



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

Ecopetrol Entrega de Notas 2T25

Utilidad Neta por debajo de las expectativas a pesar de
producción resiliente

agosto de 2025

Andres Duarte

Director Renta Variable Corficolombiana
Andres.duarte@corfi.com

Daniel Bustamante

Analista Renta Variable
daniel.bustamante@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente de Estrategia Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com



Ecopetrol Entrega de Notas 2T25

Utilidad Neta por debajo de las expectativas

Ecopetrol reportó resultados Negativos, con Utilidad Neta por debajo de las expectativas

La Utilidad de Ecopetrol de COP 1,8 BN para 2T25 disminuyó 46,4% interanual y 42,1% trimestral, la más baja desde 4T20 (COP 0,7 BN), lo cual contrasta con la producción de 755,5 miles de barriles de petróleo equivalente diario (-0,5% A/A y +1,3% T/T), la segunda mayor de los últimos diez años, con una participación récord del Permian estadounidense (15,3% del total).

En el segundo trimestre del año, los ingresos de Ecopetrol se ubicaron en 29,7 BN (-9,1% A/A y -5,4% T/T), producto de la interacción entre la producción, el pronunciado deterioro en la cotización del petróleo Brent, que disminuyó 19,6% A/A (-10,3% T/T) en dólares y 14,0% A/A (-10,2% T/T) en pesos, un menor deterioro en las canastas de venta de productos y gas natural en dólares (-13,3% A/A y -0,7% A/A); y el favorable desempeño en la producción ya mencionado.

Lo anterior, sumado a un crecimiento menor en el Costo de Ventas (+2,8% A/A y +2,2% T/T) y mayores Gastos Operacionales (administración, exploración y proyectos), creciendo 14,3% A/A y 25,9% T/T, se tradujo en un deterioro operacional.

Continuando, con un margen EBITDA de 37,5%, el EBITDA del periodo fue COP 11,1 BN (-20,8% A/A y -16,0% T/T), afectado además por un inusualmente bajo aporte de ISA que explicamos más adelante. Frente a nuestras estimaciones, los Ingresos fueron mayores en 4,2%, el EBITDA menor en 2,2% y la Utilidad Neta fue menor en 17,9%. Calificamos a los resultados de 2T25 como Negativos.



Precio Objetivo (CLP)	2.250
Recomendación	NEUTRAL
YTD (%)	4,8%
PER	5,78x
PVL	0,91x
EV/EBITDA	4,15x

Gráfico 1. Acción de Ecopetrol

Cifras en COP



Cifras con corte al 07/05/2025

Ecopetrol Entrega de Notas 2T25

Utilidad Neta por debajo de las expectativas

Por otro lado, cabe señalar, que la mejora en la generación de caja operativa a raíz de los pagos del gobierno y la menor acumulación del saldo del FEPC, actualmente en 0,9 BN trimestral (2,4 BN hace un año y 5,1 BN hace dos), **permiten pensar que las inversiones restantes se podrán realizar con generación de caja interna**, teniendo en cuenta que el nivel de endeudamiento actual (deuda bruta / EBITDA) de 2,4x es cercano al límite máximo de 2,5x establecido por la compañía.

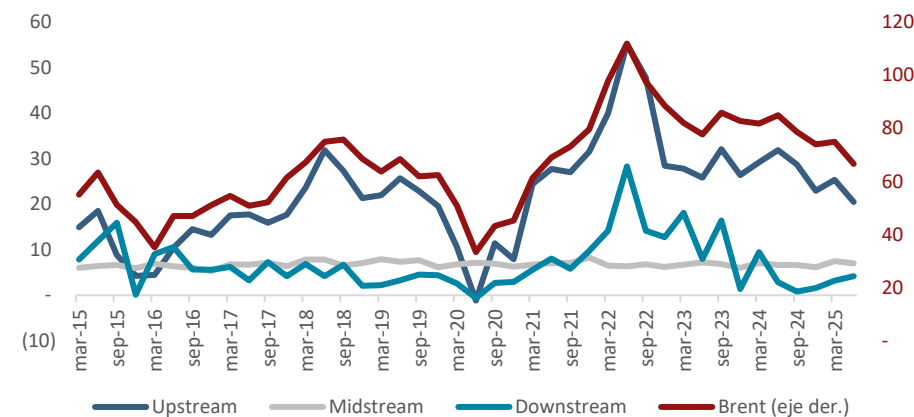
Producción: La producción fue 8,5 kbped (miles de barriles de petróleo equivalente diario) superior a nuestra expectativa de 747 kbped, ubicándose en 755,5 kbped (-0,5% A/A y +1,3% T/T), la segunda mayor de los últimos diez años. Del total, 15,3% provino del Permian estadounidense, que marcó su récord histórico de producción con 115,5 kbped (+17,6% A/A y +20,5% T/T). Sin incluir al Permian, la producción de Ecopetrol habría disminuido 3,2% anual y 1,5% trimestral (-15,2% A/A y -2,2% T/T en el caso del gas natural). Enfatizamos la importancia de la producción del Permian estadounidense sobre los resultados de Ecopetrol, teniendo en cuenta que, la producción total de petróleo y gas de Colombia en 2T25 disminuyó -6,4% y -18,9% interanual respectivamente.

ISA y EBITDA: El EBITDA total de ISA fue COP 1,6 BN, disminuyendo 26,1% y 32,6% frente al año y trimestre anteriores, a partir de ingresos operacionales de 2,3 BN (-12,1% A/A y -24,1% T/T). El desempeño de ISA a lo largo del estado de resultados fue mucho menor a nuestras estimaciones, principalmente por el impacto negativo por 594 mil millones en ingresos y EBITDA, del ajuste en la fórmula de actualización del componente financiero de los activos de la RBSE (Red Básica del Sistema Existente), dictado por la Agencia Nacional de Energía Eléctrica (ANEEL) de Brasil. Asimismo, durante el trimestre se provisionaron 88 mil millones por concepto de Air-e en Colombia. Estimamos que, en condiciones normales, el EBITDA de ISA habría superado los COP 2,0 BN, con lo que el margen EBITDA de Ecopetrol se habría ubicado alrededor del 39%, en línea con lo estimado por la compañía en su plan de inversiones para 2025.

Fuente: Ecopetrol, cálculos Corficolombiana y Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfica 2. EBITDA por barril

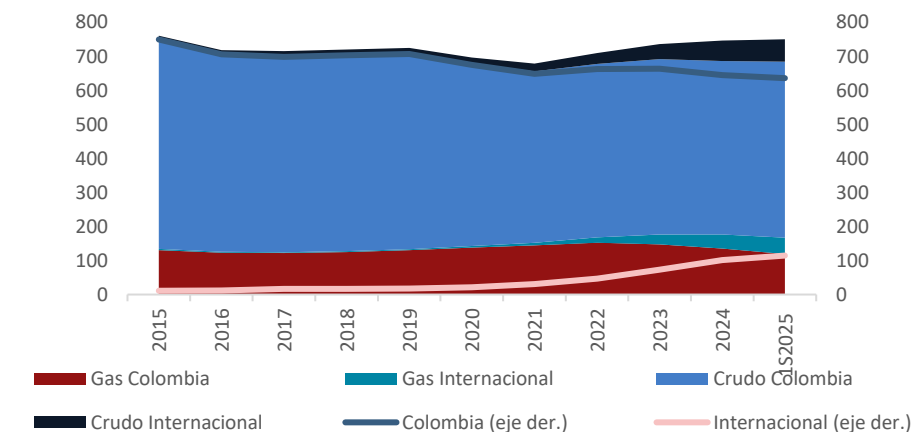
Cifras en USD/Barril. Brent (eje derecho)



Fuente: Ecopetrol, BANREP, EIA. cálculos Corficolombiana

Gráfica 3. Producción local e internacional

Cifras producción en Kbped. Internacional* (eje derecho)



Fuente: Ecopetrol, cálculos Corficolombiana.

*Kbped: Miles de barriles de petróleo equivalente diario

* Internacional = Savia + Ecopetrol América + Permian

Ecopetrol Entrega de Notas 2T25

Utilidad Neta por debajo de las expectativas

Salvo por el margen EBITDA de Downstream que mejoró 1,6 p.p. anual y 1,4 p.p. trimestral, los demás márgenes (Upstream, Midstream e ISA) registraron disminuciones anuales y secuenciales. Se trata de un desarrollo negativo, más si la expectativa es que los precios se mantengan deprimidos, y aún más teniendo en cuenta la política pública desfavorable para el sector en Colombia. Sin embargo, reiteramos que la empresa no presenta una catástrofe operativa, lo cual observamos en esta ocasión a partir de los EBITDA por barril de los diferentes segmentos, donde se evidencia la incidencia de la cotización del petróleo sobre el EBITDA de los segmentos de Upstream (exploración y producción) y Downstream (refinación), destacándose la recuperación de Upstream, y sin incidencia en el Midstream (transporte y logística, sin incluir a ISA), una línea de negocio con cargos regulados. Los EBITDA por barril los medimos relativos a la producción en el caso del Upstream, los barriles transportados en el Midstream y la carga de refinación (Cartagena + Barrancabermeja) para Downstream.

Expectativas: Aunque los resultados de Ecopetrol fueron Negativos, no creemos que se presente un mayor deterioro en lo que queda del año, esperamos más bien una estabilización; leve disminución en la producción respecto a 2T25; estabilidad en precios en dólares y pesos; buen desempeño en Downstream dada la terminación de los mantenimientos mayores durante 1S25; menores impuestos a cargo, tanto por la ausencia de la sobretasa por el nivel de precios, como por la devolución esperada de saldos a favor; recuperación en ISA, principalmente a partir de la entrada de nuevos proyectos, con ingresos tarifarios ajustados por los escaladores contractuales al alza; etc. Asimismo, creemos que esta expectativa coincide con lo que espera la compañía, con el cumplimiento de los dividendos esperados por la Nación en 2026 de 5,1 BN (COP 139/acción, 35% menor al actual), respetando la política de repartición de dividendos actual, para lo cual se requeriría de resultados netos trimestrales cercanos a COP 2,3 BN en 3T25 y 4T25. En ese sentido, aunque no esperamos que continúe el deterioro en el desempeño, tampoco estimamos una recuperación.

Fuente: Ecopetrol, cálculos Corficolombiana y Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfica 4. Utilidad Neta antes de Impairment

Cifras Utilidad Neta en COP billones (eje izquierdo)

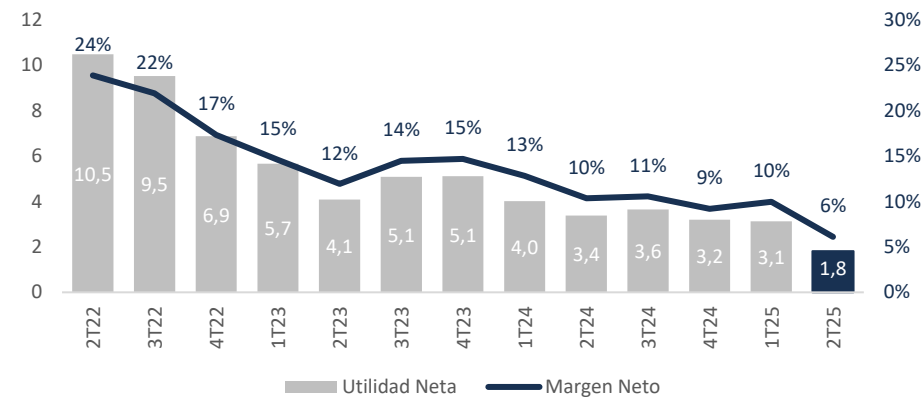


Tabla 2. Resultados Trimestrales 2T25

Cifras en COP billones

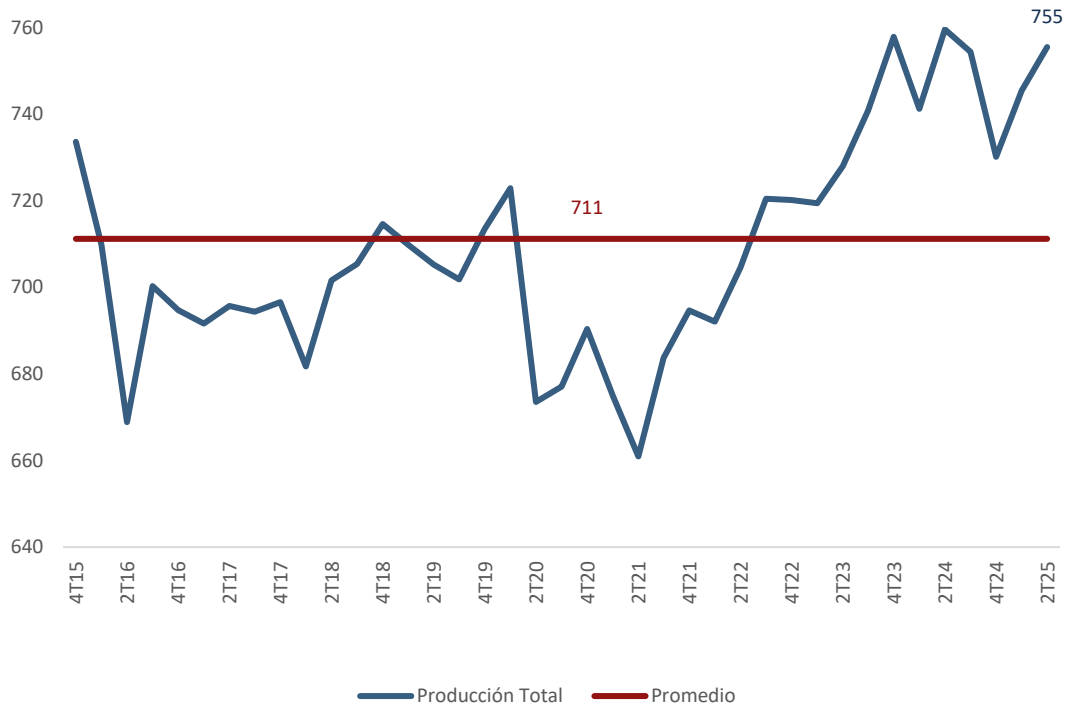
Cifras en COP billones	Ecopetrol				
	2T24	1T25	2T25	Var T/T	Var A/A
Total Ingresos	32,63	31,37	29,67	-5%	-9%
Utilidad Bruta	12,05	10,66	8,51	-20%	-29%
Utilidad Operacional	9,54	8,38	5,64	-33%	-41%
EBITDA	14,05	13,26	11,14	-16%	-21%
Utilidad Neta Controladora (antes de Impairment)	3,38	3,13	1,81	-42%	-46%
Margen Bruto	37%	34%	29%	-531pbs	-825pbs
Margen Operacional	29%	27%	19%	-772pbs	-1022pbs
Margen EBITDA	43%	42%	38%	-474pbs	-553pbs
Margen Neto	10%	10%	6%	-387pbs	-424pbs

UPSTREAM

La producción de Ecopetrol se ubica por encima del promedio histórico, alcanzando 755 Kbped en el 2T25. El Permian ha cobrado mayor relevancia, aportando el 15,3% del total y consolidándose como el segundo mayor contribuyente.

Gráfico 5. Producción de Ecopetrol

Cifras trimestrales en Kbped*

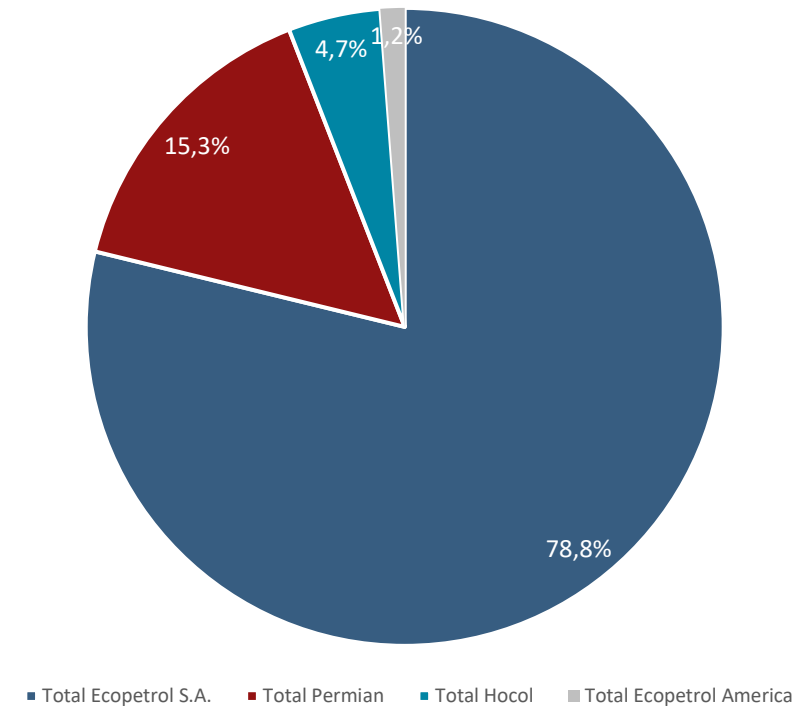


* Kbped: Miles de Barriles de Petróleo equivalentes diarios

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfico 6. Participación sobre total de producción

Cifras trimestrales con corte al 2T25

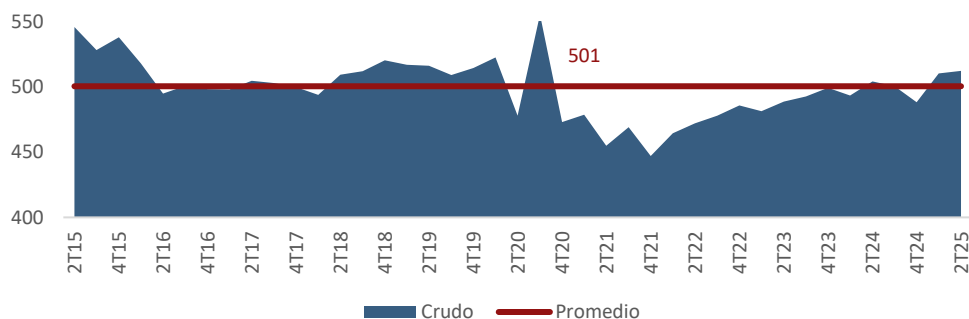


Producción de Crudo y Gas

La producción total se ha recuperado y registró un repunte en el 2T25, ubicándose levemente por encima de su promedio histórico. principalmente gracias al crecimiento sostenido en el Permian (operación en Estados Unidos). En contraste, la producción sin el Permian ha venido disminuyendo.

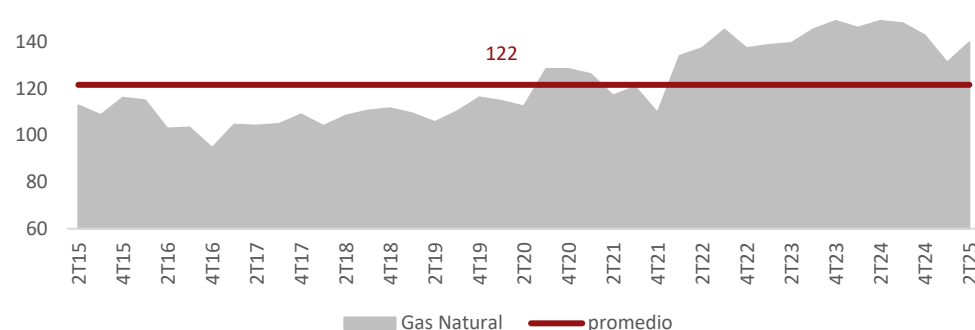
Gráfica 7. Producción de Crudo

Cifras trimestrales en Kbped*



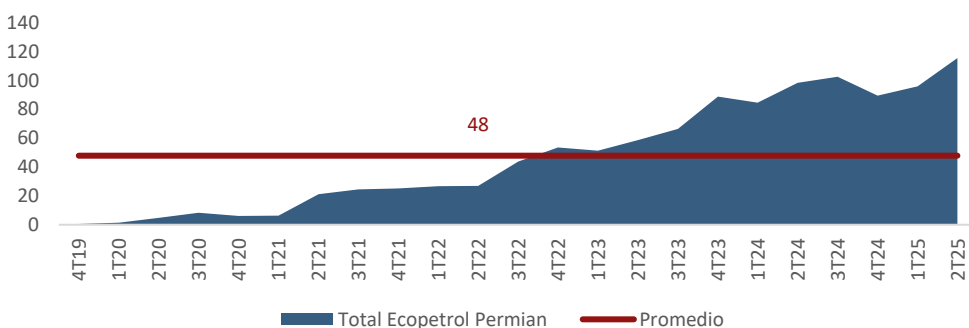
Gráfica 8. Producción Gas Natural

Cifras trimestrales en Kbped



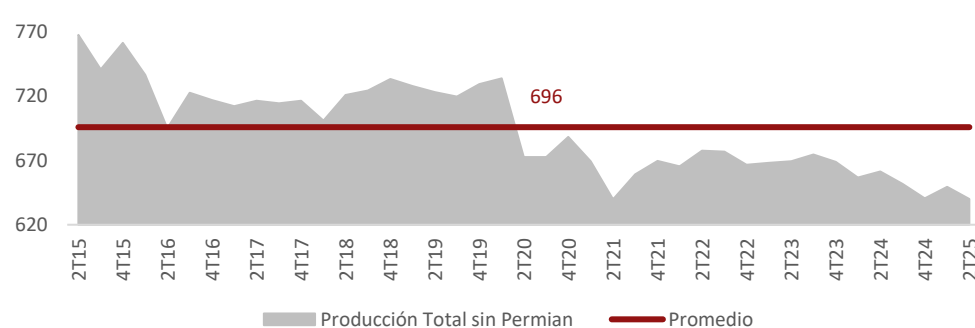
Gráfica 9. Producción Permian

Cifras trimestrales en Kbped



Gráfica 10. Producción total sin Permian

Cifras en Kbped



* Kbped: Miles de Barriles de Petróleo diarios

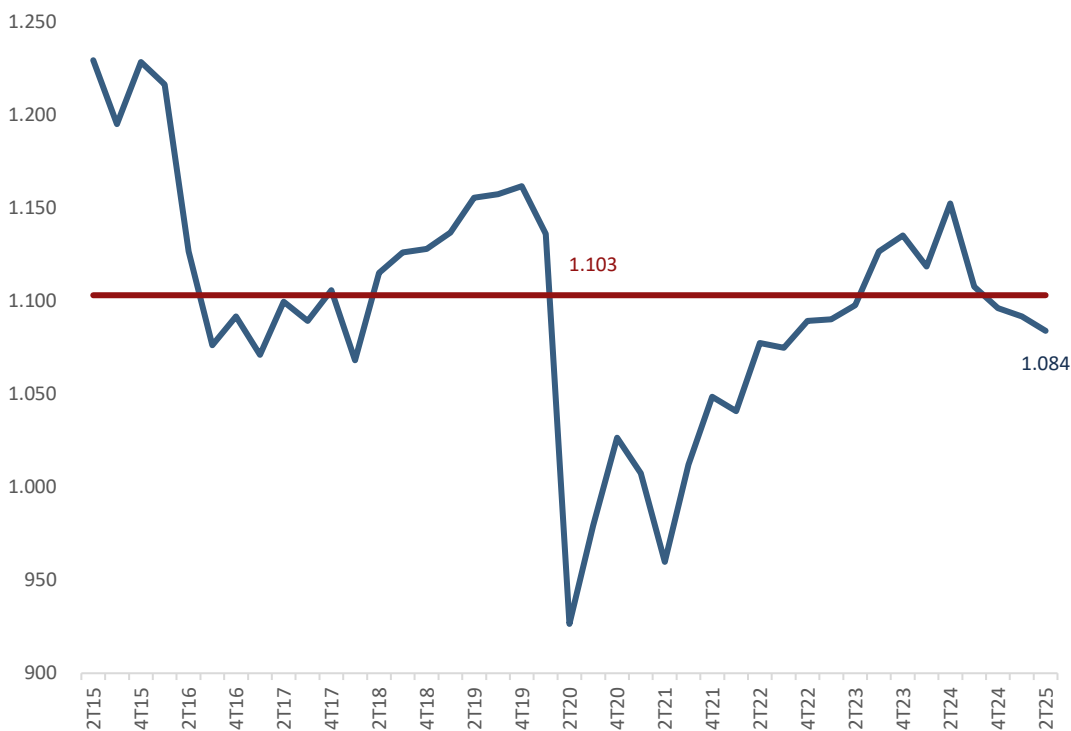
Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

MIDSTREAM

El volumen transportado muestra una recuperación sostenida desde 2020, sin embargo desde el 3T24 ha disminuido, ubicándose por debajo de su promedio histórico. La mayor parte del transporte corresponde a crudo (73%), con el resto en productos refinados (27%).

Gráfico 11. Volumen transportado

Cifras producción en Kbppe

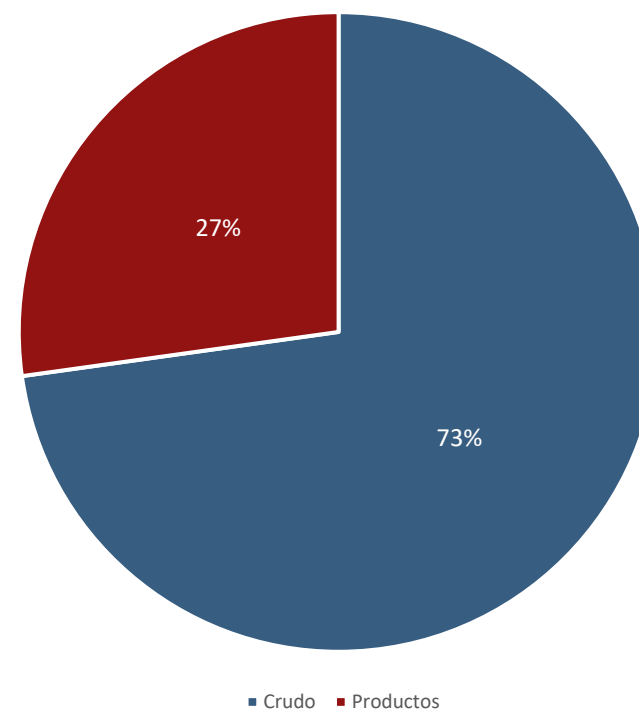


* Kbppe: Miles de Barriles de Petróleo diarios

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfico 12. Participación sobre Volumen transportado

Cifras (12 meses) con corte al 2T25



■ Crudo ■ Productos

DOWNSTREAM

La producción de refinados se ha mantenido mayor a su promedio histórico en ambas refinerías desde 2022. los Márgenes Brutos de refinación por barril han disminuido de forma relevante, sin embargo en 2025 presentaron una recuperación.

Gráfico 13. Refinería de Cartagena

Producción Refinados (eje Izquierdo). Cifras trimestrales

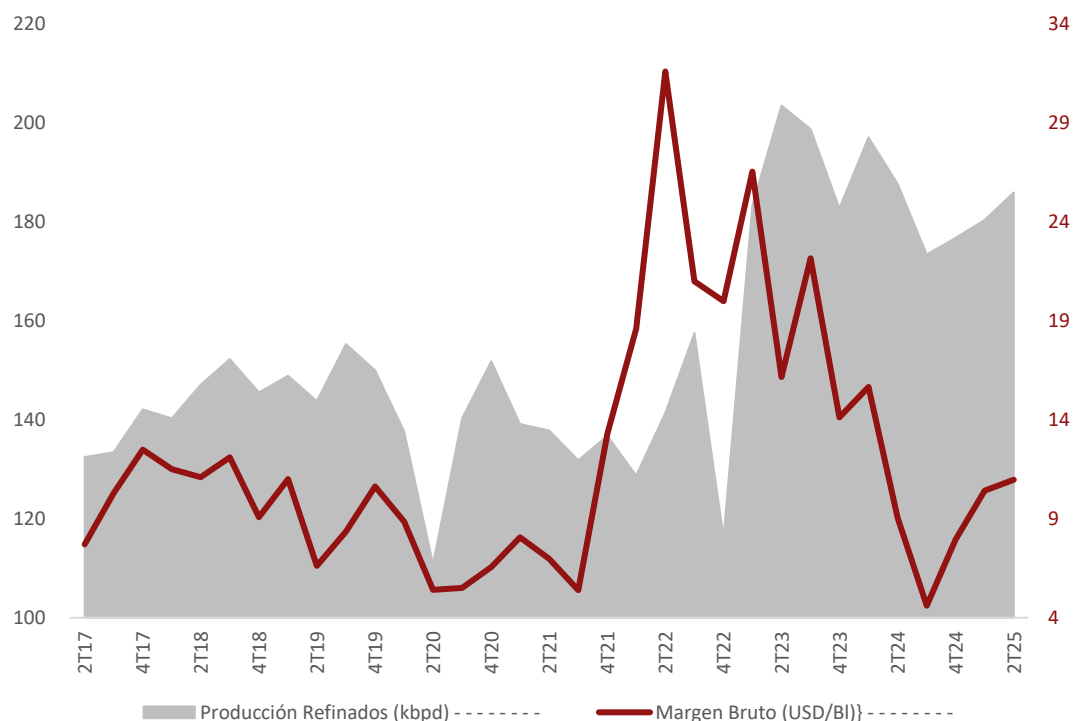
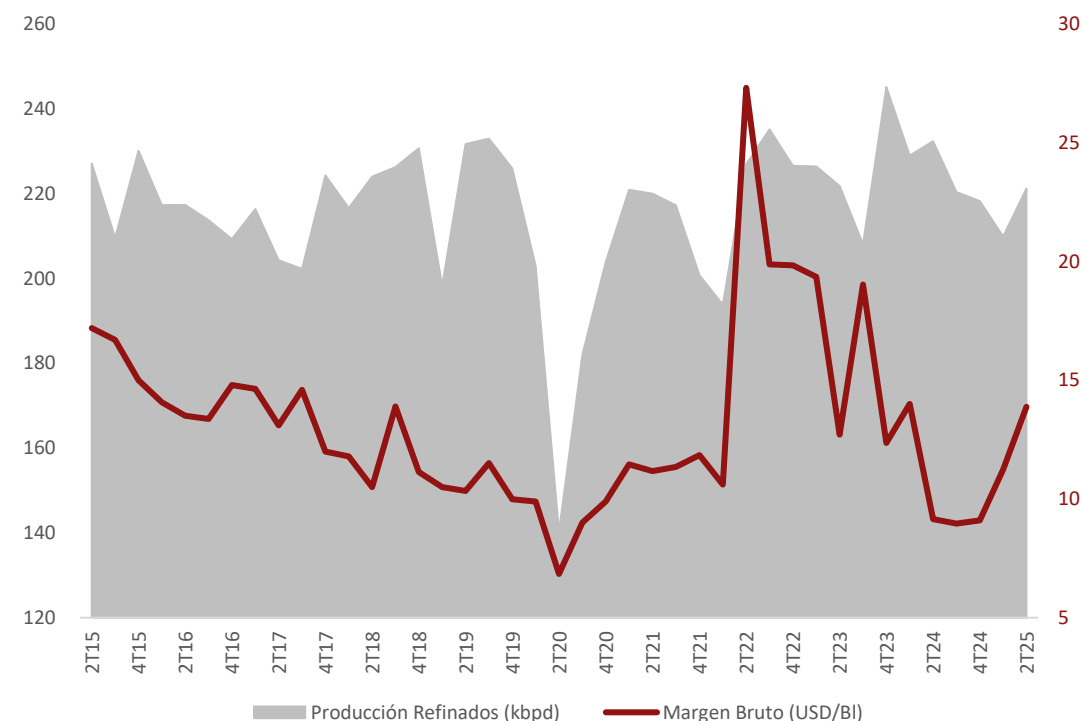


Gráfico 14. Refinería de Barrancabermeja

Producción Refinados (eje Izquierdo). Cifras trimestrales



* Kbpd: Miles de Barriles de Petróleo diarios

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Ingresos Ecopetrol

Los ingresos 12 meses consolidados de Ecopetrol disminuyeron 3% A/A en el 2T25 en línea con la disminución de los precios promedio del petróleo (-22% A/A).

Gráfico 15. Ingresos consolidados 12 Meses

Cifras 12 meses en COP billones. Incluye eliminaciones

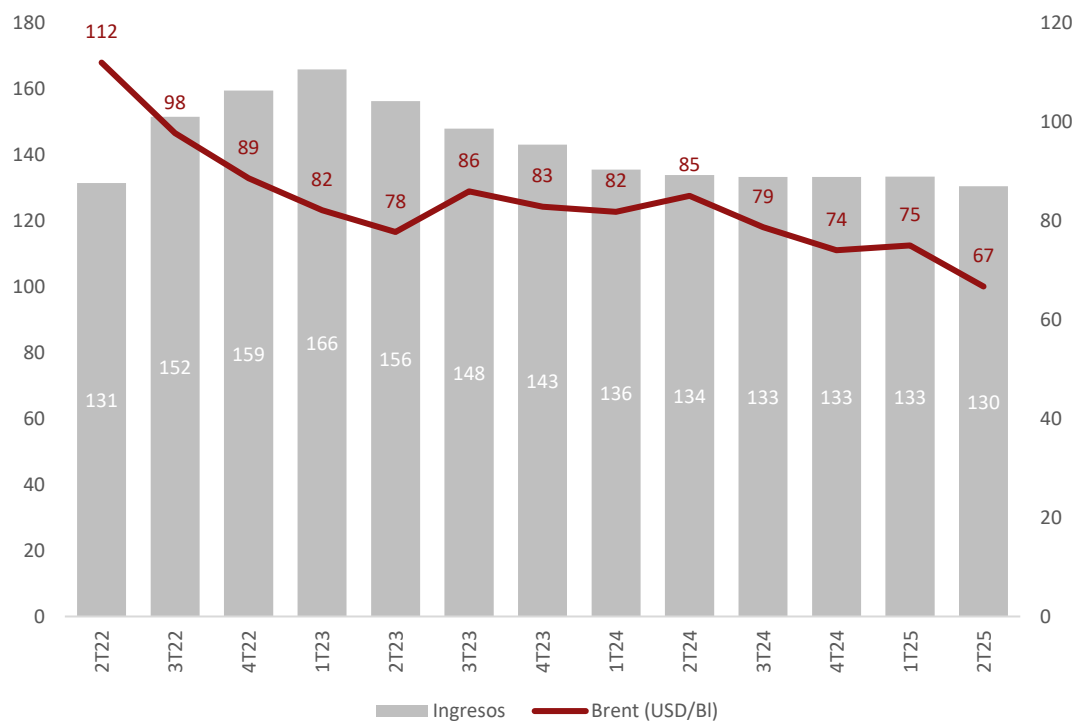
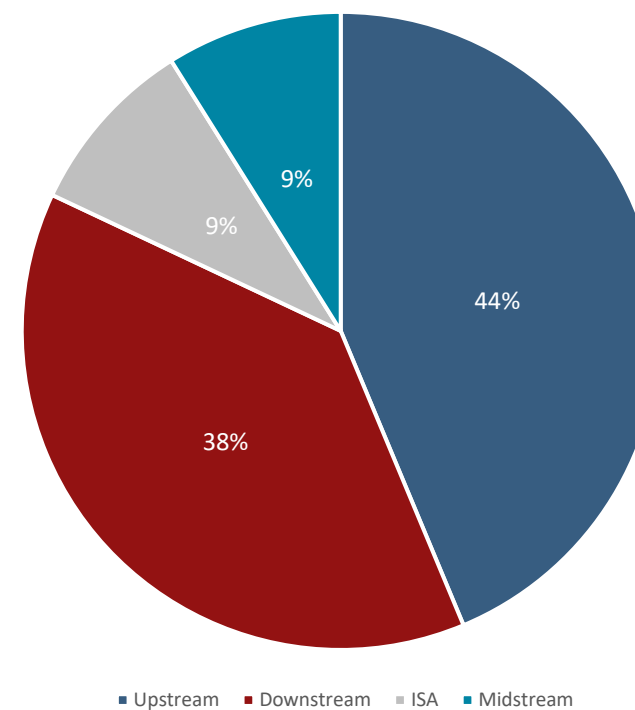


Gráfico 16. Participación de Ingresos por segmento



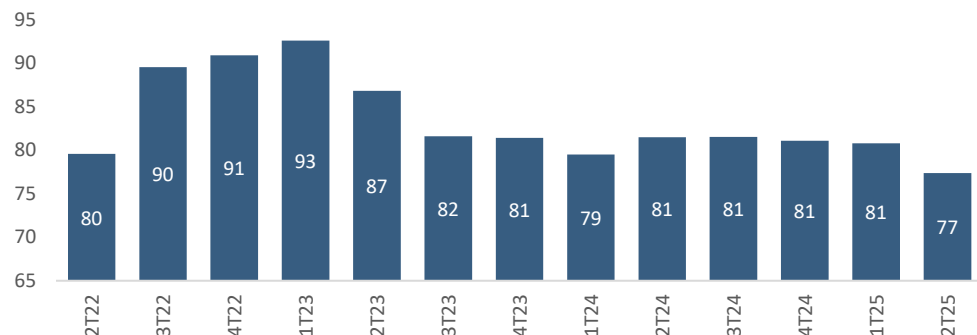
Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Ingresos por segmento

El segmento Upstream presenta caída del 5% A/A en los Ingresos (12 meses). Por su parte Midstream mantiene un comportamiento estable, mientras que Downstream presenta una tendencia descendente. ISA, en contraste, exhibe un crecimiento gradual con un leve retroceso en el 2T25.

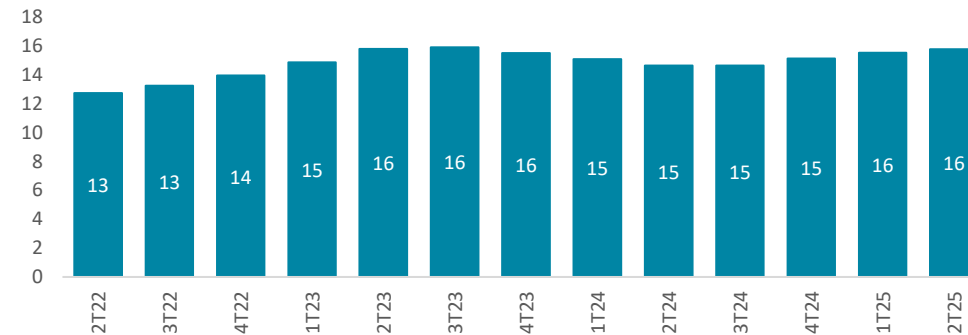
Gráfica 17. Ingresos Upstream

Cifras 12 meses en COP billones



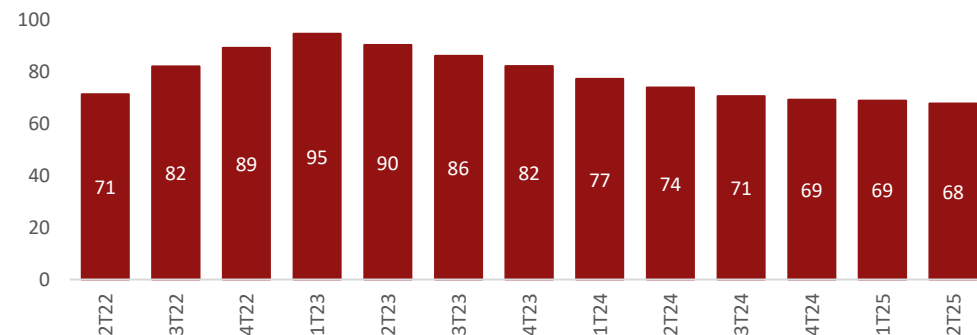
Gráfica 18. Ingresos Midstream

Cifras 12 meses en COP billones



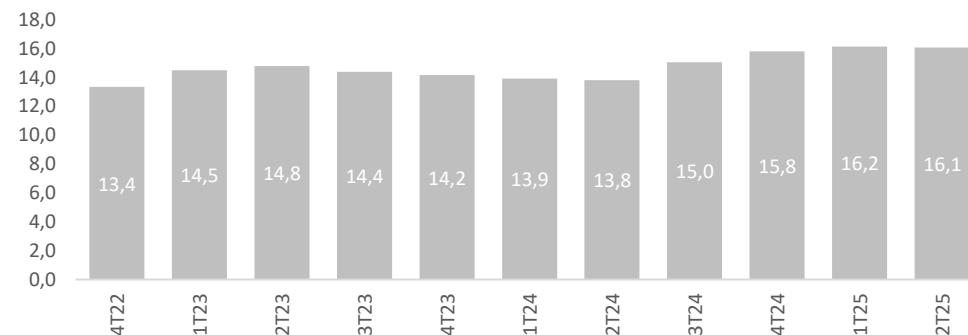
Gráfica 19. Ingresos Downstream

Cifras 12 meses en COP billones



Gráfica 20. Ingresos ISA

Cifras 12 meses en COP billones



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

EBITDA Ecopetrol

El EBITDA 12 meses consolidado de Ecopetrol se contrajo un 11% anual en 2T25, llegando a un Margen del 39% vs el 42% en el 2T24.

Gráfico 21. EBITDA consolidado
Cifras EBITDA 12 meses en COP billones (eje izquierdo)

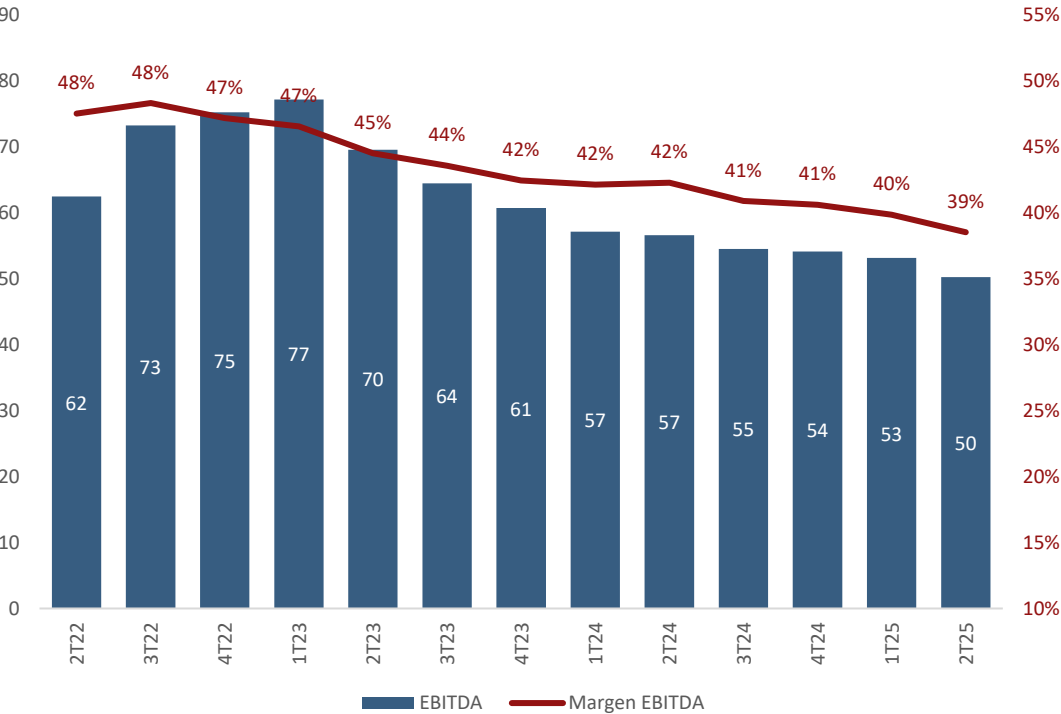
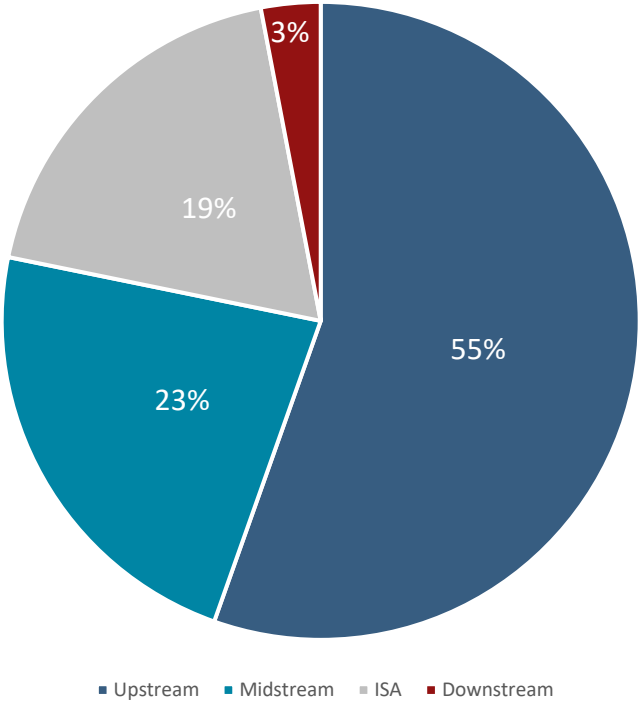


Gráfico 22. Participación de EBITDA por segmento



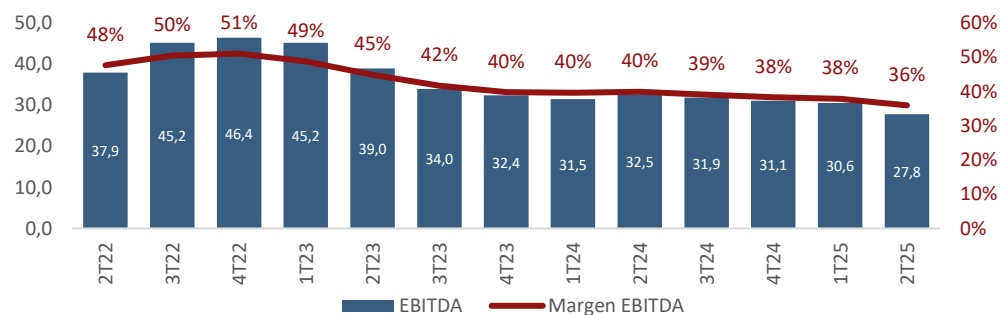
Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

EBITDA por segmento

Para el 2T25, el EBITDA (12 meses) del segmento Upstream continuó la tendencia descendente disminuyendo un 15% A/A. Mientras que en Midstream y Downstream se registró una leve recuperación con márgenes estables

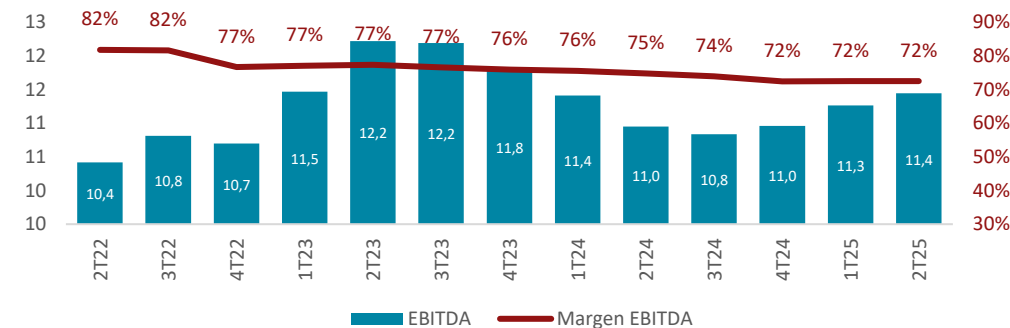
Gráfica 23. EBITDA Upstream

Cifras EBITDA 12 meses en COP billones (eje izquierdo)



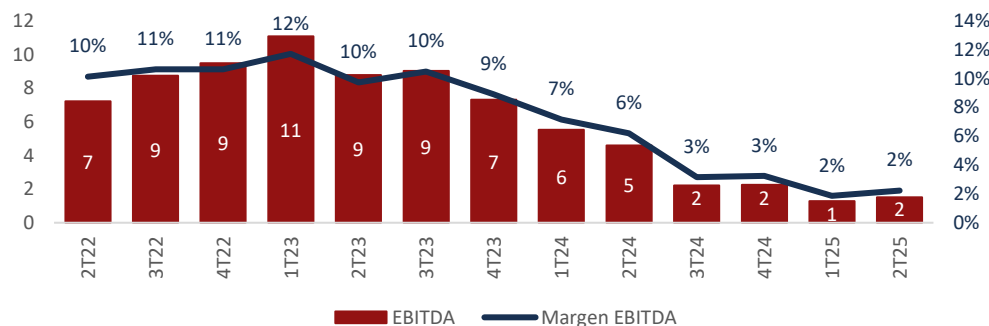
Gráfica 24. EBITDA Midstream

Cifras EBITDA 12 meses en COP billones (eje izquierdo)



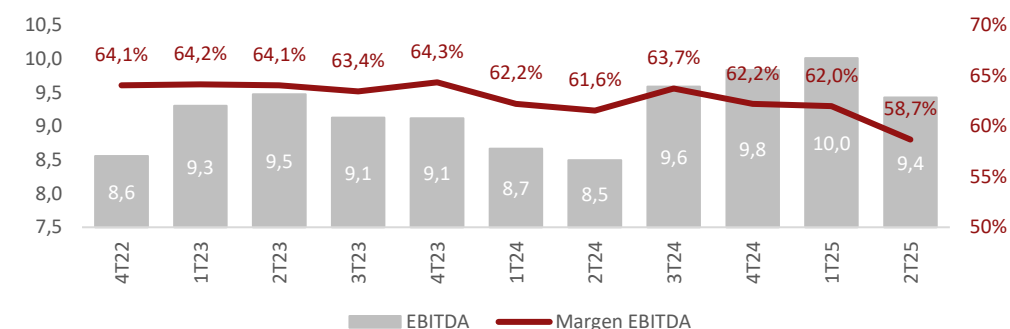
Gráfica 25. EBITDA Downstream

Cifras EBITDA 12 meses en COP billones (eje izquierdo)



Gráfica 26. EBITDA ISA

Cifras EBITDA 12 meses en COP billones (eje izquierdo)



Utilidad Neta Ecopetrol

La Utilidad Neta 12 meses atribuible a los accionistas en 2T25, alcanza su nivel más bajo desde 2021 (-25% A/A), llegando a un Margen Neto de un solo dígito.

Gráfico 27. Utilidad Neta Controladora
Cifras Utilidad Neta 12 meses en COP billones (eje izquierdo)

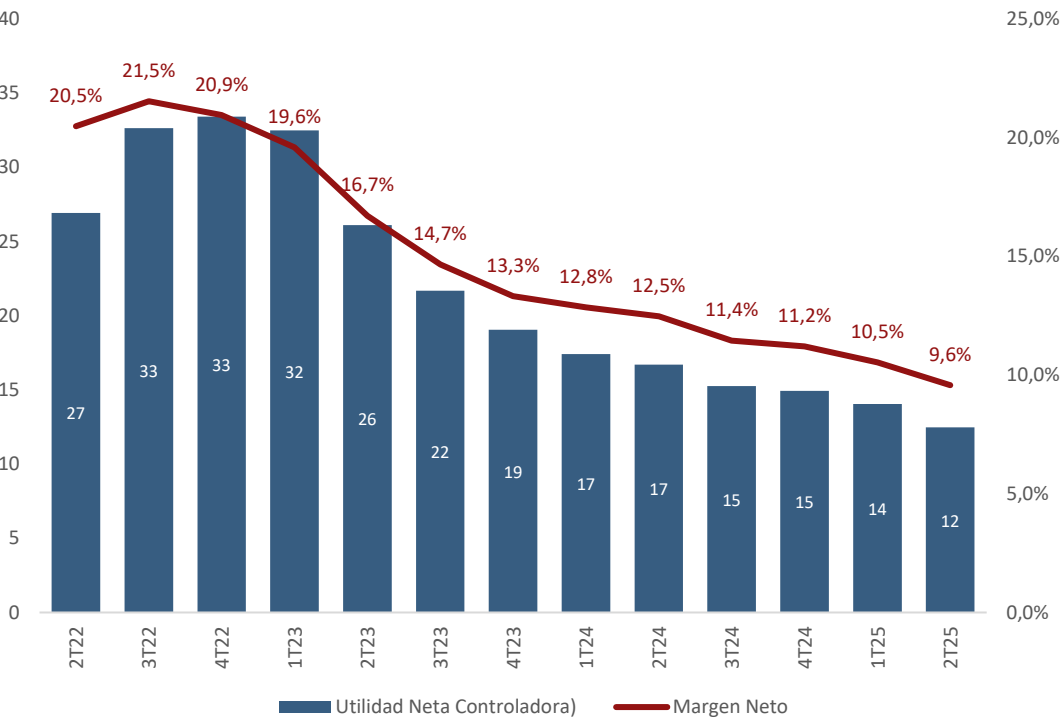
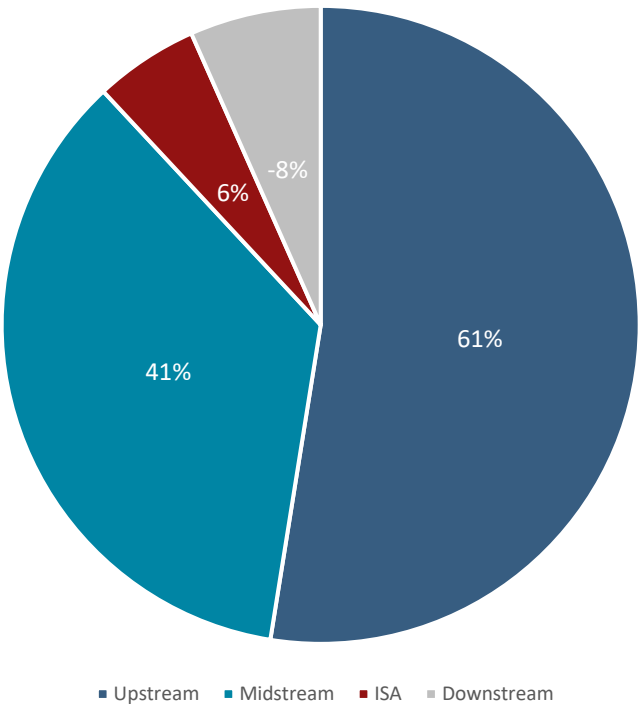


Gráfico 28. Participación de Utilidad Neta por segmento



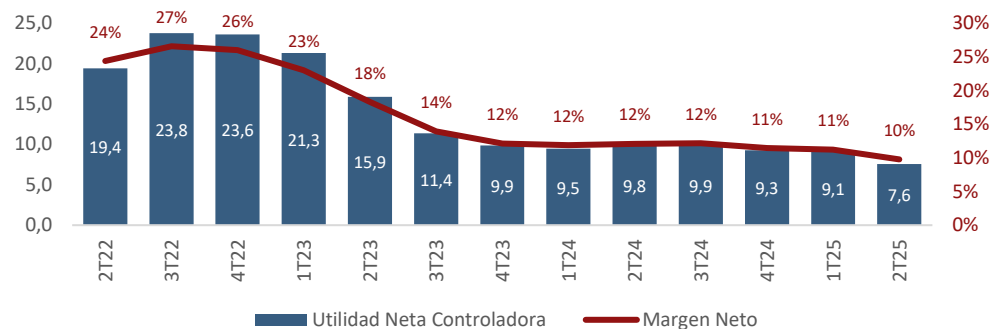
Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Utilidad Neta por segmento

El negocio Upstream registró una fuerte contracción del -23% A/A en su Utilidad Neta (12 meses). Por su parte, el segmento Midstream registró un incremento del 16% A/A, mientras que Downstream continúa en terreno negativo

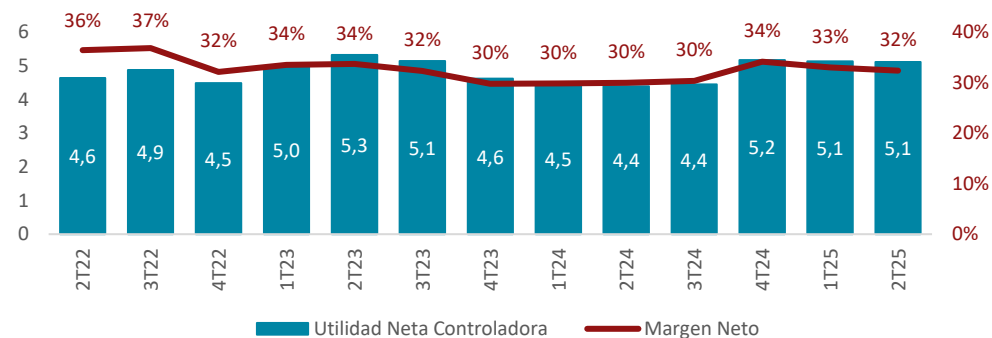
Gráfica 29. Utilidad Neta Upstream

Cifras Utilidad Neta 12 meses en COP billones (eje izquierdo)



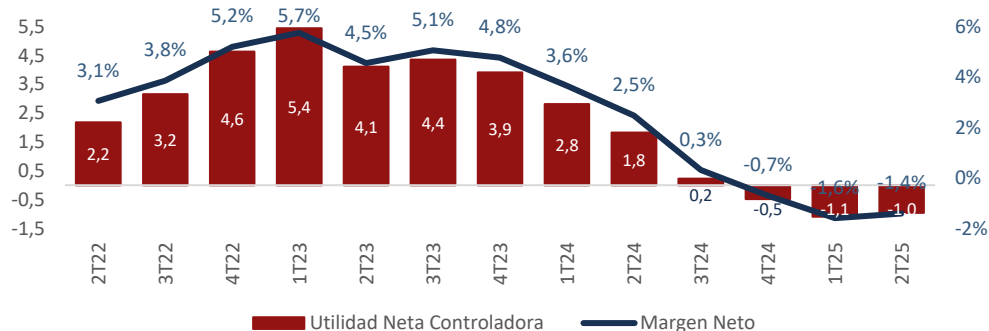
Gráfica 30. Utilidad Neta Midstream

Cifras Utilidad Neta 12 meses en COP billones (eje izquierdo)



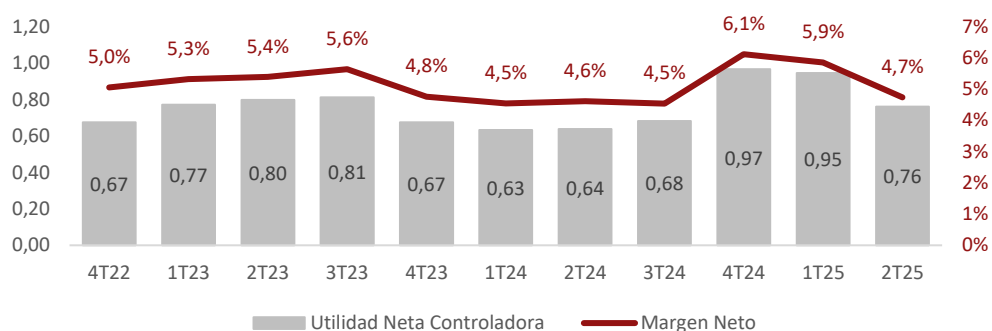
Gráfica 31. Utilidad Neta Downstream

Cifras Utilidad Neta 12 meses en COP billones (eje izquierdo)



Gráfica 32. Utilidad Neta ISA

Cifras Utilidad Neta 12 meses en COP billones (eje izquierdo)



Costos y Gastos consolidados

Gráfico 33. Relación Costos y Gastos sobre Ingresos

Cifras 12 meses

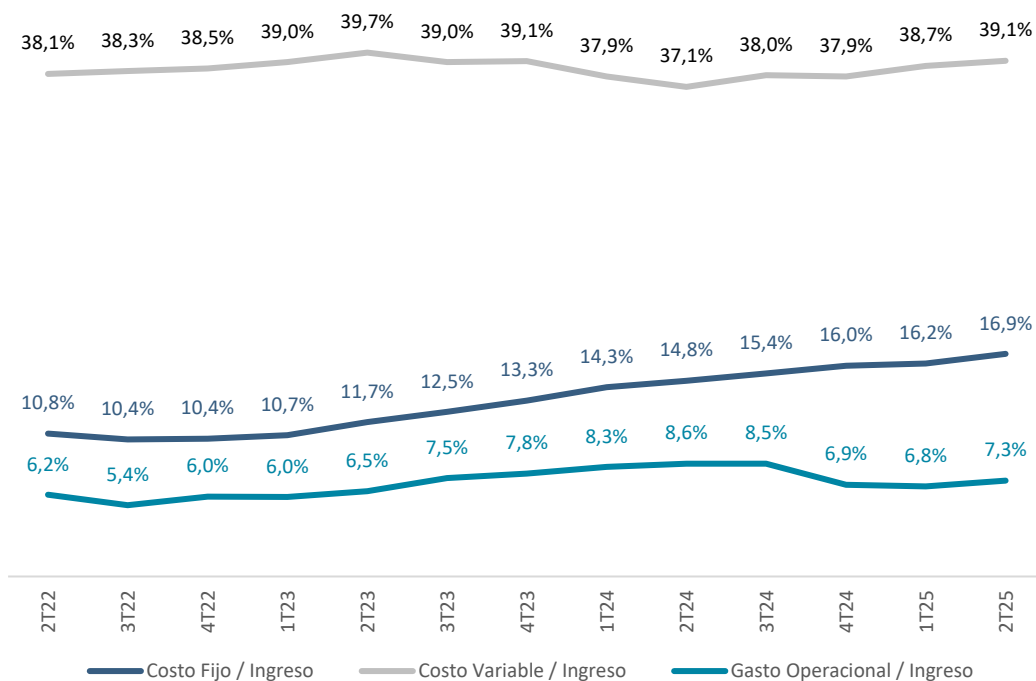
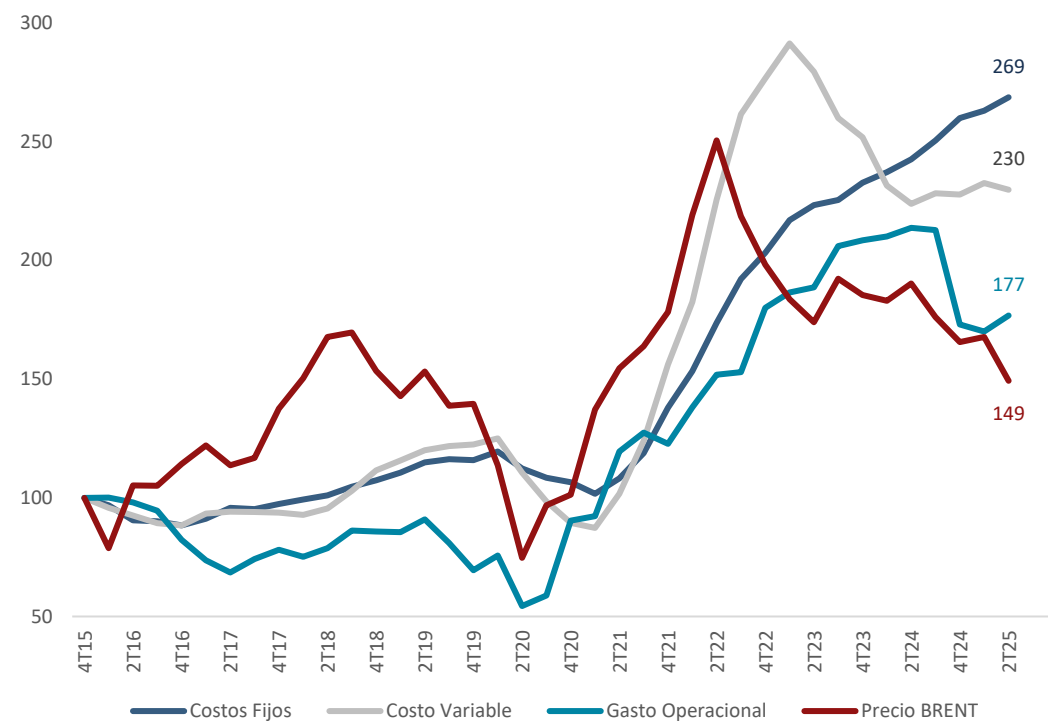


Gráfico 34. Evolución Costos y Gastos (Base 100)

Cifras en puntos (12 meses)



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Precios de Venta

Gráfico 35. Costos USD/Barril

Cifras normalizadas base 100

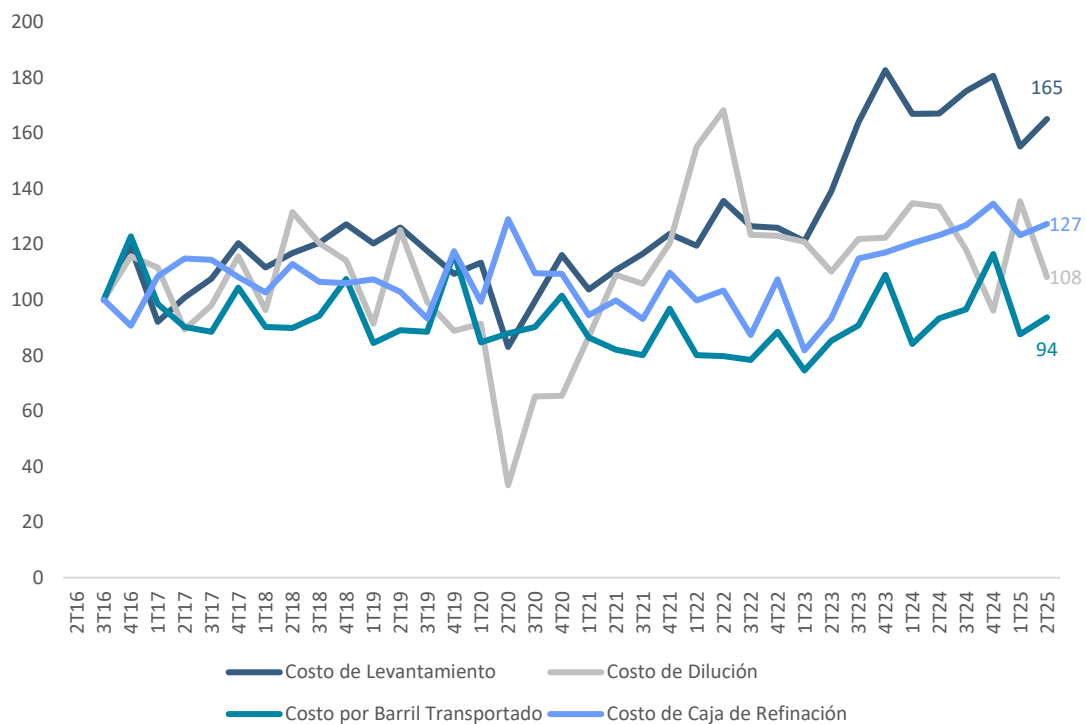
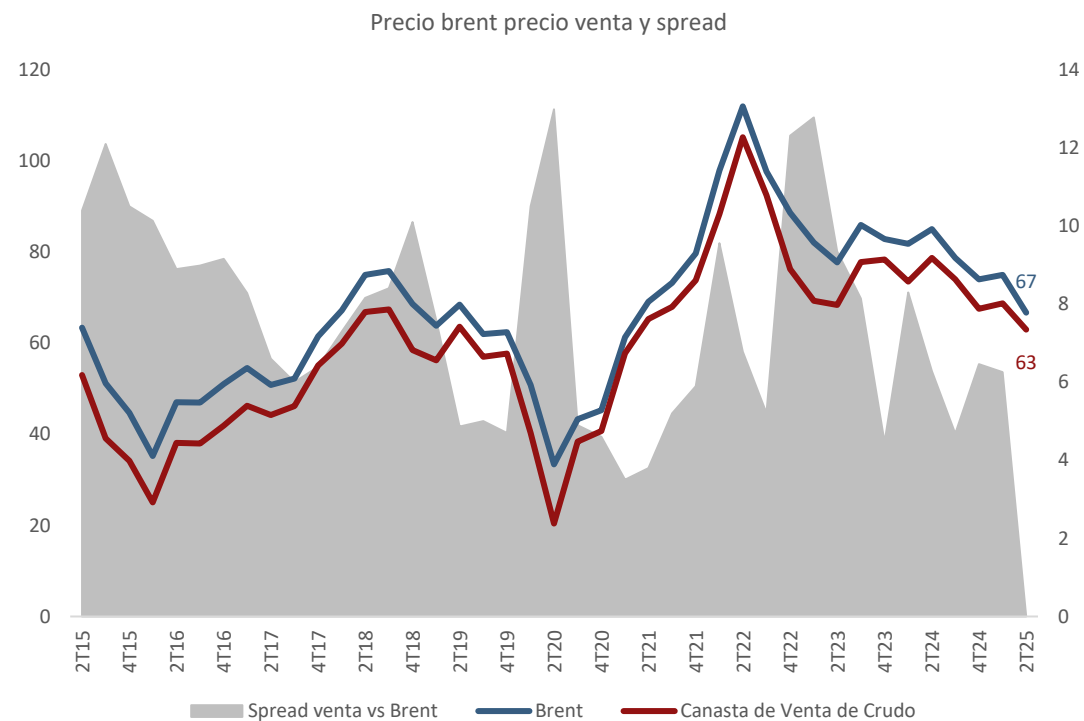


Gráfico 36. Precio de Brent vs Precio de venta de Crudo vs Spread

Cifras de precios en USD/Barril (eje izquierdo)



Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Indicadores de Endeudamiento

El Apalancamiento Financiero continúa ascendiendo en el 2T25 mostrando un deterioro progresivo desde 2022. Asimismo, la Cobertura de Interés alcanza su nivel mas bajo como resultado de una menor generación de EBITDA y un mayor Gasto Financiero Neto.

Gráfico 37. Apalancamiento Financiero 12 meses

Cifras Apalancamiento en veces (Deuda Total/EBITDA). Cifras Deuda en COP Bn

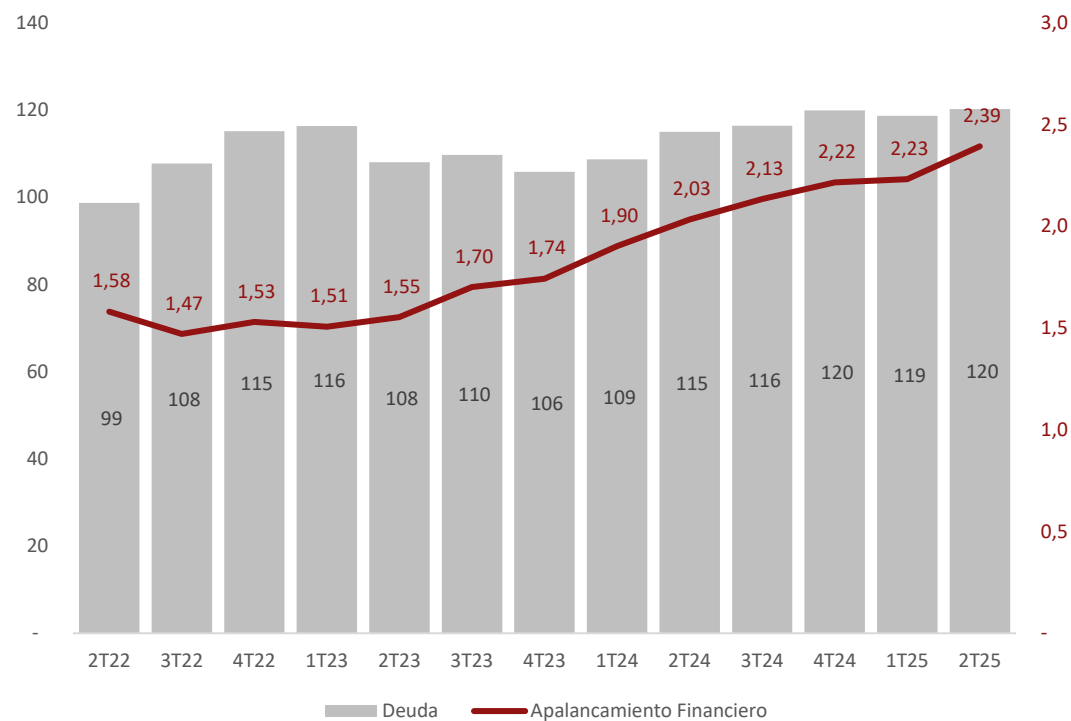
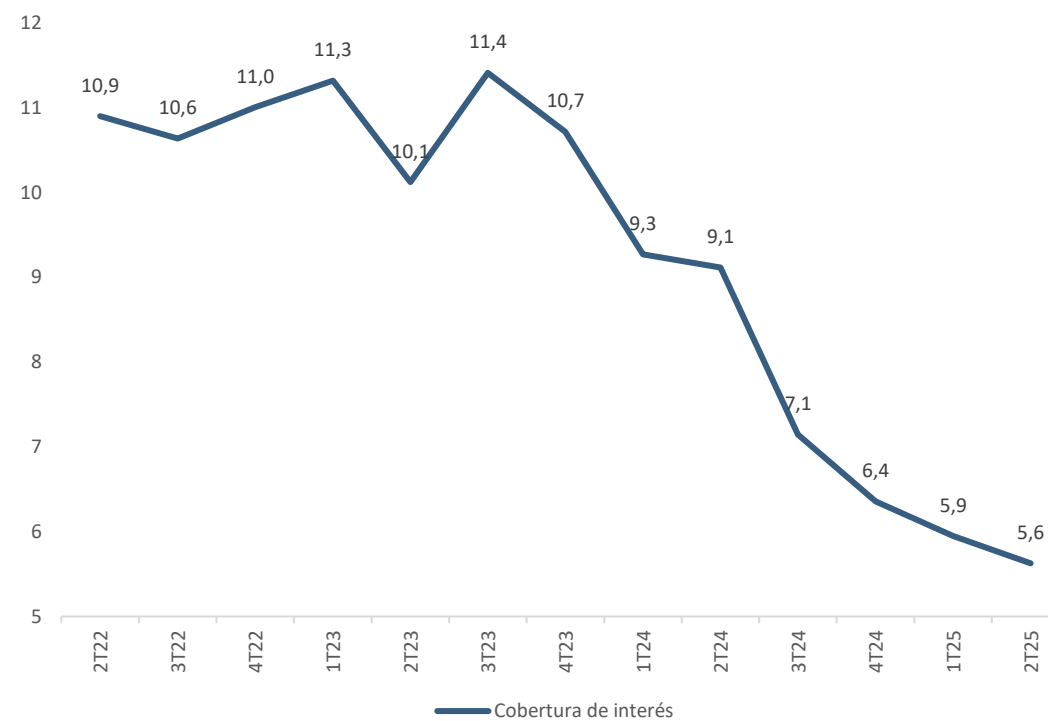


Gráfico 38. Cobertura de Interés 12 meses

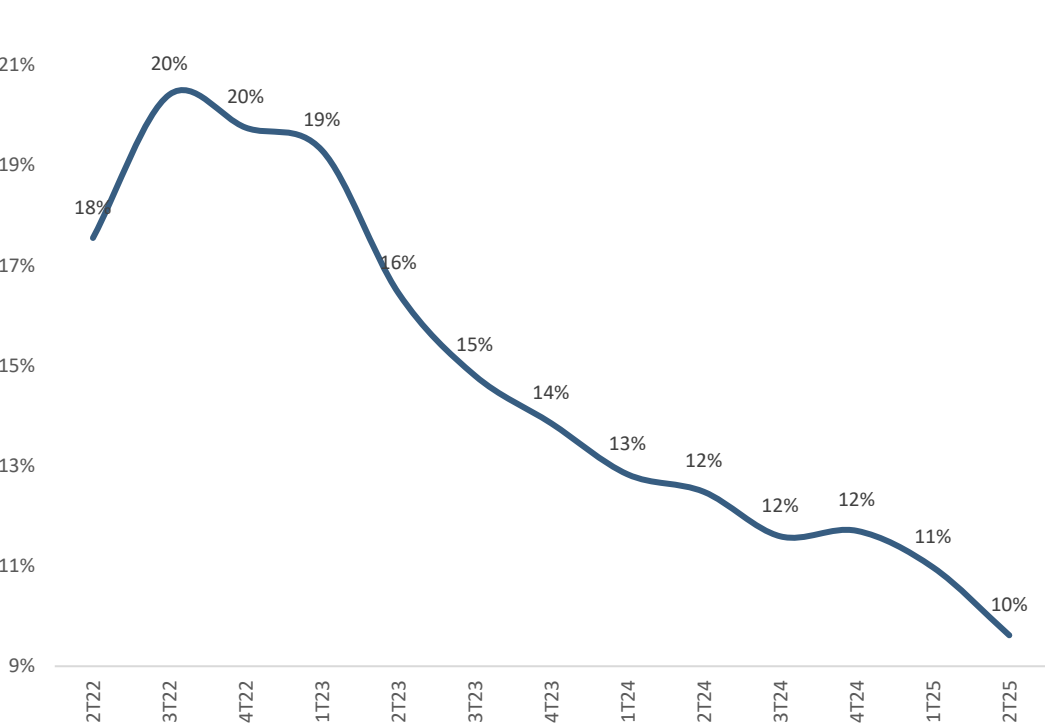
Cifras en veces (EBITDA/Gastos Financieros Neto)



Indicadores de Rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad, ROIC y ROE, continúan evidenciando una trayectoria descendente.

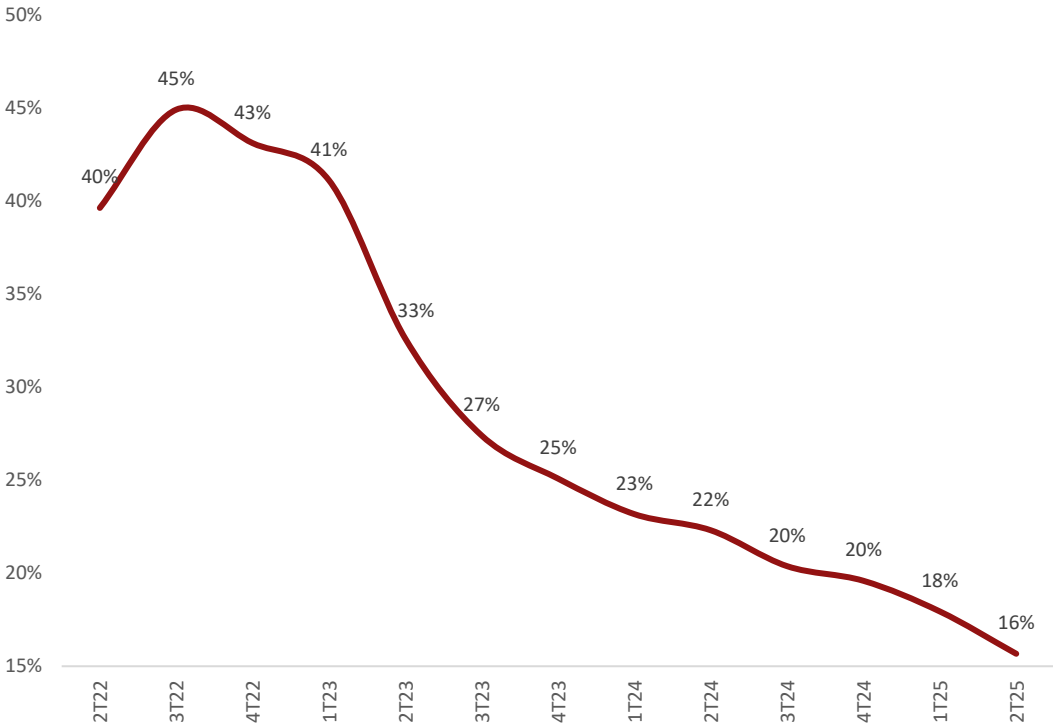
Gráfico 39. Evolución ROIC



* ROIC: Rentabilidad sobre el Capital Invertido. ROE: Rentabilidad sobre el Patrimonio

Fuente: Emisor, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfico 40. Evolución ROE



¿Quiénes somos?

Aval Casa de Bolsa, la comisionista de bolsa del Grupo Aval



Juan David Ballén
Director de Análisis y Estrategia
juan.ballen@avalcasadebolsa.com
+ (601) 606 21 00 Ext. 22622



Nicolás Aguilera Peña
Analista II de Renta Fija
nicolas.aguilera@avalcasadebolsa.com
+ (601) 606 21 00 Ext. 22710



Carlos David Alape
Analista II de Renta Fija
carlos.alape@avalcasadebolsa.com
+ (601) 606 21 00 Ext. 22603



Daniel Estrada Fajardo
Practicante de Renta Fija
daniel.estrada@avalcasadebolsa.com
+ (601) 606 21 00 Ext. 22793



Omar Suárez
Gerente Estrategia Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com
+ (601) 606 21 00 Ext. 22619



Daniel Bustamante
Analista II de Renta Variable
daniel.bustamante@avalcasadebolsa.com
+ (601) 606 21 00 Ext. 22703



Harold Stiven Rubio
Analista II de Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com
+ (601) 606 21 00 Ext. 22636

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una 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. Tampoco representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero, ni es un compromiso de Aval Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable, pero Aval Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido, la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Aval Casa de Bolsa S.A. Aval Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa forma parte del Conglomerado Financiero Aval.

Contáctenos

analisis.estrategiaCB@avalcasadebolsa.com

Síguenos:



Aval Casa de Bolsa



@AvalCasadeBolsa



Aval Casa de Bolsa



www.avalcasadebolsa.com

Bogotá

t. (601) 606 21 00

d. Cra 13 No 26-45, Oficina 502
Edificio Corficolombiana

Medellín

t. (604) 604 25 70

d. Cl 3 sur No 41-65, Of. 803
Edificio Banco de Occidente

Cali

t. (602) 898 06 00

d. Cl 10 No 4-47, Piso 21
Edificio Corficolombiana

Bucaramanga

t. (607) 647 07 10

d. Cra 27 No 36-14, Piso 10

Barranquilla

t. (605) 368 10 00

d. Cra 52 #74-56, Oficina 803
Torre Banco de Occidente

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Análisis y Estrategia de Aval Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa (“Aval 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 esta y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de este 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. Aval Casa de Bolsa no es proveedor oficial de precios y no extiende ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad o integridad de la información presentada, de modo que Aval Casa de Bolsa no asume 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 Aval Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción. Aval Casa de Bolsa no asume 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 Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE(S) 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 a las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.



Asset
Management



Aval Casa de Bolsa



@AvalCasadeBolsa



Aval Casa de Bolsa



Aval Casa de Bolsa