



Investigaciones  
Económicas

Marzo de 2025

Gerencia de Análisis Financiero

# Rentabilidad Esperada del Capital Propio (Ke) en LAC5: actualización enero 2025

Rentabilidad Esperada del Capital Propio ( $K_e$ ) en LAC5:

Actualización de enero de 2025

<b>Rentabilidad del Capital Propio (<math>K_e</math>): enero 2025.....</b>	<b>3</b>
<b>Recuperación en países LAC5, pero enfrentando los riesgos de las políticas económicas y de relaciones exteriores de EE. UU.....</b>	<b>4</b>
<b>Evolución del <math>K_e</math> y componentes de retorno: Enfoque LAC5.....</b>	<b>5</b>
<b>La relación de los cambios en el <math>K_e</math> con la inversión y expectativas de retorno accionario.....</b>	<b>8</b>
<b>Rentabilidad y expectativas: Superando pruebas en el camino a la reactivación.....</b>	<b>9</b>
<b>Resumen de resultados.....</b>	<b>10</b>
<b>Anexo metodológico.....</b>	<b>11</b>

## Rentabilidad Esperada del Capital Propio ( $K_e$ ): enero de 2025

Estabilidad ante un escenario moderadamente prometedor en Latinoamérica

- El punto medio de  $K_e$  estimado para Colombia es 15,0% en USD y 21,9% en COP según nuestros cálculos.
- Para demás países del estudio, las cifras obtenidas de  $K_e$  en USD fueron 19,8%, 15,3%, 11,2%, y 11,9% para Brasil, México, Chile y Perú respectivamente.
- Se mantiene una tendencia descendente en los CDS para la región, donde Colombia se mantiene con el mayor valor entre sus pares.
- Factores externos como la tasa libre de riesgo y la prima de mercado en USD representaron parte de las presiones alcistas durante 2024.
- La evolución del  $K_e$  entre países de la región durante el año fue lateral, resultado de la compensación entre factores al alza y a la baja.
- Observamos una asociación entre la Inversión/PIB en Colombia y su  $K_e$ .

**Daniel Monroy**  
Analista de Finanzas Corporativas  
[daniel.monroy@corfi.com](mailto:daniel.monroy@corfi.com)

**Andrés Duarte Pérez**  
Gerente de Análisis Financiero  
[andres.duarte@corfi.com](mailto:andres.duarte@corfi.com)

Esta edición sigue al reporte de octubre de 2024, la cual incluyó revisiones a cálculos anteriores, que explicamos en el anexo metodológico. Asimismo, en la actual edición se incluye a Brasil, así que el  $K_e$  se calcula para 5 países de Latinoamérica (LAC5: Brasil, México, Chile, Perú y Colombia) con información actualizada.

**Destacamos una tendencia lateral para los países seleccionados de América Latina a lo largo del 2024.** Hubo presiones bajistas sobre el  $K_e$  debido a las primas de riesgo país, compensados por las alcistas, principalmente la tasa libre de riesgo. En promedio, el  $K_e$  regional aumentó apenas levemente para la mayoría de los países.

## **Recuperación en países LAC5, pero enfrentando los riesgos de las políticas económicas y de relaciones exteriores de EE. UU.**

En el informe anterior, nos anticipábamos a un escenario en el que el ciclo de tasas elevadas en América Latina se terminaría. Sin embargo, los recortes en tasas de política monetaria se han desacelerado debido al resurgimiento de presiones inflacionarias, junto con la incertidumbre asociada a las elecciones en EE. UU., resultando en una senda de reducciones más moderadas de los que habíamos pronosticado inicialmente.

De hecho, desde 3t24, las Tasas de Política Monetaria (TPM) se han mantenido altas en Brasil y México, y vemos que esta tendencia es probable que continúe en 2025. Mientras tanto, el contexto macro de los otros países objeto de este estudio -Colombia, Perú y Chile- permiten estimar la continuación de una senda bajista moderada en tasas de interés.

Asimismo, consideramos los factores que resultan en diferentes castigos sobre la tasa libre de riesgo. Entre ellos destacamos la transición presidencial en EE. UU. y la reconfiguración de sus relaciones con LatAm, que comenzaron a evidenciarse en 1t25 de manera diferenciada sobre los países analizados. En cuanto a los aranceles, además de las decisiones sobre algunos productos en particular, pueden presentarse renegociaciones sobre acuerdos comerciales como el NAFTA con México y Canadá. Sin embargo, se ha observado un margen de negociación para limitar la imposición de tarifas o restricciones, a partir de medidas específicas que puedan tomar los diferentes países.

Este diagnóstico coincide con lo expuesto con Dan Restrepo, experto en las relaciones entre LatAm y EE. UU, para quien la migración y narcotráfico son temas que tendrán prioridad sobre lo económico<sup>1</sup>. Así que hay un menor riesgo de que estas medidas arancelarias afecten países latinoamericanos. Por otra parte, las disputas entre EE. UU. China y Europa podrían resultar en nuevas oportunidades de inversión derivadas del *nearshoring* donde países como México, Panamá y Costa Rica, entre otros, podrían beneficiarse.

Finalmente, la incertidumbre descrita sobre el comercio internacional debería resultar en un dólar fortalecido, cuyo efecto sobre nuestros cálculos se evidencia de manera heterogénea sobre el costo de las coberturas cambiarias de los países LAC5.

---

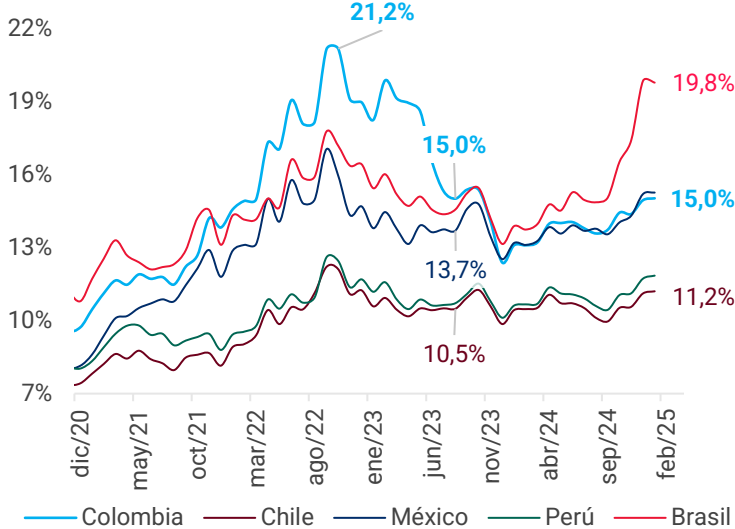
<sup>1</sup> Presentación completa de Dan Restrepo, exconsejero de la Casa Blanca sobre relaciones con América Latina, en el Foro Anual de Corfi colombiana del 3 de diciembre de 2024:  
<https://www.corfi.com/documents/20123/0/presentacion-dan-restrepo-foro-corfi-dic2024.pdf>

## Evolución del Ke y componentes de retorno: Enfoque LAC5<sup>2</sup>

La tendencia descendente en la rentabilidad del capital propio que se venía presentando desde los picos de 3t22 no persistió en la región durante el 2024. Brasil, en particular, enfrentó fuertes presiones alcistas en la segunda mitad del 2024. En comparación a los resultados de diciembre de 2023, el Ke en USD (Gráfica 1) fue estable durante gran parte del año, con los mayores incrementos para Colombia (+264 pbs), México (+273 pbs), y Brasil con la mayor subida de 663 pbs.

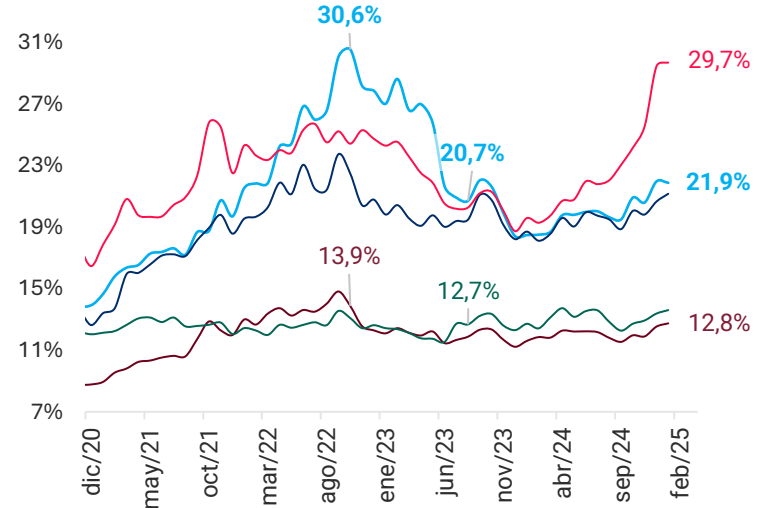
Estos diferenciales (*spreads*) de Ke entre países han sido estables por lo que los inversionistas continuarán exigiendo mayores retornos al invertir en Brasil o en Colombia respecto a Chile y Perú, que se muestran como opciones de inversión más seguras a partir de su Ke.

Gráfico 1: Ke en USD



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 2: Ke en Moneda Local

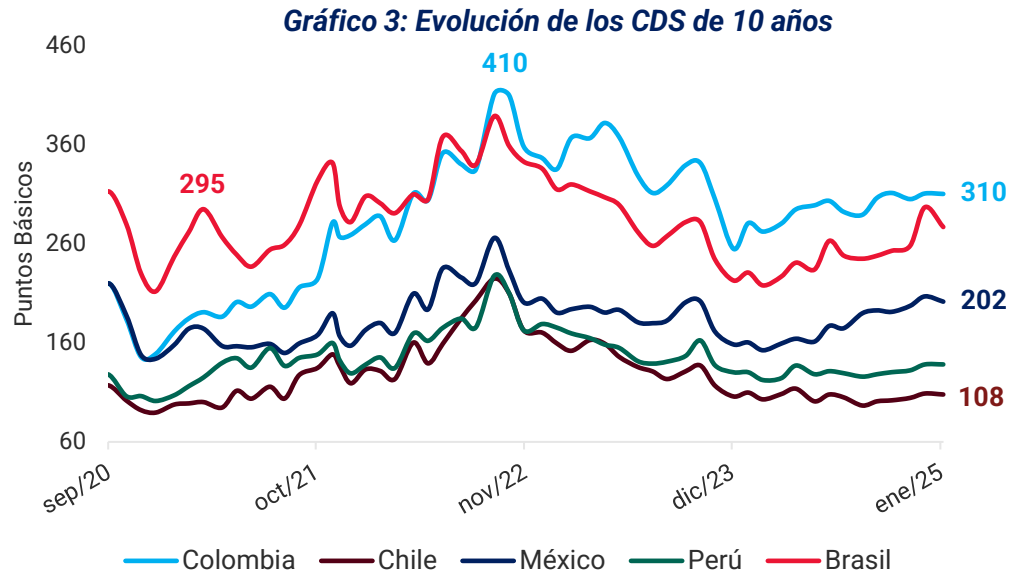


Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.

Recordemos que la diferencia entre el Ke calculado en USD y moneda local proviene del costo de una cobertura cambiaria (descrita en el Resumen de Resultados). El impacto de esta variable es más notorio en Colombia y México que en Chile y Perú, puesto que sus monedas se devaluaron más en 2024, 15% y 22% respectivamente para Colombia y México.

<sup>2</sup> LAC5 es un grupo ampliamente definido que agrupa las cinco principales economías de Latinoamérica. Para este reporte, nos referimos puntualmente a Brasil, México, Colombia, Perú y Chile.

El Gráfico 2 ilustra el efecto histórico de la devaluación implícita (derivado de curvas *forward*) utilizada para convertir el Ke en USD. De nuevo sobresale Brasil con una prima cambiaria de 8,3% para enero del 2025, en línea con una devaluación de 27% en 2024.



*Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculo Corficolombiana.*

La Gráfica 3 muestra la evolución en el CDS de 10 años en el LAC5 que se explica por factores idiosincráticos de los países. Se denota una tendencia supranacional a largo plazo con tendencia bajista para este componente en todos los países, inclusive para Colombia, México y Brasil.

**Brasil no tiene el CDS más alto entre los pares seleccionados, a pesar de haber visto el mayor incremento en su prima de riesgo país. Lo anterior se debe al impacto del factor escalador de volatilidad entre el mercado de bonos y el mercado accionario (volatilidad del índice de referencia accionario sobre la volatilidad del índice de bonos soberanos).** En el caso de Brasil, ha habido repuntes de inflación, aumentos en la TPM y mayores presiones sobre el marco fiscal. Las proyecciones son ahora menos optimistas posterior a anuncios de presupuesto para 2025 a partir de los cuales no se prevé cómo arreglar los desbalances fiscales antes de 2026 (Bloomberg, 2025<sup>3</sup>).

Puntualmente, en Brasil se presentó un decrecimiento mayor en el retorno de los bonos y su volatilidad desde mediados de 2024, mientras que la volatilidad del mercado accionario no presentó mayores cambios.

<sup>3</sup> Fuente: <https://www.bloomberglia.com/economia/los-analistas-de-brasil-elevan-las-previsiones-de-tasas-de-interes-e-inflacion-para-2025/>

En la Tabla 1 destacamos los eventos y factores clave con efectos sobre el Ke de los países LAC5.

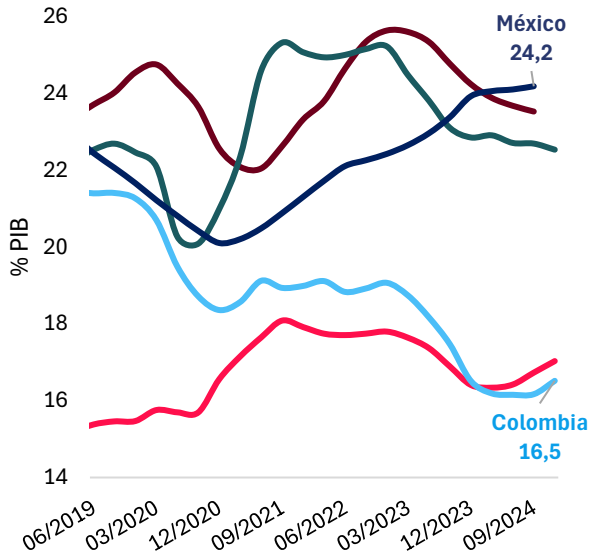
**Tabla 1: Eventos clave y factores de riesgo por país (ordenados por CDS de 10 años de mayor a menor)**

	Colombia	Brasil	México	Perú	Chile
<b>Eventos clave</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Min. Hacienda: Proyecto para flexibilizar regla fiscal (may/2024)</li> <li>▪ Recorte al gasto presupuestal (Jun/2024)</li> <li>▪ Moody's: Perspectiva → negativa (jun/2024)</li> <li>▪ Aprobación de reforma al sistema regional de participaciones (dic/2024)</li> <li>▪ Fitch: Perspectiva → negativa (mar/2024)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ S&amp;P: Mejora en calificación → BB (dic/2023)</li> <li>▪ Emergencia por las inundaciones en la región Sureste (may/2024)</li> <li>▪ Rebote de la tasa Selic - TPM que inició nuevo ciclo de aumentos (oct/2024)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Inicio Gobierno Sheinbaum: señal positiva en la continuidad en inversión, a pesar de un mayor riesgo percibido de su institucionalidad (jun/2024)</li> <li>▪ Capacidad de negociación probada con nuevo gobierno EE. UU. durante despliegue agresivo de aranceles (mar/2025)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ S&amp;P: Mejora en calificación → BBB- (abr/2024)</li> <li>▪ Fitch: BBB confirmado con perspectiva estable (nov/2024)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ S&amp;P: Outlook → empeoramiento de perspectiva (oct/2023)</li> <li>▪ Repunte de inflación y desaceleración en recortes de la TPM (abr/2024)</li> </ul>
<b>Factores de Riesgo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cambios en manejo de la regla fiscal en un escenario incierto</li> <li>▪ Inversión descendente a largo plazo cuando más se necesita reactivar el PIB</li> <li>▪ Reformas en discusión y enmiendas constitucionales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Devaluación persistente e impacto en primas de riesgo que aumentan el costo de la deuda</li> <li>▪ Inflación creciente sobre pares regionales que supera normalmente los pronósticos de los analistas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Posición del gobierno frente al déficit fiscal</li> <li>▪ Perfil de deuda de empresas públicas: PEMEX &amp; CFE que no está siendo garantizada por el Estado</li> <li>▪ Probable renegociación del T-MEC debido a los cambios de política comercial de EE. UU.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Avance poco probable en reformas previo a próximas presidenciales.</li> <li>▪ Incertidumbre sobre recuperación de espacio fiscal</li> <li>▪ Protestas e inestabilidad política: el impacto de ello sobre la inversión</li> <li>▪ Sensibilidad a los cambios de precio del cobre</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Dificultades en el logro de consensos para reformas, aunque haya habido avance en leyes laborales.</li> <li>▪ Vulnerabilidad de la regla fiscal, que, sumado a la alta deuda externa, todavía no se logra compensar con crecimiento firme del PIB</li> </ul>

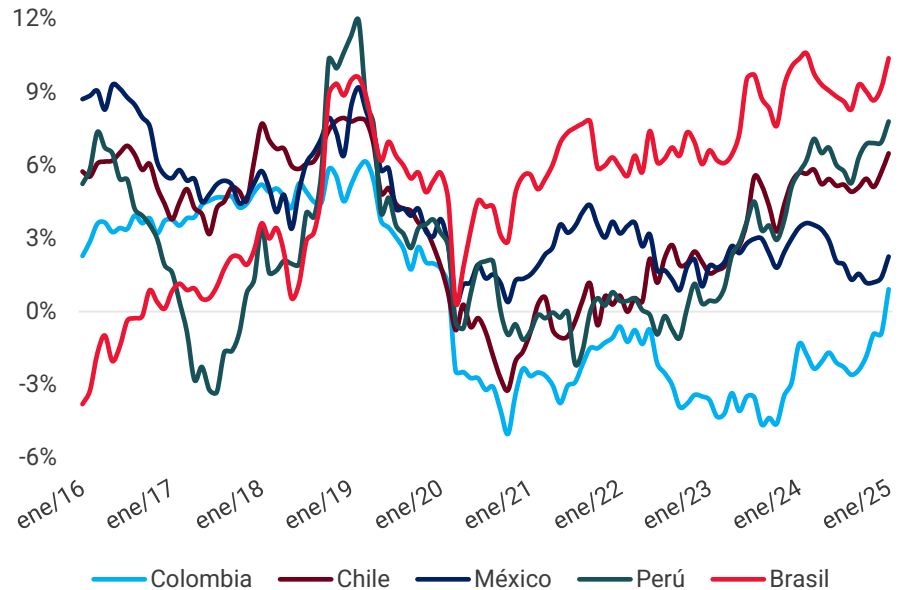
Fuentes: Calificadoras de riesgo y FMI. Construcción: Corficolombiana.

## La relación de los cambios en el Ke con la inversión y expectativas de retorno accionario

**Gráfico 4: Inversión/PIB**



**Gráfico 5: Retornos de 10 años de Índices Accionarios**



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.

Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.

En el Gráfico 4 observamos el deterioro del indicador Inversión/PIB de Colombia, que coincide con lo que señala el Ke, la percepción de mayor riesgo para las inversiones en Colombia. Mientras tanto, los niveles de inversión de México se mantuvieron estables, a pesar del nivel alto de su Ke.

Desde finales de 2023, los Ke de México y Colombia se mantienen en niveles similares con tendencia al alza, sin embargo, el desempeño del mercado accionario colombiano ha sido inferior y se ha mantenido castigado frente a México y los demás mercados analizados. **Este comportamiento puede explicarse a partir de las expectativas sobre los flujos de caja futuros de las compañías listadas en los índices, menores en el caso colombiano. Además, durante los últimos cuatro años, únicamente en Brasil se presenta una relación positiva entre el Ke y el desempeño accionario.**

## Rentabilidad y expectativas: Superando pruebas en el camino a la reactivación

A pesar de la expectativa general de crecimiento moderado, la recuperación económica y la evaluación del riesgo crediticio soberano para los LAC5 ha sido y continuará siendo heterogénea. En el caso de Colombia, nuestra expectativa de mediano plazo es conservadora. Esto coincide con las advertencias la calificadora Fitch en el 2t24, y luego el deterioro en las expectativas (*Outlook*) de calificación por parte de Moody's y Fitch entre junio de 2024 y marzo de 2025, haciendo referencia al panorama fiscal y de confianza institucional como factores críticos para seguir de cerca.

***Estimamos que el retorno esperado del capital ( $K_e$ ) para empresas colombianas se encuentra entre 20,5% y 23,3% en COP, con un punto medio de 21,9% (15,0% en USD) desde el punto de vista de un inversionista internacional diversificado.***

## Resumen de resultados

**Tabla 2: Desglose por componente de la rentabilidad del capital propio**

Factor	Colombia	Chile	México	Perú	Brasil	Información de la Variable
<b>Tasa libre de riesgo</b>	<b>4,59%</b>	<b>4,59%</b>	<b>4,59%</b>	<b>4,59%</b>	<b>4,59%</b>	(A)
Tesoros EE. UU. 10 Años	4,59%	4,59%	4,59%	4,59%	4,59%	(A) Tasa de los bonos soberanos de Estados Unidos a 10 años
<b>Prima de riesgo de mercado EE. UU.</b>	<b>5,47%</b>	<b>5,47%</b>	<b>5,47%</b>	<b>5,47%</b>	<b>5,47%</b>	(B) = (F) × Promedio (G;H)
Beta apalancado	1	1	1	1	1	(F) Beta apalancado del mercado
Promedio Rent. Aritmética (1928-2024)	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	(G) Dato de A. Damodaran actualizado por año ajustado por sesgo de supervivencia
Promedio Rent. Geométrica (1928-2024)	5,44%	5,44%	5,44%	5,44%	5,44%	(H) Retornos estimados A. Damodaran anualmente
<b>Prima de riesgo país</b>	<b>4,96%</b>	<b>1,14%</b>	<b>5,20%</b>	<b>1,78%</b>	<b>7,92%</b>	(C) = (I) × (L)
Factor de riesgo <i>default</i> soberano	2,75%	0,72%	1,66%	1,03%	2,41%	(I) = (J) - (K)
CDS 10 Años	3,10%	1,08%	2,02%	1,38%	2,77%	(J) Tasa de negociación del seguro contra incumplimiento crediticio para bonos soberanos a 10 años
Estados Unidos (CDS 10 Años)	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%	0,35%	(K) Tasa de negociación del seguro por incumplimiento crediticio para bonos soberanos de EE. UU. a 10 años
Ajuste por riesgo accionario	1,80	1,58	3,13	1,74	4,03	(L) = (M) / (N)
Volatilidad Índice Mercado Accionario	17,70%	17,00%	15,24%	17,33%	17,08%	(M) Volatilidad histórica de los retornos totales del índice de capitalización de renta variable (Promedio móvil 5 años)
Volatilidad Índice Mercado de Renta Fija	9,81%	10,79%	4,87%	9,98%	4,24%	(N) Volatilidad histórica de los retornos del Índice de Bonos convertido a moneda local (Promedio móvil 5 años)
<b>Rentabilidad del Capital Propio (USD)</b>	<b>15,02%</b>	<b>11,20%</b>	<b>15,26%</b>	<b>11,85%</b>	<b>19,78%</b>	(D) = (A) + (B) + (C)
Prima cambiaria	5,97%	1,40%	5,14%	1,58%	8,30%	(E) Devaluación implícita a 10 años extraída de la curva forward. Nodos Curva Forward USD/Moneda Local Fuente: Precia
Rentabilidad del Capital Propio (Moneda Local)	<b>21,90%</b>	<b>12,76%</b>	<b>21,18%</b>	<b>13,62%</b>	<b>29,72%</b>	Ke PEN = (1 + D) × (1 + E) - 1

Fuentes: Precia, Refinitiv Eikon, y base de datos de Aswath Damodaran, Cálculos: Corficolombiana.  
Cifras redondeadas a dos decimales y tasas presentadas en Efectivo Anual.

## Anexo metodológico

A continuación, un resumen de las fuentes y la metodología empleada para realizar el análisis de este documento. Cabe mencionar que los datos presentados en frecuencia mensual corresponden al último viernes hábil de dicho mes.

Las siguientes fórmulas se usaron para llegar a la Rentabilidad Esperada del Capital Propio:

$$\begin{aligned}
 & \text{Rentabilidad del Capital Propio}_{USD} \\
 &= \text{Tasa Libre de Riesgo}_{EE. UU.} + (\beta \times \text{Prima de Riesgo Accionario}_{EE. UU.}) \\
 &+ \left( (CDS_{COL,CHL,MEX,PER} - CDS_{EE. UU.}) \times \frac{\sigma_{Acciones_{COL,CHL,MEX,PER,BRS}}}{\sigma_{BonosGobierno_{COL,CHL,MEX,PER,BRS}}} \right)
 \end{aligned}$$

$$\text{Rentabilidad del Capital Propio}_{COP,CLP,MXN,PEN \text{ o } BRL}$$

$$= (1 + \text{Rentabilidad del Capital Propio}_{USD}) \times (1 + \text{Devaluación Implícita Forward}) - 1$$

- La Tasa Libre de Riesgo la tasa de los Bonos del Tesoro Estadounidense a 10 años. Fuente: Refinitiv Eikon,
- La Prima de Riesgo Accionario se obtiene del promedio histórico (1928-2024) del retorno anual del S&P 500 y restando el retorno anual promedio de los Bonos del Tesoro Estadounidense durante este periodo. A este resultado se le resta una prima de supervivencia para considerar teóricamente las empresas que salen del índice por quiebra (ajuste anual de 1,5%).

Fuentes: [Brown, Goetzmann, & Ross \(1995\)](#), [Damodaran, Investment Valuation \(p.161-162\)](#), y base de datos de A. Damodaran ([www.stern.nyu.edu/~adamodar/](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/)),

- La Prima de Riesgo País tiene dos componentes:
  - Se inicia con la diferencia entre el CDS a 10 años del país en cuestión frente esta cifra para EE. UU. para llegar a un proxy de la probabilidad relativa de incumplimiento para cada uno de los países estudiados.
  - Posteriormente, se usa un escalador en el cual la volatilidad de los retornos totales del mercado accionario se divide por la volatilidad de los retornos totales de un índice de bonos en la misma moneda. Frente a versiones previas de este informe, este método toma retornos totales en lugar de ordinarios, y que provengan de una misma moneda para llegar a un escalador más robusto. Fuentes: Refinitiv Eikon y S&P Dow Jones Indices.

Con el cómputo de estos factores se obtiene la rentabilidad esperada del capital propio en dólares. Posteriormente, esta tasa en USD se convierte a la moneda local correspondiente a cada país. Esto se realiza al incorporar la devaluación esperada a 10 años para integrar el costo de una cobertura cambiaria que se obtiene de la curva *forward* dólar/moneda local respectiva. Con este valor de la curva *forward* se emplea la siguiente fórmula:

$$\text{Devaluación implícita} = \left( \frac{\text{Tasa Spot} + \text{Tasa} \times \text{días}}{\text{Tasa Spot}} \right)^{\frac{365}{X \text{ días}}} - 1$$

Donde **X días** viene de la fecha del nodo escogido en la tasa *forward*. Fuente: Precia, proveedor local de información de curvas *forward* para los países LAC5

## Equipo de investigaciones económicas

### César Pabón Camacho

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext, 70009

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

### Macroeconomía y Mercados

---

#### Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext, 70231

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

#### Felipe Espitia

Analista Senior Renta Fija

(+57-601) 3538787 Ext, 70495

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

#### Mariapaula Castañeda

Estudiante en práctica

(+57-601) 3538787 Ext, 70495

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

#### Gabriela Bautista

Analista Contexto Externo

(+57-601) 3538787 Ext, 70496

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

#### Alejandra Gacha

Analista economías Sudamérica

(+57-601) 3538787 Ext, 69964

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

#### Nicolás Cruz Walteros

Analista Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext, 69973

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

#### Mateo Pardo

Analista economías Centroamérica

(+57-601) 3538787 Ext, 69628

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

### Análisis Financiero

---

#### Andrés Duarte

Gerente de análisis financiero

(+57-601) 3538787 Ext, 70007

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

#### Catalina Figueroa

Analista de renta variable

(+57-601) 3538787 Ext, 70495

[ayde.figueroa@corfi.com](mailto:ayde.figueroa@corfi.com)

#### Jaime Cárdenas

Analista sector financiero

(+57-601) 3538787 Ext, 69798

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

#### Daniel Monroy

Analista de finanzas corporativas

(+57-601) 3538787 Ext, 69798

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

### Análisis Sectorial y Sostenibilidad

---

#### Fabián Osorio Quintero

Director de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 ext, 70497

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

#### Andrés Gallego

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext, 69973

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

#### Dino Francisco Córdoba

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext, 70495

[dino.cordoba@corfi.com](mailto:dino.cordoba@corfi.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,

CORFICOLMBIANA 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 CORFICOLMBIANA, 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,