

Presión soberana en Corporativos Colombianos

La rebaja de S&P sobre la calificación soberana de Colombia hacia BB+

S&P rebajó la calificación soberana de Colombia de BBB- hacia BB+, mientras que mantuvo la perspectiva en estable. La calificadora señala que se debe a la caída de la reforma tributaria original presentada hace un mes y la baja probabilidad de un ajuste fiscal estructural en los próximos años. Si bien se espera una reforma tributaria en los próximos meses, su calidad estructural será inferior a la propuesta inicial, un factor clave para las calificadoras de riesgo, en nuestra opinión.

El mayor riesgo de perder el grado de inversión (IG) para las empresas colombianas vendría de parte de Fitch. Después de la decisión de S&P, solo Grupo Sura (GRUPOS 26) pierde su estatus de IG ya que la compañía solo está calificada por S&P y Fitch. En el espectro de IG, S&P también rebajó la calificación de Ecopetrol y OCENSA, pero estas mantienen el grado de inversión por Fitch y Moody's. En general, el riesgo de una baja de clasificación hacia grado especulativo más relevante proviene de Fitch (Moody's tiene una calificación de Baa2 para Colombia). Estimamos que ~ USD 13bn en bonos colombianos seguirán al soberano si Fitch aprieta el gatillo, siendo TRAGSA, SUAMSA, GEB y PROMIGAS los únicos nombres que permanecerían en IG en Colombia. (Tabla 1)

A pesar del impacto limitado de la decisión de calificación de S&P sobre las empresas Colombianas, creemos que es probable que el mercado comience a incorporar en los precios de los activos la probabilidad de que Fitch siga los pasos de S&P (de hecho, el consenso anticipaba, en general, que Fitch iba a ser el primero en tomar esta decisión), lo que potencialmente podría desencadenar salidas de flujos de aquellos inversionistas que están forzados a vender activos de grado especulativo, generando presión sobre los bonos. Esto se podría ver aun mas exacerbado por el hecho de que, a pesar de que nosotros asignábamos una probabilidad de 70% a la pérdida del grado de inversión de Colombia, la decisión de S&P se dio antes de lo esperado. Dicho esto, creemos que bonos corporativos colombianos ya tenían incorporado en sus precios esta baja de clasificación, dado que se encontraban transando en línea con nombres BB+ y, por lo tanto, creemos que el impacto en precios será limitado una vez que se estabilicen los flujos.

Colombia

Josefina Valdivia

+(562) 2 2651 9308

jvaldivia@credicorpcapital.com

Alejandro Toth

+(562) 2651 9368

atoth@credicorpcapital.com

Cynthia Huaccha

+(511) 416-3333 Ext. 37946

chuaccha@credicorpcapital.com

IMPORTANT NOTICE (US FINRA RULE 2242) This document is intended for INSTITUTIONAL INVESTORS and is not subject to all of the independence and disclosure standards applicable to debt research reports prepared for retail investors. Credicorp Capital may do or seek to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Refer to important disclosures on page 6.

En su parte media de la curva, el soberano ya cotiza en línea con países como Paraguay (BB+) y solo 40pb más ajustado que Brasil (BB-), mientras que el diferencial contra México se ha ampliado a 60 bps. En cuanto a los corporativos, los bonos de Ecopetrol ya cotizan cerca de Petrobras (BB-), mientras que EPM ya cotiza por encima de la curva corporativa BB+. Por otro lado, los nombres financieros, como BANCOLO 25 y BANBOG 27 (ambos senior), ya se negocian a niveles atractivos frente a otros bonos bancarios senior como BANBRA e ITAU 25.

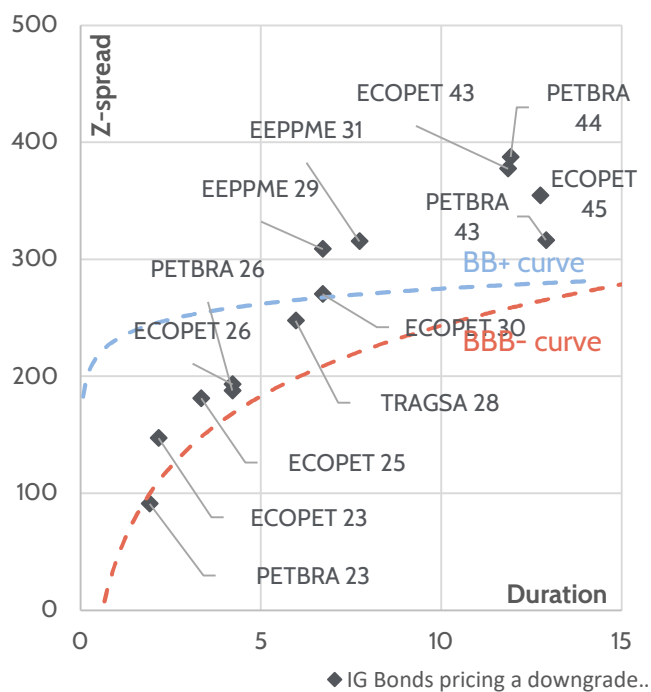
Dicho lo anterior, el efecto final en los precios de los bonos será función del ajuste fiscal y el crecimiento económico. Por ahora, una reforma tributaria de menor envergadura tiene una alta probabilidad de ser aprobada en el Congreso en los próximos meses, lo que debería permitir cierta estabilidad en el mediano plazo para las cuentas fiscales y, potencialmente, la situación social. Sin embargo, si este no es el caso, el mercado podría asignar una probabilidad mayor a un escenario más negativo, que incorpore nuevas rebajas de calificación, que es algo que creemos no está completamente descontado en los niveles actuales.

En Colombia, mantenemos nuestra recomendación de sobreponderar para BANCOLO 29, DAVIVI Perpetual y BANBOG 26 en los niveles actuales. Estamos favoreciendo a los bonos que ya tenían una clasificación de grado especulativo ya que podrían evitar la potencial volatilidad. Los bancos han comenzado a mostrar una postura conservadora, aumentando la cobertura y manteniendo una sólida capitalización, los cuales son impulsores relevantes desde la perspectiva de la renta fija (especialmente para los bonos subordinados con cláusulas relacionados a sus índices de solvencia). Por último, seguiremos de cerca cualquier potencial impacto en precios en bonos que podrían sufrir presión dado el contexto pero que mantendrá el grado inversión incluso si Fitch toma la decisión de bajar la clasificación del soberano, como SUAMSA y TRAGSA. También seguiremos la curva de Ecopetrol, dado que mantenemos una visión positiva de los fundamentales de la compañía y la rápida recuperación esperada en el apalancamiento este año, por lo que cualquier movimiento de venta relacionada con el soberano podría abrir puntos de entrada atractivos.

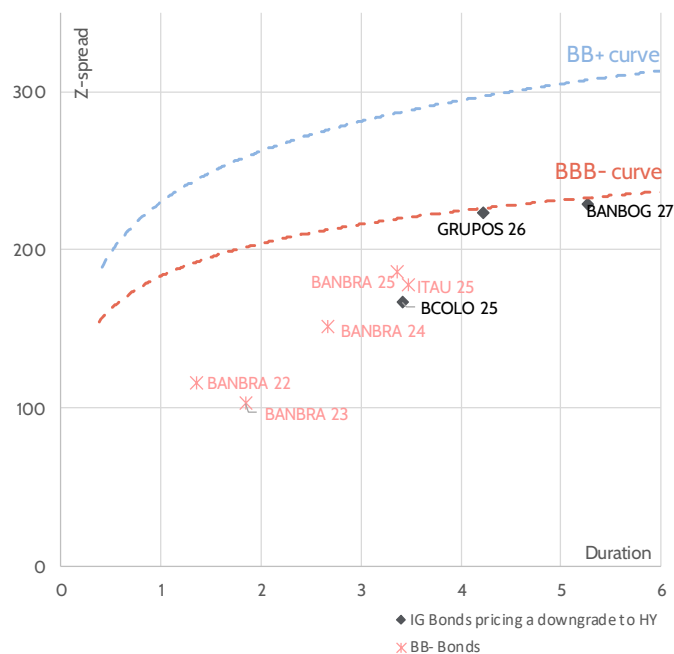
Downgrade Risks in Colombia

Bond	Rank	Rating S&P	Sov. Related	Rating Moody's	Sov. Related	Rating Fitch	Sov. Related	Rating Comp.	Out. (USD mn)
ECOPET 23	Sr.	BBB- negative	yes	Baa3 stable	-	BBB- negative	Yes	BBB-	1800
ECOPET 25	Sr.	BBB- negative	yes	Baa3 stable	-	BBB- negative	Yes	BBB-	1200
ECOPET 26	Sr.	BBB- negative	yes	Baa3 stable	-	BBB- negative	Yes	BBB-	1500
ECOPET 30	Sr.	BBB- negative	yes	Baa3 stable	-	BBB- negative	Yes	BBB-	2000
ECOPET 43	Sr.	BBB- negative	yes	Baa3 stable	-	BBB- negative	Yes	BBB-	850
EPPME 29	Sr.	- -	-	Baa3 negative	no	BBB- negative	Yes	BBB-	1000
EPPME 31	Sr.	- -	-	Baa3 negative	no	BBB- negative	Yes	BBB-	575
TRAGSA 28	Sr.	- -	-	Baa3 stable	-	BBB stable	-	BBB-	750
GECB 30	Sr.	- -	-	Baa2 negative	Yes	BBB stable	-	BBB	400
OCENSA 27	Sr.	BBB- negative	yes	Baa3 stable	-	- -	-	BBB-	500
PROMIG 29	Sr.	- -	-	Baa3 stable	-	BBB- stable	-	BBB-	520
BCOLO 25	Sr.	- -	-	Baa2 negative	Yes	BBB- negative	Yes	BBB-	950
GRUPOS 26	Sr.	BBB- negative	yes	- -	-	BBB- negative	-	BBB-	500
SUAMSA 24	Sr.	- -	-	Baa1 stable	-	BBB negative	-	BBB	500
SUAMSA 27	Sr.	- -	-	Baa1 stable	-	BBB negative	-	BBB	350
BANBOG 27	Sr.	BB+ stable	-	Baa2 negative	Yes	BBB- negative	Yes	BBB-	600

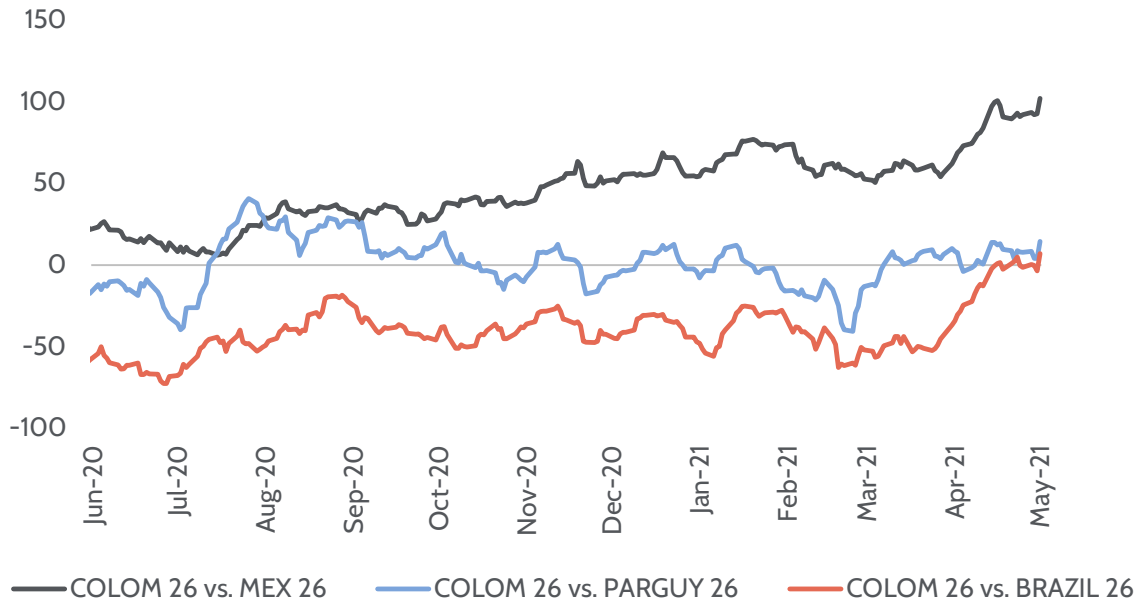
Colombian IG Corp. vs Cembi comparables



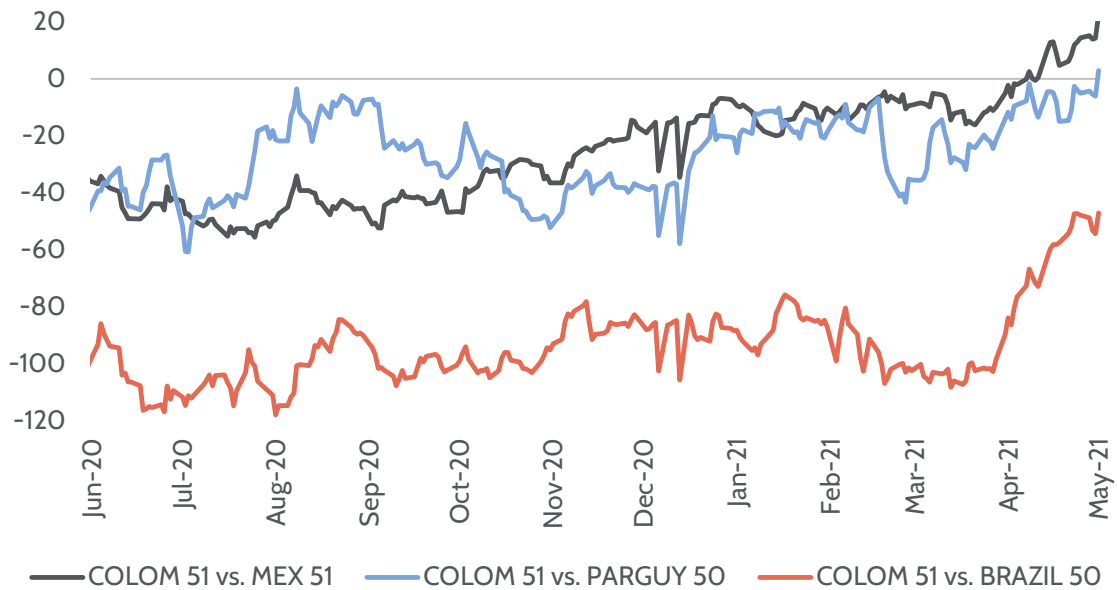
Colombian IG Fin. vs Cembi comparables



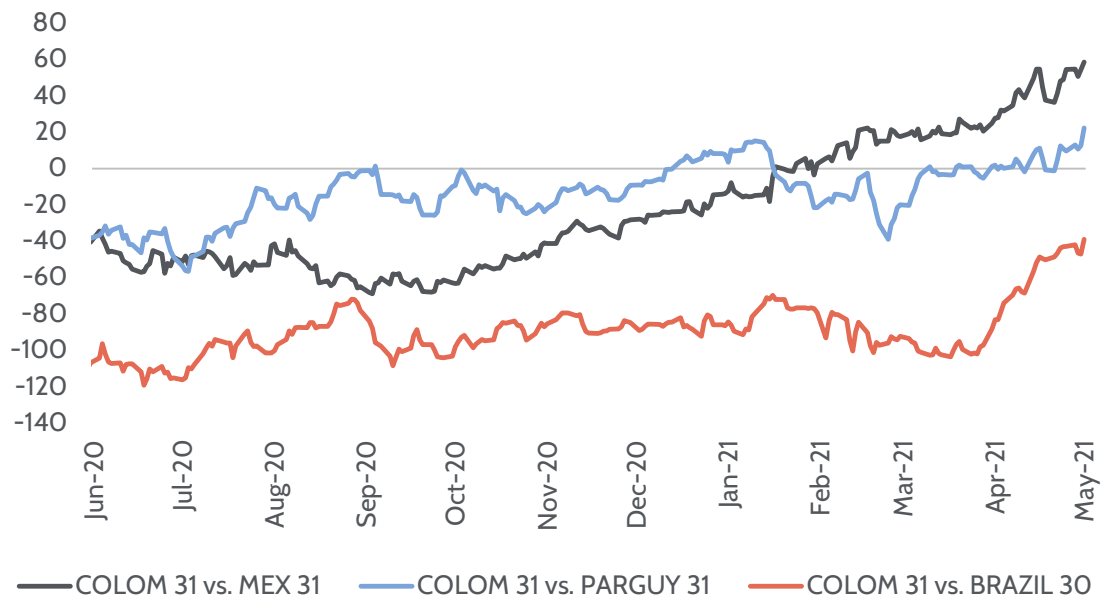
Z-spread Differential Colombia Sovereign vs Peers – 5Y



Z-spread Differential Colombia Sovereign vs Peers – 10Y



Z-spread Differential Colombia Sovereign vs Peers – 30Y



10-year CDS





Important Disclosures

This report is property of Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa and/or Credicorp Capital Colombia S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa and/or Credicorp Capital S.A.A. and/or its subsidiaries (hereinafter jointly called "Credicorp Capital"), therefore, no part of this the material or its content, nor any copy of it may altered in any way, transmitted, copied or distributed to any third party without prior and express written consent of Credicorp Capital.

In making this report, Credicorp Capital has relied on information from public sources. Credicorp Capital has not verified the truthfulness, completeness or accuracy of the information accessed, nor has audit the information in any way. Accordingly, this report does not constitute a statement, assertion or guarantee (express or implied) as to the truth, accuracy or completeness of the information contained herein or any other written or oral information furnished to any person and/or their advisors.

Unless otherwise stated, the information used in this report is confidential, nor is privileged information that may mean the violation of the rules of the stock market, or that it could mean failure to comply with copyright legislation.

This report is not intended and shall not be understood in any way as to: a) predict the future or guarantee a specific financial result. b) ensure the fulfillment of the scenarios described in it. c) an investment advice or opinion that could be considered as Credicorp Capital recommendations.

The information contained in this report is only for referential purposes. While reading it, you should consider that the information contained in this report may be oriented to a specific segment of clients or investors, with a certain risk profile that may not be yours.

Unless otherwise stated, this report does not contain investment recommendations or other suggestions that may be understood to be given under the stock market intermediaries' special duty to clients classified as investors. When recommendations are made, the report will clearly specify the investors risk profile to which the recommendation is intended. Credicorp Capital can seek and/or conduct business with companies that are mentioned in the report, and they can also execute buying and selling transactions of shares that are mentioned.

It is important to state that the fluctuation in exchanges rates can have adverse effects on investments values.

It is client responsibility to determine how to use of the information contained in this report. Hence, he is the sole responsible for investment decisions or any other operation he might perform in the stock market based on this report. In other words, the investment or operation result made by the client using the information contained in this report is of its sole responsibility. Credicorp Capital does not assume any responsibility, obligation or duty for any action or omission derived from the use of this document.

Credicorp Capital recommends to their clients to ask for professional advice from financial, legal, accounting, tax experts before adopting an investment decision. Under no circumstances the information contained in this report may be considered as a financial, legal, accounting or taxation opinion, neither as a recommendation or investment advice.

CONTACT LIST

ANDEAN RESEARCH TEAM			SALES & TRADING		
Daniel Velandia, CFA Executive Director Research – Chief Economist dvelandia@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1505			Felipe García Head of Sales & Trading fgarcia@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext. 1132		
FIXED INCOME & ECONOMICS RESEARCH			FIXED INCOME SALES & TRADING		
CHILE	PERU	COLOMBIA	Andrés Nariño Director Sales Offshore anarino@credicorpcapital.com # (571) 339-4400 Ext. 1459	Alfredo Bejar Head of International FI alfredobejar@credicorpcapital.com # (511) 205 9190 Ext 36148	
Josefina Valdivia Team Leader Fixed Income Research jvaldivia@credicorpcapital.com # (562) 2651 9308	Cynthia Huaccha Fixed Income Associate chuaccha@credicorpcapital.com # (511) 416 3333 Ext 37946	Camilo A. Durán Senior Economist caduran@credicorpcapital.com # (5511) 339 4400 Ext. 1383	CHILE	PERU	COLOMBIA
Alejandro Toth Fixed Income Analyst atoth@credicorpcapital.com # (562)26519368		Diego Camacho Senior Economist dcamachoa@credicorpcapital.com # (571) 339 4400	Guido Riquelme Head of Capital Markets griquelme@credicorpcapital.com # (562) 2446 1712	Evangeline Arapoglou Head of international FI Sales earapoglou@credicorpcapital.com # (511) 416 3333 Ext 36099	Carlos Sanchez Head of Fixed Income csanchez@credicorpcapital.com # (571) 323 9154
Samuel Carrasco Madrid Senior Economist scarrasco@credicorpcapital.com # (562) 2446 1736		Daniel Heredia Economist dheredia@credicorpcapital.com # (571) 339 4400	Manuel Olivares Head of Sales molivares@credicorpcapital.com # (562) 2450 1635	Andrés Valderrama Fixed Income Sales jvalderama@credicorpcapital.com # (511) 416 3333 Ext 40352	Camilo Moreno Head of Sales cmoreno@credicorpcapital.com # (571) 323 9252
EQUITY RESEARCH			Juan Francisco Mas Fixed Income Sales jfmas@credicorpcapital.com # (562) 2446 1792	Guillermo Arana Sales Renta Fija garana@credicorpcapital.com # (511) 416 3333 Ext. 36144	Andrés Agudelo Fixed Income Sales aagudelo@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1768
Carolina Ratto Mallie Team Leader Equity Research Retail cratto@credicorpcapital.com # (562) 2446 1768			Diego Hidalgo Local Fixed Income Sales dhidalgo@credicorpcapital.com # (562) 2450 1693	Javier Carulla Sales Renta Fija javiercarulla@credicorpcapital.com # (511) 416 3333	Emilio Luna Fixed Income Sales eluna@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1761
CHILE	PERU	COLOMBIA	Lizeth Espiritu Local Fixed Income Sales lespiritu@credicorpcapital.com # (562) 2450 1619	Ana Lucia Rondón Medina Sales Renta Fija arondon@credicorpcapital.com # (511) 416 3333 Ext. 40339	Credicorp Capital, LLC Jhonathan Rico Fixed Income Sales jrico@credicorpcapital.com # 1 - 305-904-1170
Andrés Cereceda Team Leader Equity Research Chile Food&Beverage, Natural Resources, Transport acereceda@credicorpcapital.com # (562) 2446 1798	Miguel Leiva Team Leader Equity Research Peru Mining miguelleiva@credicorpcapital.com # (511) 416 3333	Sebastián Gallego, CFA Team Leader Equity Research Colombia Banks sgallego@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1594	Stefan Ziegele Fixed Income Sales sziegele@credicorpcapital.com # (562) 2446 1738	Angela Zapata Sales Renta Fija angelazapata@credicorpcapital.com # (511) 416 3333 Ext. 40339	
Andrew McCarthy VP- Utilities amccarthy@credicorpcapital.com # (562) 24461751	Enrique Grau Analyst - Infrastructure enriquegrau@credicorpcapital.com # (511) 416 3333	Steffania Mosquera Associate - Cement & Construction, Non Bank financials smosquera@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1025			
Diego Lanis Analyst dlanis@credicorpcapital.com # (562) 2450 1600	Mauricio Fernandini Analyst- Mining mauriciofemandini@credicorpcapital.com # (511) 416 3333	Daniel Mora Analyst- Banks dmora@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1609			
Maria Ignacia Flores Analyst miflores@credicorpcapital.com # (562) 2450 1600	Ana Paula Galvez Analyst - Utilities agalvez@credicorpcapital.com # (511) 416 3333	Nicolas Erazo Analyst - Utilities nerazo@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1365			
Agustina Maira Research Coordinator amaira@credicorpcapital.com # (562) 2434 6433		Carol Roca Junior Analyst - Consumer & Mining croca@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1507			
EQUITY SALES & TRADING					
Andre Suaid Head of Equities asuaid@credicorpcapital.com # (562) 2446 1710					
CHILE	PERU	COLOMBIA	Benjamin Ruiz- Tagle Equity Director bruiztagle@credicorpcapital.com # (562) 2446 1793	Rodrigo Zavala Head of Equity - Peru rzavala@credicorpcapital.com # (511) 313 2918 Ext 36044	Juan A. Jiménez Head of International Equity Sales jjimenez@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1701
			Jose Manuel Baeza Head of Equity Sales jbaeza@credicorpcapital.com # (562) 2450 1637	Renzo Castillo Equities Sales renzocastillo@credicorpcapital.com # (511) 416 3333 Ext 36167	Santiago Castro International Sales & Trading scastro@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1344
			Ursula Mitterhofer Senior Associate Sales & Trading umitterhofer@credicorpcapital.com # (562) 2450 1613	Maria Fernanda Luna Equities Sales marialunav@credicorpcapital.com # (511) 416 3333 Ext 36182	
			Camilo Muñoz Gortari Associate Equity Sales cmunoz@credicorpcapital.com # (562) 2446 1732	Alexander Castelo Equity Sales acastelo@credicorpcapital.com # (511) 416 3333 Ext 36153	
			Juan Cerda Pecarevic Associate Equity Sales jcerda@credicorpcapital.com # (562) 24501629		
			Néstor Rodríguez Gallardo Equity Trading nrodriguez@credicorpcapital.com # (562) 2446 1733		