

Investigaciones Económicas  
Corficolombiana

# **Cost of Equity (Ke)** **November 2025 Update**

Financial Analysis  
December 2025



# Ke Results Summary

This document summarizes the main results of our periodic update of the expected cost of equity, or shareholders' equity (commonly referred to as Ke or cost of equity).

We perform the calculations from the perspective of a foreign investor in USD seeking to invest in one of the LAC5 countries: Brazil, Mexico, Colombia, Chile, and Peru..

*Detailed explanation of the formulas in our [January 2025 Update of the Expected Cost of Equity Report](#).*

## Formulas used to derive Ke in USD and in local currency

$$\begin{aligned} & \text{Cost of Equity}_{USD} \\ &= \text{Risk-free Rate}_{US} + (\beta \times \text{Market Premium}_{US}) \\ &+ \left( (\text{CDS}_{COL,CHL,MEX,PER,BRZ} - \text{CDS}_{US}) \times \frac{\sigma_{\text{Stock Market}_{COL,CHL,MEX,PER,BRZ}}}{\sigma_{\text{SovereignBonds}_{COL,CHL,MEX,PER,BRZ}}} \right) \end{aligned}$$

*\*The ratio between equity market volatility and sovereign bond market volatility corresponds to the 'scaling factor' referred to throughout the presentation.*

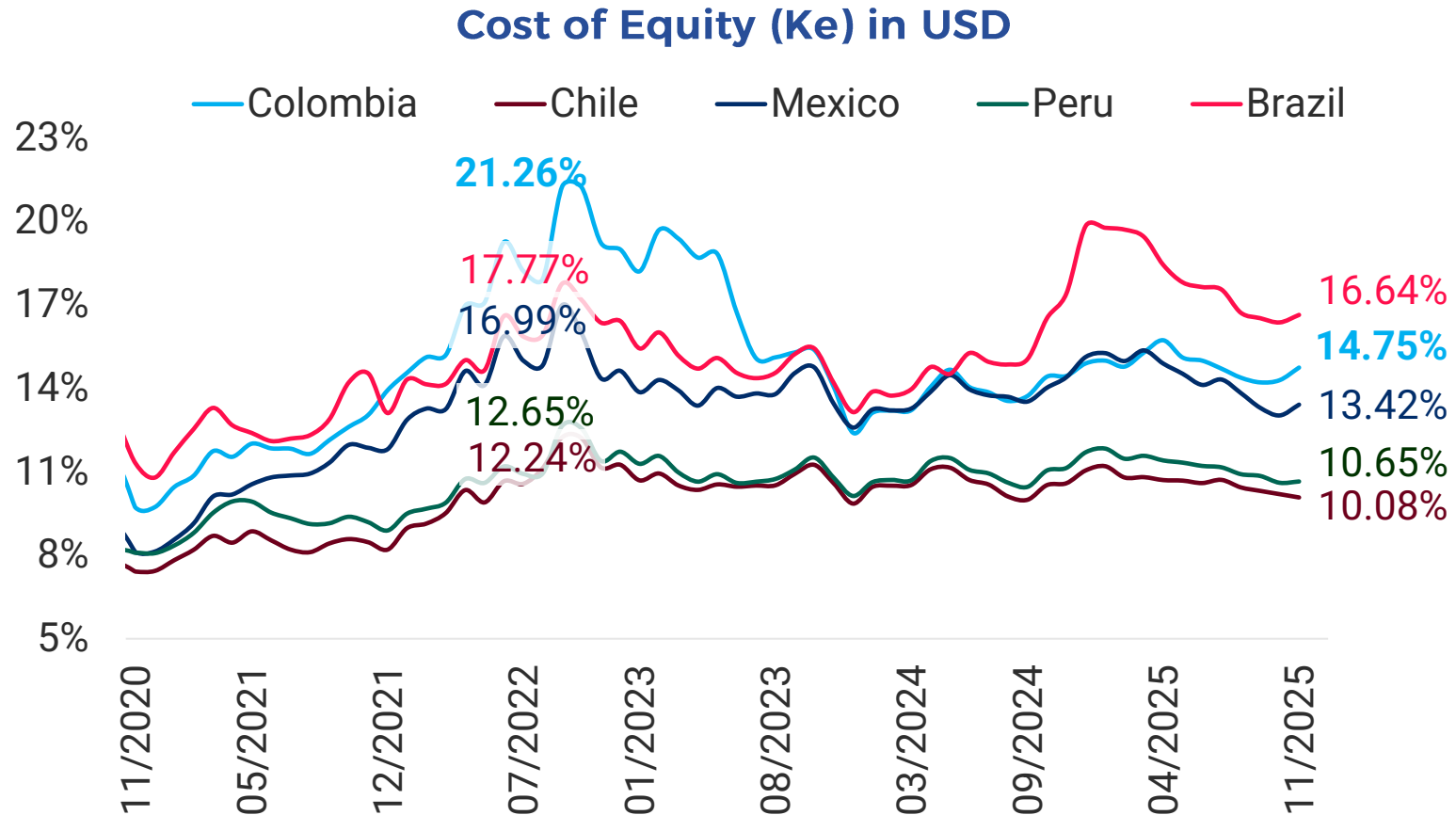
$$\text{Required Return on Equity}_{\text{Local Currency}}$$

$$\begin{aligned} &= (1 + \text{Return on Equity}_{USD}) \times (1 \\ &+ \text{Implit Devaluation in Forward Curve}) - 1 \end{aligned}$$

# Key Findings as of November 2025

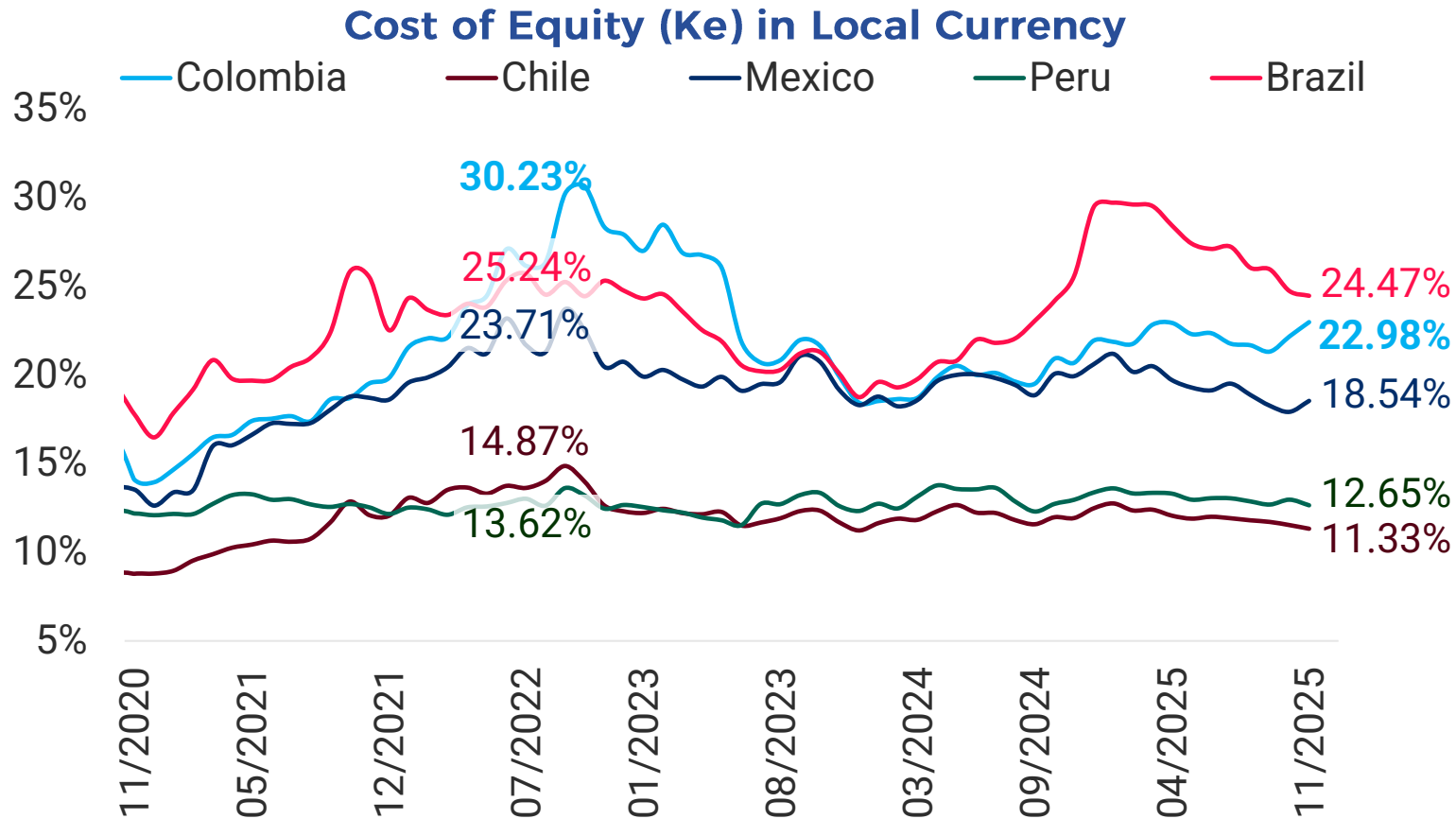
- Over the past three months (August–November), the downward trend in the cost of equity (Ke), both in USD and in local currency, came to a halt in Brazil, Mexico, and Colombia, with the exception of Brazil's local-currency Ke, which continued to decline. In Colombia, the recent deterioration pushed Ke up to 14.75% in USD and 22.98% in COP. By contrast, Peru and Chile maintained a broadly flat, slightly declining trajectory.
- Brazil, with a USD Ke of 16.64%, has continued to post the highest cost of equity among the LAC5 since late 2023, followed by Colombia, whose Ke stood 149 bps lower at the end of November. Mexico remains at an intermediate level (13.42%), while Peru (10.65%) and Chile (10.8%) exhibit the lowest Ke levels. This ranking is also observed in local currency and has remained stable over the past two years.
- Within the components of Ke, the shift in trend between October and November was driven mainly by the increase in 10-year CDS spreads. The volatility scaling factor—another component of country risk—offset this deterioration across all LAC5 countries except Colombia, where it increased from 1.76x to 1.88x. In addition, Colombia's Ke in COP was pressured by higher currency hedging costs.
- Finally, Ke dynamics are broadly aligned with each country's credit risk, as reflected in 10-year local-currency sovereign bonds. Overall, both Ke and local interest rates have been on a downward path since their 2023 peaks, reinforcing the long-term declining trend of these indicators.

Over the last three months (August–November), the downward trend in Colombia’s, Mexico’s, and Brazil’s USD Ke came to a halt, with increases in November of +45 bps, +39 bps, and +27 bps, respectively. In contrast, Peru and Chile maintained a broadly flat, slightly declining trajectory



Source: LSEG Workspace, Corficolombiana

The behavior of Ke in local currency has broadly mirrored that observed in USD, reflecting relative stability in currency hedging costs. The main exceptions were Brazil, where hedging costs declined, and Colombia, where they increased despite the appreciation of the peso over the quarter. As a result, Colombia's local-currency Ke rose by 130 bps\*



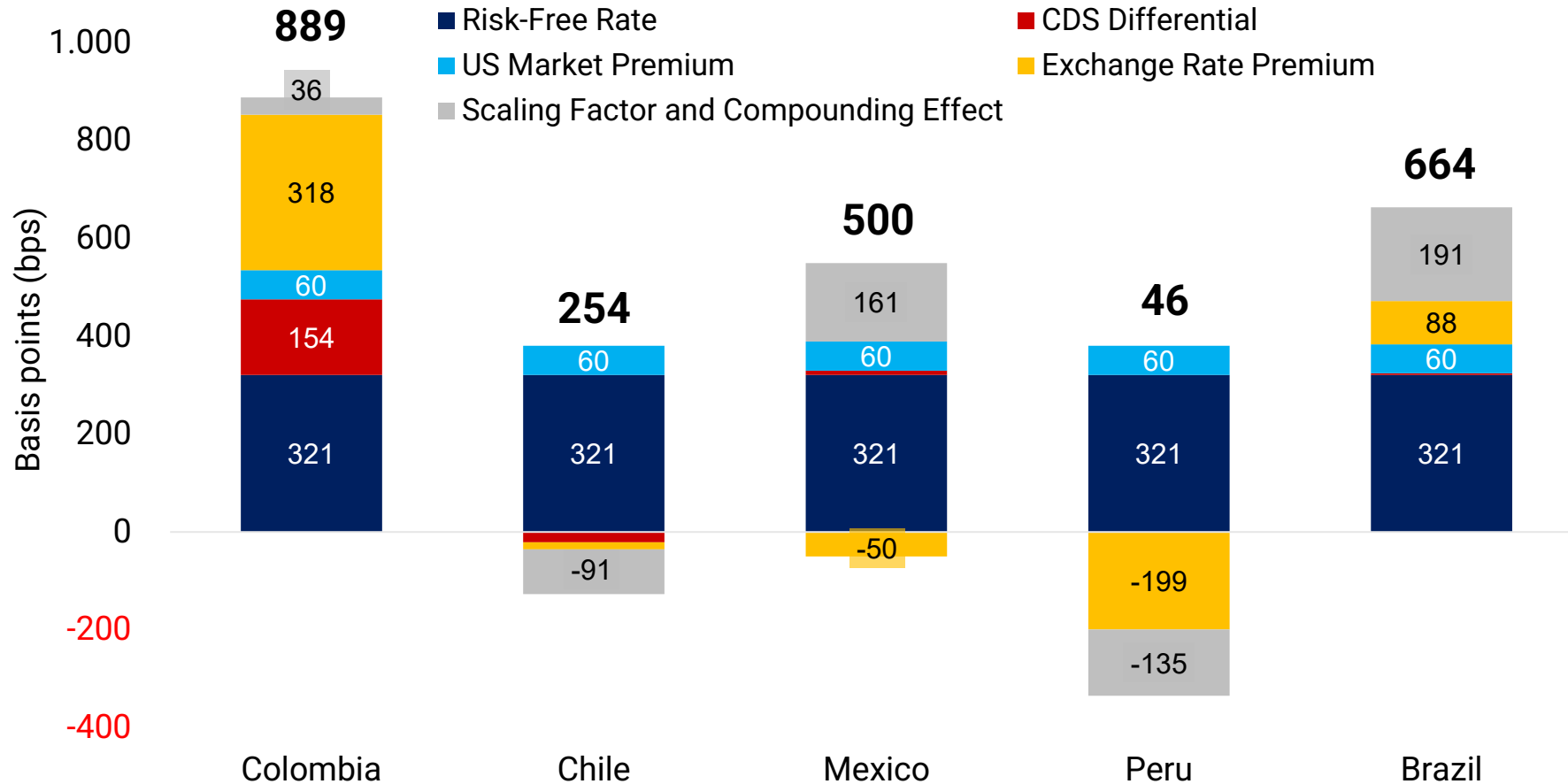
Source: LSEG Workspace, Corficolombiana



Ke is converted from USD to local currency for each country. This is done by incorporating the 10-year expected depreciation of each currency, which reflects the cost of the corresponding exchange-rate hedge implied by the local-currency/USD forward curve for each country.

Compared with pre-pandemic levels of local-currency Ke, Brazil (+962 bps), Colombia (+831 bps), and Mexico (+575 bps) show the largest increases. Notably, Colombia is the only country exhibiting simultaneous increases in both currency hedging costs (+226 bps from the FX premium) and USD credit risk (+171 bps from CDS), pointing—by a wide margin—to the greatest relative deterioration in credit risk among the LAC5.

### Parameter Changes Between November 2020 and November 2025



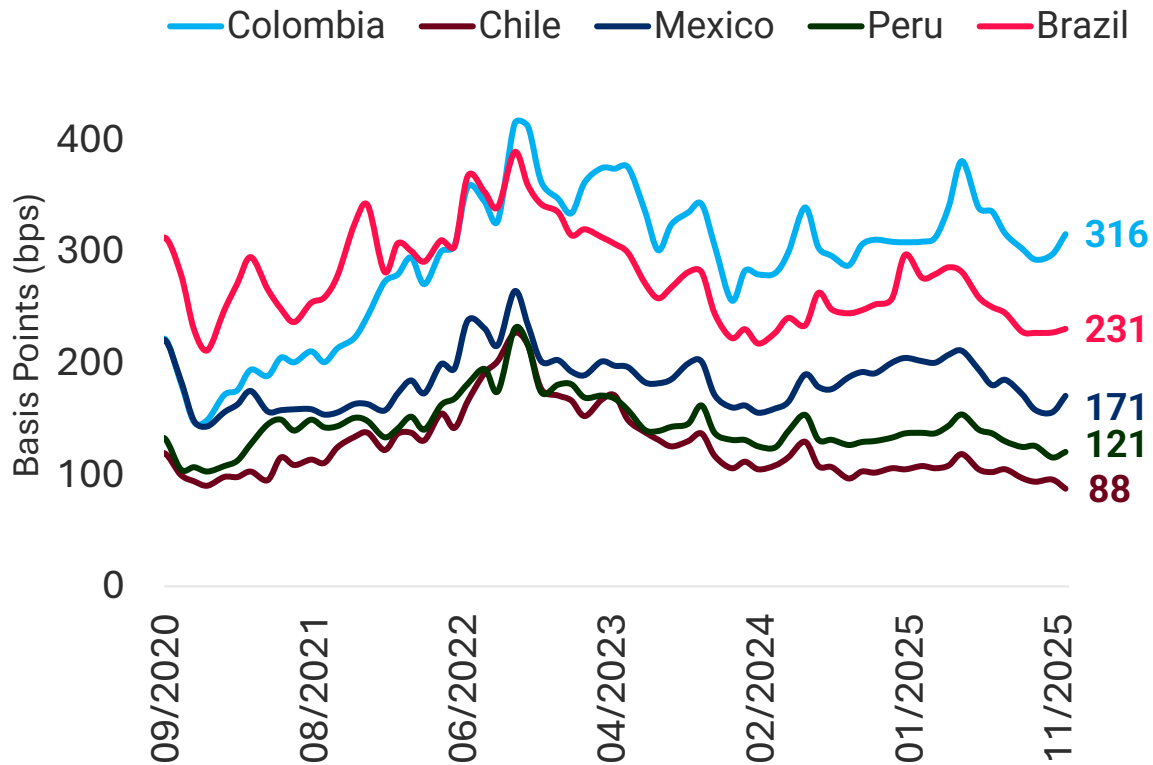
Source: LSEG Workspace, Corfi colombiana

\* Variations in Ke cannot be attributed exclusively to changes in its components individually. There is a compounded impact coming from both the scaling factor and currency conversion formulas. The overall interaction effect is thus found in the "Compounding and Scaling Factor", though in practice we see most of it stems from variations in the scaling factor.



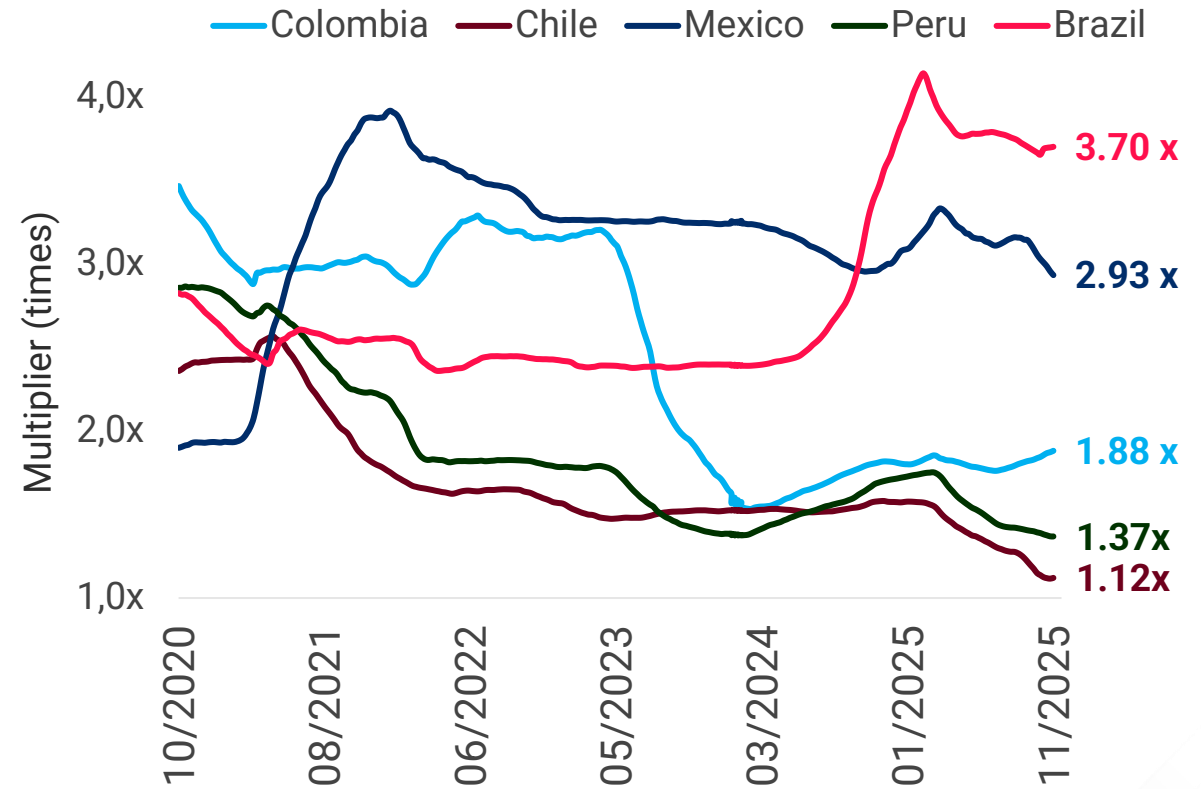
The broad slowdown in the declining trend of Ke—both in USD and in local currency—coincides with the rebound in CDS spreads in November, which rose in all countries except Chile after seven months of declines. Consistent with relative risk levels, Brazil recorded the largest increases, while Chile saw the smallest. At the same time, the volatility scaling factor deteriorated sharply in Brazil (from 2.6x to 7.7x), signaling a notable increase in the return demanded by equity relative to credit risk

### 10Y CDS



Source: LSEG Workspace, Corficolombiana

### Country Risk Scaling Factor



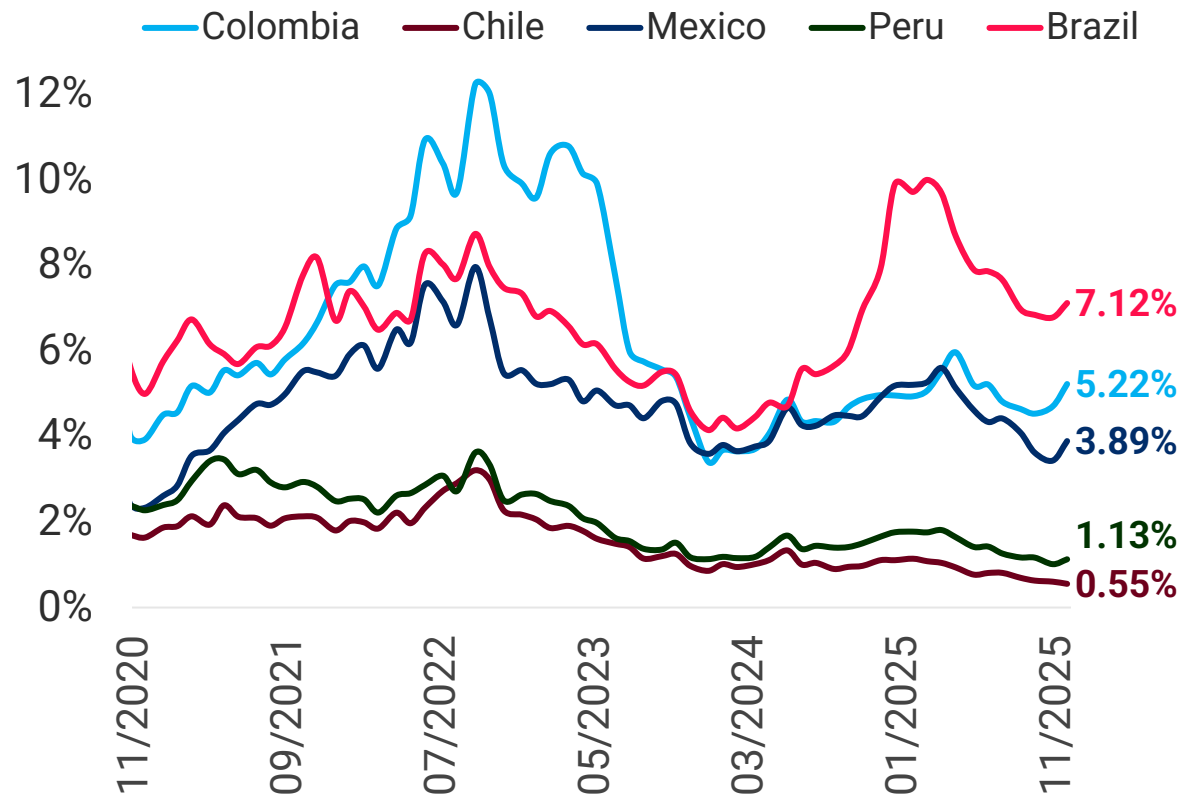
Source: LSEG Workspace, Corficolombiana



The country risk scaling factor multiplies the CDS differential (spot figure of a given country minus the US spot) by the ratio between the volatility of the stock market and local fixed income market. This allows the results to factor in the way Ke estimates the expected return on equity and not debt.

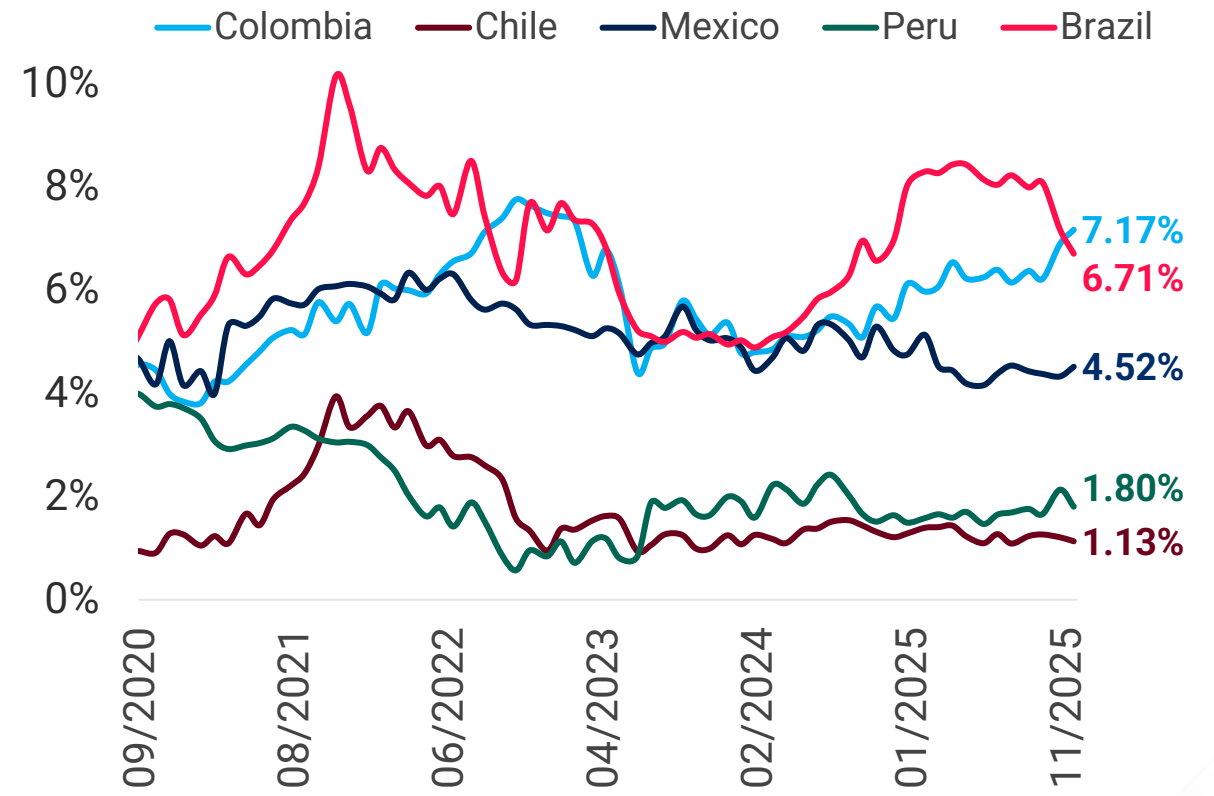
The ranking of the country risk premium—which incorporates both credit risk and equity investment risk in USD—matches the ordering of Ke in both USD and local currency. Meanwhile, currency hedging costs, which secure USD returns for international investors, declined in Brazil (-82 bps) and increased in Colombia (+80 bps), despite a 6.8% appreciation of the Colombian peso over the past three months

Country Risk Premium



Source: LSEG Workspace, Corficolombiana

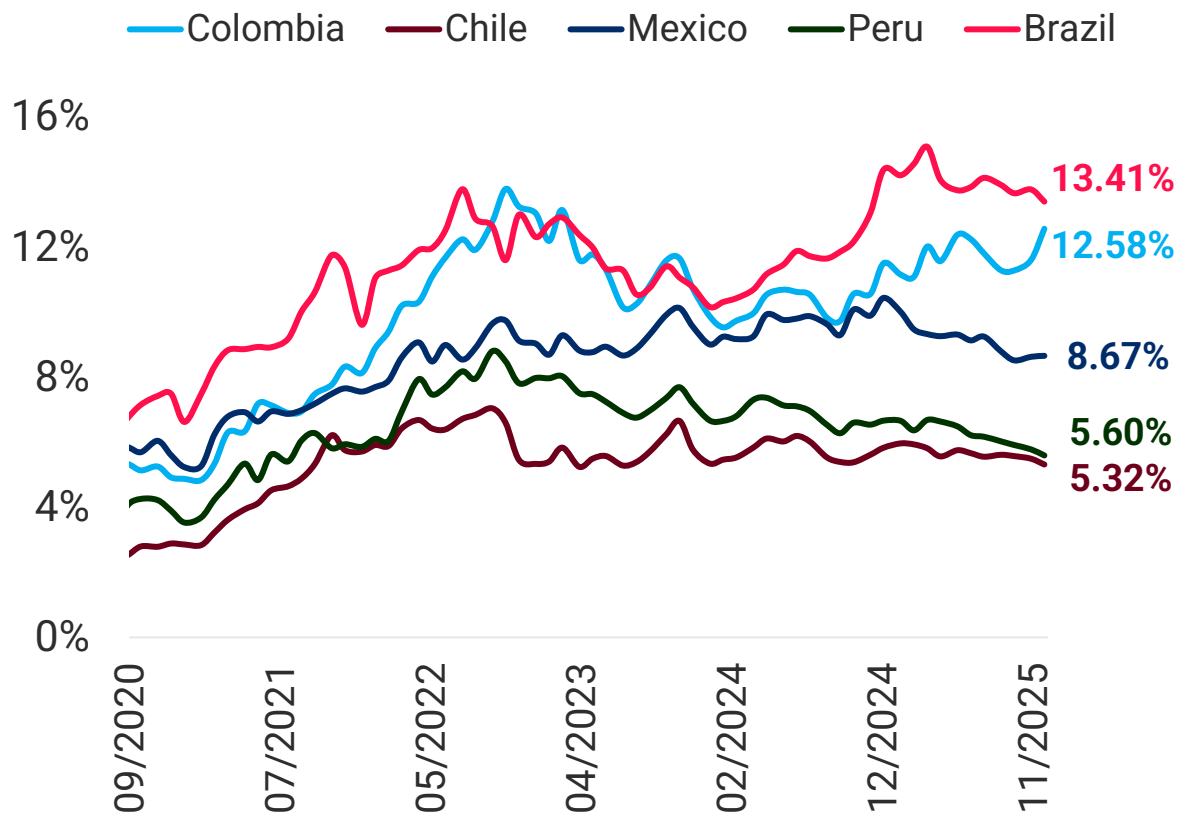
Exchange Rate Premium



Source: LSEG Workspace, Corficolombiana

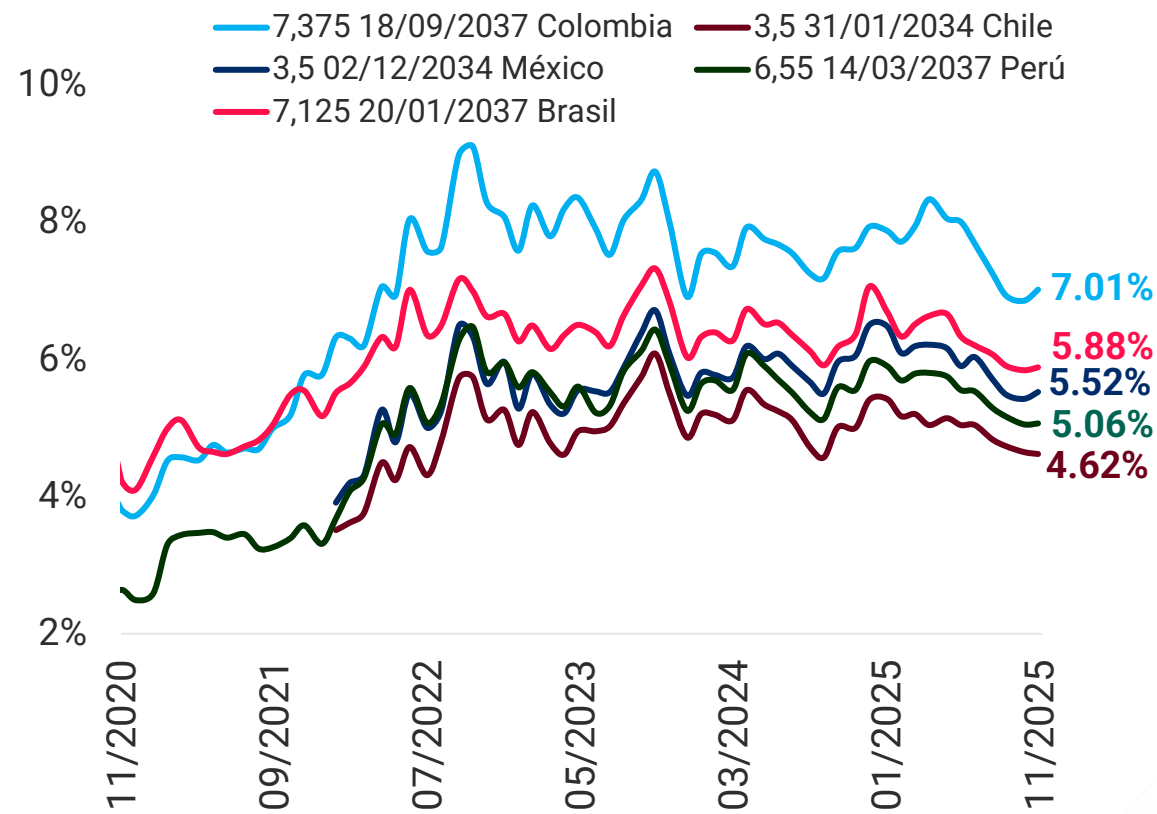
The ranking of Ke across the LAC5 mirrors the behavior of local-currency sovereign bonds, with Brazil showing the highest cost of credit, followed by Colombia. In USD terms, the ordering reflects CDS levels, with Colombia exceeding Brazil. Overall, the trend in Colombia's sovereign borrowing costs relative to the LAC4 remains unfavorable

10Y bond yields in Local Currency



Source: LSEG Workspace, Corficolombiana

10Y\* bond yields in USD



Source: Capital IQ, Corficolombiana

\*The maturities of the USD sovereign bonds selected do not exactly match the 10-year horizon, as the sample was chosen as a set of proxies to enable a consistent comparison of yield differentials across LAC5 countries.



# Equipo de investigaciones económicas

## César Pabón Camacho

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57- 601) 3538787 Ext. 70009

[cesar.pabon@corficolombiana.com](mailto:cesar.pabon@corficolombiana.com)

## Análisis Sectorial y Sostenibilidad

### Fabián Osorio

Director de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[cristhian.osorio@corfi.com](mailto:cristhian.osorio@corfi.com)

### Andrés Felipe Gallego

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[andres.gallego@corfi.com](mailto:andres.gallego@corfi.com)

### Ángela Sofía Rodríguez

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[Angela.rodriguez@corfi.com](mailto:Angela.rodriguez@corfi.com)

## Macroeconomía y mercados

### Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext.69962

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

### Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70016

[gabriela.bautista@corfi.com](mailto:gabriela.bautista@corfi.com)

### Nicolás Cruz

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[nicolas.cruz@corfi.com](mailto:nicolas.cruz@corfi.com)

### Mariapaula Castañeda

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70016

[Mpaula.castaneda@corfi.com](mailto:Mpaula.castaneda@corfi.com)

### Felipe Esteban Espitia Murcia

Especialista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

[felipe.espitia@corfi.com](mailto:felipe.espitia@corfi.com)

### Alejandra Gacha Mendoza

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70015

[alejandra.gacha@corfi.com](mailto:alejandra.gacha@corfi.com)

### Mateo Pardo

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70016

[mateo.pardo@corfi.com](mailto:mateo.pardo@corfi.com)

## Análisis Financiero

### Andrés Duarte Pérez

Director Análisis Financiero

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

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

### Jaime Cárdenas

Analista Sector Financiero

(+57-1) 3538787 Ext. 69628

[jaime.cardenas@corfi.com](mailto:jaime.cardenas@corfi.com)

### Daniel Monroy

Analista Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 69628

[danielf.monroy@corfi.com](mailto:danielf.monroy@corfi.com)

# ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana"). 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 no es proveedor oficial de precios y no extiende ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

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

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

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

**Corficolombiana es una empresa controlada directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.**



## **Daniel Monroy**

Analista de Finanzas Corporativas  
danielf.monroy@corfi.com

## **Andrés Duarte Pérez**

Gerente de Análisis Financiero  
andres.duarte@corfi.com

