

Perspectivas Económicas y Oportunidades de Inversión en el Mercado Local

Alta incertidumbre sigue siendo la norma, aunque el escenario global y local aparenta estar mejorando

Credicorp Capital Research

Bogotá, mayo 3 de 2017

Daniel Velandia O., CFA

Director de Research – Economista Jefe

(+571) 339 4400 Ext.1505

dvelandia@credicorpcapital.com



Internacional

La economía global se ha venido recuperando, pero riesgos permanecen

FMI revisó al alza su proyección de crecimiento global por primera vez desde 2014. En todo caso, dinamismo permanece moderado

PROYECCIONES DE CRECIMIENTO 2017-2018						
	Observados		Proyecciones abr-17		Cambios frente a proyección ene-2017	
	2015	2016	2017	2018	2017	2018
Mundo	3,2	3,1	3,5	3,6	↑ 0,1	→ 0,0
Economías desarrolladas	2,1	1,7	2,0	2,0	↑ 0,1	→ 0,0
EE.UU.	2,6	1,6	2,3	2,5	→ 0,0	→ 0,0
Zona Euro	2,0	1,7	1,7	1,6	↑ 0,1	→ 0,0
Alemania	1,5	1,8	1,6	1,5	↑ 0,1	→ 0,0
Francia	1,3	1,2	1,4	1,6	↑ 0,1	→ 0,0
Italia	0,8	0,9	0,8	0,8	↑ 0,1	→ 0,0
España	3,2	3,2	2,6	2,1	↑ 0,3	→ 0,0
Japón	1,2	1,0	1,2	0,6	↑ 0,4	↑ 0,1
UK	2,2	1,8	2,0	1,5	↑ 0,5	↑ 0,1
Canadá	0,9	1,4	1,9	2,0	→ 0,0	→ 0,0
Otros desarrollados	2,0	2,2	2,3	2,4	↑ 0,1	→ 0,0
Rusia	-3,7	-0,2	1,4	1,4	↑ 0,3	↑ 0,2
China	6,9	6,7	6,6	6,2	↑ 0,2	↓ -0,1
India	7,6	6,8	7,2	7,7	→ 0,0	→ 0,0
América Latina y Caribe	0,1	-1,0	1,1	2,0	↓ -0,1	↓ -0,1
Brasil	-3,8	-3,6	0,2	1,7	→ 0,0	↑ 0,2
México	2,6	2,3	1,7	2,0	→ 0,0	→ 0,0
MENA	2,5	3,9	2,6	3,4	↓ -0,5	↓ -0,1
África Sub-sahariana	3,4	1,4	2,6	3,5	↓ -0,2	↓ -0,2

Fuente: FMI

En todo caso, el mercado aun percibe altos riesgos, incluyendo la materialización (o no) de las promesas pro-crecimiento de D. Trump...

De hecho, ¿las propuestas de Trump son (o eran) consistentes?

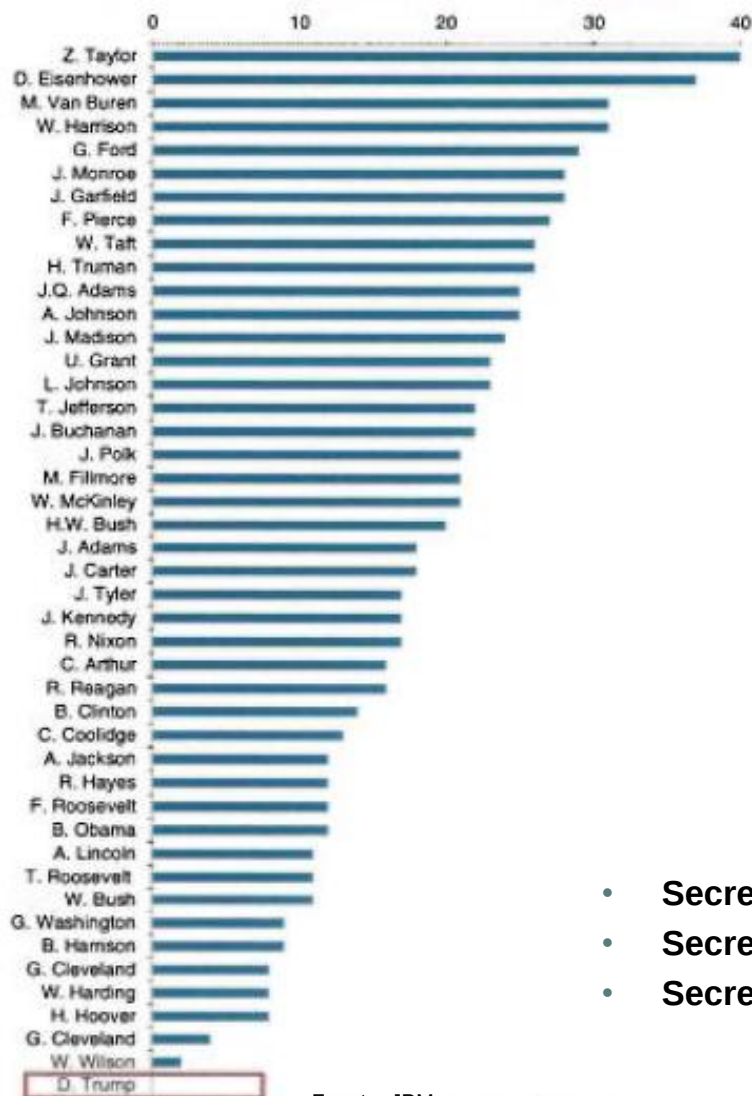
1. USD 6-9 trillones en recortes de impuestos en la próxima década (incluyendo recorte de impuesto a la renta corporativo de 35% a 15%) y mayor gasto en infraestructura (podría llegar hasta 3% del PIB) elevarían la deuda en más de 20% del PIB:

¿cuál sería el efecto neto de menores impuestos y mayores tasas de interés?

2. Si expansión fiscal eleva tasas de interés significativamente, ¿cómo conciliar un USD fuerte con la búsqueda de fomento a las exportaciones?
3. ¿Cuál es el efecto neto de i) mayor proteccionismo que implica producir en EEUU, limitar inmigración y desincentivar producción fuera del país, implicando mayores costos, y ii) recortes de impuestos? (el problema no es de liquidez)
4. Guerra comercial con China y mayor endeudamiento: ¿quién compra UST?
5. ¿Es realmente compatible un incremento de la deuda con un fortalecimiento del USD?
6. Creación de 25 millones de empleos en la próxima década: pero si estamos casi a pleno empleo!!!

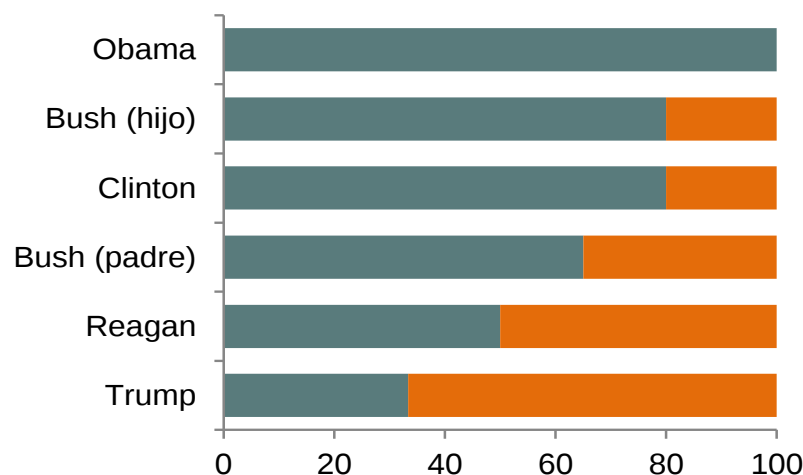
...en medio, adicionalmente, de la carencia de experiencia política

EEUU: Años de servicio público antes de ser electo Presidente



EE.UU.: composición del Gabinete (% del total de miembros)

■ Experiencia política ■ Experiencia empresarial



1/ Posiciones incluyen: Secretario de Estado, Secretario de Trabajo, Secretario de Comercio, Secretario del Tesoro, Secretario de Salud y Servicios Humanos, Administrador de la Agencia de Protección Ambiental

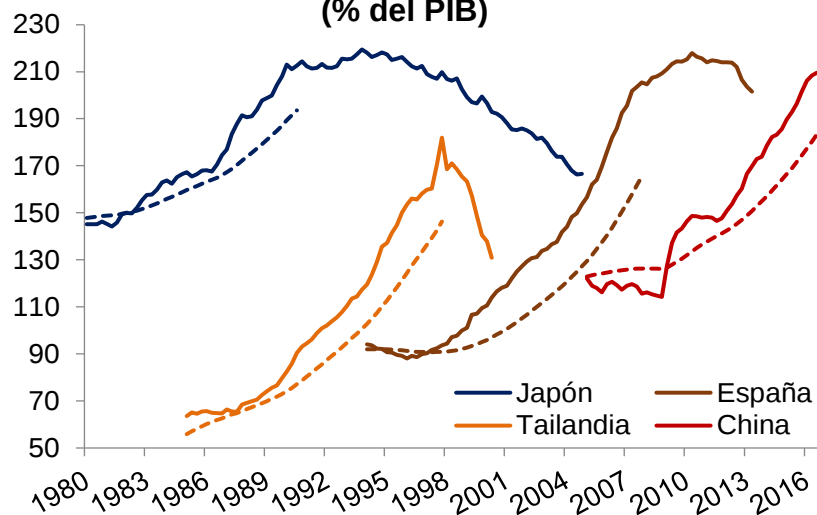
- **Secretario del Tesoro:** Steven Mnuchin (ex ejecutivo de GS)
- **Secretario de Comercio:** Wilbur Ross (fundador de WL Ross & Co)
- **Secretario de Estado:** Rex Tillerson (CEO de ExxonMobil)

Fuente: JPM

Además, persisten otros desafíos relevantes a nivel global

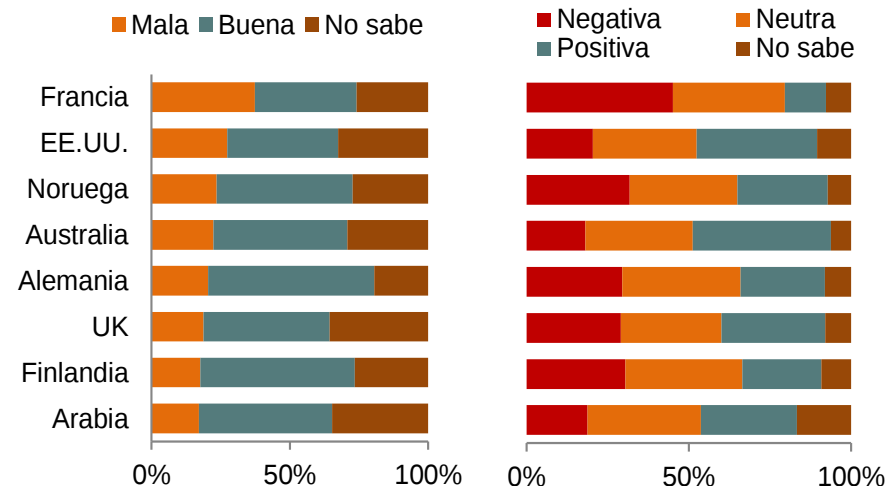
- ✓ Reino Unido va en el camino hacia un *'hard' Brexit* (conversaciones formales iniciarían recién en la última semana de may-17 o principios de jun-17).
- ✓ Elecciones en Francia. Aunque riesgos han disminuido ante resultados de primera vuelta.
- ✓ Una desaceleración mayor a la esperada en China, que podría llevar a una desaceleración mundial más extendida (deuda de la economía: ~270% del PIB).

China: crédito al sector privado no financiero 1/
(% del PIB)



Fuente: FMI, Bloomberg. 1/ Línea punteada muestra la tendencia del crédito

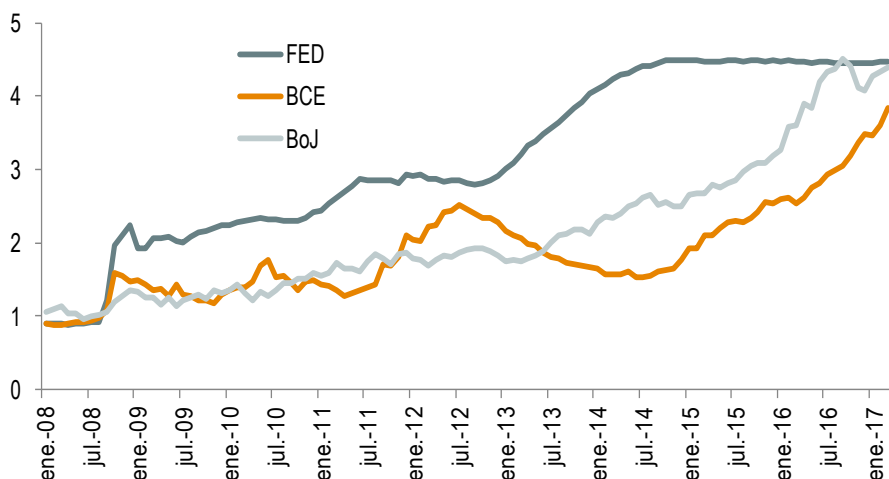
Europa: actitudes ante la globalización e inmigración
(% de respuestas)



Así, la liquidez global podría permanecer amplia. Incluso, es probable que ya se haya descontado buena parte de la política monetaria futura

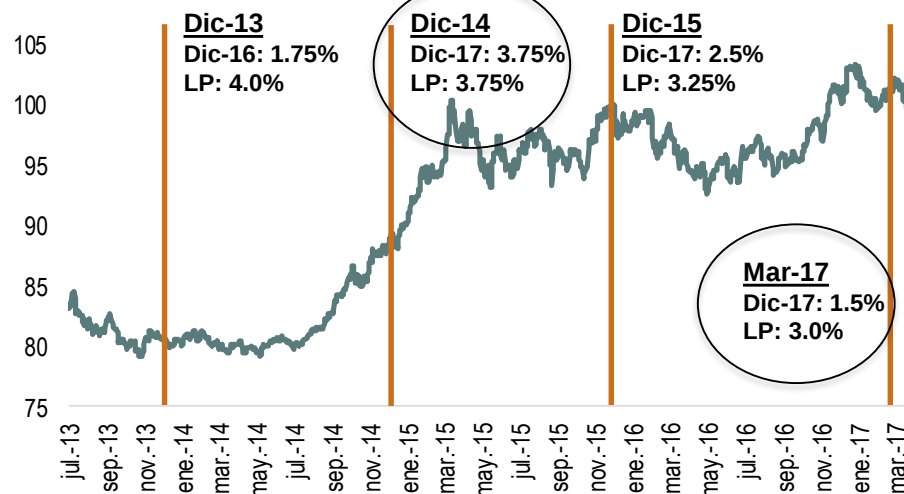
- En nuestra opinión, la Fed debe ser cuidadosa en el retiro del estímulo para evitar excesiva apreciación del USD e incremento de tasas de interés que ralenticen la recuperación.
- Aunque el BCE ha sido algo más *hawkish*, mantendrá estímulo hasta dic-17 (al menos).
- El USD no ha reaccionado materialmente a recientes incrementos de la Fed, sugiriendo que nuevo escenario ya ha sido incorporado, al menos parcialmente. Además, Trump se ha mostrado incómodo con actuales niveles del USD.

Hoja de balance de principales bancos centrales
(billones USD)



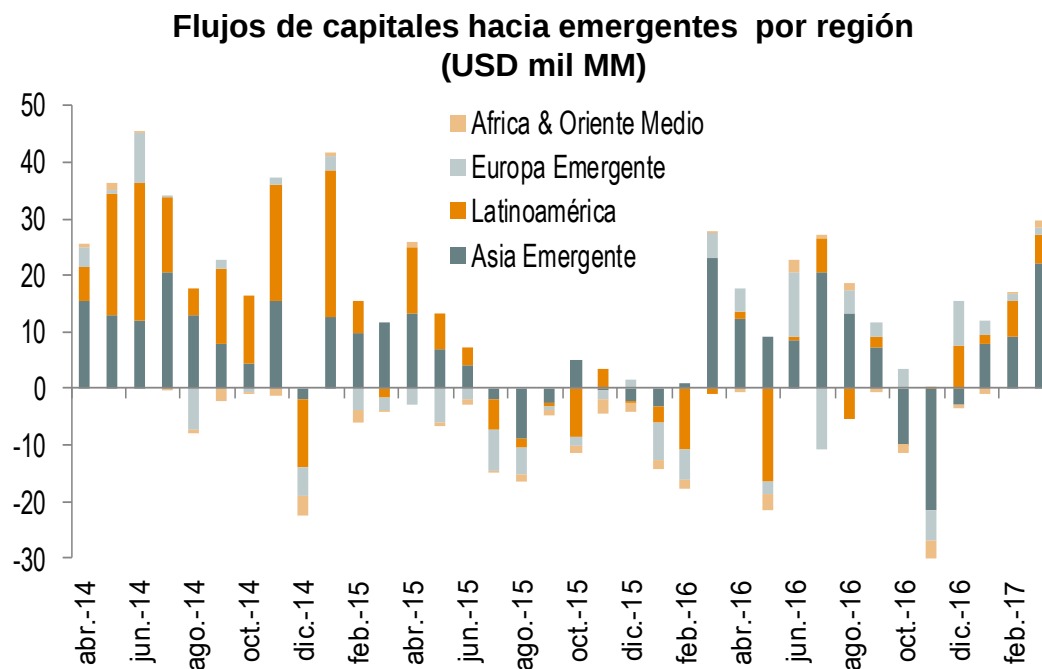
Fuente: Bloomberg, Fed

Índice de dólar DXY vs. nivel de tasa de interés esperada por la Fed



Así, los flujos hacia EM se han recuperado en los últimos meses. Latam ha venido ganando atractivo

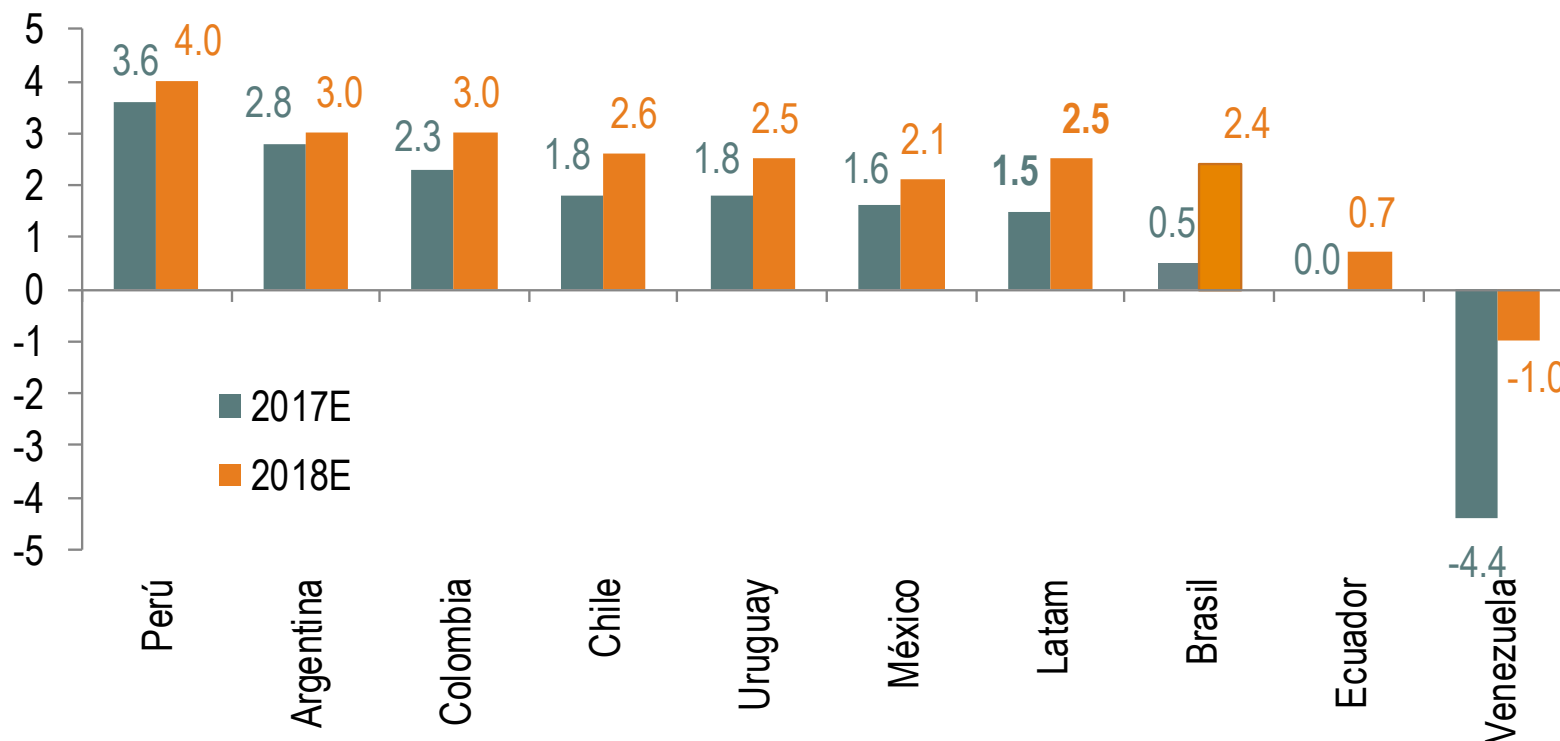
- Según el IIF, Latam ha recibido flujos netos por USD 9.1bn desde dic-16 (9% del total a EM), lo que contrasta con salidas netas por USD 18.9bn en 2016.
- No sólo la recuperación de los precios de los commodities sino también el cambio de gobiernos en economías principales habrían incrementado el atractivo de Latam.



Fuente: IIF

Latam: la región mantiene divergencia y altos desafíos aunque los prospectos (incluyendo los políticos) han mejorado

Expectativas de crecimiento para Latam 2017 y 2018



Colombia

Lo peor debe estar quedando atrás en cuanto los desequilibrios continúan corrigiendo. El gasto fiscal y menores tasas serán claves para la actividad

El choque externo recibido por la economía colombiana desde 2014 es el más fuerte en más de 80 años

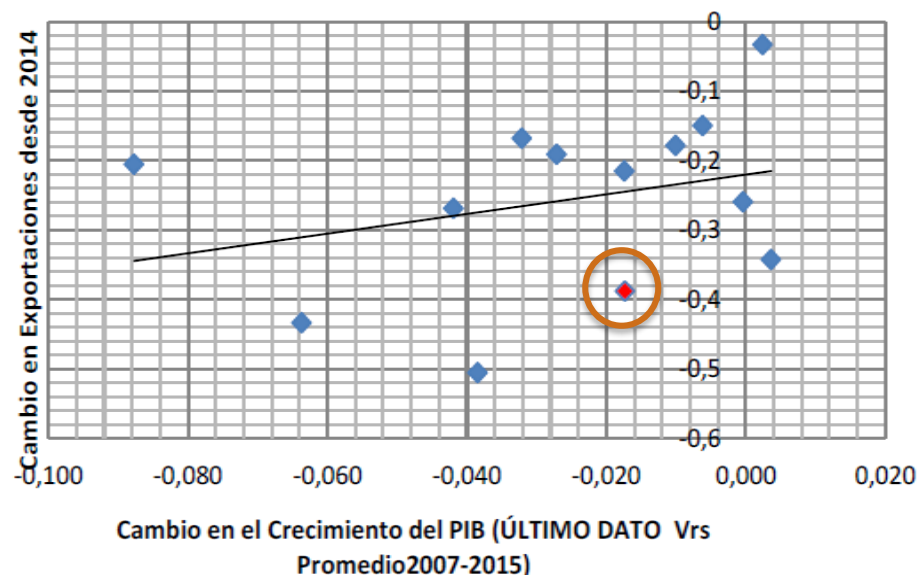
- Así, resulta positivo que la economía no haya entrado en recesión, mientras los desequilibrios macro se han venido corrigiendo gradualmente.
- La importante reducción del déficit en cuenta corriente y de la inflación, así como la aprobación de la reforma tributaria, crearían las condiciones para la recuperación de la actividad en los próximos trimestres.

Exportaciones en tres períodos críticos de la historia (Millones de dólares y variación anual, %)

Guerra de los mil días 1898-1902		Gran Depresión 1928-1932		Periodo Reciente 2012-2016	
Millones de USD	Variación %	Millones de USD	Variación %	Millones de USD	Variación %
16.8	-45.0	130.0	-49.8	60.1	-48.3
9.3		65.1		31.1	

Fuente: *Tendencia Económica*, Fedesarrollo, No. 174

Choque externo y crecimiento

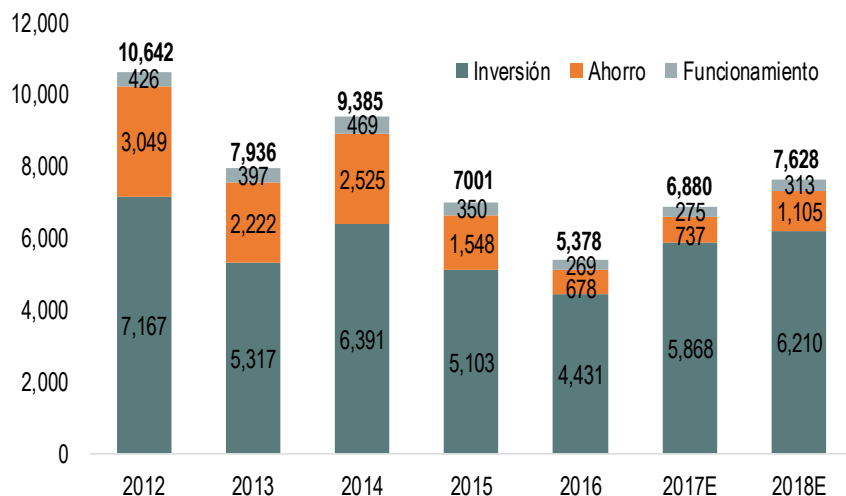


Fuente: presentación Juan Pablo Zárate, Codirector del BanRep, con fuente FMI, Banco Mundial

El crecimiento económico será liderado por el gasto público este año. Los términos de intercambio también sugieren una recuperación

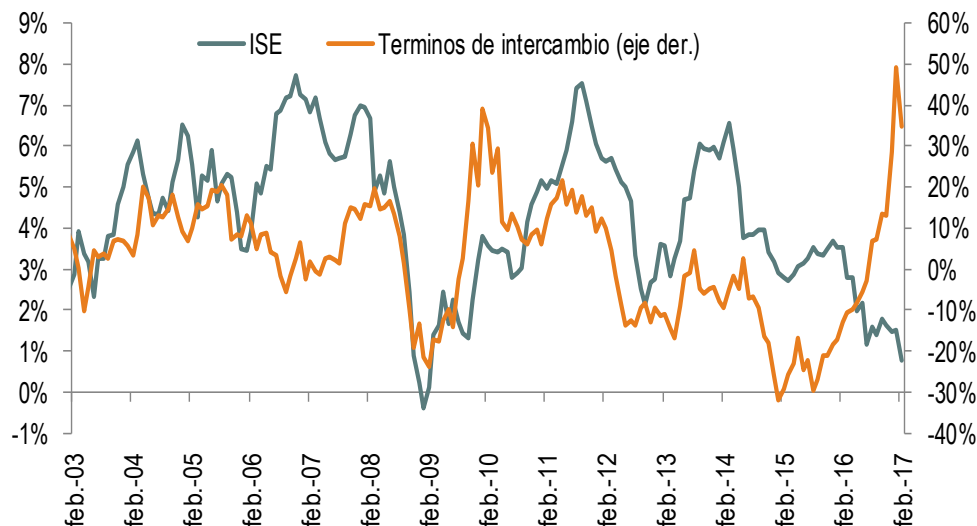
- La reforma tributaria proporcionará nuevos ingresos al GNC por ~0.7% del PIB.
- Adicionalmente, se espera mayor ejecución de gobiernos regionales durante su 2º año.
- Los gobiernos regionales tendrían recursos disponibles por ~1% del PIB.
- Todo en medio de un año pre-electoral.

**Sistema de Regalías
(miles de millones COP)**



Fuente: BanRep, DANE

**Términos de intercambio y actividad económica – ISE
(var. % a/a)**



Seguimos pronosticando una contribución de los proyectos 4G de ~0.4pp al PIB de 2017. Dicho esto, esperamos menor ritmo en ejecución y desembolsos

- Esta proyección resulta conservadora ante una postura más rigurosa de los bancos locales y los problemas usuales que retrasan la ejecución: comunidades, licencias ambientales y predios.
- En general, esperamos la ejecución de la primera ola, que ya cuenta con cierre financiero efectivo.
- Indudablemente, el escándalo de Odebrecht aumenta los riesgos para los demás proyectos. El resultado final del caso de Ruta del Sol será un factor clave.
- Se destaca que ninguna concesión 4G fue concedida a Odebrecht a pesar de que precalificó en 14 de ellos. Cabe recordar que Ruta del Sol es un proyecto de 3G.

Hitos del programa de concesiones viales 4G

	#	Capex (USD mil MM)
Total de proyectos adjudicados	32	12.1
Primera ola	9	3.6
Segunda ola	9	4.0
Proyectos de iniciativa privada	12	4.5
Tercera ola	2	0.7
Proyectos que han logrado cierre financiero	21	8.2
Primera ola	9	3.6
Segunda ola	8	3.9
Proyectos de iniciativa privada	4	0.7
Proyectos por adjudicar en 2017	0	-
Tercera ola	0	-
Proyectos de iniciativa privada	0	-
Total de proyectos	32	12.1

Fuente: ANI, Credicorp Capital

Proyectos 4G con participación de Episol

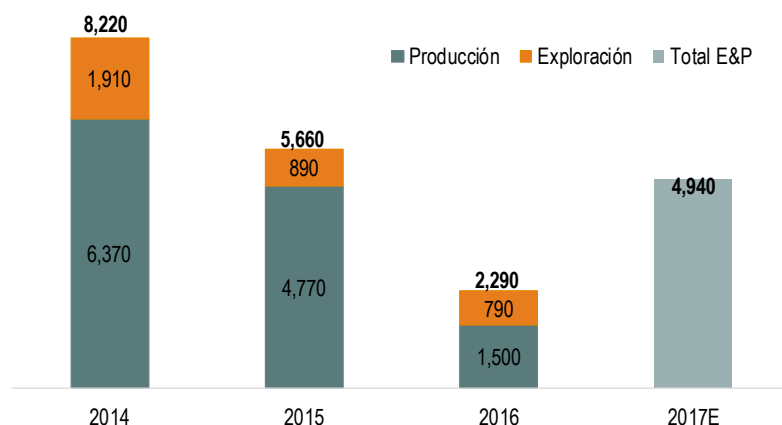
Proyecto	Capex USD mn	Capex Esperado 2017
Conexión Pacífico 1	718	172
Mulaló-Loboguerrero	493	42
Villavicencio-Yopal	761	186
Chirajara-Villavicencio	768	142
Total	2,740	542
% del total de proyectos 4G	17.2%	18.5%
% del PIB	0.2%	0.9%

Source: MinHacienda, Credicorp Capital

Otros factores también deberían contribuir a la recuperación de la actividad, particularmente a partir de mitad de año

- Los programas de vivienda del gobierno seguirán soportando la inversión (e.g. la construcción de 30,000 casas gratis y el subsidio a tasas de interés).
- A su vez, se planea gastar ~0.1% del PIB este año en colegios, lo que contribuirá al desempeño inmobiliario no residencial.
- La inversión petrolera en E&P podría recuperarse en los próximos meses de acuerdo con cifras del sector (Ecopetrol: USD 2.8 bn vs. 1.4 bn in 2016) mientras que Reficar alcanzaría max. capacidad.

Inversión petrolera (USD millones)



Fuente: MHCP basado en ACP, Credicorp Capital

Programas de vivienda del gobierno

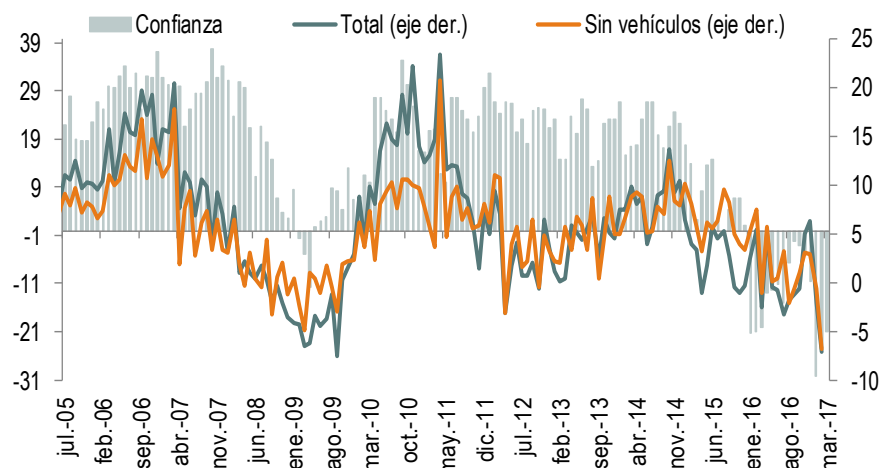
	# de nuevas viviendas	Contribución al PIB de edificaciones
Viviendas Gratuitas	12,500	0.60%
Mi Casa Ya- Ahorradores	7,000	0.30%
FRECH II	27,192	1.10%
Mi Casa Ya - Cuota Inicial	15,875	0.80%
FRECH No VIS	21,511	2.80%
Total	84,078	5.60%

Fuente: MinHacienda, Credicorp Capital

El consumo privado sigue siendo la incógnita en medio de una confianza de los hogares cerca de mínimos históricos

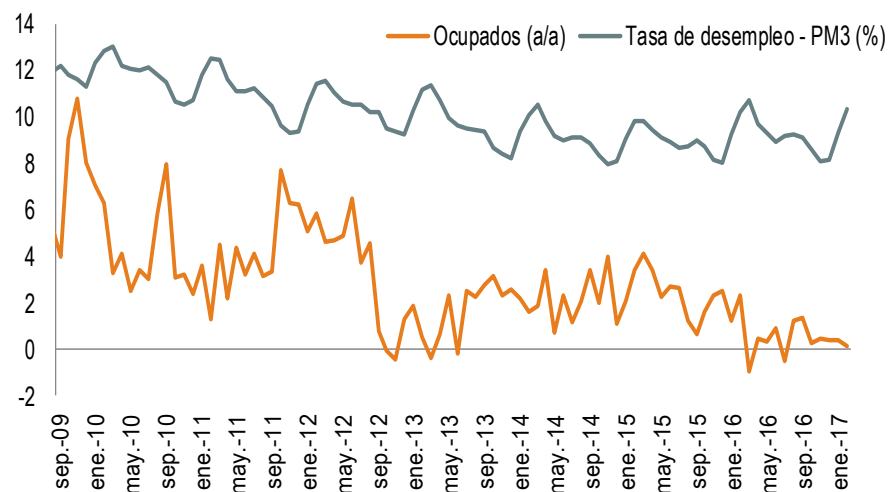
- En todo caso, el consumo debe recuperarse adelante en medio de mejora de sus fundamentales:
 - ✓ Efecto de IVA debe ceder una vez se da mayor comprensión de su impacto y bajo *pass-through*
 - ✓ La inflación promediará este año ~4.5% vs. 7.5% en 2016, incrementando ingreso disponible
 - ✓ Menores tasas de interés
 - ✓ Potencial impacto favorable de recorte de impuestos corporativos (gradualmente).
- Como resultado esperamos que el consumo privado se expanda 1.6% este año vs. 2.1% en 2016.

Ventas minoristas y confianza del consumidor
(var. % a/a, %)



Fuente: DANE, Fedesarrollo, Credicorp Capital

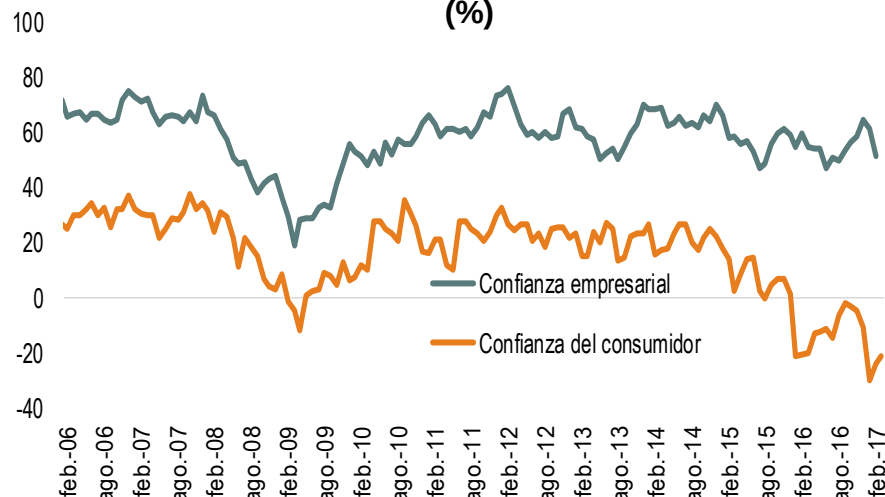
Mercado laboral
(%, var. % a/a)



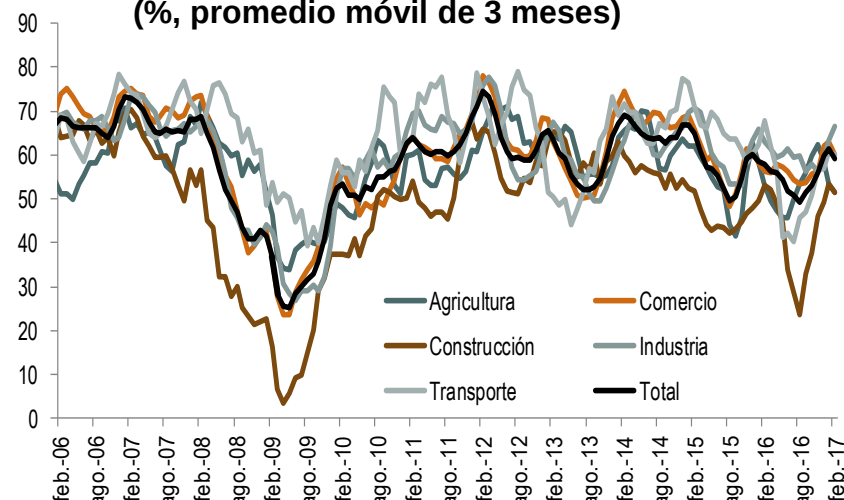
¿La divergencia en los índices de confianza dice algo? Esperamos un crecimiento de 2.1% este año y 2.8% en 2018

- Factores políticos y la incertidumbre sobre la reforma tributaria han tenido efectos en sentimiento.
- Ahora, la divergencia reciente en los índices puede explicarse por la reforma misma: mayores impuestos al consumo, menores al sector corporativo.
- En todo caso, retos permanecen hacia adelante incluyendo la implementación de la reforma tributaria y del acuerdo de paz, así como los desarrollos alrededor del escándalo de Odebrecht.

Confianza empresarial y del consumidor (%)



Confianza de los empresarios por sector (% , promedio móvil de 3 meses)

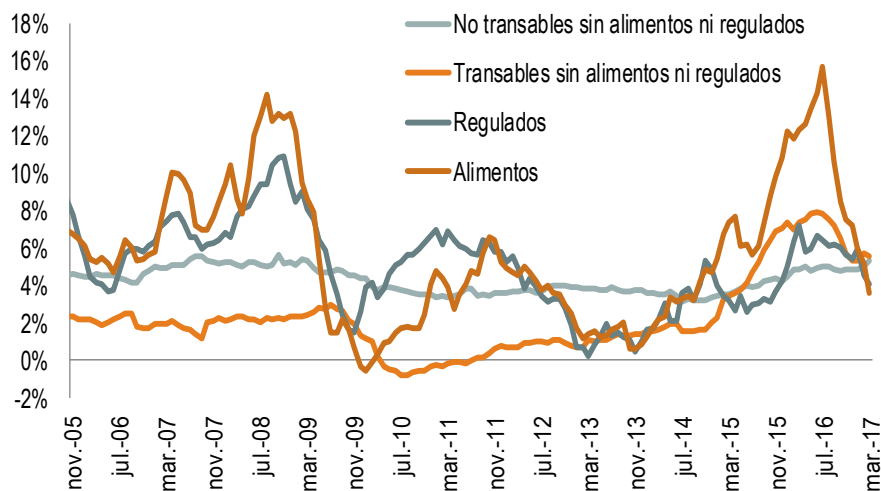


Fuente: BanRep, Fedesarrollo, Credicorp Capital

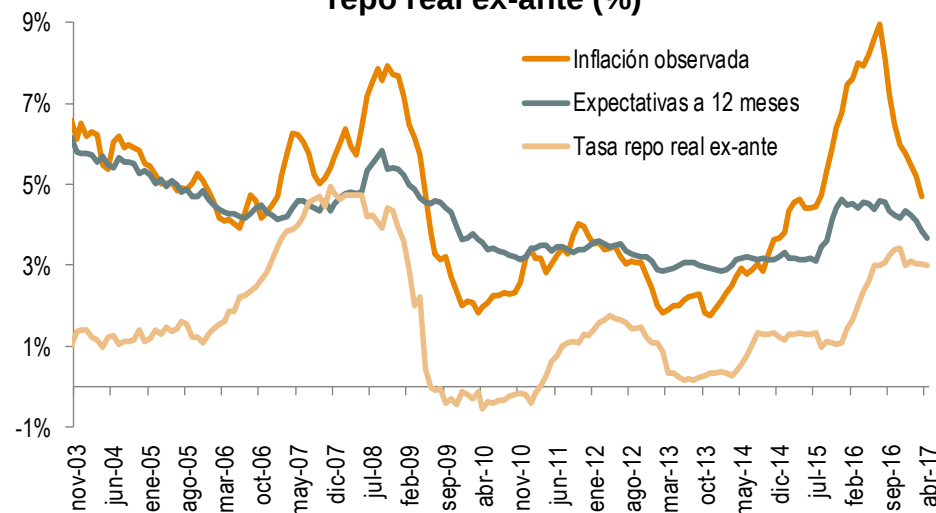
Existe espacio significativo para más recortes de tasas: esperamos que la tasa repo se ubique en 5.25% este año, una tendencia que seguiría en 2018

- La inflación se ubicaría este año en 4.3% (~0.5pp del efecto del IVA) y continuaría su convergencia al 3% en 2018 en medio de la reversión de choques externos y mayor brecha del producto.
- La tasa repo alcanzaría 5.25% al cierre del año en medio de:
 - ✓ Alta tasa repo real ex-ante
 - ✓ La continuidad en la de reducción de la inflación y sus expectativas
 - ✓ Aprobación de la reforma tributaria y corrección de la cuenta corriente más rápida que la esperada
 - ✓ Riesgos a la baja sobre la actividad

Inflación de transables, no transables, regulados y alimentos (var. % a/a)



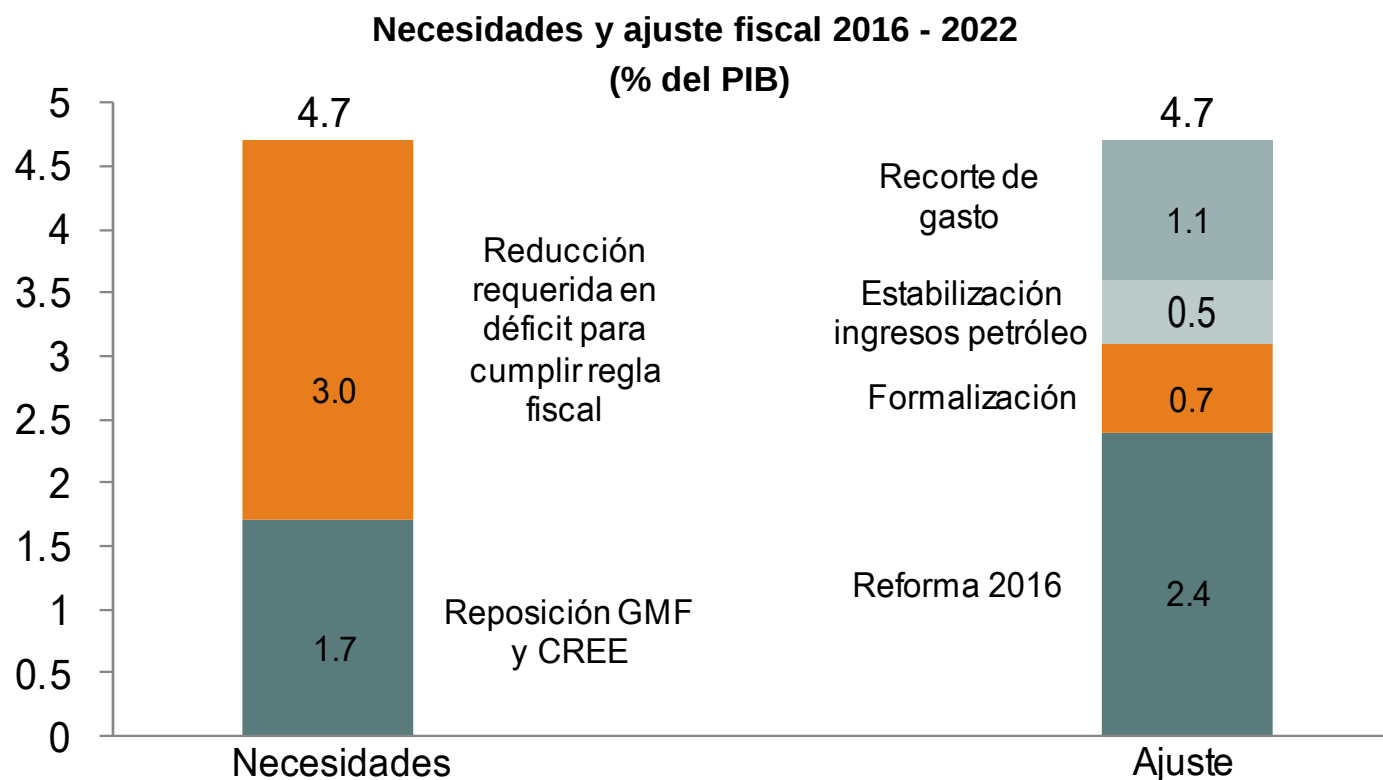
Inflación observada, expectativas de inflación y tasa repo real ex-ante (%)



Fuente: DANE, BanRep, Credicorp Capital

La reforma tributaria es vital para el ajuste completo de la economía, lo que ha sido reconocido por las calificadoras de riesgo

- Aunque existen riesgos, una nueva reforma no sería necesaria en los próximos años en el escenario base (en principio).
- En todo caso, eso dependerá de esfuerzos de gasto por parte del nuevo gobierno.



Fuente: Ministerio de Hacienda, Credicorp Capital

La cuenta corriente ha tenido un mejor comportamiento al esperado, por lo que se estaría acercando a los niveles de 2013

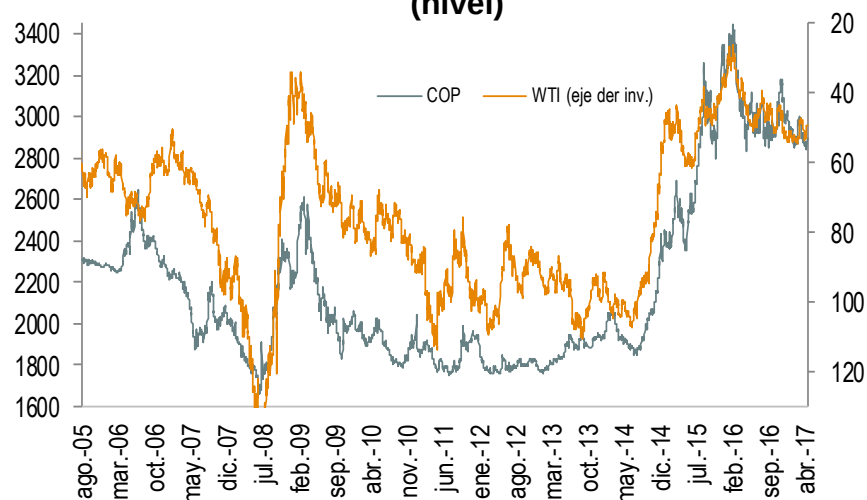
	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
PIB nominal (USD MM)	380,040	378,375	290,659	282,740	314,611	353,716
Cuenta Corriente	-12,367	-19,460	-18,781	-12,541	-11,403	-11,840
% del PIB	-3.2%	-5.1%	-6.4%	-4.4%	-3.6%	-3.3%
Bienes y servicios	-2,745	-11,300	-18,506	-13,281	-12,172	-12,502
Bienes	3,180	-4,640	-13,970	-10,261	-9,254	-8,797
Exportaciones	60,281	56,899	38,080	32,965	35,701	38,450
var. %		-5.6%	-33.1%	-13.4%	8.3%	7.7%
Importaciones	57,101	61,539	52,050	43,226	44,955	47,247
var. %		7.8%	-15.4%	-17.0%	4.0%	5.1%
Servicios	-5,925	-6,660	-4,536	-3,020	-2,918	-3,705
Exportaciones	6,859	6,900	7,407	7,796	8,341	8,050
var. %		0.6%	7.4%	5.2%	7.0%	7.7%
Importaciones	12,784	13,560	11,943	10,816	11,259	11,755
var. %		6.1%	-11.9%	-9.4%	4.1%	4.4%
Renta Factorial	-14,216	-12,634	-5,526	-4,910	-5,351	-5,887
var. %		-11.1%	-56.3%	-11.2%	9.0%	10.0%
Transferencias	4,594	4,475	5,251	5,650	6,120	6,548
var. %		-2.6%	17.3%	7.6%	8.3%	7.0%
Cuenta de Capital	11,845	19,836	18,293	12,764	11,470	11,896
Inversión Directa	8,557	12,426	7,514	9,076	6,470	6,896
Ingresos	16,209	16,325	11,732	13,593	9,970	10,596
Egresos	7,652	3,899	4,218	4,516	3,500	3,700
Inversión de Portafolio	6,978	11,654	9,333	3,693	1,900	2,350
Ingresos	11,073	18,661	9,808	8,907	5,400	5,050
Egresos	4,096	7,007	475	5,213	3,500	2,700
Créditos y deuda	-3,225	461	2,041	-640	3,100	2,650
Cambio en activos de reserva	6,946	4,437	415	165	67	56

Fuente: Credicorp Capital

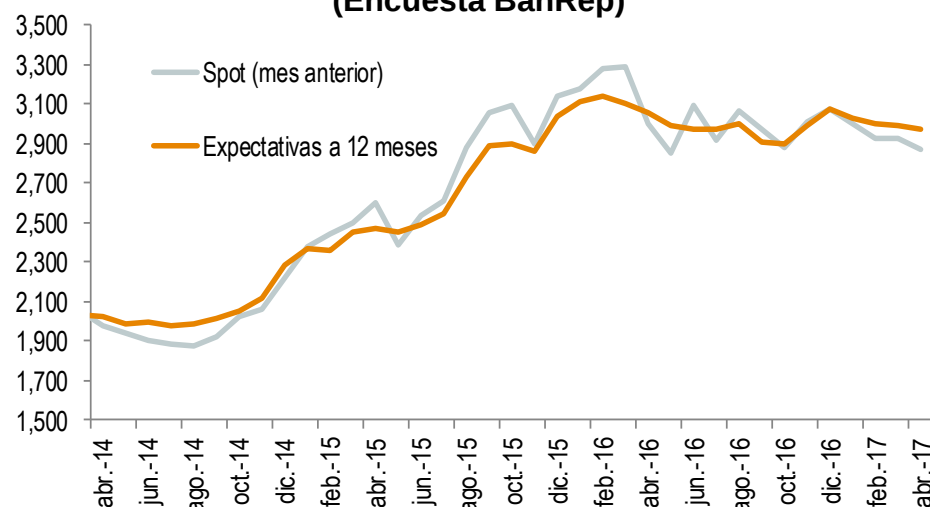
El COP se ha comportado en línea con nuestras expectativas hasta ahora, por lo que mantenemos nuestra estimación en 2,800 para dic-17 (promedio: 2,920)

- El COP seguiría siendo beneficiado por mejor escenario externo y desarrollos a nivel local:
 - ✓ Continuación de la corrección de los desequilibrios en medio de la caída en el déficit en cuenta corriente, la aprobación de la reforma tributaria y mayores precios del petróleo
 - ✓ Flujos crecientes de IED y deuda al sector de infraestructura
 - ✓ Mayores monetizaciones del gobierno
- La correlación con el precio del petróleo debería disminuir en el tiempo. Sin embargo, el proceso será lento y altos riesgos permanecen (Odebrecht, Trump, Brexit, Fed).

**COP vs. precio del petróleo
(nivel)**



**COP Spot vs. expectativas a 12 meses
(Encuesta BanRep)**



Fuente: Bloomberg, BanRep, Credicorp Capital

Mercado Accionario Local

Pasando la página... pero a la espera de un catalizador

Cartera Trading Andina

▪ Chile (Sobreponderar)

Rally bien fundamentado. Cambio político anima inversionistas. Riesgos acotados.

- Valorizaciones menos atractivas tras rally (P/E Fwd 16.4x y 9.5x EV/EBITDA), pero con potencial en términos históricos.
- Un posible liderazgo de Piñera (pro – mercado) en las encuestas podría materializar alzas adicionales. Indecisos (40%)
- Reactivación en Argentina y Brasil impulsarían compañías chilenas y ayudaría a compensar impacto de la huelga en La Escondida (43 días). (Crecimiento – 2017: 1-2% – 2018: 2.25 -3.25%).

▪ Colombia (Neutral)

Optimismo por recuperación del 2S17 y mayor resiliencia escándalos de corrupción frente a Perú

- Valoraciones aun atractivas (P/E a 14.8x y 9.4x EV/EBITDA). Esperamos Colcap en 1.477 puntos
- Recortes en tasa (desde 7.5% hasta 5.5%), inicio de 4G y gasto publico dinamizarían la economía desde 2S17.
- Obras 4G no impactadas por Odebrecht. Bancos más estrictos. Recuperación no se vería obstaculizada.

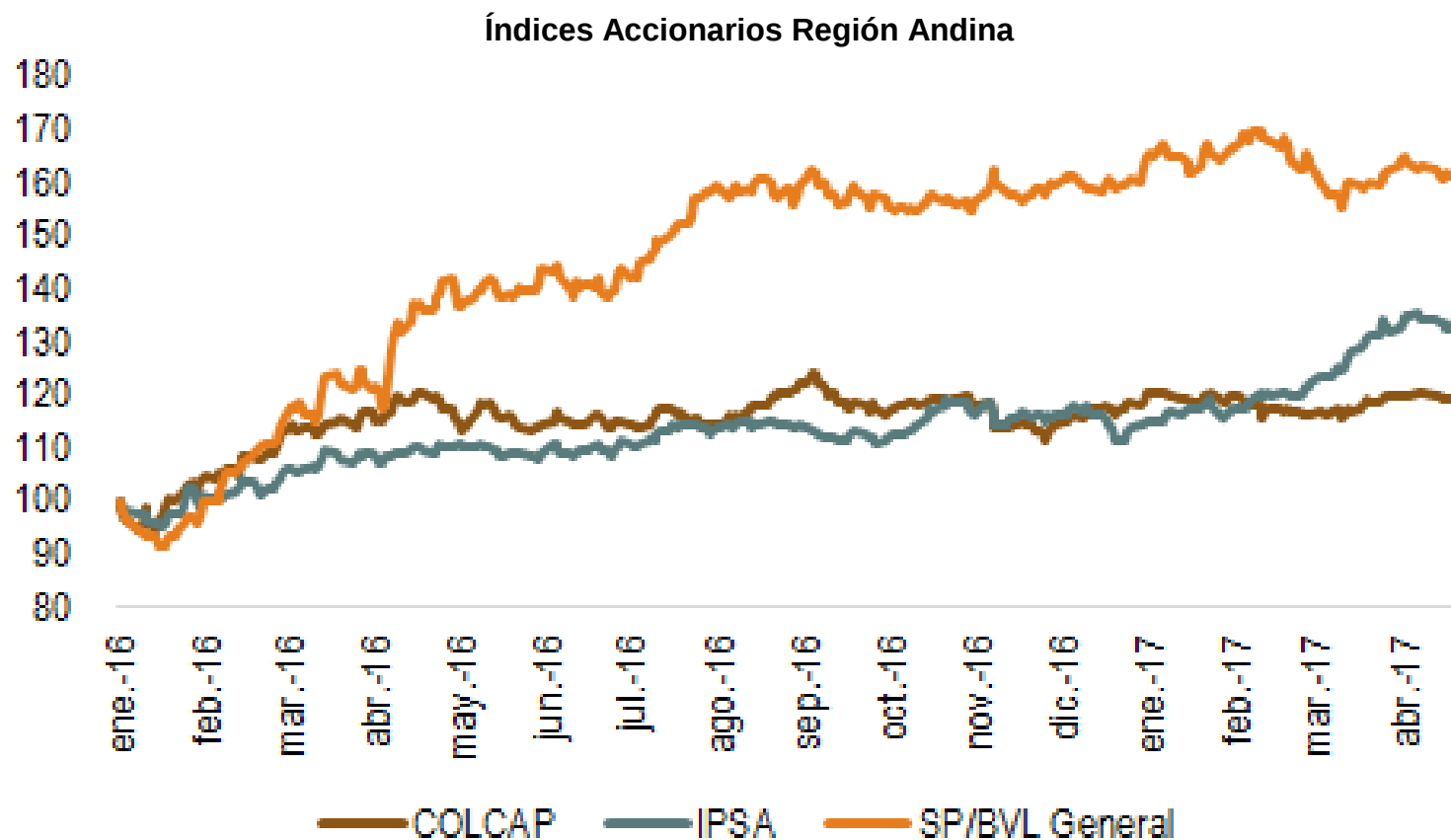
▪ Perú (Subponderar)

Reconstrucción tras lluvias catastróficas ponen relevancia a las constructoras

- Valoraciones aún atractivas (P/E a 14.3x y 6.3x EV/EBITDA). Anticipamos moderación de crecimiento y riesgo político.
- Corrupción y catástrofes climáticas llevan a revisar crecimiento. Pesimismo en financieras, utilities y procíclicas.
- Reconstrucción entre USD 12bn – USD 15bn podría dinamizar recuperación más adelante.

Colcap: A la espera de un catalizador

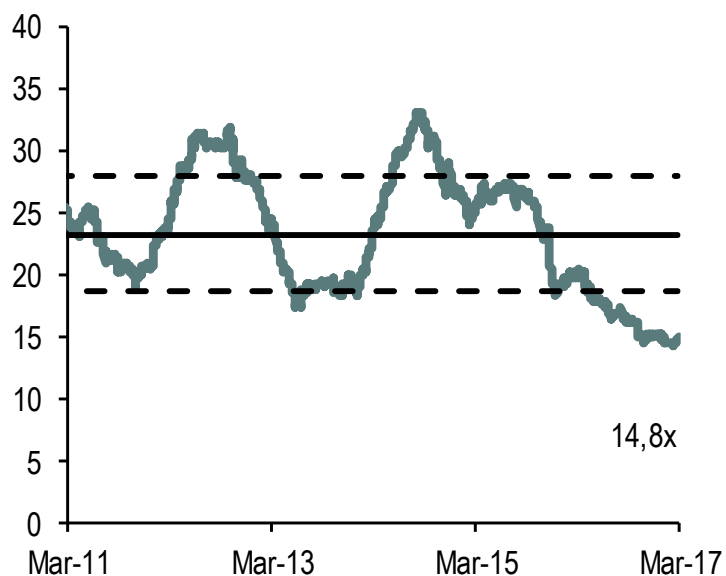
Colcap muestra la menor valorización en la región Andina en el último año



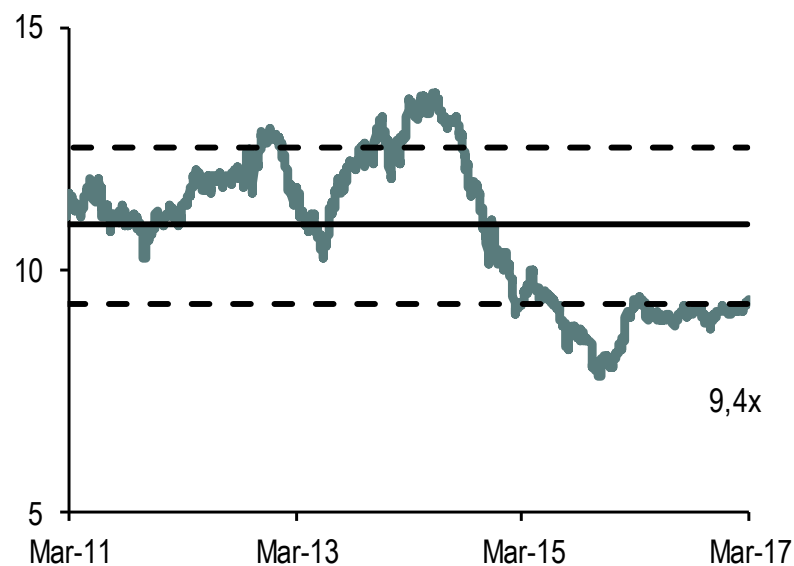
Múltiplos con potencial

Múltiplos Fwd muestran espacio de valorización.

P/E Forward (12 month Rolling)



FV/EBITDA Forward (12 month Rolling)



TOP 5 – Estrategia Colombia

Capturar optimismo por recuperación del 2S17 vía activos líquidos y pro cíclicos

Company	Sector		Px		Rating	Target		P/E			FV/EBITDA			Div	
			Last	Mkt. Cap		Price	Upside	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	P/BV	Yield
Grupo Argos	Conglomerates	↑	20,260.0	5,974	HOLD	22,000	8.6%	42.1x	30.9x	22.6x	11.8x	9.9x	9.0x	1.0x	1.3%
Davivienda	Banks	↑	30,080	4,738	HOLD	33,000.0	9.7%	7.8x	8.7x	8.8x	nm	nm	nm	1.4x	2.8%
Nutresa	Conglomerates	↓	24,360	3,909	HOLD	27,750	13.9%	24.3x	25.7x	22.4x	13.6x	13.0x	12.0x	1.3x	2.0%
Exito	Retail	↑	15,280	7,031	HOLD	16,090	5.3%	10.5x	16.4x	13.4x	8.2x	5.4x	5.4x	0.9x	4.4%
Canacol	Oil & Gas	→	8,400	511	BUY	11,300	34.5%	-1.5x	13.5x	10.4x	17.1x	5.8x	4.4x	1.3x	0.0%

Nuestra recomendación se basa en:

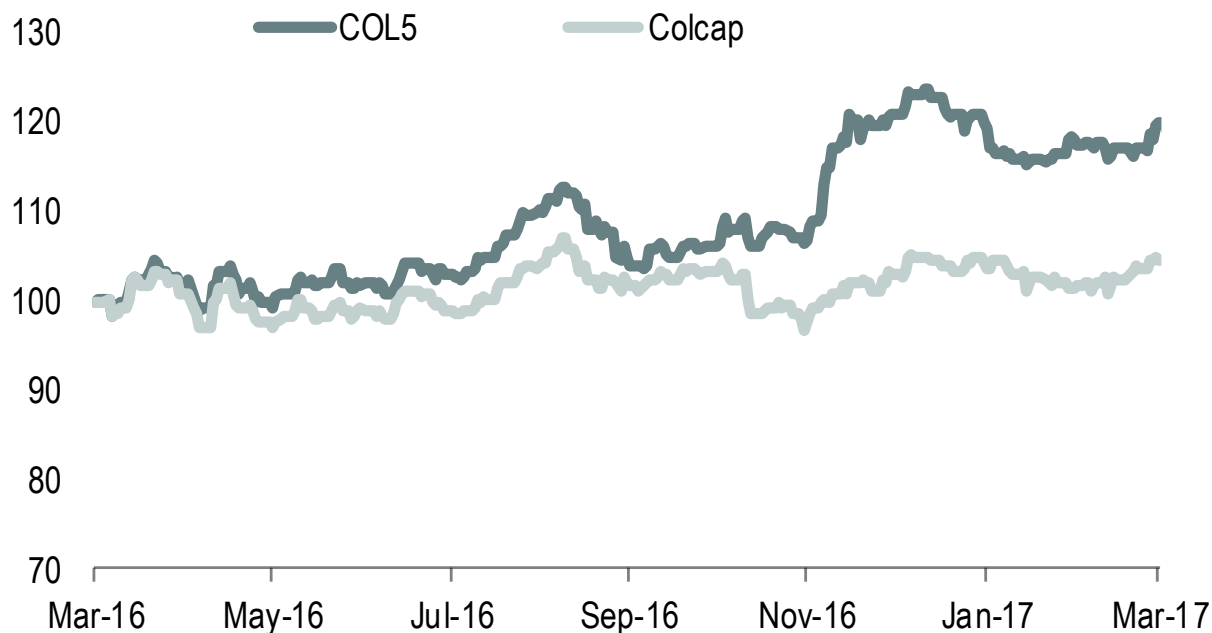
- Expectativas para Colombia permanecen sin modificación. Crecimiento sería de 2.1% a/a en 2017.
- Segundo semestre fortalecido por dinamismo de construcción y gasto público.
- Escándalos de corrupción podrían dilatar cierres financieros y adjudicación de nuevos proyectos
- Sin embargo, no interrumpirían recuperación del 2S17

Introducimos Grupo Argos, Davivienda y Éxito

Mantenemos a Nutresa y apuesta direccional con Canacol Energy

COL 5 – Cartera Recomendada

Supera consistentemente al Colcap desde 2016.



24/04/17	Día	Semana Corrida	Mes Corrido	Año Corrido	12 Meses	Desde Último Cambio	Desde Inicio
COL5	-0.3%	-0.9%	0.6%	-2.6%	14.0%	-1.1%	13.5%
COLCAP	0.4%	-0.3%	1.5%	2.0%	2.0%	0.0%	-1.4%
24/04/17	Día	Semana Corrida	Mes Corrido	Año Corrido	12 Meses	Desde Último Cambio	Desde Inicio
COL5 vs. COLCAP	-0.7%	-0.7%	-0.9%	-4.6%	12.0%	-1.1%	14.9%

GRUPO ARGOS

(MANTENER; P.O. COP 22,000)

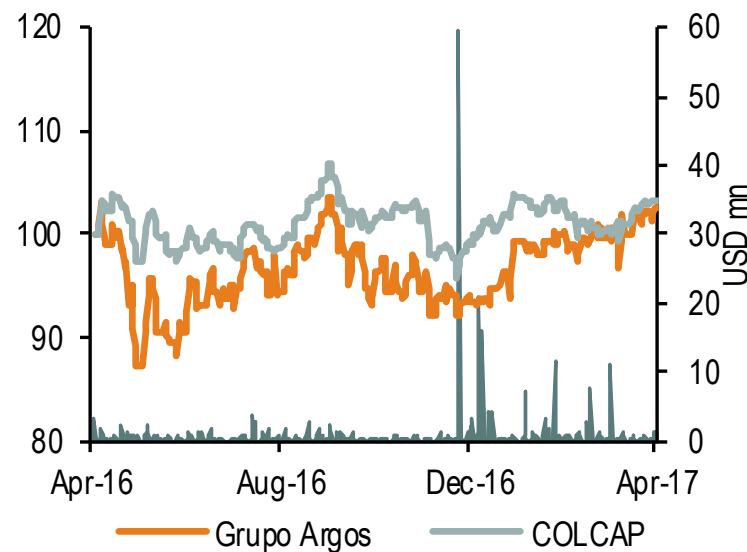
Captura de optimismo y apuesta de valor diversificada

Positivos (+)

- Descuento frente a NAV (~12%)
- Exposición a **infraestructura y construcción** de forma diversificada. 46% del portafolio expuesto a CEMARGOS y ODINSA.
- **ODINSA (98.55%)** = 3 concesiones viales maduras + Concesión aeropuertos de Bogotá y Quito + 2 proyectos 4G en construcción (Pacífico 2 + Malla Vial del Meta).
- **PACTIA (40%)** = Desarrollo inmobiliario GLA >450k m2
- Fortaleza fundamental de Celsia no descontada

Negativos (-)

- Débil coyuntura de construcción en 1S17
- Mayor competencia en oferta de cemento
- Apalancamiento consolidado (**3.7x** neto y **4.1x** bruto)



Grupo Argos

COP mn.	2015	2016E	2017E
Revenues	12,558,387	14,567,729	15,763,712
EBITDA	2,618,983	3,861,123	4,258,149
Net Income	301,000	537,492	732,384
EPS (COP)	368	657	895
FV/EBITDA	11.8x	9.9x	9.0x
P/E	42.1x	30.9x	22.6x
P/BV	0.9x	1.0x	1.0x
Div. Yield	1.6%	1.3%	1.4%
ROAE	2.1%	4.4%	4.5%
ROAA	0.8%	1.3%	1.7%

DAVIVIENDA

(MANTENER; P.O. COP 33,000)

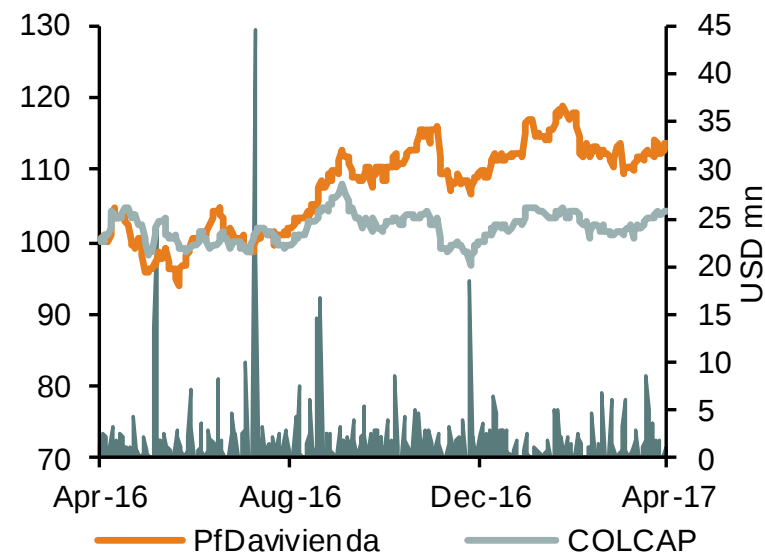
Subvaloración y momento de mercado

Positivos (+)

- Potencial de valorización de **9%** frente a mercado
- Momento de mercado llevaría precio a niveles de COP 30,000 por acción (actualmente ya por encima).
- Mejora en indicadores de solvencia para 1Q17 por desinversiones (de 6.5% en 4T16 a 7.8% 1T17E)

Negativos (-)

- Coyuntura de bajo crecimiento de cartera (6.9%E)
- Recortes de tasas presionarían NIM y utilidades (5 a 15pbE)
- Provisiones por hechos no recurrentes (Electricaribe, SITP, RDSII) pondrían presión a la utilidad neta.
- Exposición al segmento retail en Colombia (47% vs 34.5% de pares).



Davivienda

COP mn.	2015	2016E	2017E
Operating income	5,396,098	6,390,947	6,934,587
Provision exp.	(1,154,874)	(1,372,863)	(1,581,356)
Opex	(2,524,553)	(2,789,184)	(3,140,300)
Net Income	1,236,717	1,547,781	1,549,051
EPS (COP/share)	2,784	3,443	3,430
P/E	7.8x	8.7x	8.8x
P/BV	1.1x	1.4x	1.3x
Div. Yield	3.6%	2.8%	3.4%
ROAE	15.4%	16.9%	15.2%
ROAA	1.6%	1.7%	1.6%

NUTRESA

(MANTENER; P.O. COP 27,750)

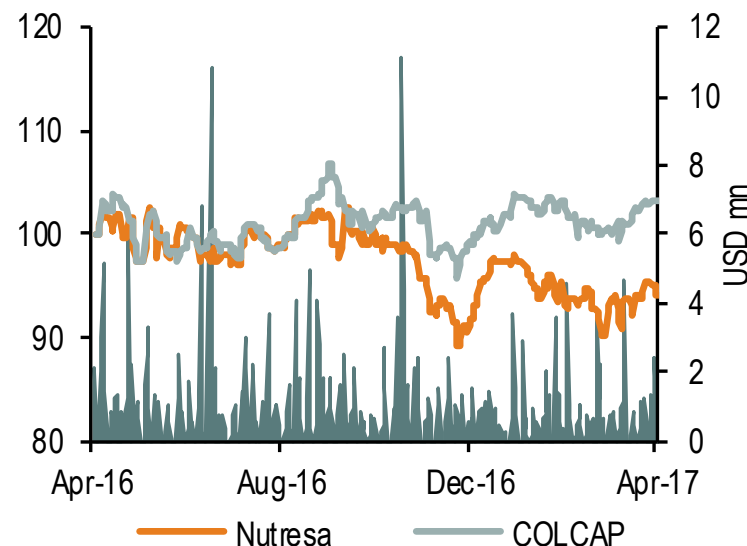
Naturaleza defensiva propicia para “flight to quality”

Positivos (+)

- Descuento de **16.7%** frente a valor fundamental.
- Activo resiliente a la coyuntura de bajo dinamismo.
- Posible incremento de márgenes vía costos. Menor presión de algunas materias primas (cacao y res)
- Diversificación en ingresos por geografías (62% Col, 38% Intl) y negocios (ninguno >25% ventas)
- Diversificación en costo de materias primas (ninguno >10%)

Negativos (-)

- Impacto de IVA en consumo y limitada capacidad de *passtrough* en el corto plazo.
- Compresión de márgenes en últimas adquisiciones (El Corral y TMLUC).



Nutresa

COP mn.	2015	2016E	2017E
Revenues	7,954,179	8,881,868	9,462,080
EBITDA	975,797	1,085,742	1,183,726
Net Income	428,110	436,059	499,827
EPS (COP/share)	930	948	1,086
FV/EBITDA	13.6x	13.0x	12.0x
P/E	24.3x	25.7x	22.4x
P/BV	1.3x	1.3x	1.3x
Div. Yield	2.0%	2.0%	2.1%
ROAE	5.3%	5.3%	5.9%
ROAA	3.4%	3.2%	3.6%

EXITO

(MANTENER; P.O. 16,090)

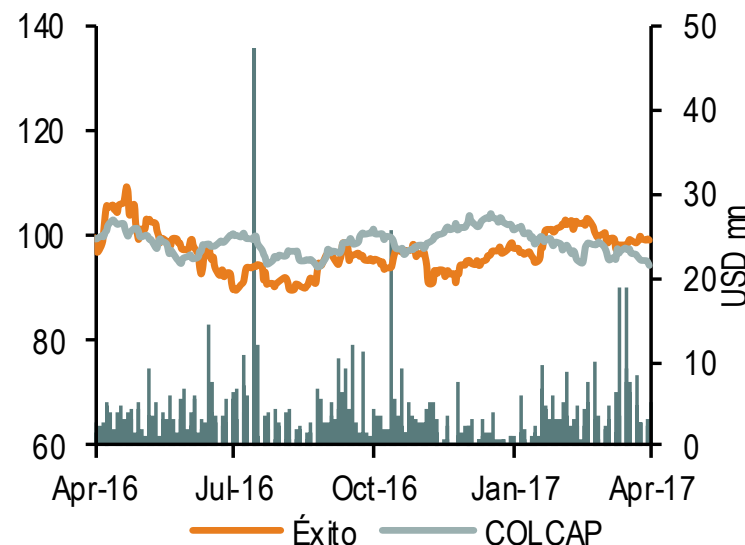
Subvaloración frente a DCF, recuperación en Brasil

Positivos (+)

- Resultados en Brasil muestran recuperación en SSS y market share.
- CBD ha rentado 12% en USD en los últimos 3 meses sin reflejarse en Éxito.
- Flujos a emergentes llegarían a la acción por su liquidez.

Negativos (-)

- Debilidad consumo y expectativas 1S17
- Competencia formatos bajo costo D1, OXXO, Gerónimo Martens, Justo y Bueno.
- Cuestionamientos sobre gobierno corporativo, genera 25% de descuento al DCF.
- Venta de Via Varejo plantea incertidumbre sobre uso que dará Casino al cash derivado de la misma.



Éxito

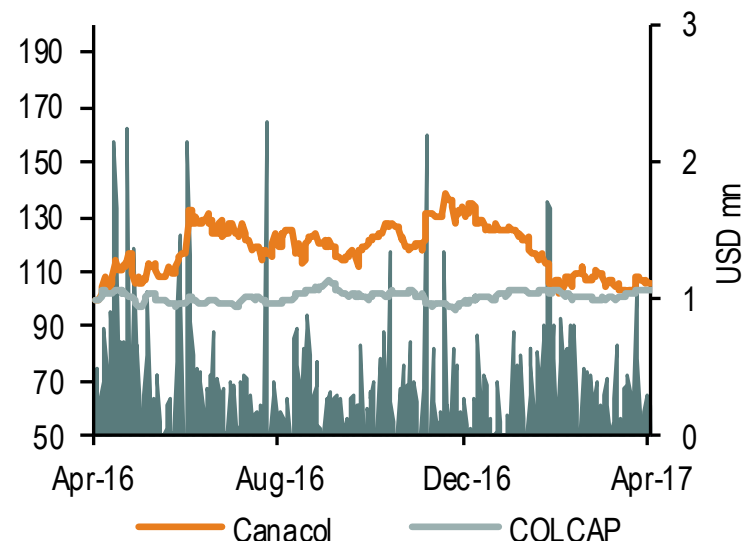
COP mn	2015	2016E	2017E
Revenues	33,402,211	77,092,867	73,166,045
EBITDA	2,021,324	3,904,965	3,960,367
Net Income	573,495	417,027	510,125
EPS (COP)	1,279	930	1,138
FV/EBITDA	8.2x	5.4x	5.4x
P/E	10.5x	16.4x	13.4x
P/BV	0.8x	0.9x	0.9x
Div. Yield	2.9%	4.4%	3.0%
ROAE	7.5%	5.5%	6.5%
ROAA	1.8%	0.8%	0.9%

CANACOL ENERGY

(COMPRAR; P.O. 11,300)

Fundamentales sólidos y proyectos de expansión

- **Catalizador:** Crédito sindicado (BNP Paribas líder) por **USD265 mn** para refinanciar obligaciones. Voto de confianza en proyectos de la compañía.
- **Próxima certificación de reservas :** incorporaría resultados de campaña de desarrollo de 2S16 (Clarinete 3, Nelson 5, 6 y 8).
- **Crecimiento basado en proyectos:** apunta a comercialización de 130 mmcfpd en Dic- 2017 y 230 mmcfpd en Dic-2018. Planes para **perforar 8 pozos este año** (6 en gas natural, 2 en crudo).
- Planea construir dos **gaseoductos:** uno de 80 km (40mmcf) (Jobo-Sincelejo) a través de un SPV de USD 50 millones y uno de 140 km (100mmcfpd) (Twin Jobo – Sincelejo y tramo Cartagena–Barranquilla) en manos de Promigas.



Canacol

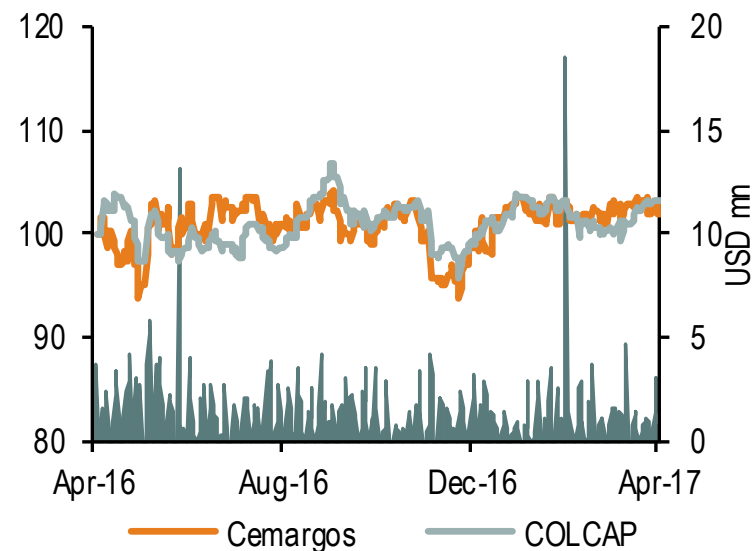
USD mn.	2015	2016E	2017E
Revenues	94	160	199
EBITDA	28	122	158
Net Income	-178	35	45
EPS (COP/share)	(790)	622	808
FV/EBITDA	17.1x	5.8x	4.4x
P/E	-1.5x	13.5x	10.4x
P/BV	0.9x	1.3x	1.2x
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%
ROAE	-52.6%	10.5%	11.9%
ROAA	-24.9%	5.0%	6.2%

CEMARGOS – Top Pick

(COMPRAR; P.O. COP 13,600)

4G y crecimiento en EE.UU favorecerán resultados.

- **4G y APP:** Principal motor de crecimiento en Colombia. 31 proyectos con capex de USD 11 bn y demanda estimada de 5Mt de cemento, frente a los que la compañía está bien posicionada para los próximos años.
- **Vivienda :** COP 1.6 bn de inversión para construir 450k hogares hasta 2018 favorecerían comportamiento de la compañía y la industria.
- **EE.UU :** al representar más del 50% de sus ingresos la operación de este país es cada vez más importante. Plan de infraestructura (USD 305 bn entre 2016 -2020) brindaría dinamismo a despachos.
- **Riesgos :** i) deterioro panorama macro ii) retrasos de ejecución iii) escándalo Odebrecht.



Cemargos

COP mn.	2015	2016E	2017E
Revenues	7,912,003	8,769,138	9,170,936
EBITDA	1,517,466	1,689,567	1,885,751
Net Income	491,357	491,158	559,953
EPS (COP)	361	361	411
FV/EBITDA	12.7x	13.9x	12.4x
P/E	26.8x	32.8x	28.8x
P/BV	1.6x	1.9x	1.9x
Div. Yield	1.9%	1.7%	1.7%
ROAE	6.5%	6.0%	6.6%
ROAA	3.0%	3.0%	3.0%

Resumen de Valoración - Colombia

Colombia

Company	Px Last	Px Target	Upside	Tot. Ret	Rating	Mkt. Cap	ADTV
Avianca	2,620	2,720	3.8%	7.7%	UPERF	909.0	1.1
Bancolombia	28,660	30,000	4.7%	8.1%	HOLD	9,245	6.3
BVC	24.50	23.67	-3.4%	0.5%	BUY	159	0.2
Canacol	8,310	11,300	36.0%	36.0%	BUY	504	0.4
Celsia	4,350	3,740	-14.0%	-11.4%	UPERF	1,120	0.4
Cemargos	12,040	13,600	13.0%	14.7%	BUY	5,632	1.5
CLH	10,640	13,200	24.1%	24.1%	BUY	2,060	1.1
Corficolombiana	28,280	UR	UR	UR	UR	2,253	1.6
Davivienda	30,100	33,000	9.6%	13.1%	HOLD	4,731	2.6
Ecopetrol	1,360	1,300	-4.4%	-1.9%	UPERF	19,459	4.8
EEB	1,840	1,860	1.1%	5.2%	UPERF	5,879	0.3
ETB	633	690	9.0%	9.0%	BUY	782	0.1
Éxito	14,900	16,820	12.9%	16.0%	HOLD	2,321	3.6
Grupo Argos	20,260	22,000	8.6%	10.0%	HOLD	5,952	1.4
Grupo Aval	1,190	1,300	9.2%	14.4%	HOLD	9,227	1.8
Grupo Sura	38,920	44,200	13.6%	14.8%	BUY	7,748	2.8
ISA	11,540	10,070	-12.7%	-9.8%	HOLD	4,448	1.3
Nutresa	24,160	27,750	14.9%	17.0%	HOLD	3,868	1.2
Colombia Sample	1,366	1,477	8.1%	10.7%		7,434	19.4

Mercado de Renta Fija Local

Diferenciando entre el corto y el mediano plazo

Tasas reales de títulos con vencimiento a 10 años en moneda local...

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Average
Brazil							8.40%	5.88%	8.65%	5.90%	5.53%	4.15%	5.34%	5.48%	3.23%	5.84%
Chile					2.65%	3.14%	-1.25%	-1.01%	8.00%	4.26%	1.23%	3.88%	2.22%	-0.04%	0.44%	2.14%
Colombia	6.54%	7.33%	7.23%	7.49%	4.54%	6.60%	4.15%	3.78%	5.62%	3.60%	2.08%	3.87%	4.56%	2.89%	1.35%	4.78%
Mexico	6.34%	4.08%	4.82%	4.65%	4.94%	4.09%	3.83%	1.80%	4.26%	2.47%	2.90%	2.09%	1.57%	1.86%	3.36%	3.54%
Peru						6.01%	0.63%	-2.47%	4.86%	2.94%	0.45%	1.94%	2.55%	2.29%	2.56%	2.18%
South Korea	3.50%	2.77%	1.61%	1.71%	2.31%	2.99%	1.69%	1.41%	2.31%	1.72%	-0.01%	2.01%	2.15%	2.36%	1.40%	2.00%
Philippines	11.28%	10.55%	8.95%	5.10%	5.76%	4.26%	3.21%	0.30%	3.28%	3.43%	1.93%	1.93%	-0.60%	1.27%	3.67%	4.29%
India	4.10%	3.17%	2.76%	1.19%	1.55%	0.87%	2.31%	-1.57%	-7.07%	-1.49%	1.73%	-2.61%	-0.93%	2.56%	2.62%	0.61%
Indonesia			6.21%	4.94%	-4.15%	4.89%	2.78%	1.43%	8.15%	1.40%	3.49%	2.13%	-1.10%	-0.16%	1.82%	2.45%
Malasia	2.97%	2.41%	2.68%	2.77%	0.77%	1.20%	1.26%	-0.26%	2.93%	1.74%	0.85%	2.28%	0.42%	1.28%	1.49%	1.65%
Tailand	4.68%	3.00%	1.70%	1.73%	-0.79%	1.71%	1.42%	4.08%	0.28%	0.44%	0.11%	-0.14%	2.07%	2.97%	3.53%	1.79%
Taiwan	5.88%	2.74%	2.21%	1.03%	-0.15%	1.29%	-0.93%	1.01%	1.76%	0.15%	-0.61%	-0.37%	1.06%	1.01%	1.11%	1.15%
Hungary	1.08%	2.18%	1.06%	2.54%	3.18%	0.59%	-0.62%	4.55%	3.33%	2.46%	3.38%	2.83%	5.50%	5.80%	3.34%	2.75%
Poland	7.06%	4.95%	4.02%	2.41%	4.50%	3.80%	1.44%	2.70%	2.54%	2.62%	1.32%	2.58%	3.32%	4.55%	3.40%	3.42%
Czech Rep.	2.04%	4.28%	3.16%	1.96%	1.34%	2.04%	-1.01%	1.01%	3.71%	1.53%	1.34%	0.41%	0.70%	1.46%	0.52%	1.63%
South Africa	6.59%	-0.59%	9.42%	5.81%	4.42%	1.96%	-0.73%	-0.46%	2.28%	4.84%	2.13%	1.32%	1.81%	2.80%	3.22%	2.99%
Average	5.17%	3.91%	4.30%	3.33%	2.20%	3.03%	1.66%	1.39%	3.43%	2.38%	1.74%	1.77%	1.91%	2.40%	2.32%	2.73%
Latam Av.	6.44%	5.70%	6.03%	6.07%	4.04%	4.96%	3.15%	1.60%	6.28%	3.83%	2.44%	3.18%	3.25%	2.50%	2.19%	4.11%
ExLatam Av.	4.92%	3.55%	3.98%	2.84%	1.70%	2.33%	0.99%	1.29%	2.14%	1.71%	1.42%	1.12%	1.31%	2.35%	2.38%	2.27%

Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

...y tasas nominales de estos títulos vs. tasas de política monetaria...

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Average
Brazil							199 bps	-163 bps	458 bps	141 bps	139 bps	298 bps	157 bps	49 bps	-77 bps	134 bps
Chile					190 bps	54 bps	47 bps	-224 bps	601 bps	402 bps	27 bps	39 bps	73 bps	156 bps	121 bps	135 bps
Colombia	619 bps	959 bps	694 bps	690 bps	361 bps	387 bps	58 bps	224 bps	423 bps	388 bps	113 bps	216 bps	334 bps	216 bps	182 bps	391 bps
Mexico	1102 bps	1001 bps	899 bps	1008 bps	843 bps	830 bps	773 bps	20 bps	348 bps	248 bps	233 bps	123 bps	211 bps	302 bps	292 bps	549 bps
Peru						272 bps	-41 bps	-249 bps	387 bps	208 bps	96 bps	39 bps	148 bps	208 bps	282 bps	135 bps
South Korea	681 bps	657 bps	507 bps	476 bps	497 bps	516 bps	535 bps	257 bps	317 bps	227 bps	94 bps	69 bps	78 bps	118 bps	82 bps	341 bps
Philippines	765 bps	587 bps	492 bps	582 bps	450 bps	103 bps	178 bps	262 bps	382 bps	315 bps	171 bps	148 bps	-2 bps	1 bps	8 bps	296 bps
India	102 bps	-24 bps	-131 bps	-13 bps	69 bps	39 bps	20 bps	148 bps	209 bps	159 bps	-17 bps	26 bps	36 bps	57 bps	100 bps	52 bps
Indonesia			1168 bps	1165 bps	-50 bps	206 bps	156 bps	340 bps	465 bps	196 bps	140 bps	10 bps	-61 bps	43 bps	68 bps	296 bps
Malasia	420 bps	415 bps	391 bps	223 bps	130 bps	84 bps	20 bps	88 bps	206 bps	122 bps	88 bps	50 bps	63 bps	76 bps	78 bps	164 bps
Tailand	319 bps	296 bps	223 bps	275 bps	94 bps	34 bps	131 bps	178 bps	255 bps	151 bps	40 bps	73 bps	152 bps	159 bps	124 bps	167 bps
Taiwan	196 bps	189 bps	78 bps	92 bps	-20 bps	-77 bps	-101 bps	28 bps	27 bps	-23 bps	-47 bps	-66 bps	-48 bps	-26 bps	-32 bps	11 bps
Hungary	795 bps	708 bps	682 bps	-132 bps	58 bps	-88 bps	-76 bps	-179 bps	287 bps	153 bps	61 bps	222 bps	293 bps	275 bps	209 bps	218 bps
Poland	1092 bps	579 bps	579 bps	41 bps	73 bps	125 bps	50 bps	109 bps	263 bps	230 bps	148 bps	80 bps	154 bps	150 bps	118 bps	253 bps
Czech Rep.	622 bps	490 bps	419 bps	231 bps	157 bps	127 bps	84 bps	239 bps	375 bps	312 bps	302 bps	277 bps	206 bps	151 bps	67 bps	271 bps
South Africa	189 bps	-176 bps	175 bps	202 bps	108 bps	-102 bps	-299 bps	-241 bps	172 bps	301 bps	286 bps	210 bps	231 bps	250 bps	182 bps	99 bps
Average	575 bps	473 bps	475 bps	372 bps	211 bps	167 bps	108 bps	52 bps	324 bps	221 bps	117 bps	114 bps	126 bps	137 bps	113 bps	239 bps
Latam av.	860 bps	980 bps	797 bps	849 bps	465 bps	386 bps	207 bps	-78 bps	444 bps	277 bps	122 bps	143 bps	184 bps	186 bps	160 bps	399 bps
ExLatam av.	518 bps	372 bps	417 bps	286 bps	142 bps	88 bps	63 bps	112 bps	269 bps	195 bps	115 bps	100 bps	100 bps	114 bps	91 bps	199 bps

Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

...sugieren que el nivel de equilibrio del TES a 10 años estaría contenido en el rango 6.0% - 8.5% (punto medio de 7.2%)

- Este ejercicio asume que:
 - ✓ Colombia mantiene el estatus de Grado de Inversión
 - ✓ Las variables macro se encuentran cerca de sus niveles de largo plazo (e.g. PIB, inflación, tasa repo)
 - ✓ No se presenta un deterioro marcado del escenario global que implique un “*sudden stop*” de flujos hacia EM.

Promedio de tasa real título 10 años EM moneda local

	2001 - 2015	2001 - 2007	2008 - 2015
EM	2.7%	3.4%	2.2%
EM Latam	4.1%	5.2%	3.2%
EM ex-Latam	2.3%	2.9%	1.7%

Promedio de tasa nominal título 10 años EM moneda local
vs. tasa de política

	2001 - 2015	2001 - 2007	2008 - 2015
EM	239 bps	340 bps	150 bps
EM Latam	399 bps	649 bps	180 bps
EM ex-Latam	199 bps	270 bps	137 bps

Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

Las recomendaciones de corto plazo tienen en cuenta el escenario previsto de menor inflación y tasa repo, así como aprobación de la reforma tributaria

Recomendaciones actuales mercado de renta fija local

Destacados renta fija	Nivel indicativo de compra
Financiero TF AAA a 2 años	6.80%
Financiero TF AAA a 5 años	6.85%
TES COP Sep-19	5.71%
TES COP May-22	6.02%
TES UVR Abr-19	2.80%

Fuente: Credicorp Capital

Información Relevante

Este reporte es propiedad de Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa y/o Credicorp Capital Colombia S.A Sociedad Comisionista de Bolsa y/o Credicorp Capital S.A.A y/o sus subsidiarias (en adelante denominadas conjuntamente, "Credicorp Capital"), por tanto, ninguna parte del material ni su contenido, ni ninguna copia del mismo puede ser alterada en forma alguna, transmitida, copiada o distribuida a terceros sin el consentimiento expreso de Credicorp Capital.

Al realizar el presente reporte, Credicorp Capital ha confiado en la información proveniente de fuentes públicas. Credicorp Capital no ha verificado la veracidad, la integridad ni la exactitud de la información a la que ha tenido acceso, ni ha adelantado o realizado procedimientos de auditoría respecto de ésta. En consecuencia, este reporte no importa una declaración, aseveración ni una garantía (expresa o implícita) respecto de la veracidad, exactitud o integridad de la información que aquí se incluye, o cualquier otra información escrita u oral que se brinde a cualquier interesado y/o a sus asesores.

A menos que esté expresamente indicado, no se ha utilizado en este reporte información sujeta a confidencialidad ni información privilegiada que pueda significar la infracción a las normas del mercado de valores, o aquella que pueda significar incumplimiento a la legislación sobre derechos de autor.

Al analizar el presente reporte, el lector debe tener claro que el objetivo buscado no es predecir el futuro, ni garantizar un resultado financiero operativo específico, así como tampoco garantizar el cumplimiento de los escenarios presentados en la evaluación. Tampoco es brindar asesoría de inversión, ni opiniones que deban tomarse como recomendaciones de Credicorp Capital. La información contenida en este reporte es de carácter estrictamente referencial y así debe ser tomada. Asimismo, es necesario considerar que la información contenida en este reporte puede estar dirigida a un segmento específico de clientes o a inversionistas con un determinado perfil de riesgo distinto al suyo.

Salvo que esté expresamente indicado, el reporte no contiene recomendaciones de inversión u otras sugerencias que deban entenderse hechas en cumplimiento del deber especial de asesoría que asiste a los intermediarios del mercado de valores frente a los clientes clasificados como cliente inversionista. Cuando así sea, se especificará el perfil de riesgo del inversionista al cual se dirige la recomendación. El inversionista debe tener en cuenta que Credicorp Capital podría efectuar operaciones a nombre propio con las compañías que son analizadas en este tipo de reportes las que eventualmente podrían incluir transacciones de compra y venta de títulos emitidos por éstas.

Es importante tener en cuenta que las variaciones en el tipo de cambio pueden tener un efecto adverso en el valor de las inversiones.

Es de entera y absoluta responsabilidad del cliente determinar cuál es el uso que hace de la información suministrada y por ende es el único responsable de las decisiones de inversión o cualquier otra operación en el mercado de valores que adopte sobre la base de ésta.

El resultado de cualquier inversión u operación efectuada con apoyo en la información contenida en este reporte es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza, no siendo responsabilidad de Credicorp Capital, dicho resultado, por lo que tampoco asume ningún tipo de responsabilidad, por cualquier acción u omisión derivada del uso de la información contenida en este documento.

Credicorp Capital recomienda proveerse de asesoría especializada en aspectos financieros, legales, contables, tributarios y demás que correspondan, antes de adoptar una decisión de inversión. En ningún caso la información aquí publicada puede considerarse como un concepto u opinión de tipo financiero, jurídico, contable o tributario, ni mucho menos como un consejo o una asesoría de inversión.

Credicorp Capital Andean Research Team

CONTACTOS

ANDEAN RESEARCH TEAM

Heinrich Lessau

Director de Research - Credicorp Capital
hlessau@credicorpcapital.com
 # (562) 24461704

RESEARCH ECONOMÍA

CREDICORP CAPITAL

Daniel Velandia

Director Research & Economista Jefe
dvelandia@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1505

Camilo Durán

Economista
caduran@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1383

Felipe Guzmán

Economista Senior
fguzman@credicorpcapital.com
 # (562) 2651 9385

Banco de Crédito BCP

Carlos Prieto

Gerente de Estudios Económicos
carlosprieto@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000 Ext 32605

Joao Ribeiro

Economista
jribeiros@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000 Ext 36308

Junior Aguilar

Economista
junioraguilar@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000 Ext 33048

Fernando Salgado

Economista
fernandosalgado@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000 Ext 36331

Diego Maguiña

Economista
dmaguina@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000 Ext 37015

Luis Ortega

Economista
luisortega@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000 Ext 33107

Luis Iberico

Economista
luisiberico@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000 Ext 37512

RESEARCH RENTA VARIABLE & RENTA FIJA

CHILE

Carolina Ratto Mallie

Gerente Research Renta Variable
cratto@credicorpcapital.com
 # (562) 2446 1768

Tomás Sanhueza

Analista Senior: AA&BB, Transporte, Telecom & I.T
tsanhueza@credicorpcapital.com
 # (562) 2446 1751

Andrés Cereceda

Analista: Salud, Fondos de Pésión, Papel y Celulosa.
acereceda@credicorpcapital.com
 # (562) 2446 1798

Frederic Cartallier

Analista: Utilities
fcartallier@credicorpcapital.com
 # (562) 2651 9332

German Wagemann

Analista
gwagemann@credicorpcapital.cl
 # (562) 2450 1688

Ana María Bauzá

Coordinadora de Research
abauza@credicorpcapital.com
 # (562) 2450 1609

Maria Eugenia Diaz

Asociado Senior Renta Fija
mediaz@credicorpcapital.com
 # (562) 2651 9308

Sergio M. Ferro, CFA

Analista Senior Renta Fija
sferro@credicorpcapital.com
 # (562) 2651 9368

COLOMBIA

Juan Camilo Dauder

Gerente Research Renta Variable
jdauder@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 4155

Carlos E. Rodriguez

Asociado: Infraestructura, consumo
cerodriguez@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1365

Sebastián Gallego

Asociado: Bancos
sgallego@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1594

Steffania Mosquera

Analista Senior: Transporte, TMT & I.T
smosquera@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1025

Ana María Marroquín

Practicante
equityresearch@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1021

Juan Camilo Ibañez

Practicante
jibanez@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1507

PERÚ

Héctor Collantes

Gerente Research Renta Variable
hcollantes@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333 Ext 33052

Jasmine Helme

Analista Senior: Consumo, Cemento y Construcción
jhelme@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333 Ext 36065

Jorge F. Tudela

Analista Senior: Utilities y Small-Caps
jtudela@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333 Ext 37854

Juan Pablo Brosset

Analista Renta Fija
jpbroset@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333 Ext 36018

Diego Caveró

Analista Senior Renta Fija
dcavero@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333 Ext 37946