

# CasadeBolsa

la comisionista de bolsa de Grupo Aval



## El Oráculo de Ecopetrol

# Retos en Reservas y Gobierno Corporativo

Daniel Bustamante  
Analista Renta Variable  
[Daniel.bustamante@casadebolsa.com.co](mailto:Daniel.bustamante@casadebolsa.com.co)

Omar Javier Suárez Triviño  
Gerente de Estrategia Renta Variable  
[Omar.Suarez@casadebolsa.com.co](mailto:Omar.Suarez@casadebolsa.com.co)



# El Oráculo de Ecopetrol

## Retos en Reservas y Gobierno Corporativo



**Ecopetrol ha enfrentado un entorno desafiante marcado por la disminución en los precios del petróleo, presiones en sus Márgenes Operativos y dudas sobre la solidez en su Gobierno Corporativo**, lo anterior ha afectado tanto sus resultados financieros como su capacidad de crecimiento sostenible. Este informe analiza aspectos clave del desempeño de la compañía, como la evolución de sus ingresos y márgenes por segmento hasta su posición en términos de reservas, endeudamiento y flujo de caja.

**La compañía ha demostrado resiliencia en ciertos segmentos, como Midstream**, que continúa siendo un pilar clave para su estabilidad financiera, mientras que enfrenta desafíos importantes en los segmentos de Upstream y Downstream.

- **La producción de Ecopetrol ha logrado recuperarse**, superando su promedio histórico. Explicado en gran medida por el repunte de la producción en el Permian (Estados Unidos)
- **No obstante, la evolución de las reservas probadas muestra un deterioro desde su máximo en 2021**, cerrando 2023 con el nivel más bajo después de la pandemia a pesar de registrar precios del petróleo saludables.
- **En ese sentido, la falta de catalizadores claros y de alianzas estratégicas en materia de exploración, acompañada de desincentivos en este campo, representa un desafío para la sostenibilidad de la compañía en el mediano y largo plazo**, deteriorando en mayor medida los indicadores de reservas y la producción, lo que podría presionar hacia abajo los ingresos para el futuro.
- **La evolución del Flujo de Caja Operativo y los días de las Cuentas por Cobrar de Ecopetrol refleja una mejora en la gestión del saldo pendiente del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC)**, impulsado por los pagos recibidos por el Ministerio de Hacienda como consecuencia del aumento en el precio del Diesel.

**Tabla1. Cifras de mercado**

Cifras con corte al 10/02/2025

<b>Precio Objetivo (COP)</b>	<b>2.600</b>
<b>Recomendación</b>	<b>NEUTRAL</b>
Market Cap (BN)	83,3
Último Precio	2.020
YTD (%)	21%
PER	5,5x
PVL	1,06x

**Gráfica 1. Ecopetrol vs. BRENT**

Cifras Ecopetrol en COP (Eje Izq.), Cifras BRENT en USD (Eje Der.)

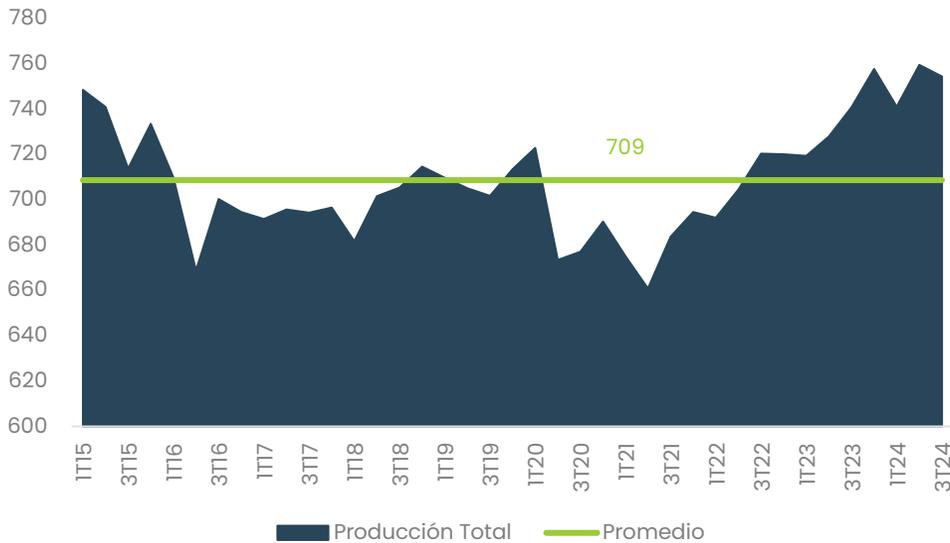


# El Oráculo de Ecopetrol

## Permian, segundo mayor contribuyente del total de la producción

**Gráfica 2. Producción de Ecopetrol**

Cifras en Kbped\*

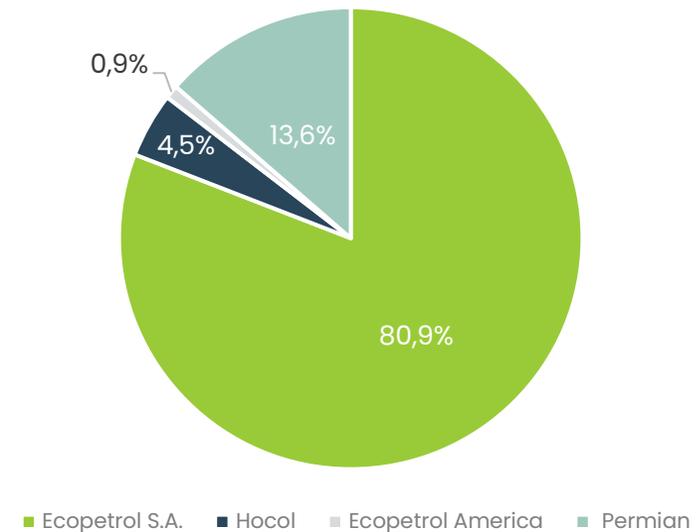


\* Miles de barriles de petróleo equivalentes diarios

Se observa que la **producción de Ecopetrol** (gráfica 5) alcanzó su punto más bajo en el 2T21 (impactado por la Pandemia), con aproximadamente 660 mil barriles equivalentes por día, sin embargo, ha logrado estabilizarse en torno a los 754 kbped\* en el 3T24, superando su promedio histórico de 709 kbped. Este repunte puede atribuirse a una mayor contribución del bloque Permian, que actualmente representa el 13,6% del total de la producción. El bloque Permian, operado en asociación con Occidental Petroleum, ha emergido como un motor clave en la estrategia de producción de Ecopetrol, aumentando su producción en 55% A/A para el 3T24, consolidándose como su segundo mayor contribuyente. Por otra parte, la producción sin incluir el Permian (gráfica 7), ha presentado una leve contracción de 3,8% desde su máximo de 2022 y se ubica por debajo de su promedio histórico de 700 kbped. En ese sentido, Ecopetrol S.A. aporta el 80,9% del total de la producción, mientras que Hocol y Ecopetrol América aportan el 4,5% y 0,9%, respectivamente.

**Gráfica 3. Participación sobre total de producción**

Cifras en % con corte al 3T24

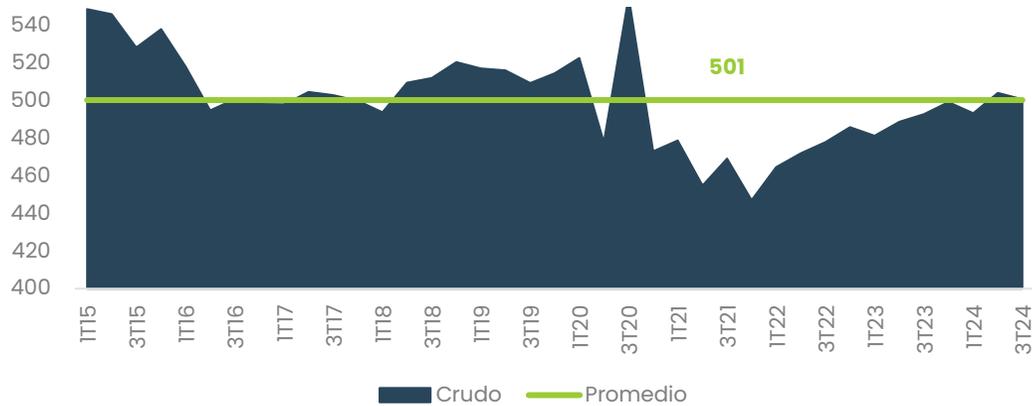


# Recuperación en producción de Crudo y Gas

## Sólida producción del Permian, clave en la recuperación

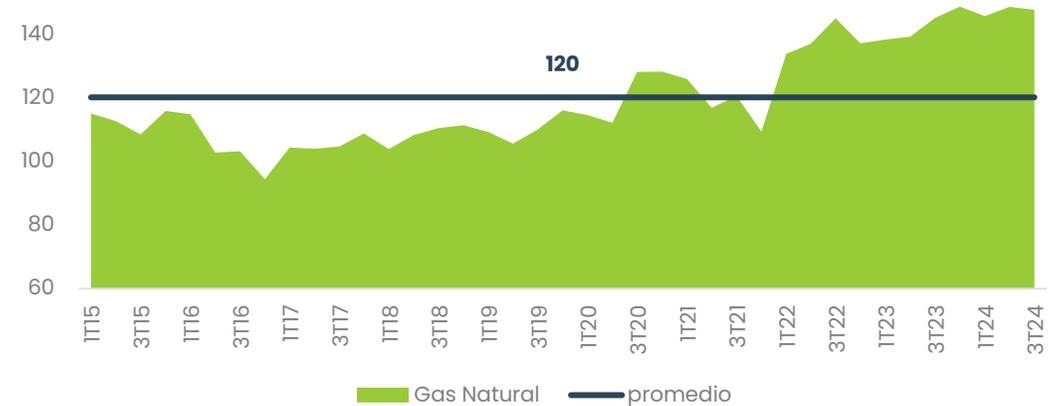
**Gráfica 4. Producción Crudo**

Cifras en Kbped\*



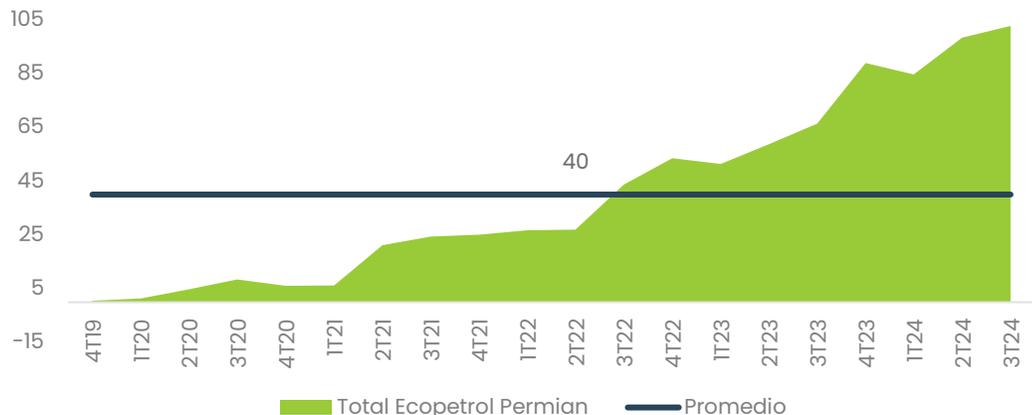
**Gráfica 5. Producción Gas Natural**

Cifras en Kbped\*



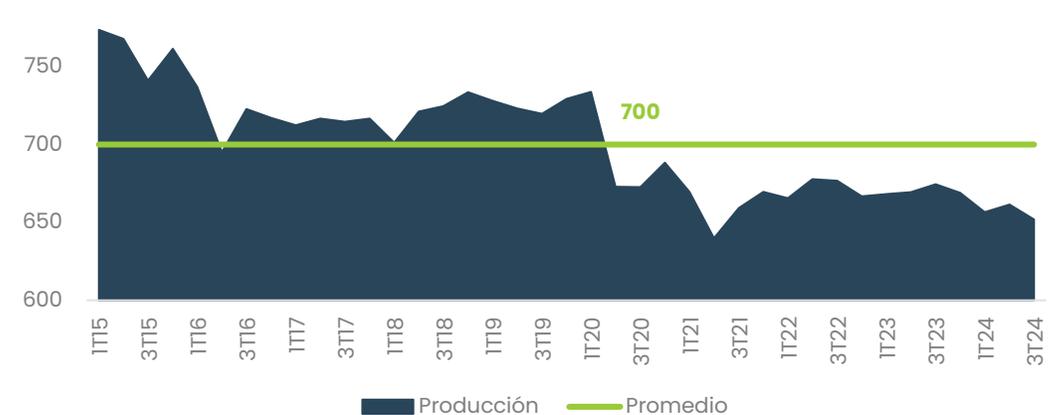
**Gráfica 6. Producción Permian**

Cifras en Kbped\*



**Gráfica 7. Producción total sin Permian**

Cifras en Kbped\*



\* Miles de barriles de petróleo equivalentes diarios

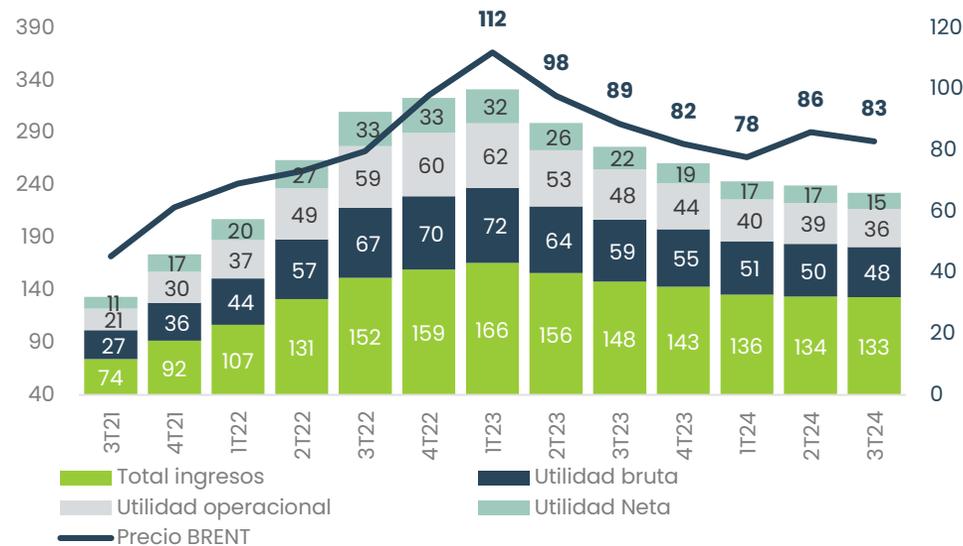
Fuente: Ecopetrol, cálculos Casa de Bolsa SCB

# El Oráculo de Ecopetrol

## Ingresos y Márgenes disminuyen desde su máximo en 2022

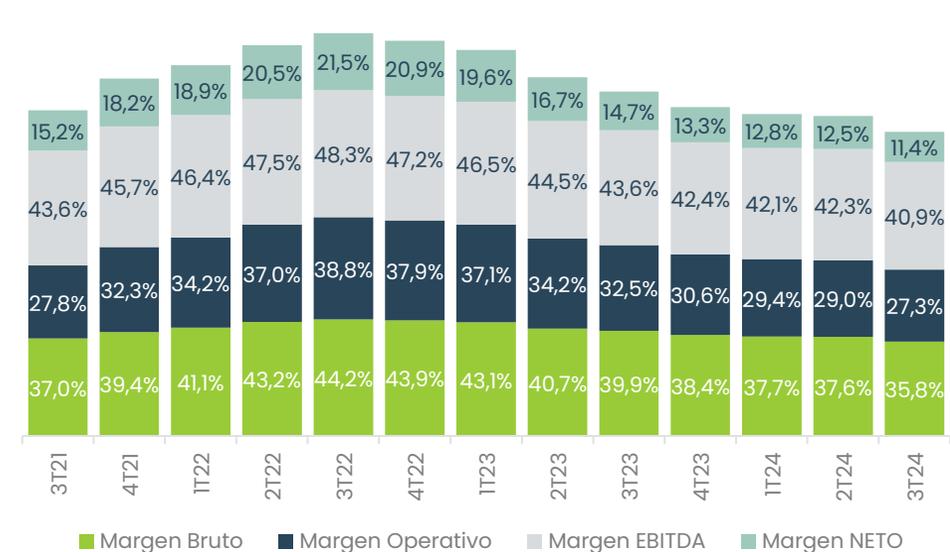
**Gráfica 8. Ingresos 12 meses**

Cifras Ingresos y Utilidades en COP bn. Cifras BRENT en USD (Eje derecho)



**Gráfica 9. Márgenes 12 meses**

Cifras en %



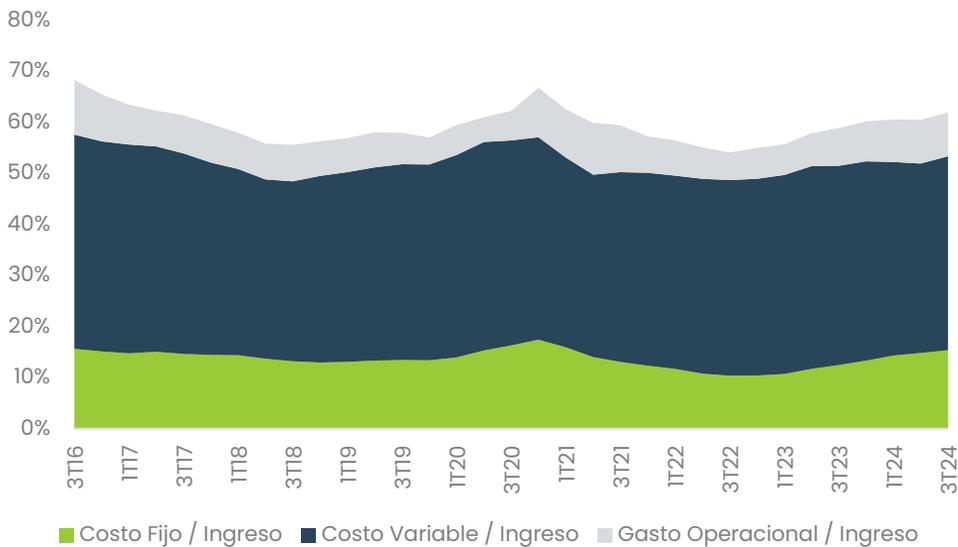
**Los ingresos (12 meses) consolidados de Ecopetrol** han registrado una disminución, después del destacado crecimiento durante el año 2022, afectados por los altos precios del petróleo y una recuperación de la producción en el segmento Upstream en comparación con los niveles de producción observados en la pandemia. A partir del segundo trimestre de 2023, se observa una contracción marcada en los Ingresos totales y las Utilidades, reflejando los efectos de la caída en los precios del petróleo, acompañado de mayores Costos fijos y Gastos Operacionales. En ese sentido, en el 3T24, los ingresos 12 meses han mostrado una contracción del 20% desde su máximo de COP 166 billones, cerrando en COP 133 billones. Por otro lado, se ha observado una disminución en los Márgenes de Rentabilidad, donde los Márgenes Bruto, Operativo, EBITDA y Neto, disminuyeron en 839pbs, 1.152pbs, 743pbs y 1.008Pbs desde su máximo, respectivamente.

Fuente: Ecopetrol, cálculos Casa de Bolsa SCB

# El Oráculo de Ecopetrol

## Costos Fijos continúan creciendo

Gráfica 10. Relación de Costos y Gastos sobre Ingresos



Gráfica 11. Evolución de Costos y Gastos (Base 100)

Cifras en puntos



**Al analizar la evolución de los Costos y Gastos en una base comparativa con el precio del Brent, se evidencia un aumento significativo en los Costos Variables durante el periodo de corrección del petróleo después de sus máximos en 2022, y aunque dichos Costos han disminuido, no lo han hecho de la misma proporción que el precio del petróleo. Por otro lado, los Gastos Operacionales y en especial los Costos fijos continúan mostrando una tendencia creciente, explicando en gran medida la contracción general de los márgenes de la compañía.**

# El Oráculo de Ecopetrol

## Márgenes EBITDA en descenso

El análisis de la evolución de los Ingresos por segmento muestra tendencias marcadas a lo largo de los últimos trimestres.

El **segmento Upstream** se mantiene como el principal contribuyente, alcanzando su punto máximo en el 1T23 con COP 93 billones, desde entonces ha mostrado una tendencia descendente, cerrando el 3T24 en COP 81 billones (-12%).

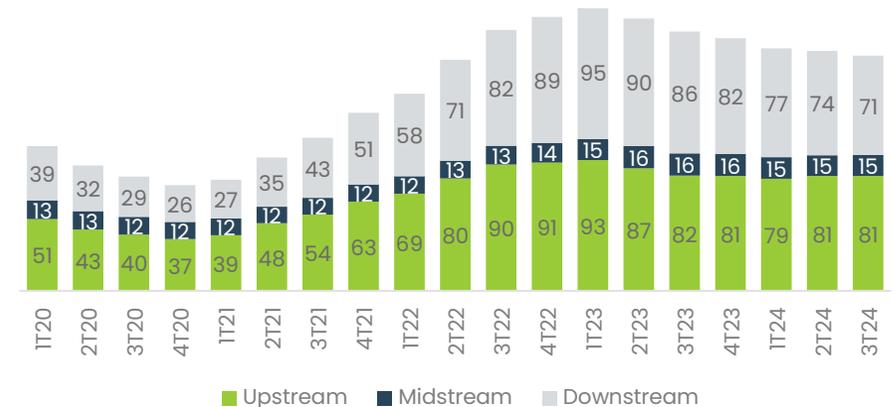
Ahora bien, **el segmento Downstream**, que registró ingresos de COP 95 billones en el 1T23, también ha seguido una trayectoria decreciente de un -25% hasta llegar a los COP 71 billones en el 3T24.

Por su parte, **el segmento Midstream** ha mostrado estabilidad en sus ingresos desde su máximo en 1T23, con ingresos constantes alrededor de los COP 15 billones.

En términos de Margen EBITDA, el segmento **Upstream**, que representa un 58% sobre el EBITDA total, ha experimentado una contracción, pasando del 51,06% en su punto más alto en 2022 a 39,1% en el 3T24, reflejando el impacto de costos operativos crecientes, mientras que el **Downstream** (4% sobre el EBITDA total), aunque siempre ha mantenido un Margen EBITDA bajo en comparación con los otros segmentos, en el 3T24 registró un mínimo de 3,2%, muy por debajo del promedio histórico de 6,7%. En cuanto al **Midstream** (20% sobre el EBITDA total) se sostiene como el segmento más rentable y estable con Márgenes superiores al 70%, no obstante, en el 3T24 también alcanzó su mínimo desde 2022.

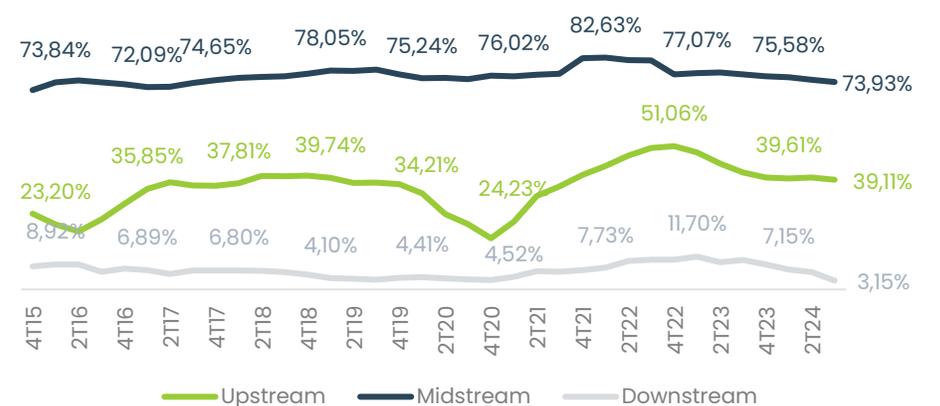
Gráfica 12. Ingresos 12 meses por segmento

Cifras en COP bn. Excluyendo ISA y eliminaciones



Gráfica 13. Margen EBITDA 12 meses por segmento

Cifras en %.



# El Oráculo de Ecopetrol

## Indicadores de reservas deteriorados

La evolución de las reservas probadas muestra un deterioro desde su máximo de 2.011 millones de barriles equivalentes (MBPE) en 2021, cerrando 2023 con 1.883 MBPE, el nivel más bajo después de la pandemia. Esta reducción ha impactado directamente la vida media de las reservas, que pasó de 8,7 años en 2021 a 7,6 años en 2023.

Por otro lado, se evidencia un deterioro aún más marcado en el Índice de Reposición de Reservas, que se ubicó en niveles de pandemia, registrando un 48% para 2023, contrastando con los picos de reposición del 200% en el año 2021, a pesar de tener precios del petróleo saludables, muy diferente a lo observado en la Pandemia.

La caída en el Índice de Reposición refleja el deterioro en las Revisiones, la falta de adquisiciones estratégicas y menores Extensiones y Descubrimientos. Ahora bien, esta evolución resalta la creciente dependencia de Ecopetrol en sus campos desarrollados, que representaron 1.435 MBPE en 2023, mientras que las reservas no desarrolladas han disminuido de 635 a 446 MBPE, limitando las perspectivas de crecimiento.

En ese sentido, la falta de catalizadores claros y de alianzas estratégicas en materia de exploración, acompañada de desincentivos en este campo, representa un desafío para la sostenibilidad de la compañía en el mediano y largo plazo, deteriorando en mayor medida los indicadores de reservas y la producción, lo que podría presionar hacia abajo los ingresos para el futuro. Cabe resaltar que, si bien se han registrado hallazgos significativos en áreas offshore, como el reciente descubrimiento del pozo Sirius-2 en el Caribe colombiano, estos proyectos aún se encuentran en etapas iniciales de evaluación y desarrollo, por lo tanto, dicha producción comercial no iniciará en el corto plazo.

**Gráfica 14. Evolución Reservas y Vida Media de Reservas**

Cifras en MBPE (Eje Izq.) y Años (Eje Der)



**Gráfica 15. Evolución Índice de Reposición de Reservas**

Cifras en %

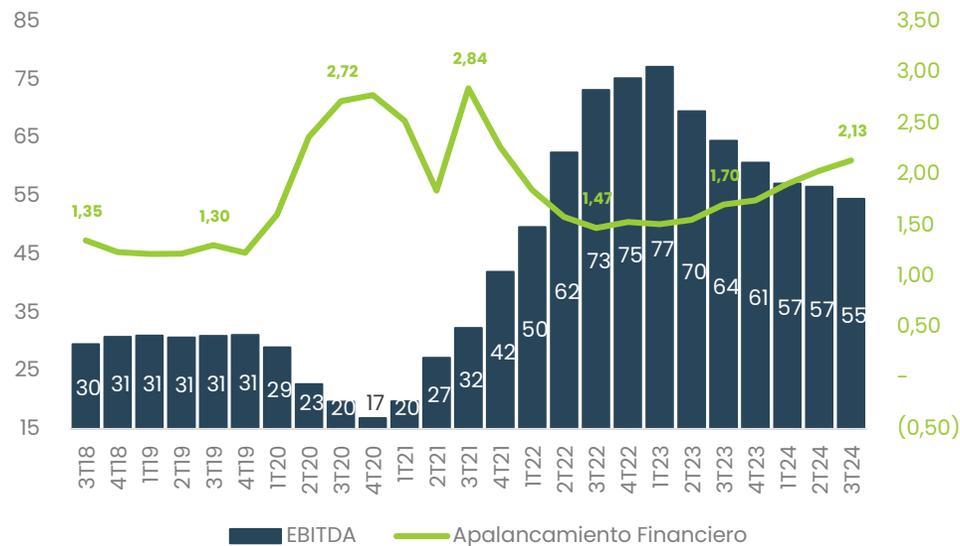


# El Oráculo de Ecopetrol

## Indicadores de endeudamiento deteriorados pero saludables

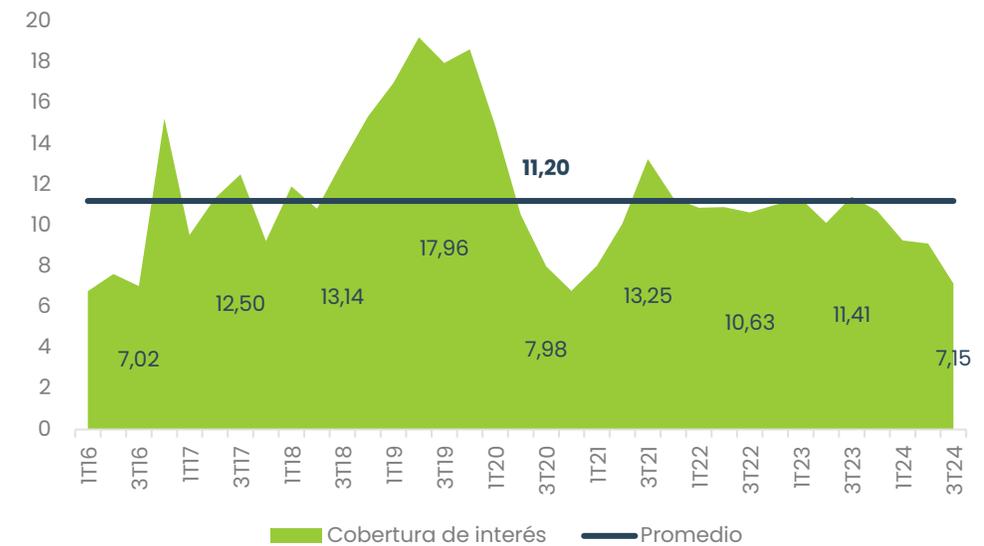
**Gráfica 16. Apalancamiento Financiero 12 meses**

Cifras Apalancamiento Financiero en veces (Deuda Total/EBITDA)



**Gráfica 17. Cobertura de Interés 12 meses**

Cifras en Veces



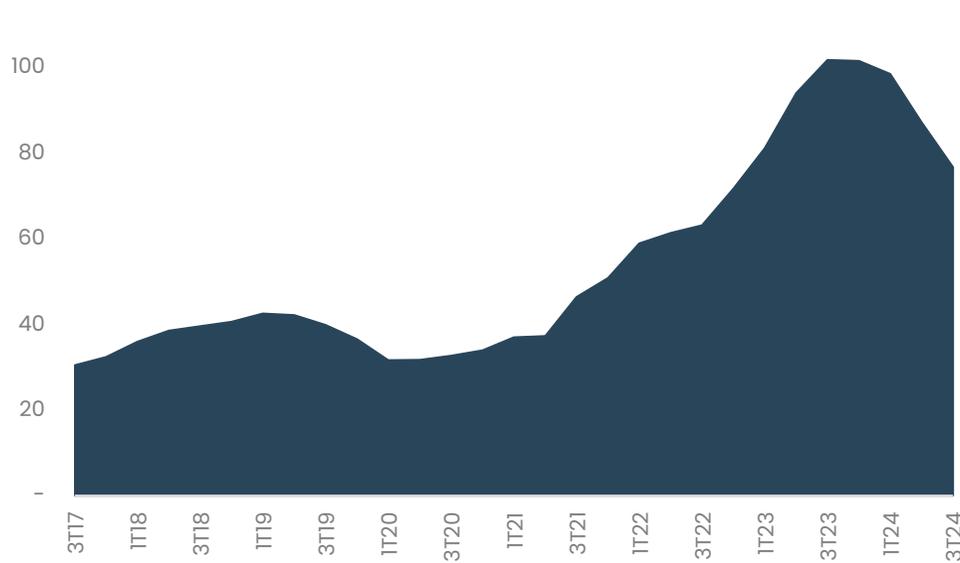
Los Indicadores de Endeudamiento de Ecopetrol reflejan un deterioro en el Apalancamiento Financiero y en la Cobertura de Intereses, aunque todavía en niveles saludables. Se observa que el **Apalancamiento Financiero medido como la relación de Deuda Total/EBITDA ha mostrado un aumento gradual desde su punto más bajo en pos pandemia de 1,47x en el 3T22, cerrando en 2,13x al 3T24**. Este nivel se encuentra dentro de límites aceptables para la industria, aunque refleja una mayor presión por la menor generación de EBITDA en comparación con periodos anteriores. En línea con lo anterior, la evolución de **la Cobertura de Interés (EBITDA/ Gasto Financiero), ha disminuido progresivamente y se ubicó en 7,15x para el 3T24**, en niveles de pandemia y manteniéndose por debajo del promedio histórico de la compañía, también impulsado por menor generación de EBITDA.

# El Oráculo de Ecopetrol

## Menor saldo pendiente del FEPC reflejado en Flujo de Caja y CXC

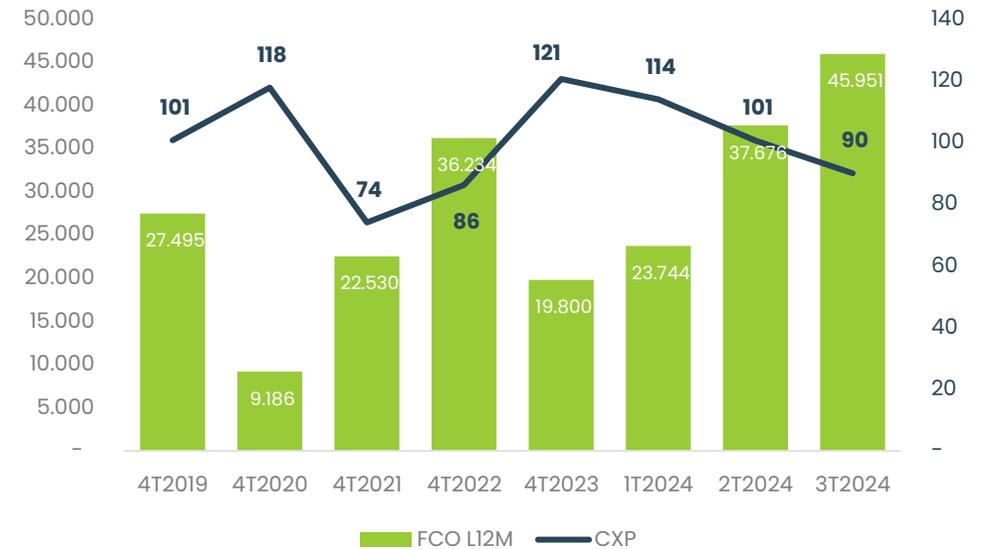
**Gráfica 18. Evolución días Cuentas por Cobrar**

Cifras en días



**Gráfica 19. FCO\* 12 meses y evolución días Cuentas por Pagar**

Cifras FCO en COP mil millones (Eje izquierdo). Cifras CXP en días (Eje derecho)



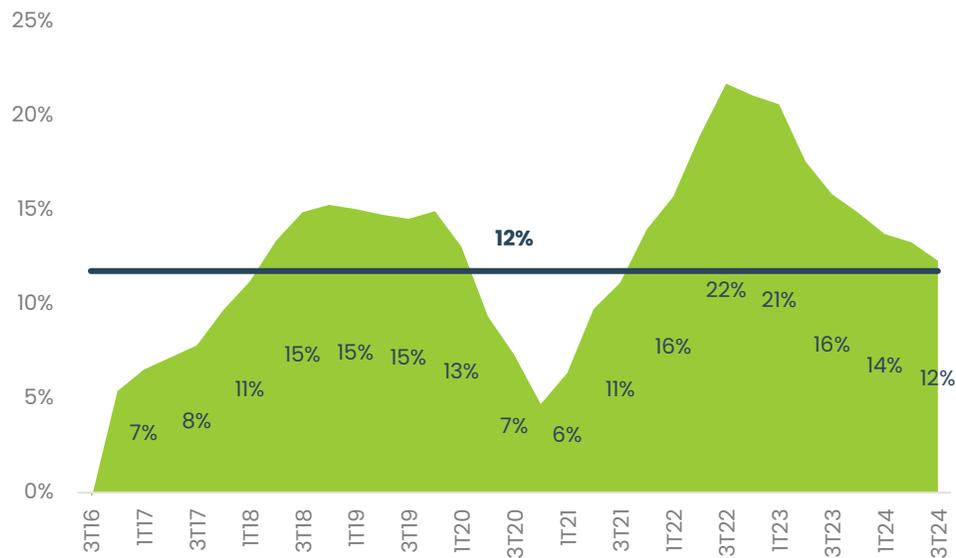
\* FCO: Flujo de Caja Operativo

**La evolución del Flujo de Caja Operativo y los días de las Cuentas por Cobrar de Ecopetrol refleja una mejora en la gestión del saldo pendiente del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC), impulsado por los pagos recibidos por el Ministerio de Hacienda como consecuencia del aumento en el precio del Diesel.** Como consecuencia, se observa una reducción en los días promedio de Cuentas por Cobrar, que alcanzaron su punto más alto en el 1T23 con más de 90 días, cerrando en aproximadamente 77 días al 3T24. Al cierre de Septiembre de 2024, la Cuenta por Cobrar al FEPC se ubicó en COP 9 billones, el nivel más bajo desde 2021. Por otro lado, destacamos cómo esta reducción en el saldo pendiente del FEPC ha beneficiado el Flujo de Caja Operativo (12 meses), que alcanzó COP 46 billones al 3T24, frente a los COP 19,8 billones del cierre de 2023.

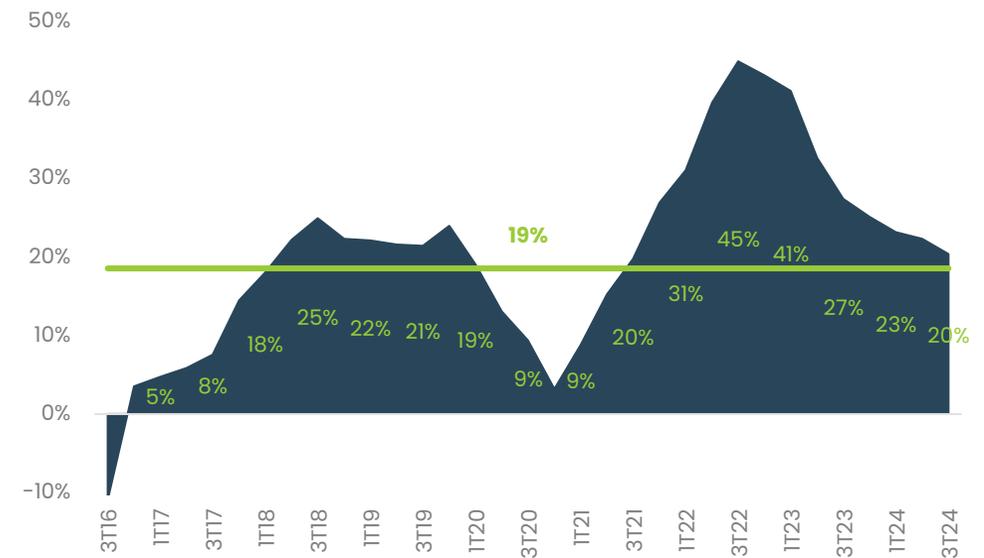
# El Oráculo de Ecopetrol

## Tendencia descendiente en ROIC y ROE

Gráfica 20. Evolución ROIC\*



Gráfica 21. Evolución ROE\*



**Los indicadores de rentabilidad de Ecopetrol muestran una tendencia descendiente en los últimos trimestres.** El ROIC ha disminuido significativamente desde su punto máximo en 2022, cuando superó el 20%, hasta ubicarse cerca de su promedio histórico del 12% en el 3T24. Por su parte, el ROE sigue la misma tendencia, cayendo desde un máximo de más del 40% en 2022 hasta ubicarse levemente por arriba de su promedio del 19% en el 3T24. La contracción en estos indicadores refleja el impacto de la disminución en la utilidad Neta como Operativa de la compañía

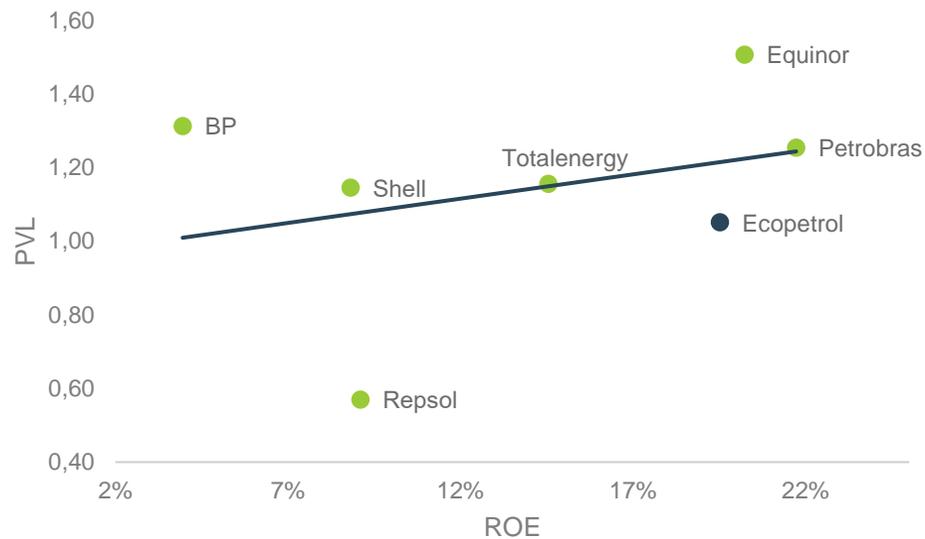
\* ROIC: Rentabilidad sobre el Capital Invertido  
ROE: Rentabilidad sobre el Patrimonio

# El Oráculo de Ecopetrol

## Múltiplos reflejan debilidad en la Acción

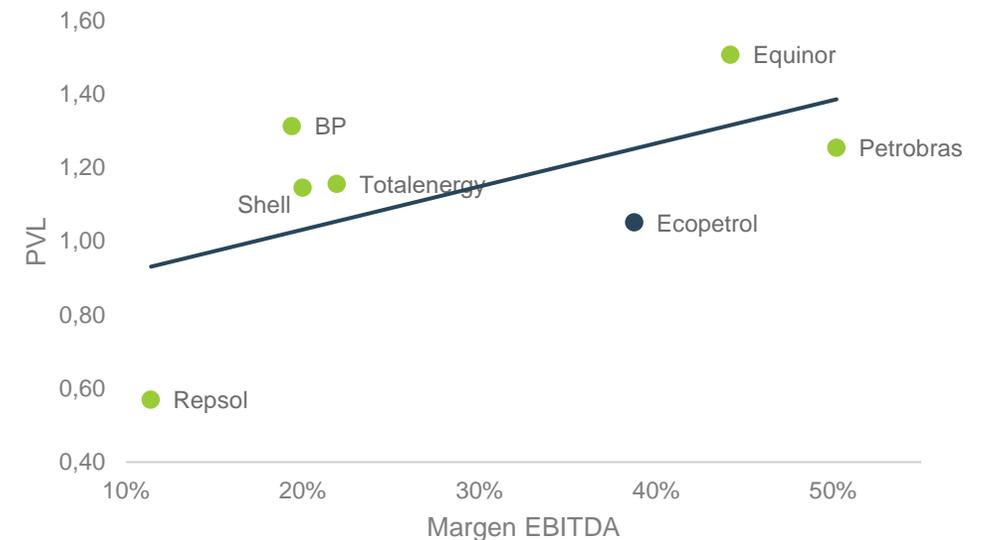
**Gráfica 22. ROE vs. PVL**

Cifras en PVL en veces



**Gráfica 23. Margen EBITDA vs. PVL**

Cifras en PVL, en veces



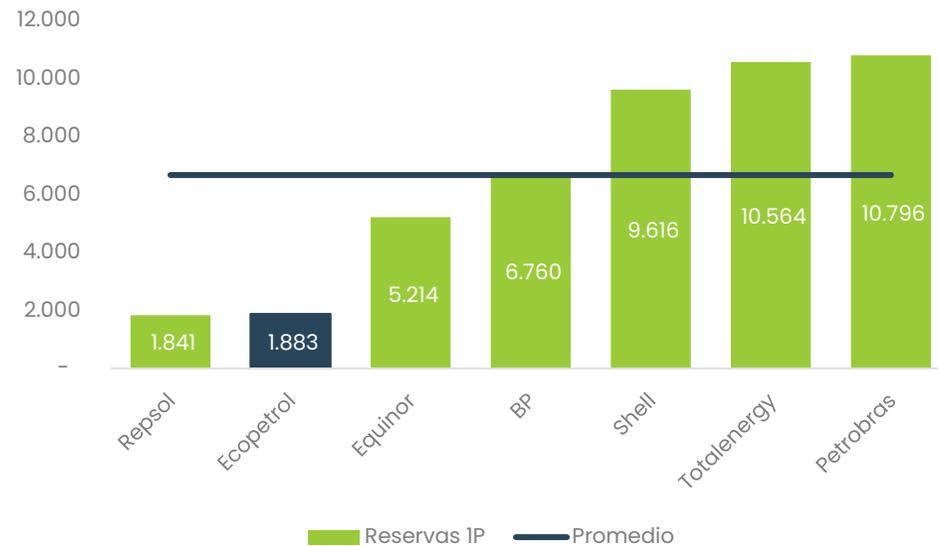
Por último, al observar la relación entre el ROE con su Precio/Valor en Libros (P/VL) frente a sus comparables, Ecopetrol se ubica por debajo de la línea de tendencia con un ROE cercana al 20% y un múltiplo P/VL de 1,05x. Por otro lado, al comparar el Margen EBITDA con el P/VL, se observa la misma tendencia. No obstante, el análisis comparativo de las reservas de Ecopetrol evidencia un rezago frente a sus pares internacionales. En la Gráfica 24, se observa que la compañía cuenta con 1.883 millones de barriles equivalentes (MBPE) en reservas 1P (dato de cierre de año 2023), muy por debajo del promedio de la industria.

# El Oráculo de Ecopetrol

## Reservas por debajo del promedio de sus comparables

**Gráfica 16. Reservas IP**

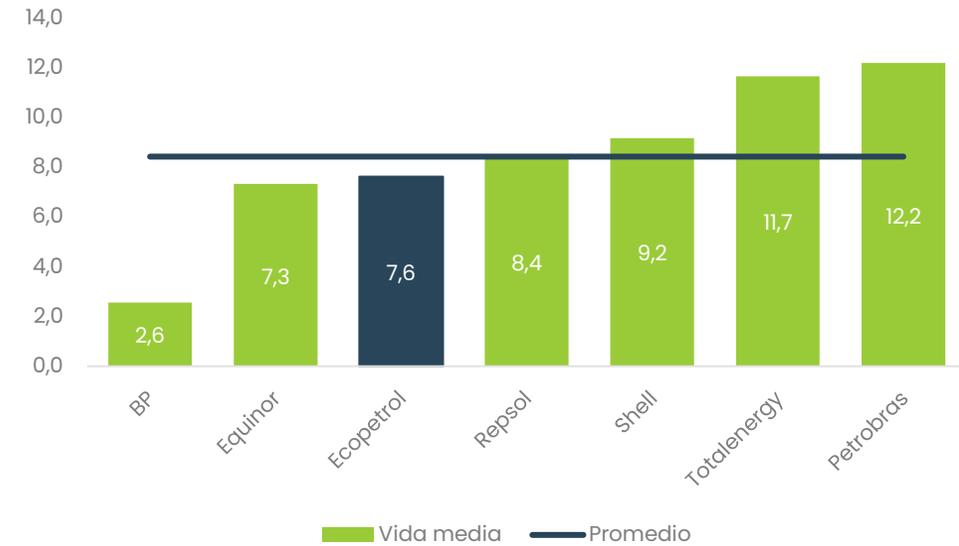
Cifras en MBPE



Cifras con corte al cierre del año 2023

**Gráfica 17. Vida media de Reservas**

Cifras en años



Cifras con corte al cierre del año 2023

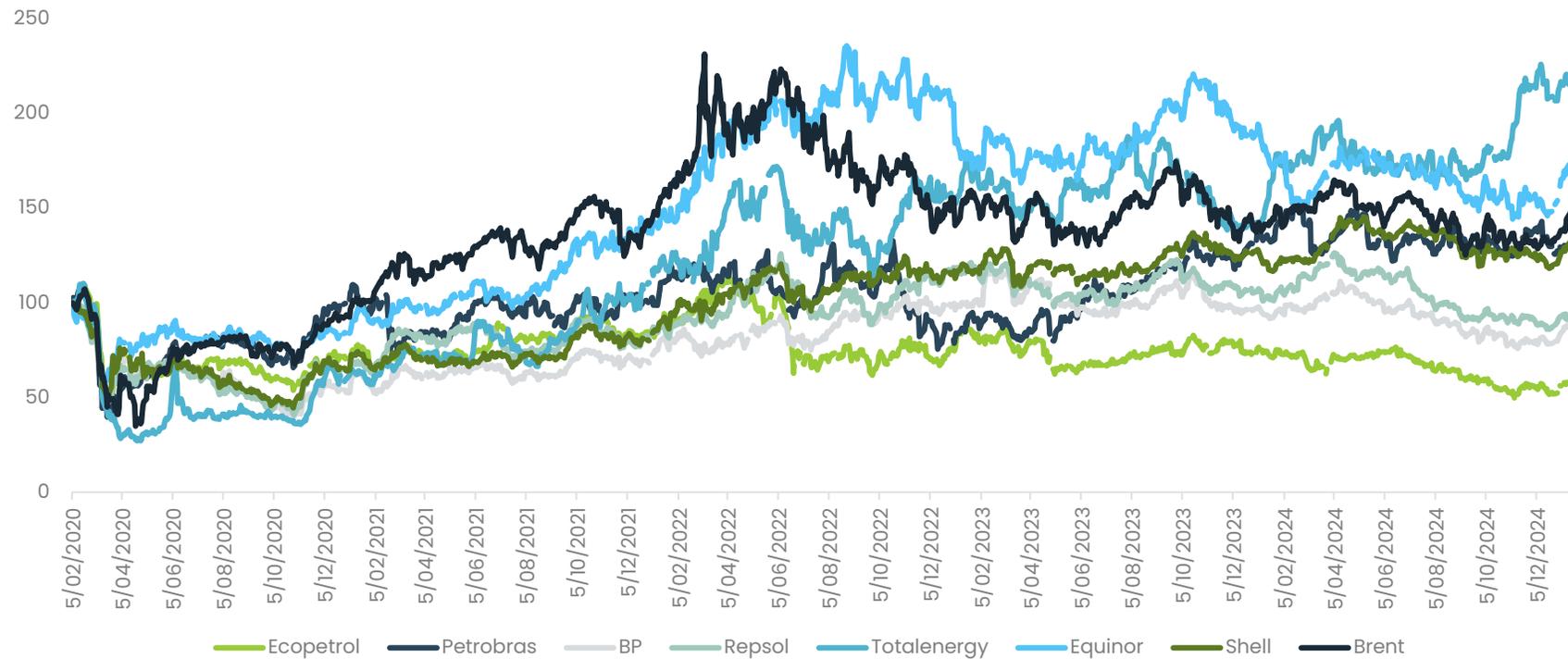
**Lo anterior puede estar explicando el descuento en la Acción de la compañía, sumado a factores como la incertidumbre de independencia de su Gobierno Corporativo, mayores riesgos regulatorios, reservas deterioradas y continuas presiones en sus márgenes de rentabilidad,** acompañado de políticas implementadas en Colombia, como el incremento en la carga impositiva a las empresas petroleras, la prohibición del Fracking y la incertidumbre sobre la continuidad de nuevos contratos de exploración.

# El Oráculo de Ecopetrol

## Acción de Ecopetrol castigada desde el año 2022

**Gráfica 18. Comportamiento Acción**

Cifras normalizadas base 100



Cifras con corte al 3/02/2025

# ¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



**Juan David Ballén**  
Director de Análisis y Estrategia  
[juan.ballen@casadebolsa.com.co](mailto:juan.ballen@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22622



**Nicolás Aguilera Peña**  
Analista II de Renta Fija  
[nicolas.aguilera@casadebolsa.com.co](mailto:nicolas.aguilera@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22710



**Carlos David Alape**  
Analista II de Renta Fija  
[carlos.alape@casadebolsa.com.co](mailto:carlos.alape@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22603



**Daniel Estrada Fajardo**  
Practicante de Renta Fija  
[daniel.estrada@casadebolsa.com.co](mailto:daniel.estrada@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22793



**Omar Suárez**  
Gerente Estrategia Renta Variable  
[omar.suarez@casadebolsa.com.co](mailto:omar.suarez@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22619



**Daniel Bustamante**  
Analista II de Renta Variable  
[daniel.bustamante@casadebolsa.com.co](mailto:daniel.bustamante@casadebolsa.com.co)  
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22703



**Harold Stiven Rubio**  
Analista II de Renta Variable  
[harold.rubio@casadebolsa.com.co](mailto:harold.rubio@casadebolsa.com.co)  
+57 (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 y tampoco es un compromiso de 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 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 Casa de Bolsa S.A. Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa forma parte del Conglomerado Financiero Aval.

# Contáctenos

[analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co](mailto:analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co)

## Síguenos:

 @CasadeBolsaSCB

 CasadeBolsaGrupoAval

   Casa de Bolsa SCB Grupo Aval

 [www.casadebolsa.com.co](http://www.casadebolsa.com.co)

Accede a todos  
nuestros informes  
**escaneando** el  
siguiente código QR



### 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 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.**