



Asset
Management

Análisis y Estrategia Renta Variable

El Oráculo de Cementos Argos

Efectos de la recompra en el valor

septiembre de 2025

Harold Rubio

Analista Renta Variable
harold.rubio@avalcasadebolsa.com

Omar Suarez

Gerente Renta Variable
omar.suarez@avalcasadebolsa.com

El Oráculo de Cementos Argos

Efectos de la recompra en el valor



La semana anterior Grupo Argos, accionista mayoritario de Cementos Argos, propuso a la Asamblea de Accionistas de la compañía, evaluar la ejecución de un nuevo programa de recompra de acciones, adicional al ya en curso, con los recursos recibidos por la venta de Summit Materials, como parte de la premisa de entregar valor al accionista, haciéndolos partícipes directos de las ganancias derivadas de esta transacción.

Al respecto, la propuesta contempla un monto de adquisición que asciende a **USD 230 millones**, que al tipo de cambio de COP 3.890 equivale a **COP 894.700 millones**, valor sujeto a variaciones según la tasa de cambio. Esta cifra **representa apenas el 8,0% de los recursos obtenidos** por la venta de Summit Materials (USD 2.875 millones), lo que muestra que se trata de una fracción relativamente pequeña frente al total recibido. **Se trata de la primera propuesta que asigna de manera explícita una porción de los recursos obtenidos en Summit a una readquisición de acciones**, complementando decisiones anteriores como el dividendo extraordinario aprobado en marzo y la continuidad del programa vigente de recompra.

Lo más llamativo de la propuesta es el **precio ofrecido para la recompra, fijado en COP 13.659 por acción**. Según lo informado, este valor corresponde al promedio del rango de precios justo de la valoración realizada por Inverlink, firma contratada para evaluar a las empresas del Grupo Antioqueño. **Ejecutar la recompra en este nivel implica reconocer al mercado una prima frente al precio de las acciones Ordinarias**, que antes del anuncio rondaban los COP 9.700. Esto representó un diferencial superior al 40%, aunque posterior al anuncio se redujo a **19,8%** con un precio de COP 11.400.

Con base en el monto propuesto y el precio estimado de ejecución, **la recompra equivaldría a unas 65,5 millones de acciones**, lo que implicaría una **reducción del 5,1% en el flotante de la compañía**. Este movimiento traería consigo varios efectos que desarrollaremos en detalle lo largo de este documento.

Consideramos interesante este nivel de precio para que los inversionistas evalúen la posibilidad de tomar utilidades y rotar parte de sus posiciones hacia activos con mayor potencial de valorización, en la medida en que la acción de Cementos Argos tendría un margen de valorización más limitado. Sin embargo, es importante tener en cuenta el riesgo de prorrato que consideramos de alta probabilidad.

Recomendación	NEUTRAL
Precio Objetivo (COP)	11.356
Market Cap. (COP BN)	14,32
Último Precio	11.100
YTD (%)	+8,82%
P/B	1,06

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia. Cifras con corte a Septiembre 23 de 2025

Gráfico 1 – Acción Cementos Argos (ordinaria)

Cifras en COP



Fuente: Investing, cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

El Oráculo de Cementos Argos

Efectos de la recompra en el valor

Efecto en el circulante:

La propuesta de recompra tiene efectos directos sobre la estructura accionaria de Cementos Argos. Actualmente, **Grupo Argos concentra el 54,8% del capital ordinario (707,5 millones de acciones)**, mientras que el 45,2% restante circula en el mercado. En total, la compañía cuenta con 1.289,9 millones de acciones ordinarias y un remanente marginal de 396 mil preferenciales, para un total de **1.290,4 millones de títulos en circulación**.

Con la recompra planteada (5,1% del total), **el número de títulos se reduciría a cerca de 1.224,9 millones**. Esta disminución no solo ajusta el flotante, sino que también tiene un efecto favorable en métricas por acción, como la Utilidad por Acción (UPA) o el Valor en Libros por acción, que tenderían a mejorar al dividirse entre un menor número de acciones.

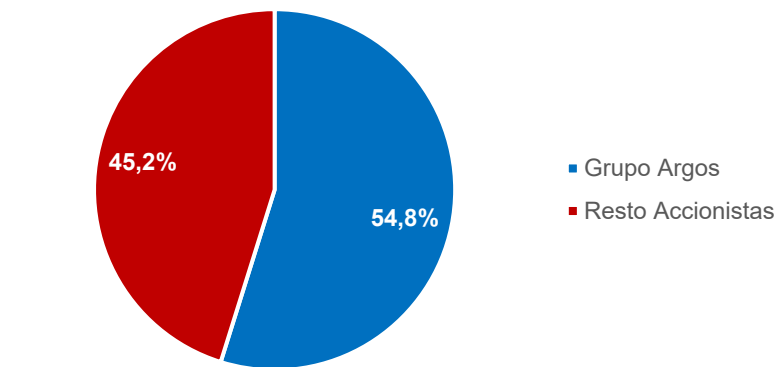
El impacto final sobre el flotante dependerá de la decisión del accionista mayoritario. Si Grupo Argos participa, su peso accionario consideramos que se mantendría estable y el **flotante seguiría en torno al 45%**. En cambio, si opta por no participar, la totalidad de la recompra se concentraría en los minoritarios, reduciendo **el flotante a aproximadamente 42%**. Se trataría de una caída moderada, que podría restar algo de liquidez, aunque todavía dejaría a Cementos Argos con un nivel suficiente para conservar relevancia. **Nuestra estimación más probable es que Grupo Argos participe, ya que le supondría un flujo de caja a favor.**

Si tenemos en cuenta que la readquisición se limita a una cantidad fija de acciones y la prima respecto al precio de mercado es relevante, **lo más probable es que la demanda supere la oferta, lo que obligará a un prorrateo: Si Grupo Argos no participa**, el cupo de recompra **se distribuiría solo entre los minoritarios**, que suman cerca de 583 millones de acciones. En este escenario, **a cada uno le aceptarían cerca del 11,2% de su posición**. En el extremo opuesto, si **todos los accionistas participan con la totalidad de sus acciones**, incluido Grupo Argos, los 65,5 millones de acciones se repartirían entre el total en circulación (1.290,4 millones), lo que reduce la **proporción aceptada a cerca del 5,1% de cada portafolio**.

En la práctica, esto significa que **un accionista con 10.000 acciones ordinarias podría vender entre 508 y 1.120 acciones* en la oferta**, dependiendo del nivel de participación final. Aunque la diferencia entre los escenarios es significativa, lo más probable es que **el resultado real se sitúe en un rango intermedio**, donde cada accionista logre vender alrededor **de un 7%-10% de su portafolio**.

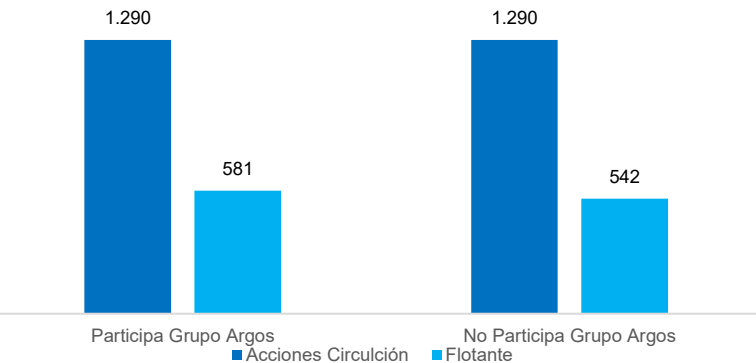


Gráfico 2 – Distribución accionaria Cementos Argos
Cifras en %



Fuente: Emisor, Cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfico 3 – Cantidad acciones circulación y flotante
Cifras en miles millones



Asset Management

*prorrateo uniforme (misma proporción para todos los que ofertan) y sin redondeos. Si el mecanismo aplica redondeo a enteros o prioriza cantidades mínimas/máximas por postor, las cifras podrían variar levemente.

El Oráculo de Cementos Argos

Efectos de la recompra en el valor



Efecto en valoración:

En términos de valor, el anuncio produjo un cambio inmediato en la forma en que el mercado valoraba a Cementos Argos. Antes de la noticia, la capitalización bursátil era de aproximadamente **COP 12,5 billones**, calculada con un precio de COP 9.700 por acción. Tras conocerse la propuesta, el mercado reaccionó de inmediato y la acción subió a COP 11.400, llevando la capitalización a más de **COP 14,7 billones**. A precios de la recompra (COP 13.659), el valor bursátil de la empresa alcanzaría los **COP 16,7 billones**, un aumento de **más de COP 4 billones frente al punto de partida**.

En cuanto a múltiplos, antes del anuncio la compañía se negociaba con un P/B de 0,92x, un P/E de 5,2x y un EV/EBITDA de 4,6x, **niveles que reflejaban un descuento evidente frente al sector**. Tras el repunte en el precio, estos múltiplos subieron a 1,09x, 6,1x y 6,6x, respectivamente, **mostrando que el mercado empezó a reconocer parte del valor implícito**. En un escenario en el que la acción llegue al nivel de recompra, proyectamos múltiplos de **1,30x en P/B, 7,4x en P/E y 10,2x en EV/EBITDA**.

Para poner esto en contexto, **compañías internacionales del sector de materiales como Holcim, Heidelberg Materials o Cemex** suelen negociar en rangos de **EV/EBITDA entre 6x y 20x, P/E entre 8x y 19x y P/B entre 0,9x y 2,4x**, dependiendo de su rentabilidad y del ciclo de demanda. Con los ajustes derivados de la recompra, **Cementos Argos pasaría de estar muy por debajo de esos rangos (con múltiplos que reflejaban un fuerte descuento) a ubicarse dentro de los niveles bajos o intermedios del sector**, reduciendo significativamente la brecha frente a sus pares internacionales.

Por último, el **Enterprise Value** también se ajusta de manera importante: de unos COP 4,8 billones pre-anuncio a COP 7 billones tras el anuncio, y **cerca de COP 10,8 billones al precio de recompra**. Aun así, la compañía mantiene un nivel de caja cercano a COP 11,6 billones, producto de la venta de Summit, lo que significa que incluso **después de ejecutar la recompra seguirá mostrando una posición de liquidez extraordinaria y deuda neta negativa**.

Gráfico 4 – Múltiplos de valoración de Cementos Argos y variaciones

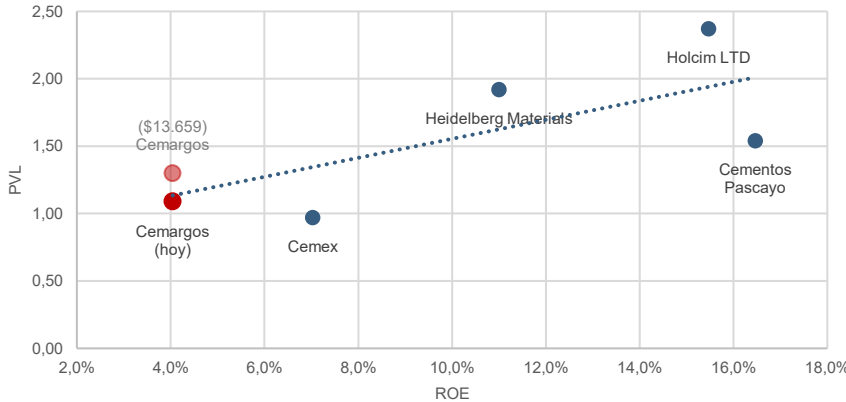
Cifras en # veces

Múltiplos	Pre-anuncio	Post-anuncio	Var.	Precio Oferta	Var.
P/B	0,92x	1,09x	18%	1,30x	41%
P/E	5,20x	6,10x	17%	7,40x	42%
P/S	2,43x	2,85x	17%	3,42x	41%
EV/EBITDA	4,56x	6,64x	46%	10,23x	124%

Fuente: Cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfico 5 – Relación ratio PVL vs ROE por compañía

Cifras en miles millones COP



Fuente: Stock Analysis, Cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

El Oráculo de Cementos Argos

Efectos de la recompra en el valor



Efecto en índices:

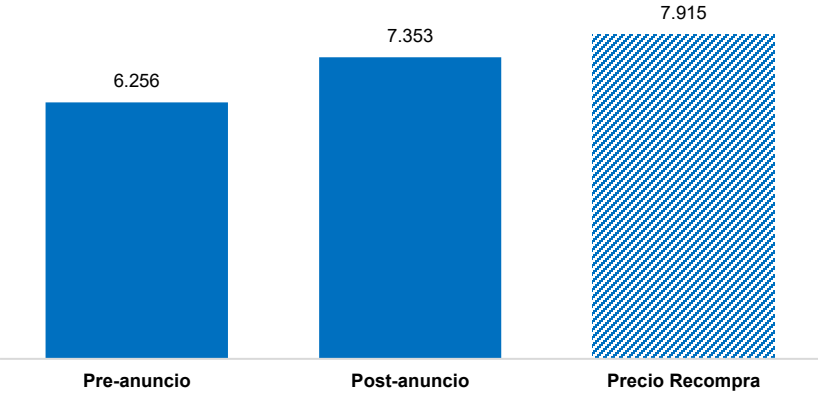
El impacto de la readquisición de acciones no se limita al precio o a los múltiplos de valoración, también incide en la forma **como Cementos Argos es evaluada dentro de los principales índices bursátiles**. La métrica clave en este punto es la **capitalización ajustada por flotante**, que corresponde al valor de mercado de las acciones efectivamente disponibles para negociación. Antes del anuncio, esa cifra rondaba los COP 6,3 billones, mientras que después del repunte de precio se ubica por encima de COP 7,4 billones. En un escenario con la acción en **COP 13.659**, estimamos que **la cifra estaría entorno a COP 7,7 y 7,9 billones**, dependiendo de si Grupo Argos participa o no en la recompra. Si no logra ubicarse en estos niveles, sino con **precios sobre los COP 11.000**, capitalización ajustada por flotante estaría alrededor de los **COP 6,3 y 6,7 billones**.

Aunque el flotante podría reducirse de 45% a 42%, **el incremento en capitalización más que compensa esa caída, de modo que el valor ajustado por flotante resulta mayor al observado antes del anuncio**. En la práctica, esto se traduce en una mayor relevancia dentro de los índices que usan este criterio de ponderación, tanto en el mercado local como en el internacional.

En el caso del **MSCI COLCAP**, evaluamos que la ponderación de Cementos Argos Ordinaria podría pasar de **5,99% a 6,1% - 7,33%** dependiendo del precio de mercado (COP 11.400 - COP 13.659). De forma similar, en el **S&P Colombia Select (HCOLSEL)** (referenciado por el ETF HCOLSEL) la participación subiría de **9,60% a 11,27%**, reforzando su visibilidad en este otro importante índice de referencia local.

En una última instancia, a nivel internacional la metodología del **MSCI Emerging Markets Standard Index** establece umbrales mínimos de capitalización ajustada por flotante y requisitos de liquidez que determinan la inclusión de un emisor. Con los nuevos niveles de precio y capitalización derivados de la recompra, Cementos Argos eleva sus métricas en ambos frentes, **consideramos que la posicionaría como una candidata a ser incorporada en próximas revisiones**. De concretarse este movimiento, ampliaría su visibilidad ante inversionistas globales y **podría derivar en flujos adicionales hacia la acción por parte de fondos que replican dicho índice**.

Gráfico 6 – Capitalización Ajustada por Flotante para índices
Cifras en Miles MM COP



Fuente: Cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfico 7 – Resultados operacionales trimestrales
Cifras en miles millones COP

Impacto en Índice	Ponderación	Ponderación (E)
MSCI COLCAP	5,99%	7,33%
HCOLSEL	9,60%	11,27%

Fuente: Emisor, Cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

El Oráculo de Cementos Argos

Efectos de la recompra en el valor



Efecto en las ganancias:

De ejecutarse el programa de recompra, la rentabilidad de la empresa se impactaría por dos vías. En primer lugar, el uso de aproximadamente COP 894.700 millones (cerca del 8% de la caja disponible) implica que **una fracción de los recursos dejará de generar rendimientos financieros**. Según nuestras estimaciones, los excedentes estarían invertidos posiblemente a una tasa efectiva anual cercana al 5% E.A., con lo cual la compañía dejaría de percibir alrededor de **COP 44.735 millones al año por Ingresos de Intereses**. Esta reducción tendría un efecto negativo en un principio sobre las Utilidades, sin embargo, dado que la reducción es marginal, el impacto sobre las ganancias de la empresa, no sería relevante tampoco.

En segundo lugar, la reducción del número de títulos en circulación (de 1.290,4 millones a unos 1.224,9 millones) genera un ajuste inmediato en las métricas por acción. Con la **Utilidad Neta de los últimos 12 meses en COP 2,4 billones**, la Utilidad por Acción (UPA) pasaría de **COP 1.860 a COP 1.923**, incluso después de descontar el menor Ingreso Financiero. **Esto supone una mejora neta del 3,4% en la UPA**. El valor en libros por acción (VL) también se incrementaría, **pasando de COP 10.492 a COP 11.054**, lo que representa un **avance del 5,4%**.

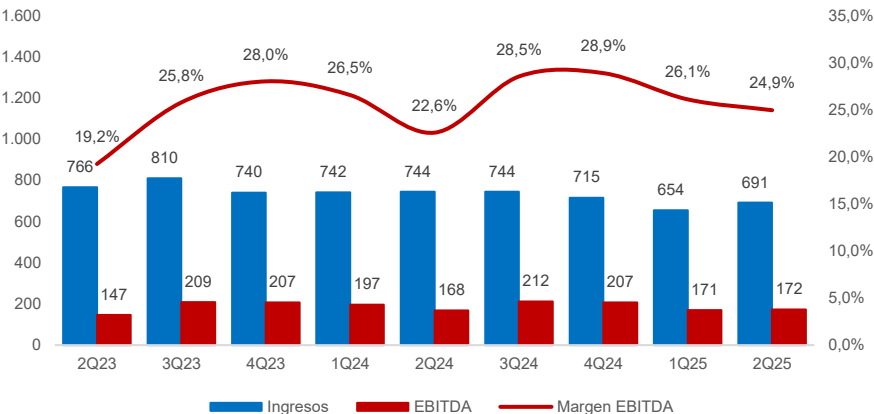
Efecto en el valor justo:

Teniendo como base nuestro **Precio Objetivo actual de COP 10.780**, la propuesta introduce un nuevo escenario que ajusta al alza el valor por acción. El uso de USD 230 millones para la recompra implica una reducción poco representativa en el valor del Equity total, dado que el impacto en los *Ingresos Financieros* de la compañía es marginal frente al tamaño de sus Utilidades. En consecuencia, el valor del Equity se mantiene prácticamente constante, y el ajuste proviene principalmente de la disminución en el número de acciones en circulación (de 1.290,4 millones a 1.224,9 millones).

Con este cambio, el nuevo **Precio Objetivo estimado se ubicaría en torno a COP 11.356**, es decir, un **aumento del 5,3%** frente a la estimación previa.

Gráfico 2 – EBITDA 12 meses y Margen EBITDA 12 meses

Cifras en COP Bn



Fuente: Emisor, Cálculos Aval Casa de Bolsa SCB

Gráfico 3 – Últimos resultados operacionales trimestrales

Cifras en miles millones COP

Cementos Argos					
Cifras COP mil millones	2T24	1T25	2T25	Var % T/T	Var % A/A
Ingresos Operacionales	1.344	1.231	1.283	4,3%	-4,5%
EBITDA	265	258	235	-9,2%	-11,6%
Utilidad Neta	127	137	245	78,9%	92,3%
Utilidad Neta Controladora	79	2.125	153	-92,8%	93,4%
Margen EBITDA	19,7%	21,0%	18,3%	-272 pbs	-147 pbs
Margen Neto (controladora)	5,9%	172,6%	11,9%	-16.069 pbs	603 pbs

Fuente: Emisor, Cálculos Aval Casa de Bolsa SCB



Asset Management

El Oráculo de Cementos Argos

Efectos de la recompra en el valor



Conclusiones:

- La propuesta de recompra representa un monto propuesto de USD 230 millones, que equivale **al 8% de la liquidez disponible** tras la venta de Summit, lo que significa que la compañía mantiene un amplio margen de caja incluso después de la operación.
- Habría un impacto positivo generalizado, empezando con las métricas por acción, ya que al **reducirse en un 5,1% el número de títulos en circulación**, la **UPA mejoraría en 3,4%** y el **Valor en Libros (VL)** por acción en **5,4%**, aun considerando la menor rentabilidad financiera por el uso de caja.
- Así mismo, estimamos un impacto en la relevancia sobre la valoración de mercado de la empresa, ya que la capitalización bursátil podría pasar de COP 12,5 billones antes del anuncio **a COP 16,7 billones si la acción converge hacia el precio de recompra**, o mantenerse sobre los COP 14,7 billones si el precio se mantiene a precios sobre los COP 11.000. En cualquier caso, **los múltiplos de la acción buscan acercarse a los rangos de referencia internacionales**, reduciendo el descuento frente a pares como Holcim o Cemex.
- Por otro lado, el efecto en el flotante tiene una particularidad: el prorratio, pues si Grupo Argos participa, **el flotante se mantiene en torno al 45%**; si no lo hace, **se reduciría a cerca del 42%**. En cualquier escenario, la demanda de la recompra superará la oferta, lo que llevará a un prorratio entre el 5,1% y el 11,2% de las posiciones de los accionistas.
- Consideramos que la acción ordinaria ganaría mayor relevancia en los índices locales, con efectos en otros índices internacionales, dado que la **capitalización ajustada por flotante aumentaría** de COP 5,6 billones a **entre COP 6,7 y 7,9 billones** dependiendo del precio que el mercado le otorgue a la acción luego de la recompra. En el **MSCI COLCAP**, calculamos que la acción podría subir de 5,99% **a 6,1% - 7,33% dependiendo del precio de mercado (COP 11.400 - COP 13.659)**, y en el **S&P Colombia Select (HCOLSEL)** de 9,60% **a 11,27%**. Además, la empresa se posiciona como candidata a entrar en el **MSCI Emerging Markets Standard Index** en próximas revisiones.
- Ajustaríamos nuestro valor justo de un **Precio Objetivo** actual de COP 10.780 a **COP 11.356**, lo que representa un **incremento del 5,3%**, apoyado en la mejora de métricas por acción y en la señal corporativa de que la administración valora a la compañía por encima de los niveles actuales de mercado.
- Consideramos interesante que **el precio de recompra abre una oportunidad para realizar utilidades** y rotar hacia activos con mayor potencial de valorización, **considerando el riesgo de prorratio** con alta probabilidad.

¿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



Isis Eliana Delgado
Practicante de Renta Fija
eliana.delgado@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



www.avalcasadebolsa.com