tienen alguna emisión de deuda financiera. [La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard \(GICS\).](#)

Por el lado de la Bolsa de Valores de Lima, el grupo de compañías de servicios públicos que estudiamos (7), mantiene un nivel importante de dispersión en su estructura de capital. Al igual que en otros casos, el nivel de apalancamiento crece levemente desde 2016 hasta 2022, pero su dispersión sigue por encima del 40% con respecto al promedio.

Gráfica 6: Estructura de Capital empresas peruanas sector de Servicios Públicos



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 7 empresas del sector de servicios públicos que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima o que tienen alguna emisión de deuda financiera. [La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard \(GICS\).](#)

Al parecer, salvo en contadas excepciones, las compañías que tienen listado productos en estas cuatro bolsas de Latinoamérica han incrementado su nivel de deuda en los últimos años. Este periodo se ha caracterizado por niveles históricamente bajos en los precios de las acciones y en las tasas de interés. Podemos decir que casi todas las compañías se han enfocado en incrementar el endeudamiento a la misma velocidad y, como el incremento en el apalancamiento de las compañías se ha dado en el mismo periodo en el que las tasas de interés disminuyeron, **creemos que la hipótesis de oportunidades de mercado explica el comportamiento de las compañías.**

4) ¿CÓMO HA EVOLUCIONADO LA ESTRUCTURA DE CAPITAL EN LAS EMPRESAS DE LATINOAMÉRICA?

A continuación, presentamos la evolución del nivel de participación de la deuda financiera dentro del balance general desde 2012 hasta el tercer trimestre de 2022.

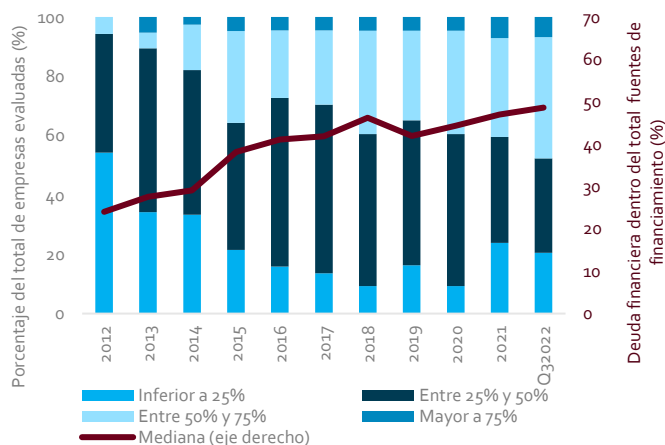
4.1 Estructura de capital de empresas colombianas



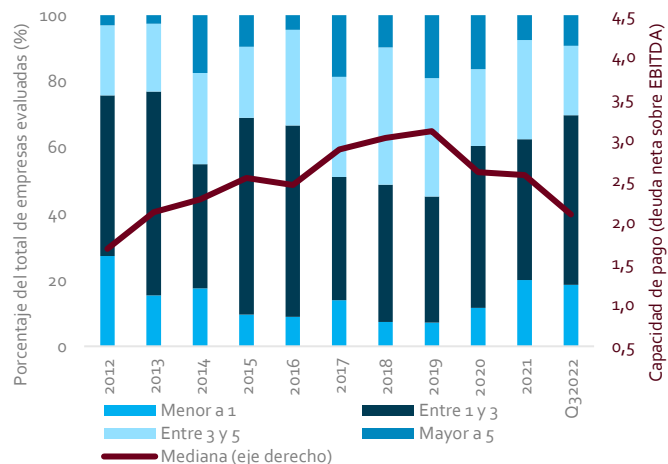
Como muestra la gráfica 7, la mediana de la deuda financiera dentro del total de las fuentes de financiación, para la muestra de 51 empresas evaluadas, mostró un incremento desde 2015, cuando se materializaron los efectos económicos de la caída de los precios del petróleo. A pesar de ese incremento, a corte tercer trimestre de 2022, estas empresas se encuentran en una buena posición financiera dada la buena capacidad para pagar las deudas que poseen, como bien muestra la gráfica 8 a partir de 2019.

Pero esto no es todo, si observamos la evolución del nivel de efectivo de las compañías (gráfica 9), podemos evidenciar que muchas de las empresas colombianas evaluadas poseen menos liquidez a cierre del tercer trimestre de 2022 en comparación con 2021.

Gráfica 7: Distribución de la deuda como porcentaje de las fuentes de financiación (2012-3Q2022) de las empresas colombianas que fueron evaluadas



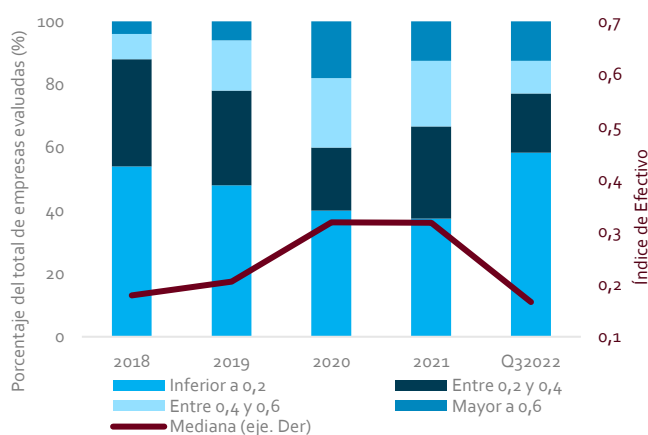
Gráfica 8: Distribución histórica de la capacidad de pago (deuda neta sobre ebitda) de las empresas que fueron evaluadas



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 51 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia o que tienen alguna emisión de deuda financiera

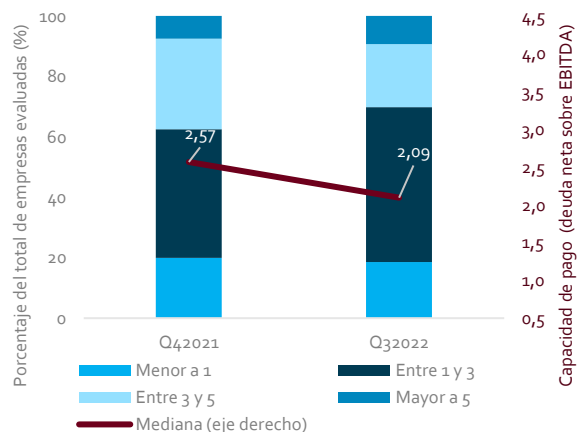
Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 51 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia o que tienen alguna emisión de deuda financiera

Gráfica 9: Índice de Efectivo de las compañías evaluadas entre el 2018 y el tercer trimestre de 2022⁸



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 51 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

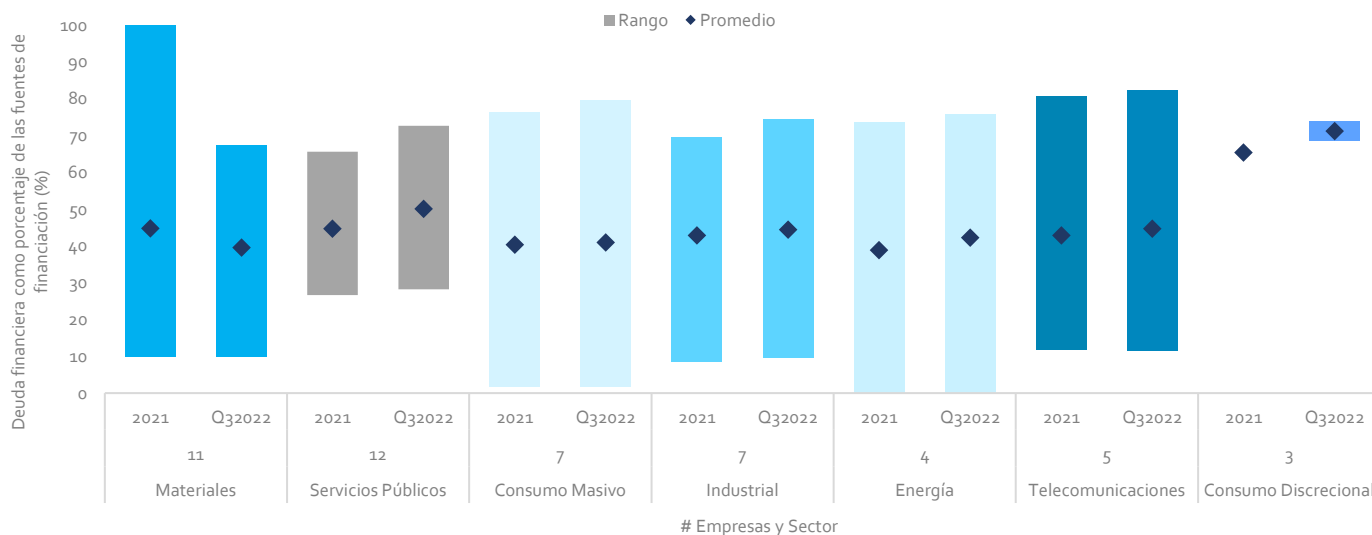
Gráfica 10: Distribución de la capacidad de pago (deuda neta sobre EBITDA) entre el cuarto trimestre 2021 y tercer trimestre de 2022



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 51 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

⁸ El índice de efectivo corresponde al indicador de efectivo y equivalentes / pasivos corrientes

Gráfica 11: Estructura de capital D/(D+E) de las empresas colombianas



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 49 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia o que tienen alguna emisión de deuda financiera. [La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard \(GICS\).](#)

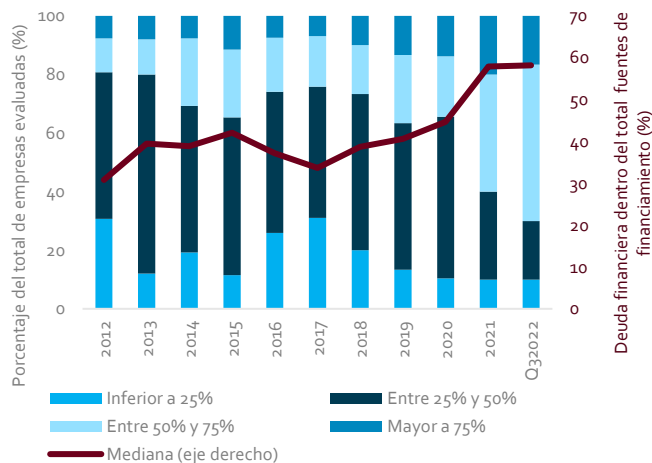
4.2 Estructura de capital de empresas chilenas



Por su parte, la mediana de la deuda financiera dentro del total de las fuentes de financiación, para la muestra de 31 empresas chilenas, mostró un incremento desde 2017, teniendo el punto más alto en 2021. Así, para 2021, las empresas consideradas en el análisis se encontraban en una buena posición financiera, la cual a corte tercer trimestre de 2022 ha desmejorado levemente ubicándose en los niveles de 2019 como se puede apreciar en la gráfica 13.

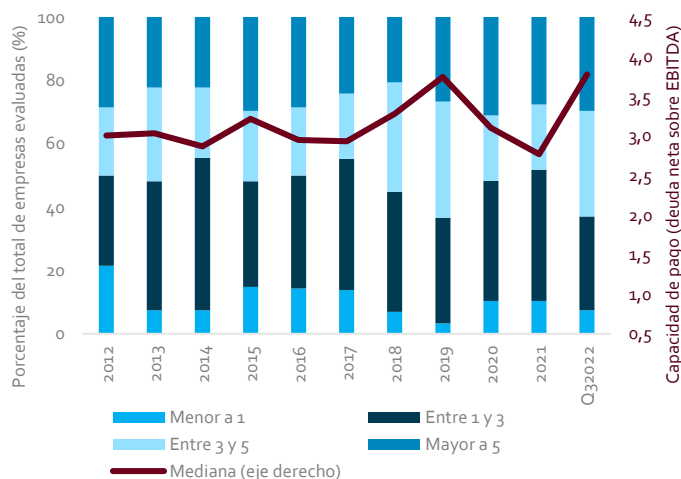
Si observamos la evolución del nivel de efectivo de las compañías (gráfica 14), podemos evidenciar que el indicador del índice de efectivo disminuyó desde 2020 hasta 2022, ubicándose en niveles por debajo de los registrados en 2018.

Gráfica 12: Distribución de la deuda como porcentaje de las fuentes de financiación (2012-3Q2022) de las empresas chilenas que fueron evaluadas



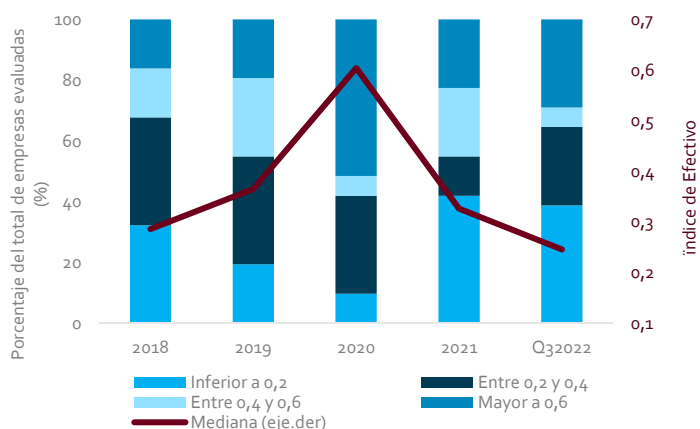
Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 31 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Chile o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

Gráfica 13: Distribución histórica de la capacidad de pago (deuda neta sobre ebitda) de las empresas que fueron evaluadas



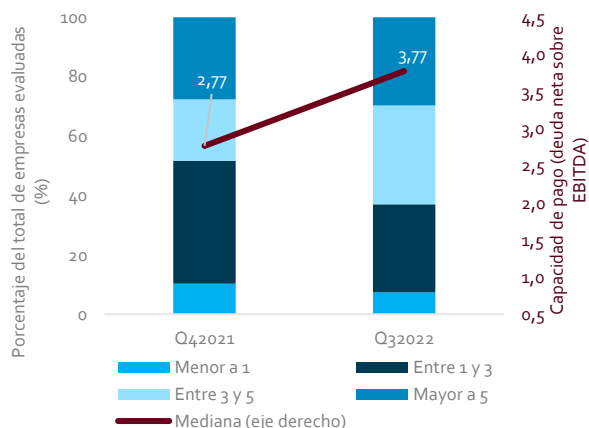
Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 31 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Chile o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

Gráfica 14: Índice de Efectivo de las compañías evaluadas entre el 2018 y el tercer trimestre de 2022¹



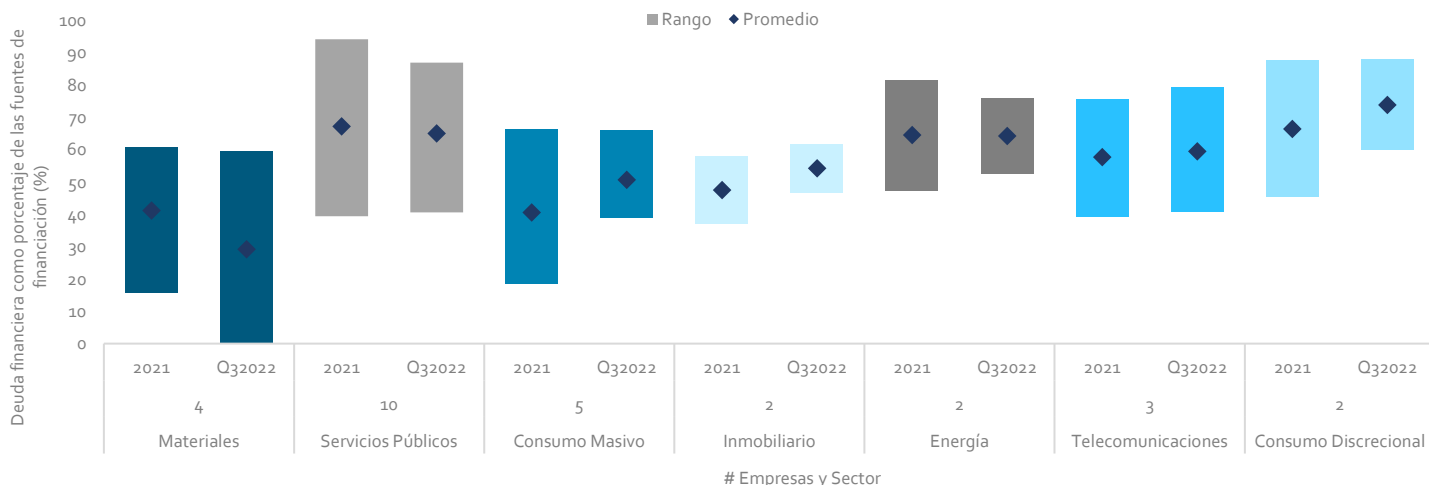
Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 31 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Chile o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

Gráfica 15: Distribución de la capacidad de pago (deuda neta sobre EBITDA) entre el cuarto trimestre 2021 y segundo trimestre de 2022



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 31 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Chile o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

Gráfica 16: Estructura de capital D/(D+E) de las empresas chilenas



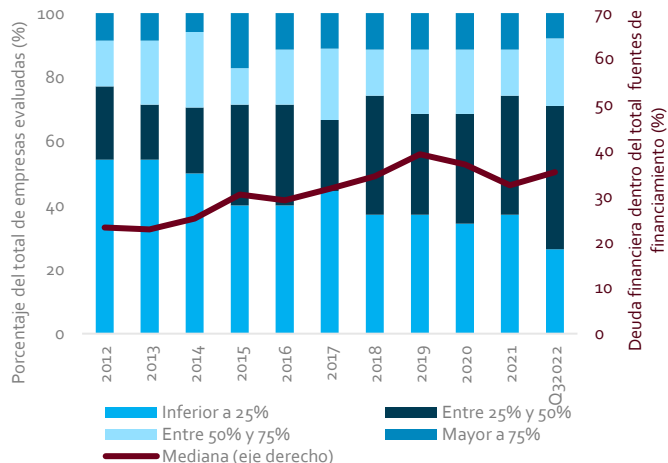
Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 28 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Chile o que tienen alguna emisión de deuda financiera. [La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard \(GICS\).](#)

4.3 Estructura de capital de empresas mexicanas



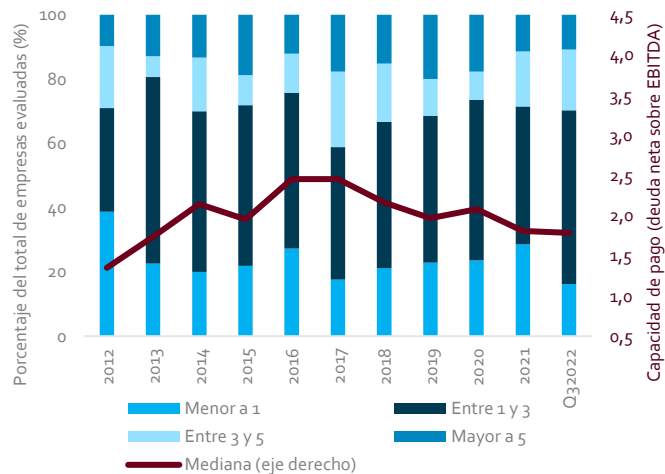
En cuanto a las empresas mexicanas, la mediana de la deuda financiera dentro del total de las fuentes de financiación para la muestra de 40 empresas evaluadas evidenció, una disminución desde 2019. Para tercer trimestre de 2022, las empresas consideradas en el análisis se encontraban con una buena posición financiera medida con el indicador deuda neta/EBITDA como se puede observar en la gráfica 18. Cabe resaltar que México es el país que disminuyó en menor proporción su tasa de política monetaria en 2020 siendo la tasa más alta a finales de ese año entre los países del análisis.

Gráfica 17: Distribución de la deuda como porcentaje de las fuentes de financiación (2012-3Q2022) de las empresas mexicanas que fueron evaluadas



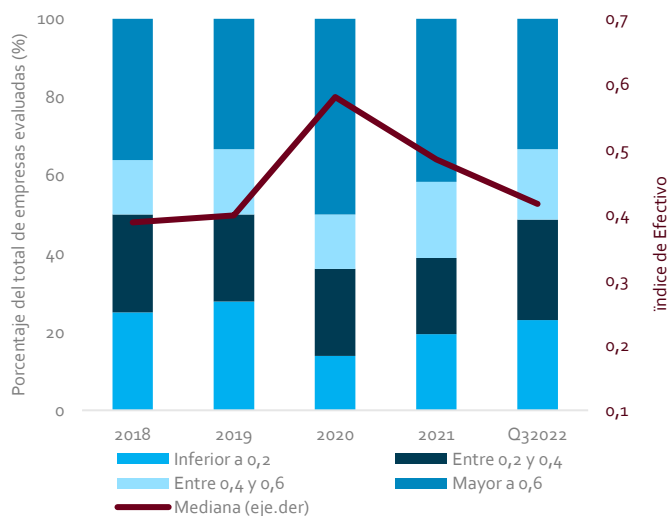
Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 40 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de México o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

Gráfico 18: Distribución histórica de la capacidad de pago (deuda neta sobre ebitda) de las empresas que fueron evaluadas



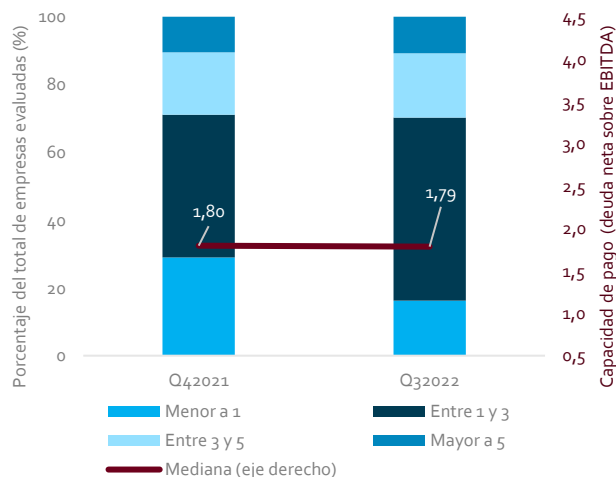
Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 40 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de México o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

Gráfica 19: Índice de Efectivo de las compañías evaluadas entre el 2018 y el tercer trimestre de 2022⁹



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 40 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de México o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

Gráfica 20: Distribución de la capacidad de pago (deuda neta sobre EBITDA) entre el cuarto trimestre 2021 y tercer trimestre de 2022



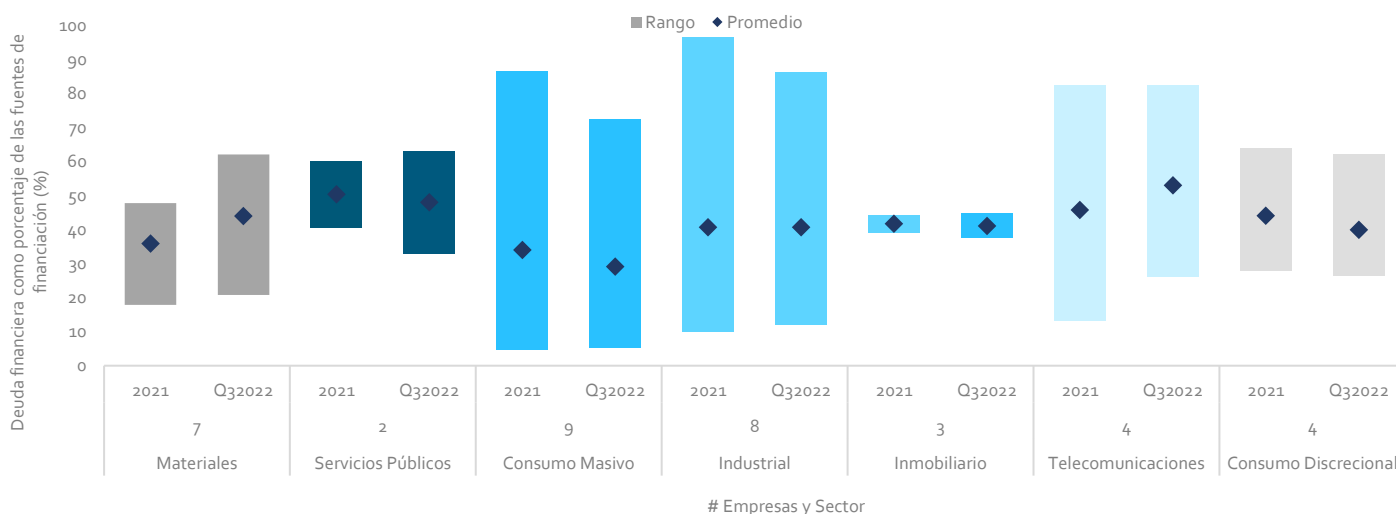
Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 40 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de México o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

⁹ El índice de efectivo corresponde al indicador de efectivo y equivalentes / pasivos corrientes

Es posible que las empresas mexicanas no tuvieran apetito por incrementar sus niveles de deuda financiera en línea con menores tasas de política monetaria presentes en 2020, pues esta no disminuyó en gran proporción como si ocurrió en Colombia, Chile y Perú para estimular la recuperación económica.

Al evaluar el nivel de efectivo (gráfica 19), podemos evidenciar que el indicador del índice de efectivo disminuyó desde 2020 hasta 2022, ubicándose en los niveles registrados de 2019.

Gráfica 21: Estructura de capital D/(D+E) de las empresas mexicanas



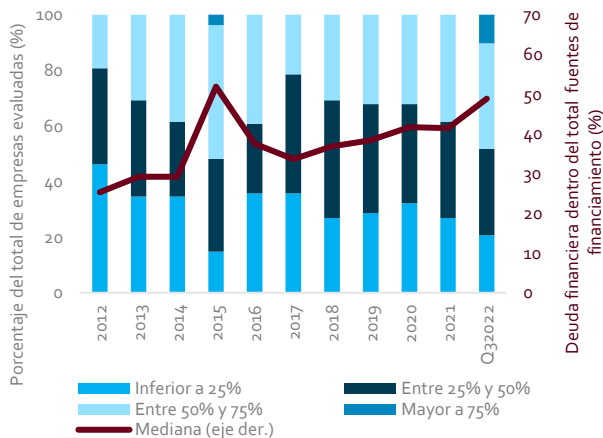
Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 37 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de México o que tienen alguna emisión de deuda financiera. [La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard \(GICS\).](#)

4.4 Estructura de capital de empresas peruanas



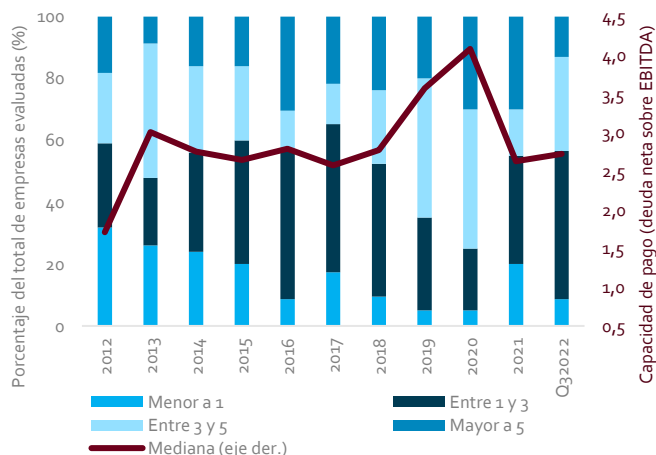
Por último, la mediana de la deuda financiera dentro del total de las fuentes de financiación, para una muestra de 32 empresas peruanas evaluadas, presenta aumento entre 2020 y 2021. En 2021, el financiamiento con deuda mayor al 50% se ubica en 38,5% y en 2020 en 32,1% (gráfica 22). Adicionalmente, en 2021, el 30% de las compañías peruanas analizadas necesitaban más de 5 años de EBITDA de ese mismo año para pagar la totalidad de su deuda neta (gráfica 23). En promedio las compañías peruanas del sector real analizadas exhiben mejora en la capacidad de pago pues el porcentaje de compañías que necesitarían menos de un año de EBITDA para pagar su deuda neta aumentó entre 2020 y 2022.

Gráfica 22: Distribución de la deuda como porcentaje de las fuentes de financiación (2012-3Q2022) de las empresas peruanas que fueron evaluadas



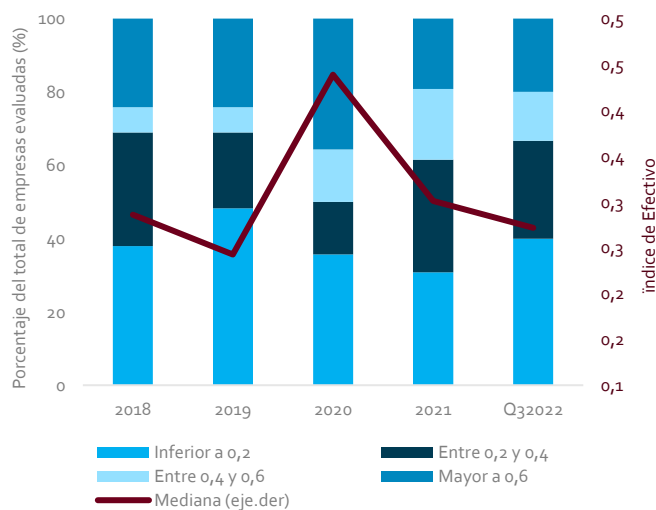
Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 32 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Perú o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

Gráfica 23: Distribución histórica de la capacidad de pago (deuda neta sobre ebitda) de las empresas que fueron evaluadas



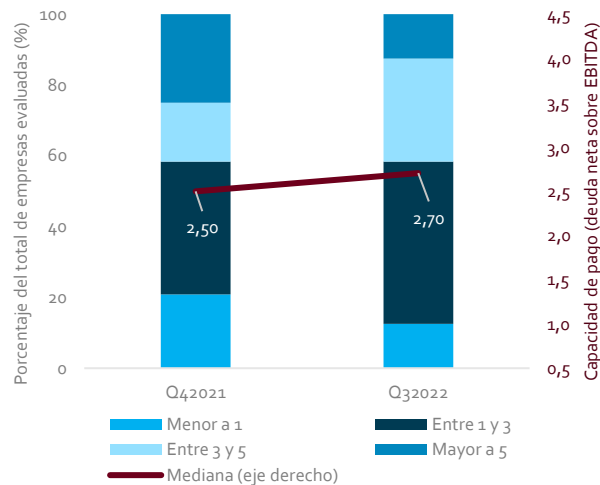
Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 32 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Perú o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

Gráfica 24: Índice de Efectivo de las compañías evaluadas entre el 2018 y el tercer trimestre de 2022¹⁰



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 32 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Perú o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

Gráfica 25: Distribución de la capacidad de pago (deuda neta sobre EBITDA) entre el cuarto trimestre 2021 y segundo trimestre de 2022

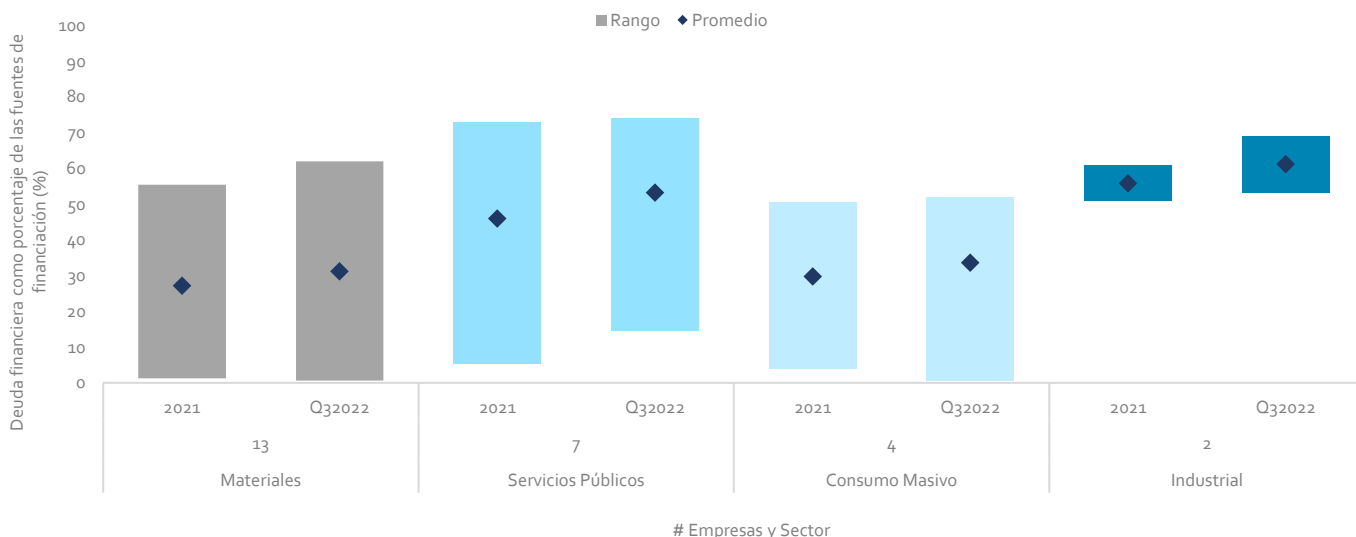


Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 32 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Perú o que tienen alguna emisión de deuda financiera.

Si observamos como las compañías se encuentran en el efectivo que controlan (gráfica 24), podemos evidenciar que el indicador del índice de efectivo para 2022 se encuentra en los niveles evidenciados en 2019.

¹⁰ El índice de efectivo corresponde al indicador de efectivo y equivalentes / pasivos corrientes

Gráfica 26: Estructura de capital D/(D+E) de las empresas peruanas



Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana. Se toman 26 empresas del sector real que cotizan en la Bolsa de Valores de Perú o que tienen alguna emisión de deuda financiera. [La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard \(GICS\).](#)

5) TODOS ESTAMOS EN LA MISMA SITUACIÓN

Los resultados de nuestro estudio nos permiten afirmar que existen elementos similares en el campo empresarial y de las finanzas corporativas entre los países.

Hemos evidenciado que la estructura de capital se comporta de manera similar entre países desde 2020 hasta 2022, a pesar de que cada país tiene un número diferente de emisores y una participación desigual en los sectores de las respectivas bolsas de valores de cada país.

Entre el 2020 y el 2022

las empresas evaluadas optimizaron sus perfiles crediticios, al mejorar la capacidad de pago, al tomar como referencia la deuda neta / EBITDA

El aumento del endeudamiento financiero en las empresas de los países evaluados se da de la mano de buenos indicadores de capacidad de pago desde 2020 hasta 2022. Además, el mayor endeudamiento representó un bajo riesgo para los acreedores y para la liquidez tanto de las empresas colombianas, chilenas, mexicanas y peruanas.

Si observamos el financiamiento con proveedores en los países evaluados podemos determinar que este indicador se comporta de manera equivalente entre países siendo una fuente importante de financiamiento. Sorprende la disparidad presente en la estructura financiera en empresas del mismo sector entre Colombia, Chile, México y Perú. *Lo anterior evidencia que la deuda y el financiamiento con proveedores son la fuente de financiamiento principal de las empresas del sector real en los países de Latinoamérica.*

Las decisiones de algunas empresas de Latinoamérica respondieron más al ritmo en que las tasas de interés cambiaron, que a un análisis fundamental sobre cuál debía haber sido la estructura de capital que más les convenía.

El periodo comprendido entre 2020-2021 fue favorable tanto para las empresas como para los mercados financieros. Pues las bajas tasas de interés y un buen desempeño de la economía permitieron que el apalancamiento financiero en promedio creciera año a año en las empresas de Latinoamérica.

El aumento de la inflación ha traído consigo un alza en las tasas de corto plazo de los créditos bancarios y a su vez, un aumento en los costos de financiamiento de la deuda en el mercado de valores.

Sin lugar a duda, en 2022 el financiamiento con deuda se encareció si se evalúa contra el pasado, y es posible que el escenario empeore como consecuencia de la incertidumbre económica mundial que lleve a deteriorar la capacidad de pago de las compañías y a su vez a que los establecimientos de crédito de Latinoamérica aumenten las exigencias para otorgar nuevos créditos. A las compañías les resulta más conveniente hoy obtener financiamiento con altas tasas de interés a plazos que reducen la necesidad de obtener recursos en cada momento y asegurar el efectivo necesario para mantener el negocio a flote en momentos inciertos.

*En el equipo de Investigaciones Económicas de Corficolombiana evidenciamos que las empresas colombianas, chilenas, mexicanas y peruanas han aumentado el apalancamiento financiero de la mano de la mejora en la capacidad de pago. No obstante, **en un contexto marcado por el aumento de la incertidumbre es necesario que cada compañía evalúe su estructura de capital y analice la que más le convenga dependiendo de los beneficios y costos asociados a cada fuente de financiamiento** siempre y cuando esta no transgreda la sostenibilidad en el largo plazo de la compañía. El objetivo es encontrar la combinación que se adecúe a la capacidad de endeudamiento de la firma que permitirá no solo optimizar la estructura de capital sino favorecer la generación de valor de la empresa de largo plazo.*

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 de estructura de capital 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 + arrendos financieros
- Capital propio valor a Mercado = Capitalización de mercado de las acciones ordinarias
- Capital propio valor en 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 y que se obtienen del mercado de valores o de cada ente regulador en cada país o de la Securities And Exchange Commission (SEC) en caso de que esté inscrita en Estados Unidos.

Tabla 1. Estructura de Capital de compañías en Colombia

Sector	Industria Primaria	Compañía	2021	3Q2022	2021	3Q2022	2021	3Q2022
			D/(D+E)	D/(D+E)	Deuda Neta/EBITDA	Deuda Neta/EBITDA	Prueba Acida	Prueba Acida
Energía	Exploración y Producción de Petróleo y Gas	Canacol Energy Ltd	73,5%	75,6%	2,3x	2,2x	2,8x	1,3x
	Petróleo y Gas Integrados	Ecopetrol S.A.	46,2%	55,8%	1,9x	1,3x	1,4x	1,1x
	Almacenamiento y Transporte de Petróleo y Gas	Promioriente SA ESP	35,5%	37,1%	2,0x	1,8x	0,7x	0,4x
	Carbón y combustibles consumibles	Valores Simesa S.A.	0,1%	0,1%	--	--	4,5x	12,3x
Materiales	Productos de papel	Cartón de Colombia S.A.	9,8%	9,8%	--	--	1,6x	1,6x
	Acero	Acerías Paz del Río S. A.	16,9%	17,1%	0,3x	0,6x	0,7x	0,4x
		Grupo Argos S.A.	61,3%	67,2%	4,5x	4,2x	0,8x	
	Materiales de construcción	Cementos Argos S.A.	45,6%	61,1%	3,8x	4,1x	0,5x	0,5x
		CEMEX Latam Holdings, S.A.	58,0%	47,6%	2,0x	1,3x	0,3x	0,2x
		Manufacturas de Cemento S.A.	54,5%	52,6%	2,4x	1,7x	0,5x	0,5x
	Oro	Mineros S.A.	99,9%	29,7%	--	0,1x	0,9x	0,6x
	Embalaje de papel	Carvajal Empaques S.A.	48,2%	48,3%	0,8x	0,7x	0,9x	0,7x
		Compañía de Empaques S.A.	30,9%	31,0%	1,1x	1,3x	1,2x	0,9x
		Productos químicos básicos	Enka de Colombia S.A.	21,9%	30,8%	0,4x	1,5x	1,1x
		Primax Colombia S.A.	--	--	1,6x	1,6x	0,9x	0,8x
Servicios Públicos		CELSIA S.A. E.S.P.	50,4%	63,4%	3,2x	3,1x	0,7x	0,5x
		Interconexión Eléctrica S.A. E.S.P.	53,2%	63,5%	3,4x	3,5x	1,9x	2,4x
	Empresas de electricidad	Codensa S.A. E.S.P.	56,7%	56,7%	1,9x	1,9x	0,6x	0,6x
		Enel Colombia S.A. E.S.P.	32,0%	32,0%	0,7x	1,4x	0,3x	
		Isagen S.A. E.S.P.	65,5%	72,6%	4,8x	4,6x	1,7x	1,1x
		TRANSELCA S.A. E.S.P.	26,6%	28,2%	1,2x	1,1x	2,2x	1,3x
		Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	39,8%	48,9%	5,5x	5,8x	1,4x	1,1x
		Promigas S.A. E.S.P.	48,4%	62,4%	4,1x	3,9x	1,2x	0,9x
	Servicios públicos de gas	Gas Natural del Oriente S.A., ESP	32,5%	37,6%	2,8x	2,1x	0,7x	0,9x
		Gases de Occidente S.A. E.S.P.	--	--	2,7x	2,5x	1,5x	1,3x
	Surtidora de Gas del Caribe S.A. E.S.P.	40,8%	35,2%	2,9x	2,1x	1,8x	1,2x	
	Servicios públicos múltiples	Empresas Públicas de Medellín E.S.P.	--	--	3,1x	2,7x	1,3x	1,1x
Industrial		Construcciones El Condor S.A.	63,3%	55,5%	13,2x	9,2x	1,0x	0,7x
	Construcción e ingeniería	Constructora Concreto S.A.	69,5%	74,2%	15,5x	14,0x	1,0x	1,0x
		Odinsa S.A.	--	--	0,5x	0,1x	1,3x	2,3x
		Construcciones Civiles S.A.	8,5%	9,5%	--	0,1x	2,6x	1,6x
	Productos de construcción	Tecnoglass Inc.	13,8%	14,4%	0,8x	0,4x	1,4x	1,3x
	Participaciones multiselectorales	Grupo de Inversiones Suramericana S.A.	39,6%	38,3%	--	2,6x	3,8x	2,0x
		Corporación Financiera Colombiana S.A.	62,1%	74,4%	--	--	--	--
Salud	Servicios de atención médica	Cooemeva Entidad Promotora de Salud S.A.	--	55,0%	--	--	0,3x	0,3x
Consumo Masivo	Hipermercados y Super Centros	Almacenes Éxito S.A.	27,3%	31,6%	0,4x	1,9x	0,5x	0,3x
		Grupo Nutresa S. A.	24,1%	21,6%	2,4x	2,5x	1,0x	0,7x
		Alpina Productos Alimenticios S.A.	--	--	4,2x	3,3x	0,7x	0,7x
	Alimentos envasados y carnes	Colombina S.A.	76,3%	79,5%	4,5x	4,3x	0,5x	0,4x
		Riopaila Castilla S.A.	47,7%	45,9%	2,4x	2,0x	0,3x	0,3x
		Mayagüez S.A.	64,5%	65,0%	3,5x	2,9x	0,3x	0,3x
	Productos personales	Productos Familia S.A.	1,6%	1,5%	--	--	1,4x	1,2x
	Suministro de gasolina	Organización Terpel S.A.	65,3%	73,8%	2,8x	3,4x	0,9x	0,6x
Consumo Discrecional	Venta al por menor de productos para el hogar	Sodimac Colombia S.A.	--	--	2,2x	2,2x	0,2x	0,2x
	Textiles	Fabricato S.A.	--	68,5%	--	--	0,4x	0,4x
Telecomunicaciones	Servicios Integrados de Telecomunicaciones	Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S.A. E.S.P.	48,2%	54,7%	0,5x	0,8x	0,7x	0,5x
	Operadores alternativos	Colombia Telecomunicaciones S.A. ESP	53,3%	54,1%	3,9x	9,0x	0,5x	0,5x
		UNE EPM Telecomunicaciones S.A.	80,6%	82,3%	2,7x	3,0x	0,6x	0,4x
		Radiodifusión	Caracol Televisión S.A.	20,0%	20,4%	--	0,1x	1,6x
		RCN Televisión S.A.	11,8%	11,6%	3,2x	--	1,4x	1,3x

Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana 30 de septiembre de 2022.

La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard (GICS).

Prueba acida = (Activo Corriente – Inventario) / Pasivo Corriente. Corresponde a un Indicador de liquidez.

D/(D+E), Deuda / (Deuda + Patrimonio a mercado o libros). Deuda financiera dentro del total fuentes de financiamiento (%)

Deuda Neta / EBITDA, Capacidad de pago

Tabla 2. Estructura de Capital de compañías en Chile

Sector	Industria Primaria	Compañía	2021	3Q2022	2021	3Q2022	2021	3Q2022
			D/(D+E)	D/(D+E)	Deuda Neta/EBITDA	Deuda Neta/EBITDA	Prueba Ácida	Prueba Ácida
Energía	Exploración y producción de petróleo y gas	Empresa Nacional del Petróleo	81,7%	76,0%	5,8x	3,5x	0,8x	0,8x
	Refinación y comercialización de petróleo y gas	Empresas Copec S.A.	47,4%	52,5%	2,3x	2,1x	1,3x	1,1x
Inmobiliario	Empresas de explotación inmobiliaria	Parque Arauco S.A.	58,0%	61,8%	7,2x	5,4x	2,1x	1,5x
		Plaza S.A.	37,1%	46,8%	4,8x	3,8x	0,9x	2,1x
Materiales	Cobre	Corporación Nacional del Cobre de Chile	60,7%	59,6%	1,7x	2,2x	1,5x	1,5x
	Fertilizantes y productos químicos agrícolas	Sociedad Química y Minera de Chile S.A.	15,8%	0,2%	0,2x	--	3,3x	1,5x
	Productos de papel	Empresas CMPC S.A.	52,3%	55,2%	2,6x	2,6x	1,2x	1,1x
	Acero	CAP S.A.	36,1%	29,1%	--	0,2x	0,8x	0,5x
Servicios Públicos		Empresa Eléctrica Angamos SpA	94,2%	53,2%	0,1x	0,3x	0,8x	1,1x
		Empresa Eléctrica Cochran SpA	88,7%	87,0%	5,1x	4,4x	0,7x	1,0x
	Compañías eléctricas	Enel Américas S.A.	39,4%	40,6%	1,8x	1,6x	0,8x	0,5x
		Enel Chile S.A.	67,1%	74,9%	7,8x	10,4x	0,5x	0,4x
		Engie Energía Chile S.A.	66,6%	77,2%	3,3x	8,9x	1,1x	0,8x
		Transec S.A.	64,1%	65,7%	6,2x	6,1x	1,4x	1,5x
	Productores independientes de energía y comerciantes de energía	AES Andes S.A.	60,3%	68,0%	2,2x	3,8x	0,8x	0,9x
		Colbún S.A.	62,2%	58,2%	2,5x	--	2,4x	3,7x
	Servicios de agua	Aguas Andinas S.A.	55,1%	51,3%	3,7x	3,9x	1,1x	1,0x
		Inversiones Aguas Metropolitanas S.A.	75,1%	74,5%	3,9x	4,0x	1,1x	1,1x
Tecnología	Consultoría informática y otros servicios	Sonda S.A.	57,8%	52,5%	1,1x	1,6x	1,6x	1,5x
Consumo Masivo	Cerveceros	Compañía Cervecerías Unidas S.A.	18,6%	41,4%	0,7x	1,9x	0,8x	0,8x
	Destiladores y vinateros	Viña Concha y Toro S.A.	31,1%	39,0%	2,4x	3,3x	0,8x	0,6x
	Comercio minorista de alimentos	SMU S.A.	66,5%	66,1%	5,0x	4,5x	0,4x	0,3x
	Hipermercados y Supercentros	Cencosud S.A.	47,3%	62,5%	1,8x	--	0,6x	0,4x
	Refrescos	Embotelladora Andina S.A.	39,7%	44,7%	1,6x	2,0x	1,5x	1,1x
Consumo Discrecional	Grandes almacenes	Falabella S.A.	45,4%	59,9%	3,7x	6,0x	1,6x	1,8x
		Ripley Corp S.A.	87,6%	87,9%	11,8x	13,1x	0,8x	0,7x
Industrial	Marina	Compañía Sud Americana de Vapores S.A.	12,0%	15,7%	--	--	0,0x	0,1x
	Ferrocarriles	Empresa de Los Ferrocarriles del Estado	--	--	86,7x	50,6x	3,0x	3,7x
Telecomunicaciones	Servicios integrados de telecomunicaciones	Telefónica Chile S.A.	39,4%	40,9%	1,9x	3,8x	0,6x	0,5x
	Servicios de telecomunicaciones inalámbricas	Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A.	75,8%	79,5%	3,5x	2,0x	0,9x	1,0x
		Telefonía Móviles Chile S.A.	58,0%	58,1%	2,8x	6,0x	0,9x	0,9x

Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana 30 de septiembre de 2022.

La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard (GICS).

Prueba ácida = (Activo Corriente – Inventario) / Pasivo Corriente. Corresponde a un Indicador de liquidez.

D/(D+E), Deuda / (Deuda + Patrimonio a mercado o libros). Deuda financiera dentro del total fuentes de financiamiento (%)

Deuda Neta / EBITDA, Capacidad de pago

Tabla 3. Estructura de Capital de empresas en México

Sector	Industria Primaria	Compañía	2021	3Q2022	2021	3Q2022	2021	3Q2022
			D/(D+E)	D/(D+E)	Deuda Neta/EBITDA	Deuda Neta/EBITDA	Prueba Ácida	Prueba Ácida
Energía	Petróleo y gas integrados	Petróleos Mexicanos S.A. de C.V.	--	--	28,4x	5,9x	0,4x	0,4x
	Empresas de explotación inmobiliaria	Corporación Inmobiliaria Vesta, S.A.B. de C.V.	39,1%	37,5%	3,7x	4,8x	7,2x	5,6x
Inmobiliario	Servicios inmobiliarios	PLA Administradora Industrial, S. de R.L. de C.V.	--	--	--	--	--	--
	Servicios inmobiliarios	Fibra UNO	44,3%	44,8%	7,7x	7,4x	1,1x	0,5x
Materiales	Materiales de construcción	CEMEX, S.A.B. de C.V.	47,8%	62,1%	3,4x	4,2x	0,4x	0,5x
		GCC, S.A.B. de C.V.	17,8%	20,8%	--	--	2,1x	3,8x
	Metales preciosos y minerales	Industrias Peñoles, S.A.B. de C.V.	40,8%	44,9%	0,8x	1,3x	2,1x	1,8x
	Metales y minería diversificados	Grupo México, S.A.B. de C.V.	21,1%	25,5%	0,3x	0,4x	3,0x	3,9x
		Minera México, S.A. de C.V.	--	49,4%	--	1,8x	0,4x	0,4x
	Productos químicos básicos	Orbia Advance Corporation, S.A.B. de C.V.	46,1%	61,0%	1,8x	2,0x	0,9x	0,9x
		ALPEK, S.A.B. de C.V.	41,8%	44,3%	1,1x	1,2x	1,0x	0,7x
Tecnología	Servicios e infraestructuras de Internet	SixSigma Networks Mexico SA de CV	--	64,9%	--	4,3x	0,8x	0,8x
Industrial	Autopistas y vías férreas	Promotora y Operadora de Infraestructura, S. A. B. de C. V.	19,9%	22,9%	0,1x	--	4,2x	4,0x
		Red de Carreteras de Occidente, S.A.B. de C.V.	90,1%	86,2%	4,4x	3,4x	2,1x	2,5x
	Conglomerados industriales	Grupo Carso, S.A.B. de C.V.	17,1%	23,7%	1,4x	1,7x	1,3x	1,1x
		Alfa, S. A. B. de C. V.	63,3%	66,6%	2,5x	2,3x	0,9x	0,6x
	Servicios aeroportuarios	Grupo Aeroportuario del Pacífico, S.A.B. de C.V.	16,2%	21,1%	1,3x	1,2x	1,7x	1,8x
		Grupo Aeroportuario del Sureste, S. A. B. de C. V.	9,8%	11,9%	0,5x	0,1x	3,0x	3,7x
		Grupo Aeroportuario del Centro Norte, S.A.B. de C.V.	13,1%	15,8%	0,4x	1,2x	1,5x	0,9x
	Aerolíneas	Controladora Vuela Compañía de Aviación, S.A.B. de C.V.	96,4%	77,8%	4,4x	9,5x	0,7x	0,7x
Telecomunicaciones	Servicios integrados de telecomunicaciones	Axtel, S.A.B. de C.V.	82,3%	82,6%	3,2x	3,9x	1,0x	1,1x
	Servicios de telecomunicaciones inalámbricas	América Móvil, S.A.B. de C.V.	32,1%	38,4%	1,8x	1,9x	0,7x	0,6x
	Cable y satélite	Megacable Holdings, S. A. B. de C. V.	13,0%	26,2%	0,5x	0,9x	0,6x	0,8x
		Grupo Televisa, S.A.B.	55,7%	65,2%	2,5x	1,5x	1,0x	2,1x
Consumo Masivo	Destilerías y vinaterías	Becle, S.A.B. de C.V.	10,3%	14,0%	1,1x	1,6x	2,0x	1,6x
	Hipermercados y Supercentros	Wal-Mart de México, S.A.B. de C.V.	4,6%	5,2%	0,3x	0,2x	0,4x	0,4x
		Arca Continental, S.A.B. de C.V.	18,5%	17,0%	0,6x	0,4x	1,2x	1,2x
	Bebidas no alcohólicas	Coca-Cola FEMSA, S.A.B. de C.V.	27,7%	24,3%	1,2x	1,1x	1,4x	1,0x
		Fomento Económico Mexicano, S.A.B. de C.V.	32,4%	36,0%	1,9x	2,1x	1,3x	0,9x
		Gruma, S.A.B. de C.V.	86,4%	34,5%	1,9x	2,4x	1,0x	0,8x
	Alimentos envasados y carnes	Grupo Bimbo, S.A.B. de C.V.	31,8%	29,3%	2,5x	2,5x	0,4x	0,4x
	Sigma Alimentos, S. A. de C. V.	71,1%	72,5%	2,5x	2,8x	0,7x	0,6x	
	Productos para el hogar	Kimberly-Clark de México, S. A. B. de C. V.	23,9%	29,7%	1,8x	1,8x	1,2x	1,5x
Consumo Discrecional	Grandes almacenes	El Puerto de Liverpool, S.A.B. de C.V.	28,1%	26,6%	0,6x	1,1x	1,2x	1,0x
	Restaurantes	Alsea, S.A.B. de C.V.	64,0%	62,2%	6,5x	4,3x	0,5x	0,4x
	Electrodomésticos	Controladora mabe S.A. de C.V.	40,4%	40,3%	0,9x	1,2x	0,5x	0,4x
	Repuestos y equipos para automóviles	Metalsa, S.A. DE C.V.	--	30,9%	--	0,4x	1,3x	1,3x
Salud	Productos farmacéuticos	Genomma Lab Internacional, S.A.B. de C.V.	21,6%	27,2%	1,5x	1,2x	1,3x	0,8x
Servicios Públicos	Empresas de electricidad	Comisión Federal de Electricidad	60,1%	63,1%	28,4x	294,9x	1,1x	0,8x
	Servicios de gas	Infraestructura Energética Nova, S. A. P. I. de C. V.	40,7%	33,0%	4,2x	3,2x	0,4x	0,5x

Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana 30 de septiembre de 2022.

La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard (GICS).

Prueba ácida = (Activo Corriente – Inventario) / Pasivo Corriente. Corresponde a un Indicador de liquidez.

D/(D+E), Deuda / (Deuda + Patrimonio a mercado o libros). Deuda financiera dentro del total fuentes de financiamiento (%)

Deuda Neta / EBITDA, Capacidad de pago

Tabla 4. Estructura de Capital de empresas de Perú

Sector	Industria Primaria	Compañía	2021 D/(D+E)	3Q2022 D/(D+E)	2021 Deuda Neta/EBITDA	3Q2022 Deuda Neta/EBITDA	2021 Prueba Ácida	3Q2022 Prueba Ácida
Energía	Exploración y producción de petróleo y gas	Hunt Oil Company Of Peru L.L.C., Sucursal del Perú	--	83,88%	--	1,7x	0,7x	0,7x
	Refinación y comercialización de petróleo y gas	Peru LNG S.R.L. Petróleos del Perú - PETROPERÚ S.A.	--	45,52%	--	--	1,0x	1,0x
Inmobiliario	Actividades inmobiliarias diversificadas	Inversiones Centenario S.A.A.	72,73%	76,50%	16,1x	114,1x	0,3x	0,3x
Materiales	Materiales de construcción	Cementos Pacasmayo S.A.A.	42,27%	48,84%	2,9x	2,6x	0,5x	0,3x
		Unacem Corp S.A.A.	47,78%	55,63%	2,4x	2,1x	0,6x	0,5x
	Metales y minería diversificados	Nexa Resources Perú S.A.A.	11,01%	0,76%	--	--	2,1x	2,1x
		Volcan Cía. Minera S.A.A.	--	--	--	--	--	--
		Panoro Minerals Ltd.	26,61%	33,66%	--	--	1,0x	0,9x
		Minsur S.A.	35,80%	--	0,8x	--	1,0x	0,9x
	Oro	Sociedad Minera El Brocal S.A.A.	36,45%	34,05%	0,9x	1,5x	0,9x	0,8x
		Compañía de Minas Buenaventura S.A.A.	37,35%	30,10%	5,7x	4,5x	0,7x	1,4x
	Acero	Corporacion Aceros Arequipa S.A.	55,39%	61,92%	1,7x	3,1x	0,6x	0,5x
	Cobre	Empresa Siderúrgica del Perú S.A.A.	1,25%	15,51%	--	0,0x	0,6x	0,4x
Southern Peru Copper Corporation - Sucursal del Perú		1,95%	0,90%	--	--	1,2x	1,9x	
Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.		2,94%	0,68%	--	--	1,3x	2,8x	
Contenedores de metal y vidrio	San Miguel Industrias PET S.A.	--	60,41%	--	3,4x	0,9x	0,9x	
Industrial	Empresas comerciales y distribuidores	Ferreycorp S.A.A.	50,86%	53,24%	2,1x	2,9x	0,6x	0,5x
	Construcción e ingeniería	Aenza S.A.A.	60,67%	69,07%	2,0x	1,6x	0,9x	0,8x
Salud	Instalaciones sanitarias	Auna S.A.A.	74,49%	85,00%	9,4x	12,8x	0,7x	0,5x
Servicios Públicos	Empresas de electricidad	Enel Distribución Perú S.A.A.	42,99%	42,69%	2,2x	1,9x	0,6x	0,5x
		Fenix Power Perú S.A.	--	--	--	--	--	--
		Kallpa Generación S.A.	--	73,93%	--	2,6x	1,4x	1,4x
	Empresas de gas	Consortio Transmantaro S.A.	72,98%	71,98%	6,3x	6,3x	1,4x	2,1x
		Gas Natural de Lima y Callao S.A.	67,63%	71,29%	3,3x	3,5x	1,4x	1,1x
Productores independientes de energía y comerciantes de energía	Engie Energía Perú S.A.	40,63%	44,51%	1,9x	2,7x	0,9x	1,4x	
Electricidad renovable	Enel Generación Peru S.A.A.	5,48%	14,54%	0,1x	0,5x	0,9x	0,6x	
Consumo Masivo	Hipermercados y Supercentros	InRetail Perú Corp.	40,03%	41,41%	4,4x	4,6x	0,4x	0,4x
	Alimentos y carnes envasados	Alicorp S.A.A.	50,45%	51,90%	3,4x	2,7x	0,7x	0,5x
		Casa Grande S.A.A.	24,73%	40,39%	--	1,6x	1,3x	0,6x
	Cerveceras	Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	3,81%	0,46%	0,2x	--	0,2x	0,9x
Telecomunicaciones	Servicios integrados de telecomunicaciones	Telefónica del Perú S.A.A.	64,40%	68,46%	5,1x	3,7x	0,3x	0,3x

Fuente: Capital IQ, cálculos Corficolombiana 30 de septiembre de 2022.

La clasificación sectorial se realiza de acuerdo con el Global Industry Classification Standard (GICS).

Prueba ácida = (Activo Corriente – Inventario) / Pasivo Corriente. Corresponde a un Indicador de liquidez.

D/(D+E), Deuda / (Deuda + Patrimonio a mercado o libros). Deuda financiera dentro del total fuentes de financiamiento (%)

Deuda Neta / EBITDA, Capacidad de pago

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

jose.lopez@corficolombiana.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

julio.romero@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 70020

laura.parra@corficolombiana.com

Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

diego.gomez@corficolombiana.com

Maria Paula González

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

Paula.González@corficolombiana.com

Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

gabriela.bautista@corficolombiana.com

Jenny Julieth Moreno

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

Jenny.moreno@corficolombiana.com

Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

felipe.espitia@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

rafael.espana@corficolombiana.com

Jaime Andres Cardenas

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

Jaime.cardenas@corficolombiana.com

Diana Valentina Lopez

Practicante de Investigaciones

diana.lopez@corficolombiana.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbezo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

maria.orbezo@corficolombiana.com

Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

juan.pardo@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 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.