

julio de 2023

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval



Estrategia **Renta Variable**
ORÁCULO BANCARIO
**¿Múltiplos atractivos
para comprar?**

Katherine Rojas

Analista de Renta Variable
angie.rojas@casadebolsa.com.com

Omar Suarez

Gerente de Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.com



El Oráculo Bancario

¿Múltiplos atractivos para comprar?

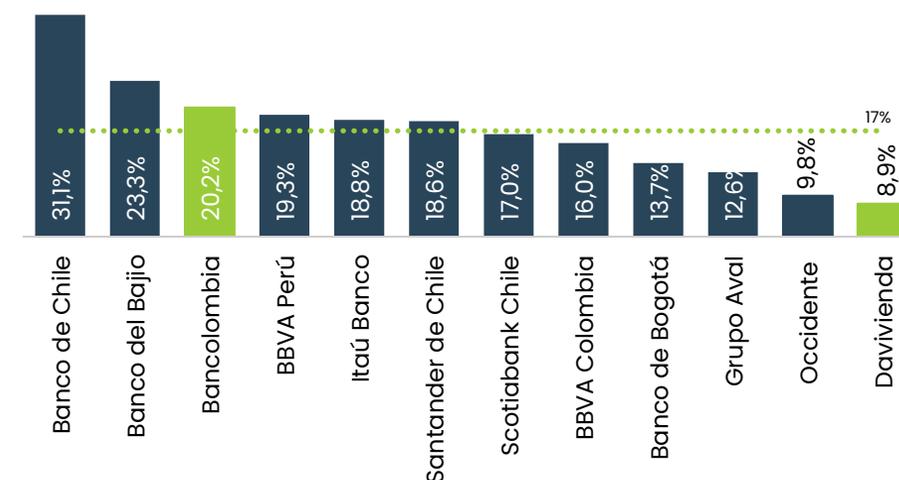
Dada la fuerte desvalorización de las acciones colombianas del sector bancario (que se ubican muy por debajo de niveles precovid), decidimos realizar un análisis de múltiplos, donde incluimos tanto una perspectiva histórica, cómo la comparación frente a los pares de la industria, teniendo en cuenta los fundamentales de cada uno de los bancos. De esta manera, nuestro análisis de múltiplos incluyó las siguientes perspectivas: **1)** Análisis histórico del múltiplo PVL, donde se incluyó una comparación frente a la dinámica de la industria; **2)** Un análisis regresivo, presentado en una gráfica de dispersión, de la relación positiva entre ROE y PVL; **3)** Comparables con múltiplos de transacciones relevantes en el Sector Financiero en América Latina y **4)** Análisis de Rentabilidad del Dividendo.

Por el lado de Davivienda, se puede observar que la acción presentó una fuerte caída, mayor al promedio de la industria y a la de Bancolombia. Asimismo, el ROE se ubica actualmente en 8,9% al 1T23, siendo el menor de los comparables analizados, reflejo de una importante reducción de las utilidades en medio de una coyuntura retardadora con altos gastos de provisiones y presiones importantes sobre el NIM. La importante desaceleración y deterioro de la cartera, especialmente la de consumo, ha venido presionando los resultados operativos del banco. De esta manera, el múltiplo Precio/Valor en Libros (PVL) se encuentra en mínimos históricos, ubicándose por debajo de los pares de la industria. Sin embargo, consideramos que una recuperación de las utilidades y del ROE generarían una presión alcista en el precio de la acción, especialmente en el 4T23 y con mayor claridad en el 2024.

Con respecto a Bancolombia, aunque la acción ha presentado una desvalorización relevante, se ha dado en menor proporción que Davivienda, en medio de un desempeño operativo favorable, reflejado en un ROE y Dividend Yield mayor a sus comparables. La acción transa a unos múltiplos bajos frente al promedio de la industria. El análisis de múltiplos arroja que la acción de Bancolombia luce subvalorada frente a sus comparables.

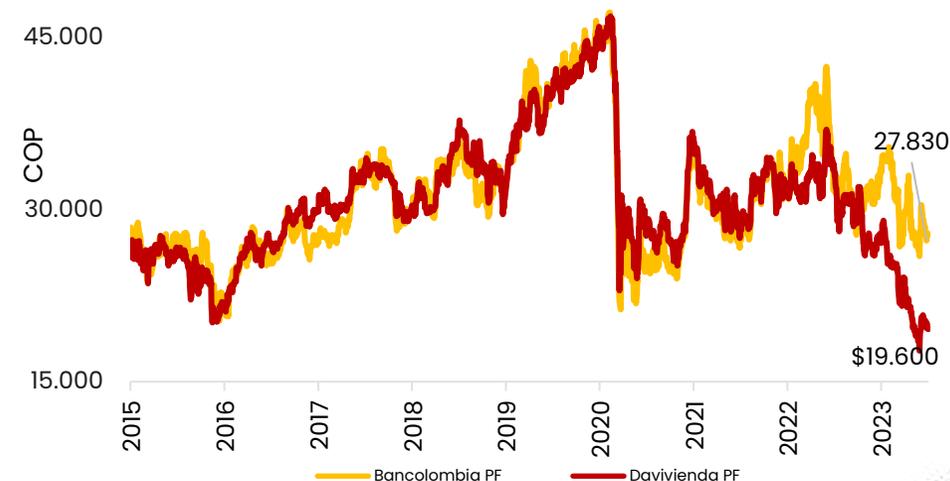
Bancolombia, con el ROE más atractivo de Colombia

Gráfica 1. ROE = Return on Equity. Indicador de rentabilidad. Cifras en %.



Davivienda, la acción más castigada en el 2023

Gráfica 2. Precio histórico de las acciones. Cifras en COP.



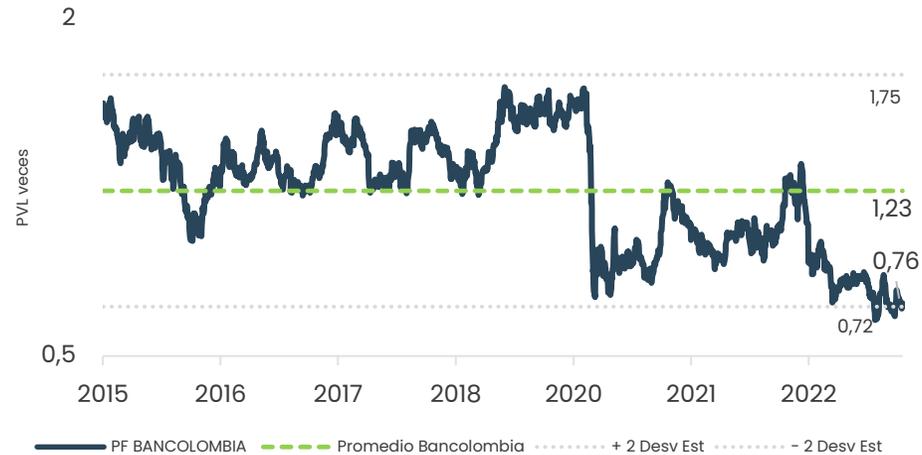
Fuente: Bloomberg, Presentaciones Financieras de las compañías. Cálculos: Casa de Bolsa SCB

Todos los cálculos se realizaron con la especie PF Bancolombia. Casa de Bolsa SCB informa que forma parte del Conglomerado Financiero Aval y Banco de Bogotá, por lo cual no tenemos un Precio Objetivo ni una recomendación frente a la acción de Grupo Aval v Banco Bogotá.

Precio/Valor en Libros (PVL) en mínimos históricos

PVL de Bancolombia por debajo de niveles Covid

Gráfica 3. PVL = Precio Valor en Libros



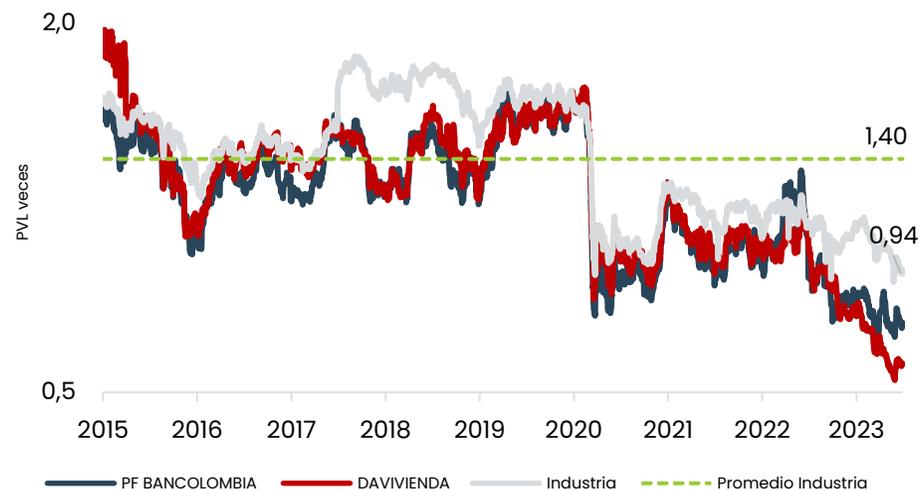
PVL de Davivienda en mínimo histórico

Gráfica 4. PVL = Precio Valor en Libros



PVL, alta correlación entre Bancolombia y Davivienda

Gráfica 5. PVL = Precio Valor en Libros



A nivel histórico, el múltiplo PVL de Bancolombia y Davivienda ha tenido una fuerte caída, ubicándose en mínimos históricos. En la gráfica 5 se puede observar una alta correlación histórica entre la acción de Bancolombia, Davivienda y el promedio de la industria, aunque en menor medida con esa última. Actualmente, la acción de Bancolombia (0,76x) y Davivienda (0,56x) se han separado de la industria (0,94x), y aún más de la media histórica (1,4x).

Asumiendo que tanto Bancolombia como Davivienda vuelvan a su media, sus precios deberían transar en COP 46.786 (+68,1%) y COP 44.834 (+124,2%) respectivamente. **En el caso en que transaran al promedio actual de la industria, los precios deberían ser de COP 35.949 (PF Bancolombia) y COP 32.926 (Davivienda), una valorización potencial de 29,2% y 68,0% respectivamente.**

ROE de Bancolombia lidera en Colombia

Múltiplos comparables del sector financiero en la región

Gráfica 6. ROE cifras en %. E= Cifras esperadas/proyectadas

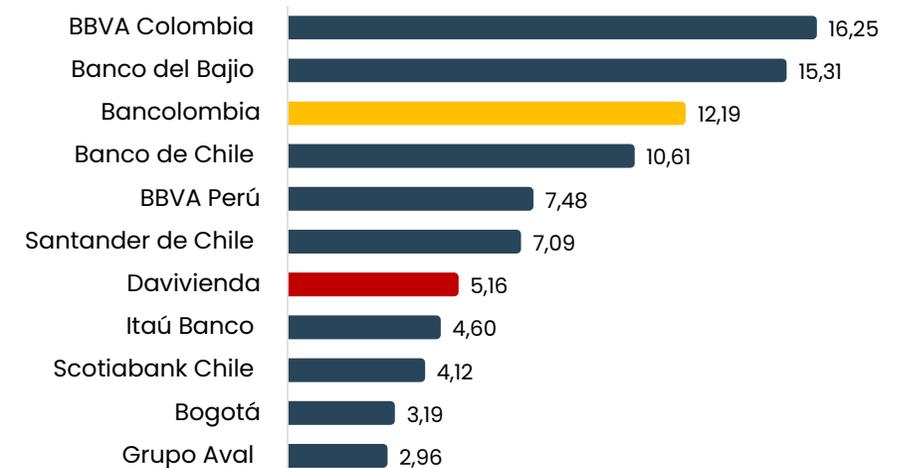
Comparables	ROE 12 M	PVL	PER 12 M	ROE E 12
Banco de Chile	31,1	1,75	5,95	21,2
Banco del Bajío	23,3	1,56	6,67	27,3
Bancolombia	20,2	0,73	3,23	17,6
BBVA Peru	19,3	1,32	6,66	-
Itau Banco	18,7	1,64	9,23	20,8
Santander de Chile	18,6	1,77	9,81	11,5
Scotiabank Chile	17,0	1,19	7,42	-
BBVA Colombia	16,0	0,64	5,32	-
Bogotá	13,7	0,74	6,45	14,5
Grupo Aval	12,6	0,70	7,12	10,5
Davivienda	8,9	0,56	6,75	11,7
Media	18,1	1,1	6,8	16,9
Mediana	18,6	1,2	6,7	16,0

Bancolombia, además de destacarse por un ROE superior respecto a sus pares colombianos, también resalta por ofrecer un Dividend Yield (Gráfica 8) mayor respecto a Davivienda y a la industria. Esto, como resultado de altas utilidades durante el 2022, que generan el menor múltiplo PER (Precio/UPA) de la región. En cuanto al múltiplo PVL, es uno de los más bajos de la industria.

Por el lado de Davivienda, el banco presenta el menor ROE 12 meses de la muestra, ubicándose en 8,9% frente a 20,2% de Bancolombia y 18,1% del promedio de la industria. En cuanto al Dividend Yield, se ubica por encima del promedio de los comparables (5,16% vs 3,2%), favorecido por su bajo precio en la acción.

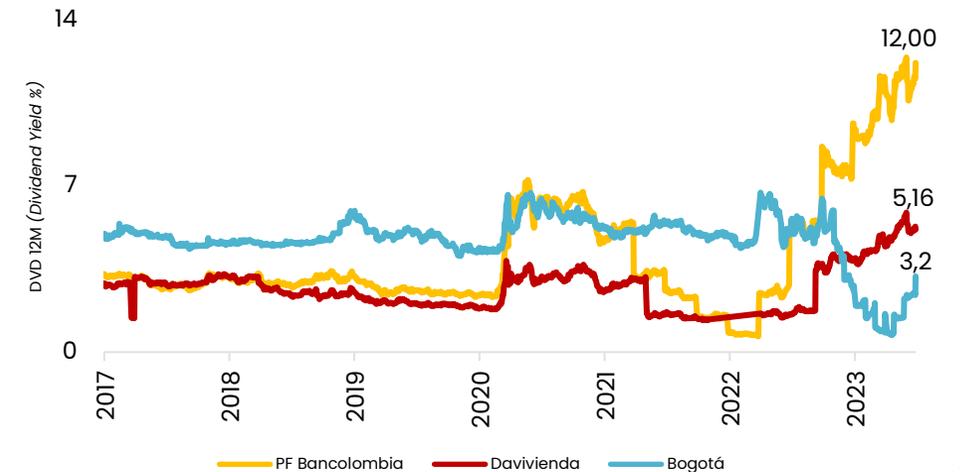
DVD, Davivienda alejado 63,8% del promedio de la industria

Gráfica 7. DVD = Dividend Yield 12 meses. Cifras en %.



DVD de Bancolombia supera en un 42% al de Davivienda

Gráfica 8. DVD = Dividend Yield 12 meses. Cifras en %.



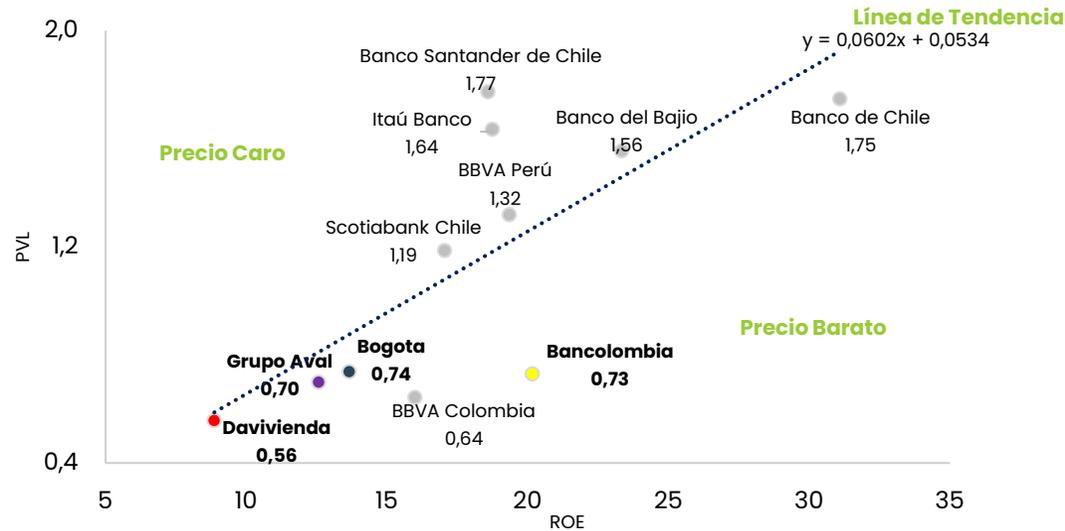
Fuente: Bloomberg, Presentaciones Financieras de las compañías. Cálculos: Casa de Bolsa SCB
Todos los cálculos se realizaron con la especie PF Bancolombia

Casa de Bolsa SCB informa que forma parte del Conglomerado Financiero Aval y Banco de Bogotá, por lo cual no tenemos un Precio Objetivo ni una recomendación frente a la acción de Grupo Aval y Banco Bogotá.

Recuperación de ROE favorecería acción de Davivienda

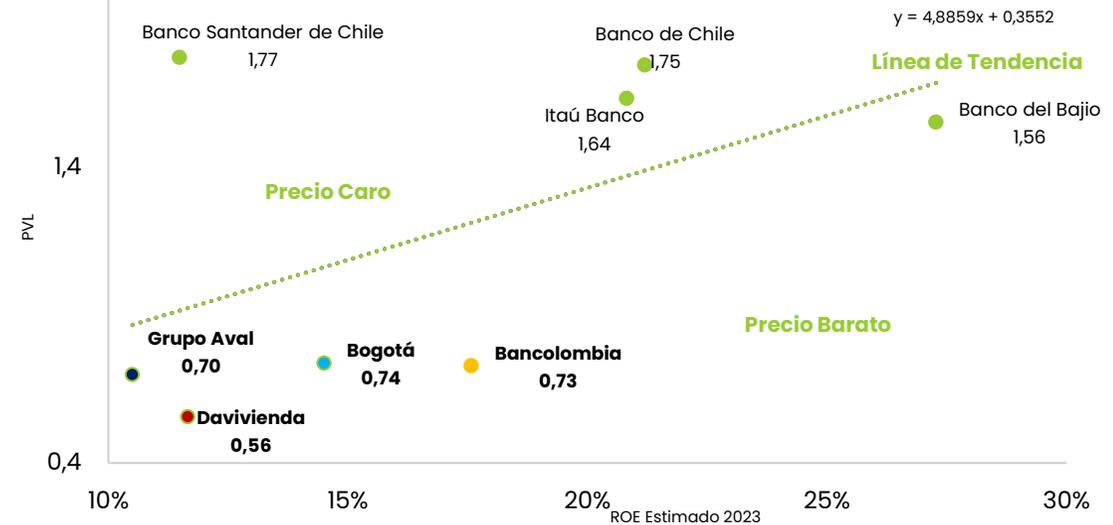
Bancos colombianos con múltiplo atractivo respecto a ROE

Gráfica 9. PVL = Precio Valor en Libros. Múltiplos Actuales.



Bancos podrían esperar múltiplos aún más bajos

Gráfica 10. PVL = Precio Valor en Libros. ROE Esperados a 2023.



Realizamos un análisis regresivo entre el múltiplo Precio/Valor en Libros (PVL) y el ROE 12 meses, donde se puede observar una clara relación positiva entre ambas variables. Por el lado de Davivienda, aunque la acción transa al menor múltiplo PVL (0,56x) frente a sus comparables, en la gráfica no se ve que la acción esté sobrevalorada o subvalorada, dado que su ROE 12 meses (8,9%) también es el menor de la industria. Mientras tanto, la acción de Bancolombia se ubica por debajo de la línea de regresión, mostrando que la acción se encuentra en zona de subvaloración, dado su bajo múltiplo PVL frente a su alto ROE 12 meses (20,2%).

Cuando analizamos el ROE Forward (*esperado*) vs PVL, el mercado estima una mejora del ROE de Davivienda (11,7%) y una ajuste a la baja en el ROE de Bancolombia (17,6%). Desde este punto de vista, ambas acciones se encuentran por debajo de la línea de regresión, es decir, lucen subvaloradas frente a sus comparables.

• Precio estimado por PVL:

Fórmula de Regresión	PVL E = 4,8859 x + 0,3552	
2023	Davivienda	Bancolombia
ROE e	11,7%	17,6%
PVL e	0,92	1,21
ROE Actual	8,9%	20,2%
Precio Actual	\$ 19.600	\$ 27.830
PVL Actual	0,56	0,73
Precio Estimado	\$ 32.558	\$ 46.315
Potencial de Valorización	66,1%	66,4%

Precio Estimado = Precio Actual / PVL Actual * PVL e
E= Esperados. Valores tomados de Bloomberg

Fuente: Bloomberg, Presentaciones Financieras de las compañías. Cálculos: Casa de Bolsa SCB
Todos los cálculos se realizaron con la especie PF Bancolombia

Múltiplos colombianos por debajo de transacciones

Top 5 - Transacciones más relevantes de M&A

Gráfica 11. En el Sector Financiero

Año	Emisor	Valor Transacción USD MM
2021	Bancolombia S.A.	150.743
2010	Itaú Unibanco Holding S.A.	100.000
2017	Banco Do Brasil S.A.	20.000
2015	ADCB Finance Limited	15.000
2019	BBVA México, S.A.	10.000



Para finalizar, quisimos revisar los múltiplos a los cuales se realizaron las transacciones de M&A en el sector financiero en América Latina. La mediana de dichas operaciones se realizó a un PVL de 1,42x y un PER de 9,64x, muy por encima de lo que transan hoy en día las acciones de Bancolombia y Davivienda. Suponiendo que ambos emisores cotizaran a la mediana de los múltiplos de transacciones de M&A, los precios de las acciones deberían ser de COP 49.835 para Davivienda y COP 54.292 para Bancolombia.

Como complemento, queremos mostrar la media de los Precios Objetivo para ambas acciones que aparecen en Bloomberg, donde Davivienda cuenta con una estimación de COP 27.225, equivalente a una valorización potencial de 38,9%, mientras el precio justo estimado para Bancolombia es de COP 39.572, equivalente a un aumento de 42,2% en la acción.

Múltiplos de las Transacciones entre 2008 y 2023

Gráfica 12.

	PER	PVL
Mediana	9,64	1,42
Media	10,28	1,69

Precios Estimados a partir de los múltiplos de las transacciones

• Precio Estimado por PVL:

	PVL 12 M Actual	Precio Actual	Precio Estimado
Davivienda	0,56	COP 19.610	COP 49.835
Bancolombia	0,73	COP 27.990	COP 54.292

Se uso la Mediana como medida base para calcular el Precio Estimado.

• Precio Estimado por Bloomberg:

	Precio Actual	Precio Estimado Bloomberg	Potencial de Valorización
Davivienda	COP 19.600	COP 27.225	38,9%
Bancolombia	COP 27.830	COP 39.572	42,2%

¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Juan David Ballén
Director de Análisis y Estrategia
juan.ballen@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22622



Ana María Reyes
Analista de Renta Fija
ana.reyes@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22602



Luis Felipe Sánchez
Analista Junior de Renta Fija
luis.sanchez@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22710



Juan Camilo Gutiérrez
Practicante
juan.gutierrez@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 23632



Omar Suárez
Gerente Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22619



Angie Katherine Rojas
Analista de Renta Variable
angie.rojas@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22703



Brayan Andrey Álvarez
Analista de Renta Variable
brayan.alvarez@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22636



Roberto Paniagua
Analista de Renta Variable
roberto.paniagua@casadebolsa.com.co
+57 (601) 606 21 00 Ext. 22703

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen. Tampoco representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa forma parte del Conglomerado Financiero Aval.

Contáctenos

analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co

Síguenos:

 @CasadeBolsaSCB

 CasadeBolsaGrupoAval

   Casa de Bolsa SCB Grupo Aval

 www.casadebolsa.com.co

Accede a todos
nuestros informes
escaneando el
siguiente código QR



Bogotá

t. (601) 606 21 00

f. 755 03 53

d. Cra 13 No 26-45, Oficina
502, Edificio
Corficolombiana

Medellín

t. (604) 604 25 70

f. 321 20 33

d. Cl 3 sur No 41-65, Of.
803, Edificio Banco de
Occidente

Cali

t. (602) 898 06 00

f. 889 01 58

d. Cl 10 No 4-47, Piso 21
Edificio Corficolombiana

Bucaramanga

t. (602) 898 06 00

f. 889 01 58

d. Cl 10 No 4-47, Piso 21
Edificio Corficolombiana

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores. La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente. La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción. Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen. Tampoco representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable, pero Casa de Bolsa no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa, Comisionista de Bolsa forma parte del Conglomerado Financiero Aval.

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

INFORMACIÓN DE INTERÉS

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.