

El Oráculo Bancario

Múltiplos de Bancolombia llaman la atención

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

**29 de septiembre de
2022**

Alejandro Ardila
Analista de sector Financiero
alejandro.ardila@casadebolsa.com.co

Omar Suárez
Gerente Estrategia Renta Variable
omar.suarez@casadebolsa.com.co

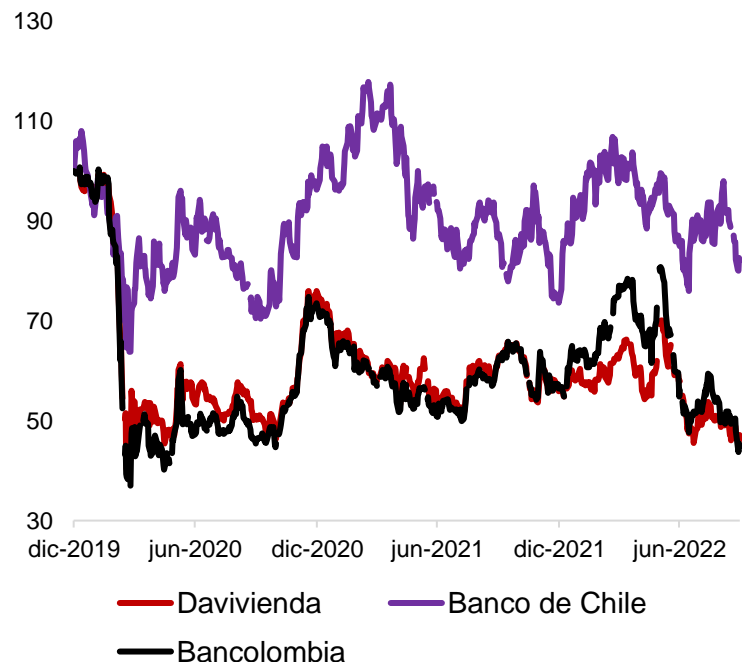
El Oráculo Bancario

Utilidades bancarias impulsadas por buena dinámica económica

Durante lo corrido del año hemos observado una buena dinámica de la economía colombiana, donde para el 2022 se espera un crecimiento económico positivo del 8% (Corficolombiana), siendo de los mayores de América Latina. Lo anterior **se ha visto reflejado en incrementos a doble dígito de la cartera de crédito a nivel general, jalonado principalmente por el comportamiento del consumo y la demanda de vivienda, así mismo como, el reprecio de la cartera gracias a los incrementos en la tasa de interés del Banco de la República, que han generado una expansión del margen neto de intereses (MNI), compensado por incrementos relevantes en el costo de fondeo. Así las cosas, las utilidades netas del sector han logrado un importante crecimiento, donde destacamos que, respecto a 2019, estas se encuentran por encima del 30% A/A en lo acumulado 12 meses y derivaron en una atractiva rentabilidad hacia los accionistas.**

Sin embargo, **en materia de precios, los niveles actuales (Bancolombia COP 30.900 y Davivienda COP 30.000, al 19 de septiembre de 2022) aún se encuentran muy lejos de épocas prepandemia (Bancolombia: COP 45.800, Davivienda COP 45.500 al cierre de 2019).** En esa medida, **considerando los positivos fundamentales del sector, buscamos evaluar su comportamiento actual en términos de múltiplos respecto a su histórico, así como, en relación a sus comparables latinoamericanos,** donde observamos descuentos importantes para algunas acciones colombianas, que sitúan los emisores locales en niveles atractivos. Es importante considerar que para efectos de este informe la escisión de BHI dificulta la comparación de precios de especies de Grupo Aval y Banco de Bogotá respecto a su histórico de prepandemia y por ende, sus múltiplos.

Gráfica 1. Comportamiento histórico del precio normalizado desde enero de 2020 para Bancolombia*, Davivienda y Banco de Chile.



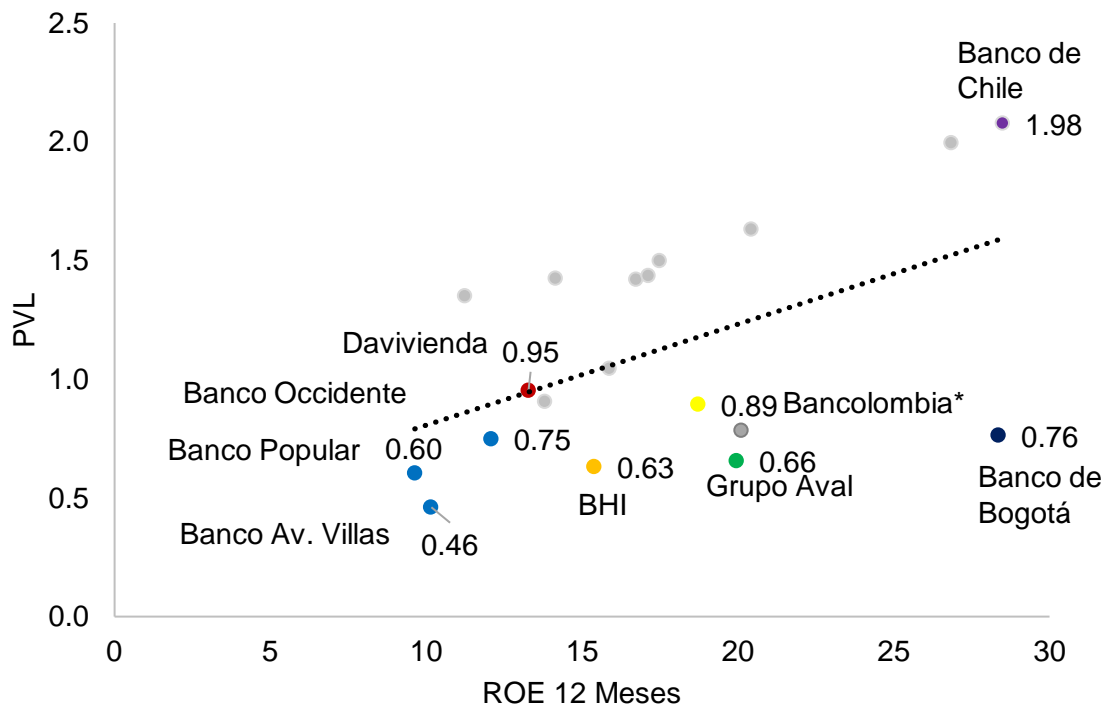
¹ Casa de Bolsa SCB informa que forma parte del Conglomerado Financiero Aval y Banco de Bogotá, por lo cual no tenemos un Precio Objetivo ni una recomendación frente a la acción de Grupo Aval y Banco Bogotá.

Fuente: Bloomberg, Estados financieros de las compañías. *Especie Preferencial Bancolombia.

El Oráculo Bancario

Bancolombia con PVL atractivo frente a su ROE

Gráfica 2. Relación PVL vs ROE 12 Meses del sector bancario local y comparables



Comparables
BANCO SANTANDER MEXICO SA IN
BANCO DE CREDITO DEL PERU-C
BANCO DE CREDITO E INVERSION
BANCO SANTANDER CHILE
CREDICORP LTD
SCOTIABANK CHILE
SCOTIABANK PERU-COMMON
BANCO PAN SA
BANCO DEL BAJIO SA

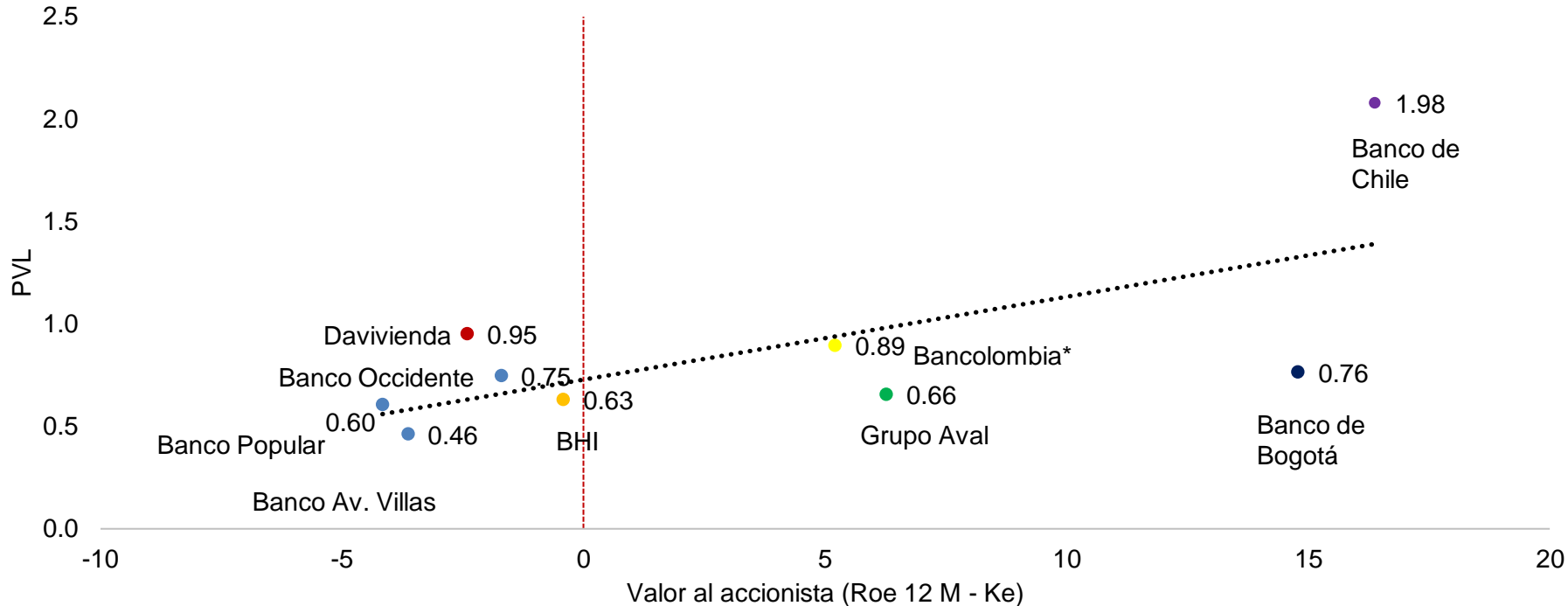
Teniendo en cuenta la gráfica 2, observamos que existe una relación positiva entre el **ROE** y el **PVL**, entendiéndose que a mayor rentabilidad para el accionista se justifica un mayor nivel del PVL, lo cual se refleja en la línea punteada. Además, observamos que respecto a la línea trazada los emisores por debajo de esta se encuentran en niveles atractivos de compra. En el caso de **Davivienda**, observamos un nivel neutral al presentarse sobre esta línea. Mientras tanto, **Bancolombia** presenta múltiples atractivos respecto a su nivel de ROE. Finalmente, destacamos que la mayor parte de emisores locales trazan a un múltiplo menor (a excepción de Davivienda) respecto a sus comparables latinoamericanos, lo cual se explicaría por razones adicionales como riesgo país, fundamentales macroeconómicos, incertidumbre política y tributaria, entre otros.

¹ 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.

El Oráculo Bancario

Bancolombia con bajo PVL vs generación de valor al accionista

Gráfica 3. Relación múltiplo PVL vs generación de valor al accionista (Roe-Ke) de emisores locales



En este análisis nos enfocamos en el sector bancario local y los emisores a los que hacemos seguimiento, donde analizamos la relación entre la **generación de valor hacia el accionista** (ROE 12 meses – Ke por emisor) y el PVL al que tranzan. Para el ejercicio consideramos un costo de capital (Ke) que difiere entre cada banco debido a su exposición a diferentes países, los cuales se concentran en Centroamérica, Colombia y Chile. Por otro lado, **observamos que la línea de tendencia se mantiene positiva entre las dos variables, reforzando lo mencionado la gráfica 2 a pesar de que no se consideran los emisores comparables en otras regiones de Latinoamérica, asimismo como, lo mencionado respecto a los atractivos niveles del PVL frente a los cuales tranzan algunos emisores (Bancolombia)**. Adicionalmente, es importante resaltar que, si bien Banco de Chile se ubica en 1,98x PVL, siendo mayor respecto a los emisores locales, esto está explicado en parte por su mayor exceso de retorno (ROE-Ke), aunque es claro que dicho activo se ubica por encima de la línea de tendencia marcada en la gráfica.

¹ 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.

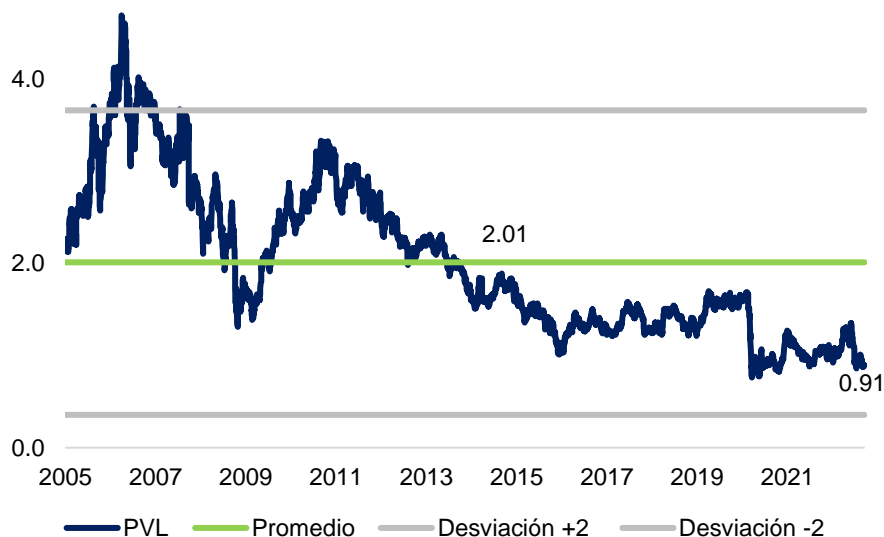
*Especie Preferencial Bancolombia.

Fuente: Bloomberg y Estados Financieros de las compañías. Calculo: Casa de Bolsa.

El Oráculo Bancario

Múltiplos actuales muy por debajo de su media histórica

Gráfica 4. Comportamiento histórico del PVL de Bancolombia*.



Gráfica 5. Comportamiento histórico del PVL de Davivienda.



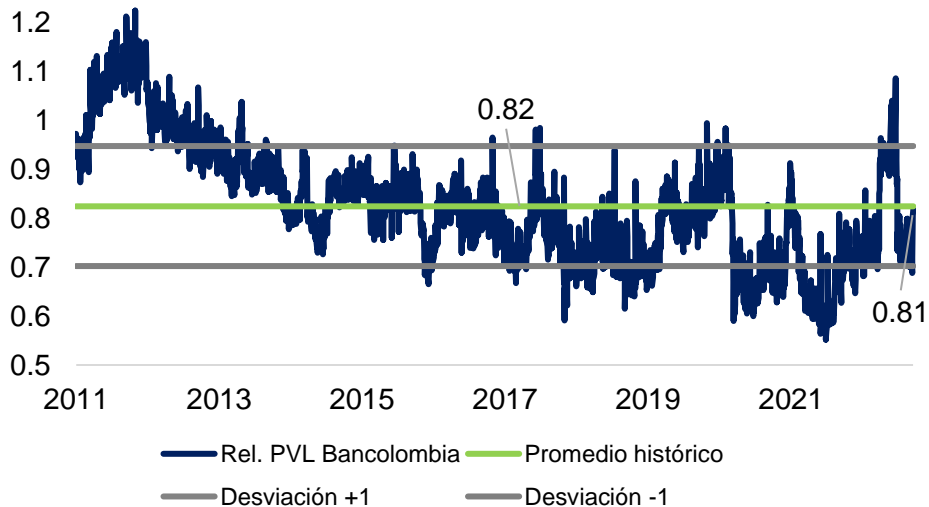
Al revisar desde la perspectiva histórica el PVL (Precio por acción/Valor en libros por acción) de los emisores **Bancolombia** y **Davivienda**, encontramos que, en general, estos presentan un múltiplo en niveles muy por debajo de su media histórica considerando el comportamiento de los datos disponibles más antiguos (Gráfica 5 y 6). Lo anterior, explicado principalmente por la dinámica del mercado y su efecto en los precios de los emisores. Así las cosas, el panorama internacional de aversión al riesgo y la incertidumbre local respecto al nuevo gobierno han repercutido en los niveles del precio del mercado, en general, así como en los emisores mencionados, generando como resultado un múltiplo PVL que desde la perspectiva histórica en estos dos emisores se encuentra lejano a su media histórica y en niveles atractivos de compra.

¹ 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.

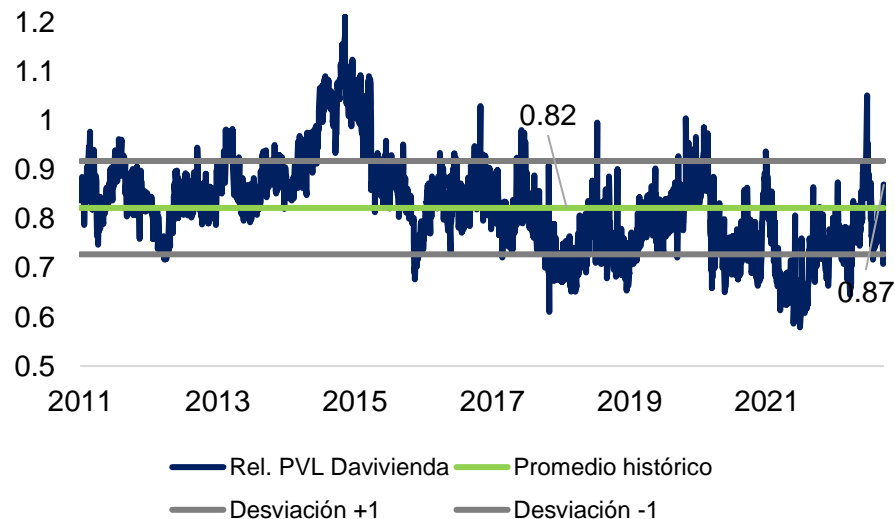
El Oráculo Bancario

Relative PVL vs Latam sugiere niveles neutrales para los emisores

Gráfica 6. Comportamiento histórico del Relative PVL de Bancolombia* vs Latam.

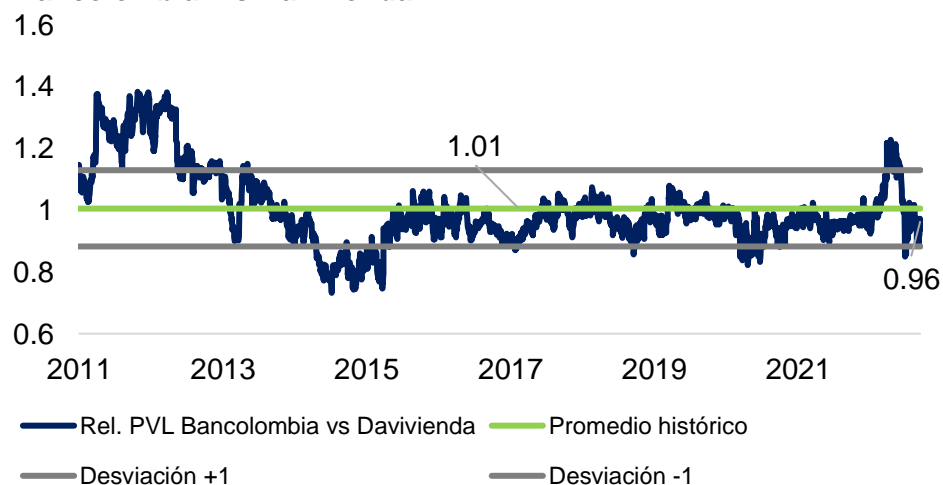


Gráfica 7. Comportamiento histórico del Relative PVL de Davivienda vs Latam.



Al realizar un ejercicio teórico de **Relative PVL**, en donde comparamos el múltiplo de la especie (Bancolombia – Davivienda) respecto al promedio del múltiplo de los comparables, **observamos un descuento estructural para ambas acciones, quienes en promedio histórico trazan a un PVL un 20% (Relative PVL 0,8x)** por debajo de sus comparables latinos y que según esta perspectiva sugeriría que los niveles actuales no tienen un descuento adicional. Por otro lado, al comparar el múltiplo entre las dos especies locales (Bancolombia – Davivienda) encontramos que en promedio las especies trazan a la par y actualmente se evidencia un descuento moderado de Bancolombia respecto al múltiplo de Davivienda.

Gráfica 8. Comportamiento histórico del Relative PVL de Bancolombia* vs Davivienda.

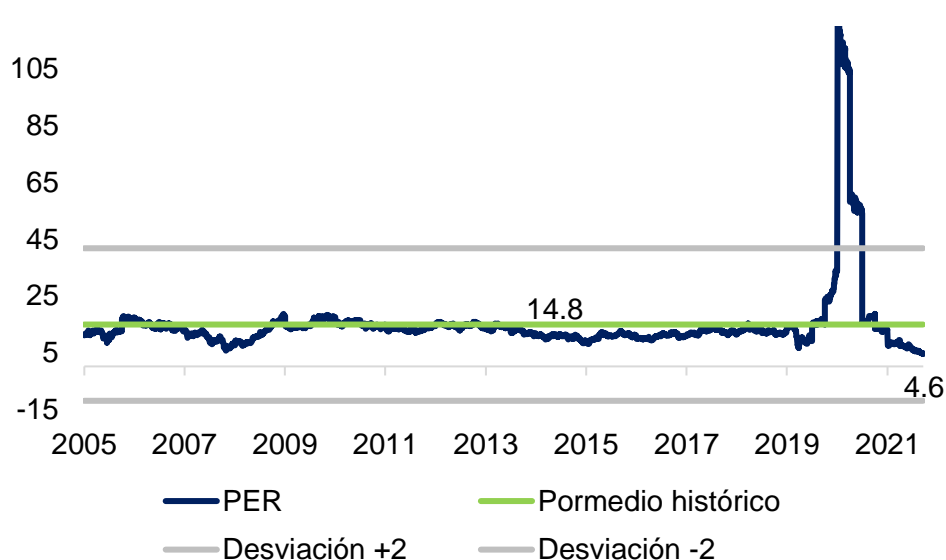


¹ Casa de Bolsa SCB informa que forma parte del Conglomerado Financiero Aval y Banco de Bogotá, por lo cual no tenemos un Precio Objetivo ni una recomendación frente a la acción de Grupo Aval y Banco Bogotá.

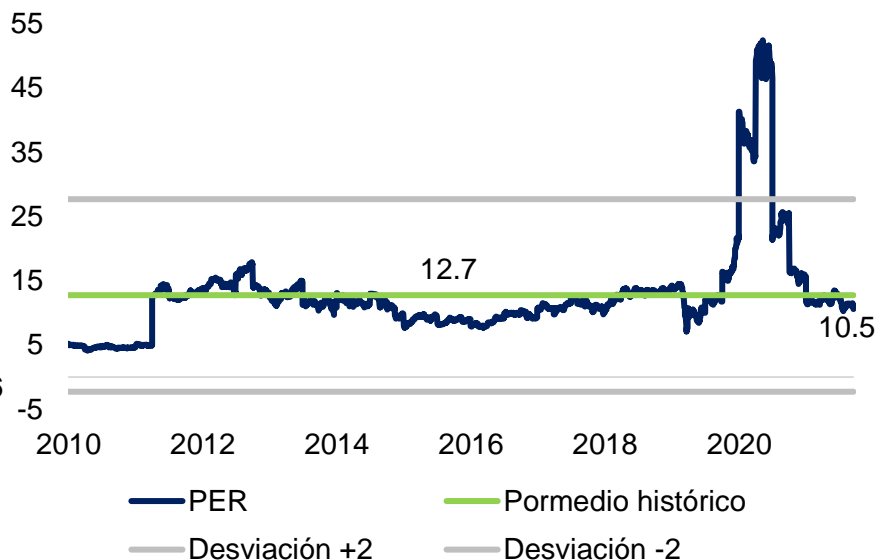
El Oráculo Bancario

PER de Bancolombia muy por debajo de su media histórica

Gráfica 9. Comportamiento histórico del PER de Bancolombia*.



Gráfica 10. Comportamiento histórico del PER de Davivienda.



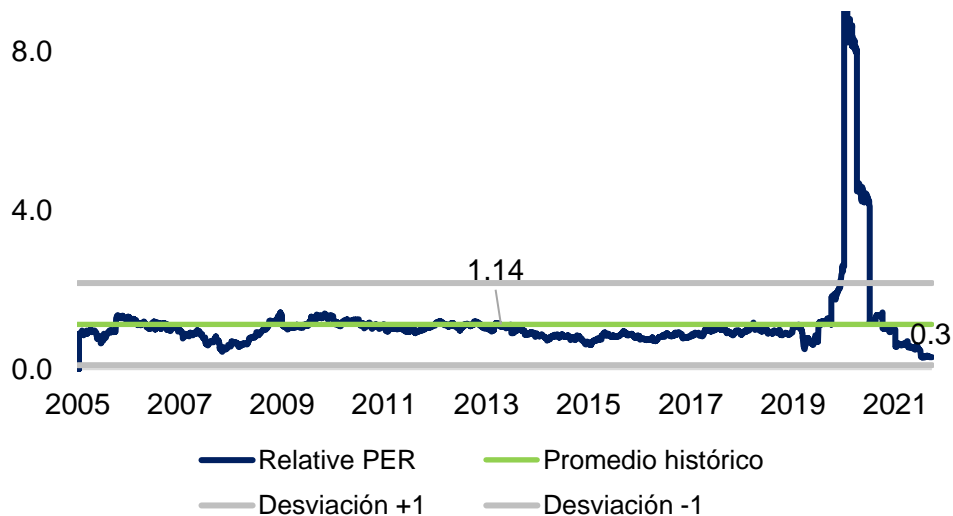
Examinando el múltiplo PER (Precio / Utilidades 12 meses por acción), respecto a su comportamiento histórico encontramos que los niveles actuales, especialmente de **Bancolombia** (Gráfica 9), **se encuentran muy por debajo de su media histórica, favorecido por un débil comportamiento en el precio de mercado y el fuerte crecimiento de sus utilidades** (44% A/A en el acumulado 12 meses al 2T22). Por otro lado, si bien Davivienda durante los últimos trimestres ha presentado importantes crecimientos en su cartera y el MNI (Margen Neto de Intereses), el gasto de provisiones se ha mantenido con crecimientos moderados, de manera que, la utilidad neta si bien ha presentado crecimientos sustanciales (ROE del 13% al 2T22), el PER permanece en niveles cercanos a su tendencia histórica (Gráfica 10).

¹ 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.

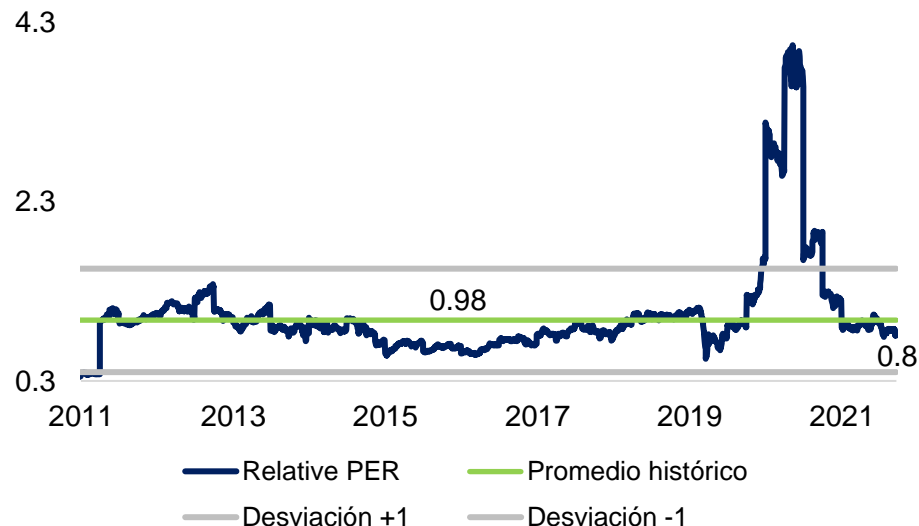
El Oráculo Bancario

Bancolombia con importante descuento en PER vs pares latinos

Gráfica 11. Comportamiento histórico del Relative PER de Bancolombia* vs la industria en Latam.

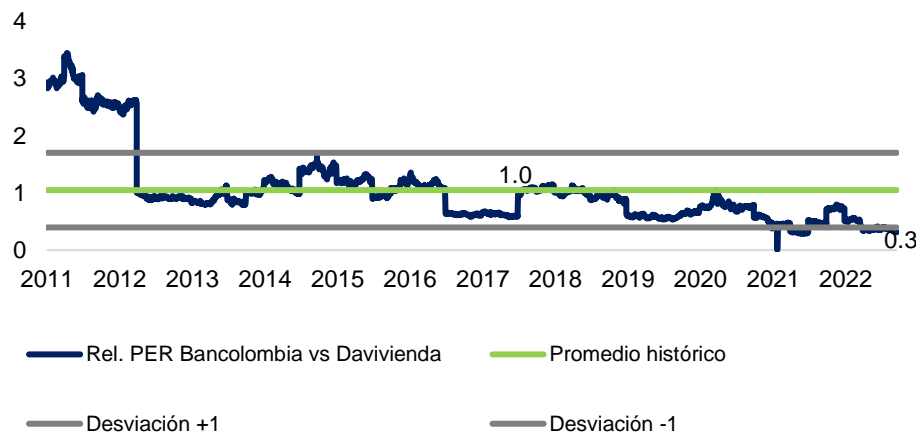


Gráfica 12. Comportamiento histórico del Relative PER de Davivienda vs la industria en Latam.



Continuando con el ejercicio teórico tomado de Damodaran, denominado como el **Relative PER**, observamos que en el caso de **Bancolombia** (Gráfica 11) la media histórica del PER en valores relativos se encuentra un 14% por encima de la media histórica de la región, mientras que **actualmente tranza a un múltiplo con un descuento importante derivado de las presiones de una utilidad neta en máximos históricos** y un débil desempeño del precio. En el caso de **Davivienda** (Gráfica 12), **su Relative PER también refleja un descuento frente a sus comparables, aunque mucho más moderado que el observado en Bancolombia**. Finalmente, la gráfica 13 nos indica que el PER de Bancolombia respecto a Davivienda en promedio tranza a la par (1x), sin embargo, actualmente observamos que el múltiplo de Bancolombia se ubica con un 70% de descuento frente a Davivienda, sugiriendo un atractivo potencial para la primera.

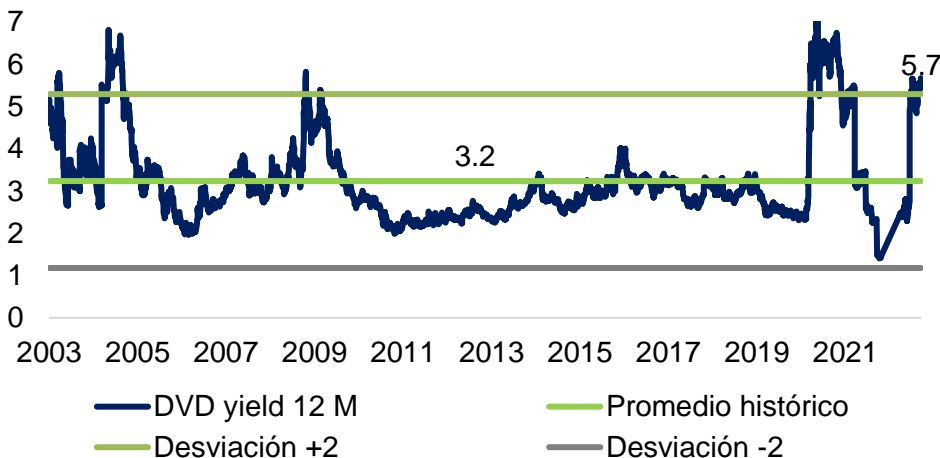
Gráfica 13. Comportamiento histórico del Relative PER de Bancolombia* vs Davivienda.



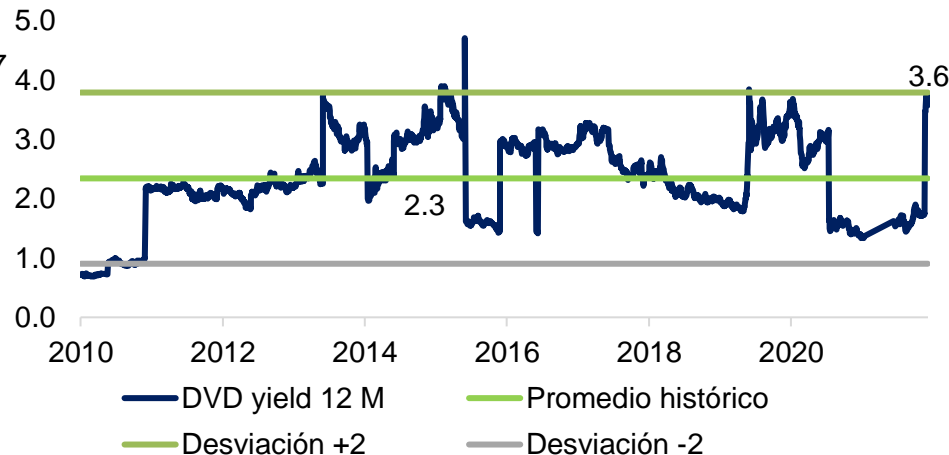
El Oráculo Bancario

Bancos muestran atractivo Dividend Yield

Gráfica 14. Comportamiento histórico del Dividend yield 12 meses de Bancolombia*.



Gráfica 15. Comportamiento histórico del Dividend yield 12 meses.



En conclusión, al analizar los múltiplos de los emisores, en diferentes perspectivas observamos que Bancolombia, con sólidos fundamentales, un ROE en máximos históricos (18%) y generación de valor al accionista (ROE – K_e) cercana al 5% se encuentra tranzando en niveles de PVL y PER respecto a su histórico con un importante descuento, asimismo que, al considerar el múltiplo PER en relación con comparables latinoamericanos y Davivienda (Relative PER), mientras que, el PVL respecto a la región (Relative PVL) sugiere unos niveles neutrales para el emisor. Lo anterior refleja niveles interesantes de compra sobre la especie, sumado a un dividend yield (Gráfica 14) que se ubica bastante por encima de su media histórica. Por otro lado, concluimos que en el caso de Davivienda si bien el PER respecto a los pares latinoamericanos (Relative PER) se ubica con un leve descuento respecto al promedio histórico y un PVL muy por debajo de su media histórica, las demás perspectivas de los múltiplos sugieren que la especie se encuentra en niveles neutrales de cara a sus fundamentales, comportamiento histórico y respecto a sus pares.

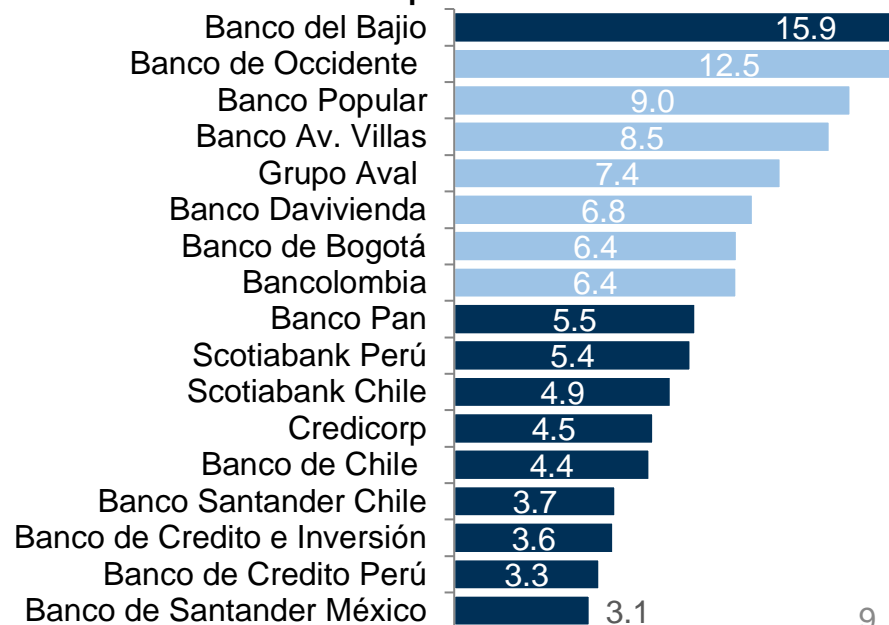
*Especie Preferencial Bancolombia.

Fuente: Bloomberg, Estados financieros de las compañías.

CasadeBolsa

¹ 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.

Gráfica 16. DVD Yield de comparables



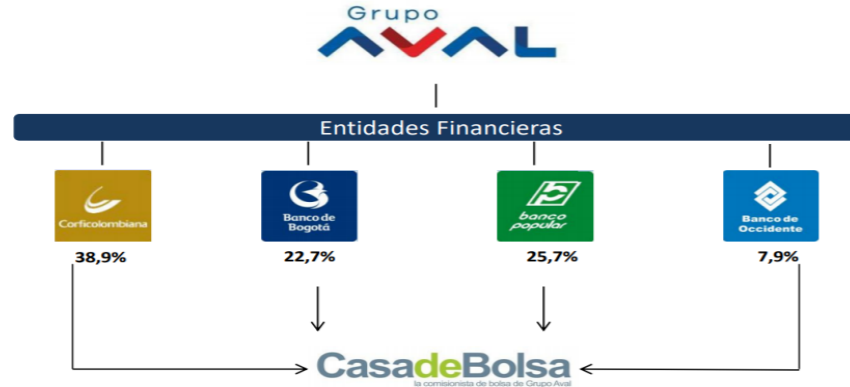
El Oráculo Bancario

Glosario

- **Múltiplo PER:** Precio por acción / Utilidades acumuladas 12 meses por acción (UPA)
- **Múltiplo PVL:** Precio por acción / Valor del patrimonio total por acción.
- **Relative PER:** PER del emisor / PER promedio de los comparables.
- **Relative PVL:** PVL del emisor / PVL promedio de los comparables.

¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Cargo	Nombre	e-mail	Teléfono
Director Análisis y Estrategia	Juan David Ballén	juan.ballen@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22622
Analista Renta Fija	Ana Reyes	ana.reyes@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22710
Analista Junior Renta Fija	Luis Felipe Sánchez	luis.sanchez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22602
Practicante Renta Fija	José Julián Achury	Jose.Achury@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 23632
Gerente de Renta Variable	Omar Suárez	omar.suarez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22619
Analista Sector Financiero	Alejandro Ardila	alejandrosardila@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22703
Analista Sector Consumo & Construcción	Laura López Merchán	laura.lopez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22636
Analista Sector Oil & Gas y Utilities	Roberto Paniagua	roberto.paniagua@casadebolsa.com.co	6062100

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.

Advertencia

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.

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.

Análisis y Estrategia

Dirija sus inquietudes y comentarios a:

analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co | (571) 606 21 00 | Twitter: @CasadeBolsaSCB | www.casadebolsa.com.co

Bogotá

TEL (571) 606 21 00

FAX 755 03 53

Cra 13 No 26-45, Oficina 502

Edificio Corficolombiana

Medellín

TEL (604) 604 25 70

FAX 321 20 33

Cl 16 sur No 43A-49, Piso 12

Edificio Corficolombiana

Cali

TEL (572) 898 06 00

FAX 889 01 58

Cl 10 No 4-47, Piso 21

Edificio Corficolombiana

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

*Accede a todos nuestros informes
escaneando el siguiente código QR*



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.