

Banco Davivienda S.A.
Bolsa de Valores de Colombia/PFDAVVNDA

Primera cobertura ó Cobertura continua
Fecha de Valoración: Octubre 24 de 2014

Recomendación: Comprar

Precio de la Acción: \$30.260 Precio Objetivo a Octubre 2015: \$34.700
Valor del COLCAP: \$1.688,37

Tercer banco por tamaño de activos consolidando una participación de mercado de 12.1%, manteniendo una sólida posición financiera y atractivos márgenes de rentabilidad. Las expectativas macroeconómicas y de la industria soportaran un amplio crecimiento del portafolio de créditos durante los próximos años. El precio de mercado de la especie ha sido afectado por factores temporales en los mercados emergentes permitiendo un buen nivel de entrada. Nuestro precio esperado para Octubre 30, 2015 es \$ 34.700.

Tabla de Valoración con los datos financieros más destacados

Billones de Pesos	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2023E
Activos	46,907	55,223	61,865	69,147	76,572	125,330
Crecimiento (%)	18.3%	17.7%	12.0%	11.8%	10.7%	7.8%
Dividendos	240	404	239	328	415	1,497
Crecimiento (%)		68.5%	-40.8%	36.9%	26.8%	18.2%
Ratios						
Patrimonio / Activos	12.8%	11.6%	11.5%	11.3%	11.3%	11.0%
Cartera Vencida (%)	2.9%	3.0%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%
Margen Neto de Intereses	5.5%	5.8%	5.7%	5.8%	5.9%	6.4%
Margen de Eficiencia	75.4%	77.5%	78.0%	77.8%	77.5%	75.9%
ROA	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	1.9%
ROE	12.8%	12.9%	13.9%	14.0%	15.0%	17.4%
Créditos / Depósitos	118.4%	120.3%	121.3%	121.1%	118.9%	103.7%

Capitalización del Mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización Bursátil: \$13.441 billones
Acciones en Circulación: 444.214.234
Volumen Promedio diario DEL ÚLTIMO AÑO: 184.976 acciones (0.04% total acciones)
Bursatilidad: Alta
Participación COLPCAP: 2.908%
Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia
Beta: 0.48x
Rango último año: \$21.180-\$32.400

Apreciación global de la Compañía

Localización: Colombia, subsidiarias en Costa Rica, Honduras, El Salvador, Panamá.
Industria: Financiera, principalmente bancaria.
Descripción: Tercer banco por nivel de activos en Colombia con más de 42 años de trayectoria en la industria
Productos y servicios: Banca universal. Cubre segmentos Comercial, Consumo y Vivienda.
Sitio web de la Compañía: www.davivienda.com

Analista:
Marcos Gómez Sierra

Directora de la Investigación de Inversión:
Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de Investigación:
Jaime Alberto Ospina

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

Gráfico 1 – Desempeño de BVC:PFDAVVNDA



Fuente: Capital IQ

RESUMEN

Se ha estimado un valor de COP31.795 para Davivienda a Octubre 31 de 2014 (COP34.724 para Octubre 31 de 2015). Este precio se ubica 5.1% por encima del precio al cual se transaba la especie en el mercado el día Octubre 24 de 2014. Se debe anotar que el precio al cual transa actualmente la especie está afectado en cierta medida por factores de mercado influenciados principalmente por las expectativas sobre el desmonte de los estímulos económicos en Estados Unidos (“*US Quantitative Easing*”) en línea con una esperada recuperación de la economía del país. Los aspectos macro y los fundamentales de Davivienda son robustos y soportan el precio estimado.

El precio de Davivienda sugiere una valoración relativa de 2.4x P/BV y 19.4x P/E. El P/BV resultante para Davivienda está en línea con el promedio para los bancos en Latinoamérica de 2.1x (ver Gráfico 3). Cabe anotar que los precios de las especies de bancos comparables en Latinoamérica están igualmente afectados por el impacto del *US Quantitative Easing* y por ende el múltiplo P/E resultante para Davivienda no se acerca al valor reportado.

TESIS DE INVERSIÓN

Favorable Entorno Macroeconómico en Colombia, con una de las economías más sólidas en Latinoamérica. Pese a la reciente revisión de crecimiento para la región, las perspectivas siguen siendo positivas.

Baja penetración bancaria. Se estima que el índice de penetración bancaria en Colombia incrementa en 770 pbs durante los próximos 10 años pasando de un nivel de 44.1% en 2013 a un nivel de 58.4% en 2023. .

Sólida posición competitiva, financiera y solido equipo directivo. Tercer banco en importancia en Colombia por nivel de activos. La compañía ha mostrado un adecuado y consistente desempeño financiero soportado por un equipo directivo ampliamente competitivo y experimentado.

Solido regulador financiero, complementando la propia autorregulación de cada uno de los bancos garantizando en buena medida una sólida posición en caso de choques/eventos extremos. El mismo ha mostrado igualmente la capacidad de implementar adecuadas medidas anticipando sobreendeudamiento y caída en la calidad de cartera.

Expansión internacional. Relevante adquisición en Centroamérica continúa soportando la expansión inorgánica del grupo. Exposición a economías con buenas perspectivas económicas y aprovechamiento de sinergias bajo el grupo generarían resultados de valor para el Banco.

Principales riesgos.

Fuerte competencia, generando presiones en precios principalmente en los segmentos altos. El banco mitiga significativamente este riesgo dada su amplia base de depósitos y su diversificado portafolio de créditos. De igual manera, dada la baja penetración bancaria no se anticipan guerras de precio agresivas en los niveles de tasas.

Revisión de crecimiento en la región. Se estima que el ciclo positivo en el precio de los *commodities* tome una corrección para los próximos años. Si bien es cierta Colombia será impactada por este hecho, el país será impactado en menor medida que a otros países de la región. Intensiva inversión en infraestructura espera soportar en cierta medida el crecimiento para los próximos años.

US Quantitative Easing. El mercado estima que Estados Unidos continúe desmontando sus estímulos económicos en línea con una mayor recuperación. Este motivo podría seguir impactando el precio de los activos en mercados emergentes en la medida en que el flujo de capitales hacia países desarrollados se siga ensanchando. Cabe anotar que Colombia sigue siendo un destino atractivo para inversión extranjera por lo cual este riesgo es mitigando en cierta medida.

Basilea III: El regulador implemento durante 2013 ciertos cambios a las normas de solvencia que generaron presiones en los requerimientos de capital de los bancos, los cuales finalmente fueron sorteados de manera adecuada. Cambios adicionales a los requerimientos de solvencia podría presionar nuevamente las necesidades de capital de los bancos.

VALORACIÓN

La metodología utilizada para la valoración de Davivienda ha sido el método de dividendos descontados (tanto para Davivienda como para sus subsidiarias). De acuerdo a varios autores (A. Damodaran, 1996 / Copeland, et all, 1996), el método utilizado es el más recomendado para valorar bancos. Este método indica que el valor estimado de un banco es el valor presente neto de los dividendos que se estiman serán pagados por la entidad descontándolos al costo de patrimonio calculado por el inversionista. La razón para utilizar dicho método es que el mismo tiene en cuenta no solamente la generación de valor de los activos, sino también la capacidad de generación de valor de los pasivos de la entidad dada la naturaleza de intermediación financiera de este tipo de compañías. (Copeland et all, 1996).

El precio estimado para Davivienda a Octubre 31 de 2014 de COP31.795 (COP34.724 a Octubre 31 de 2015) refleja las buenas expectativas macroeconómicas y los buenos fundamentales de la compañía. El valor generado por las subsidiarias representa el 10% del total del *equity value*.

Grafico 2 – Detalle del Valor del Patrimonio

Billones de Pesos	Valor Patrim.	%	Ke	G
Davivienda	12.7	89.7%	11.20%	4.50%
Subsidiarias	1.5	10.3%	14.04%	3.32%

Fuente: Cálculos del analista

El costo de capital para las subsidiarias se calculó como un promedio ponderado del costo de capital de cada uno de los países. El ponderador se calculó en función del valor al cual está registrado en libros cada una de las inversiones.

El precio estimado se ubica por encima del precio de mercado de Davivienda y de los niveles de múltiplos comparables. Lo anterior puede ser explicado en parte por el impacto que varios efectos externos, incluyendo el *US Quantitative Easing*, han tenido en los precios de los activos de los mercados emergentes. Si bien se estima que el precio sugerido sea el justo, no se puede desconocer que el riesgo de flujos de capital-mercado sigue estando vigente y por ende se debe advertir el posible impacto que dichos efectos pueda tener bajo el precio de la especie durante el próximo año.

Grafico 3 – Análisis de Múltiplos

Banco	Ticker	Pais	Market Cap (US\$ Millones)	Price / BV	PE
Bancolombia S.A.	BVC:BCOLOMBIA	Colombia	12,942.2	1.7x	13.5x
Grupo Aval Acciones Y Valores S.A.	BVC:GRUPOAVAL	Colombia	14,289.0	2.2x	13.9x
Grupo Financiero Inbursa	BMV:GFINBUR O	Mexico	19,143.6	3.0x	20.9x
Grupo Financiero Banorte	BMV:GFNORTE O	Mexico	17,065.0	NA	19.7x
Grupo Financiero Santander Mexico	BMV:SANMEX B	Mexico	17,279.6	2.3x	9.1x
Banco de Credito del Peru	BVL:CREDITC1	Peru	8,101.3	2.7x	13.2x
BBVA Banco Continental	BVL:CONTINC1	Peru	5,100.3	3.0x	11.3x
Banco de Chile	SNSE:CHILE	Chile	11,167.0	2.8x	13.3x
Banco de Credito e Inversiones	SNSE:BCI	Chile	6,052.7	2.1x	10.7x
Banco Santander-Chile	SNSE:BSANTANDER	Chile	10,102.6	2.4x	16.4x
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Chile	SNSE:BBACL	Chile	1,489.0	1.3x	16.0x
CorpBanca	SNSE:CORPBANCA	Chile	4,281.7	1.6x	17.2x
Banco Bradesco S.A.	BOVSPA:BBDC4	Brasil	54,837.3	1.8x	10.4x
Banco do Brasil S.A.	BOVSPA:BBAS3	Brasil	27,828.2	1.0x	4.2x
Maximo			54,837	3.0x	20.9x
Mediana	Latin America		12,055	2.2	13.4
Minimo			0	1.0	4.2
Promedio			14,977	2.1	13.5
Maximo			14,289	2.2x	17.7x
Mediana	Colombia		12,942	2.1	13.9
Minimo			6,415	1.7	13.5
Promedio			11,215	2.0	15.0

Fuente: Capital IQ

Dando conocimiento a los riesgos implícitos del negocio bancario, se condujo un análisis de escenarios capturando los riesgos de los principales inductores de valor del negocio. Los mismos sugieren que el precio justo de la compañía podría presentar variaciones entre +5%/-17% con respecto al precio del escenario base en función de los parámetros indicados.

Grafico 4 – Análisis de Escenarios

Escenario	Variables	Precio	P/BV	PE	Vrn.% Px Mercado	Vrn.% Px Base
Base		31,795	2.4	19.4	5.1%	
Optimista	+50 bps participacion de mercado, -50bps eficiencia, +100bps ROE subsidiarias	33,452	2.5	20.4	10.5%	5.2%
Conservador	-50 bps participacion de mercado, -100bps ROE subsidiarias, +30bps PDL, -10% pay-out dividendos	26,146	1.9	15.9	-13.6%	-17.8%

Fuente: Cálculos del analista

De igual manera se analizó la sensibilidad del precio en relación al crecimiento a perpetuidad y el costo de capital. Ambos factores podrían verse impactados en el próximo año en línea con la recuperación económica de Estados Unidos y por ende un escenario de tasas de interés más altas, y posibles revisiones de crecimiento macro para la región Latinoamérica.

Grafico 5 – Análisis de Sensibilidad

		COE					
Parent		10.2%	10.7%	11.2%	11.7%	12.2%	
Subsidiarias		13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%	
G	5.0%	3.8%	40,599.9	36,735.8	33,492.3	30,732.0	28,355.2
	4.8%	3.6%	39,264.3	35,659.2	32,611.5	30,002.3	27,744.2
	4.5%	3.3%	38,043.8	34,667.8	31,795.2	29,322.3	27,172.1
	4.3%	3.1%	36,924.1	33,751.9	31,036.6	28,687.2	26,635.3
	4.0%	2.8%	35,893.1	32,903.2	30,329.7	28,092.5	26,130.7

Fuente: Cálculos del analista

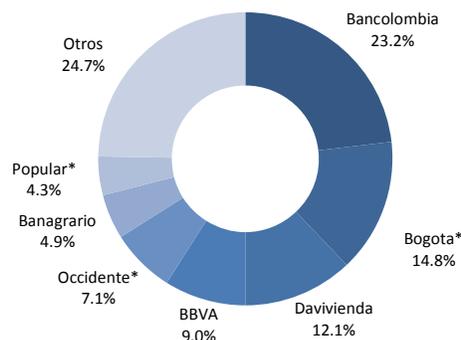
DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA

Situación Actual de la Industria

El Sistema Financiero Colombiano acumulo activos por \$427,777 billones a diciembre de 2013. El sistema financiero está compuesto principalmente por entidades bancarias (86%), empresas de leasing (4%), Corporaciones Financieras (2.8%) y Compañías de Financiamiento (1.7%). El marco regulatorio, guiado por la Unidad de Regulación Financiera y supervisado por la Superintendencia Financiera, es sólido. Recientemente se han implementado cambios en el sistema que pretenden incorporar mejores prácticas internacionales en línea con Basilea III.

El segmento de entidades bancarias está compuesto por 24 entidades financieras. Dicho segmento presenta una alta concentración de mercado con solo 8 entidades bancarias concentrando cerca del 80% de los activos de dicho segmento. Esta concentración es aún mayor al consolidar las entidades bancarias pertenecientes al Grupo Aval (77.7% concentrado en los 5 principales jugadores).

Grafico 6 – Participación de Mercado por Nivel de Activos



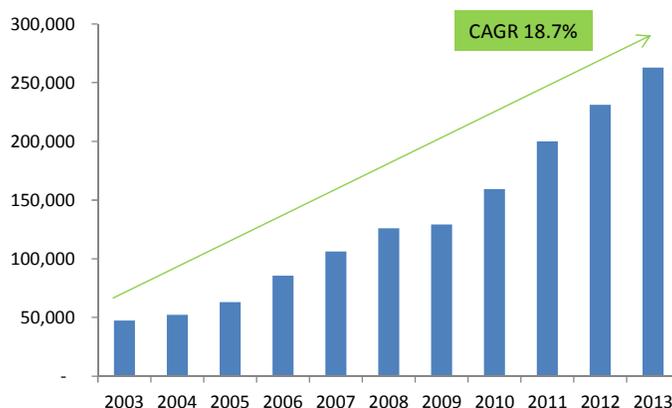
Fuente: Superfinanciera

El sector bancario ha tenido un crecimiento rápido y sostenido durante los últimos 10 años. Este ha crecido a una tasa anual compuesta ("CAGR") de 18.7% desde 2003. De igual manera el sistema financiero ha mantenido un sano desempeño. A Diciembre de 2013 el sector bancario mantenía niveles adecuados de calidad de cartera (cartera vencida 2.8%), rentabilidad (ROA de 1.83% y ROE de 12.55%), solvencia (índice de

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y/o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

solvencia de 14.68%) y liquidez (28% de activos líquidos y ratio de créditos a depósitos de 1x).

Grafico 7 – Evolución de la Cartera Bruta 2003-2013

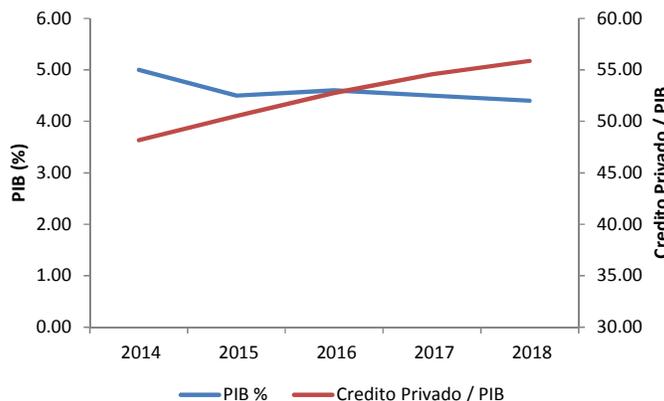


Fuente: Superfinanciera

Expectativas de Crecimiento

Las expectativas de crecimiento del sector son alentadoras durante los próximos años. Un incremento de 770 pbs en la penetración financiera acompañado de un crecimiento promedio de 4.6% en PIB entre 2014-2018 sugiere un crecimiento para el sector por encima del 8%. De igual manera, en la medida en que el plan de desarrollo de infraestructura del gobierno sea efectivamente implementado, las necesidades de financiación para dichos proyectos podrían impulsar aún más el crecimiento del sector.

Grafico 8 – Penetración Bancaria y PIB 2003-2013



Fuente: EIU

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia y presencia regional

Banco Davivienda se crea en 1972 como un banco de ahorro y vivienda, convirtiéndose en 1997 en un banco universal. A partir de 1994 el Banco ingresa al negocio de tarjetas de crédito el cual expandiría años más tarde con la compra de Bansuperior y su franquicia Diners en el año 2005. A partir de esta compra el Banco comienza a

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y/o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

consolidar su posición a través de la compra de relevantes instituciones financieras (Confinanciera – 2006, Bancafe - 2007, HSBC Centro America – 2012, Corredores Asociados – 2013). Banco Davivienda fue listado en la Bolsa de Valores de Colombia en 2010 realizando una exitosa oferta pública de valores en la cual se colocaron 26 millones de acciones preferenciales por un monto total de \$419,354 millones.

Davivienda cuenta actualmente con operaciones en Colombia, Panamá, Costa Rica, Honduras, El Salvador y Miami (Estados Unidos). El banco atiende más de 5,5 millones de clientes a través de una red de 721 oficinas y 1.918 ATMs, con el soporte de un equipo de más de 15.000 colaboradores.

Grafico 9 – Presencia Regional

	Colombia	Costa Rica	Honduras	El Savador	Panamá	EEUU (Miami)
Activos	US\$ 24,5 billones	US\$ 1,5 billones	US\$ 1 billon	US\$ 2,1 billones	US\$ 1,2 billones	US\$ 0,4 billones
Clientes	5.7 millones	151.565	306.155	322.614	3.656	N.D.
Empleados	12.817	859	1.375	1.778	115	N.D.
Oficinas	576	28	48	68	4	1
ATMs	1.598	119	76	218	N.A.	N.A.
Posición	3rd	5th	6th	3rd	N.D.	N.D.
Participación de Mercado	17%	5%	7%	15%	N.D.	N.D.
Negocios	Banco, Fiducia, Puesto de Bolsa	Banco, Seguros, Puesto de Bolsa	Banco	Banco, Factoring, Seguros, Puesto de Bolsa, Almacenaje	Banco	Sucursal Bancaria

Fuente: Davivienda

Análisis FODA

<p>Fortalezas</p> <ul style="list-style-type: none"> - Amplio posicionamiento de mercado, soportado por una amplia red de oficinas, contando con un alto reconocimiento de marca. Su posicionamiento en el sector de financiación de vivienda y de consumo es relevante. - Sólida base accionarial incluye un importante grupo económico como accionistas principal (Grupo Bolívar). - Sólida posición financiera y atractiva rentabilidad la cual se ubica por encima de la media de sus competidores. - Amplia base de depositantes, acceso al mercado de capitales y financiadores tanto locales como internacionales. - Sólido y experimentado equipo gerencial. 	<p>Oportunidades</p> <ul style="list-style-type: none"> - Buenas perspectivas de crecimiento soportadas por atractivos macroeconómicos e incremento de penetración bancaria. - Consolidación de las operaciones adquiridas en Centroamérica y continua expansión regional a través de potenciales adquisiciones.
<p>Debilidades</p> <ul style="list-style-type: none"> - Márgenes de eficiencia se ubican por debajo de la media de la industria. 	<p>Amenazas</p> <ul style="list-style-type: none"> - Incremento de competencia en el sector generando potenciales impactos en los márgenes de intermediación y calidad de cartera. - Revisiones de crecimiento económico en la región a la baja. - Potenciales presiones de capital en caso de requerimientos adicionales por parte del regulador.

Productos y servicios

En conjunto con sus subsidiarias Davivienda ofrece un portafolio integral de productos y servicios ofreciendo amplias opciones de financiación, ahorro e inversión, *cash management* y comercio exterior enfocados a cubrir las necesidades de cada uno de los segmentos atendidos Personas, Empresas, Pymes, Comercios y Constructores.

Estrategia

Davivienda define su estrategia como una estrategia de sostenibilidad, la cual se fundamenta en la generación de valor a los grupos de interés mediante acciones que le permitan a la compañía ser económicamente viables, ambientalmente correctos y socialmente justos.

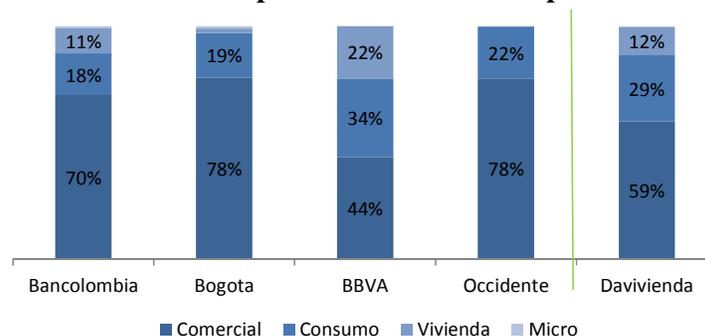
En cuanto al ámbito económico Davivienda ha evidenciado amplia generación de valor para sus accionistas durante el tiempo. Dicha estrategia se ha basado en un crecimiento continuo basado en su alto posicionamiento local y adquisición de instituciones financieras estratégicas en el país y la región. Dicho crecimiento siempre ha estado enmarcado en la búsqueda de generación de rentabilidad para el banco y por ende sus accionistas.

Su estrategia de negocio actualmente está basada en continuar posicionando su franquicia en los segmentos *retail* y corporativo, potenciar el producto Daviplata, continuar creciendo su base de activos y posicionar su presencia regional luego de las recientes adquisiciones en Centro América.

Análisis de los Competidores

Como se mencionó anteriormente, el sector financiero es altamente concentrado. Los principales cinco bancos concentran el 65% de los activos. Los principales jugadores compiten en todos los segmentos (comercial, consumo, vivienda, micro) teniendo una relevante exposición a la cartera comercial. No obstante este segmento es menos relevante para BBVA y Davivienda quienes tienen una exposición más amplia al sector de consumo e hipotecario.

Grafico 10 – Composición de la Cartera por Entidad



Fuente: Superfinanciera

En términos generales el *performance* de Davivienda compara favorablemente en relación a sus competidores. Aunque la posición de capital es sólida, Davivienda está un poco por debajo del promedio del sector, no obstante esto se puede explicar en parte por el alto crecimiento que ha tenido por encima del sector. En cuanto a la calidad de cartera la misma es consistente con su mayor exposición al sector consumo. La eficiencia de Davivienda en todo caso podría mejorar, lo cual podría denotar un potencial *upside* para los inversionistas si es que este ratio mejorara.

Gráfico 11 – Análisis Comparativo por Entidad

	Capital		Calidad de Activos		Rentabilidad			ROE	Liquidez Cred. / Depos.	Crecimiento Cred. 3Yr CAGR
	Patr. / Activo	Solvencia	Calidad	Cubrimiento	Margen Int.	Eficiencia	ROA			
Bancolombia	9.9	13.4	1.8	201.5	61.9	55.3	1.3	12.4	103.4	22.6
Bogota	13.3	18.5	2.2	153.0	60.2	24.2	1.6	11.9	91.6	20.3
BBVA	9.3	11.4	1.9	175.0	60.3	21.2	1.6	17.2	92.2	19.4
Occidente	13.0	13.3	2.5	147.0	56.0	40.9	1.6	11.9	100.0	18.3
Max	13.3	18.5	2.5	201.5	61.9	55.3	1.6	17.2	103.4	22.6
Mediana	11.5	13.3	2.1	164.0	60.2	32.5	1.6	12.2	96.1	19.9
Min	9.3	11.4	1.8	147.0	56.0	21.2	1.3	11.9	91.6	18.3
Promedio	11.4	14.1	2.1	169.1	59.6	35.4	1.5	13.3	96.8	20.1
Davivienda	10.9	12.6	2.9	151.0	64.1	64.1	1.7	14.8	114.4	23.3
Δ Avg	-0.5	-1.5	0.8	-18.1	4.5	28.8	0.1	1.5	17.6	3.2

Fuente: Superfinanciera

Definiciones de Indicadores: (i) Patr./ Activo= Patrimonio sobre Activo, (ii) Solvencia= Ratio de Solvencia, (iii) Calidad = Porcentaje de cartera vencida más de 30 días, (iv) Cubrimiento= Provisiones sobre cartera vencida más de 30 días, (v) Margen Int.=Margen neto de intereses, (vi) Eficiencia= Gastos operacionales sobre ingresos operativos, (vii) ROA = Retorno sobre los Activos, (viii) ROE = Retorno sobre el Patrimonio, (ix) Cred. / Depos. = Cartera de créditos sobre depósitos del público, (x) Cred. 3YR CAGR = Tasa Anual Compuesta de Crecimiento de 3 años para la cartera de créditos.

Cabe anotar también que tanto Davivienda como sus competidores hacen parte de importantes grupos económicos los cuales les brindan todo su respaldo. Bancolombia hace parte del Grupo Empresarial Antioqueño, Banco de Bogotá y Occidente hacen parte del Grupo Aval, BBVA es una subsidiaria del Grupo BBVA con sede principal en España, y Davivienda por su parte, como se detallara más adelante hace parte del Grupo Bolívar.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

La junta directiva de Davivienda está compuesta por cuatro directores principales, tres de ellos independientes, y cuatro directores suplentes, dos de ellos independientes. Todos los directores son profesionales altamente reputados con amplia experiencia en el sector financiero.

La administración del Banco es liderada por el Señor Efraim Forero, un reputado banquero Colombiano que cuenta con más de 34 años de experiencia en el sector. El Señor Forero en conjunto con ocho Vicepresidentes igualmente con amplia experiencia en el sector financiero han logrado posicionar a Davivienda como el tercer mayor banco en Colombia.

Es importante resaltar que el Banco tiene un sólido marco de Buen Gobierno Corporativo. Esto es de gran importancia para los inversionistas minoritarios en tanto les da suficiente y transparente acceso a información de la compañía, asegura un buen

tratamiento de los derechos minoritarios, asegura un buen marco de gestión, y permite la solución de controversias ante cualquier evento de conflicto de intereses.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

El capital de Davivienda está compuesto por acciones ordinarias y acciones preferenciales sin derecho a voto como se ilustra a continuación.

Grafico 12 – Composición Accionaria

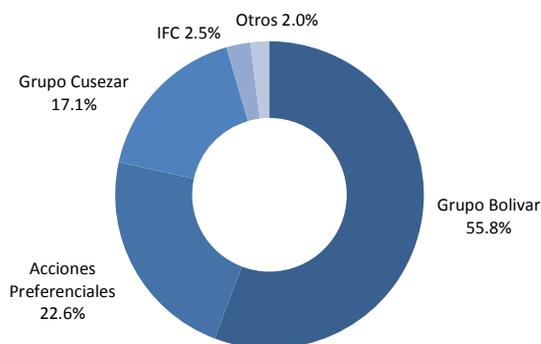
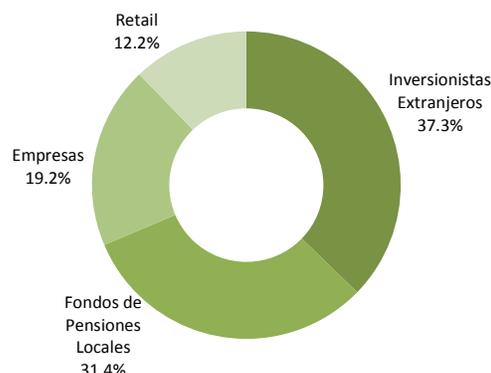


Grafico 13- Acciones Preferenciales



Fuente: Davivienda

La base accionaria del Banco está compuesta por solidas compañías y entidades entre las cuales se encuentran: (i) Grupo Bolivar, el tercer mayor conglomerado financiero en Colombia, con importantes inversiones en banca, seguros, construcción, turismo, entre otros; (ii) Grupo Cusezar, quien cuenta con más de 50 años de experiencia en la actividad inmobiliaria; (iii) IFC, corporación perteneciente al Grupo Banco Mundial y quien es el brazo de inversiones en el sector privado.

Los fondos de pensiones, inversionistas extranjeros, otras instituciones diferentes a las anteriormente mencionadas e inversionistas *retail* también hacen parte relevante de la base accionaria de la empresa. La participación de estos está representada principalmente por acciones preferenciales sin derecho a voto.

Como se ilustra en el Grafico 1 de este reporte la liquidez de la acción es amplia en parte soportado por un adecuado nivel de libre flotación (22.5%) y una adecuada política de dividendos que ha permitido incrementar el dividendo por acción por encima del 6% desde 2011.

RIESGOS DE INVERSIÓN

Principales Riesgos de la Compañía

Crédito: El riesgo de crédito es natural de cualquier institución de crédito y surge del potencial deterioro de la cartera suscrita por la institución. Davivienda cuenta con un adecuado Sistema de Administración de Riesgo de Crédito (SARC) el cual le permite controlar y administrar todas las etapas del ciclo de crediticio asegurando de esta manera un adecuado manejo del riesgo en función del apetito definido (Informe Anual

Davivienda, 2013). Como se mencionará en la siguiente sección el nivel de cartera vencida del Banco se ha mantenido en niveles razonables.

Mercado: Las instituciones bancarias están expuestas igualmente a entornos cambiantes los cuales se traducen en cambios en los mercados que finalmente repercuten en variables críticas como lo son tasa de cambio, tasa de interés, precio de activos, entre otras. Los cambios en dichas variables pueden impactar considerablemente los resultados de una compañía e incluso en casos extremos su viabilidad en el largo plazo. Para controlar este riesgo Davivienda tiene establecidos adecuados órganos encargados de definir estrategias, políticas y lineamientos (Junta Directiva, Comité de Gestión de Activos y Pasivos, Comité de Riesgos Financieros e Inversiones) que guían las actividades desarrolladas por la tesorería del Banco. De igual manera la Vicepresidencia de Riesgo y Control Financiero del Banco, está a cargo de la identificación, medición, control y monitoreo del riesgo de mercado. A diciembre 31 de 2013 el valor en riesgo regulatorio (VeR), calculado según la metodología de la Superintendencia Financiera de Colombia era bastante moderado, \$253.000 millones lo que es equivalente al 0.22% del total del patrimonio del Banco (Informe Anual Davivienda, 2013).

Liquidez: El pobre manejo de la liquidez en un banco puede generar amplias dificultades no solo para la entidad sino también para el sistema en la medida en que la institución podría comprometer la pronta realización de los recursos captados del público y de otros inversionistas. De esta manera la Junta Directiva y el Comité de Gestión de Activos y Pasivos del Banco definen al igual que para el riesgo de mercado las políticas, directrices y lineamientos para administrar este riesgo en base igualmente a los lineamientos establecidos por la Superintendencia Financiera de Colombia. Al 31 de diciembre de 2013 el Índice de Riesgo de Liquidez era positivo en \$6 billones en la primera banda y en \$2,88 billones en la tercera, lo cual refleja el manejo prudente por parte del Banco. (Informe Anual Davivienda, 2013)

Operacional: El riesgo operacional nace de los potenciales impactos que errores humanos, errores tecnológicos, eventos naturales, situaciones reputaciones, entre otras situaciones, pueden generar sobre los resultados y viabilidad de la entidad. Para esto el Banco ha desarrollado su Sistema de Administración del Riesgo Operativo en línea con los requisitos legales y los niveles de tolerancia establecidos por la Junta Directiva del Banco. De esta manera Davivienda ha identificado todos los procesos del Banco los cuales cataloga por el nivel de severidad de impacto. Los mismos son monitoreados y se busca mitigar los que puedan generar un impacto alto. A Diciembre de 2013 0.4% del total de procesos fueron identificados como riesgo de impacto alto. (Informe Anual Davivienda, 2013)

Principales Riesgos Externos

Economía y Crecimiento: Las perspectivas de crecimiento para Colombia y los países en los cuales Davivienda tiene presencia son alentadoras. Lo anterior supone atractivos niveles de crecimiento para el sector bancario y buenos niveles de calidad de cartera. Se espera que esta situación continúe soportada por unos fuertes indicadores macroeconómicos. No obstante, el crecimiento económico de dichos territorios puede ser limitado por potenciales brotes de violencia (principalmente en Colombia, Honduras y El Salvador), baja competitividad y caída en los precios de los *commodities*, afectando así el crecimiento del sector bancario y la calidad de sus activos.

Competencia: En línea con las expectativas de crecimiento de la región importantes jugadores regionales y globales están enfocados en ampliar su presencia en la misma. De igual manera, los competidores locales, soportados por una sólida posición, continúan compitiendo fuertemente por el crecimiento local. De esta manera el mercado puede experimentar presiones a la baja en los márgenes de intermediación.

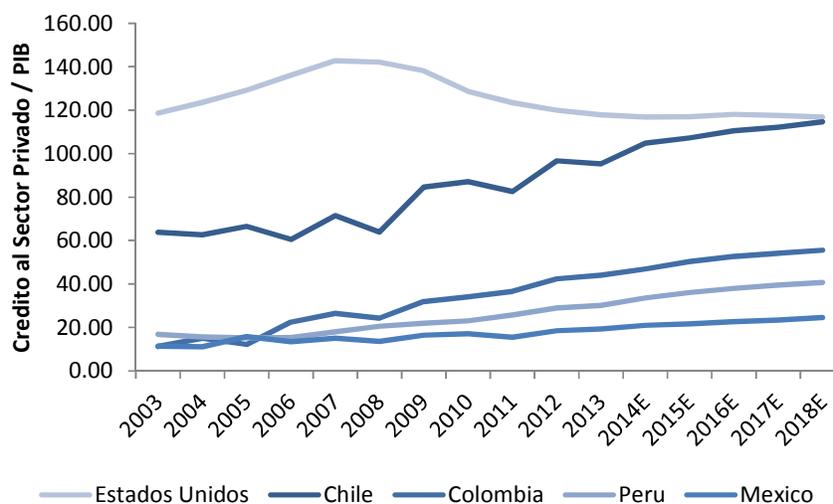
Volatilidad en los Mercados: Durante 2013 y 2014 los mercados accionarios emergentes han presentado alta volatilidad en los precios en línea con la potencial recuperación de la economía de Estados Unidos y la consecuente reducción de los estímulos fiscales en dicho país. De esta manera, y ante los amplios flujos de capitales extranjeros el valor de los activos del mercado pueden ser temporalmente impactados por este efecto.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Crecimiento

La penetración bancaria en América Latina ha venido creciendo de manera sostenida desde 2006. Esto en conjunto con el buen entorno macroeconómico de la región se ha traducido en un rápido crecimiento del sector bancario. Colombia no ha sido la excepción, no obstante, los niveles de penetración continúan siendo bastante bajos cuando se compara con los niveles de países como Chile y Estados Unidos y por ende las proyecciones de crecimiento para los próximos años son alentadoras.

Grafico 14 – Penetración Bancaria Histórica y Proyectada



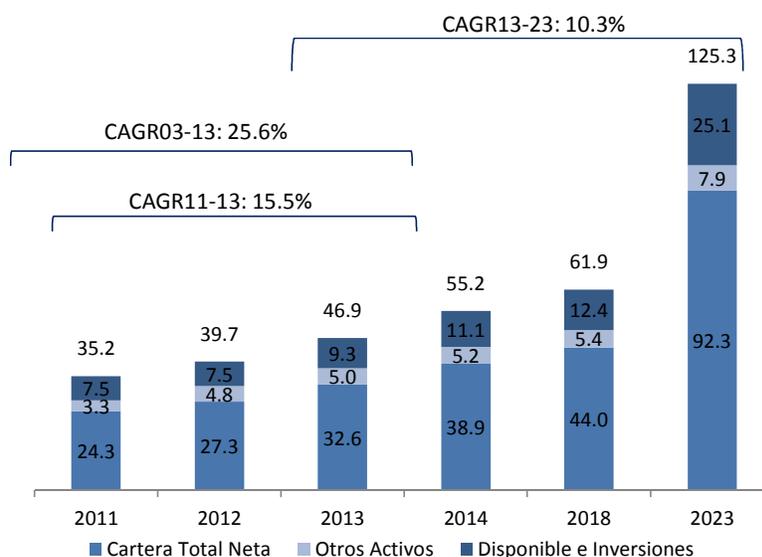
Fuente: EIU

Davivienda no ha sido ajeno a tan buen momento y por ende su base de activos ha crecido a un ritmo acelerado desde el año 2003 mostrando un CAGR de 25.6%. Además de los factores factores macro (PIB y penetración bancaria) el crecimiento también es explicado por, crecimiento inorgánico a través de adquisiciones y crecimiento orgánico logrando crecer en cierta medida la cuota de mercado (10.9% en 2013 vs. 9.4% en 2003).

El crecimiento de Davivienda durante los últimos 3 años ha sido atractivo creciendo a un CAGR de 15.5%, explicado por los mismos factores expuestos anteriormente, no obstante presentando un decrecimiento en la participación de mercado (10.9% en 2013, 10.2% en 2012 y 11.3% en 2011).

A pesar de lo anterior, el decrecimiento muestra ya señales de corrección al alza durante el 2013 por lo cual, bajo el escenario base, se está estimando un comportamiento estable en la participación de mercado. Potencial *upside* podría presentarse si la compañía logra incrementar su cuota de mercado manteniendo márgenes de rentabilidad estables. De esta manera el crecimiento de la compañía para el periodo 2013-23 esta explicado por favorables factores macroeconómicos: (i) PIB creciendo en promedio 4.5% anual y (ii) penetración bancaria creciendo en promedio 1.4% anualmente.

Grafico 15 – Crecimiento Histórico y Proyectado
(Cifras en billones de pesos)



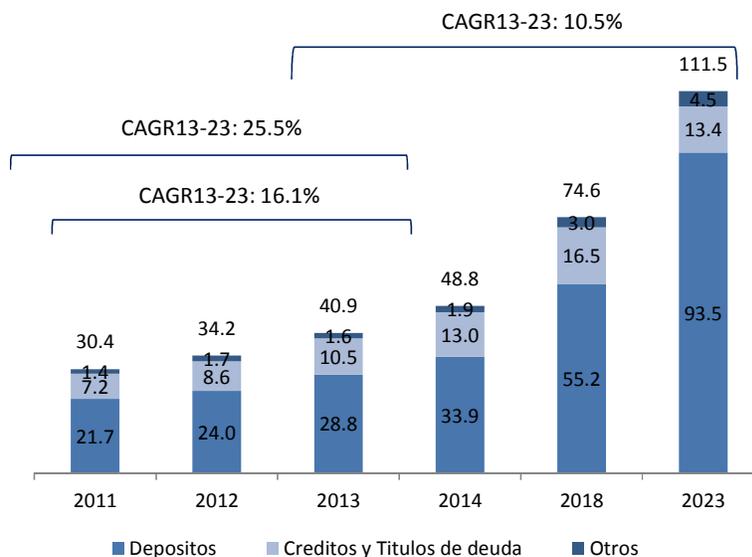
Fuente: Superfinanciera, Davivienda y Cálculos del analista

Fondeo y Liquidez

Davivienda ha logrado financiar sus necesidades de fondeo satisfactoriamente a través de depósitos, créditos y títulos de deuda en el mercado de capitales local e internacional. En general la base de fondeo de Davivienda es sólida y diversificada.

Se ha estimado para las proyecciones que el peso de depósitos sobre el total de fondeo incrementará en línea con el crecimiento de la penetración del sector en general en dicho rubro, manteniendo en todo caso la cuota de mercado.

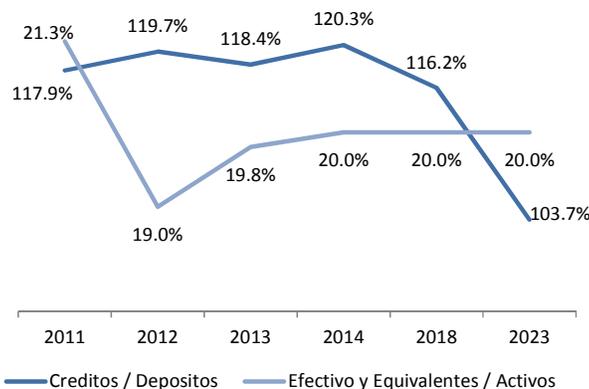
Grafico 16 – Fondeo Histórico y Proyectado
(Cifras en billones de pesos)



Fuente: Superfinanciera, Davivienda y Cálculos del analista

El crecimiento en depósitos mencionado anteriormente se estima no afecte la posición de liquidez de la compañía, manteniendo de esta manera niveles de liquidez adecuados.

Grafico 17 – Posición de Liquidez Histórica y Proyectada



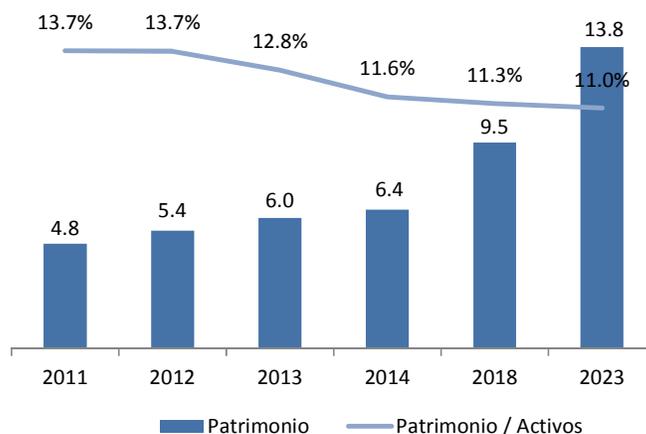
Fuente: Superfinanciera, Davivienda y Cálculos del analista

Capital

El capital de Davivienda ha acompañado el crecimiento del Banco. Su base patrimonial ha estado soportada por relevante retención de utilidades (*pay-out* ratio de 35% en promedio durante 2008-13) y emisión de capital en el mercado de capital local como se mencionó anteriormente.

Los niveles de solvencia del banco son igualmente adecuados manteniendo un índice de solvencia de 12.6% a Diciembre de 2013. No obstante, la relación de solvencia ha sido afectada (se ubicaba en 14.9% a Diciembre 2011) debido a la implementación de requisitos regulatorios más estrictos en línea con la adecuación a Basilea III. El impacto de la nueva regulación ya ha sido absorbido por el banco y de esta manera se ha estimado que el nivel de capital a activos proyectado, teniendo un crecimiento anual de 5% en el *pay-out* ratio de la entidad, permitirá mantener niveles adecuados de solvencia para el desarrollo de las operaciones. En todo caso, ante posibles cambios adicionales en la regulación se generarían mayores requerimientos de capital, impactando esto la rentabilidad del Banco.

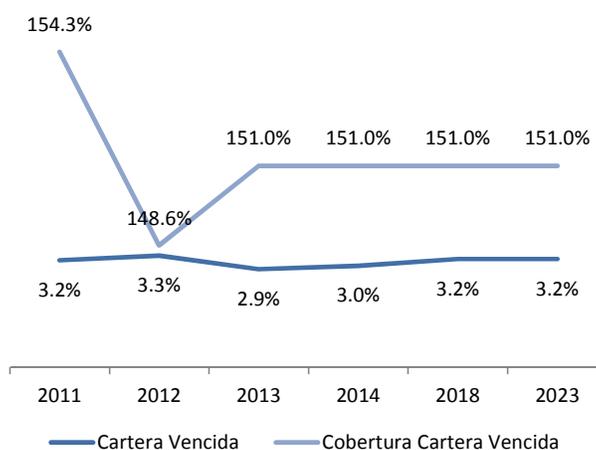
Grafico 18 – Capital y Apalancamiento



Fuente: Superfinanciera, Davivienda y Cálculos del analista

Calidad de Activos

Davivienda ha mantenido niveles históricos de calidad de cartera bastante controlados con niveles por debajo del 4%. Esto de igual manera ha sido acompañado de políticas adecuadas de aprovisionamiento teniendo niveles de cobertura bastante superiores al 100% del total de la cartera vencida. Hacia adelante, en línea con las buenas expectativas macroeconómicas, un fuerte e independiente regulador y adecuadas políticas crediticias del banco se estima que el comportamiento se mantenga. Bajo un escenario base se proyecta un deterioro pequeño en la cartera.

Grafico 19 – Calidad y Cobertura de Cartera

Fuente: Superfinanciera, Davivienda y Cálculos del analista

Rentabilidad

Davivienda mantiene niveles atractivos de rentabilidad los cuales se han comprimido levemente durante 2013 debido a presión en las tasas activas y pasivas en línea con un nivel de competencia relevante. Se estima que Davivienda podrá mantener la rentabilidad actual y regresar a niveles crecientes para 2018 en línea con una mayor base de depósitos, los cuales generarían un costo de fondeo menor, y niveles de eficiencia con una tendencia favorable.

En cuanto a la rentabilidad sobre el patrimonio se estima que la misma incremente en función del pago creciente de dividendos en línea con menores tasas de crecimiento de activos año a año que se traducirán en menores presiones de requerimientos patrimoniales. Como se mencionaba anteriormente la rentabilidad podría ser impactada en caso de medidas regulatorias adicionales en cuanto a requerimientos de capital.

Grafico 20 – Indicadores de Rentabilidad

Indicadores de Rentabilidad*	2011	2012	2013	2014	2018	2023
Margen Neto de Intereses	6.3%	6.1%	5.5%	5.8%	6.0%	6.4%
Comisiones	1.9%	1.7%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
Margen del Portafolio de Inv.	4.4%	5.7%	3.8%	5.4%	5.4%	5.4%
Provisiones	1.7%	1.9%	1.5%	1.9%	1.8%	1.7%
Margen de Eficiencia	80.4%	77.2%	75.4%	77.5%	77.2%	75.9%
ROA	1.9%	1.9%	1.7%	1.6%	1.7%	1.9%
ROE	14.1%	13.9%	12.8%	12.9%	15.5%	17.4%

*Todos los indicadores excepto por el margen de eficiencia son calculados como el rubro dividido por el nivel de activos

Fuente: Superfinanciera, Davivienda y Cálculos del analista



Subsidiarias

Las inversiones en subsidiarias, compuestas por las compañías mencionadas anteriormente, representan el 2.6% del total de activos de Davivienda. Se cuenta con información detallada limitada para cada una de las compañías por lo cual se ha tomado una aproximación simple en las estimaciones para estas inversiones.

Partiendo del valor de las inversiones a Diciembre de 2013 se ha estimado un ROE de 15% sobre el valor de la inversión, levemente mayor al costo de capital promedio ponderado calculado para las subsidiarias de 14.04%. Se asume un pay-out sobre dichas inversiones en línea con el pay-out ratio de Davivienda asumiendo que dichas subsidiarias están en ciclos de desarrollo similares al de las operaciones bancarias de Colombia y por ende van a necesitar el mismo soporte de capital para impulsar el crecimiento.

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

Sugeridas:

- Davivienda: www.davivienda.com/
- Bolsa de Valores de Colombia (BVC).
- Superintendencia Financiera de Colombia

Grafico 21 – Estados Financieros Históricos (Billones de pesos)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Balance General											
Disponibles e Inversiones	1,725.2	2,682.9	3,187.2	2,754.2	3,799.8	4,174.8	5,405.8	5,381.3	7,510.2	7,529.8	9,305.9
Inversiones en Subsidiarias	18.5	19.2	172.5	75.7	279.1	182.9	206.0	202.0	186.2	1,067.0	1,224.8
Cartera Total Neta	2,591.4	2,893.6	3,311.8	6,406.6	12,420.9	14,323.2	16,228.9	19,819.4	24,338.0	27,321.5	32,606.0
Cartera Total Bruta	2,886.6	3,128.4	3,617.5	6,797.7	13,173.7	15,218.6	17,284.5	20,937.7	25,587.1	28,731.2	34,099.2
Provisiones	295.2	234.9	305.7	391.1	752.8	895.4	1,055.6	1,118.3	1,249.1	1,409.7	1,493.2
Otros Activos	483.0	404.6	712.8	945.4	2,755.2	2,837.2	2,927.7	2,834.1	3,149.3	3,738.4	3,770.2
Total Activos	4,818.0	6,000.3	7,384.3	10,181.8	19,255.0	21,518.2	24,768.4	28,236.9	35,183.7	39,656.7	46,906.8
Depositos	3,805.0	4,320.6	5,431.8	8,275.8	14,057.3	15,488.6	17,021.2	18,062.8	21,706.8	24,010.5	28,792.0
Creditos y Títulos de deuda	263.6	773.5	760.9	475.6	2,570.5	2,925.1	4,089.4	5,525.3	7,249.3	8,574.1	10,524.9
Otros	162.8	181.7	283.4	375.7	728.3	829.6	939.4	1,080.2	1,415.1	1,655.9	1,592.8
Total Pasivo	4,231.5	5,275.9	6,476.1	9,127.0	17,356.0	19,243.4	22,050.0	24,668.3	30,371.2	34,240.4	40,909.6
Total Patrimonio	586.6	724.4	908.1	1,054.8	1,898.9	2,274.8	2,718.4	3,568.6	4,812.6	5,416.2	5,997.2
Estado de Resultados											
Ingresos por Intereses	501.6	494.1	544.7	901.8	1,832.3	2,381.7	2,389.3	2,333.6	2,856.1	3,487.3	3,599.6
Gastos por Intereses	210.9	225.3	267.1	327.3	786.3	960.6	915.9	680.8	853.5	1,222.1	1,212.3
Margen Neto de Intereses	290.7	268.8	277.6	574.5	1,045.9	1,421.1	1,473.5	1,652.8	2,002.6	2,265.1	2,387.2
Otros Ingresos Operacionales	317.5	373.0	512.4	414.3	979.9	1,717.2	917.7	824.7	908.6	1,090.1	985.8
Margen Financiero Bruto	608.2	641.8	790.0	988.8	2,025.8	3,138.3	2,391.2	2,477.5	2,911.1	3,355.2	3,373.1
Provisiones	114.7	106.8	42.2	64.9	250.1	537.2	610.8	295.8	554.2	698.1	656.9
Margen Financiero Neto	493.5	535.0	747.8	923.9	1,775.7	2,601.1	1,780.4	2,181.7	2,357.0	2,657.1	2,716.1
Costos y Gastos Administrativos	403.3	353.0	415.8	694.3	1,156.9	2,124.8	1,246.9	1,522.9	1,610.4	1,748.5	1,800.1
EBT	90.2	182.0	332.0	229.6	618.8	476.4	533.5	658.8	746.6	908.6	916.0
Impuestos	4.5	14.5	66.2	57.5	101.3	72.4	77.0	142.1	153.7	197.7	186.3
Utilidad Neta	85.7	167.5	265.8	172.1	517.5	404.0	456.5	516.7	592.8	710.9	729.7
Ratios											
Capital											
Patrimonio / Activos	12.2%	12.1%	12.3%	10.4%	9.9%	10.6%	11.0%	12.6%	13.7%	13.7%	12.8%
Assets											
Crecimiento (%)	ND	24.5%	23.1%	37.9%	89.1%	11.8%	15.1%	14.0%	24.6%	12.7%	18.3%
Cartera Vencida	10.6%	3.6%	3.6%	4.0%	4.1%	4.0%	3.5%	2.9%	3.2%	3.3%	2.9%
Cobertura Cartera Vencida	96.7%	209.1%	234.2%	143.2%	137.9%	146.0%	172.7%	183.7%	154.3%	148.6%	151.0%
Rentabilidad											
Margen Neto de Intereses	ND	5.0%	4.1%	6.5%	7.1%	7.0%	6.4%	6.2%	6.3%	6.1%	5.5%
Comisiones	ND	3.1%	2.7%	3.7%	3.9%	6.7%	2.5%	2.1%	1.9%	1.7%	1.4%
Margen del Portafolio de Inv.	ND	9.4%	11.3%	3.1%	12.6%	8.5%	6.0%	4.5%	4.4%	5.7%	3.8%
Provisiones	ND	2.0%	0.6%	0.7%	1.7%	2.6%	2.6%	1.1%	1.7%	1.9%	1.5%
Margen de Eficiencia	ND	131.3%	149.8%	120.9%	110.6%	149.5%	84.6%	92.1%	80.4%	77.2%	75.4%
ROA	ND	3.1%	4.0%	2.0%	3.5%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	1.7%
ROE	ND	25.6%	32.6%	17.5%	35.0%	19.4%	18.3%	16.4%	14.1%	13.9%	12.8%
Liquidez											
Creditos / Depositos	ND	72.4%	66.6%	82.1%	93.7%	98.3%	101.5%	115.9%	117.9%	119.7%	118.4%
Efectivo y Equivalentes / Activos	ND	44.7%	43.2%	27.1%	19.7%	19.4%	21.8%	19.1%	21.3%	19.0%	19.8%

Fuente: Superfinanciera, Davivienda y Cálculos del analista

Grafico 22 – Estados Financieros Proyectados (Billones de pesos)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Balance General										
Disponible e Inversiones	11,070.3	12,401.8	13,861.5	15,350.0	16,861.8	18,427.9	19,980.6	21,597.8	23,311.6	25,124.2
Inversiones en Subsidiarias	1,224.8	1,224.8	1,224.8	1,224.8	1,224.8	1,224.8	1,224.8	1,224.8	1,224.8	1,224.8
Cartera Total Neta	38,937.1	44,014.2	49,589.0	55,264.0	61,016.7	66,969.9	72,852.4	78,974.2	85,461.7	92,323.2
Cartera Total Bruta	40,784.1	46,175.0	52,106.0	58,069.1	64,113.7	70,369.2	76,550.2	82,982.7	89,799.5	97,009.3
Provisiones	1,847.0	2,160.8	2,517.0	2,805.1	3,097.0	3,399.2	3,697.8	4,008.5	4,337.8	4,686.1
Otros Activos	3,990.8	4,224.3	4,471.4	4,733.0	5,010.0	5,303.1	5,613.4	5,941.8	6,289.5	6,657.5
Total Activos	55,222.9	61,865.0	69,146.7	76,571.8	84,113.2	91,925.7	99,671.2	107,738.6	116,287.5	125,329.6
Depositos	33,905.3	38,051.8	43,028.2	48,850.3	55,166.8	61,675.0	68,864.9	76,440.8	84,781.6	93,539.0
Creditos y Titulos de deuda	13,025.2	14,576.0	15,898.1	16,406.3	16,501.5	16,640.3	16,011.6	15,314.1	14,332.8	13,438.9
Otros	1,902.0	2,150.1	2,422.4	2,699.6	2,980.6	3,271.4	3,558.8	3,857.8	4,174.7	4,509.9
Total Pasivo	48,832.5	54,777.9	61,348.7	67,956.3	74,648.9	81,586.8	88,435.2	95,612.7	103,289.1	111,487.8
Total Patrimonio	6,390.4	7,087.1	7,798.0	8,615.6	9,464.3	10,339.0	11,235.9	12,125.9	12,998.4	13,841.8
Estado de Resultados										
Ingresos por Intereses	5,050.4	5,776.3	6,463.7	7,174.4	7,954.9	8,754.4	9,562.8	10,382.9	11,244.2	12,156.1
Gastos por Intereses	2,096.5	2,426.1	2,656.1	2,871.3	3,126.8	3,383.0	3,631.7	3,872.8	4,124.2	4,391.9
Margen Neto de Intereses	2,953.9	3,350.1	3,807.6	4,303.0	4,828.1	5,371.4	5,931.2	6,510.1	7,120.0	7,764.2
Otros Ingresos Operacionales	1,289.6	1,492.4	1,679.6	1,876.7	2,076.3	2,280.9	2,488.0	2,698.2	2,919.0	3,152.7
Margen Financiero Bruto	4,243.5	4,842.6	5,487.2	6,179.8	6,904.4	7,652.3	8,419.1	9,208.3	10,039.0	10,916.9
Provisiones	951.7	1,053.4	1,221.5	1,295.9	1,415.2	1,542.3	1,659.7	1,791.4	1,934.4	2,085.3
Margen Financiero Neto	3,291.8	3,789.1	4,265.8	4,883.8	5,489.2	6,110.0	6,759.4	7,416.8	8,104.5	8,831.7
Costos y Gastos Administrativos	2,290.7	2,614.1	2,962.2	3,336.0	3,727.2	4,130.9	4,544.9	4,970.9	5,419.3	5,893.3
EBT	1,001.0	1,175.0	1,303.6	1,547.8	1,762.0	1,979.0	2,214.5	2,445.9	2,685.2	2,938.4
Impuestos	203.6	239.0	265.2	314.9	358.4	402.6	450.5	497.6	546.2	597.7
Utilidad Neta	797.4	936.0	1,038.4	1,232.9	1,403.6	1,576.5	1,764.0	1,948.4	2,139.0	2,340.7
Ratios										
Capital										
Patrimonio / Activos	11.6%	11.5%	11.3%	11.3%	11.3%	11.2%	11.3%	11.3%	11.2%	11.0%
Assets										
Crecimiento (%)	17.7%	12.0%	11.8%	10.7%	9.8%	9.3%	8.4%	8.1%	7.9%	7.8%
Cartera Vencida	3.0%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
Cobertura Cartera Vencida	151.0%	151.0%	151.0%	151.0%	151.0%	151.0%	151.0%	151.0%	151.0%	151.0%
Rentabilidad										
Margen Neto de Intereses	5.8%	5.7%	5.8%	5.9%	6.0%	6.1%	6.2%	6.3%	6.4%	6.4%
Comisiones	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Margen del Portafolio de Inv.	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
Provisiones	1.9%	1.8%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
Margen de Eficiencia	77.5%	78.0%	77.8%	77.5%	77.2%	76.9%	76.6%	76.4%	76.1%	75.9%
ROA	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%
ROE	12.9%	13.9%	14.0%	15.0%	15.5%	15.9%	16.4%	16.7%	17.0%	17.4%
Liquidez										
Creditos / Depositos	120.3%	121.3%	121.1%	118.9%	116.2%	114.1%	111.2%	108.6%	105.9%	103.7%
Efectivo y Equivalentes / Activos	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%

Fuente: Superfinanciera, Davivienda y Cálculos del analista

Grafico 23 – Valoración de la Compañía (Millones de pesos)

			2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Inputs												
	Davivienda Subs											
Ke	11.20%	14.04%										
G	4.50%	3.32%										
Fecha Valoracion	10/31/2014											
Mes de Pago	6		6/30/2015	6/30/2016	6/30/2017	6/30/2018	6/30/2019	6/30/2020	6/30/2021	6/30/2022	6/30/2023	
Escenario	1											
Davivienda stand-alone												
Factor Descuento			1.07	1.19	1.33	1.48	1.64	1.83	2.03	2.26	2.51	
Pago de Dividendos			239,222	327,588	415,368	554,827	701,782	867,055	1,058,419	1,266,446	1,497,291	
Valor Terminal												22,343,751
VPN			222,875	274,460	312,950	375,915	427,588	475,073	521,509	561,153	9,499,724	
Valor Total			12,671,248									
Subsidiarias												
Factor Descuento			1.09	1.24	1.42	1.62	1.85	2.10	2.40	2.74	3.12	
Dividendos			71,053	89,120	109,284	131,444	155,433	181,009	207,858	235,599	246,201	
Dividendos Descontados			65,096	71,599	76,991	81,205	84,205	85,990	86,591	86,067	78,870	
Valor Terminal												736,028
VPN			65,096	71,599	76,991	81,205	84,205	85,990	86,591	86,067	814,898	
Valor Total			1,452,641									
Valor (Suma de la partes)												
Valor del Patrimonio			14,123,889	13,441,923	>>> Valor a mercado							
P/BV Implícito			2.4	2.2								
P/E Implícito			19.4	18.4								
Numero de Acciones			444,214,234									
Precio por Accion			31,795									
Valor de Mercado			30,260									
Diferencia porcentual			5.1%									

Fuente: Cálculos del analista

DISCLAIMER

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT son análisis financieros de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Administración, bajo la supervisión de profesores del Área de Finanzas, Economía, y Contabilidad de la Escuela.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), y la Universidad de los Andes de Colombia, el Instituto Colombiano de Estudios Superiores Incolta de Colombia (ICESI), la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala, junto con la Universidad de Tulane, 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 proporcionando 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 que listan en la Bolsa de Valores son distribuidos a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También son distribuidos sólo 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 son presentados a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

Para más información sobre el Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite la página web:

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

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

Sandra C. Gaitán Riaño
sgaitanr@eafit.edu.co
Directora de Investigación
Reportes Burkenroad
Departamento de Finanzas
Universidad EAFIT
Medellín – Colombia – Suramérica
Tel (57) (4) 2619500 Ext. 9585