

bvc Investor Day: Colombia beyond the election trade

04 de septiembre de 2026

Perspectiva desde los flujos pasivos de inversión: mensajes claves

El desempeño reciente del mercado colombiano responde a una combinación de factores regionales: de un lado, la región andina en su conjunto se ha visto favorecida por un giro hacia políticas más ortodoxas con el mercado, y de otro, la incertidumbre en torno al resultado de las elecciones brasileñas de octubre ha llevado a los inversionistas a adoptar una postura más neutral frente a Brasil, empujándolos a buscar alternativas dentro de la región, entre ellas Colombia. Sin embargo, este interés incremental convive con un posicionamiento internacional todavía muy bajo: de los 55 fondos de mercados emergentes más grandes, ninguno mantiene hoy una posición superior al 2% en Colombia y 47 tienen exposición nula al país, comparado con 26 en el caso peruano y 27 en el chileno. Es decir, Colombia no solo está subponderada dentro de la región, sino que lo está de forma más marcada que sus pares.

Hacia adelante, el interrogante central es si esta narrativa de *upside* será suficiente para atraer flujos activos adicionales, y la evidencia sugiere cautela en el corto plazo: los catalizadores que suelen mover a estos fondos tienden a ser de naturaleza macro y sectorial, y en ese frente Perú y Chile cuentan con historias externas más nítidas —exposición al cobre y al oro en el caso peruano, y la condición de importadores netos de petróleo en un entorno de precios del crudo a la baja—, mientras que Colombia carece por ahora de un detonante equivalente, más allá de que el posicionamiento subponderado representa, en sí mismo, un riesgo al alza latente. El otro canal relevante es el de los flujos pasivos, que benefician a Colombia de manera desproporcionada cuando los mercados emergentes en su conjunto reciben entradas de capital significativas, precisamente porque el índice MSCI Colombia tiene muy pocos componentes y estos son relativamente ilíquidos frente a sus pares regionales. De hecho, durante enero y febrero de este año, cuando los mercados emergentes registraron entradas históricamente altas, se estima que entre 60% y 65% del volumen transado en Grupo Cibest e ISA —los dos principales constituyentes del índice— estuvo asociado a flujos pasivos, un episodio que no se espera que se repita en el corto plazo. En síntesis, el repunte colombiano ha sido impulsado por un efecto de rotación regional y por la mecánica de los flujos pasivos, lo que deja al mercado con un margen de mejora considerable si emergen catalizadores más específicos, pero también expuesto a la volatilidad inherente a un mercado con posicionamiento tan reducido y una liquidez concentrada en pocos emisores.

BlackRock actualizó su recomendación de acciones de mercados emergentes de sobreponderar a neutral, aunque mantiene preferencia relativa por Latinoamérica, destacando a Colombia por las tasas reales y las oportunidades en infraestructura. El principal riesgo señalado de forma transversal por el consenso de analistas es la credibilidad fiscal. JP Morgan proyecta una desaceleración del crecimiento colombiano en momento en que el ajuste fiscal sería cercano a 2.2% del PIB en los próximos cinco trimestres, que junto con una política monetaria aún restrictiva y el riesgo de un Niño fuerte, apuntan a un crecimiento más moderado en 2027.

2.5% / 1.7%

Crecimiento del PIB 2026e / 2027e (JP Morgan)

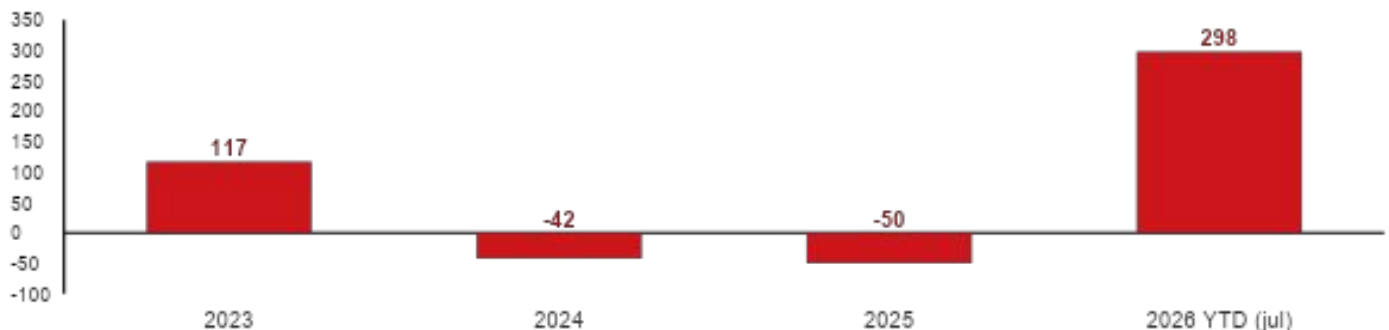
47 de 55

Fondos EM con exposición nula a Colombia

<9x

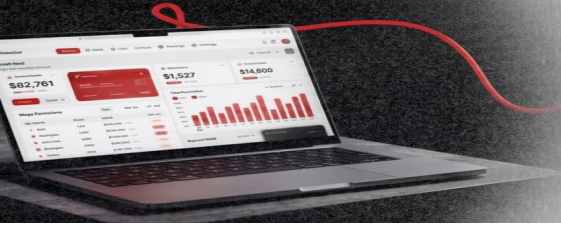
P/E 2027E de Colombia, por debajo de LatAm y MSCI EM

Gráfico 1. Flujos netos de ETFs hacia acciones colombianas, USD millones



Nota: incluye ETFs domésticos enfocados en Colombia y la porción de exposición colombiana en ETFs globales y de mercados emergentes. Fuente: estimaciones de BlackRock citadas en el panel.

Fuente: bvc Investor Day - Investigaciones Económicas Acciones y Valores



bvc Investor Day: Colombia beyond the election trade

04 de septiembre de 2026

Ecopetrol: hacia un grupo multienergético con foco en gas del Caribe y Brasil

Reservas y producción convencional

Camilo Barco, CFO de Ecopetrol, destacó una tasa de reemplazo de reservas superior al 100% en cada uno de los últimos tres años, resultado que atribuye en gran parte al recobro mejorado: cerca del 40% de la producción total proviene de esta técnica, dada la madurez de los campos existentes. Hacia adelante, la compañía ve como palanca adicional la reapertura de nuevos contratos de exploración convencional anunciada por el nuevo gobierno, así como el eventual desarrollo de recursos no convencionales (*fracking*), aprovechando el aprendizaje adquirido junto a Oxy en la Cuenca Pérmica de EE.UU. Sin embargo, el primer y más importante obstáculo para avanzar en no convencionales es contar con un marco regulatorio claro; solo después vendrán los retos social-ambientales y el trabajo contractual con la Agencia Nacional de Hidrocarburos.

Gas costa afuera en el Caribe

Los descubrimientos de gas costa afuera en el Caribe colombiano representan, en palabras del propio CFO, “una oportunidad enorme”: más de 50 TCF de potencial total, con cerca de 6 TCF ya probados en el pozo Sirius, además de los hallazgos más recientes en Sandía y Copazú. El desarrollo de estas reservas toma cerca de una década; Ecopetrol proyecta el primer gas hacia 2030, inicialmente destinado al consumo interno colombiano, con la posibilidad de exportaciones de gas natural licuado (GNL) más adelante.

Bravo (Brasil) e ISA: dos plataformas de crecimiento

Esta semana la compañía cerró la adquisición del 51% de control de Brava Energia en Brasil —una empresa integrada con activos en upstream, midstream y downstream, de perfil similar al de Ecopetrol— que se suma como plataforma de crecimiento en reservas, producción y en los tres segmentos del negocio; la compañía ya reportó su primer barril de producción esta semana. Aparte de EE.UU. (Pérmico) y ahora Brasil, la prioridad es mantener el foco geográfico en los países donde ya opera antes que abrir nuevos frentes; Venezuela, dijo el CFO, “podría ser una oportunidad” pero se evaluará caso por caso. Sobre ISA, el CFO fue enfático en que no hay ningún proceso de venta en curso: el activo aporta estabilidad de flujo de caja y EBITDA frente a la volatilidad del crudo, y compite por capital dentro de un proceso riguroso y permanente de asignación y disciplina de capital junto con los demás activos del grupo.

Estrategia de largo plazo y meta 2040

La estrategia de largo plazo (horizonte 2040) se sostiene en tres pilares: (1) fortalecer el negocio de hidrocarburos, manteniendo y expandiendo los niveles de producción; (2) gas natural y transición energética, donde la compañía encuentra una complementariedad —no una sustitución— entre moléculas y electrones; y (3) transmisión eléctrica a través de ISA, pieza clave para conectar la generación renovable del país. La meta declarada es ser el grupo energético integrado líder de América Latina, con foco en generación de valor, programas de eficiencia y control de costos, y una meta de emisiones netas cero para 2050.

>100%

Tasa de reemplazo de reservas, cada año 2023-2025

>50 TCF

Potencial de gas costa afuera en el Caribe (Sirius, Sandía, Copazú)

51%

Participación de control adquirida en Brava (Brasil)

2050

Meta de emisiones netas cero del grupo

Gráfico 1. Producción de crudo y equivalentes: nivel actual vs. meta de largo plazo (miles de barriles por día, kbpd)

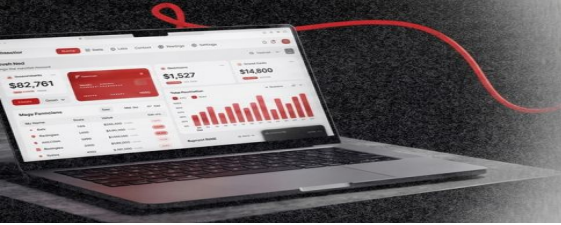
730-740 kbpd

Producción de Ecopetrol esperada en 2026

>800-850 kbpd

Meta de producción a 2030 en Estrategia 2040 Ecopetrol

Fuente: bvc Investor Day - Investigaciones Económicas Acciones y Valores



bvc Investor Day: Colombia beyond the election trade

04 de septiembre de 2026

Grupo Cibest: rentabilidad récord, capital liberado y perspectiva de política de dividendo real IPC+2-3% en el mediano plazo

Liderazgo de mercado y track record

El CFO de Grupo Cibest destacó el liderazgo del grupo en el sistema financiero colombiano, con más de 25% de participación de mercado en varios productos y más de 35% de la utilidad neta del sistema bancario.

Rentabilidad y optimización de capital

La rentabilidad (ROE) de Grupo Cibest en el segundo trimestre de 2026 se ubicó por encima de la guía de 21%-22%, apoyada en dos frentes: de un lado, la migración a la estructura de *holding*, que permitió liberar capital que antes quedaba atrapado en la estructura previa (un banco con inversiones que generaba restricciones regulatorias). Parte de ese capital ya fluyó a los accionistas, mientras el grupo sigue generando capital orgánico de forma consistente. De otro lado, la venta de Banistmo —una desinversión por USD\$1,418 millones— liberó capital adicional y financiará un dividendo extraordinario. A nivel de *holding*, el doble apalancamiento se ubica en 94%, con amplio margen frente al límite máximo de apetito de 120%.

Política de dividendos: crecimiento real de IPC+2 a 3 puntos

El grupo reiteró su marco de distribución de capital: cada entidad operativa mantiene el capital necesario para absorber riesgos y oportunidades (11% Tier 1 + 1.5% Tier 2 en los bancos) y distribuye el excedente a la holding. La política de dividendo ordinario busca crecimiento en términos reales de largo plazo —es decir, inflación más 2 a 3 puntos porcentuales— de forma sostenible; los dividendos extraordinarios se activan ante eventos puntuales como la creación de Cibest o la venta de Banistmo, y las recompras de acciones se ejecutan de forma oportunista según condiciones de mercado, solo cuando generan valor para los accionistas.

Ventaja de fondeo y ecosistema transaccional

La ventaja competitiva más relevante para el Grupo Cibest es el costo de fondeo, cerca de 200 puntos básicos por debajo del segundo competidor, resultado de un ecosistema transaccional que combina la presencia física y digital de Bancolombia con Nequi, Wompi y Avista. Para 2027, el grupo espera que la cartera comercial crezca en línea con el PIB nominal (~8%) y la de consumo a doble dígito, con Nequi como motor de bancarización de clientes nuevos. Los principales riesgos identificados son la competencia de jugadores digitales (Revolut, Nubank, entre otros), la calidad de cartera tras el terremoto y El Niño, y la presión sobre exportadores por la apreciación del peso.

21%-22%

Guía de ROE 2026

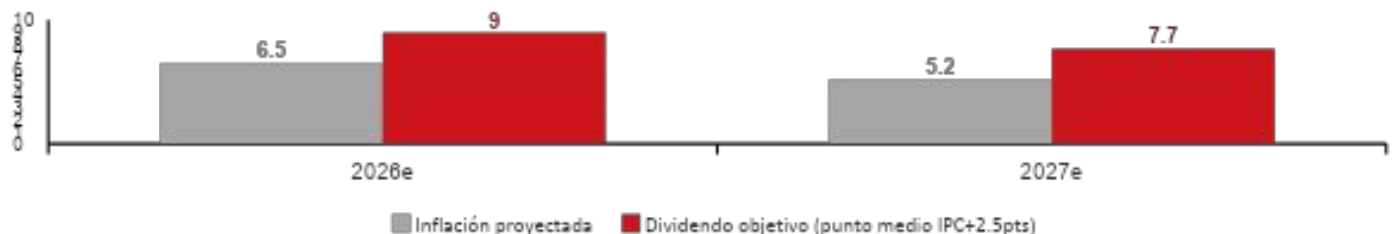
-200 pb

Ventaja en costo de fondeo vs. segundo competidor

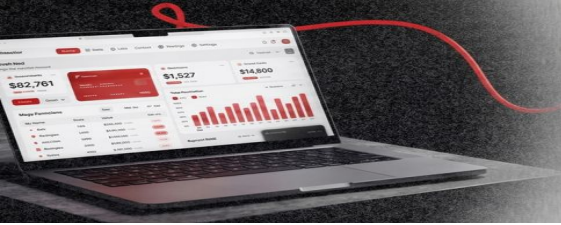
94% / 120%

Doble apalancamiento actual vs. límite máximo del grupo

Gráfico 1. Inflación proyectada vs. crecimiento real objetivo del dividendo ordinario (IPC + 2 a 3 puntos)



Fuente: bvc Investor Day - Investigaciones Económicas Acciones y Valores



bvc Investor Day: Colombia beyond the election trade

04 de septiembre de 2026

GEB: disciplina de capital, USD\$1,500 millones de *firepower* y un mapa de inversiones rentables por delante

Marco de asignación de capital

El CFO de GEB reiteró que la asignación de capital del grupo prioriza la transmisión eléctrica —negocio de alto margen EBITDA y menor riesgo— complementada con distribución de gas y electricidad a usuario final. Desde 2020 el grupo busca desplazar gradualmente la mezcla de negocios hacia transmisión, combinando desarrollo orgánico con adquisiciones, sin transformar abruptamente el portafolio.

Guía de retorno: WACC del proyecto + 250 puntos básicos

Costo de capital del proyecto
(WACC específico por geografía y riesgo)

+

Prima mínima objetivo
+250 puntos básicos

Cada nuevo proyecto —con especial interés en inversiones greenfield— se evalúa contra el costo de capital específico de su geografía y riesgo, exigiendo un margen mínimo de 250 puntos básicos sobre ese WACC particular. El margen sube en proyectos más riesgosos y baja en expansiones naturales de la red existente. El grupo audita cada proyecto post-cierre para verificar que los retornos esperados se cumplan según el pipeline de inversiones.

Firepower: capacidad de despliegue de capital

USD\$1,500M Capacidad de despliegue de capital en los próximos ~4 años manteniendo grado de inversión (potencial de balance, no caja disponible).

El *pipeline* de inversiones asciende a cerca de USD\$1,677 millones en 5 años, de los cuales ~USD\$1,500 millones se concentran en los próximos dos. El resto se completa con adquisiciones, sobre todo en Brasil, donde constructoras desarrollan líneas de transmisión y luego las venden a inversionistas de largo plazo como GEB, en un mercado mucho más competido (hasta 15 oferentes), pero con oportunidades de flujos de caja crecientes en el mediano plazo.

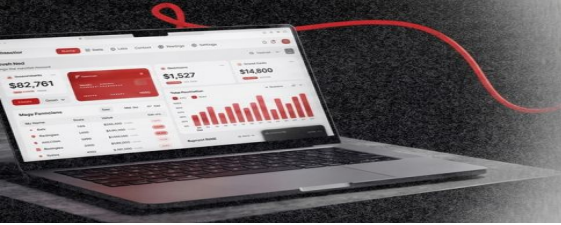
Revisiones tarifarias: un mapa desigual entre negocios

El principal desafío de corto plazo es TGI (transporte de gas): la revisión tarifaria lleva cerca de cinco años en curso, demorada por interferencia política pese a que ya están listas las piezas regulatorias; el CFO no espera más de tres años adicionales de atraso. En Perú, Cálidda completó un ciclo favorable recientemente; Contugas (activo menor) tuvo un resultado menos favorable pero inmaterial. La distribución de gas en Colombia apenas inicia su revisión, con nuevas tarifas hacia 2028e. En transmisión, ~75% del portafolio colombiano opera en contratos a 25 años sin revisión por al menos 15 años más; en Brasil y Perú las tarifas quedan fijas durante toda la concesión.

Gas y dividendos

Colombia es importador neto continuo de gas desde el año pasado; los volúmenes de TGI caen ~10% interanual por migración de clientes a carbón y GLP. El proyecto de regasificación (diseño de un solo buque) apunta a primer gas en 1T2028, con recuperación de volúmenes esperada en 12-18 meses. En dividendos, el payout consolidado histórico ronda 70%, con activos maduros como TGI y Cálidda cerca de 100% y transmisión en Perú cerca de 90%; el dividend yield histórico del grupo se ubica alrededor de 10%.

Fuente: bvc Investor Day - Investigaciones Económicas Acciones y Valores



bvc Investor Day: Colombia beyond the election trade

04 de septiembre de 2026

Grupo Aval: espacio para recuperar penetración de cartera y nuevas oportunidades de inversión de largo plazo

Visión macro propia

Diego Solano, CFO de Grupo Aval, proyecta un crecimiento del PIB de 2.4% en 2026, con inercia similar en 2027, y una inflación cerrando 2026 en 6.8%, con riesgo al alza por El Niño y el terremoto. Considera que el Banco de la República podría requerir hasta 50 puntos básicos adicionales antes de iniciar el ciclo de recortes, y que la reducción del déficit fiscal es la condición clave para que las tasas converjan a la baja. El diagnóstico de fondo: la inversión sobre el PIB cayó de niveles superiores al 20% a apenas 15%-16%, y su recuperación es, en su visión, el principal catalizador de los próximos cuatro años.

Sensibilidad a tasas y calidad de cartera

Grupo Aval mantiene un balance más sensible al pasivo (*liability sensitive*) debido a su alta cartera de nómina e hipotecaria a tasa fija, y fondeo del financiamiento de proyectos de Corficolombiana. Aval se presiona en el margen cuando suben las tasas, y se beneficiará más al iniciar el ciclo de recortes. En calidad de cartera destaca un perfil de riesgo más bajo que el sistema por su concentración en libranza; los focos de cautela de corto plazo son el terremoto (en la región del Valle del Cauca) y El Niño, vistos como “baches en el camino” transitorios.

Oportunidades de inversión de largo plazo señaladas por Grupo Aval

El CFO fue específico en los sectores con mayor espacio de repunte si las señales de campaña se traducen en política efectiva. El crecimiento llegará “por etapas”: primero el lado corporativo, y solo después el consumo, a medida que bajen las tasas y mejore el empleo.

Infraestructura y construcción

Proyectos de vías, aeropuertos y obra pública-privada represados a la espera de definiciones de licenciamiento y política.

Petróleo y gas

Sector golpeado por la política pública reciente, con espacio de reactivación; nuevas rondas de exploración anunciadas.

Corficolombiana

Vehículo de financiamiento corporativo especializado en estructurar grandes proyectos de infraestructura y energía.

Estrategia a 2030

La hoja de ruta a 2030 se organiza en tres ejes: relevancia (liderazgo, no solo participación, en cada negocio: banca minorista, pensiones, gestión de activos y fiduciaria ya integrada), impacto (sostenibilidad y comunidades) y oportunidades (eficiencia operativa y tecnológica, migrando inversión en TI de “mantener el negocio” hacia innovación, con sinergias vía Aval Valor Compartido y Bre-B). Sobre pagos digitales, Dali se concibe como parte integrada de la oferta transaccional —no como billetera independiente.

~40%

Cartera bancaria / PIB actual (vs. ~50% histórico)

2.4%

Crecimiento del PIB 2026e (visión de Grupo Aval)

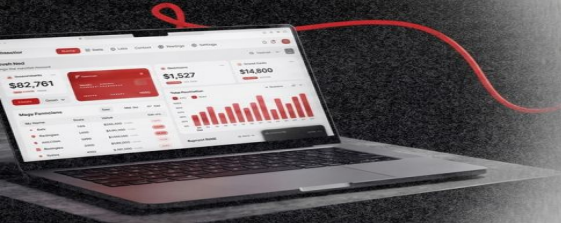
6.8%

Inflación esperada al cierre de 2026 (Grupo Aval)

Gráfico 1. Penetración de cartera bancaria sobre el PIB en Colombia (%)



Fuente: bvc Investor Day - Investigaciones Económicas Acciones y Valores



bvc Investor Day: Colombia beyond the election trade

04 de septiembre de 2026

Grupo Argos: separación estratégica y un pipeline de infraestructura de USD\$6,000 millones

Reorganización del portafolio y Grupo Argos Asset Management

Felipe Aristizábal, CFO de Grupo Argos, presentó la reorganización estratégica anunciada semanas atrás: el portafolio se divide entre el negocio industrial/de materiales (con operaciones en LatAm y EE.UU.) y el negocio de infraestructura, con el lanzamiento formal de Grupo Argos Asset Management, vehículo con el que el grupo buscará atraer capital de terceros para desarrollar proyectos en transporte, energía, agua e inmobiliario, monetizando el conocimiento técnico acumulado en dos décadas de desarrollo y operación de activos de infraestructura en la región.

Odinsa: un pipeline de US\$6,000 millones

La mayor oportunidad de valor en el corto plazo está en la vertical de transporte a través de Odinsa, con un pipeline propietario de más de USD\$6,000 millones en cuatro proyectos 100% financiados con capital privado: la ampliación del aeropuerto El Dorado ("El Dorado Max"), un nuevo aeropuerto en Cartagena y dos concesiones viales en el centro del país. Según el CFO, la compañía está lista para "transicionar de proyecto a realidad" en estas cuatro iniciativas.

Escisión de Cementos Argos: replicando la historia de EE.UU.

En cemento, el grupo avanza en la escisión de Cementos Argos, separando la operación de EE.UU. ("Argos Materials", que pasaría a ser controlada directamente por Grupo Argos) de la operación LatAm, replicando la estrategia de 2021 —cuando Argos fue la primera cementera del mundo en anunciar y ejecutar el listado de su negocio en EE.UU.— que ya había impulsado una fuerte reclasificación de múltiplo para el negocio LatAm: de un EV/EBITDA implícito negativo (-3.5x) a un rango de 7x-7.5x, una expansión de múltiplo de casi 11 veces que el CFO atribuye en gran parte a la segmentación de la historia de inversión.

Argos LatAm: crecimiento orgánico y la oportunidad de Venezuela

Para Argos LatAm (Colombia, Panamá, Honduras y República Dominicana), todos los mercados atraviesan, por primera vez en años, un buen momento simultáneo; la compañía proyecta un crecimiento orgánico de EBITDA de cerca de US\$75 millones en los próximos 24 meses, hasta alcanzar US\$515 millones en un horizonte de cuatro años frente a una base de US\$350 millones, sin capital adicional comprometido, apalancado en eficiencias operativas y disciplina de precios. A esto se suma la reapertura de Venezuela como mercado de reconstrucción, con demanda estructural de materiales para energía e infraestructura que la compañía puede abastecer en el corto plazo desde sus operaciones en Colombia gracias a la fortaleza de su red logística.

US\$6,000M

Pipeline de transporte (Odinsa): El Dorado Max, Cartagena y 2 vías

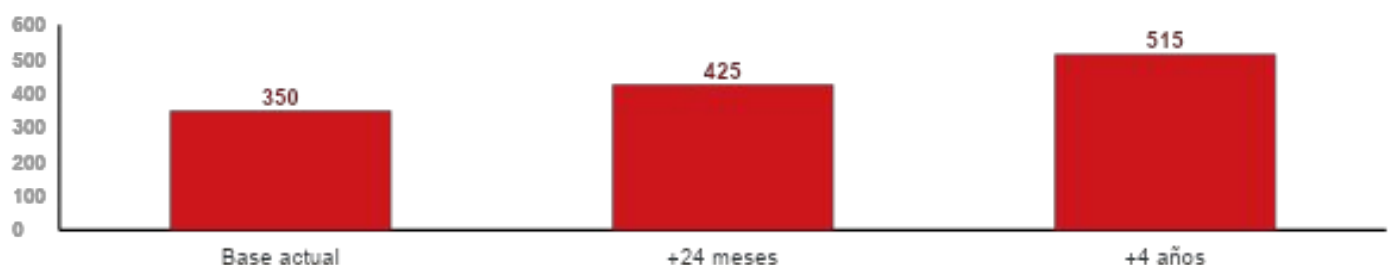
-3.5x → 7.0-7.5x

Reclasificación de múltiplo EV/EBITDA de Cementos Argos LatAm

US\$350M → US\$515M

EBITDA de Argos LatAm proyectado a 4 años USD M (crecimiento orgánico)

Gráfico 1. Sendero de crecimiento orgánico de EBITDA proyectado, Argos LatAm (USD millones)



Fuente: bvc Investor Day - Investigaciones Económicas Acciones y Valores