



**Acciones  
& Valores**  
Desde 1959

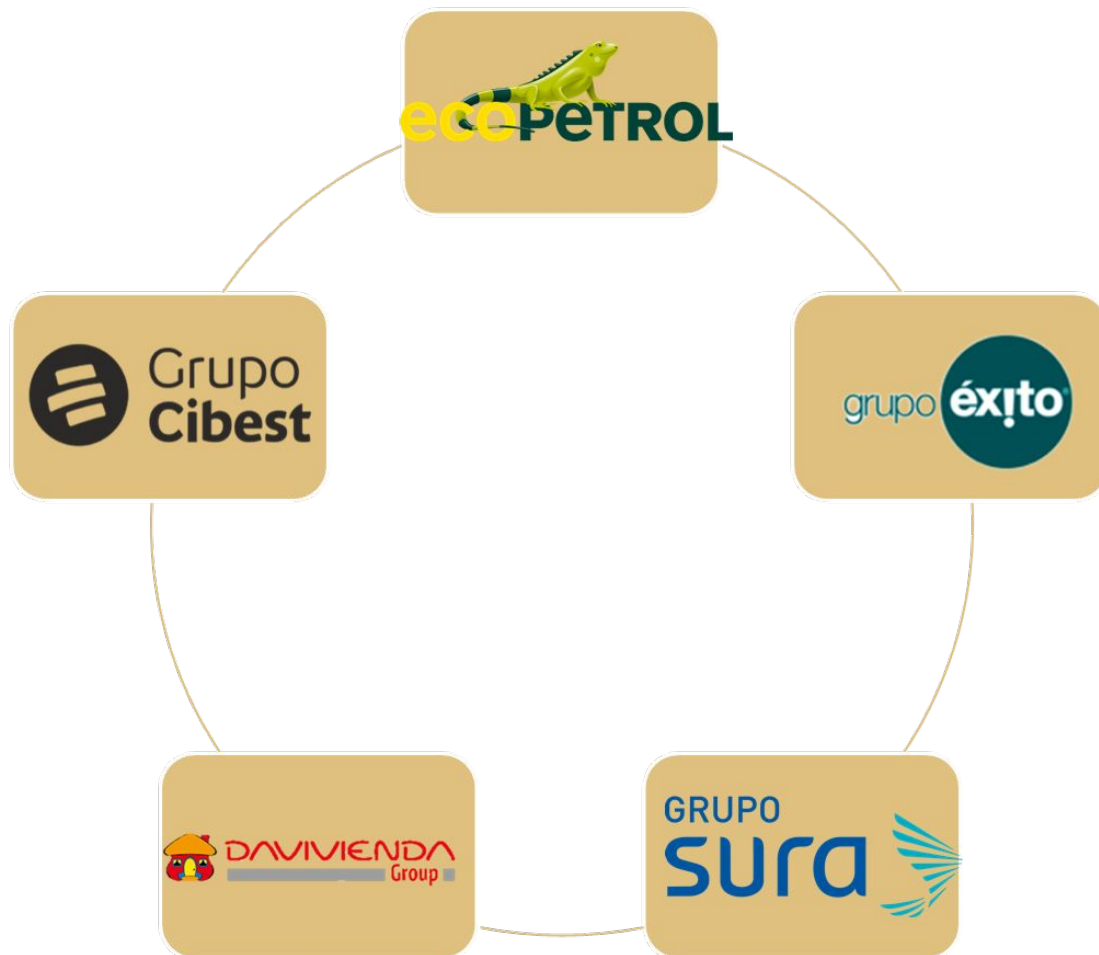
# Top Picks y Precios Objetivo

Actualización Marzo 2026



## Top Picks Marzo 2026 - Acciones & Valores

Estrategia de selectividad y posiciones tácticas, en medio de riesgo local y entorno geopolítico global desafiante



	Anterior Precio Objetivo	Actualización Precio Objetivo	Revisión
Banco de Bogotá	48,050	42,000	▼
Ecopetrol	2,120	2,990	▲
Grupo Cibest	69,200	76,100	▲
GEB	4,000	3,620	▼
ISA	28,700	29,000	▲
Mineros	13,200	11,600	▼
Celsia	5,340	5,550	▲
Cementos Argos	12,420	10,450	▼
Grupo Argos	21,000	16,950	▼
Grupo Sura	54,160	57,700	▲
Corficolombiana	23,000	18,500	▼
PF Grupo Aval	900	830	▼
PF Davivienda Group	32,100	30,600	▼
Éxito	5,000	4,940	▼

## Resumen de valoración - Marzo 2026 - Acciones & Valores

Estrategia de selectividad y posiciones tácticas, en medio de riesgo local y entorno geopolítico global desafiante

	Precio	Precio	Potencial	Dividendo	Dividendo	Var.	Dividend	Retorno	Perspectiva
	Actual	Objetivo	valorización		2025	2026		Anual	
Banco de Bogotá	36,600	42,000	14.8%	1,752	2,136	21.9%	5.8%	20.6%	Neutral
Ecopetrol	2,765	2,990	8.1%	214	121	-43.5%	4.4%	12.5%	Sobreponderar
Grupo Cibest	72,554	76,100	4.9%	4,524	4,512	-0.3%	6.2%	11.1%	Sobreponderar
GEB	2,940	3,620	23.1%	238	251	5.4%	8.5%	31.7%	Neutral
ISA	27,700	29,000	4.7%	1,265	1,090	-13.8%	3.9%	8.6%	Neutral
Mineros*	12,500	11,600	-7.2%	0.10	0.10	0.0%	3.0%	-4.2%	Subponderar
Celsia	5,200	5,550	6.7%	326	208	-36.2%	4.0%	10.7%	Neutral
Cementos Argos	11,180	10,450	-6.5%	770	580	-24.7%	5.2%	-1.3%	Subponderar
Grupo Argos	15,800	16,950	7.3%	688	750	9.0%	4.7%	12.0%	Subponderar
Grupo Sura	44,682	57,700	29.1%	1,500	2,000	33.3%	4.5%	33.6%	Sobreponderar
Corficolombiana	15,700	18,500	17.8%	0	0	-	0.0%	17.8%	Neutral
PF Grupo Aval	724	830	14.6%	28	27	-3.6%	3.7%	18.4%	Subponderar
PF Davivienda Group	25,420	30,600	20.4%	-	793	-	3.1%	23.5%	Sobreponderar
Grupo Bolívar	87,120	107,000	22.8%	2,736	3,012	10.1%	3.5%	26.3%	Neutral
Éxito	4,100	4,940	20.5%	21	160	661.9%	3.9%	24.4%	Sobreponderar

## Estimación del Costo de Capital (WACC)

En mercados emergentes, el costo de capital está influenciado por riesgo país, condiciones macroeconómicas y la estructura de financiamiento de los emisores.

$$WACC = \left[ \text{Costo de deuda } (K_d) \times \text{Escudo fiscal } (1 - T_x) \times \text{Estructura de deuda } \frac{D}{(D+E)} \right] + \left[ \text{Costo de capital } (K_e) \times \text{Estructura de patrimonio } \frac{E}{(D+E)} \right]$$

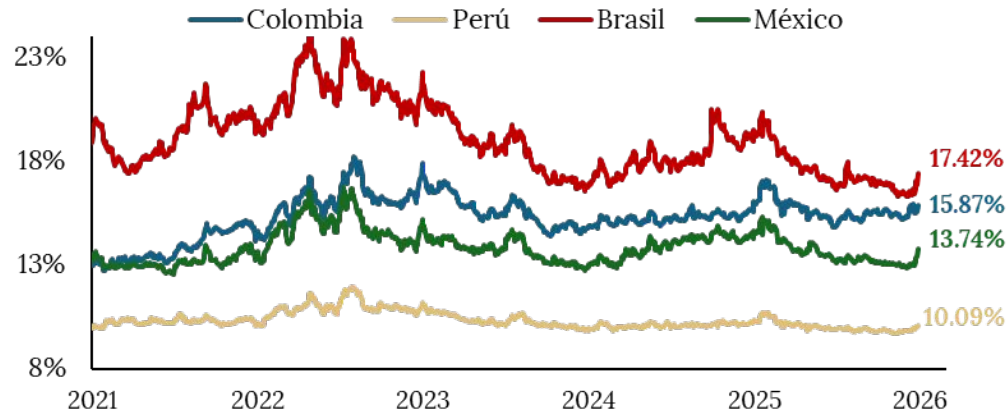
- El costo ponderado del capital (WACC, por sus siglas en inglés) representa una medida del rendimiento requerido sobre el capital invertido -incluyendo deuda y capital- en una empresa determinada. El costo de capital no es un costo en efectivo, sino un costo de oportunidad.
- En este contexto, el WACC tiene tres componentes principales: el costo del capital propio, el costo de la deuda después de impuestos y la estructura de capital objetivo de la empresa. Estos modelos estiman el rendimiento esperado de inversiones alternativas con un riesgo similar.

### Metodología de estimación de costo de capital



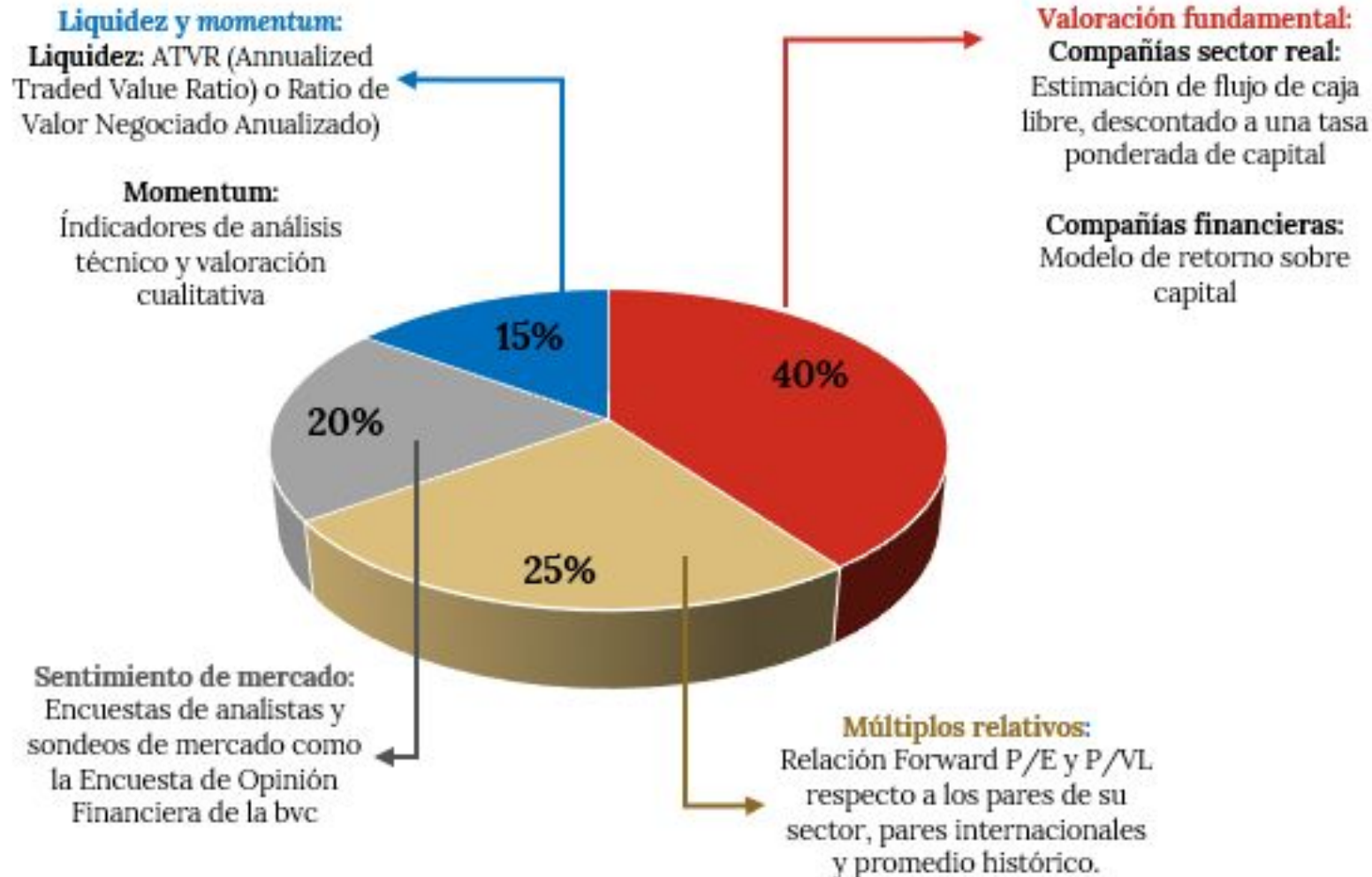
		Colombia	México	Perú	Brasil	Metodología
(A)	Tasa libre de riesgo	4.24%	4.24%	4.24%	4.24%	Bonos del Tesoro de EE. UU.
(B)	Prima de riesgo de mercado EE.UU.	4.23%	4.23%	4.23%	4.23%	Retorno geométrico mercado EE.UU., Asworth Damodaran
(C)	CDS 10Y de cada país	2.73%	1.22%	0.75%	1.82%	Diferencia entre CDS 10Y de cada país y el seguro de impago de Bonos del Tesoro EE.UU.
(D)	Volatilidad mercado de deuda pública	9.81%	4.87%	9.98%	4.24%	Desviación estándar de los retornos de Bonos Soberanos (5 años)
(E)	Volatilidad del mercado accionario	17.70%	15.24%	17.33%	17.08%	Desviación estándar de los retornos del mercado accionario (5 años)
(F) = (C) x (E) / (D)	Prima de riesgo país	4.93%	3.81%	1.29%	7.33%	
(G) = (A) + (B) + (F)	Costo de capital (Ke) USD	13.40%	12.28%	9.76%	15.80%	
(H)	Prima de tasa de cambio	2.18%	1.30%	0.30%	1.40%	Diferencial de inflaciones para Colombia y EE.UU.
(I) = (1+G) x (1+H) - 1	Costo de capital (Ke) Moneda local	15.87%	13.74%	10.09%	17.42%	

### Costo de capital en América Latina



## Metodología Top Picks - Acciones & Valores

### Valoración fundamental del activo



- La metodología de selección de Top Picks prioriza la valoración de sus fundamentales, mediante la estimación de flujos de caja descontados para empresas del sector real o modelos de retorno sobre el capital para entidades financieras.
- Este pilar se complementa con valoración por múltiplos relativos (como P/E y P/VL) frente a pares y promedios históricos, sentimiento del mercado a través de encuestas y, por último, se analiza la liquidez y momentum del activo, buscando que el inversionista pueda transar eficientemente sus títulos en el mercado.

## Sentimiento de mercado

### Resultados de la Encuesta de Opinión Financiera de la Bolsa de Valores de Colombia y Fedesarrollo

Balance	abr-25	may-25	jun-25	jul-25	ago-25	sep-25	oct-25	nov-25	dic-25	ene-26	feb-26	mar-26	Promedio 1T-2026
CIBEST	1	4	4	3	5	4	4	4	2	5	3	3	3.7
PF CIBEST	5	7	3	5	5	2	3	4	2	2	5	4	3.7
ECOPETROL	-2	-3	-3	-2	-3	-3	-2	1	0	-1	1	7	2.3
ISA	4	0	0	1	3	3	3	0	1	5	-1	3	2.3
MINEROS	1	0	2	-1	2	5	4	2	1	1	3	0	1.3
BOGOTA	0	1	0	1	0	1	0	1	1	2	1	0	1.0
GEB	3	4	3	2	2	-1	2	0	1	3	0	0	1.0
PF DAVIVIENDA GROUP	4	4	7	3	6	5	4	6	0	3	-1	1	1.0
PF GRUPO ARGOS	0	0	1	1	-1	1	0	3	2	2	1	0	1.0
ÉXITO									2	0	-1	3	0.7
GRUPO SURA	3	1	1	5	2	0	-1	1	1	1	0	1	0.7
PF GRUPO SURA	0	0	2	-1	2	2	1	3	3	0	1	1	0.7
GRUPO BOLÍVAR	-1	0	1	1	0	0	1	0	0	1	1	-1	0.3
TERPEL	-2	-1	-1	0	1	-1	0	0	0	0	0	1	0.3
CELSIA	1	1	3	1	-1	-1	0	0	-2	-1	-1	1	-0.3
PF CORFICOL	0	0	-2	0	-1	-1	-1	0	-1	-1	1	-1	-0.3
CORFICOL	-1	3	-1	-1	0	0	-1	0	1	0	1	-4	-1.0
PF AVAL	0	3	2	2	2	4	3	1	-2	-2	0	-1	-1.0
GRUPO ARGOS	1	1	1	0	0	-2	0	0	-3	-1	-2	-2	-1.7
PROMIGAS	0	-1	0	1	-1	0	-1	-3	-4	-6	-1	-1	-2.7
CEMENTOS ARGOS	2	-1	0	1	0	-2	0	-2	-1	-3	-3	-5	-3.7
PEI	-3	-1	-3	-2	-1	1	0	1	-2	-4	-5	-8	-5.7
CANACOL	-8	-7	-8	-9	-8	-5	-9	-10					
ETB	-6	-11	-10	-8	-10	-10	-8	-10					

**Top 5 Encuesta de Opinión Financiera Primer Trimestre 2026:**

**Cibest**  
**PF Cibest**  
**Ecopetrol**  
**ISA**  
**Mineros**

# Sector energético

Actualización Marzo 2026

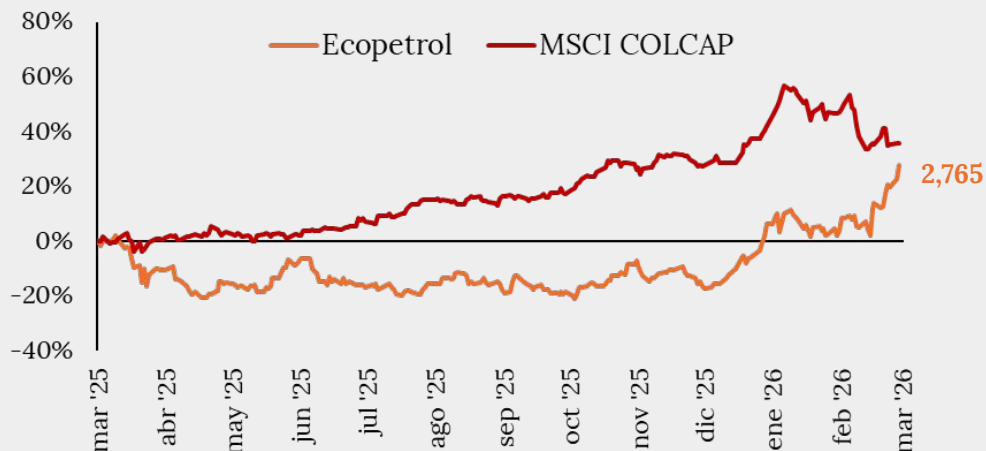




**En el centro del rally energético global**  
**Precio objetivo: COP\$2,990 - SOBREPONDERAR**

- **Nuevo escenario del precio del petróleo:** Desde el inicio de la guerra en Irán, el petróleo Brent se cotiza un 48% al alza, pasando de USD\$73 a más de USD\$105 por barril. Este precio se mantendría elevado -al menos- hasta mediados de 2026, para terminar el promedio del año cerca de USD\$70-80 por barril, impulsando mayores utilidades netas para Ecopetrol, por encima de su plan de inversiones que preveía un barril de petróleo Brent a USD\$60 antes de la guerra.
- **Estimamos que, por cada dólar de aumento en el precio promedio del petróleo Brent durante el año, las utilidades de la compañía podrían incrementarse en cerca de COP\$510 mil millones.**
- Por su parte, el Permian en EE.UU. y el recobro mejorado en Colombia seguirían aportando positivamente a la producción de petróleo, lo que le permitiría alcanzar en promedio entre 730-740 KBPED en 2026.

**Desempeño de la acción último año**



**Resumen de Valoración**  
 (COP Miles de millones)

VP ingreso	84,694
VP valor terminal	128,859
Deuda neta	90,458
Valor Ecopetrol	123,095
Acciones en circulación	41.12
<b>Precio Objetivo</b>	<b>\$ 2,990</b>

Precio cierre 27/03/26	\$ 2,765
<b>Potencial de valorización</b>	<b>8.1%</b>

Dividendo	\$ 121
<b>Dividend yield</b>	<b>4.4%</b>

<b>Retorno total</b>	<b>12.5%</b>
----------------------	--------------

**Sensibilidad del precio**

		Dólar 2026				
		\$3,400	\$3,500	\$3,600	\$3,700	\$3,800
Brent 2026	\$60	2,890	2,910	2,930	2,940	2,960
	\$70	2,940	2,950	2,970	2,990	3,000
	\$75	2,960	2,980	2,990	3,010	3,030
	\$80	2,980	3,000	3,020	3,030	3,050
	\$90	3,020	3,040	3,060	3,080	3,100

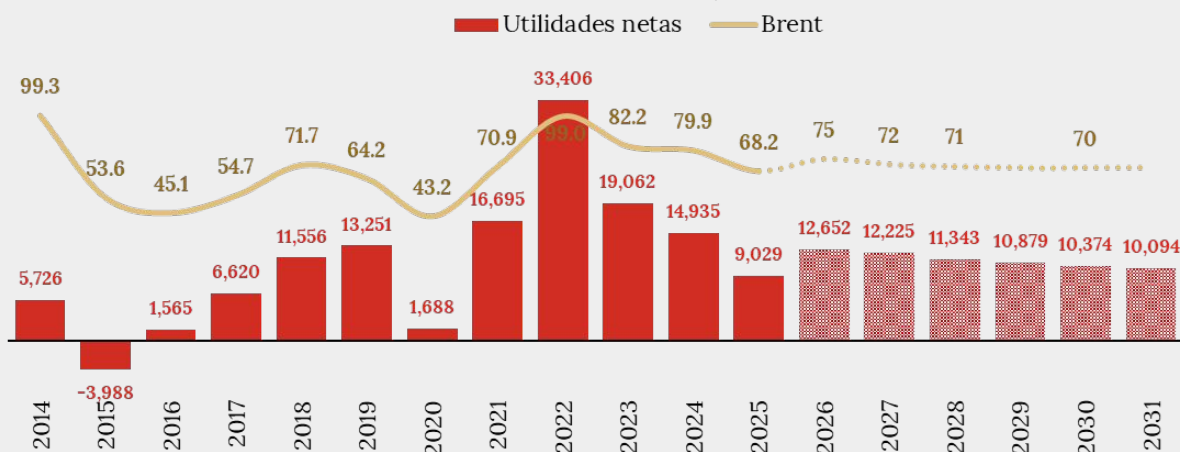
Fuente: Ecopetrol, Proyecciones Investigaciones Económicas Acciones y Valores



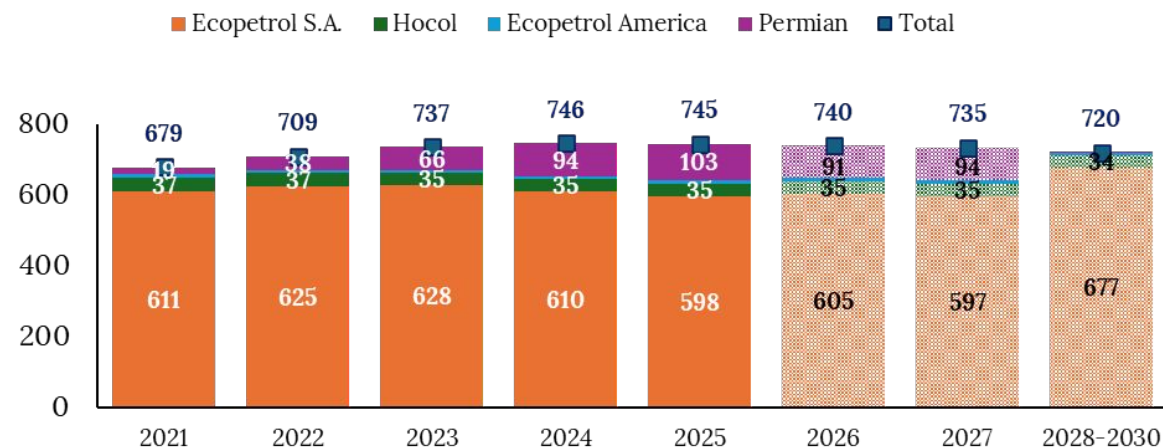
## En el centro del rally energético global Precio objetivo: COP\$2,990 - **SOBREPONDERAR**

- Sin embargo, es un activo con alta exposición a riesgos de Gobierno Corporativo, ante el escenario de remoción del presidente Ricardo Roa, tras recibir una imputación por parte de la Fiscalía de Colombia. Asimismo, la regulación y priorización de la política energética para los siguientes años estará directamente influenciada por el resultado político de 2026, con un alto grado de incertidumbre.
- En el frente operativo, si bien las reservas probadas de petróleo aumentaron en 2025, la proporción de nuevas incorporaciones a partir de descubrimientos y exploración cayó frente al 2024. Esto refleja que Ecopetrol enfrenta un entorno desafiante para expandir la vida útil de sus reservas, en medio de la restricción de suscribir nuevos contratos de exploración de petróleo en Colombia.
- Pozos de petróleo maduros elevan el costo de levantamiento, lo que presiona la eficiencia operativa de la compañía y eleva el *break-even* de la utilidad neta.

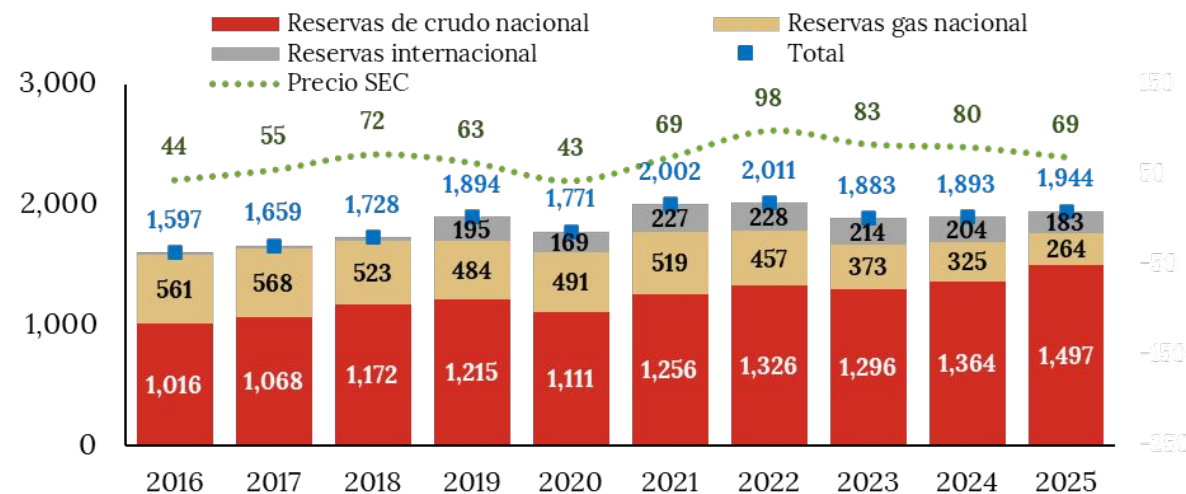
### Escenario base: Utilidades netas y precio del petróleo



### Proyección de producción de petróleo



### Reservas probadas de petróleo de Ecopetrol



Fuente: Ecopetrol, Proyecciones Investigaciones Económicas Acciones y Valores

COLOMBIA BOLSA DE VALORES DE



Acciones  
& Valores  
Desde 1959

# Sector financiero

Actualización Marzo 2026



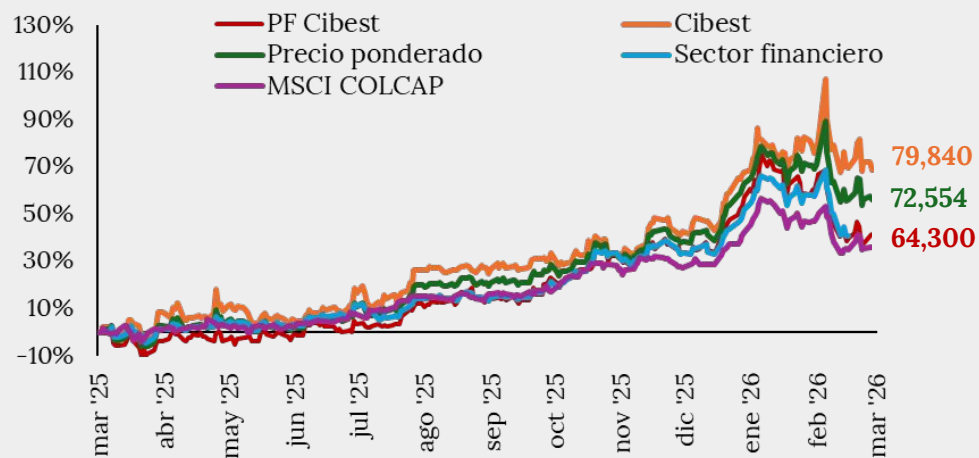


## Holdings financiero con ROE líder en Colombia

Precio objetivo: COP\$76,100 - **SOBREPONDERAR**

- Con la venta de Banistmo, Grupo Cibest avanza en la optimización de la asignación de su capital, buscando la expansión de segmentos de negocio más rentables y con mayor escalabilidad. Banistmo era la filial menos rentable de la holding, con un ROE de 4.5% en 2024 (vs. 15.8% para el Grupo Cibest consolidado).
- La tesis de inversión en el mediano plazo se enfoca en la expansión de negocios digitales como Nequi, Wenia y Wompi, ante la creciente demanda de servicios financieros en línea. Se espera la escisión de Nequi de Bancolombia en 2026.
- En el segmento bancario, Bancolombia mantiene la cuota de mercado más alta sobre la cartera de crédito en Colombia (27.5%) y Banco Agrícola la más alta en El Salvador (24.8%). Esta posición establecida en ambos mercados le permite al Grupo Cibest economías de escala sólidas y rentabilidades superiores a sus pares.

### Desempeño de la acción último año



### Resumen de Valoración (COP Miles de millones)

Patrimonio (Antes de la venta de Banistmo)	43,590
Patrimonio (Después de la venta de Banistmo)	40,996
VP Ingreso Residual	31,869
VP Valor Terminal	196
Equity Value	73,061
Número de acciones	960
<b>Precio Objetivo</b>	<b>\$ 76,100</b>

Precio cierre 27/03/26	\$ 72,554
Potencial de valorización	4.9%

Dividendo	\$ 4,512
Dividend yield	6.2%

<b>Retorno total</b>	<b>11.1%</b>
----------------------	--------------

### Sensibilidad del precio

		Payout ratio				
		20%	25%	30%	35%	40%
ROE	14%	74,186	73,993	73,800	73,608	73,415
	16%	75,391	75,171	74,950	74,730	74,510
	18%	76,596	76,348	76,100	75,852	75,604
	20%	77,801	77,525	77,250	76,974	76,699
	21%	78,403	78,114	77,825	77,536	77,246

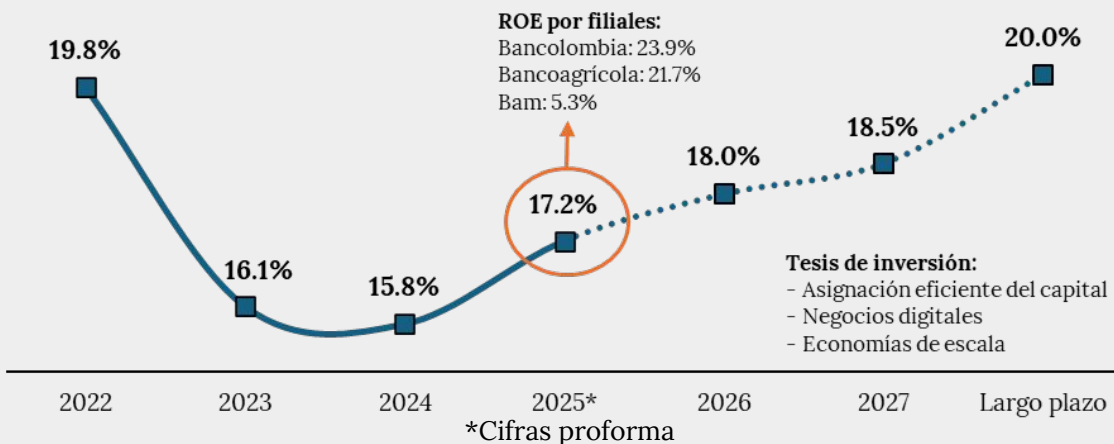


## Holdings financiero con ROE líder en Colombia

Precio objetivo: COP\$76,100 - **SOBREPONDERAR**

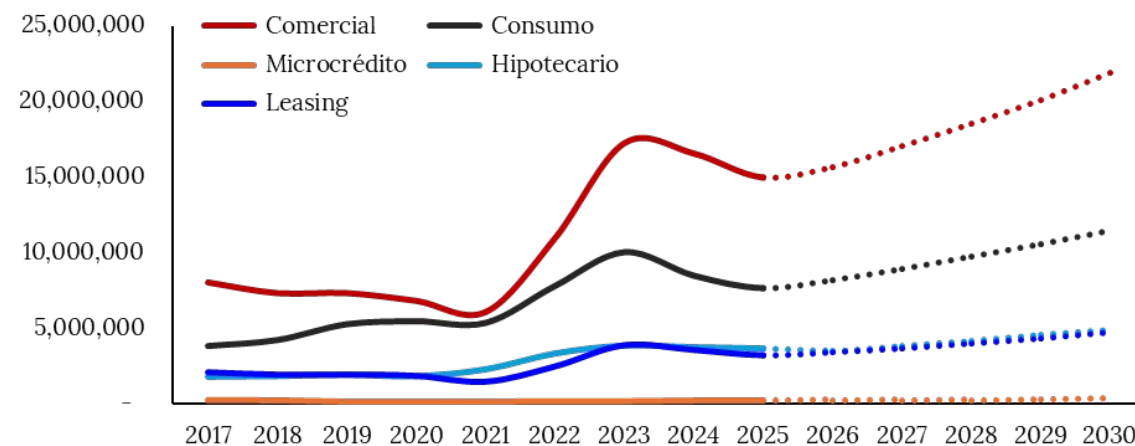
- En 2026 se espera una desaceleración del crecimiento de cartera en Colombia y nuevas presiones por gastos en provisiones para todo el sector financiero. Sin embargo, Grupo Cibest podría navegar mejor que sus pares este entorno restrictivo de política monetaria debido a su fondeo de bajo costo, expansión esperada del NIM (6.8-7.0%) y diversificación de la cartera entre segmentos.
- Finalmente, -a diferencia de otros competidores en Colombia- el ROE de Grupo Cibest (17.2% en 2025) mantiene una trayectoria estable de generación de valor al superar consistentemente su costo de capital. Particularmente, en 2026, la meta del emisor es expandir esta cifra a 18-18.5% y continuar en una senda de fortalecimiento de largo plazo. En nuestro modelo incorporamos un ROE que alcanzaría el 20% después del 2027 e ingresos por intereses crecientes en un escenario de tasas de colocación alcistas en el mediano plazo.

### Retorno sobre el patrimonio (ROE)



### Proyección de ingresos por intereses

(COP Millones)



### Estructura de cartera de crédito por segmentos y entidades

(COP Billones)

		Comercial	Consumo	Vivienda	Total
		66%	21%	13%	100%
Bancolombia	81%	136.5	41.4	29.9	207.8
Banagrícola	6.9%	8.1	7.7	1.9	17.7
Bam	7.1%	12.2	3.6	2.5	18.3
Otros	4.8%	12.4	0.02	0	12.42
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>169.2</b>	<b>52.72</b>	<b>34.3</b>	<b>256.22</b>

Fuente: Grupo Cibest, Proyecciones Investigaciones Económicas Acciones y Valores

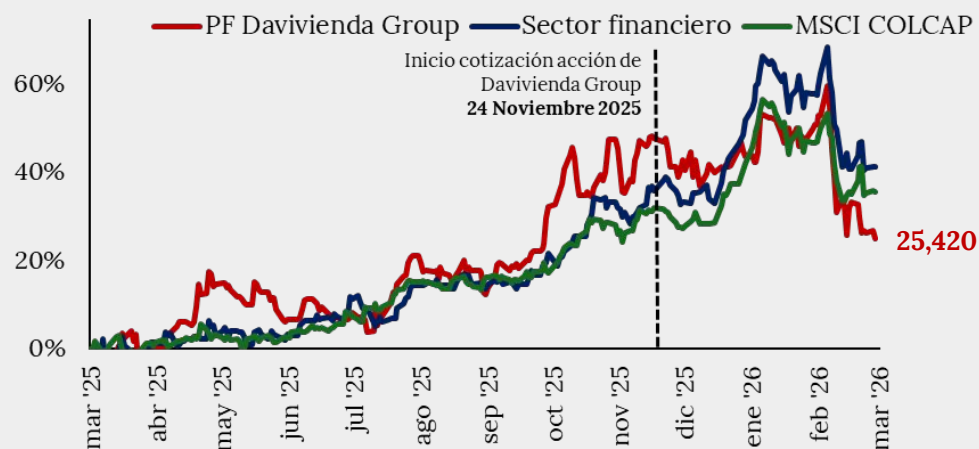


## Grupo en expansión en Colombia y Centroamérica

**Precio objetivo: COP\$30,600 - SOBREPONDERAR**

- La estrategia de valor de Davivienda Group se basa en la integración de Davivienda y Scotiabank en Colombia y Centroamérica, lo que permitió a los accionistas un incremento del 10.2% en su patrimonio por acción. Asimismo, se buscan eficiencias operacionales del holding entre COP\$1.0 y 1.2 billones.
- Esperamos una senda de crecimiento anual de activos del 8% y de patrimonio del 7% en los próximos 5 años, con enfoque en diversificación de la cartera de crédito.
- En 2025, los resultados corporativos se ubicaron por encima de las expectativas, soportados en menores gastos de provisiones y costo de riesgo a la baja. Estas fortalezas permitirían navegar mejor la política monetaria contractiva en 2026, evitando los impactos que registró el banco en el último ciclo alcista de 2022. Particularmente, -a pesar del entorno desafiante- se espera un crecimiento de cartera de 8-10%, un ROE alrededor de 10% y un ratio de eficiencia sobre el 55%.

### Desempeño de la acción último año



### Resumen de Valoración (COP Miles de millones)

Patrimonio Banco Davivienda	17,413
VP Ingreso Residual	- 1,198
VP Valor Terminal	430
Operaciones integradas Scotiabank	2,043
Equity Value	18,688
Número de acciones	611
<b>Precio Objetivo</b>	<b>\$ 30,600</b>
Precio cierre 27/03/26	\$ 25,420
<b>Potencial de valorización</b>	<b>20.4%</b>
Dividendo	\$ 793
<b>Dividend yield</b>	<b>3.1%</b>
<b>Retorno total</b>	<b>23.5%</b>

### Sensibilidad del precio

		Payout ratio				
		30%	35%	40%	45%	50%
ROE	8%	29,159	29,165	29,172	29,179	29,185
	9%	29,870	29,875	29,881	29,886	29,892
	10%	30,589	30,593	<b>30,600</b>	30,601	30,605
	11%	31,318	31,320	31,322	31,324	31,326
	12%	32,056	32,055	32,054	32,054	32,053

Fuente: Davivienda Grp, Proyecciones Investigaciones Económicas Acciones y Valores

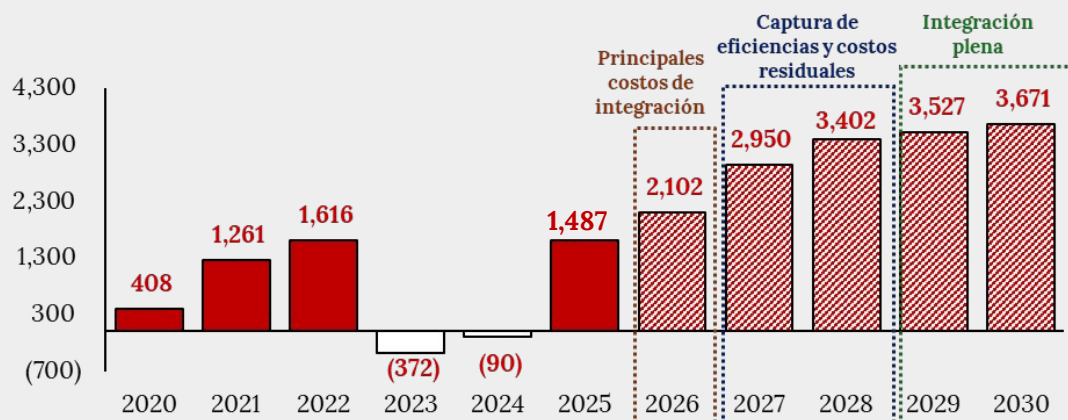


## Grupo en expansión en Colombia y Centroamérica

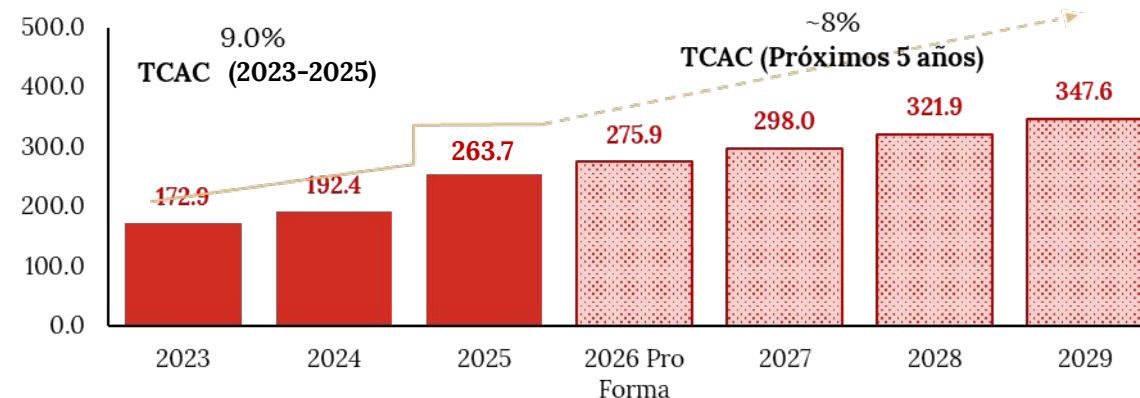
Precio objetivo: COP\$30,600 - **SOBREPONDERAR**

- Los resultados de 2026 estarán impactados por los costos de integración del holding, para luego empezar a captar eficiencias en 2027 y 2028 hacia adelante. Los primeros pasos consisten en pruebas para integraciones en Colombia y Costa Rica. Asimismo, las eficiencias incluyen menores costos de transacción, fortalecimiento del NIM y sinergias entre entidades en la prestación de servicios.
- Se estima una composición de cartera del 43% en crédito comercial, 31% hipotecario y 26% consumo, lo que permitiría alcanzar un **objetivo de ROE entre 8-10% para 2026 y hasta el 14-16% para el año 2029** (vs. 8.98% en 2025).
- Davivienda Group le apuesta a la capacidad de innovación y fortalecimiento de fuentes de ingresos como Banca Patrimonial, Banca de Inversión, Banca Seguros y su herramienta de fondeo de bajo costo en el plazo digital, DaviPlata.

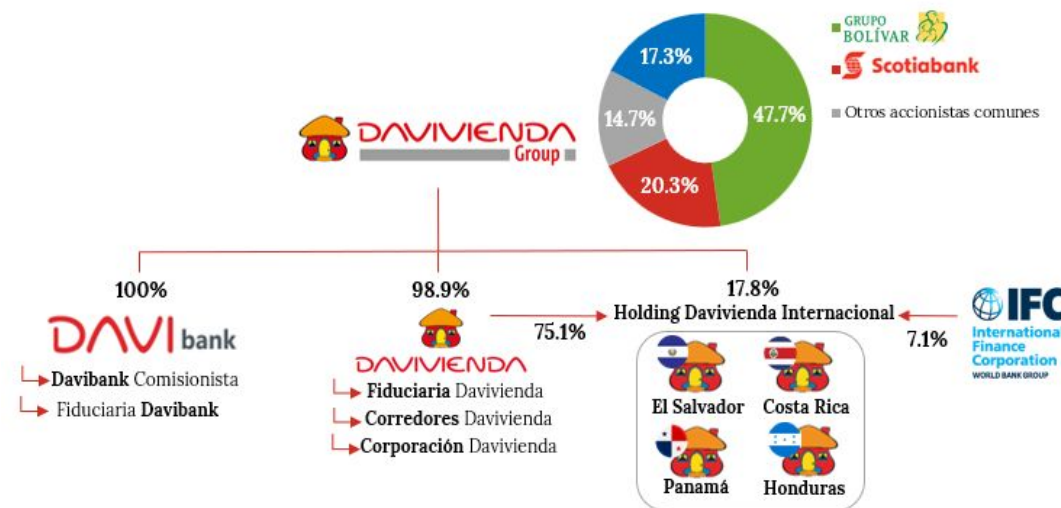
### Proyección de utilidades netas (COP Billones)



### Proyección de activos Davivienda Group (COP Billones)



### Estructura organizacional del Holding



Fuente: Davivienda Grp, Proyecciones Investigaciones Económicas Acciones y Valores

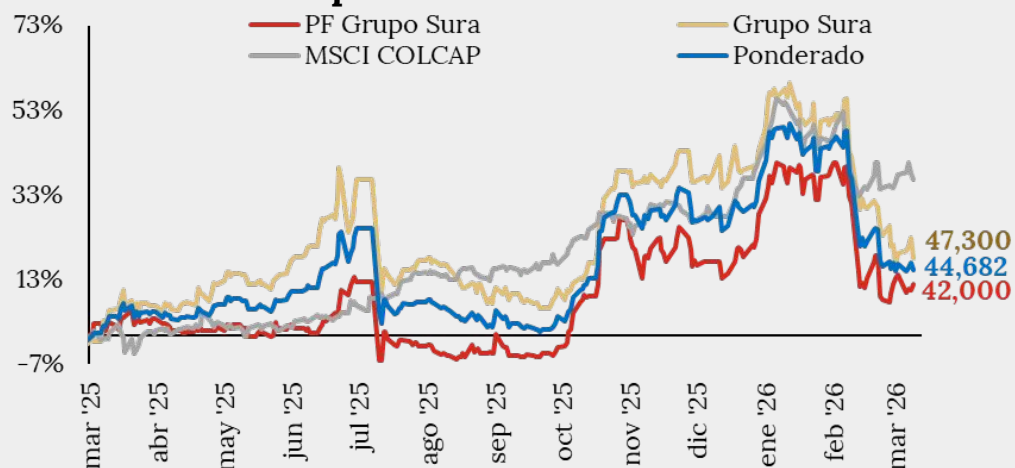


## Holdings de inversión con perspectivas de crecimiento

**Precio objetivo: COP\$57,700 - SOBREPONDERAR**

- Tras la escisión corporativa, Grupo Sura se consolidó como un *holding* enfocado en el sector financiero, desde el segmento bancario, asegurador y de gestión de activos. Esto permite la asignación de capital hacia negocios de mayor rentabilidad: la valoración incorpora un *guidance* de ROE entre 13-14% en 2026.
- Expectativa de aumento en base patrimonial y activos bajo administración en el mediano plazo, así como oportunidades de expansión del segmento de fondos pensionales en Chile -tras la reforma pensional de 2024- y en México. Consolidación de *holding* con presencia relevante en Latinoamérica.
- Sin embargo, el ambiente regulatorio en Colombia, especialmente sobre el deslizamiento del salario mínimo y actualización de reservas en las rentas vitalicias, limita las perspectivas de rentabilidad. Esto sumado al impacto del impuesto al patrimonio en 2026.

### Desempeño de la acción último año



### Resumen de Valoración (COP Miles de millones)

Suma de partes	
(24.5%) Grupo Cibest	16,673
(93.3%) Sura Asset Management	4,694
(81.1%) Suramericana	2,106
Deuda neta	4,562
Valor Grupo Sura	18,911
Acciones en circulación	0.33
<b>Precio Objetivo</b>	<b>\$ 57,700</b>

Precio cierre 27/03/26	\$ 44,682
<b>Potencial de valorización</b>	<b>29.1%</b>

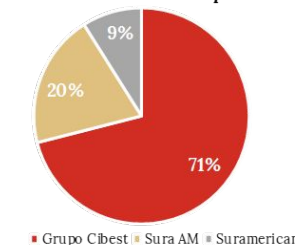
Dividendo	\$ 2,000
<b>Dividend yield</b>	<b>4.5%</b>

<b>Retorno total</b>	<b>33.6%</b>
----------------------	--------------

### Composición del portafolio de inversiones de Grupo Sura (Millones de acciones)

	2021	2022	2023	2024	2025
Financiero	Grupo Cibest	235.57	235.57	235.57	235.57
	Sura AM	2.19	2.19	2.44	2.44
	Suramericana	0.08	0.08	0.08	0.08
Industrial	Grupo Nutresa	163.01	163.01	163.01	
	Grupo Argos	234.29	236.47	236.47	285.83

Estimación valoración del portafolio



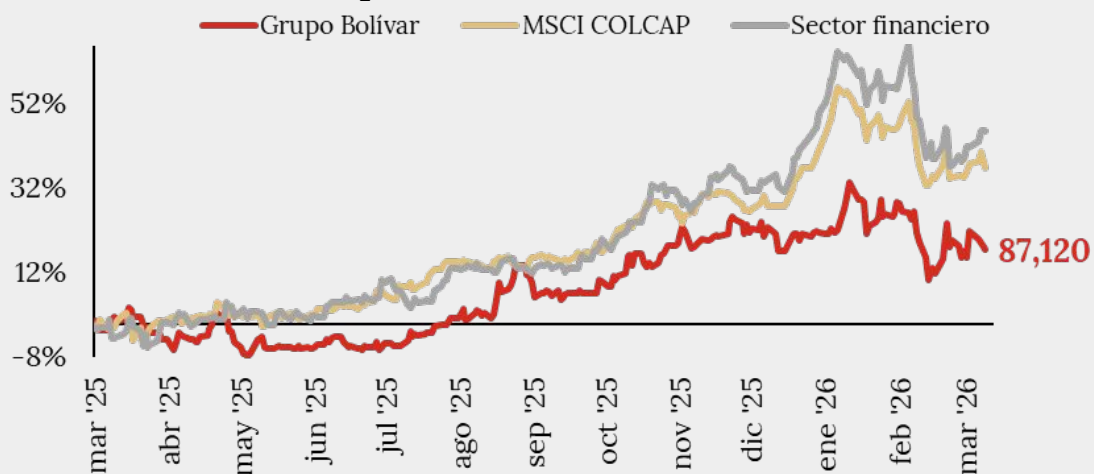


## Banca, seguros y construcción: ¿riesgo diversificado?

**Precio objetivo: COP\$107,000 - NEUTRAL**

- Drivers de valor incluyen la integración con Scotiabank Colpatría, fortaleciendo sus perspectivas de expansión de crédito y ROE. Asimismo, recuperación del crecimiento de primas emitidas por Seguros Bolívar.
- El *holding* financiero busca gestionar con resiliencia el contexto macroeconómico adverso en Colombia, especialmente en el segmento bancario, evitando escenarios de caída en ROE como el registrado en el último ciclo alcista de tasas de interés.
- Sin embargo, el ROE del Grupo Bolívar está siendo arrastrado por segmentos minoritarios de negocio poco rentables. Un sector de construcción a la baja en Colombia y crecientes desistimientos de vivienda presionan resultados.
- Además, la baja liquidez del activo hace que la toma de posiciones, la formación de precios o salida ante desvalorizaciones sea menos eficiente.

### Desempeño de la acción último año



### Resumen de Valoración (COP Miles de millones)

Suma de partes	
(54.06%) Davivienda Group	9,377
(100%) Seguros Bolívar	1,021
(100%) Constructora Bolívar	67
Deuda neta	1,662
Valor Grupo Bolívar	8,803
Acciones en circulación	0.08
<b>Precio Objetivo</b>	<b>\$ 107,000</b>

Precio cierre 27/03/26	\$ 87,120
<b>Potencial de valorización</b>	<b>22.8%</b>

Dividendo	\$ 3,012
<b>Dividend yield</b>	<b>3.5%</b>

<b>Retorno total</b>	<b>26.3%</b>
----------------------	--------------

### ROE por segmentos de negocio en 2025



# Sector servicios públicos

Actualización Marzo 2026



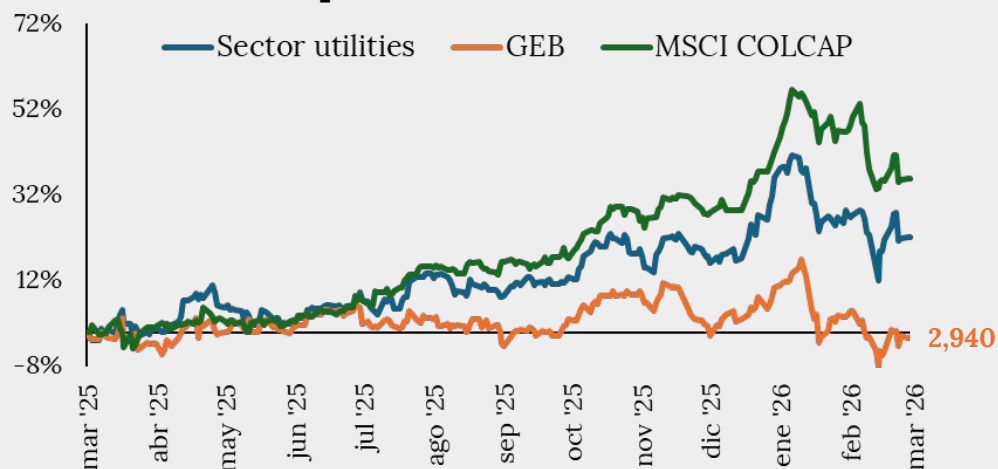
# Grupo Energía Bogotá

## Compañía de valor en el sector utilities

**Precio objetivo: COP\$3,620 - NEUTRAL**

- **GEB se destaca por su operación a través de contratos con flujos de ingresos predecibles**, baja exposición a demanda y concentración en segmentos altamente rentables de distribución y transmisión de gas natural y energía en Colombia, Perú, Brasil y Guatemala. Asimismo, los segmentos con ingresos indexados en dólares le permiten una cobertura natural a las fluctuaciones de mercado, lo que le posibilita una estructura de financiamiento de menor costo frente a sus pares (10.8% en COP y 5.7% en USD) y mayor diversificación de contrapartes.
- **La expansión de la concesión de gas natural de Cálidda en Perú** podría actuar como catalizador de mediano plazo, mientras que el proyecto de regasificación en Ballenas (La Guajira) y su alianza estratégica con Hocol fortalecen las perspectivas del Grupo en el segmento de transporte de gas en Colombia, especialmente ante la creciente demanda de importaciones para satisfacer la seguridad energética.

### Desempeño de la acción último año



## Resumen de Valoración (COP Miles de millones)



Compañías controladas	
VP Flujo de Caja Libre Operativo	5,318
VP Valor Terminal	25,837
Deuda neta y activos no operativos	4,633
<b>Valor compañías controladas</b>	<b>26,522</b>
Valor controladas por acción (COP)	\$ 2,889



Compañías no controladas (Múltiplos)	
Enel Colombia (42.5%)	4,760
Promigas (15.2%)	1,100
Vanti (25%)	425
Otros (ISA Chile, Argo, EMSA)	427
<b>Valor participación no controladas</b>	<b>6,712</b>
Valor no controladas por acción (COP)	\$ 731

<b>Suma de partes</b>	<b>33,234</b>
Acciones en circulación	9,181
<b>Precio Objetivo</b>	<b>\$ 3,620</b>

Precio cierre 27/03/26	\$ 2,940
<b>Potencial de valorización</b>	<b>23.1%</b>
Dividendo por acción	\$ 250.8
<b>Dividend yield</b>	<b>8.5%</b>

<b>Retorno total</b>	<b>31.7%</b>
----------------------	--------------



# Grupo Energía Bogotá

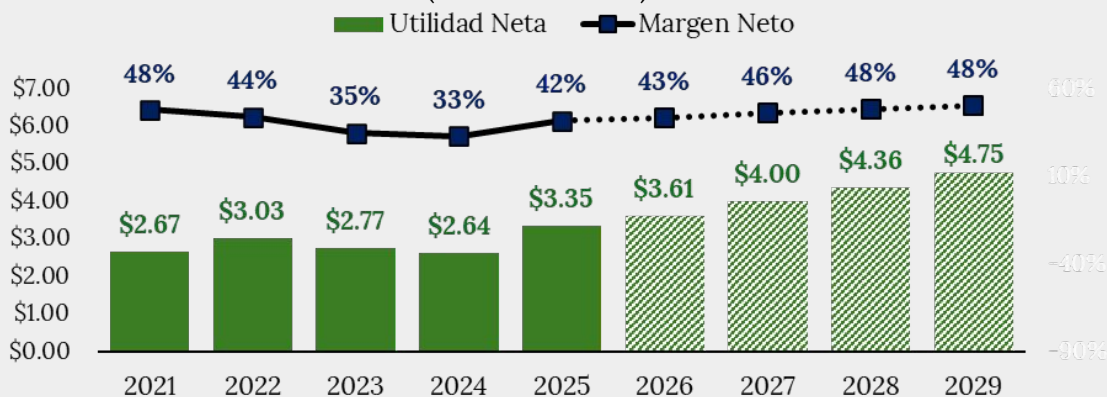
## Compañía de valor en el sector utilities

Precio objetivo: COP\$3,620 - **NEUTRAL**

- La valoración incorpora la expectativa de actualización periódica de ingresos indexados y un plan de CAPEX de USD\$1,395 millones en los próximos 5 años. Particularmente, un enfoque de expansión en transmisión de energía (58%), con un sólido portafolio de proyectos como Colectora y Chivor II Norte en Colombia.
- En 2026, se esperan anuncios sobre la decisión del CIADI en litigio de Guatemala, la situación de Air-e y posible interés de crecimiento inorgánico en Brasil.
- **En el frente bursátil, GEB y el Distrito** estudian la posibilidad de una enajenación del 9.4% de las acciones. En el corto plazo, este anuncio ha presionado a la baja la acción (-10.2%), a la expectativa de la definición del precio. Esta resistencia en el precio podría mantenerse hasta el segundo semestre de 2026. Sin embargo, -de llegar a ejecutarse- esto actuaría como catalizador de valor, permitiendo mayor liquidez para los accionistas y visibilidad internacional de la acción.

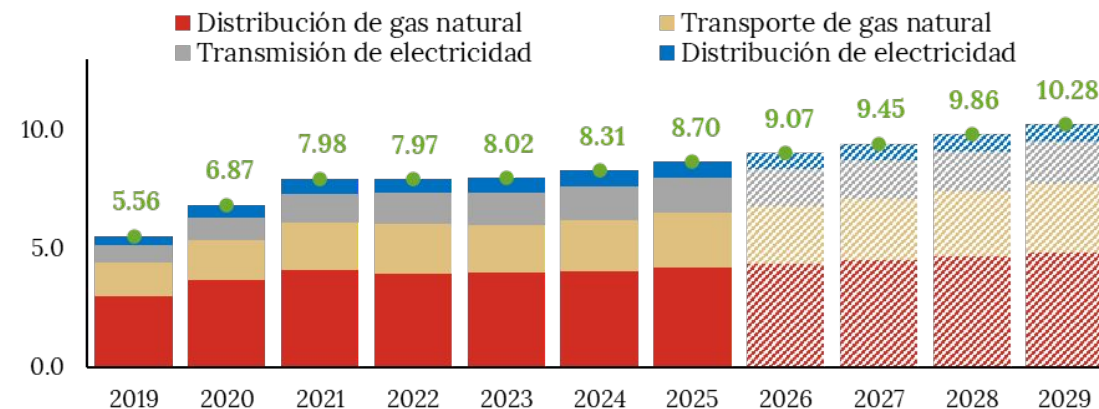
### Proyección de utilidades netas

(COP Billones)



### Proyección de ingresos operacionales

(COP Billones)



### Principales determinantes de ingresos e indexación de tarifas

Compañía	Ingresos	Drivers operacionales	Indexación tarifa	Ciclo tarifa	WACC
Cálidda GAS NATURAL DEL PERU	Conexiones de gas natural	Exposición a demanda, contratación y ampliaciones	IPM, IPP, índices acero y polietileno	4 años	12%
TGI Grupo Energía Bogotá	Ingresos por capacidad, AO&M, variables y otros ingresos	Volumen contratado y transportado, tarifa implícita	IPP / IPC	5 años	11.88%
Transmisión Grupo Energía Bogotá	Activos de uso, proyectos UPME y contribuciones	Ingreso regulado y proyectos adjudicados	IPC e IPP Colombia IPP US	5 años	11.5%
ElectroDunas	Ingresos por distribución y transmisión secundaria	Demanda energía, tipo de cambio y plan inversiones	IP al por mayor Precio cobre y aluminio	4 años	12%
Gebbras Grupo Energía Bogotá	Ingresos por transmisión de energía	Tarifas basadas en CAPEX y OPEX	IPCA e índice de mercado	5 años	7.6%

Fuente: GEB, Proyecciones de Investigaciones Económicas Acciones y Valores

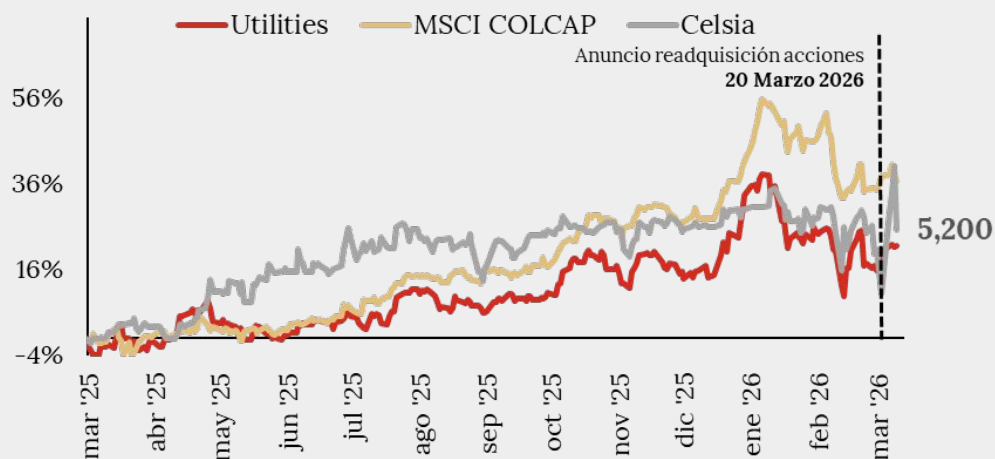


## Apuesta por duplicar el valor fundamental a 2030

**Precio objetivo: COP\$5,550 - NEUTRAL**

- **EnergizarC se consolida como el plan de optimización de gastos y deuda de la compañía**, alcanzando una relación deuda neta/EBITDA de 2.81x en 2025 y se proyecta un ratio de 2.50x en este indicador para 2026.
- **Enfoque en maximización del retorno total al accionista**, a través de dividendos, recompras de acciones y fortalecimiento de la negociación de la acción.
- Particularmente, en 2026, Celsia anunció un programa de recompra por COP\$150 mil millones a ejecutarse en abril de este año, con un **precio de COP\$9,002 por acción -hasta un 60% superior al precio fundamental-**. Con ello, se espera un catalizador de corto plazo en la negociación bursátil, para luego converger a niveles consistentes con su valoración fundamental. Cada accionista participará en dos rondas: la primera según su participación accionaria y la segunda por modalidad uno a uno. Se espera adjudicar el 1.62% de las acciones en circulación.





### Desempeño de la acción último año



### Resumen de Valoración

(COP Miles de millones)

Servicios de Energía	
VP ingreso	4,165
VP valor terminal	5,382
Deuda neta	4,678
Valor Servicios de Energía	4,870
<b>Valor por acción (COP)</b>	<b>\$ 4,800</b>

Gestión de Activos	
Caoba 	2,200
C2 Energía 	1,597
El Tesorito 	706
 atera	109
Deuda neta	3,851
Valor gestión de activos	761
<b>Valor por acción (COP)</b>	<b>\$ 750</b>

Valor Celsia	5,631
Acciones en circulación	1.02
<b>Precio Objetivo</b>	<b>\$ 5,550</b>

Precio cierre 27/03/26	\$ 5,200
<b>Potencial de valorización</b>	<b>6.7%</b>

Dividendo	\$ 208
<b>Dividend yield</b>	<b>4.0%</b>

<b>Retorno total</b>	<b>10.7%</b>
----------------------	--------------

Fuente: Celsia, Proyecciones Investigaciones Económicas Acciones y Valores



## Apuesta por duplicar el valor fundamental a 2030

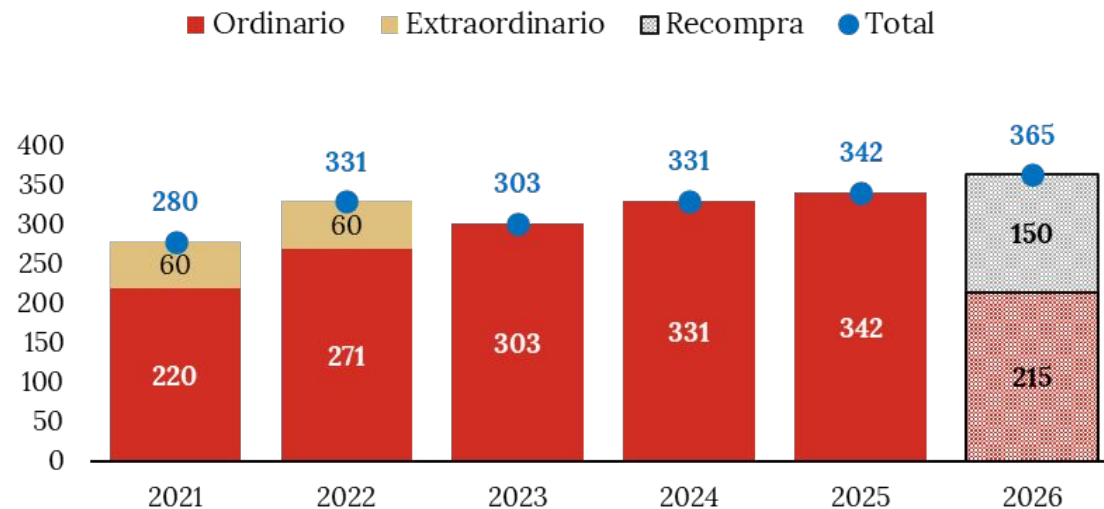
Precio objetivo: COP\$5,550 - **NEUTRAL**

- El spread entre el ROIC y el WACC de la compañía alcanzó los 118 puntos básicos en 2025, mientras que la meta para 2026 es entre 85 y 120 puntos básicos. Esto se soporta en mayores rentabilidades en el resultado final, a pesar de la disminución de los ingresos por la reconfiguración de la matriz de generación.
- En paralelo, la estrategia de búsqueda de socios para fortalecer la gestión de activos avanza con la entrada de Brookfield en Atera y la consolidación del vehículo de inversión para Celaris Energy sobre proyectos renovables en Perú.
- La valoración incorpora una meta a 2030 de margen EBITDA del 38% en servicios de energía, la captura de nuevas eficiencias bajo el programa ReimaginarC y el crecimiento de activos bajo administración en el segmento de gestión de activos hasta los USD\$500 millones en nuevas incorporaciones.

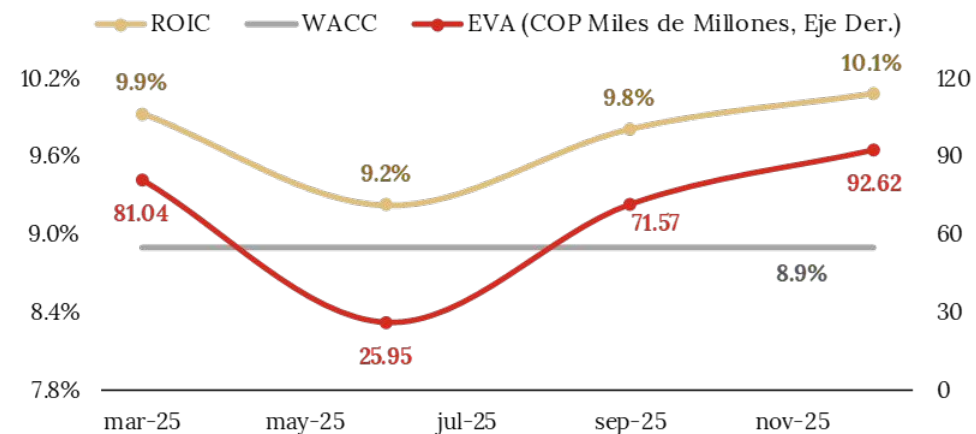
### Proyección de ingresos y utilidades operacionales



### Histórico de dividendos decretados (COP Miles de millones)



### Spread WACC vs. ROIC de Celsia en 2025



Fuente: Celsia, Proyecciones Investigaciones Económicas Acciones y Valores

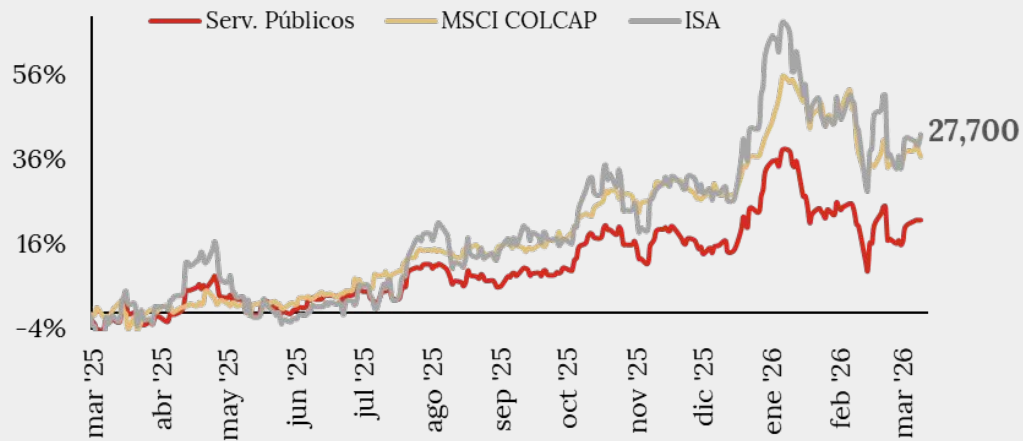


## Negocios de calidad en energía eléctrica, vías y TICs

Precio objetivo: COP\$29,000 - **SUBPONDERAR**

- ISA le apuesta a proyectos de transmisión de energía e infraestructura vial, manteniendo la participación de mercado en las geografías actuales. Para ello, planea un gasto en CAPEX de COP\$24.6 billones entre 2026 y 2030 (COP\$7.0 billones solo en 2026), enfocado en Brasil, Colombia y Chile. En 2026, habían 34 proyectos de ISA en construcción.
- Potencial en nuevos negocios de energía: meta al 2040 es participación de este segmento de 15-25% del EBITDA consolidado. Además, ISA es el principal proveedor de energía para Ecopetrol, con demanda estable de las refinerías.
- Sin embargo, concesiones viales relevantes están próximas a finalizar entre 2026-2035. Asimismo, ambiente regulatorio en Colombia plantea desafíos para el sector eléctrico por tarifas CREG y subastas de OEF, aunado a cartera de Air-e. Esto limita la incorporación de nueva capacidad de generación eléctrica al SIN.

### Desempeño de la acción último año



### Resumen de Valoración

(COP Miles de millones)

Energía eléctrica	
(100%) ISA Energía Colombia	17,240
(100%) Transelca	2,131
(89.4%) ISA Energía Brasil	3,130
(100%) Interchile	814
Vías	
(100%) Intervial Chile	3,350
Telecomunicaciones y TIC	
(99.42%) Internexa	520
Otras compañías y concesiones viales	11,275

Deuda neta	6,310
Valor ISA	32,150
Acciones en circulación	1.11
<b>Precio Objetivo</b>	<b>\$ 29,000</b>

Precio cierre 27/03/26	\$ 27,700
Potencial de valorización	4.7%

Dividendo	\$ 1,090
Dividend yield	3.9%

<b>Retorno total</b>	<b>8.6%</b>
----------------------	-------------



Acciones  
& Valores  
Desde 1959

# Sector materiales

Actualización Marzo 2026





## Rally del oro explica expansión del ingreso minero

**Precio objetivo: COP\$11,600 - SUBPONDERAR**

- El 2025 fue un año de transformación para Mineros con récords en métricas operativas (producción de 227 mil onzas de oro) y valorización de su acción (+259%). Asimismo, se presentaron resultados en el plan de inversiones, con el inicio de producción de la planta Aurora y la adquisición de La Pepa en Chile.
- Desde la perspectiva bursátil, la acción se beneficia de la inclusión en nuevos índices y el incremento de la capitalización ajustada por flotante.
- Sin embargo, el precio objetivo fue revisado ligeramente a la baja incorporando la corrección global del precio del oro (-13.7% desde febrero de 2026) y las perspectivas de demanda. A pesar de ello, la valoración reconoce un *guidance* de producción entre 213 y 233 mil onzas de oro y un programa de inversión de USD\$113.7 millones, con un 61% dedicado a crecimiento y exploración, lo que soporta las perspectivas de ingresos y producción de mediano plazo.

### Desempeño de la acción último año



### Resumen de Valoración (COP Miles de millones)

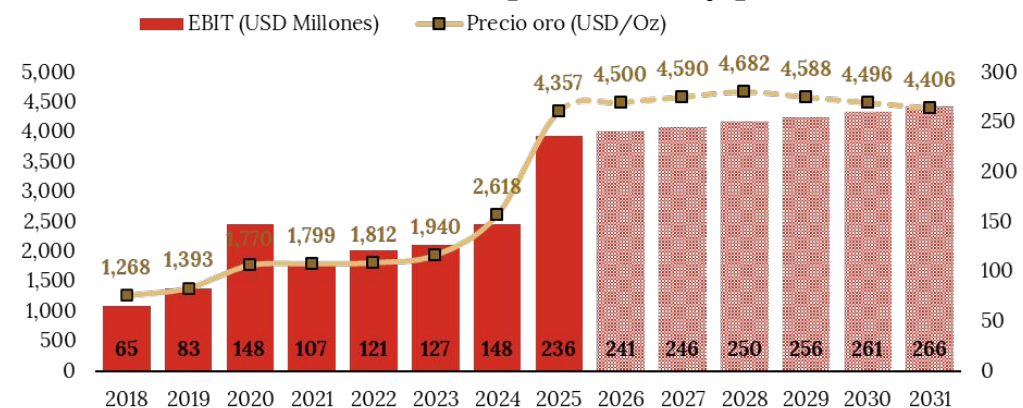
VP ingreso	1,243
VP valor terminal	1,849
Deuda neta	- 339
Valor Mineros	3,431
Acciones en circulación	0.30
<b>Precio Objetivo</b>	<b>\$ 11,600</b>

Precio cierre 27/03/26	\$ 12,500
<b>Potencial de valorización</b>	<b>-7.2%</b>

Dividendo	\$ 370
<b>Dividend yield</b>	<b>3.0%</b>

<b>Retorno total</b>	<b>-4.2%</b>
----------------------	--------------

### Correlación de utilidad operacional y precios del oro



Fuente: Mineros, Proyecciones Investigaciones Económicas Acciones y Valores



## Cemento, concreto y agregados de construcción

Precio objetivo: COP\$10,450 - **SUBPONDERAR**

- Estrategia de optimización de capital a través del programa Sprint y alto potencial en el mercado de agregados de construcción en EE.UU. Programa de recompra de acciones en 2026 complementa el retorno al accionista.
- Sin embargo, Colombia y Panamá enfrentan un entorno de menor demanda, mientras que el desempeño de la compañía dependerá de recuperación continua del mercado, ventas de vivienda y nuevos proyectos de infraestructura. La meta es alcanzar un EBITDA de hasta USD\$60 millones en los próximos 3-5 años.
- Para 2026, la valoración incorpora un *guidance* de margen EBITDA de 24-26% y un ROCE del 16%, aunque sujeto al ciclo económico en Colombia y Centroamérica.
- Apuesta por fortalecer y consolidar presencia en Venezuela, buscando recuperar este mercado potencial. A pesar de ello, clima de negocios es aún incierto.

### Desempeño de la acción último año



### Resumen de Valoración (COP Miles de millones)

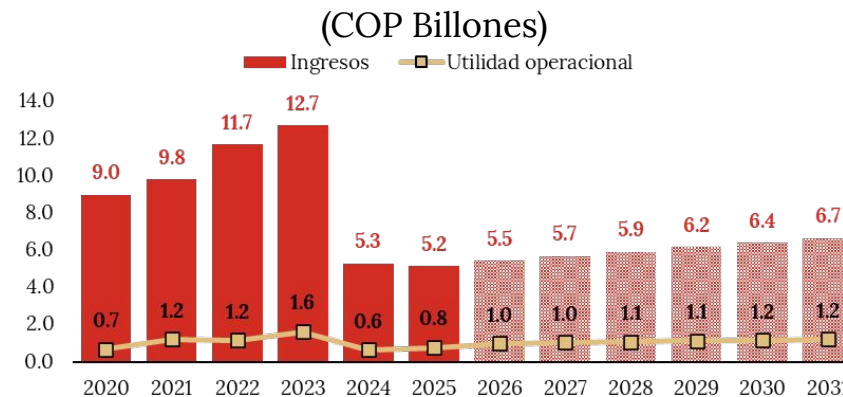
VP ingreso	3,850
VP valor terminal	6,160
Deuda neta	- 2,735
Valor Cementos Argos	12,745
Acciones en circulación	1.22
<b>Precio Objetivo</b>	<b>\$ 10,450</b>

Precio cierre 27/03/26	\$ 11,180
<b>Potencial de valorización</b>	<b>-6.5%</b>

Dividendo	\$ 580
<b>Dividend yield</b>	<b>5.2%</b>

<b>Retorno total</b>	<b>-1.3%</b>
----------------------	--------------

### Proyección de ingresos y utilidad operacional (COP Billones)



Fuente: Cemargos, Proyecciones Investigaciones Económicas Acciones y Valores



# GRUPO ARGOS

## Infraestructura en Colombia: ¿oportunidad o rezago?

Precio objetivo: COP\$16,950 - **SUBPONDERAR**

- Oportunidades de expansión en infraestructura, además de liderazgo en el negocio de cementos y concesiones viales como catalizadores de mediano plazo.
- Grupo Argos es el vehículo más líquido para invertir en sectores afines a la infraestructura en Colombia, con un portafolio articulado -que influye participaciones accionarias mayoritarias en Cementos Argos, Odinsa y Celsia-, superando los COP\$50 billones en activos consolidados.
- **Posible salida a bolsa de Odinsa en 2026** fortalecería la valoración del Grupo Argos, con un mercado bursátil de negociación y formación de precio de la acción.
- Sin embargo, persisten riesgos regulatorios frente a las vigencias futuras y actualización de peajes en concesiones viales, caída de la inversión privada en construcción y obras civiles en Colombia e impacto de nuevos impuestos.

### Desempeño de la acción último año



### Resumen de Valoración (COP Miles de millones)

Suma de partes		
(54.85%) Cementos Argos		7,656
(54.22%) Celsia		3,073
(99.94%) Odinsa		1,371
(100%) NDU		2,096
(37.50%) Pactia		943
Deuda neta		975
Valor Grupo Argos		14,164
Acciones en circulación		0.84
<b>Precio Objetivo</b>	<b>\$</b>	<b>16,950</b>
Precio cierre 27/03/26	\$	15,800
<b>Potencial de valorización</b>		<b>7.3%</b>
Dividendo	\$	750
<b>Dividend yield</b>		<b>4.7%</b>
<b>Retorno total</b>		<b>12.0%</b>

### Número de acciones de Grupo argos en circulación





**Acciones  
& Valores**  
Desde 1959

# Sector consumo

Actualización Marzo 2026

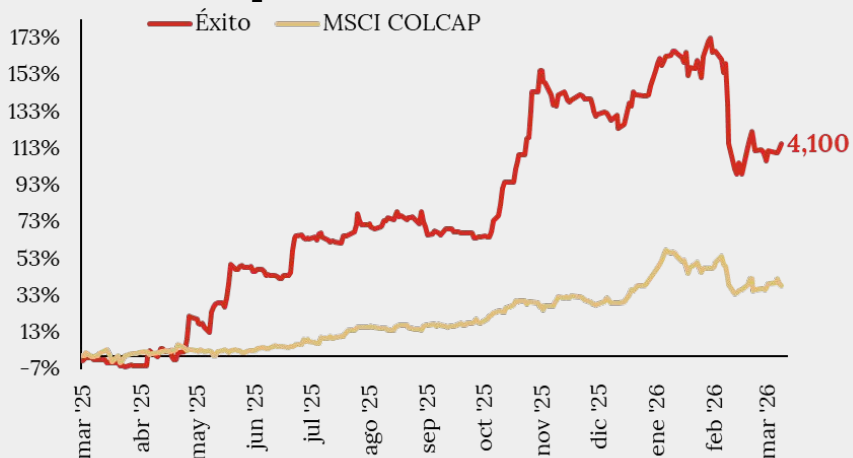


## Compañía de consumo retail y omnicanal líder

Precio objetivo: COP\$4,940 - **SOBREPONDERAR**

- El Grupo Éxito fortalece su estrategia de mercado con una amplia diversificación por segmentos en Colombia, Uruguay y Argentina. Esto le brinda fortaleza frente a sus pares y fortalece su perfil de expansión en el mediano plazo.
- Éxito representa un activo con concentración creciente del flotante en el mercado colombiano y liquidez, tras la inclusión de la acción en HCOLSEL y MSCI COLCAP.
- El modelo incorpora una expectativa creciente de utilidad operacional, soportada por una dinámica sólida del gasto privado en la región y el carácter de consumo defensivo, llegando a los COP\$1.5 billones en 2030 y un margen de 6%.
- El CAPEX se enfocaría en expansión de la omnicanalidad, especialmente en Colombia y Uruguay. Sin embargo, los resultados de la operación en Argentina muestran un rezago frente al Grupo, alertando sobre la necesidad de estrategias de optimización para evitar impactos negativos sobre las cifras consolidadas.

### Desempeño de la acción último año



### Resumen de Valoración (COP Miles de millones)

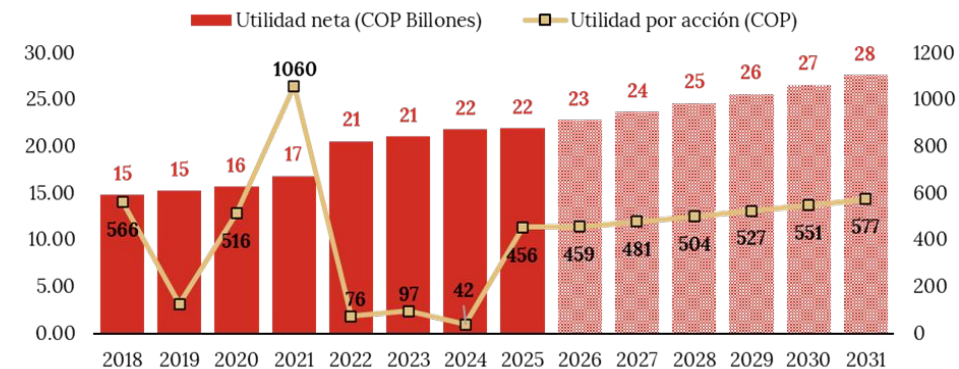
VP ingreso	3,346
VP valor terminal	3,071
Deuda neta	- 1
Valor Grupo Éxito	6,418
Acciones en circulación	1.30
<b>Precio Objetivo</b>	<b>\$ 4,940</b>

Precio cierre 27/03/26	\$ 4,100
<b>Potencial de valorización</b>	<b>20.5%</b>

Dividendo	\$ 160
<b>Dividend yield</b>	<b>3.9%</b>

<b>Retorno total</b>	<b>24.4%</b>
----------------------	--------------

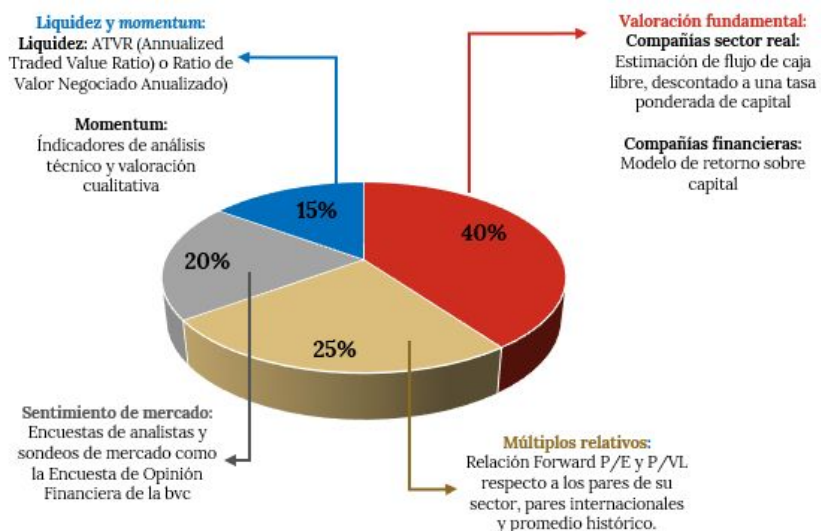
### Proyección de crecimiento de utilidad neta



## ¡Anexo metodológico

En el mercado de valores, un Top Pick (o "selección destacada") es una acción específica que se identifica como destacada por factores como sus fundamentales corporativos, planes de inversión futuros, proyección de flujos de caja, entre otros. Las acciones del MSCI COLCAP que Investigaciones Económicas ACVA identifica como Top Picks se seleccionan a partir de una ponderación de cuatro criterios: valorización potencial a través de un modelo de valoración (DCF, DDM o exceso de retorno, según sea el caso), múltiplos de valoración de compañías pares en sectores económicos afines el mercado local e internacional, balance de la percepción de analistas en la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) y liquidez medida como el ATVR (Annualized Traded Value Ratio) en los últimos 3 meses. El balance de la EOF se calcula como la diferencia entre el número de analistas que votan con perspectiva positiva sobre una acción determinada, menos aquellos que votan por una perspectiva negativa.

Los criterios se ponderan con los siguientes pesos: 40% para la valoración fundamental, 25% para múltiplos de valoración relativos, 20% para analistas de la EOF y 15% para la liquidez del activo. Para hacer comparables estas métricas se normalizan con un puntaje entre 0 y 100 puntos, de forma que el 0 se asigna al activo con el menor valor y 100 al activo con mayor valor en el criterio respectivo. Por construcción, siempre habrá -al menos- un activo que reciba un puntaje de 0 y de 100. Por ello, un puntaje de 0 no puede ser interpretado como ausencia total del criterio analizado (i.e. una acción con un puntaje de liquidez en 0 no significa que no tenga ninguna liquidez, significa que es el activo con menor liquidez entre las acciones analizadas). Las acciones analizadas no agotan todo el universo de acciones listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Para este análisis se toman aquellas más representativas por su relevancia, visibilidad y pertenencia al índice MSCI COLCAP. **Las categorías "Subponderar", "Neutral" o "Sobreponderar" responden a las conclusiones del análisis con fines ilustrativos, bajo ninguna circunstancia deben ser interpretadas como recomendaciones de inversión.**



	Datos			
	Valoración fundamental (TSR potencial)	Múltiplos (Valorización potencial frente a pares)	EOF (Balance de analistas)	Liquidez (ATVR 3M en COP Millones)
Banco de Bogotá	21%	25%	0	791
Ecopetrol	13%	29%	7	47,553
Grupo Cíbest	11%	15%	4	43,029
GEB	32%	-15%	0	4,759
ISA	9%	16%	3	10,169
Míneros*	-4%	112%	0	3,814
Celsia	11%	-5%	1	1,409
Cementos Argos	-1%	-15%	-5	6,854
Grupo Argos	12%	-9%	-2	3,671
Grupo Sura	34%	10%	1	6,885
Corficolombiana	18%	80%	-4	1,700
PF Grupo Aval	18%	-11%	-1	2,701
PF Davivienda Group	23%	29%	1	3,858
Grupo Bolívar	26%	33%	-1	423
Éxito	24%	54%	3	4,460

	Normalización (Puntaje 0-100)				Puntaje ACVA
	Valoración	Múltiplos	EOF Marzo 2026	Liquidez 3M	
Ecopetrol	44.2	35.0	100	100	61.4
Éxito	75.6	54.3	66.7	8.6	58.4
Grupo Sura	100	19.8	50.0	13.7	57.0
Grupo Cíbest	40.5	23.7	75.0	90.4	50.7
PF Davivienda Group	73.3	34.4	50.0	7.3	49.0
Grupo Bolívar	80.6	38.1	33.3	0	48.4
GEB	94.8	0	41.7	9.2	47.6
Corficolombiana	58.3	74.9	8.3	2.7	44.1
Banco de Bogotá	65.6	31.6	41.7	0.8	42.6
ISA	33.9	24.2	66.7	20.7	36.1
Míneros	0	100	41.7	7.2	34.4
PF Grupo Aval	59.7	3.1	33.3	4.8	32.1
Celsia	39.5	8.2	50.0	2.1	28.2
Grupo Argos	42.9	4.7	25.0	6.9	24.4
Cementos Argos	7.6	0.2	0	13.6	5.1

**| Global Disclaimer**

Estamos convencidos que todo inversionista debe diversificar sus inversiones en una variedad de clases de activos, en cualquier entorno o tendencia de mercado, así como colaborar permanente y estrechamente con su asesor financiero, para asegurar que su cartera esté adecuadamente estructurada y que su plan financiero respalde sus objetivos a largo plazo, su horizonte temporal y tolerancia al riesgo, aunque, la diversificación no garantiza ganancias ni protege contra las pérdidas. La información que precede, así como las empresas y/o valores individuales mencionados, no constituyen una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, ni una indicación de la intención de comercializar en nombre de Acciones & Valores S.A. cualquiera de los productos que gestiona de cualquier forma. Los pronósticos compartidos fueron construidos a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de modo que las conclusiones expuestas, así como los análisis que las acompañan no son definitivas. Este documento es de carácter informativo, por lo que no debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa de la sociedad. Acciones & Valores S.A., no se hace responsable de la interpretación de dicha información, dado que la misma no comprende la totalidad de aspectos que un inversionista pudiera considerar necesaria o deseable para analizar su decisión de participar en alguna transacción, dado que se presenta de manera abreviada. Es necesario que los inversionistas, para efectos de contar con la total y absoluta precisión, además de considerar su perfil de riesgo, consulten todos los documentos suministrados a través de la página web, así como por las entidades pertinentes. Igualmente, los inversionistas deberán adelantar, por su cuenta, el análisis financiero y legal para efectos de tomar cualquier decisión de inversión. Los valores y números aquí consignados son obtenidos de fuentes de mercado que se presumen confiables tales como Bloomberg, Reuters y los Emisores. Las calificaciones hechas en el informe no deben considerarse como recomendaciones de inversión ni tampoco como sustitutos a las calificaciones dadas por agencias de crédito certificadas tales como Moody's, Fitch o Standard & Poor's; estas calificaciones son únicamente cuantitativas, no incluyen factores cualitativos y dependen de la información financiera disponible en el mercado en el momento de ser preparadas. Las opiniones, estimaciones y proyecciones en este reporte reflejan el juicio actual del autor a la fecha del reporte, y se aclara que el contenido de la información aquí contenida puede ser objeto de cambios sin previo aviso. La remuneración de los autores no está asociada a los resultados del reporte ni a las recomendaciones realizadas. La presentación y cualquier documento preliminar sobre los productos aquí mencionados no constituyen una oferta pública vinculante, por lo cual, tanto la presentación como cualquier otro documento pueden ser complementados o corregidos. © 2026 Acciones & Valores S.A.

**| Héctor Wilson Tovar García**

Gerente de Investigaciones Económicas  
wtovar@accivalores.com  
(601) 7430167 ext 1107

**| María Alejandra Martínez Botero**

Directora de Investigaciones Económicas  
maria.martinez@accivalores.com  
(601) 7430167 ext 1566

**| Laura Sophia Fajardo Rojas**

Analista Divisas  
laura.fajardo@accivalores.com

**| Hugo Camilo Beltrán Gómez**

Analista Renta Variable  
hugo.beltran@accivalores.com

**| Lyhz Valentina Tovar Rodriguez**

Practicante  
lyhz.tovar@accivalores.com