

BBVA COLOMBIA
BVC/BBVACOL

Primera cobertura

Fecha de valoración: noviembre de 2016

Recomendación: Comprar

Precio de la acción y valor del IGBC

Primer banco internacional en Colombia, y cuarto por activos con presencia regional en el continente, con una participación de mercado del 11,6%, con una fuerte relación de solvencia del 13,58%. Atraviesa por un entorno macroeconómico en ajuste, con perspectivas de crecimiento moderadas. Su acción de baja bursatilidad no refleja la fortaleza de la institución, por lo que nuestra recomendación es de compra. El precio objetivo para el 31 de diciembre de 2016 es de \$291, incluyendo el castigo por liquidez del 15,44%.

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

INDICADOR	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2026
ROE	16,51%	14,74%	15,00%	15,45%	15,78%	16,09%	14,59%
ROE antes de provisiones	40,47%	37,50%	34,75%	34,86%	35,68%	36,00%	33,10%
ROA	1,32%	1,33%	1,33%	1,34%	1,35%	1,38%	1,26%
ROA antes de provisiones	3,23%	3,39%	3,08%	3,01%	3,06%	3,08%	2,86%
Margen de intermediación (NIM)	6,02%	6,26%	5,91%	5,69%	5,65%	5,60%	4,93%
Utilidad neta	603.967	607.976	643.073	714.488	789.113	871.650	1.271.336
Porcentaje pay-out dividendos	0,00%	49,98%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
Eficiencia	43,47%	44,22%	46,54%	45,75%	44,55%	43,63%	41,06%
Cartera vencida, en porcentajes	4,40%	4,33%	4,43%	4,43%	4,43%	4,43%	4,13%
Índice de solvencia	13,58%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización bursátil: 3.810.338.803.815

Acciones en circulación: 13.907.929.071

Volumen promedio diario DEL ÚLTIMO AÑO:

Bursatilidad: baja

Participación índice: 0,07% EQTY

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia

Beta: 0,123x

Rango último año: \$212-\$265

Apreciación global de la Compañía

Localización: Colombia.

Industria: financiera.

Descripción: primer banco internacional y cuarto por nivel de activos en Colombia. Anteriormente Banco Ganadero, que hoy pertenece al grupo español BBVA S. A.

Productos y servicios: servicios bancarios a personas, pymes, empresas y corporativos.

Sitio web de la Compañía: www.bbva.com.co

Analistas:

Cristy Andrea Prada González

Juan Camilo Restrepo Penagos

Directora de la investigación de inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de investigación:

Jaime Alberto Ospina Mejía

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO



Gráfico 1. Desempeño de BVC: BBVACOL. Fuente: Bolsa de Valores de Colombia (2016). Datos históricos de abril 2006 a octubre 2016.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

La recomendación de la cobertura de la acción es de COMPRA, por cuanto el precio de la valoración sin castigo por liquidez es de \$285 obtenido bajo el método de dividendos descontados (Damodaran, 2002), en un escenario moderado de proyecciones económicas y un crecimiento del 4,2% terminal real, que permite inferir un mayor potencial de valorización por los sólidos fundamentales de la compañía. Este precio es superior en \$25 a la última cotización de la especie en Bolsa, transada el 30 de noviembre de 2016 a \$260.

Aplicando el descuento de liquidez de 15,44% según el modelo *Restricted Stock Regression* de Silber, citado por Damodaran (2005), por tratarse de una acción de muy baja bursatilidad, el precio objetivo alcanza los \$241 por acción; sin embargo, la bursatilidad del activo no se desprende de una baja demanda, sino de la estrategia del

Grupo BBVA no solo de conservar su participación accionaria, sino, por el contrario, de hacerse al 100% del accionariado.

La valoración relativa promedio de los 12 bancos pares (tabla 1), excluyendo los extremos, es de 1,25 x P/VL y 9,9 x P/U (Bloomberg, 2016), muy parecido a los ratios de los bancos latinoamericanos, pero distantes aún de los bancos en Perú y Chile. BBVA Colombia por su parte, a partir de las estimaciones efectuadas, debería tener unos múltiplos 1,1 x P/VL y 6,8 x P/U, lo que nos indica que la acción se encuentra en la media nacional pero por debajo en comparación con los bancos en otros países de Latinoamérica, ratificando así el potencial de valorización.

Tabla 1. Múltiples bancos pares de la región

Banco	P/VL	P/U
Bancolombia S. A.	1,20	9,70
Davivienda	1,40	9,70
Banco de Bogotá	1,30	9,78
Banco de Crédito Chile	1,70	11,81
Banco Santander Chile	2,50	15,44
Intergroup Financial	2,40	17,44
Banco Macro SA-B	3,20	9,72
Itau Unibanco Holding S.A.	2,00	10,64
Banco Bradesco	1,60	10,39
Banco de Chile		13,24
Itau Corpbanca	0,90	34,95
BBVA S. A. (España)	0,80	10,15
PROMEDIO	1,73	13,6
PROM AJUSTADO	1,25	9,9

Fuente: Bloomberg (2 de diciembre de 2016).

TESIS DE INVERSIÓN

A pesar de la desaceleración económica a causa de la reducción de los precios del petróleo y de los incrementos en los términos de intercambio, respecto a las perspectivas macroeconómicas los analistas coinciden en el continuo crecimiento moderado del PIB para los próximos 5 años y en la reducción de la inflación a niveles del rango meta de largo plazo del Banco de la República de Colombia: 3%. Así mismo, indicadores como la penetración bancaria vienen creciendo aceleradamente, al pasar del 41,4% en 2010, al 63% en 2015. Este factor continuará creciendo en línea con las proyecciones del PIB, por los esfuerzos de bancarización que efectúa el Estado colombiano en conjunto con el sector financiero del país.

Los resultados del BBVA Colombia (2015) son estables y crecientes, y se espera un incremento en su participación de mercado como resultado de la apertura de 100 oficinas más en los últimos 2 años; así mismo, su crecimiento se sustentará en la sinergia que se produce al hacer parte del conglomerado español, con una clara estrategia de digitalización, que en el mediano plazo supone mayores eficiencias; aunque se espera una ralentización en los ingresos para 2016 y 2017, su efectivo control de riesgos lo pone en una posición privilegiada, con porcentaje de cartera vencida del 2,7% frente a sus competidores que, en promedio, a septiembre de 2016 se encontraban en 3,2%, según el informe de la Superintendencia Financiera de Colombia (2016).

El respaldo patrimonial con que cuenta la institución en Colombia, por cuenta de su principal accionista: el Grupo BBVA de España, le ha merecido por parte de las calificadoras de riesgos las más altas calidades en sus obligaciones de largo plazo.

El principal riesgo que enfrenta la compañía está relacionado con el manejo macroeconómico por parte de las autoridades monetarias y legislativas del país, que si por medio de la política monetaria no logran controlar la inflación y aliviar la situación del fisco, pondrían en entredicho el crecimiento económico, lo cual afectaría no solo las variables de empleo, la tasa de cambio y la tasa de interés, sino también de las de riesgo país.

En línea con lo anterior, un factor externo que podría agregar volatilidad en los mercados son las políticas que adopte el nuevo presidente de Estados Unidos, Donald Trump, con su política exterior. Estas medidas pueden afectar el precio de los activos de la región, en la medida en que se restrinja el intercambio con el principal socio comercial de Colombia.

VALORACIÓN

Para la valoración de BBVA Colombia se utilizó el modelo de dividendos descontados, dado que es el método que más se ajusta a la estructura financiera de los bancos por tener en cuenta la capacidad de generación de valor tanto en los activos como en los pasivos, pues tanto la cartera en el activo como el fondeo en el pasivo son partes determinantes del valor final de los dividendos, entre otras variables. Se hizo una proyección de los

estados financieros desde 2016 hasta 2026, tomando como base los años 2010 a 2015. Una vez proyectado el flujo de caja y los estados financieros, y de acuerdo con el *pay-out* ratio establecido como política del Banco BBVA Colombia, se calcularon los dividendos para descontarlos a valor presente al costo del *equity* (K_e), calculado mediante la metodología CAPM, utilizando los datos de largo plazo (perspectivas) para eliminar las distorsiones que presenta en las cifras la coyuntura macroeconómica actual (tabla 2).

Tabla 2. Costo de capital

Costo del equity	Actuales	Perspectiva
Rf	1,62%	2,00%
E[R] SP & 500 e. a. (1996-2016)	8,72%	8,72%
ERP	7,10%	6,72%
Cálculo de beta	Prom. PARES	
Beta apalancado	0,93	0,93
CDS 10Y	1,42%	1,42%
Vol. Col. equity	17,50%	17,50%
Vol. US equity	15,84%	15,84%
Cálculo de riesgo país	Por EMBI +	
Riesgo país	2,32%	2,32%
Prima compañía por liquidez	0,00%	0,00%
K_e US	10,51%	10,54%
Diferencial de inflación	6,17%	1,00%
K_e COP	17,33%	11,65%

Fuentes: Bloomberg (2016), US Department of the Treasury (2016), Damodaran (2016), Banco de la República de Colombia (2016), Reserva Federal de los Estados Unidos (2016), Investigaciones Económicas Bancolombia (2016).

Teniendo en cuenta la migración de la contabilidad colombiana a la Normas Internacionales de Información Financiera NIIF,¹ que tuvo lugar en el año 2015, se presentan diferencias importantes en el cálculo de provisiones, las cuales se tuvieron en cuenta para la proyección de los años siguientes. La valoración se efectúa con los estados financieros consolidados. No se hace valoración independiente de las subsidiarias, ya que éstas representan menos del 1% de los activos.

Para hallar el beta de BBVA Colombia, se tuvo en cuenta: en primer lugar, el beta apalancado promedio de las 13 entidades pares en la región (tabla 3), incluyendo el de su casa matriz y eliminando los datos extremos, para evitar distorsiones; en segundo lugar,

¹En inglés *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

se tomaron bancos de países con situaciones especiales como Argentina; y en tercer lugar, la inflación a largo plazo establecida por el Banco de la República, que equivale al 3%.

Tabla 3. Betas de los bancos pares en la LATAM

Banco	Beta
Bancolombia S. A.	1,16
Davivienda	1,01
Banco de Bogotá	0,44
Banco de Crédito Chile	0,82
Banco Santander Chile	1,11
Intergroup Financial	0,78
Banco Macro SA-B	1,03
Itau Unibanco Holding S.A.	1,25
Banco Bradesco	1,33
Banco de Chile	0,78
Banamex	0,25
Itau Corpbanca	0,79
BBVA S. A. (España)	1,29
Promedio	0,93
PROM AJUSTADO	0,95

Fuente: Bloomberg (2016).

Dado que la acción es poco transada en Bolsa, se aplicó un castigo por iliquidez basado en el modelo *Restricted Stock Regression* de Silber, citado por Damodaran (2005). Este modelo analiza los factores que explican las diferencias en los descuentos de las acciones castigadas, relacionando la cantidad del descuento con las características observables de la empresa, e incluyendo los ingresos y la oferta de las acciones restringidas (no disponibles a la venta) (Damodaran, 2005). Para ello plantea la siguiente regresión:

$$\text{LN(RPRS)} = 4,33 + 0,036 \ln(\text{REV}) - 0,142 \text{LN(RBRT)} + 0,174 \text{DERN} + 0,332 \text{DCUST}$$

donde:

RPRS = Precio de las acciones restringidas/Precio de las acciones no restringidas = 1 – descuento de iliquidez.

REV = Ingresos de la firma (en millones de dólares).

RBRT = Cantidad de acciones restringidas respecto al total del acciones (%)

DERN = 1 si las utilidades son positivas; 0 si el resultado es negativo.

DCUST = 1 si hay una relación de cliente con el inversionista; 0 en caso contrario.

Silber plantea con esta regresión que el descuento de iliquidez tiende a ser menor en los siguientes casos: para las empresas con ingresos mayores, cuando la cantidad de acciones restringidas disminuye, cuando existen utilidades o cuando el inversor tiene una relación de cliente con la empresa (Damodaran, 2005).

Al aplicar dicha regresión a los datos estimados del Banco BBVA Colombia, obtenemos un descuento de iliquidez de 15,44%, que fue aplicado al precio estimado (por el método de dividendos descontados) de \$285 por acción, para un resultado de \$241 por acción (tabla 4).

Tabla 4. *Restricted Stock Regression Model*

Inputs	
Base Discount for firm with \$ 10 million revenue	15,79%
Revenues	1174
Size of block as % of stock outstanding =	100%
Positive or Negative Earnings	1
Output	
Illiquidity Discount	15,44%

Fuente: Modelo tomado de Damodaran (2005).

Una vez determinado el precio, al efectuar el correspondiente análisis de sensibilidad del mismo, en relación con el Ke y el ROE, variables que pueden cambiar en el tiempo con más probabilidades al alza dadas las condiciones económicas actuales, por 100 pbs. de incremento, el precio de la acción sin descuento llegaría a los \$235 pesos (tabla 5).

Tabla 5. Análisis de sensibilidad ROE vs. Ke

Sensibilidad		Ke COP				
ROE	285	9,65%	10,65%	11,65%	12,65%	13,65%
	11,6%	397	299	235	191	158
	12,6%	440	322	249	199	164
	14,6%	581	388	285	221	178
	15,6%	709	439	310	235	186

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

En los últimos años la banca ha sido uno de los sectores que mayor dinamismo le ha aportado a la economía colombiana y latinoamericana. La globalización ha enmarcado los diferentes movimientos corporativos, tales y como las adquisiciones de la banca local

en múltiples países del hemisferio sur. De igual manera, el apetito de los grandes grupos internacionales se ha materializado en fusiones y adquisiciones de importantes entidades financieras colombianas. Lo anterior refleja el crecimiento y la consolidación de la industria bancaria, donde las entidades de crédito colombianas aumentan su exposición ante inversionistas extranjeros.

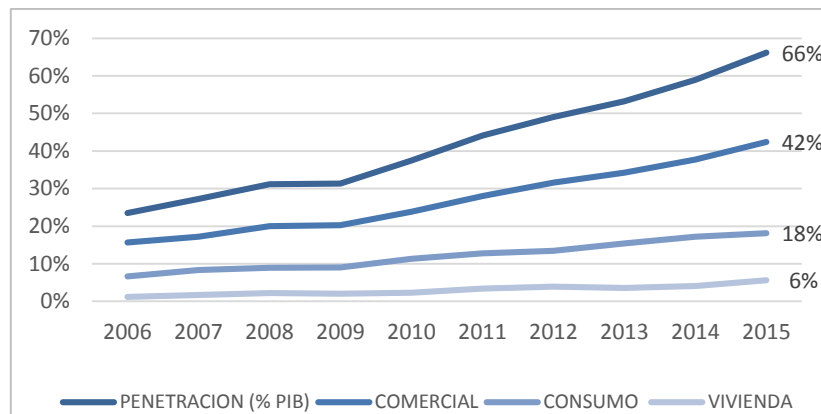


Gráfico 2. Penetración bancaria cartera/PIB Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia (2016).

- En medio de las turbulencias económicas, sociales y políticas que atraviesan Latinoamérica y el mundo en general, Colombia sigue siendo percibida como un país con estabilidad y políticas económicas claras ante los diferentes agentes financieros internacionales, lo que impulsa el desarrollo de un mercado con alto potencial. En la actualidad, la penetración bancaria, medida como la cartera de crédito total/PIB, es del 66%, cifra que representa un incremento de casi el doble respecto a 5 años atrás, lo que refleja el mayor acceso que tiene la población a los servicios que ofrece el sistema financiero; sin embargo, se encuentra por debajo de los países desarrollados, incluso de países como Brasil y Chile (Bejarano Castillo, Adán Nieto, Fajardo Moreno, Montoya González y Victoria Rodríguez, 2016, p. 22).

Al cierre de 2015, la cartera de crédito de los establecimientos de crédito ascendió a \$351,6 billones de pesos (un crecimiento del 16% frente a 2014), mientras que los depósitos de los ahorradores fueron de \$337,5 billones, concentrados principalmente en cuentas de ahorro y CDT. Los cálculos de la superintendencia muestran que la cartera creció a una tasa similar respecto al año pasado, a pesar de la marcada desaceleración económica. Para la entidad: “La confianza en el sistema financiero continúa en aumento”, y las compañías del sistema financiero están cumpliendo con todos los requisitos en

materia de capital y liquidez. Muestra de esto es el aporte del sector al PIB, que fue del 20,1% (200 Pbs más que el año anterior).

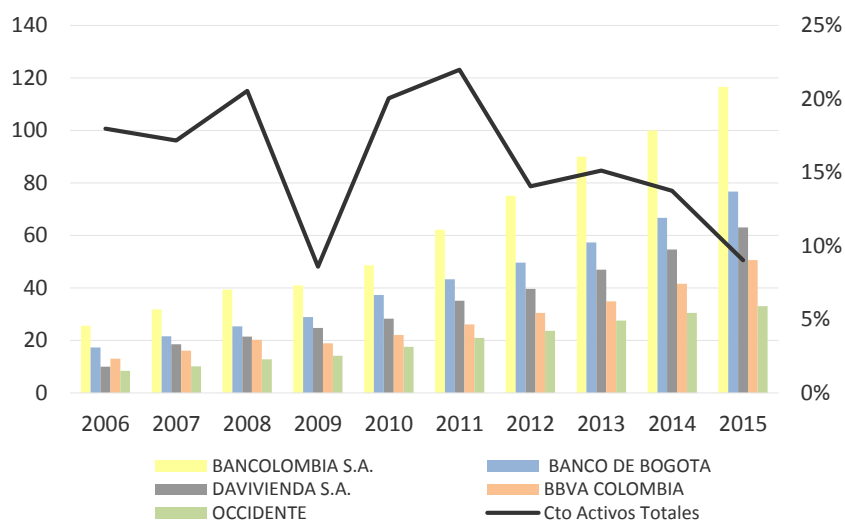


Gráfico 3. Activos. Para el caso del BBVA, la participación sobre el total de activos del sistema es del 10%. Sobresale como el de mayores activos entre los bancos extranjeros. Actualmente el valor total de los activos del sistema asciende a \$481 billones (cifras tomadas de los EE. FF. individuales de los bancos locales).

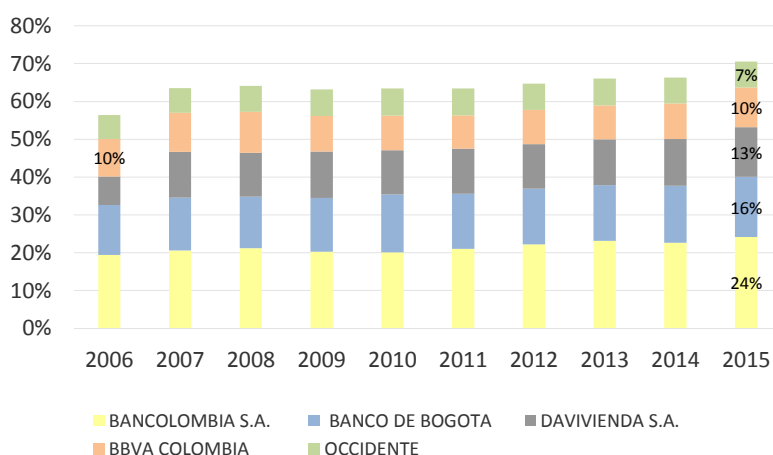


Gráfico 4. Participación activos/total bancos. Durante los últimos 10 años, el BBVA ha logrado mantener su participación dentro del total de activos del sistema bancario.

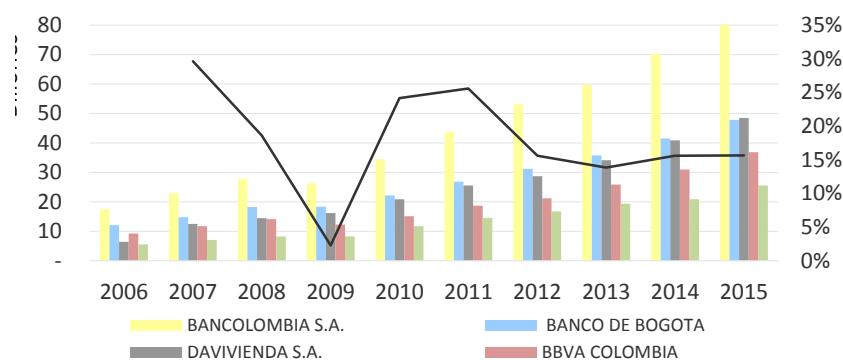


Gráfico 4. Cartera total. El crecimiento de la cartera ha presentado una evolución sostenida en los últimos años, que sólo creció por debajo del 10% en 2009.

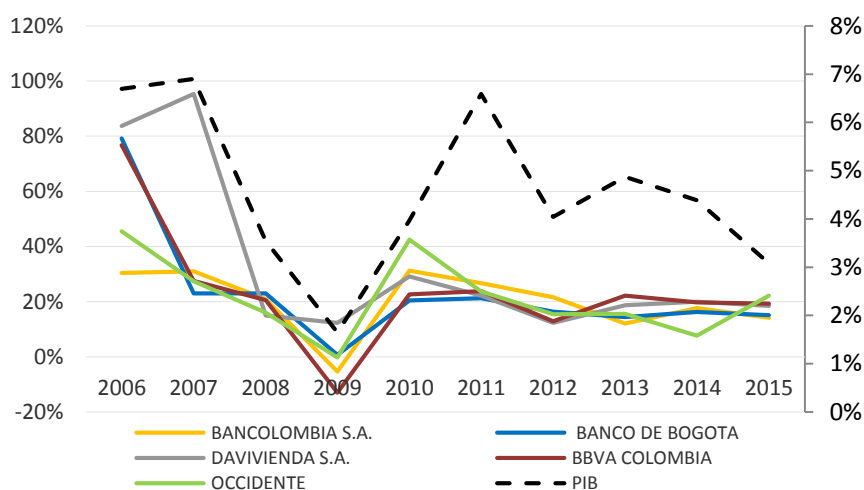


Gráfico 5. Crecimiento de la cartera. El crecimiento de la cartera individual (operación Colombia) evidencia una evolución moderada, acorde al crecimiento económico del país

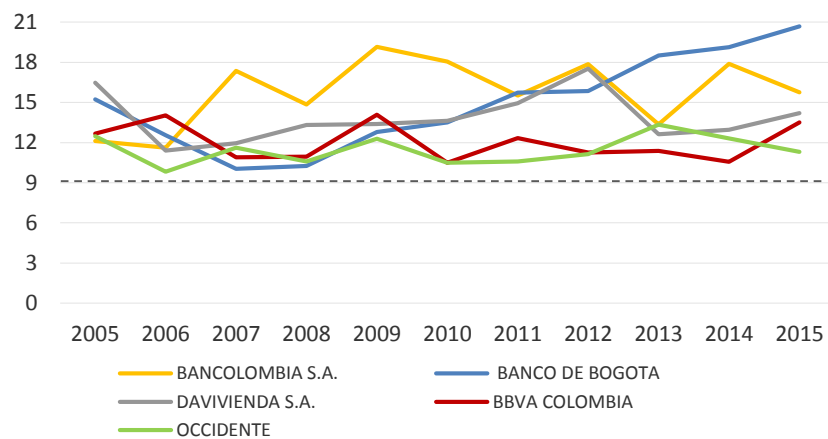


Gráfico 6. Relación de solvencia total. La relación de solvencia total se define como el valor del patrimonio técnico dividido por el valor de los activos ponderados por nivel de riesgo crediticio y de mercado. Esta relación no puede ser inferior a nueve por ciento (9%). El indicador de solvencia total demuestra la solidez del sistema financiero de Colombia, en tanto que en los últimos 10 años no ha bajado del rango inferior, de acuerdo con los estándares internacionales del Comité de Basilea.

Los principales factores macroeconómicos que influyen sobre la industria tienen que ver con la inflación, que tiene un efecto directo sobre la devaluación de la moneda que a su vez tiene relación implícita con las tasas de interés. Esto conlleva a pensar que la inflación toma especial relevancia en el sentido que puede encarecer o disminuir el costo de conseguir recursos en el mercado a través de las tasas de interés (captación y colocación), lo que a la larga se traduce en un mayor o menor consumo de crédito por parte los diferentes agentes económicos.

Se puede definir como industria altamente regulada ya que cuenta con una institución que vigila todas las entidades financieras. La Superfinanciera desarrolla: “Acciones orientadas a implementar mejores prácticas aceptadas a nivel internacional en temas de gobierno corporativo, actuando en forma coordinada con las demás entidades del Estado que velan por la estabilidad del sistema financiero”.

Principales indicadores

- Rentabilidad

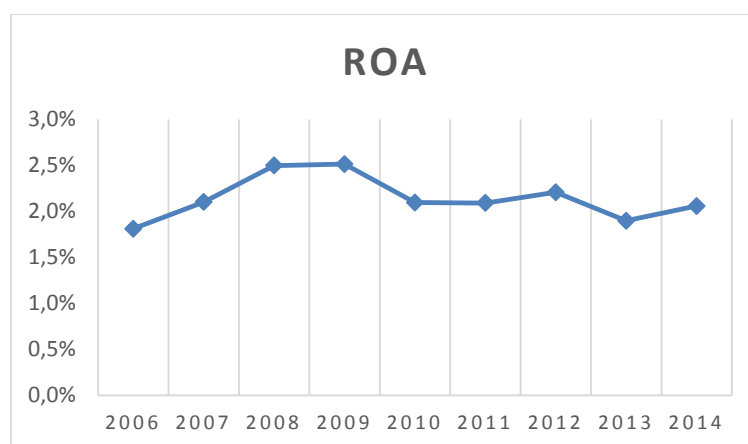


Gráfico 6. Return on Assets.

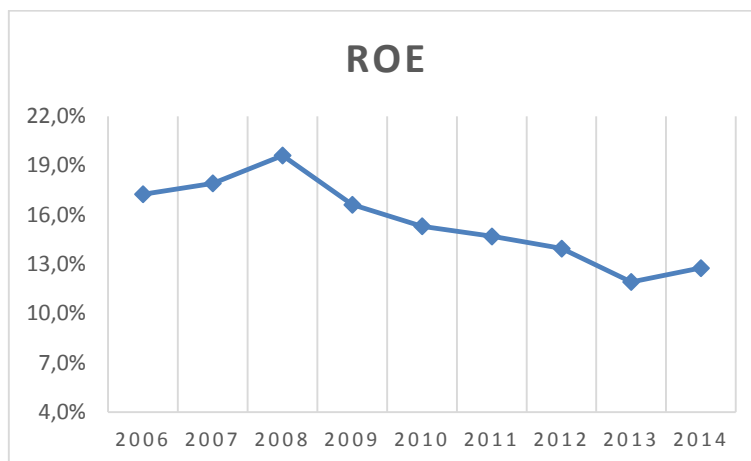


Gráfico 7. *Return on Equity*. En los años recientes se ha visto cómo la rentabilidad del sector, medida por el ROA y el ROE, ha decrecido de manera progresiva en los últimos 5 años, esencialmente por una contracción en el margen de intermediación (NIM) y en las comisiones netas.

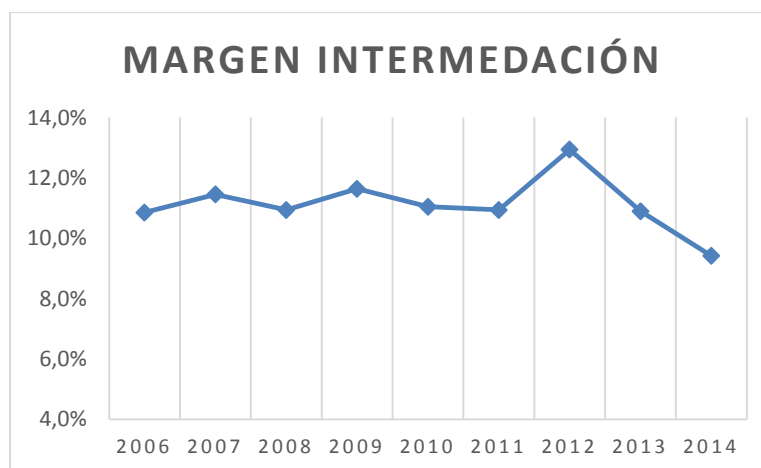


Gráfico 8. *Return on Equity*. Se observa cómo el margen de intermediación (NIM) se ha contraído de manera importante en los últimos años, hecho que afecta de manera directa el ROE y ROA del sector.

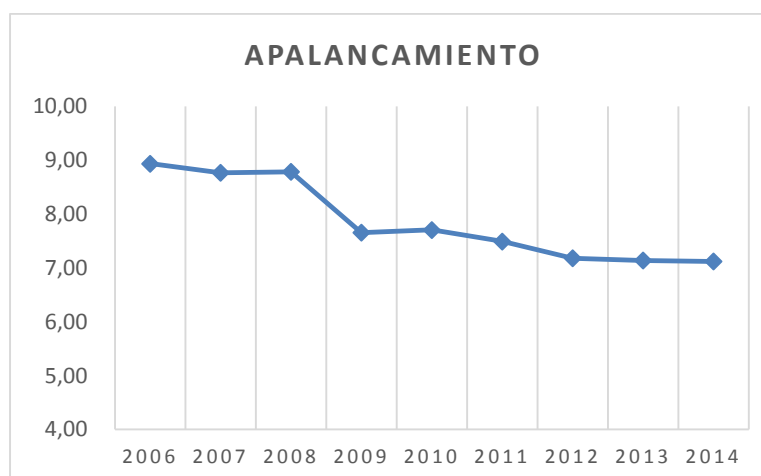


Gráfico 9. Apalancamiento. El apalancamiento por su parte, medido como activos promedio/patrimonio promedio, ha decrecido levemente en los años reciente, hasta ubicarse en 2016 en niveles del 7,12%.

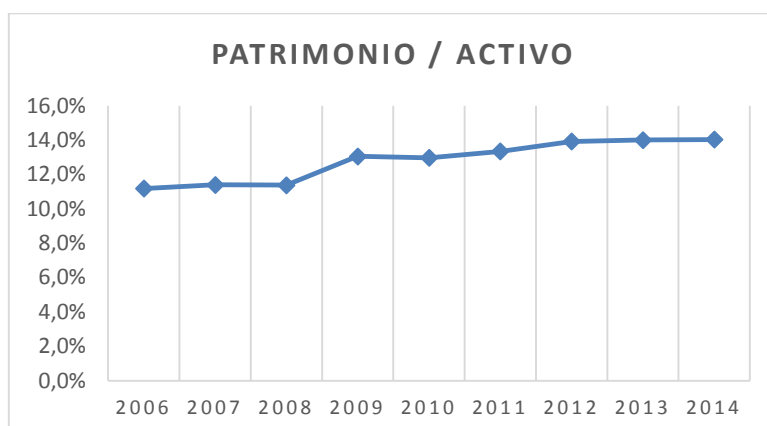


Gráfico 10. Solvencia. La relación de solvencia vista desde la relación patrimonio y activo muestra un leve crecimiento refrenado y mejores indicadores de solvencia.

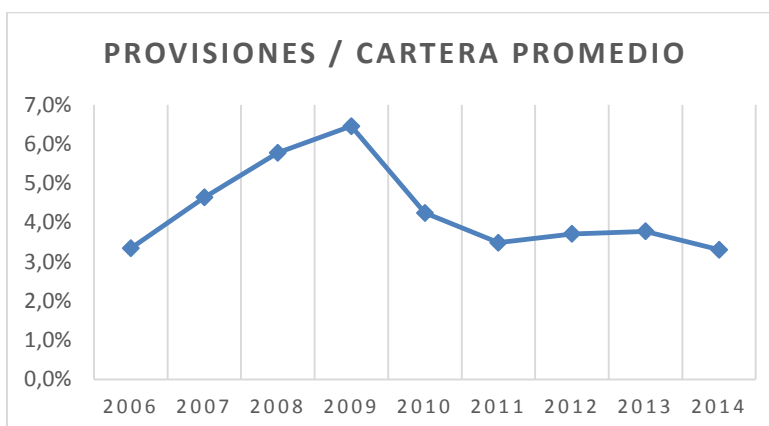


Gráfico 11. Solvencia. El gasto por provisiones como porcentaje de los ingresos ha decrecido en 200 pbs. desde la última década, mientras que la cartera promedio ha crecido de forma significativa. Esto ha favorecido los niveles de rentabilidad del sector.

- Eficiencias técnicas

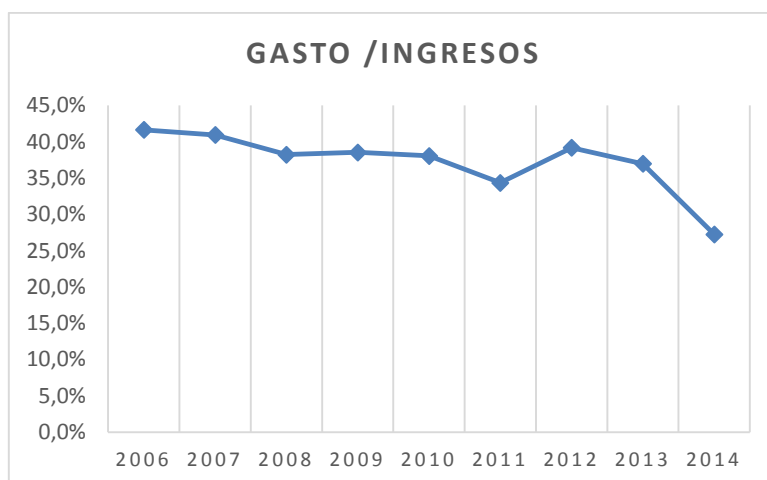


Gráfico 12. Eficiencia. Los gastos/ingresos han presentado una tendencia decreciente en los últimos años, favoreciendo de igual manera los niveles de rentabilidad del sector.



Gráfico 13. Eficiencia técnica.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

El grupo BBVA fue fundado en 1868 como Banco de Bilbao en España (BBVA, 2016), y desde esa fecha ha efectuado una serie de adquisiciones tanto dentro de España como en el exterior, que lo ubican entre las 120 empresas más grandes del mundo, según la *Revista Forbes* (2016). En la actualidad cuenta con 136 mil empleados, 68 millones de clientes, tiene presencia en 35 países, 31 mil cajeros automáticos y más de 8000 oficinas.

Su filial en Colombia, BBVA Colombia, nace en 1996 cuando el Banco Bilbao Vizcaya adquirió el Banco Ganadero, de capital mixto, con 40 años de existencia; tres años más tarde, compra el Banco Argentaria en España, y en 2004 le cambian el nombre por BBVA, que es como se conoce hoy en día. En 2005, el BBVA adquiere el Banco Granahorrar,

convirtiéndose así en el cuarto banco más grande de Colombia, con 5000 empleados, 2 millones de clientes, presencia en 120 municipios, 1200 cajeros y más de 500 oficinas.

Adicionalmente, el BBVA Colombia cuenta con la Fiduciaria BBVA y Valores BBVA, que hacen parte de sus filiales y que consolidan en sus estados financieros. A pesar de que su aporte a las utilidades es menor del 5%, permite ofrecerles a sus clientes toda la gama de servicios financieros.

BBVA Colombia tiene como principal fortaleza el grupo financiero al que pertenece, calificado internacionalmente con A- por Fitch Ratings, con perspectiva estable, lo que sugiere un respaldo a su filial, en caso de que fuera necesario. Adicionalmente, la rentabilidad consistente sumada a su nivel de capitalización, con una clara política de reparto de dividendos que permiten seguir fortaleciendo el patrimonio, le confiere una ventaja al Banco. Como se mencionó anteriormente, su política de riesgos, que está en línea con las directrices y procedimientos de su casa matriz, le permite mantener unos niveles de calidad de cartera por debajo del promedio del sector.

De acuerdo con el *Informe trimestral de inclusión financiera* publicado por Asobancaria (2016), si bien el índice de bancarización en Colombia ha aumentado en los últimos años hasta llegar al 72,5% de la población; sin embargo, aunque 21,7 millones de personas tienen una cuenta de ahorros, tan solo 6,8 millones cuentan con tarjetas de crédito, lo que significa la gran oportunidad que tiene el BBVA, y en general la industria, de continuar atrayendo nuevos clientes.

Los depósitos provienen mayoritariamente de clientes del sector público y del institucional, que exigen altos costos de fondeo por los recursos, que claramente se constituyen una debilidad, y en un tema en el que el banco debe centrar su atención para evitar el eventual estrechamiento de su margen de intermediación.

La entrada de nuevos competidores al mercado es la principal amenaza que tiene el BBVA, con la llegada de ITAU a Colombia, actual dueño de Corpbanca y Helm, y el anuncio de lanzar la marca en 2017. Así mismo, la posible venta del negocio *retail* anunciada por Citibank se convierte en otra posibilidad para el ingreso de un nuevo jugador o de permitir que crezca algún competidor actual.

BBVA divide su atención en segmentos para los cuales ha diseñado una oferta diferente: se cataloga como Banca Universal, en la medida en que tiene productos y servicios para todo el universo de clientes (personas naturales y jurídicas), a los que subsegmenta de acuerdo con sus ingresos.

En el segmento personas naturales, ofrece servicios de colocación y captación, a través de créditos de consumo, *leasing* e hipotecarios, acompañados por productos que permiten el acceso y contratación, como su red de sucursales y las aplicaciones de internet y móviles.

En el segmento jurídico, ofrece, además de los servicios de captación y colocación, productos de mesa de dinero, *cash management*, *factoring*, fiducia y de bolsa.

1. Estrategia

La estrategia de BBVA Colombia está en línea con la de su casa matriz, que ha sido definida en prioridades, a saber:

- Establecer nuevos estándares de experiencia de cliente

Hace referencia al hecho de hacer memorables los momentos de verdad con la clientela. Comprende los conceptos de atracción, percepción, descubrimiento, vinculación y recomendación.

- Impulsar las ventas digitales

Énfasis en los canales que tienen mayor potencial de crecimiento exponencial a menor costo. Desarrollar la contratación de los productos a través de los dispositivos móviles ayudará a mejorar los ratios de eficiencia de la organización y a mejorar la experiencia de los clientes.

- Desarrollar, asociarse y adquirir nuevos modelos de negocio

El Banco le apuesta como estrategia a la “Disrupción” del modelo de banca tradicional. Para adaptarse a estos nuevos modelos, o se deben desarrollar internamente, o se deben adquirir a través de las aplicaciones financieras, o *financial apps* (*fin apps*).

- Optimizar la gestión de capital

Busca maximizar la rentabilidad de manera sostenida en el tiempo. Se enfoca en cumplir los requerimientos de capital y, al mismo tiempo, en lograr colocar en los mejores riesgos cumpliendo los preceptos de EVA y RORCA.

- Mejorar la eficiencia

BBVA quiere estar siempre por debajo del 50%, para lo cual está desarrollando sistemas de información contables que permitan hacer un monitoreo permanente para poder atacar preventivamente los costos recurrentes.

- Atraer y retener el mejor talento

Enfocándose en el desarrollo, inspiración y retención del talento.

2. Desarrollos recientes

El más reciente desarrollo de BBVA Colombia es su billetera virtual. Se convierte en el tercer banco en ofrecer este servicio.

3. Análisis de los competidores

De acuerdo con la Vicepresidencia Técnica de Asobancaria (2016):

Los hallazgos del estudio de Fedesarrollo relacionados con el nivel de competencia en el sector bancario señalan que la concentración aumentó durante la última década. Sin embargo, de acuerdo con el estudio, no es acertado asociar la concentración bancaria con los niveles de competencia, dada la débil relación que existe entre la concentración y la rentabilidad. En este escenario, el estudio analiza los niveles de competencia a través de indicadores no estructurales, en los que se observa directamente el comportamiento de las firmas en el mercado. Los resultados de dichos indicadores sugieren que el poder de mercado es relativamente bajo, por lo que la competencia en el sector se encuentra en niveles saludables (p. 1).

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

La junta directiva del BBVA Colombia está compuesta por 6 miembros, de los cuales 2 son independientes, 3 son miembros de la casa matriz y el sexto es su actual administrador. Se destaca que el presidente de la junta es uno de los miembros externos.

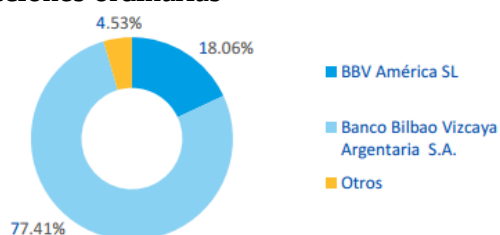
La administración está encabezada por el español Óscar Cabrera Izquierdo, con amplia trayectoria en varias áreas y países donde tiene presencia el Grupo BBVA. La primera línea de dirección está conformada por un equipo local y extranjero, estable y con experiencia suficiente en sus campos.

El BBVA Colombia sigue las prácticas de su matriz, en cuanto al gobierno corporativo y cuenta con código de ética.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

1. Principales accionistas

Acciones ordinarias



Acciones preferenciales

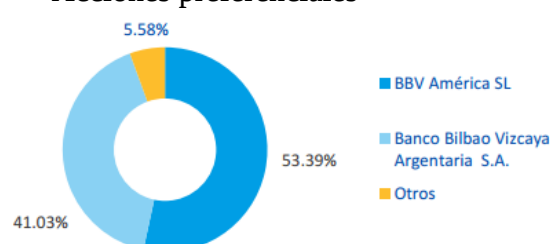


Gráfico 14. Composición accionaria.

2. Liquidez accionaria

De acuerdo con lo informado por el Banco en su página de internet, cuenta con 65.299 accionistas, al corte del 31 de mayo de 2016.

El capital autorizado es de \$ 645.000.000.000, que corresponde a 103.365.384.615 acciones, y cuenta con 88.977.695.544 de acciones en reserva, o acciones por suscribir.

Así mismo, se encuentran 14.387.689.071 acciones en circulación, de las cuales 13.907.929.071 son acciones ordinarias y 479.760.000 son acciones con dividendo

preferencial. Tanto la acción ordinaria como la preferencial tienen muy baja bursatilidad debido al porcentaje que está en manos de accionistas diferentes al Grupo BBVA.

3. Libre flotación

En la actualidad, solo flotan el 4,53% de las acciones ordinarias y el 5,58% de las acciones preferenciales.

4. Política de dividendos

El BBVA Colombia ha mantenido una clara y estable política de distribución de dividendos. Su *pay-out* anual es del 50% de sus utilidades. Las utilidades reinvertidas usualmente se clasifican dentro de su reserva legal.

RIESGOS DE INVERSIÓN

Según el BBVA (2014):

En los tiempos tan turbulentos en los que nos encontramos, lo inusual sería que nos encontrásemos seguros ante una inversión o ante cualquier operación financiera. Esa sensación de inseguridad responde a un nombre: riesgo financiero. El riesgo financiero o también conocido como riesgo de crédito o de insolvencia, hace referencia a la incertidumbre producida en el rendimiento de una inversión, debida a los cambios producidos en el sector en el que se opera y a la inestabilidad de los mercados financieros.

En la industria bancaria se han identificado cuatro riesgos: el riesgo de crédito, el riesgo de liquidez, el riesgo de mercado y el riesgo operacional como los principales determinantes del desempeño de los participantes de este sector.

El BBVA cuenta con tres comités que administran estos riesgos a través de varios sistemas: el Comité de Riesgos de Crédito y Tesorería, que mide controla y analiza la gestión del riesgo de crédito (SARC) y tesorería (SARM); el Comité Técnico de Activos y Pasivos, que monitorea y controla los riesgos de liquidez (SARL); y, por último, el Comité de Auditoría, que vela por el seguimiento y control del riesgo operacional y por la continuidad del negocio (SARO-PCN). (BBVA Colombia, 2015).

El BBVA asume dos tipos de riesgo de crédito: uno inherente a la actividad de colocación (operaciones de crédito comercial, consumo, hipotecario y microcrédito) y otro al de tesorería, que incluye operaciones relacionadas con la administración de portafolios.

El riesgo de liquidez, según la Superintendencia Financiera de Colombia (2015), se define como:

La contingencia de no poder cumplir plenamente, de manera oportuna y eficiente los flujos de caja esperados e inesperados, vigentes y futuros, sin afectar el curso de las operaciones diarias o la condición financiera de la entidad. Esta contingencia (riesgo de liquidez de fondeo) se manifiesta en la insuficiencia de activos líquidos disponibles para ello y/o en la necesidad de asumir costos inusuales de fondeo. A su turno, la capacidad de las entidades para generar o deshacer posiciones financieras a precios de mercado, se ve limitada bien sea porque no existe la profundidad adecuada del mercado o porque se presentan cambios drásticos en las tasas y precios (riesgo de liquidez de mercado) (p. 2).

El riesgo de mercado, de acuerdo con la definición de la Superintendencia Financiera de Colombia (2015), es:

La posibilidad de que las entidades incurran en pérdidas asociadas a la disminución del valor de sus portafolios, las caídas del valor de las carteras colectivas o fondos que administran, por efecto de cambios en el precio de los instrumentos financieros en los cuales se mantienen posiciones dentro o fuera del balance (p. 2).

Por último, para el BBVA el riesgo operacional es aquel que puede provocar pérdidas debido a errores humanos, a procesos internos inadecuados o defectuosos, a fallos en los sistemas y como consecuencia de acontecimientos externos. Esta definición incluye el riesgo legal y excluye el riesgo estratégico y(o) de negocio y el riesgo reputacional (BBVA, 2016).

A diciembre de 2015, según reveló la entidad en su informe de gestión (BBVA Colombia, 2015): “Las políticas de riesgos de BBVA Colombia, permitieron alcanzar un crecimiento rentable de la inversión, incrementar su participación en diferentes segmentos del mercado y mantener unos mejores indicadores de riesgo que el sector.” Afirmación que ha sido contrastada en el modelo de valoración ratificando la correcta aplicación de prácticas y procedimientos para la mitigación de los riesgos asumidos.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Cartera y penetración bancaria

- Crecimiento de la cartera: el crecimiento de la cartera se estima de acuerdo con la penetración bancaria, que para 2015 tuvo un crecimiento importante respecto a 2014 (ver gráfico 14), pues el sector financiero fue el más activo de la economía durante 2015. Sin embargo para 2016 se estima una disminución en la profundización bancaria debido a la desaceleración de la economía, ya que se incrementa la carga financiera en los hogares por un alto nivel de endeudamiento y un costo más alto. Por esta razón, en 2016 se estima una penetración bancaria inferior, en comparación con la de 2015, del 63%, y terminal en 2016, del 70%. Considerando un panorama económico moderado en los años proyectados, se plantea un PIB real terminal (año 2026) del 3,7% y la inflación meta del Banco de la República del 3%.

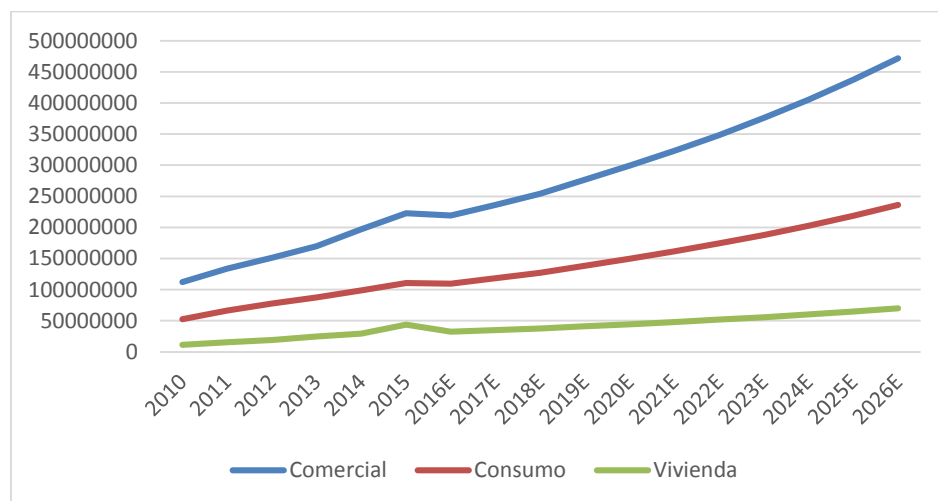


Gráfico 15. Crecimiento histórico y proyectado de cartera BBVA.

Fondeo

El fondeo de BBVA Colombia se establece principalmente en los depósitos de cuentas de ahorros y en los certificados de depósito a término, que constituyen en promedio el 70% del mismo.

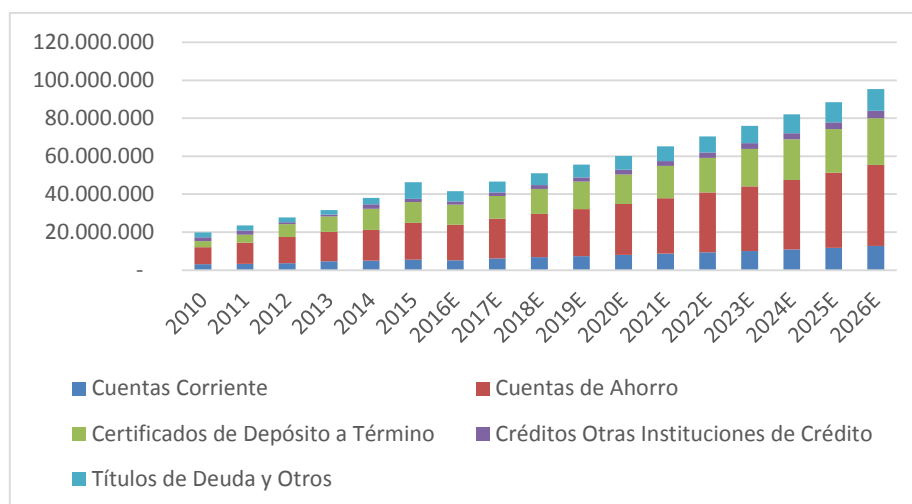


Gráfico 16. Composición fondeo BBVA.

Se estimó una participación de los depósitos, y exigibilidades en los depósitos totales casi constante en el tiempo, teniendo en cuenta que los depósitos totales crecen de acuerdo con el crecimiento de la cartera total, y que ésta, a su vez, se va incrementado con el PIB y la penetración bancaria.

Con esta estimación, la compañía mantiene su posición de liquidez (gráfico 17).

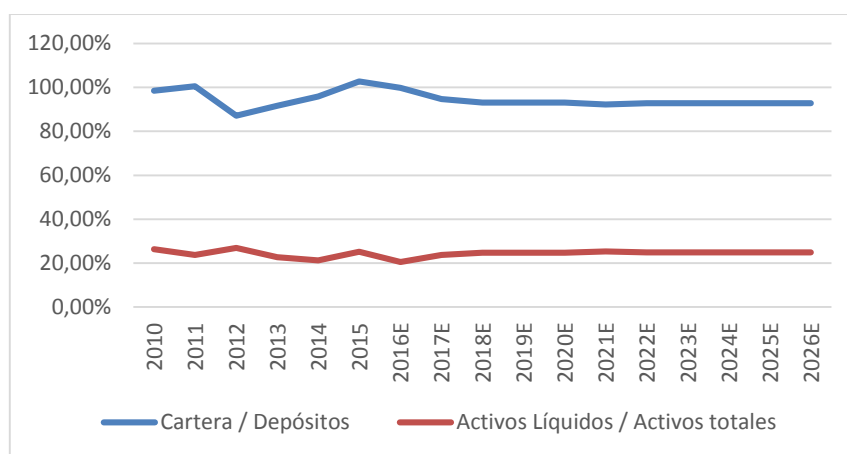


Gráfico 17. Liquidez del Banco BBVA Colombia proyectada a 2026.

Ingresos por intereses

El crecimiento de los ingresos por intereses se proyecta de acuerdo con el crecimiento de la DTF, con un *spread* constante sobre DTF de la cartera de comercial, de 1,9%; cartera de vivienda, de 7,2%; y un promedio sobre los datos proyectados, de 10,1% para la cartera de consumo.

Capital

BBVA Colombia estableció la política de mantener *un pay-out ratio* de 50%. El índice de solvencia mantenido desde 2010 hasta 2015 es en promedio del 11,60%, por lo que los años siguientes se estimaron con un índice del 11%, para cumplir los requerimientos Basilea III, de acuerdo con lo establecido por el Grupo BBVA.

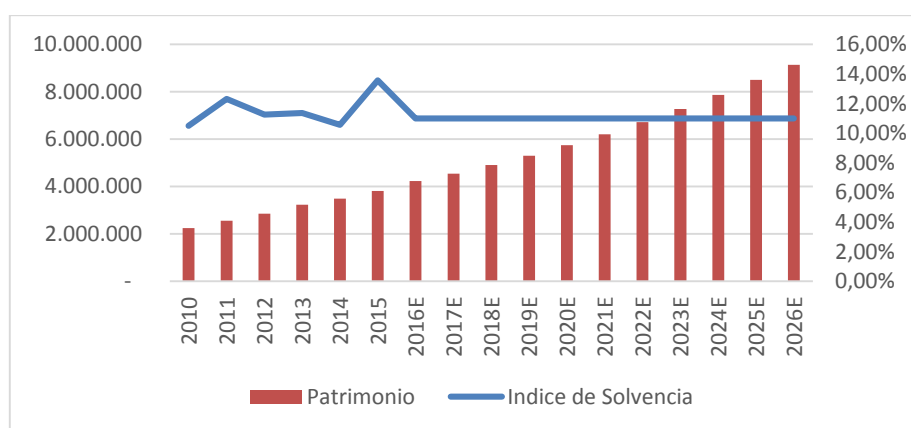


Gráfico 18. Capital y apalancamiento.

Calidad de activos

El BBVA Colombia ha mantenido desde 2010 hasta 2015 un promedio en castigos de cartera inferior al 1%. Se estima que para los siguientes años que se mantenga el 1%. Las provisiones sobre cartera vencida se ven afectadas durante 2015 por la implementación de las Normas Internacionales de Información Financiera NIIF, por lo que la proyección de los siguientes años se hace teniendo en cuenta la disminución en el rubro de provisiones.

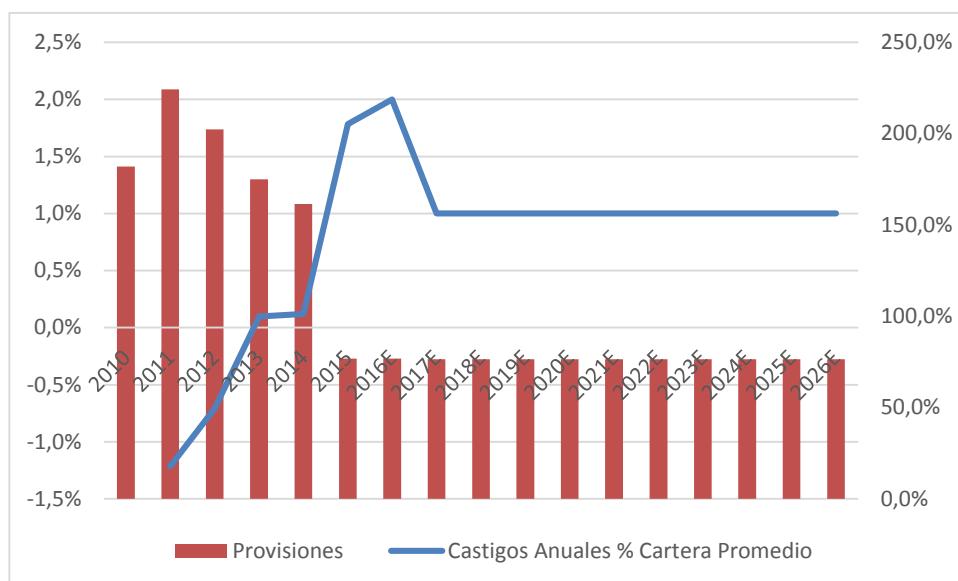


Gráfico 19. Castigos de cartera y provisiones.

Rentabilidad

El ROE de los bancos pares de la región a noviembre de 2016 está en línea con lo proyectado para el BBVA Colombia a 2016 de 14,5% que denota otra de las fortalezas de la institución.

Banco	ROE
Bancolombia S. A.	12,20%
Davivienda	15,03%
BANCO de Bogotá	14,46%
BANCO de Crédito Chile	20,59%
Banco Santander Chile	16,42%
Intergroup Financial	14,82%
Banco Macro SA-B	39,48%
Itau Unibanco Holding	18,79%
Banco Bradesco	17,55%
Banco de Chile	20,59%
Itau Corpbanca	2,98%
BBVA S. A. (España)	8,08%
Promedio	16,75%
PROM AJUSTADO	12,79%

Fuente: Bloomberg (2 de diciembre de 2016).

Considerando las presiones regulatorias sobre las tasas y tarifas así como la mayor competencia del sector, se prevé que las rentabilidades de la industria no crecerán y por el contrario tenderán a mantenerse en niveles no más altos de 16% hasta terminar en 2026 en 14,6%.

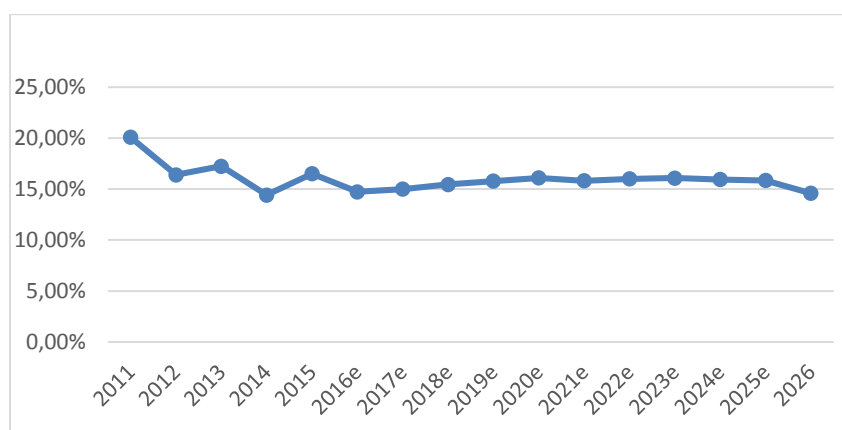


Gráfico 20. ROE BBVA Colombia.

Convergencia a NIIF

Teniendo en cuenta que 2015 fue el año definido por la regulación contable colombiana para implementar y aplicar las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) expedidas por la Junta de Normas Internacionales de Contabilidad (*International Accounting Standards Board*), el Banco BBVA Colombia implementa esta normatividad, lo que afectando algunos aspectos importantes que se deben considerar en la valoración efectuada, entre los que se incluyen:

- No se efectúa provisión sobre el activo disponible.
- Se hace medición de las inversiones con la metodología de valor razonable. Según The International Accounting Standards Committee Foundation (2009), el valor razonable se define como: “Es el importe por el cual puede intercambiarse un activo, cancelarse un pasivo o intercambiarse un instrumento de patrimonio concedido, entre partes interesadas y debidamente informadas que realizan una transacción en condiciones de independencia mutua, es decir a precios de mercado. Como base de valoración de inversiones de renta fija el Banco tuvo en cuenta el EBITDA y una distribución de dividendos del 90% de dichas inversiones.
- El valor razonable de las partidas de terrenos, edificaciones en propiedad, activos intangibles y propiedades de inversión se utilizó como el costo atribuido a la fecha de transición.
- Las provisiones disminuyen debido a que se calculan por deterioro, de acuerdo al análisis de deterioro de la cartera.
- Se presenta un incremento importante en el impuesto diferido ya que debe reconocerse completamente al momento en que se genera.

Estos cambios generaron incrementos en el activo, en cuanto a las inversiones y cartera de crédito, y afectaron: el pasivo por el incremento del impuesto por pagar, el impuesto diferido, el incremento de los beneficios a empleados (que ya no se pueden diferir) y la disminución de las provisiones.

Referencias bibliográficas

- Asobancaria, Vicepresidencia Técnica (15 de noviembre, 2016). Competencia y eficiencia en el sector bancario colombiano. *Semana Económica*, 1068, 1. Recuperado de <http://www.asobancaria.com/2016/11/15/edicion-1068-competencia-y-eficiencia-en-el-sector-bancario-colombiano/>
- Banco de la República de Colombia (2016). Recuperado el 5 de diciembre de 2016 de <http://www.banrep.gov.co/es/politica-monetaria>
- BBVA (2016). Riesgo operacional - BBVA en 2012. *BBVA noticias*. Recuperado el 5 de noviembre de 2016, de <https://accionistaseinversores.bbva.com/TLBB/tlbb/bbvair/esp/group/brief/index.jsp>
- BBVA Colombia (2016). www.bbva.com.co. Recuperado el 5 de diciembre de 2016, de <https://www.bbva.com.co/>
- BBVA Colombia (2015). Informe Anual 2015 (p. <https://www.bbva.com.co/meta/atencion-al-inversionista/informacion-financiera/>). Bogotá.
- BBVA (2014). Finanzas para todos: el riesgo financiero y sus tipos (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria). *BBVA Noticias*. Recuperado el 5 de octubre de 2016, de https://www.bbva.com/es/noticias/economia/sistema_financiero/finanzas-para-todos-el-riesgo-financiero-y-sus-tipos/
- Bejarano Castillo, L., Adán Nieto, Á., Fajardo Moreno, Á., Montoya González, C., y Victoria Rodríguez, M. (2016). *La Banca Colombiana en 2015* (1st ed., p. <http://www.asobancaria.com/>). Bogotá: TC Impresores. Recuperado de <http://www.asobancaria.com/>
- Bloomberg (2016). [Bloomberg.com](http://www.bloomberg.com). Recuperado el 4 de octubre de 2016, de <https://www.bloomberg.com/>
- Bolsa de Valores de Colombia (2016). [Bvc.com.co](http://www.bvc.com.co). Recuperado el 5 de diciembre de 2016, de <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc>
- Damodaran, A. (2016). Damodaran Online. En *Pages.stern.nyu.edu*. Recuperado el 5 de diciembre de 2016, de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Damodaran, A. (2005). *Marketability and value: Measuring the illiquidity discount* (1st ed., p. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>). Nueva York: Stern School of Business.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation* (1st ed.). New York: Wiley.

- Investigaciones Económicas (2016). *Grupobancolombia.com*. Recuperado el 1 octubre de 2016, de <http://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas>
- Reserva Federal de los Estados Unidos (2016). Recuperado el 15 noviembre de 2016 de <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcprojtabl20160316.htm>
- Revista Forbes (2016). *The Worlds Biggest Public Companies. 2016 Ranking*. Recuperado de <http://www.forbes.com/global2000/list/3/#tab:overall>
- Superintendencia Financiera de Colombia (2016). Súper Intendencia Financiera de Colombia. Recuperado el 2 de septiembre de 2016, de <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/index.jsf>
- Superintendencia Financiera de Colombia (2015). Reglas relativas al sistema de administración del riesgo de liquidez. Recuperado de <https://www.superfinanciera.gov.co/descargas?com=institucional&name=pubFile1000180&downloadname=cap06sarl.doc.> Bogotá.
- US Department of the Treasury (2016). Recuperado el 1 octubre de 2016, de <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/Historic-Yield-Data-Visualization.aspx>
- The International Accounting Standards Committee Foundation (IASCF) (2009). Norma Internacional de Información Financiera para Pequeñas y Medianas Entidades (NIIF para las PYMES). Reino Unido.

Anexo 1 – P y G proyectado

COP millones	2015 NIIF	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Estado de resultados												
Ingresos por intereses	3.467.190	4.265.398	3.886.389	4.714.764	4.985.745	5.107.096	5.593.365	6.011.878	6.463.208	6.912.272	7.414.517	7.952.176
Cartera comercial	964.429	1.371.064	1.166.732	1.505.376	1.573.882	1.565.923	1.736.329	1.888.388	2.052.597	2.216.624	2.393.756	2.585.040
Cartera consumo	1.585.057	1.945.730	1.833.548	2.154.240	2.291.785	2.383.774	2.589.619	2.759.597	2.941.661	3.113.752	3.316.162	3.531.138
Cartera vivienda	874.781	884.054	813.365	976.824	1.034.845	1.065.182	1.168.486	1.260.553	1.359.873	1.467.808	1.584.247	1.709.072
Intereses por mora	42.923	64.550	72.743	78.323	85.233	92.216	98.931	103.340	109.077	114.089	120.352	126.926
Gastos por intereses	1.284.069	2.271.281	1.736.744	2.508.436	2.598.104	2.468.076	2.786.092	3.023.448	3.262.486	3.519.541	3.796.849	4.261.917
Depósitos y exigibilidades	1.260.193	2.007.793	1.593.437	2.268.976	2.364.562	2.279.795	2.562.599	2.776.082	2.994.812	3.230.777	3.485.333	3.759.947
Ahorro	668.251	1.162.994	891.572	1.302.790	1.349.864	1.283.756	1.448.531	1.568.554	1.692.142	1.825.468	1.969.298	2.124.461
CDT	591.942	844.799	701.865	966.186	1.014.697	996.039	1.114.067	1.207.528	1.302.670	1.405.309	1.516.035	1.635.485
Créditos otras instituciones de crédito	23.463	60.154	45.489	77.828	77.800	68.049	78.563	90.499	97.928	105.644	113.968	122.948
Títulos de deuda y otros	414	203.334	97.818	161.632	155.743	120.232	144.931	156.868	169.745	183.120	197.548	379.023
Margen neto de intereses	2.183.121	1.994.116	2.149.645	2.206.328	2.387.641	2.639.020	2.807.273	2.988.430	3.200.722	3.392.732	3.617.668	3.690.259
Tesorería	435.438	650.853	502.312	621.832	673.859	650.711	668.962	720.483	770.068	818.408	873.928	933.442
Ingresos inversiones - neto	137.943	583.403	431.361	550.483	602.708	581.757	603.071	658.338	712.168	765.004	825.646	890.965
Ingresos divisas - neto	341.785	148.056	153.830	158.599	164.308	169.895	174.992	180.241	185.649	191.218	196.955	202.863
Ingresos instrumentos derivados - neto	(172.333)	(80.606)	(82.879)	(87.249)	(93.157)	(100.941)	(109.100)	(118.097)	(127.748)	(137.814)	(148.672)	(160.387)
Comisiones - neto	112.776	114.215	118.594	127.689	138.246	149.989	162.034	175.380	189.777	204.730	220.861	238.262
Otros ingresos operativos - neto	15.268	14.215	15.305	16.479	17.933	19.402	20.931	22.724	24.515	26.446	28.530	30.778
Margen financiero bruto	2.618.559	2.773.400	2.785.855	2.972.329	3.217.680	3.459.123	3.659.200	3.907.016	4.185.082	4.442.316	4.740.986	4.892.741
Gastos administrativos	672.577	718.337	752.780	782.817	817.970	853.048	886.193	920.613	956.357	993.476	1.032.021	1.072.047
Gastos de personal	465.737	508.010	543.620	577.137	615.486	656.206	696.773	739.661	784.999	832.919	883.562	937.077
Provisiones - neto	484.255	583.123	468.811	480.473	535.163	571.779	608.124	638.810	693.288	737.054	802.492	863.765
Margen operacional antes de dep. & amort.	995.990	963.929	1.020.645	1.131.901	1.249.061	1.378.090	1.468.110	1.607.931	1.750.438	1.878.867	2.022.911	2.019.852
Depreciación y amortización	87.334	71.458	76.937	82.839	90.147	97.533	105.218	114.232	123.233	132.942	143.417	154.717
Ingresos/gastos no operativos	16.063	14.955	16.102	17.337	18.867	20.413	22.021	23.908	25.791	27.823	30.016	32.381
Utilidad antes de impuestos	924.720	907.427	959.810	1.066.399	1.177.781	1.300.970	1.384.914	1.517.607	1.652.997	1.773.749	1.909.510	1.897.516
Impuestos	320.753	299.451	316.737	351.912	388.668	429.320	457.022	500.810	545.489	585.337	630.138	626.180
Utilidad neta	603.967	607.976	643.073	714.488	789.113	871.650	927.892	1.016.797	1.107.508	1.188.412	1.279.372	1.271.336

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Anexo 2 – Balance proyectado

COP millones	2015 NIIF	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Balance general												
Activos												
Disponible y equivalentes	6.341.246	3.256.738	6.340.842	8.765.773	9.661.269	10.476.856	11.742.829	12.384.286	13.381.717	14.443.700	15.595.384	16.781.435
Inversiones	6.276.126	6.130.216	5.779.481	5.047.835	5.362.694	5.802.093	6.313.217	6.810.642	7.347.260	7.926.159	8.550.670	9.224.386
Cartera vigente	35.285.501	32.875.781	35.359.503	38.072.091	41.430.597	44.825.265	48.363.323	52.553.323	56.721.940	61.233.201	66.090.282	71.332.614
Comercial	15.662.285	15.425.173	16.590.602	17.863.343	19.439.147	21.031.917	22.712.681	24.862.858	26.849.712	28.995.310	31.312.332	33.814.472
Consumo	11.270.716	11.181.915	12.026.549	12.949.160	14.091.463	15.246.064	16.429.909	17.743.221	19.141.228	20.649.387	22.276.375	24.031.555
Vivienda	8.352.500	6.268.692	6.742.351	7.259.588	7.899.988	8.547.283	9.220.733	9.947.245	10.730.999	11.588.504	12.501.575	13.486.588
Cartera vencida	1.625.125	1.489.381	1.640.578	1.766.435	1.922.259	2.079.762	2.237.403	2.382.666	2.542.517	2.700.768	2.881.114	3.073.114
Comercial	653.422	626.808	692.150	745.248	810.990	877.440	922.938	983.415	1.033.017	1.084.330	1.137.315	1.191.919
Consumo	659.233	641.524	703.442	757.406	824.221	891.754	979.426	1.037.815	1.119.585	1.207.799	1.302.962	1.405.624
Vivienda	312.471	221.050	244.986	263.780	287.049	310.568	335.039	361.437	389.915	408.639	440.836	475.570
Cartera total	36.910.627	34.365.162	37.000.081	39.838.525	43.352.857	46.905.027	50.600.726	54.935.990	59.264.457	63.933.968	68.971.396	74.405.728
Comercial	16.315.707	16.051.981	17.282.753	18.608.591	20.250.137	21.909.357	23.635.619	25.846.273	27.882.729	30.079.640	32.449.648	35.006.391
Consumo	11.929.949	11.823.439	12.729.991	13.706.567	14.915.683	16.137.818	17.409.335	18.781.035	20.260.814	21.857.186	23.579.337	25.437.179
Vivienda	8.664.971	6.489.742	6.987.337	7.523.368	8.187.037	8.857.852	9.555.772	10.308.682	11.120.914	11.997.143	12.942.411	13.962.158
Provisiones	1.247.237	1.143.058	1.255.042	1.351.322	1.470.529	1.591.018	1.711.613	1.822.740	1.945.025	2.066.087	2.204.052	2.350.932
Cartera neta	35.663.389	33.222.104	35.745.039	38.487.203	41.882.328	45.314.009	48.889.112	53.113.250	57.319.431	61.867.881	66.767.344	72.054.796
Bienes de uso propio	785.856	764.924	823.574	886.754	964.979	1.044.046	1.126.307	1.222.805	1.319.151	1.423.088	1.535.215	1.656.176
Crédito mercantil	192.203	192.203	192.203	192.203	192.203	192.203	192.203	192.203	192.203	192.203	192.203	192.203
COP millones	2015 NIIF	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Otros activos	925.030	2.095.584	2.261.883	2.440.992	2.652.258	2.871.220	3.102.193	3.365.368	3.635.887	3.927.721	4.242.548	4.582.181
Total activo	50.183.849	45.661.770	51.143.021	55.820.760	60.715.731	65.700.426	71.365.861	77.088.553	83.195.649	89.780.751	96.883.362	104.491.177
Pasivos												
Depósitos y exigibilidades	35.932.438	34.454.794	39.071.520	42.807.085	46.583.287	50.400.146	54.840.047	59.160.955	63.822.311	68.850.942	74.275.783	80.128.054
Cuentas corriente	5.475.550	5.250.380	6.194.303	6.787.696	7.386.469	7.991.688	8.696.428	9.381.629	10.120.818	10.918.249	11.778.510	12.706.551
Cuentas de ahorro	19.398.501	18.600.780	20.839.382	22.796.848	24.807.859	26.840.521	29.183.169	31.482.543	33.963.087	36.639.076	39.525.909	42.640.199
Certificados de depósito a término	11.058.387	10.603.634	12.037.835	13.222.541	14.388.959	15.567.936	16.960.450	18.296.783	19.738.406	21.293.617	22.971.365	24.781.304
Créditos otras instituciones de crédito	1.598.178	1.779.658	1.916.112	2.063.105	2.245.101	2.429.056	2.620.444	2.844.953	3.069.110	3.310.928	3.571.800	3.853.226
Títulos de deuda y otros	8.834.153	5.302.116	5.708.651	6.146.588	6.688.805	7.236.861	7.807.061	8.475.938	9.143.766	9.864.214	10.641.426	11.479.876
Total pasivos	46.364.769	41.536.568	46.696.283	51.016.778	55.517.193	60.066.063	65.267.552	70.481.845	76.035.188	82.026.084	88.489.009	95.461.155
Total patrimonio	3.819.080	4.125.202	4.446.738	4.803.982	5.198.539	5.634.364	6.098.310	6.606.708	7.160.462	7.754.668	8.394.353	9.030.021
Total pasivos + patrimonio	50.183.849	45.661.770	51.143.021	55.820.760	60.715.731	65.700.426	71.365.861	77.088.553	83.195.649	89.780.751	96.883.362	104.491.177

Anexo 3 – Supuestos macroeconómicos

COP millones	2015 NIIF	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p	2024p	2025p	2026p
Supuestos macroeconómicos												
PIB crecimiento real	3,10%	2,00%	2,60%	3,40%	4,00%	3,60%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
Inflación Colombia	6,77%	5,90%	3,90%	3,10%	3,60%	3,40%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Inflación USA	0,12%	0,82%	1,54%	2,37%	2,49%	2,34%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
DTF promedio anual	4,58%	6,95%	5,35%	6,80%	6,50%	5,80%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
		1,05%	1,45%	3,70%	2,90%	2,40%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
PIB nominal (COP billones)	531 574	612	652	703	753	804	859	917	980	1.047	1.118	

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Anexo 4 – Indicadores proyectados

COP millones	2015 NIIF	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Rentabilidad y eficiencia												
ROA	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%
ROE	16,5%	14,7%	15,0%	15,4%	15,8%	16,1%	15,8%	16,0%	16,1%	15,9%	15,8%	14,6%
ROTE	17,1%	16,1%	15,7%	16,1%	16,4%	16,7%	16,4%	16,5%	16,6%	16,4%	16,2%	14,9%
ROA antes de provisiones	3,2%	3,4%	3,1%	3,0%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,9%
ROE antes de provisiones	40,5%	37,5%	34,8%	34,9%	35,7%	36,0%	35,4%	35,4%	35,5%	35,1%	35,0%	33,1%
Margen de intermediación (NIM)	6,0%	6,3%	5,9%	5,7%	5,7%	5,6%	5,5%	5,4%	5,3%	5,2%	5,2%	4,9%
Rendimiento promedio del activo	9,0%	11,6%	9,8%	10,7%	10,4%	9,8%	9,8%	9,7%	9,7%	9,6%	9,5%	9,5%
Costo promedio de fondeo	3,0%	5,5%	3,9%	5,1%	4,9%	4,3%	4,4%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,6%
Comisiones / activos promedio	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Eficiencia	43,5%	44,2%	46,5%	45,8%	44,5%	43,6%	43,3%	42,5%	41,6%	41,1%	40,4%	41,1%
Gastos operativos / activos promedio	2,5%	2,7%	2,7%	2,5%	2,5%	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%
Comisiones / gastos operativos	9,9%	9,3%	9,1%	9,4%	9,6%	9,9%	10,2%	10,6%	10,9%	11,2%	11,5%	11,9%
Cartera vencida en porcentajes (%)	4,4%	4,3%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%	4,1%
Reservas / total cartera	3,4%	3,3%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,4%	3,3%	3,3%	3,2%	3,2%	3,2%
Reservas / cartera vencida	76,7%	76,7%	76,5%	76,5%	76,5%	76,5%	76,5%	76,5%	76,5%	76,5%	76,5%	76,5%
Gasto prov. / ingreso op. antes de prov.	32,7%	37,7%	31,5%	29,8%	30,0%	29,3%	29,3%	28,4%	28,4%	28,2%	28,4%	30,0%
Gasto provisión / cartera promedio	1,4%	1,7%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Castigos / cartera	1,6%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Liquidez												
Cartera / depósitos	102,7%	99,7%	94,7%	93,1%	93,1%	93,1%	92,3%	92,9%	92,9%	92,9%	92,9%	92,9%
Activos líquidos / depósitos	35,1%	27,2%	31,0%	32,3%	32,3%	32,3%	32,9%	32,4%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%
Activos líquidos / activos totales	25,1%	20,6%	23,7%	24,7%	24,7%	24,8%	25,3%	24,9%	24,9%	24,9%	24,9%	24,9%
Cartera / total activos	71,1%	72,8%	69,9%	68,9%	69,0%	69,0%	68,5%	68,9%	68,9%	68,9%	68,9%	69,0%
Apalancamiento												
Tier I	9,0%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Tier II	4,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Patrimonio técnico	13,6%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Activos / patrimonio	13,1x	11,1x	11,5x	11,6x	11,7x	11,7x	11,7x	11,7x	11,6x	11,6x	11,5x	11,6x
Activos / patrimonio tangible	13,8x	11,6x	12,0x	12,1x	12,1x	12,1x	12,1x	12,0x	11,9x	11,9x	11,8x	11,8x
Patrimonio / activos ponderados por riesgo	9,9%	11,5%	11,7%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,1%	12,1%	12,2%	12,1%
Patrimonio tangible / activos ponderados por riesgo	9,4%	10,9%	11,2%	11,6%	11,6%	11,6%	11,7%	11,7%	11,8%	11,8%	11,9%	11,9%
Porcentaje (%) payout dividendos		50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Usted debe consultar a un profesional de inversión o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Anexo 5 – Valoración

COP millones	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Utilidad neta	603.967	607.976	643.073	714.488	789.113	871.650	927.892	1.016.797	1.107.508	1.188.412	1.279.372	1.271.336
% Payout	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Dividendos	301.854	303.988	321.536	357.244	394.557	435.825	463.946	508.398	553.754	594.206	639.686	635.668
Costo del <i>Equity</i>	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Factor de descuento	1,7	1,9	2,2	2,4	2,7	3,0	3,4	3,8	4,2	4,7	5,2	5,8
Valor presente	139.998	155.850	140.578	133.181	132.534	131.107	129.712	123.676	121.388	118.424	113.818	109.747

Crecimiento terminal - nominal	7,3%
Crecimiento terminal - real	4,2%
ROE terminal	14,6%
Reinversión terminal	50,0%
Valor terminal	15.675.469
VP dividendos explícitos	1.410.013
VP valor terminal	2.689.336
Valor patrimonio banco	4.099.349

Precio por acción	285
Castigo por iliquidez	44,01
Precio final	241

Precio actual	260
Diferencia contra castigo	19
Diferencia contra precio	(25)

Downside	-7,3%
-----------------	--------------

ADVERTENCIA

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT, de Medellín, Colombia, son análisis financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Economía y Finanzas, bajo la supervisión de profesores de las áreas de Finanzas, Economía y Contabilidad de las Escuelas de Economía y Finanzas y de Administración de la mencionada universidad.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), la Universidad de los Andes, de Bogotá, Colombia, la Universidad ICESI, de Cali, Colombia, la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), de Guayaquil, Ecuador, y la Universidad Francisco Marroquín, de Guatemala, junto con la A. B. Freeman School of Business de Tulane University, de New Orleans, Louisiana, Estados Unidos, realizan también el Proyecto Burkenroad en Latinoamérica.

Este proyecto recibe el apoyo del Fondo de Inversiones Multilaterales del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Este programa enriquece el capital humano al brindar entrenamiento en técnicas de análisis financiero. A su vez, pretende facilitar el acceso de empresas a fuentes de financiamiento mediante el suministro de información financiera a inversionistas e instituciones del sector.

Los reportes preparados en el marco de este programa evalúan las condiciones financieras y las oportunidades de inversión en empresas. Los reportes financieros de empresas cuyas acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia se distribuyen a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También se distribuyen solo a empresas beneficiarias para su uso en futuras presentaciones privadas a instituciones financieras o inversionistas potenciales. Los planes de inversión y la situación financiera de las empresas analizadas se les presentan a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

Para información adicional sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite una de las dos páginas web siguientes:

<http://www.eafit.edu.co/Burkenroad>

<http://www.latinburkenroad.com/>

Sandra C. Gaitán Riaño

sgaitanr@eafit.edu.co

Directora de Investigación

Reportes Burkenroad Colombia

Departamento de Finanzas

Universidad EAFIT

Medellín – Colombia – Suramérica

Tel (57) (4) 2619500, extensión 9585