ACTUALIZACIÓN DE CRÉDITO · SOBERANO **21 de juilo de 2026**

LatAm — Colombia · Eurobonos Soberanos USD/EUR

Crédito Soberano de Colombia: Operando la Transición de ADLE

De Operación Táctica a Sobreponderación Estructural, Con una Primera Mirada al Basis Efectivo-CDS

Visión Khorlan: Con el ciclo electoral resuelto, movemos la curva en USD de Colombia desde nuestro Tactical Buy previo, impulsado por el evento electoral, a una SOBREPONDERACIÓN permanente. Nuestro propio modelo de ajuste de curva ubica el vientre 2033–2035 entre 6 y 22pb barato y el tramo largo 2053/2054 ~20pb barato, frente a un outlier caro inequívoco (el 4,125% 2042) y algunos puntos caros dispersos en el tramo corto. Incorporando CDS por primera vez — protección a 5 años en 143pb, a 10 años en 242pb — los bonos en efectivo pagan más que el riesgo sintético hasta unos 7 años de duración; luego la relación se invierte: el efectivo luce caro frente al CDS más allá de los 8 años, lo cual solo refuerza nuestro llamado a evitar el 2042.

Recomendación: SOBREPONDERAR (desde Tactical Buy)

Ratings: Moody's Baa3 · S&P BB- · Fitch BB+

Bonos preferidos: COLOM 8,0% abr-33 · COLOM 8,0% nov-35

Presidente electo: Abelardo de la Espriella (ADLE), asume el 7-ago-26

OAS objetivo (vientre): 155–165pb (desde 176–199pb actual)

Evitar / riesgo de duración: COLOM 4,125% 2042 (outlier caro)

1. RESUMEN EJECUTIVO

El lastre electoral de Colombia ya quedó atrás. Retiramos el Tactical Buy impulsado por el evento electoral que manejamos durante la primera vuelta (29 de mayo) y la segunda vuelta (21 de junio), y lo reemplazamos por una SOBREPONDERACIÓN permanente sobre la curva soberana en USD. Ya se ha materializado aproximadamente 30–40pb de la compresión que buscábamos; lo que queda, a nuestro juicio, tiene menos que ver con el calendario electoral y más con si el gobierno entrante de Abelardo de la Espriella puede realmente ejecutar el mandato fiscal que le dieron los votantes.

Tres factores impulsan la mejora de recomendación. Primero, nuestro propio ejercicio de ajuste de curva sobre los bonos vigentes de Colombia muestra que el vientre sigue mal valorado — barato en el clúster 2033–2035, y de nuevo en el par de largo plazo 2053/2054, frente a un outlier caro inequívoco (el 4,125% 2042). Segundo, al comparar a Colombia con una canasta de pares regionales calificados BB en duración equivalente, la curva sigue operando entre 30 y 50pb por encima de ese grupo de pares, pese a ratings (Baa3/BB-/BB+) que comparan favorablemente con la mayoría de esos nombres. Tercero, incorporamos por primera vez una lectura del mercado de CDS a esta cobertura: en 143pb, la protección a 5 años opera considerablemente por debajo de la curva de efectivo, lo cual respalda mantener los bonos en lugar de buscar exposición sintética.

Nuestras preferencias siguen siendo el COLOM 8,0% abril 2033 y el COLOM 8,0% noviembre 2035, las dos expresiones más limpias de lo barato del vientre, con menos elementos idiosincráticos. Evitaríamos por completo el COLOM 4,125% 2042. Estamos menos convencidos de lo que sugeriría un simple enfoque de “extensión de duración”: a nuestro modelo le gustan más los bonos de cupón alto 2053/2054 que los de precio bajo 2051, que en realidad lucen levemente caros una vez que se toma en cuenta la forma de la curva.

2. LA POLÍTICA DESPUÉS DE LOS HECHOS: QUÉ HEREDA ADLE, Y QUÉ NO

Nuestra cobertura de este nombre ha seguido el proceso electoral desde febrero, y el resultado — el triunfo de de la Espriella — es el que nuestro posicionamiento de curva ha asumido desde fines de mayo. Eso hace que esta sección sea menos una vista previa y más un balance: ¿qué hereda realmente el gobierno entrante, y cuánto margen tiene para moverse?

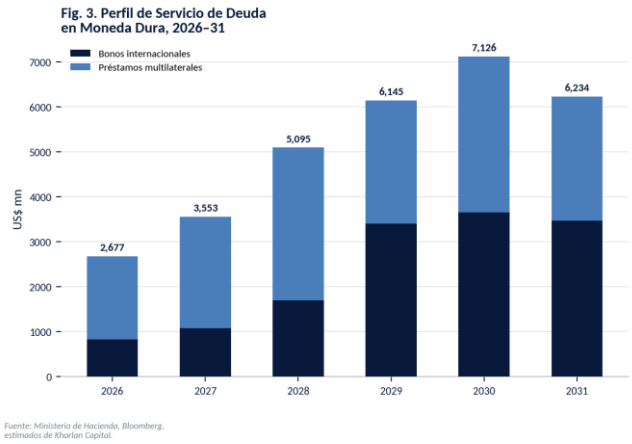
En lo económico: inflación cercana al 6%, todavía por encima de la mayoría de los pares regionales; crecimiento en torno al 2,6% con algunos vientos en contra señalados para 2027; y un déficit fiscal que estimamos cercano al 6,5–7,0% del PBI este año. Nada de eso es nuevo — es el mismo conjunto de cifras que el mercado de bonos ha venido descontando desde las primarias. Lo nuevo

es la composición del Congreso y el tamaño del mandato de ADLE, y en ambos frentes el gobierno entrante tiene menos margen de maniobra del que sugeriría un triunfo electoral claro: un margen de victoria estrecho, un Congreso fragmentado, y una base social/laboral que ha demostrado poder movilizarse rápidamente contra medidas fiscales impopulares.

Creemos que el camino realista es incremental, no drástico: ganancias de eficiencia antes que recortes profundos por el lado del gasto, un esfuerzo contra la evasión tributaria antes que nuevas tasas por el lado del ingreso, y un intento por reducir el costo de financiamiento — incluyendo un impulso declarado para extender y abaratar los vencimientos de la deuda multilateral — como alternativa de menor fricción frente a la austeridad fiscal. Mejores relaciones con Washington ayudan en el margen (menor riesgo de titulares/geopolítico) pero no son, por sí solas, un catalizador de compresión de spread. La calidad del gabinete importa más que cualquier anuncio de política puntual: nombramientos creíbles y con conocimiento de mercado le compran al gobierno tiempo y el beneficio de la duda que un equipo técnicamente más débil no obtendría.

3. PERFIL DE DEUDA Y ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO

La carga de deuda pública de Colombia es manejable para estándares de mercados emergentes y se inclina fuertemente hacia moneda local, con la exposición en moneda dura dividida de forma casi pareja entre bonos internacionales y préstamos multilaterales. El gráfico y el resumen a continuación muestran la forma de esa carga en moneda dura y las opciones de financiamiento que le quedan al gobierno entrante.



MÉTRICAS CLAVE DE DEUDA	
Deuda pública (total)	~US$318 mil mill. (est., may-2026)
Moneda local vs. FX	~75% local / ~25% FX
Vencimientos multilaterales	~US$15 mil mill., 2027–31
Déficit fiscal FY26 (est. Khorlan)	~6,5–7,0% del PBI
Prioridad de financiamiento	Multilateral primero, bonos oportunista

Con los vencimientos de bonos en moneda dura acumulándose hacia 2029–30, leemos el impulso de renegociación multilateral menos como una señal de debilidad fiscal y más como una decisión de secuenciamiento: financiamiento oficial más barato y a mayor plazo le compra tiempo al gobierno antes de que necesite volver al mercado de eurobonos en tamaño relevante. Para los tenedores actuales de bonos, eso implica una oferta neta limitada de nuevo papel en USD durante los próximos trimestres — un viento de cola técnico moderado para la tesis de compresión, además del caso fundamental.

4. VALOR RELATIVO

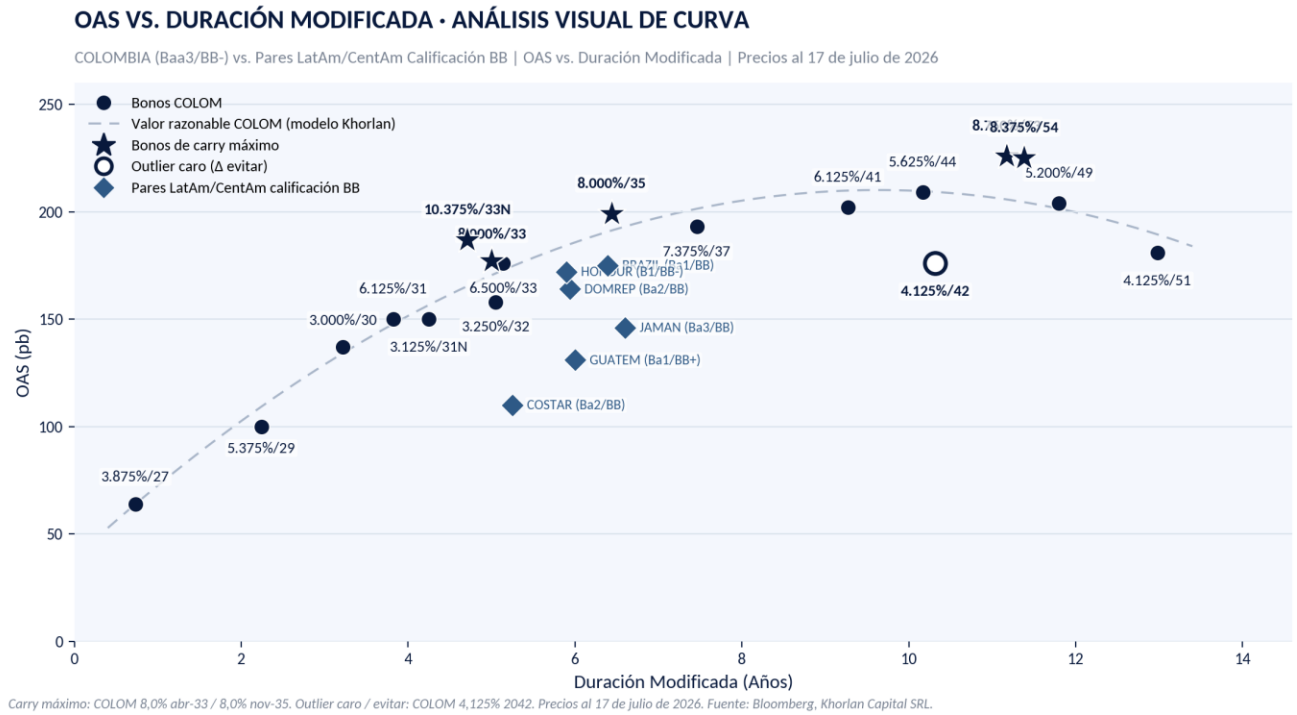
Consistente con el formato de la casa Khorlan, presentamos la curva completa de bonos vigentes de Colombia en USD frente a nuestro propio valor razonable de modelo, seguido del gráfico estándar de OAS vs. duración, comparado contra una canasta de pares LatAm y Centroamérica calificados BB.

TÉRMINOS Y BONOS VIGENTES DE COLOM · MOODY'S (BAA3) / S&P (BB-)

TICKER	CUPÓN	VENCTO.	BID	ASK	TIR	OAS	DUR	RTG	VS FV	REC
COLOM	3,875%	25-abr-27	99,34	99,48	4,76	64	0,73	Baa3/BB-	~Neutro	NEUTRAL
COLOM	5,375%	21-ene-29	100,09	100,23	5,34	100	2,24	Baa3/BB-	CARO ~9pb	SUBPONDERAR
COLOM	3,000%	30-ene-30	91,38	91,60	5,74	137	3,22	Baa3/BB-	~Neutro	NEUTRAL
COLOM	3,125%	15-abr-31	88,72	88,95	5,89	150	4,25	Baa3/BB-	CARO ~7pb	SUBPONDERAR

TICKER	CUPÓN	VENCTO.	BID	ASK	TIR	OAS	DUR	RTG	VS FV	REC
COLOM	6,125%	21-ene-31	100,91	101,11	5,89	150	3,82	Baa3/BB-	~Neutro	NEUTRAL
COLOM	3,250%	22-abr-32	86,66	86,86	6,03	158	5,05	Baa3/BB-	CARO ~13pb	SUBPONDERAR
★ COLOM	10,375%	28-ene-33	121,02	121,73	6,38	187	4,71	Baa3/BB-	BARATO ~22pb*	COMPRAR
COLOM	6,500%	21-ene-33	101,22	101,49	6,27	176	5,14	Baa3/BB-	~Neutro	NEUTRAL
★ COLOM	8,000%	20-abr-33	109,17	109,35	6,31	177	5,00	Baa3/BB-	MEJOR VALOR ★	SOBREPONDERAR
★ COLOM	8,000%	14-nov-35	109,45	109,72	6,62	199	6,44	Baa3/BB-	CARRY MÁX. ★	SOBREPONDERAR
COLOM	7,375%	18-sep-37	105,42	105,81	6,68	193	7,46	Baa3/BB-	CARO ~8pb	SUBPONDERAR
COLOM	6,125%	18-ene-41	92,38	92,76	6,97	202	9,27	Baa3/BB-	CARO ~8pb	SUBPONDERAR
⚠ COLOM	4,125%	22-feb-42	74,46	74,94	6,81	176	10,32	Baa3/BB-	CARO ~33pb ⚠	SUBPONDERAR
COLOM	5,625%	26-feb-44	84,83	85,04	7,15	209	10,17	Baa3/BB-	~Neutro	NEUTRAL
COLOM	5,200%	15-may-49	78,17	78,43	7,15	204	11,80	Baa3/BB-	~Neutro	NEUTRAL
COLOM	4,125%	15-may-51	66,72	67,22	6,96	181	12,98	Baa3/BB-	CARO ~8pb	SUBPONDERAR
★ COLOM	8,750%	14-nov-53	116,44	116,85	7,34	226	11,17	Baa3/BB-	BARATO ~20pb	COMPRAR
★ COLOM	8,375%	07-nov-54	112,39	112,66	7,33	225	11,38	Baa3/BB-	BARATO ~21pb	COMPRAR

*Bonos de carry máximo resaltados. COLOM 8,0% abr-33 / 8,0% nov-35 = mejor valor de la curva. COLOM 4,125% 2042 = riesgo de duración / outlier caro. Precios al 17 de julio de 2026. Fuente: Bloomberg, Khorlan Capital SRL. *El 10,375% 2033 aparece como el más barato según el modelo, pero es un bono legado de cupón alto y precio alto con menor liquidez que el resto de la curva — tratar la señal con cautela.*

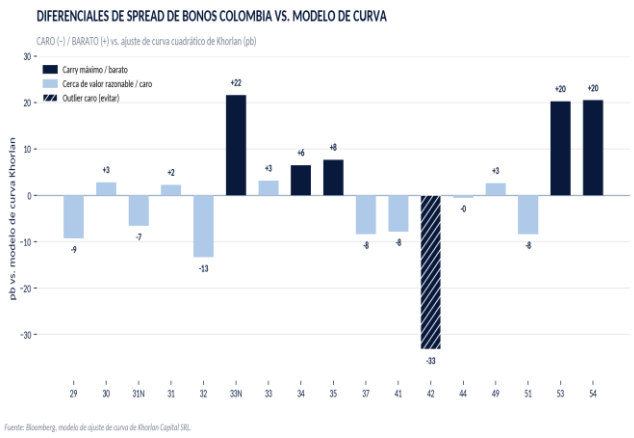


Carry máximo: COLOM 8,0% abr-33 / 8,0% nov-35. Outlier caro / evitar: COLOM 4,125% 2042. Precios al 17 de julio de 2026. Fuente: Bloomberg, Khorlan Capital SRL.

Leyendo la curva sin rodeos: el vientre (vencimientos 2033–2035) se ubica por encima de nuestra línea de valor razonable ajustada — es decir, barato — mientras que el tramo corto (2029–2032) y la mayor parte del sector de 9 a 13 años se ubican por debajo, con el 4,125% 2042 destacándose como un outlier claro. Frente a pares calificados BB de duración similar — Brasil, Costa Rica, República Dominicana, Guatemala, Honduras y Jamaica — el vientre de Colombia sigue operando entre 30 y 50pb por encima del OAS promedio de pares (~150pb), una brecha que luce generosa frente a un perfil de rating que es al menos comparable, y en algunos casos mejor, que ese grupo de pares.

Residuales del Modelo de Curva: Dónde la Curva Está Cara y Barata

El gráfico a continuación traduce el mismo ajuste de curva a un solo número por bono — la brecha entre el OAS real de cada bono y lo que nuestro ajuste cuadrático dice que debería ser, dada su duración. Las barras positivas son baratas (el bono ofrece más spread del que implica la forma de la curva); las negativas son caras.



MEJORES OPCIONES DEL MODELO	
8,0% abr-33	+6,5pb barato — SOBREPONDERAR
8,0% nov-35	+7,7pb barato — SOBREPONDERAR
8,75% 2053	+20,3pb barato — COMPRAR
8,375% 2054	+20,5pb barato — COMPRAR
3,25% 2032	−13,3pb caro — SUBPONDERAR
4,125% 2042	−33,2pb caro — EVITAR

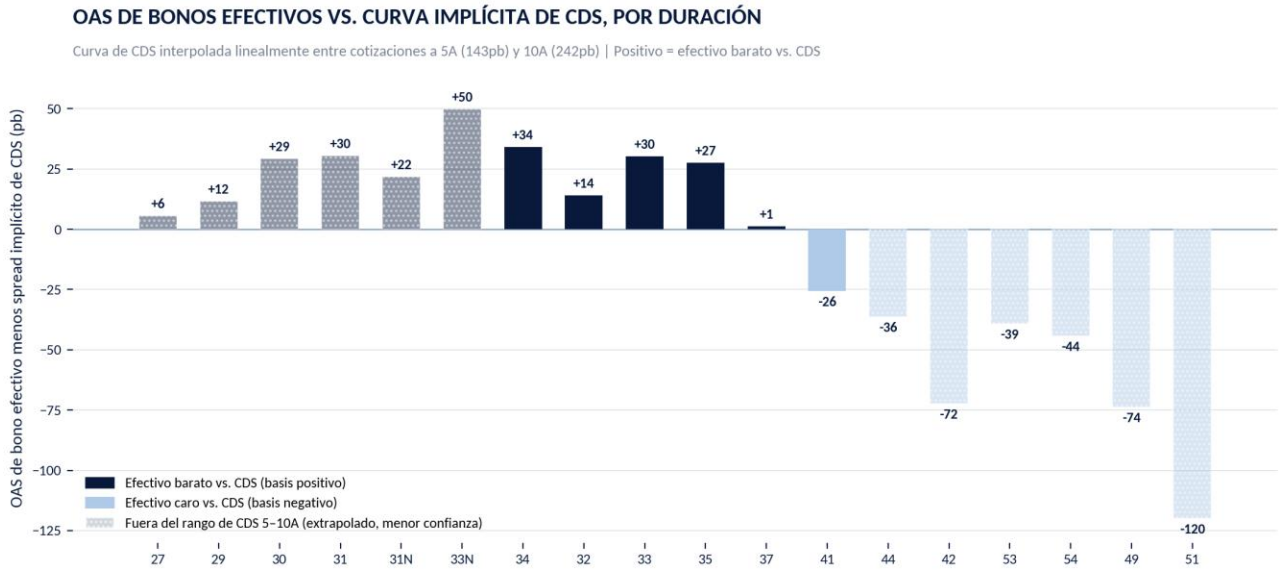
Fuente: Bloomberg, modelo de ajuste de curva de Khorlan Capital SRL.

5. MERCADO DE CDS: UN SEGUNDO DATO SOBRE EL VALOR

La curva de CDS de Colombia cotiza actualmente en **143pb para el vencimiento a 5 años** y **242pb para el de 10 años**, lo que implica una pendiente **5s10s** de aproximadamente **99pb**. Esta pendiente es significativamente más pronunciada que la observada en la curva de bonos en efectivo para un rango de duración comparable. Para evaluar el valor relativo, estimamos un diferencial implícito de CDS para cada bono en función de su duración efectiva, utilizando una interpolación lineal entre los puntos de 5 y 10 años. Los bonos cuyas duraciones se encuentran fuera de ese intervalo requieren extrapolación, lo cual se indica expresamente. Bajo este enfoque, la estructura de valor relativo cambia de forma, en lugar de desplazarse simplemente hacia niveles uniformemente más amplios o más estrechos.

Los bonos en efectivo se muestran baratos frente a la curva implícita de CDS hasta aproximadamente siete años de duración. Nuestros instrumentos preferidos —el **8.0% abril de 2033**, con una duración de **5,00 años** y un **OAS de 177pb** frente a un nivel implícito de CDS de aproximadamente **143pb**, y el **8.0% noviembre de 2035**, con una duración de **6,44 años** y un **OAS de 199pb** frente a un CDS implícito cercano a **172pb**— presentan una **base bono-CDS positiva** de aproximadamente **27–34pb**. Por su parte, el **7,375% 2037**, con una duración de **7,46 años**, cotiza prácticamente en línea con la curva implícita de CDS.

A partir de ese punto, la relación se invierte. El **6,125% 2041**, con una duración de **9,27 años** y un **OAS de 202pb** frente a un CDS implícito de aproximadamente **228pb**, cotiza alrededor de **25pb rico** en términos relativos. El **4,125% 2042** —ya identificado como un bono significativamente caro en el análisis de la curva de bonos en efectivo— cotiza **más de 70pb por debajo del nivel implícito del CDS**, reforzando nuestra recomendación de **evitar** esta emisión. Los bonos de vencimiento más largo (**2051, 2053 y 2054**) también aparecen caros bajo esta metodología. No obstante, dado que sus duraciones se sitúan entre **11 y 13 años**, estas comparaciones dependen de una extrapolación muy por encima del vencimiento más largo disponible en el mercado de CDS, por lo que otorgamos un peso limitado a la magnitud exacta de la aparente sobrevaloración.



Fuente: Bloomberg (bonos efectivos, cotizaciones de CDS a 5A/10A), interpolación lineal de Khorlan Capital SRL.

El mercado de CDS de Colombia está anclado por el contrato a 5 años, que constituye el punto de mayor liquidez y la referencia principal del mercado, mientras que el vencimiento a 10 años proporciona el siguiente punto relevante de la curva. Dado que los vencimientos intermedios no cotizan de forma activa, nuestro análisis requiere interpolar entre estos dos puntos de mercado y extrapolar más allá de ellos cuando corresponde. En consecuencia, las señales de valor relativo ajustadas por duración son sensibles a cambios en la pendiente de la curva CDS 5s10s. Por ejemplo, un aplanamiento de dicha pendiente reduciría la base positiva entre los bonos en efectivo y el CDS en el tramo medio de la curva, al tiempo que disminuiría la aparente riqueza de los bonos de mayor duración, incluso si los diferenciales de los bonos en efectivo permanecieran sin cambios.

Recomendación de operación: En el vientre (duración de 5–7 años), aplicaríamos el paquete de basis descrito anteriormente — poseer el bono en efectivo COLOM 8,0% abril 2033 y comprar protección de CDS de plazo equivalente — para asegurar los ~30pb de basis positivo mientras se mantiene la posición cubierta en términos crediticios; las cuentas sin acceso a CDS simplemente tienen una razón adicional para preferir el efectivo aquí, consistente con nuestra SOBREPONDERACIÓN. Más allá de los 8 años de duración, la lectura se invierte: para inversionistas que buscan exposición a Colombia de mayor plazo y pueden usar derivados, vender protección a 10 años en 242pb luce más eficiente que poseer los bonos en efectivo de duración equivalente, que parecen pagarle al inversionista menos de lo que el mercado de CDS implicaría como justo — y ofrece otra razón independiente para evitar específicamente el 4,125% 2042, donde la brecha efectivo-versus-CDS es la más amplia de la curva. Trataremos el tramo muy largo (12–13 años) solo como color direccional, ya que se ubica fuera del rango que realmente cubren nuestras dos cotizaciones de CDS.

Revisaríamos esta sección tan pronto contemos con cotizaciones vigentes en plazos adicionales (CDS a 2A, 7A o 15A en particular afinarían la interpolación de forma relevante), o si la propia pendiente 5a10a de CDS se mueve — un aplanamiento desde aquí reduciría lo barato del efectivo en el vientre y podría alinear el tramo largo sin ningún cambio en la curva de efectivo subyacente.

6. RIESGOS CLAVE

- Riesgo de capital político: un margen de victoria estrecho y un Congreso fragmentado podrían frenar la consolidación fiscal muy por debajo de lo que ya asume la revalorización post-electoral del mercado de bonos.
- Disturbios sociales/laborales: manifestaciones o huelgas lideradas por la oposición en respuesta a la disciplina de gasto o a una reforma de subsidios podrían retrasar la agenda de reformas y reintroducir riesgo de titulares.
- Shocks externos: la debilidad en precios de materias primas o un episodio más amplio de aversión al riesgo en mercados emergentes pesaría sobre los déficits gemelos de Colombia y podría frenar o revertir la compresión de spread, independientemente de la ejecución de política doméstica.

- Riesgo de renegociación multilateral: si las conversaciones para extender o repreciar los préstamos multilaterales se estancan, el gobierno podría necesitar apoyarse más en la emisión primaria de bonos, agregando presión técnica de oferta a la curva.
- Riesgo de convergencia del outlier caro: el COLOM 4,125% 2042 podría permanecer persistentemente caro si sigue beneficiándose de factores técnicos de índice o liquidez ajenos al valor fundamental; estar corto de liquidez en este nombre conlleva su propio riesgo.
- Riesgo de agencias calificadoras: los ratings divididos de Colombia (Baa3/BB-/BB+) implican que una acción de una sola agencia, positiva o negativa, podría mover la curva independientemente de la trayectoria fundamental que describimos aquí.

7. CONCLUSIÓN

Movemos la curva soberana en USD de Colombia a SOBREPONDERAR, cerrando el Tactical Buy que manejamos durante el ciclo electoral ahora que el resultado favorable al mercado ya se concretó y buena parte de la compresión ya ocurrió. Lo que queda es un caso más paciente y estructural: nuestro modelo de curva sigue mostrando barato el vientre y el tramo largo, la comparación de pares sigue mostrando a Colombia pagando de más frente a créditos regionales de calificación similar, y el mercado de CDS — nuevo en esta cobertura — confirma que los bonos en efectivo son la forma más barata de mantener este riesgo en este momento. Preferimos el COLOM 8,0% abril 2033 y el COLOM 8,0% noviembre 2035, evitaríamos por completo el COLOM 4,125% 2042, y vemos la brecha efectivo-CDS como una razón adicional para mantenerse en bonos en lugar de buscar exposición sintética. Revisaríamos esta visión ante cualquier cambio relevante en la tracción legislativa temprana del Congreso, avances (o falta de ellos) en la renegociación de deuda multilateral, un movimiento significativo en la cotización del CDS a 5 años, o un giro en el contexto más amplio de riesgo de mercados emergentes.

FUENTES

Bloomberg (precios de bonos, TIR, OAS, Z-spread, duración, ratings, CDS a 5 años); Ministerio de Hacienda de Colombia (estadísticas de deuda pública); acciones de rating publicadas por Moody's, S&P y Fitch; modelo de ajuste de curva y estimados de Khorlan Capital SRL. Los comentarios de mercado revisados como contexto general (no reproducidos) incluyen notas recientes de estrategia soberana LatAm que circulan entre mesas sell-side de mercados emergentes; todo el ajuste de curva, el análisis de barato/caro, el trabajo de basis de CDS y las recomendaciones de este informe son propios de Khorlan Capital.

AVISO LEGAL

Este informe ha sido elaborado por Khorlan Capital SRL ("Khorlan Capital") únicamente con fines informativos y de discusión, y está dirigido exclusivamente a inversionistas institucionales, inversionistas profesionales, compradores calificados, contrapartes elegibles, family offices y otros participantes de mercado sofisticados capaces de evaluar de forma independiente los riesgos de inversión. Este informe no constituye, y no debe interpretarse como, una oferta de venta, una solicitud de oferta de compra, ni una recomendación para comprar, mantener o vender ningún valor, instrumento financiero o estrategia de inversión en ninguna jurisdicción.

La información contenida en este documento ha sido preparada sin considerar los objetivos de inversión específicos, la situación financiera, la condición tributaria, la tolerancia al riesgo ni las necesidades particulares de ningún destinatario individual. Los destinatarios son los únicos responsables de realizar su propia investigación y análisis independiente de la información contenida en este documento y deben buscar asesoría legal, regulatoria, tributaria, contable, financiera y de otro tipo, de carácter independiente, antes de tomar cualquier decisión de inversión.

La información, opiniones, estimados, pronósticos, proyecciones, supuestos y análisis contenidos en este informe han sido obtenidos de, o se basan en, fuentes que se consideran confiables, incluyendo entre otras Bloomberg, información pública de las compañías, divulgaciones regulatorias, publicaciones de bancos centrales, fuentes gubernamentales, agencias calificadoras, participantes del mercado e información disponible públicamente. Sin embargo, Khorlan Capital no otorga ninguna representación ni garantía, expresa o implícita, respecto de la exactitud, integridad, confiabilidad, oportunidad o idoneidad de dicha información. Toda la información se proporciona "tal cual" sin garantía de ningún tipo. Khorlan Capital no asume responsabilidad alguna por actualizar o corregir la información contenida en este documento después de su publicación.

Cualquier opinión, estimado, pronóstico, objetivo de spread, evaluación de valor razonable, análisis de valor relativo, supuesto de recuperación, escenario de reestructuración, cálculo de valor presente neto, retorno esperado, precio objetivo u otra conclusión analítica contenida en este informe representa el juicio del personal de investigación de Khorlan Capital a la fecha de publicación y está sujeta a cambios sin previo aviso. Dichas opiniones pueden diferir de las expresadas por otros participantes del mercado o por otras divisiones, afiliadas o representantes de Khorlan Capital. Los resultados reales pueden diferir sustancialmente de cualquier estimado, supuesto o proyección discutidos en este documento.

Los escenarios ilustrativos, pruebas de estrés, análisis de recuperación, marcos de valoración y ejemplos hipotéticos se proporcionan únicamente con fines analíticos. No constituyen pronósticos, predicciones, garantías ni indicaciones de desempeño futuro. Los estimados de valor razonable y las metodologías de valoración son inherentemente subjetivos y dependen de numerosos supuestos, condiciones de mercado, consideraciones de liquidez, resultados legales y otros factores que pueden cambiar sustancialmente con el tiempo.

Los precios de mercado, rendimientos, spreads, niveles de credit default swaps, indicaciones de bid, indicaciones de oferta y otros datos de mercado presentados en este documento se basan en información disponible al momento de la publicación y podrían no reflejar niveles ejecutables de mercado. Ciertos valores discutidos pueden operar en entornos de liquidez limitada, y los precios cotizados podrían no estar disponibles en tamaño significativo o bajo las condiciones de mercado vigentes.

Las inversiones en valores de deuda de mercados emergentes, mercados frontera, deuda en dificultades (distressed), alto rendimiento, soberanos, cuasi-soberanos y corporativos conllevan riesgos sustanciales, incluyendo entre otros riesgo de mercado, riesgo de crédito, riesgo de incumplimiento, riesgo de liquidez, riesgo cambiario, riesgo de tasa de interés, riesgo político, riesgo regulatorio, riesgo legal, riesgo de reestructuración, riesgo de sanciones y riesgo país. Dichas inversiones pueden experimentar una volatilidad de precios significativa y pueden resultar en la pérdida de parte o la totalidad del capital invertido.

Ciertos valores discutidos en este informe pueden estar en incumplimiento, en dificultades, sujetos a reestructuración, ofertas de canje, litigios, procesos de insolvencia, desarrollos relacionados con sanciones u otras circunstancias extraordinarias. Los valores de recuperación, los resultados de reestructuración, el tratamiento a acreedores, las interpretaciones legales y los valores de acuerdo son inherentemente inciertos y pueden diferir sustancialmente de los supuestos contenidos en este documento.

Este informe puede discutir desarrollos políticos, elecciones, decisiones de política pública, temas de gobernanza, eventos geopolíticos o desarrollos legislativos únicamente como componentes del análisis crediticio, económico y de inversión. Dicho comentario no pretende ser incidencia política, respaldo, oposición, pronóstico electoral ni comentario partidista. Los desarrollos políticos y económicos siguen siendo inciertos y pueden evolucionar después de la publicación.

Las referencias a jurisdicciones, entidades, valores o individuos sancionados se proporcionan únicamente con fines informativos y analíticos. Nada de lo contenido en este documento debe interpretarse como un incentivo, facilitación, recomendación o asesoría para realizar ninguna transacción que viole las leyes, regulaciones, embargos o restricciones de sanciones aplicables impuestas por cualquier autoridad gubernamental o regulatoria.

El desempeño pasado no es indicativo de resultados futuros. Los retornos, spreads, recuperaciones, incumplimientos, reestructuraciones y resultados de mercado históricos no deben ser utilizados como indicadores de desempeño futuro. No puede darse ninguna garantía de que se alcanzará algún objetivo, estrategia, expectativa o pronóstico de inversión.

Salvo que se indique lo contrario, la terminología de calificación de Khorlan Capital refleja evaluaciones de valor relativo dentro de un universo comparable y no debe interpretarse como garantías de desempeño. "Sobreponderar" generalmente indica una expectativa de desempeño relativo superior frente a valores comparables, "Neutral" indica una expectativa de desempeño en línea general con valores comparables, y "Subponderar" indica una expectativa de desempeño relativo inferior frente a valores comparables. Dichas evaluaciones se basan en opiniones y pueden cambiar sin previo aviso.

Khorlan Capital, sus afiliadas, socios, directores, funcionarios, empleados, contratistas, clientes o personas relacionadas pueden, en cualquier momento, mantener posiciones largas o cortas en, actuar como principal en, negociar, adquirir, disponer de, o de otro modo tener intereses económicos en valores o instrumentos financieros discutidos en este informe. Khorlan Capital y sus afiliadas también pueden prestar servicios de asesoría, consultoría, mercados de capitales, reestructuración, colocación, investigación u otros servicios a los emisores aquí referenciados, y pueden buscar prestar dichos servicios en el futuro. En consecuencia, pueden existir conflictos de interés reales o potenciales.

Ni Khorlan Capital ni ninguna de sus afiliadas, directores, funcionarios, empleados, agentes o representantes serán responsables por daños directos, indirectos, incidentales, consecuentes, especiales, punitivos u otros, que surjan del uso de, la confianza en, o la incapacidad de utilizar este informe o cualquier información contenida en él.

Khorlan Capital no actúa como corredor de bolsa (broker-dealer), asesor municipal, asesor legal, asesor tributario ni agente de ningún destinatario en relación con este informe, salvo que se acuerde expresamente por escrito lo contrario. La recepción de este informe no crea ninguna relación de asesoría, fiduciaria, de agencia o de cliente.

La distribución de este informe puede estar restringida por ley en ciertas jurisdicciones. Las personas en cuya posesión llegue este informe son responsables de informarse y cumplir con todas las restricciones legales y regulatorias aplicables. Este informe no puede ser reproducido, redistribuido, transmitido, citado, publicado ni difundido de ninguna otra forma, en su totalidad o en parte, sin el consentimiento previo por escrito de Khorlan Capital SRL.

© 2026 Khorlan Capital SRL. Todos los derechos reservados.