

# El Oráculo del Colcap

## ¿El retorno histórico de las firmas ha compensado su costo del capital?

El objetivo principal de este informe es realizar un análisis histórico comparativo entre la rentabilidad real y costo teórico de capital propio (Ke) de las compañías que componen el Colcap, desde el año 2010 hasta el 2019. De esta manera, se busca examinar los siguientes aspectos para cada firma:

1. Comparar el retorno patrimonial histórico (ROE) frente al costo de capital propio histórico (Ke).
2. Examinar el retorno de mercado (valorización en el precio de la acción y pago de dividendos) con respecto al costo de capital propio (Ke).
3. Describir la relación entre retorno patrimonial (ROE) y retorno de mercado ¿es un mercado que se alinea con la teoría?

### 1. Diferencia promedio ROE histórico y Ke vs Diferencia promedio Retorno de mercado y Ke teórico calculado en el pasado - Ke rezagado un año. Datos desde 2010

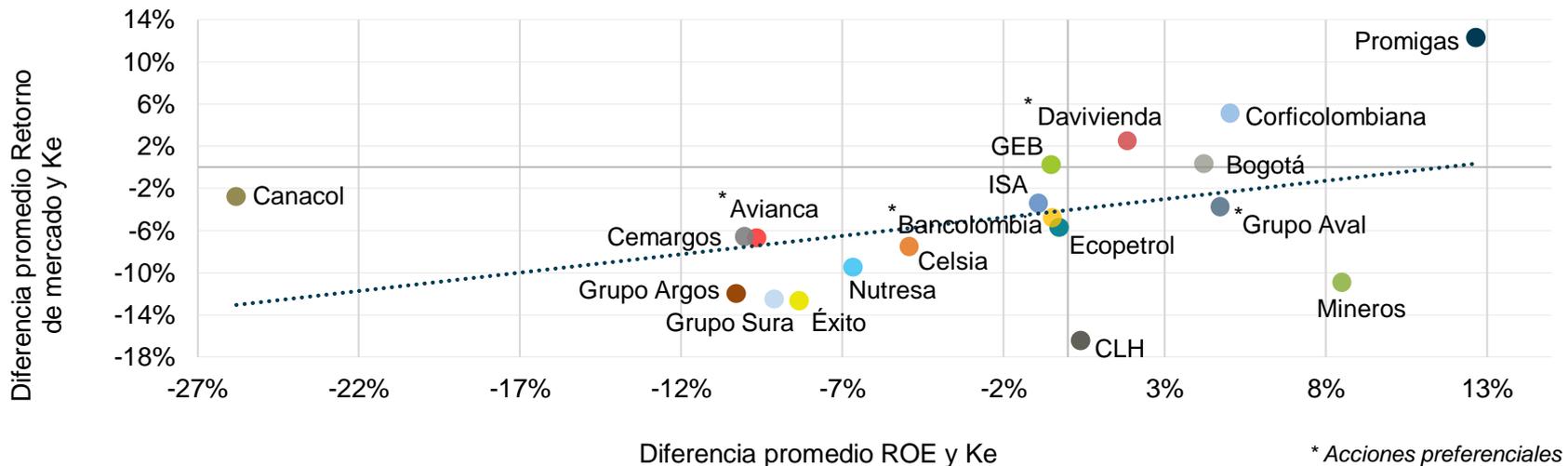
18 de mayo de 2020

Juan Felipe D'luyz  
**Analista Renta Variable**  
juan.dluyz@casadebolsa.com.co

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

Daniel Espinosa Castro  
**Analista de Finanzas Corporativas**  
daniel.espinosa@corficolombiana.com

Rafael España Amador  
**Director de Finanzas Corporativas**  
rafael.espana@corficolombiana.com



Fuente: Capital IQ. Cálculos Casa de Bolsa. Construcción: Casa de Bolsa

CASA DE BOLSA INFORMA QUE TANTO LA FIRMA COMISIONISTA COMO EL BANCO DE BOGOTÁ, CORFICOLMBIANA Y EL GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES FORMAN PARTE DEL CONGLOMERADO FINANCIERO AVAL. EN ESE SENTIDO, SE PONE DE PRESENTE QUE EL PRESENTE INFORME NO TIENE COMO FIN PONDERAR EL RESULTADO NI LA SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE BOGOTÁ, CORFICOLMBIANA, NI DEL GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES, EN CUANTO SU PROPÓSITO ES REALIZAR UN ANÁLISIS HISTÓRICO COMPARATIVO ENTRE LA RENTABILIDAD REAL Y COSTO TEÓRICO DEL CAPITAL PROPIO DE TODAS LAS COMPAÑÍAS QUE CONFORMAN EL COLCAP, CON BASE EN INFORMACIÓN DE CARÁCTER PÚBLICA, ANALIZADA BAJO LA METODOLOGÍA PROPUESTA.

# 7 emisores del Colcap habrían rentado por encima de su capital propio desde 2010, al compararlo con su retorno patrimonial promedio (ROE)

Con el objetivo de evaluar las compañías del Colcap que obtuvieron un **exceso de retorno financiero, definido como la diferencia positiva entre el retorno del patrimonio (ROE) y el costo de capital propio (Ke)**, realizamos el estudio para el periodo comprendido entre 2010 y 2019 (10 años), para los emisores que constituyen la canasta del Colcap (datos históricos tomados de Capital IQ). De esta manera, **se busca examinar las compañías que registraron una rentabilidad patrimonial suficiente para compensar el riesgo al que se sometieron los inversionistas al tomar la decisión de comprar acciones de dicha firma.**

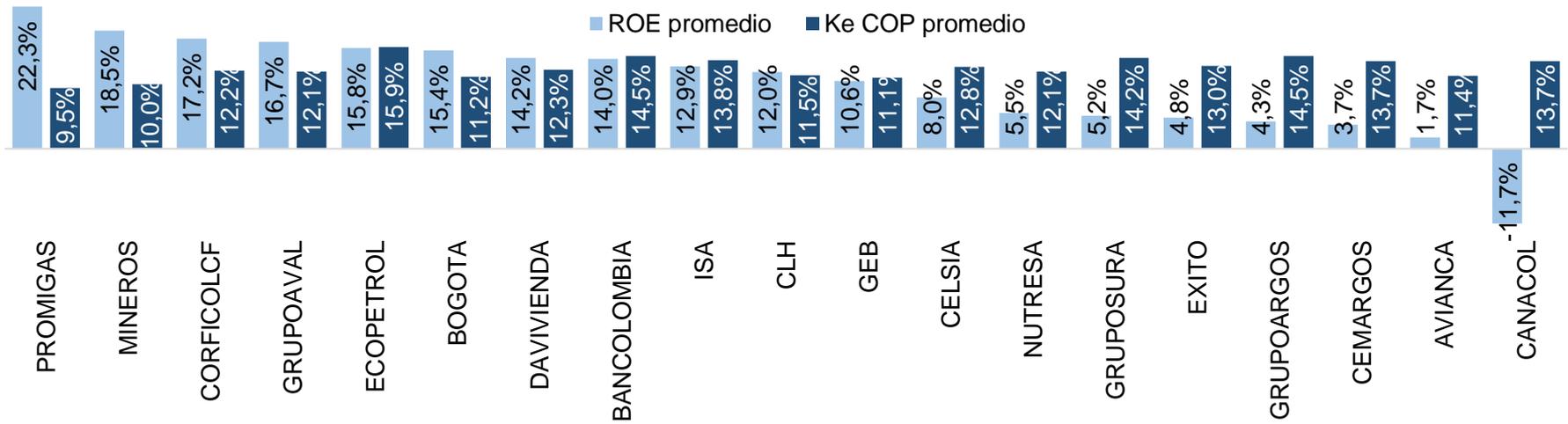
En cuanto a la metodología utilizada, es importante destacar que nuestro cálculo del Ke está basado en el modelo CAPM, explicado con detalle en el documento [Finanzas Corporativas I Rentabilidad del Capital Propio \(Ke\)](#). Teniendo en cuenta que el costo de capital propio refleja el retorno esperado futuro de un inversionista, dado el riesgo al que se somete al invertir en una firma específica, tomamos el Ke rezagado un periodo (t-1) y lo comparamos con el retorno patrimonial en el periodo posterior (t), para saber si el inversor realmente obtuvo un rendimiento de por lo menos el costo de capital. Luego, hicimos un promedio de esa diferencia de los últimos 10 años para examinar las compañías que generaron un exceso de retorno financiero.

Según nuestros cálculos, **7 firmas (37% del Colcap) registraron un exceso de retorno financiero (ROE mayor al Ke), mientras que en el resto de compañías, el ROE se ubicó por debajo del Ke.** No se incluyó a BVC en el análisis.

## 2. ROE promedio vs Ke promedio

Ke rezagado un año. Cifras desde 2010

Fuente: Capital IQ. Cálculos Casa de Bolsa. Construcción: Casa de Bolsa



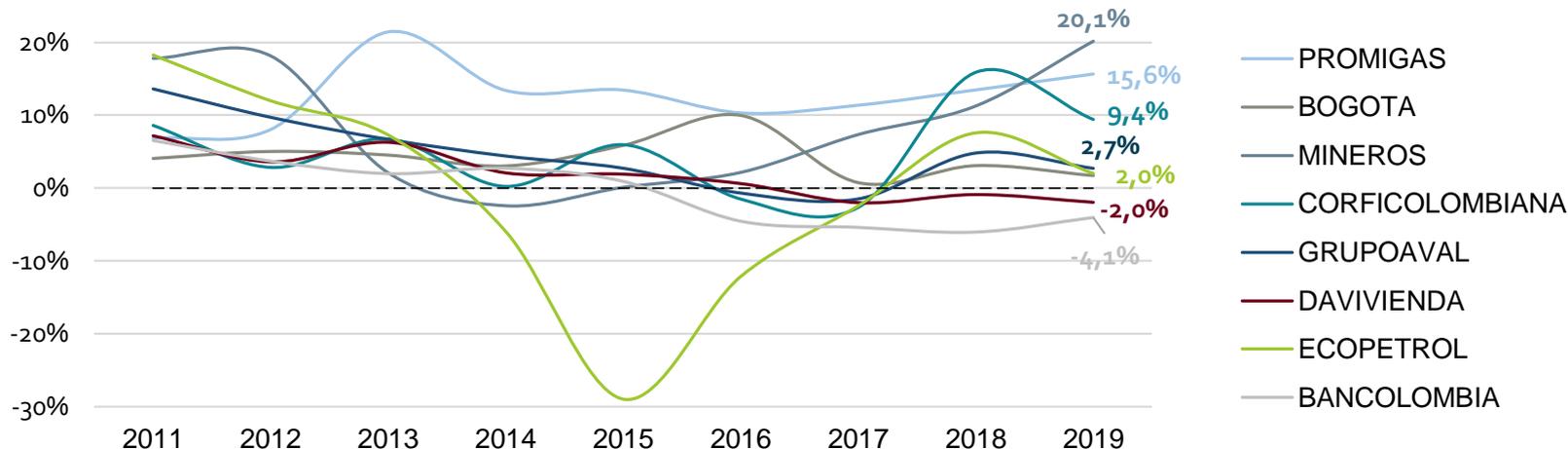
CASA DE BOLSA INFORMA QUE TANTO LA FIRMA COMISIONISTA COMO EL BANCO DE BOGOTÁ, CORFICOLMBIANA Y EL GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES FORMAN PARTE DEL CONGLOMERADO FINANCIERO AVAL. EN ESE SENTIDO, SE PONE DE PRESENTE QUE EL PRESENTE INFORME NO TIENE COMO FIN PONDERAR EL RESULTADO NI LA SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE BOGOTÁ, CORFICOLMBIANA, NI DEL GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES, EN CUANTO SU PROPÓSITO ES REALIZAR UN ANÁLISIS HISTÓRICO COMPARATIVO ENTRE LA RENTABILIDAD REAL Y COSTO TEÓRICO DEL CAPITAL PROPIO DE TODAS LAS COMPAÑÍAS QUE CONFORMAN EL COLCAP, CON BASE EN INFORMACIÓN DE CARÁCTER PÚBLICA, ANALIZADA BAJO LA METODOLOGÍA PROPUESTA.

# Exceso de retorno financiero, un concepto de largo plazo

## Choques transitorios de corto plazo no deberían ser el foco de la atención

### 3.Comportamiento diferencia ROE vs Ke

Datos desde 2010 al 2019. Ke rezagado.



Fuente: Capital IQ. Cálculos Casa de Bolsa. Construcción: Casa de Bolsa

En el gráfico 3 resaltamos la alta volatilidad observada en la diferencia entre el ROE y el costo de capital propio (Ke) en el corto plazo. Dado lo anterior, es importante destacar que **el exceso de retorno financiero (ROE – Ke) es un concepto de largo plazo, donde se busca mirar la capacidad que tiene la compañía para generarle el suficiente retorno patrimonial al accionista, que le permita compensar el riesgo al cual se expone al invertir en su empresa (Ke)**. Evaluar el largo plazo, además, permite eliminar los efectos favorables o desfavorables de los ciclos económicos particulares sobre el indicador. En nuestro ejercicio tomamos solamente 10 años, dadas las limitaciones de información con mayor historia en algunos de los emisores estudiados.

Como modo de ejemplo del impacto que generan los choques externos de la economía sobre el exceso de retorno financiero, en el gráfico 3 se puede observar una tendencia decreciente del indicador en los bancos, principalmente desde 2014. Lo anterior, se explica por el sustancial crecimiento del gasto de provisiones del sector, producto en gran medida del deterioro en la calidad de la cartera, dinámica que limitó el comportamiento de las utilidades netas durante este ciclo adverso en dicha industria. Asimismo, al observar el desempeño de Ecopetrol en términos de rentabilizar su capital propio (ROE - Ke), 2015 representó un año donde para la petrolera la sustancial disminución en los precios del crudo en 2014 generó un fuerte impacto en su ROE, aunque de manera transitoria.

CASA DE BOLSA INFORMA QUE TANTO LA FIRMA COMISIONISTA COMO EL BANCO DE BOGOTÁ, CORFICOLOMBIANA Y EL GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES FORMAN PARTE DEL CONGLOMERADO FINANCIERO AVAL. EN ESE SENTIDO, SE PONE DE PRESENTE QUE EL PRESENTE INFORME NO TIENE COMO FIN PONDERAR EL RESULTADO NI LA SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE BOGOTÁ, CORFICOLOMBIANA, NI DEL GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES, EN CUANTO SU PROPÓSITO ES REALIZAR UN ANÁLISIS HISTÓRICO COMPARATIVO ENTRE LA RENTABILIDAD REAL Y COSTO TEÓRICO DEL CAPITAL PROPIO DE TODAS LAS COMPAÑÍAS QUE CONFORMAN EL COLCAP, CON BASE EN INFORMACIÓN DE CARÁCTER PÚBLICA, ANALIZADA BAJO LA METODOLOGÍA PROPUESTA.

# Rendimiento de mercado vs costo de capital propio (Ke)

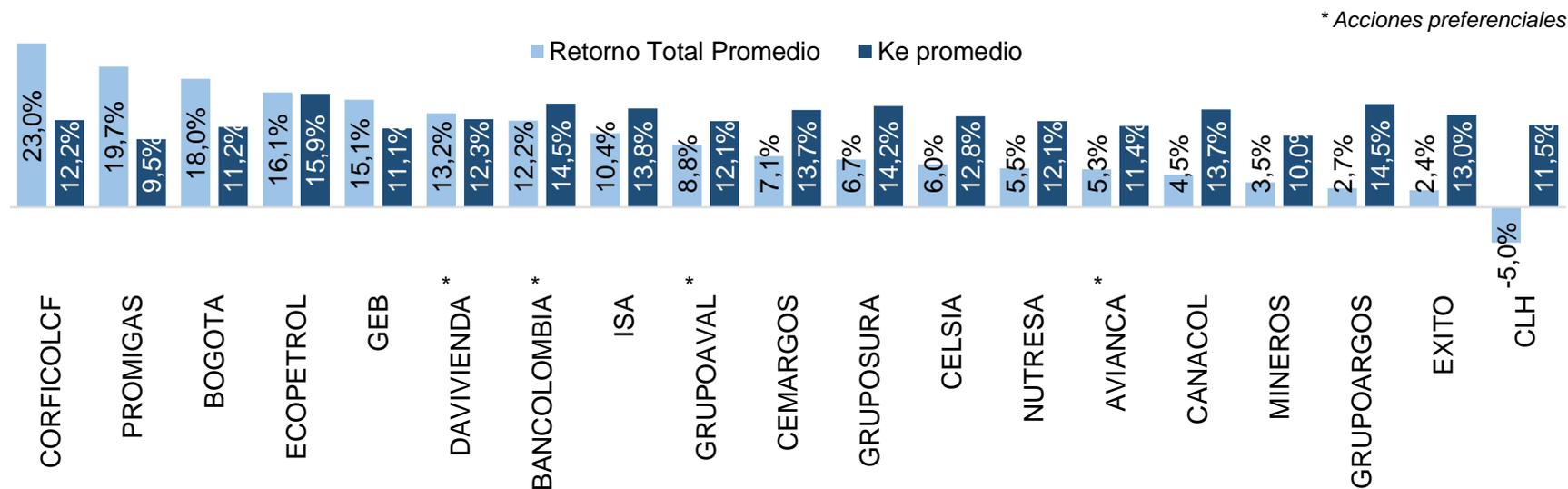
## 5 compañías del Colcap generaron un exceso de retornos de mercado

Teniendo en cuenta la metodología anterior, realizamos el mismo ejercicio, pero ahora reemplazando el retorno patrimonial (ROE) por el retorno de mercado (valorización en el precio de la acción y retorno por dividendos) y comparándolo con el costo de capital propio (Ke). **Con este análisis se busca examinar si el desempeño de las acciones colombianas generó un retorno suficiente (retorno de mercado) que compensara al inversionista que asumió un riesgo, reflejado en el rendimiento mínimo que ese inversionista exigía al comprar la acción (sintetizado en el Ke), entre 2010 y 2019.**

Según nuestros cálculos, sólo 5 compañías (26% del Colcap) registraron un exceso de retornos de mercado en los últimos 10 años. Mientras tanto, el resto de firmas (74% del Colcap) no logró generar el suficiente rendimiento de mercado (valorización de acciones y dividendos) para compensar el riesgo asumido por el inversionista (Ke). Es importante destacar que **el 95% de las acciones analizadas (18 firmas) registraron un rendimiento promedio de mercado positivo, aunque inferior al exigido por el costo de capital (Ke).**

### 4. Retorno total promedio vs Ke promedio

Ke rezagado un año. Cifras desde 2010



Fuente: Capital IQ. Cálculos Casa de Bolsa. Construcción: Casa de Bolsa

CASA DE BOLSA INFORMA QUE TANTO LA FIRMA COMISIONISTA COMO EL BANCO DE BOGOTÁ, CORFICOLOMBIANA Y EL GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES FORMAN PARTE DEL CONGLOMERADO FINANCIERO AVAL. EN ESE SENTIDO, SE PONE DE PRESENTE QUE EL PRESENTE INFORME NO TIENE COMO FIN PONDERAR EL RESULTADO NI LA SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE BOGOTÁ, CORFICOLOMBIANA, NI DEL GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES, EN CUANTO SU PROPÓSITO ES REALIZAR UN ANÁLISIS HISTÓRICO COMPARATIVO ENTRE LA RENTABILIDAD REAL Y COSTO TEÓRICO DEL CAPITAL PROPIO DE TODAS LAS COMPAÑÍAS QUE CONFORMAN EL COLCAP, CON BASE EN INFORMACIÓN DE CARÁCTER PÚBLICA, ANALIZADA BAJO LA METODOLOGÍA PROPUESTA.

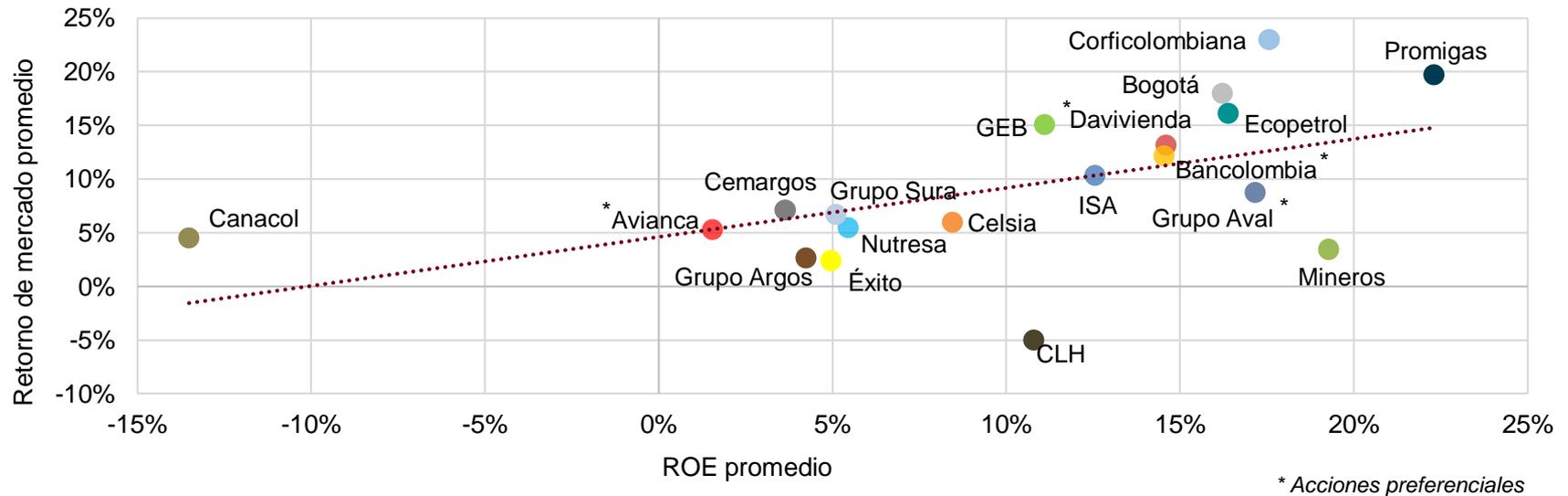
# Relación positiva entre el ROE y la Rentabilidad del mercado accionario

## Buen fundamental en emisores se refleja en su precio de mercado

Finalmente, al comparar el ROE de las compañías y el retorno de mercado de su acción, en promedio durante los últimos diez años, se observa una relación positiva entre el buen fundamental de las compañías, medido por el ROE, y el desempeño de sus respectivas especies (gráfica 4). Es decir, encontramos que el retorno patrimonial que habrían presentado las compañías en términos anuales, en promedio desde 2010 hasta la actualidad, se refleja en el desempeño que tuvieron sus acciones en el mercado (incluyendo los dividendos repartidos) en ese mismo periodo de tiempo. Es importante destacar que todas las compañías bajo análisis mostraron una rentabilidad de mercado y patrimonial promedio positivas, exceptuando una en cada caso (Cemex Latam Holdings y Canacol respectivamente). De esta manera, de las 19 compañías analizadas, 17 presentan tanto un retorno de mercado total como un ROE positivos en los 10 años analizados.

### 5. Retorno de mercado vs ROE

Datos desde 2010 a 2019



Fuente: Capital IQ. Bmg. Cálculos Casa de Bolsa. Construcción: Casa de Bolsa

CASA DE BOLSA INFORMA QUE TANTO LA FIRMA COMISIONISTA COMO EL BANCO DE BOGOTÁ, CORFICOLOMBIANA Y EL GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES FORMAN PARTE DEL CONGLOMERADO FINANCIERO AVAL. EN ESE SENTIDO, SE PONE DE PRESENTE QUE EL PRESENTE INFORME NO TIENE COMO FIN PONDERAR EL RESULTADO NI LA SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE BOGOTÁ, CORFICOLOMBIANA, NI DEL GRUPO AVAL ACCIONES Y VALORES, EN CUANTO SU PROPÓSITO ES REALIZAR UN ANÁLISIS HISTÓRICO COMPARATIVO ENTRE LA RENTABILIDAD REAL Y COSTO TEÓRICO DEL CAPITAL PROPIO DE TODAS LAS COMPAÑÍAS QUE CONFORMAN EL COLCAP, CON BASE EN INFORMACIÓN DE CARÁCTER PÚBLICA, ANALIZADA BAJO LA METODOLOGÍA PROPUESTA.

# ¿Quiénes somos?

## Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Cargo	Nombre	e-mail	Teléfono
Director Estrategia de Producto	Alejandro Pieschacon	<a href="mailto:alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co">alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22685
Director Análisis y Estrategia	Juan David Ballén	<a href="mailto:juan.ballen@casadebolsa.com.co">juan.ballen@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22622
Analista de Renta Fija	Mariafernanda Pulido	<a href="mailto:maria.pulido@casadebolsa.com.co">maria.pulido@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22710
Analista Junior Renta Fija	Santiago Clavijo	<a href="mailto:santiago.clavijo@casadebolsa.com.co">santiago.clavijo@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22602
Gerente de Renta Variable	Omar Suarez	<a href="mailto:omar.suarez@casadebolsa.com.co">omar.suarez@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22619
Analista Junior Renta Variable	Juan Felipe D'luyz	<a href="mailto:juan.dluyz@casadebolsa.com.co">juan.dluyz@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22703
Analista Junior Renta Variable	Sergio Segura	<a href="mailto:sergio.segura@casadebolsa.com.co">sergio.segura@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22636
Practicante Análisis y Estrategia	Daniel Jiménez	<a href="mailto:daniel.jimenez@casadebolsa.com.co">daniel.jimenez@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 23632

Este material no 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.