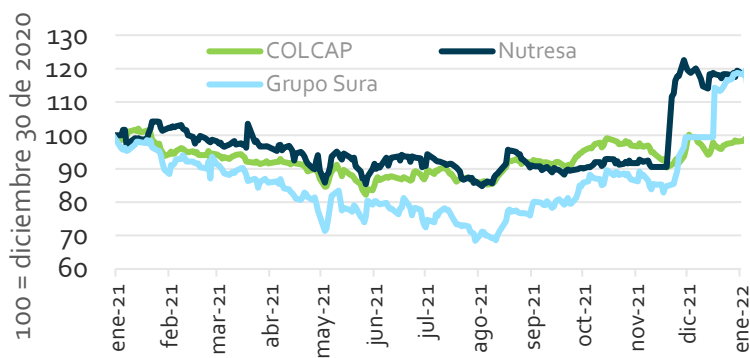


INFORME ESPECIAL

IMPLICACIONES DE LAS OPAS SOBRE GRUPO SURA Y GRUPO NUTRESA

- De acuerdo con nuestro análisis, lo más probable es que Grupo Gilinski (GG) obtenga dos puestos en la Junta Directiva de Grupo Nutresa (miembros patrimoniales) y fijo uno en la de Grupo Sura (uno de tres miembros de Junta patrimoniales).
- Una vez sean adjudicadas las acciones y asumiendo que se adjudica lo contabilizado hasta ahora, GG logró el 25,42% de Grupo Sura y 27,69% de Grupo Nutresa (participación sobre las acciones ordinarias). Sin embargo, las participaciones indirectas y cruzadas que se presentan en el Grupo Empresarial Antioqueño (GEA), implican participaciones mayores sobre estas compañías, junto con participaciones sobre otras empresas como Bancolombia y Grupo Argos, entre otras.
- Estimamos que cerca de USD 1.800 millones sean monetizados para el pago de estas operaciones, asumiendo que la mayoría de los accionistas reciba el pago en Colombia y que los recursos con los que se pague vengan de afuera de Colombia (teniendo en cuenta que la garantía en ambos casos fue otorgada por el First Abu Dhabi Bank).
- Es altamente probable que, pasadas las OPAs, GG decida comprar más acciones de Grupo Sura y Nutresa en el mercado accionario local (máximo 5% de las acciones ordinarias en circulación).
- Esperamos que los flotantes de las acciones sujetas a OPA disminuyan en algo más de la mitad, por lo que los pesos de estas en el índice de capitalización local deberán bajar en dicha proporción.
- Creemos que en adelante va a presentarse una mayor atención o escrutinio sobre los miembros independientes -y sus votos- de ambas Juntas Directivas.

Gráfico 1. COLCAP ayudado por las OPAs



Fuente: Capital IQ. Cálculos: Corficolombiana.

Implicaciones de las OPAs sobre Grupo Sura y Grupo Nutresa

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

andres.duarte@corficolombiana.com

› Terminado el periodo de aceptaciones

Tabla 1. OPA sobre Grupo Sura

Oferente	JGDB Holding S.A.S. (100% de Grupo Gilinski)
Adjudicación Superfinanciera (puede ser antes)	14 de enero de 2022
Fecha límite de pago (t+3)	Miércoles 19 de enero de 2022
Precio por acción	USD 8,01
Acciones con derecho a voto adquiridas	25,42% (118,94 millones de acciones)
Valor de giro	USD 952,7 millones (COP 3,81 billones). Usando una tasa de cambio de COP 4.000/USD

Fuente: Cuadernillo de oferta y Bolsa de Valores de Colombia. Construcción: Corficolombiana.

Tabla 2. OPA sobre Nutresa

Oferente	Nugil S.A.S. (50,01% de Grupo Gilinski)
Adjudicación Superfinanciera (puede ser antes)	17 de enero de 2022
Fecha límite de pago (t+3)	Jueves 20 de enero de 2022
Precio por acción	USD 7,71
Acciones con derecho a voto adquiridas	27,69% (126,82 millones de acciones)
Valor de giro	USD 977,8 millones (COP 3,91 billones). Usando una tasa de cambio de COP 4.000/USD

Fuente: Cuadernillo de oferta y Bolsa de Valores de Colombia. Construcción: Corficolombiana.

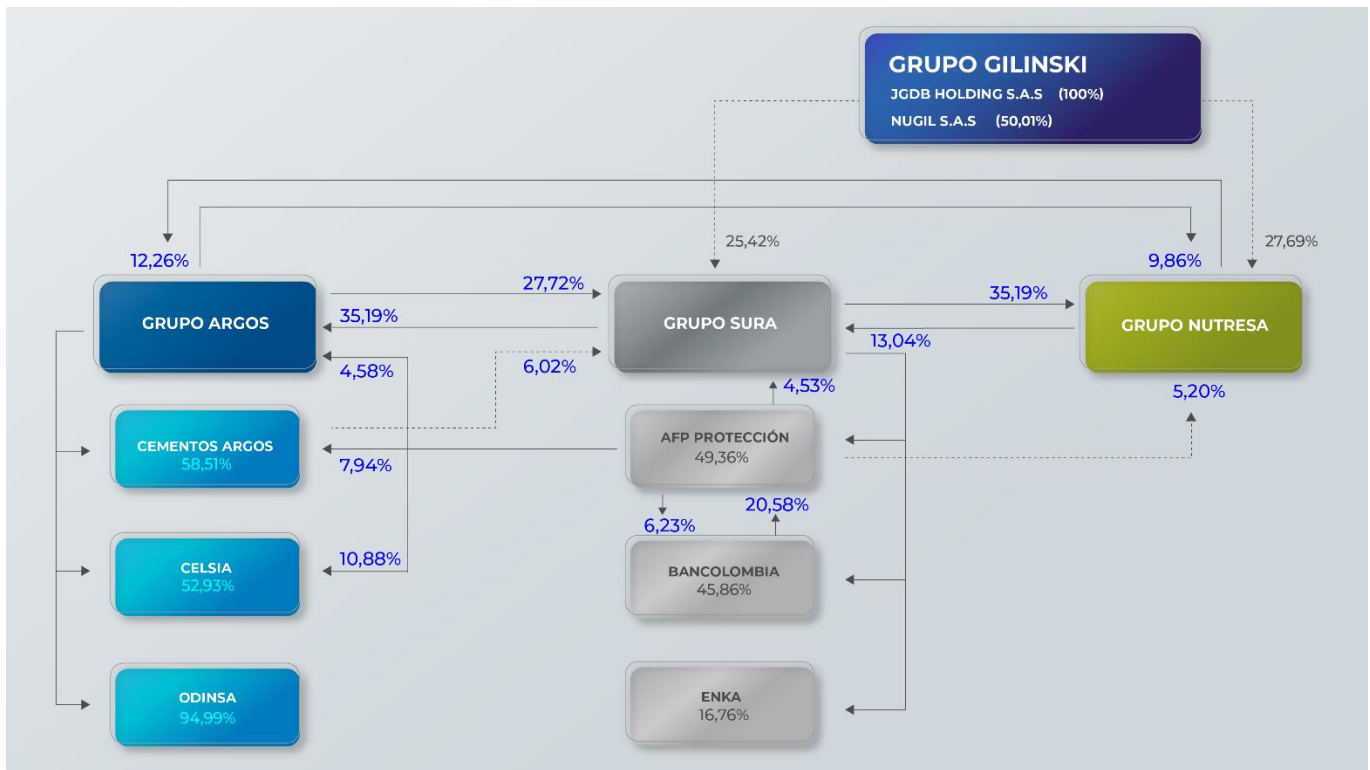
Grupo Sura: El periodo de aceptaciones para Grupo Sura terminó el martes 11 de enero. Grupo Gilinski a través de JGDB Holding S.A.S. obtuvo el 25,42% de las acciones ordinarias, ubicándose dentro del rango ofertado (25,344% - 31,68%). Los cinco días ordinarios que tiene la BVC para realizar la adjudicación terminan el domingo 16 de enero, por lo que se espera que la publicación de esta información se realice hoy (14 de enero). La garantía expedida por First Abu Dhabi Bank por USD 594 millones (carta de crédito *stand-by*) y la baja proporción de accionistas internacionales dentro del listado que publica la Superintendencia Financiera, nos hace pensar que la mayor parte del pago será en Colombia, por lo que esperamos la entrada de los dólares correspondientes durante la próxima semana.

Grupo Nutresa: El periodo de aceptaciones para Grupo Nutresa terminó el miércoles 12 de enero. Grupo Gilinski a través de Nugil S.A.S. obtuvo el 27,69% de las acciones ordinarias, ubicándose por debajo del rango ofertado de 50,1% - 62,625% (Grupo Gilinski solicitó liberar el monto mínimo a comprar). Los cinco días ordinarios que tiene la BVC

para realizar la adjudicación terminan el lunes 17 de enero. La garantía expedida por First Abu Dhabi Bank asciende a USD 1.082,50 millones (carta de crédito *stand-by*) e igualmente esperamos que la mayor parte de los vendedores reciba el pago en Colombia.

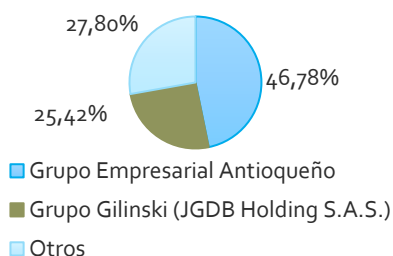
Comenzamos por recordar que en las OPAs sobre Grupo Nutresa y Grupo Sura no participaron como vendedoras las empresas del Grupo Empresarial Antioqueño (GEA), por lo que sus participaciones sobre las compañías no debieron cambiar a pesar de la entrada de Grupo Gilinski (diagrama 1). Los gráficos 2 y 3 muestran la nueva composición accionaria (acciones con derecho a voto) de Grupo Sura y Grupo Nutresa.

Diagrama 1. GEA y Grupo Gilinski: Participaciones sobre las acciones ordinarias



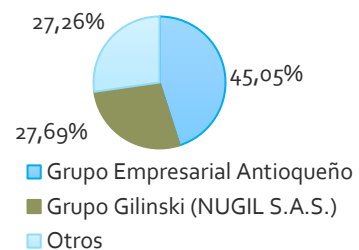
Fuentes: Superintendencia Financiera (corte: Junio 30 de 2021) y BVC. Construcción: Corficolombiana.

Gráfico 2: Composición Grupo Sura - acciones ordinarias



Fuentes: Superfinanciera y BVC. Construcción: Corficolombiana.

Gráfico 3: Composición Grupo Nutresa



Fuentes: Superfinanciera y BVC. Construcción: Corficolombiana.

*Valoración a precios de mercado y
precio justo son equivalentes
(Decreto 2555 de 2010).*

Anteriormente, revisamos el tema del valor intrínseco o fundamental frente a las ofertas por Sura y Nutresa (ver "[El regreso de las OPAs al mercado accionario colombiano](#)" en Informe Semanal – Diciembre 20 de 2021), en este informe nos concentramos en la composición esperada de las juntas directivas, los flujos de dólares que podrían monetizarse debido a estas OPAs, junto con otros efectos.

› *Cambios esperados en las juntas directivas*

Más allá del porcentaje de participación política (acciones ordinarias) o económica (acciones ordinarias + acciones preferenciales), el día a día de la administración de una empresa no se realiza mediante el uso constante del voto, sino a través de organismos como la Junta Directiva (JD), que es elegida por la Asamblea General de Accionistas (AGA), el máximo órgano social y administrativo de una sociedad anónima, conformada por los dueños de las acciones de la sociedad en cuestión. Normalmente, las JDs se eligen en la Asamblea Ordinaria durante los primeros tres meses del año, si bien se pueden dar Asambleas Extraordinarias para la elección en caso de revocatoria/renuncia de los miembros de las juntas.

La elección de las Juntas Directivas se realiza mediante el mecanismo de cociente electoral (en los términos del artículo 197 del Código de Comercio). La normatividad del mercado público de valores establece la obligatoriedad de las sociedades inscritas de contar como mínimo con el 25% de miembros independientes. En el caso de Grupo Sura, la JD consta de siete miembros, cuatro de los cuales son independientes; la JD de Grupo Nutresa consta de ocho miembros, cuatro de los cuales son independientes; en ninguno de los casos hay suplentes.

Para efectos de nuestras estimaciones, utilizamos los siguientes supuestos:

- La adjudicación final de acciones por parte de la BVC coincide con lo publicado en los reportes finales de aceptaciones al 11 de enero en el caso de Grupo Sura, y al 12 de enero en el caso de Grupo Nutresa. Esperamos que las adjudicaciones se comuniquen al 14 de enero para Grupo Sura y el 17 de enero para Grupo Nutresa.
- Entre el 72,2% y 90,0% de las acciones con derecho a voto son representadas en la elección de la Junta directiva de Grupo Sura; entre 60,6% y 90,0% en el caso de Grupo Nutresa. En ambos casos, el rango mínimo se daría si únicamente el GEA y Grupo Gilinski (GG) fueran representados en dicha AGA, mientras que la diferencia entre el rango superior e inferior corresponde a los demás accionistas representados. Tomamos como referencia el quorum de 83,71% que registró Nutresa en el "Quorum acta de Asamblea de Accionistas Grupo Nutresa 2020", del informe de gobierno corporativo.

- Se realiza una votación para miembros independientes de JD y otra para los patrimoniales. Se eligen titulares únicamente, no hay suplentes.
- Tanto en Grupo Sura como en Grupo Nutresa se presentan tres planchas (listas) diferentes para la elección de los miembros de Junta; una del GEA, una de Grupo Gilinski y otra presentada por los demás accionistas representados.
- La suma de los votos obtenidos por cada plancha (lista) da el total de votos representados. Asumimos que no hay votos en blanco.
- En los escenarios analizados, el GEA vota por su plancha, Grupo Gilinski por la suya, y en el caso de los otros, analizamos tres escenarios que abarcan el rango de posibles resultados; 1) votan por su plancha, 2) votan por la plancha del GEA, y 3) votan por la plancha del GG.
- Las planchas propuestas para la elección de JDs pueden contener a los miembros actuales, pero no tienen coincidencias entre sí.
- Dentro del Grupo Empresarial Antioqueño incluimos únicamente a Grupo Sura, Grupo Nutresa, Grupo Argos y Cementos Argos (esto aplica igualmente en la composición que se muestra en los gráficos 2 y 3).
- Además de estimar la elección de miembros patrimoniales, realizamos el ejercicio para la elección de miembros independientes, que igualmente se eligen aplicando cociente electoral. Le asignamos estos miembros al grupo que presentó la plancha correspondiente a modo ilustrativo, si bien estos miembros deben velar por el beneficio de toda la compañía y todas las partes interesadas.

Otros supuestos que no se relacionan con la elección de las juntas directivas:

- El % del flujo de dinero en USD depende únicamente de la decisión de los vendedores de recibir su pago en USD. Ese % lo movemos entre 0% y el 5%
- Utilizamos como tasa de cambio COP 4.000 por dólar.
- Se somete a votación la fusión entre Bancolombia y Banco Sudameris en la nueva JD de Grupo Sura.

› *Juntas Directivas 1: El GEA y Grupo Gilinski son los únicos representados en la elección*

El primer ejercicio asume que únicamente el GEA y GG son representados, por lo que la representación llega a 72,2%. Los votos representados en Grupo Sura ascienden a 337,83 millones y el cociente electoral para los tres cargos (miembros) patrimoniales da 112,61 millones de votos. En el caso de Nutresa, la representación (GEA y GG) llega al 72,74%,

o 333,15 millones de votos, y se eligen cuatro miembros, por lo que el cuociente da 82,29 millones de votos.

Tabla 3. Cuociente electoral y residuo cuando únicamente el GEA y GG participan en la votación

Cuociente electoral y residuo *	Grupo Sura		Grupo Nutresa	
	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales
Grupo Empresarial Antioqueño	2 y 50,0	1 y 106,3	2 y 39,8	2 y 39,8
Grupo Gilinski	1 y 34,5	1 y 6,3	1 y 43,5	1 y 43,5

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana. * millones.

El ejercicio da como resultado un miembro de junta patrimonial (uno de tres) para GG en Grupo Sura y dos miembros de junta patrimoniales (dos de cuatro) en Nutresa. Dadas las participaciones accionarias, no se esperaría que GG obtenga la mitad de los miembros patrimoniales, pero su residuo (43,5 millones) es mayor que el obtenido por el GEA, por lo que le corresponde dicho puesto. Como veremos más adelante, estos resultados pueden cambiar dependiendo de los votos de los otros accionistas representados en la votación.

Tabla 4. Composición de las Juntas Directivas cuando únicamente el GEA y Gilinski participan en la votación

Puestos en JD	Grupo Sura		Grupo Nutresa	
	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales
Grupo Empresarial Antioqueño	3	2	2	2
Grupo Gilinski	1	1	2	2
Total	4	3	4	4

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

› Juntas Directivas 2: Participan "Otros", ubicando en 90% el total de accionistas representados en la elección

Cuando incluimos al grupo de otros accionistas, la representación total asumida llega a 90%, por lo que los "otros" representados en Grupo Sura tienen el 17,80% de la representación (GEA 46,78% y GG 25,42%) y el 17,26% en el caso de Nutresa (GEA 45,05% y GG 27,69%).

En este caso, los votos (acciones ordinarias) en Grupo Sura ascienden a 421,12 millones y el cuociente electoral es 140,37 millones. Los votos en Grupo Nutresa ascienden a 412,20 millones y el cuociente se ubica en 103,05 millones.

Grupo Sura

Tabla 5. Cuociente electoral y residuo para Grupo Sura, teniendo en cuenta a los otros accionistas representados

Grupo Sura – Cuociente electoral y residuo *	Otros votan por Otros		Otros votan por GEA		Otros votan por GG	
	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales
Grupo Empresarial Antioqueño	2 y 8,3	1 y 78,5	2 y 91,6	2 y 21,4	2 y 8,3	1 y 78,5
Grupo Gllinski	1 y 13,7	0 y 118,9	1 y 13,7	0 y 118,9	1 y 97,0	0 y 61,9
Otros	0 y 83,3	0 y 83,3	0	0	0	0

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana. * millones.

De acuerdo con nuestro ejercicio, Grupo Gilinski logrará tener un miembro patrimonial (uno de tres) en la JD de Grupo Sura en todos los escenarios.

Tabla 6. Junta Directiva del Grupo Sura, teniendo en cuenta a los otros accionistas representados

Grupo Sura - Puestos	Otros votan por Otros		Otros votan por GEA		Otros votan por GG	
	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales
Grupo Empresarial Antioqueño	2	1	3	2	2	2
Grupo Gllinski	1	1	1	1	2	1
Otros	1	1	0	0	0	0
Total	4	3	4	3	4	3

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

En teoría, podría presentarse una Junta Directiva donde el GEA, GG y otros obtengan un miembro patrimonial de JD cada uno, aunque lo más probable es los votos de los “otros” se repartan entre las planchas del GEA y GG.

Grupo Nutresa

De acuerdo con nuestros cálculos, dependiendo del voto de los accionistas representados diferentes al GEA y GG, Grupo Gilinski podría llegar a tener dos de los cuatro puestos de la JD (miembros patrimoniales), en cualquier caso lograría uno de los cuatro puestos. Asimismo, el GEA tendría mínimo a dos de los cuatro miembros patrimoniales de la JD, y dependerá del voto de los “otros” para llegar a tener a tres de los cuatro. Dado que Nutresa tiene cuatro miembros de Junta independientes, estimamos los mismos resultados para su elección, sin olvidar que los miembros independientes representan a todos los accionistas y partes interesadas.

El rol de los miembros independientes va a ser más determinante en Nutresa y Sura ahora que hay dos grupos económicos presentes en las JD. En teoría, no se necesita de la mayoría en la representación patrimonial (miembros de junta patrimoniales) para

sacar adelante los proyectos que beneficien a estas compañías, por lo que suponemos en adelante va a darse una mayor atención a los votos de los independientes.

Tabla 7. Cuociente electoral y residuo para Grupo Nutresa, teniendo en cuenta a los otros accionistas representados

Grupo Nutresa – Cuociente electoral y residuo *	Otros votan por Otros		Otros votan por GEA		Otros votan por GG	
	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales
Grupo Empresarial Antioqueño	2 y 0,2	2 y 0,3	2 y 79,3	2 y 79,3	2 y 0,3	2 y 0,3
Grupo Gllinski	1 y 23,8	1 y 23,8	1 y 23,8	1 y 23,8	1 y 102,8	1 y 102,8
Otros	0 y 79,1	0 y 79,1	0	0	0	0

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana. * millones.

Tabla 8. Junta Directiva del Grupo Nutresa, teniendo en cuenta a los otros accionistas representados

Grupo Nutresa – Puestos JD	Otros votan por Otros		Otros votan por GEA		Otros votan por GG	
	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales	Independientes	Patrimoniales
Grupo Empresarial Antioqueño	2	2	3	3	2	2
Grupo Gllinski	1	1	1	1	2	2
Otros	1	1	0	0	0	0
Total	4	4	4	4	4	4

Fuentes: BVC y Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

› Participaciones cruzadas

La razón del ejercicio planteado es precisamente aclarar que el poder de decisión sobre las compañías no se relaciona con las participaciones sobre las acciones con derecho a voto únicamente, sino que se deben considerar otros elementos como la manera como se selecciona y aprueba una Junta Directiva, así como su discriminación entre miembros independientes y patrimoniales.

Por otro lado, la participación sobre los beneficios económicos de las compañías debe considerar igualmente a los otros tipos de accionistas, quienes tienen acciones preferenciales, por ejemplo; acciones sin derechos políticos, pero con derechos económicos.

Asimismo, el GEA está estructurado sobre participaciones directas, indirectas y cruzadas en las diferentes compañías, por lo que resulta útil e ilustrativo, revisar cuál sería la participación del Grupo Gilinski sobre las diferentes empresas del GEA. Este ejercicio se limita a las acciones ordinarias, por lo que los derechos económicos son menores a los

calculados en el caso de las compañías que tienen acciones preferenciales (Bancolombia, Grupo Sura, Grupo Argos, etc.).

El ejercicio suma dos capas de participación: participación directa de las compañías adquiridas (Grupo Sura y Grupo Nutresa) sobre otras compañías (capa 1), y la participación de esas "otras compañías" en otras compañías (capa 2), teniendo en cuenta las participaciones cruzadas.

Tabla 9. Participación del Grupo Gilinski sobre las empresas del Grupo Empresarial Antioqueño, teniendo en cuenta las participaciones directas, indirectas y cruzadas *

	Protección	Bancolombia	Celsia	Cementos Argos	Enka	Grupo Argos	Grupo Nutresa	Grupo Sura	Odinsa
OPAs									
Grupo Gilinski	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	27,69%	25,42%	0,00%
Participaciones directas a través de las participaciones adquiridas en las OPAs									
Grupo Nutresa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,39%	0,00%	3,61%	0,00%
Grupo Sura	12,55%	11,66%	0,00%	0,00%	4,26%	8,95%	8,95%	0,00%	0,00%
Participaciones indirectas a través de las participaciones adquiridas en las OPAs									
Grupo Nutresa	1,78%	1,66%	1,80%	1,99%	0,61%	1,27%	1,61%	4,55%	3,22%
Grupo Sura	2,40%	0,78%	6,10%	6,23%	0,00%	1,67%	1,53%	4,21%	8,50%
OPAs + participaciones directas + participaciones indirectas									
Grupo Gilinski	16,73%	14,10%	7,90%	8,22%	4,87%	15,28%	39,78%	34,19%	11,72%

Fuentes: Superfinanciera y BVC. Cálculos: Corficolombiana. * acciones ordinarias únicamente.

› Flujos esperados y otros efectos

Asumiendo que el 100% de los accionistas que vendieron reciban el pago en pesos, se esperan COP 7,72 billones (3,81 de Sura y 3,91 de Nutresa). Asumiendo que el pago se hace 100% con recursos en dólares que deberán monetizarse, se trata de USD 1.931,51 millones (USD 952,7 mm de Sura y USD 977,8 mm de Nutresa) (usando una tasa de cambio de COP 4.000).

Si el 95% de los accionistas reciben el pago en pesos, serían 7,34 billones de pesos, o USD 1.833,98 millones. Como lo mencionamos anteriormente, la fecha límite de pago es el miércoles 19 de enero para Sura y el jueves 20 de enero para Nutresa.

Otros aspectos a tener en cuenta:

- Grupo Gilinski puede comprar más acciones de las obtenidas hasta ahora. El límite de compra máximo es el 5% de las acciones en circulación, por lo que la caída normal

en el precio de las cotizaciones de las acciones objeto de OPA, una vez termina el proceso, puede limitarse con una demanda adicional de GG.

- Aunque falta determinar qué institucionales vendieron, dada la no participación del GEA, se sobreentiende que quienes vendieron fueron minoritarios y deberá darse una disminución proporcional en el flotante de estas acciones. Estimamos que el flotante de Sura se reduzca a la mitad y el de Nutresa cerca de 60%.
- Creemos que la liquidez de estas acciones será suficiente para mantenerse dentro del índice de capitalización local (MSCI Colcap), pero los pesos deberán caer en línea con la caída del flotante. Así las cosas, la participación de Sura ordinaria se ubicaría en 6,5% del índice de capitalización y la de Nutresa en 3%.

› *Metodología de Cuociente Electoral*

1. Se suman los votos representados en la Asamblea General de Accionistas (AGA). Se trata de acciones con derecho a voto de accionistas que asisten o son representados en la AGA (menos del 100%).
2. Los votos representados se dividen en el número de puestos de la Junta Directiva que va a elegirse con lo cual se obtiene un cuociente.
3. Se toman las planchas (listas) presentadas por miembros de la AGA, cada cual con una propuesta de JD. Se entiende que, en las planchas, los miembros de JD propuestos están en orden de prioridad, por lo que los primeros puestos de cada plancha tienen una mayor probabilidad de ser elegidos con respecto a los últimos.
4. Se someten a votación esas planchas. El número de votos por plancha se divide entre el cuociente (numeral 2).
5. El número entero obtenido por cada plancha representa a los miembros de junta electos. Estos miembros corresponden a los primeros puestos de cada plancha. Se toma el residuo obtenido por cada plancha y se ordena en orden descendente.
6. De acuerdo con este orden (punto 5) se asignan los demás puestos de junta que no fueron logrados directamente (número entero del numeral 5).
7. La votación se realiza por plancha, no por miembros individuales. Se realiza una votación aparte para los miembros independientes.

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 6165

jose.lopez@corficolombiana.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 6107

diego.gomez@corficolombiana.com

María Paula González

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 6120

paula.gonzalez@corficolombiana.com

Pablo Fernández Luna

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 6112

Pablo.fernandez@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Andrés Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 6197

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

María Camila Orbezo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 6964

maria.orbezo@corficolombiana.com

Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 6107

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 6107

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 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.