

## Inicio de Cobertura

### DAVIVIENDA: El tercer banco más grande de Colombia inicia su participación en bolsa.

Preparado por:

Eduardo Sánchez Gómez  
1 607 8090  
edusanch@valoresbancolombia.com

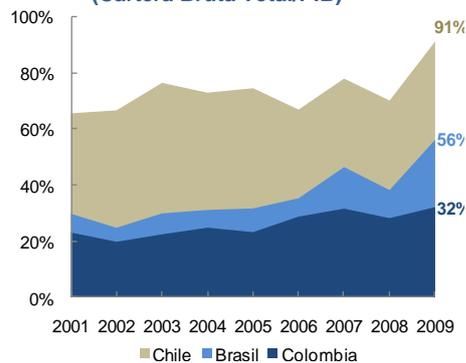
Acciones en Circulación (mm)	408.05
Capitalización Bursátil (\$mm)	6.528.911
<b>Precio Objetivo 2010E</b>	<b>\$18.700</b>
Potencial de Valorización	16.9%

**Tabla 1. Indicadores de Cobertura**  
(May. 10)

%	Dic-08	Dic-09	May-10*	Sector May-10*
<b>Cartera Vencida / Cartera Bruta</b>	5,3	4,3	5.1	4.6
<b>Cobertura Cartera Vencida</b>	146	173	148	131
<b>ROE</b>	17.8%	16.8%	19.1%	19.9%
<b>ROA</b>	1.9%	1.8%	2.0%	2.5%

Fuente: Valores Bancolombia con datos SFC.

**Gráfico 1. Niveles de Bancarización**  
(Cartera Bruta Total/PIB)



Fuente: FMI.

#### Resumen Ejecutivo:

- **Iniciamos la cobertura del Banco Davivienda con un precio objetivo para diciembre de 2010 de \$18.700 por acción**, el cual se deriva de un modelo de *Ingreso Residual* sobre los estados financieros individuales de la entidad.

- **Destacamos el potencial de valorización que ofrece esta acción en el corto plazo, equivalente a un 16.9% frente a su precio de colocación.** Este refleja el espacio de crecimiento con que cuenta la entidad durante los próximos años, dada la baja profundidad del sistema financiero nacional frente a otros mercados de la región, al tiempo que incorpora la posición protagónica de la entidad dentro de la industria y la solidez fundamental de su operación en términos de liquidez, calidad del activo y solvencia patrimonial.

- Con más de 38 años de trayectoria, **Davivienda ha logrado posicionarse como el 3er. jugador más representativo de la industria, a pesar de los retadores escenarios que han caracterizado al sector en el pasado.** Lo anterior refleja la gestión ortodoxa del negocio por parte de sus administradores y la forma conservadora en que han logrado garantizar crecimientos sostenibles sin incurrir en riesgos innecesarios para sus accionistas.

- **Los riesgos más sobresalientes sobre nuestra tesis de inversión son aquellos relacionados con la actividad natural del banco.** Éste deberá mantener niveles de crecimiento de cartera superiores a los de la industria sin mostrar deterioros en los índices de calidad. Igualmente, bajo el actual contexto macroeconómico de bajas tasas de interés, resulta crítico lograr sostenibilidad en la generación de márgenes de rentabilidad dentro de su actividad de intermediación.

- **Otra potencial fuente de incertidumbre está relacionada con los altos niveles de endeudamiento de Davivienda generados tras la adquisición de Bancafé.** Si bien el perfil de riesgo crediticio del banco es sobresaliente en la actualidad, un escenario macroeconómico adverso, de reducción en la demanda por crédito y deterioro en la capacidad de pago de los agentes, podría redundar en una menor holgura para el cumplimiento de estas obligaciones.

- **Dado que el balance de riesgos descrito anteriormente es positivo, bajo nuestra tesis de inversión recomendamos a todo tipo de portafolios buscar la exposición a este activo, el cual demuestra solidez fundamental y claras perspectivas de crecimiento.** Esta recomendación se ve reforzada por los beneficios que ofrece la estructura de la emisión en términos de rentabilidad para aquellos inversionistas que realicen un pago de contado en el momento de la suscripción, así como la posibilidad de participar de los dividendos correspondientes al 1S09.

## Tabla de Contenido

<b>Davivienda se consolida como el tercer banco más grande de Colombia</b>	<b>3</b>
<b>Emisión de Davivienda propone una alternativa atractiva de inversión</b>	<b>4</b>
<b>Portafolio de inversiones de la compañía se concentra compañías prestadoras de servicios financieros</b>	<b>7</b>
<b>Davivienda, un jugador relevante en el mercado financiero colombiano</b>	<b>11</b>
<b>Ejercicio de valoración arroja un precio de \$18.700 a diciembre de 2010</b>	<b>15</b>
<b>Valoración por múltiplos arroja un precio de \$20.800</b>	<b>20</b>
<b>Ejercicio de dividendos descontados propone un precio de \$18.000</b>	<b>21</b>

### Descripción de la compañía

El Banco Davivienda es una entidad con más de 38 años de historia que ha logrado posicionarse como el tercer banco más grande de Colombia , en la actualidad, cuenta con 9.531 empleados que operan a través de 523 oficinas y 1.376 cajeros automáticos en 163 municipios de Colombia. Al cierre del Mayo del 2010 la entidad contaba con un patrimonio de \$2.87 billones, equivalentes a una participación de 10.4% del mercado, con utilidades 12 meses por \$479 mil millones.

### Davivienda se consolida como el tercer banco más grande de Colombia

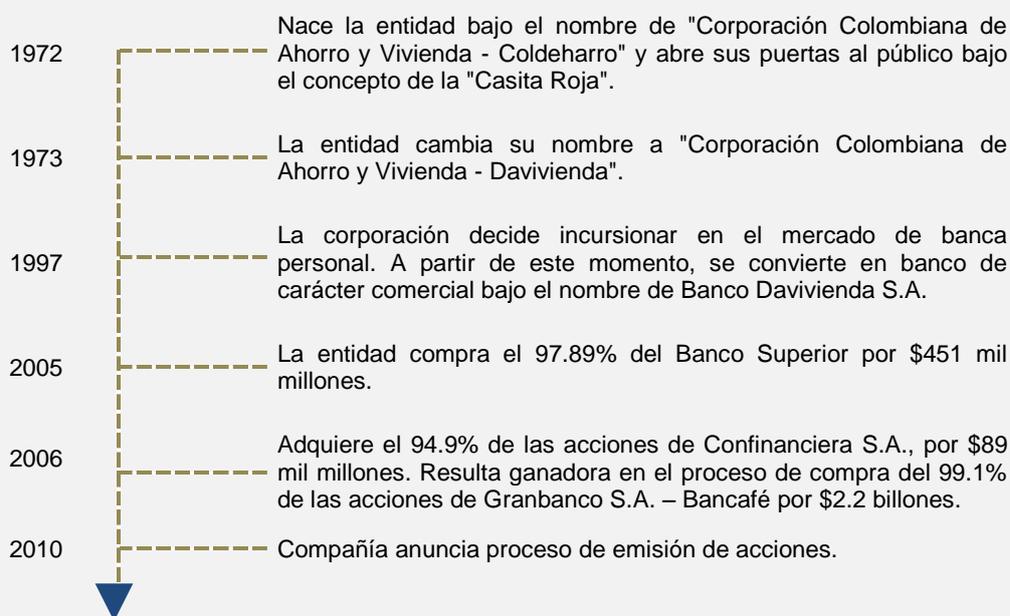
El Banco Davivienda nace en 1972 bajo el nombre de **Corporación Colombiana de Ahorro y Vivienda – Coldeahorro**. En 1973 su razón social es modificada por **Corporación Colombiana de Ahorro y Vivienda – Davivienda**. En 1997 la compañía se convierte en Banco de carácter comercial bajo el nombre de **Banco Davivienda S.A.**

A lo largo de sus 38 años de historia, la compañía ha avanzado de manera consistente en el desarrollo de su función principal, enfocada en la intermediación financiera y en la prestación de servicios financieros, orientada a individuos y familias, especializada en la promoción del ahorro y la financiación de vivienda.

Este proceso de desarrollo se ha visto acelerado en los últimos años, luego de varias adquisiciones y fusiones que le han permitido a la compañía incursionar en nuevos nichos de mercado. En 2005 la entidad compró el 97.89% del Banco Superior, transacción que le permitió adquirir los productos y servicios relacionados con la cartera de consumo colocada a través de tarjetas de crédito y la franquicia Tarjeta de Crédito Diners. El monto de esta transacción ascendió a \$451 mil millones. En noviembre de 2006, a través de la Bolsa de Valores de Colombia, el Banco Davivienda y otras compañías del Grupo Bolívar, compraron el 94.9% de las acciones de Confinanciera S.A., por un valor de \$89 mil millones, con el fin de incursionar en el negocio de financiación de vehículos.

Por último, y gracias al proceso de privatización de Granbanco S.A. – Bancafé, por parte de FOGAFIN en 2007, el Banco Davivienda adquirió el 99.1% de las acciones del primero, en una transacción que ascendió a \$2.2 billones, concluyendo el mismo año con la fusión por absorción por parte de Davivienda. Con esta compra también se adquirieron Fiducaf  S.A., Bancafé Panamá y Bancafé Internacional Miami. Esta adquisición que se materializó luego de una puja intensa con el Banco de Bogotá<sup>1</sup>, permitió a la compañía fortalecer su participación en los frentes relacionados con la cartera comercial y de consumo y lo ubicó como el tercer banco de mayor tamaño del país.

**Cuadro 1. Reseña Histórica**



Fuente: Valores Bancolombia con datos de Davivienda

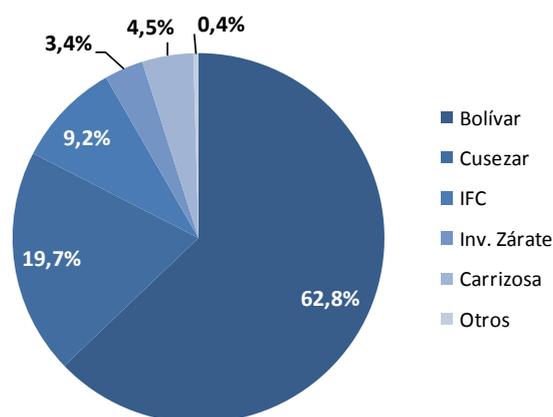
<sup>1</sup> En la segunda etapa de la puja el Banco de Bogotá ofreció \$1.9 billones por la entidad luego de haber ofrecido 1.1 billones en su primera oferta.

En la actualidad, el Banco Davivienda cuenta con 9.531 empleados que operan a través de 523 oficinas y 1.376 cajeros automáticos en 163 municipios de Colombia. Al cierre del Mayo del 2010 la entidad contaba con un patrimonio de \$2.87 billones, equivalentes a una participación de mercado del 10.4%, con utilidades 12 meses por \$479 mil millones.

La más reciente composición accionaria de la firma ubica al Grupo Bolívar como el mayor accionista de Davivienda con un 62.8%. El Grupo Bolívar constituye uno de los grupos financieros de mayor tradición en el país al contar con participación accionaria en reconocidas entidades de la industria como Banco Davivienda, Fiduciaria Davivienda, Davivalores, Leasing Bolívar, Fondo de Seguridad Bolívar, Constructora Bolívar, Asistencia Bolívar, Seguros Bolívar, Seguros Comerciales Bolívar, Capitalizadora Bolívar, Aseguradora el Libertador y Soft Bolívar. Otros accionistas que participan del capital social del banco son Cusezar con un 19.73%, la Corporación Financiera Internacional (IFC) con el 9.2% grupos familiares con el 7.8% otros accionistas minoritarios con el 0.4% (Gráfico 2).

No obstante, esperamos modificaciones en esta composición dado que la oferta pública incorpora la posibilidad de que los accionistas actuales de la entidad, dueños de acciones ordinarias, puedan convertir hasta un 50% de estos títulos en acciones preferenciales. Aunque no esperamos cambios significativos en esta composición, si destacamos el hecho de que estos nuevos tenedores de acciones preferenciales puedan soportar la liquidez del título.

**Gráfico 2. Composición Accionaria (Antes de la emisión)**



Fuente: Valores Bancolombia con datos de la SFC.

### Emisión de Davivienda propone una alternativa atractiva de inversión

El pasado 28 de abril, Davivienda anunció la aprobación de una emisión, por parte de su asamblea general de accionistas, de hasta 50 millones de acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto. El 11 de mayo, la junta directiva aprobó el reglamento de emisión y colocación de 26 millones de acciones dirigidas al público en general, las cuales representan el 6.4% del total de acciones de la compañía. El pasado 4 de agosto el emisor anunció que la oferta pública de acciones se realizara a un precio de \$16.000 por acción (si el pago es realizado de contado) lo que equivale a un monto total de \$416 mil millones.

Las acciones contarán con los mismos derechos económicos de las acciones ordinarias y tendrán preferencia en el pago de un dividendo garantizado de 1% anual del precio de suscripción (\$162). Este dividendo corresponde al beneficio mínimo de los tenedores de la especie preferencial. No obstante, este dividendo estará condicionado en gran medida al desempeño del emisor, razón por la cual este beneficio podría ser mayor. Sin embargo, es importante destacar que este dividendo mínimo arroja un retorno relativamente bajo frente al promedio del índice de referencia del mercado accionario local (2.7%).

En este proceso podrán participar personas naturales y empresas, tanto colombianas como extranjeras. La inversión mínima es de \$10 millones, el Banco brindará una posibilidad de financiación de 90 días de hasta \$100 millones. En la adjudicación se realizará una asignación por capas. La primera capa será el monto mínimo de \$10 millones, una segunda capa está definida hasta \$1.000 millones por solicitante y la tercera capa a montos superiores a \$1.000 millones.

El proceso de recepción de ofertas comienza el lunes 9 de agosto y tendrá el cierre el 30 de Agosto. La acción comenzaría a negociarse el 5 de octubre. Luego del proceso de recepción de ofertas, la BVC le informará a los colocadores la adjudicación de acciones, información que se conocerá el 20 de septiembre. Los pagos de las acciones adjudicadas de contado se realizarán entre el 21 y 30 de septiembre.

Nuestra tesis de inversión se fundamenta en la solidez patrimonial de la compañía, en su posicionamiento de mercado y en el potencial de crecimiento del sector financiero en Colombia medido por el nivel de bancarización en el país. De acuerdo a cálculos propios al cierre del 2009 el nivel de bancarización de la región medido como Cartera Bruta Total / PIB se ubicó en niveles promedio del 52%, mientras que Colombia se ubicó en niveles de 32%<sup>2</sup>. (Gráfico 3).



Fuente: FMI.

Este rezago del mercado financiero colombiano, está explicado parcialmente por la crisis financiera que enfrentó el país a finales de la década de los 90, la cual permitió que otras economías en la región avanzaran en su proceso de bancarización mientras se establecía en el país una estructura regulatoria capaz de garantizar su crecimiento de largo plazo.

En los últimos años, el sector financiero ha continuado posicionándose como uno de los de mayor crecimiento, en comparación con los demás sectores de la economía colombiana. En el 2009, año en que el PIB del país creció un 0.4%, los servicios financieros contribuyeron a jalonar esta cifra, con un crecimiento del 3.1%. Hoy en día un 57.3% de la población adulta del país, es decir, 16.7 millones de personas tienen acceso al menos a un producto financiero. Este nivel de bancarización, a pesar del crecimiento que ha tenido en los últimos años, es una muestra del gran potencial de crecimiento que tiene el sector.

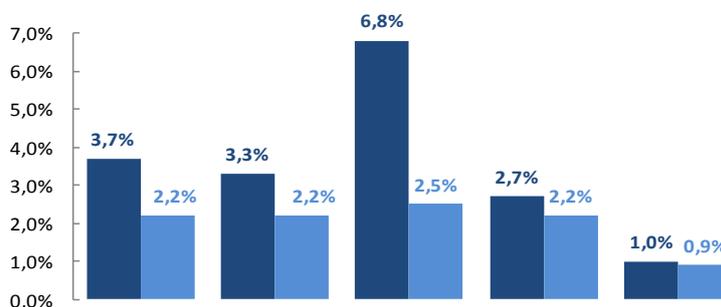
Por otro lado, la estrategia de diversificación de portafolio de productos del banco, implementada en los últimos años a través de fusiones, sumada a una exitosa estrategia de posicionamiento de mercado, ha llevado a que Davivienda tome un papel protagónico en el sector financiero local.

Esta estrategia ha tenido un impacto positivo en los indicadores de rentabilidad y propone un escenario atractivo de crecimiento de mediano y largo plazo. Lo anterior se observa al analizar los ingresos por fuentes de la compañía respecto al total de sus activos. Durante los últimos años, Davivienda se ha ubicado por encima del mercado en la generación de ingresos por intereses y por servicios financieros

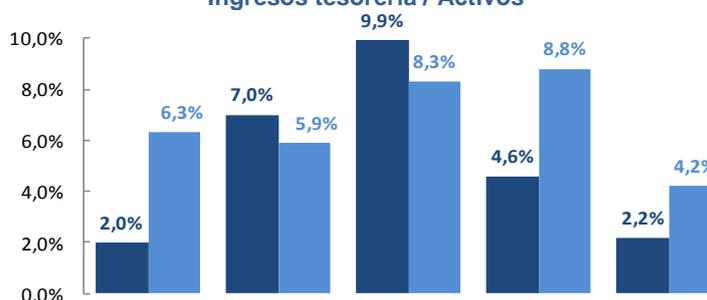
<sup>2</sup> Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Perú y Uruguay.

además de jugar un rol significativo en los ingresos por tesorería respecto a sus principales competidores (Gráfico 4).

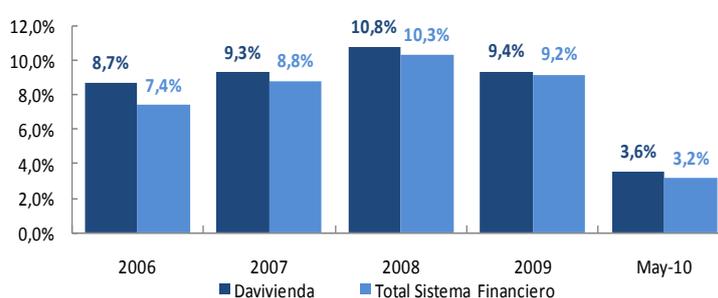
**Gráfico 4. Ingresos por intereses / Activos**



**Ingresos tesorería / Activos**



**Ingresos por servicios financieros / Activos**



Fuente: Valores Bancolombia con datos SFC

Adicionalmente, las alternativas de inversión en el mercado de renta variable en Colombia en el sector financiero se concentran en un grupo de títulos que en su mayoría presentan bajos niveles de liquidez. Las condiciones planteadas para la emisión de Davivienda sugieren que las condiciones de liquidez de la acción serán atractivas y podrían posicionar al título en el mercado de renta variable colombiano en el mediano plazo. Sumado a lo anterior, las condiciones de la emisión, con un PVL de 2.1x, propone un espacio interesante de valorización teniendo en cuenta los múltiplos a los cuales transan otras acciones del sistema financiero en el mercado colombiano (Tabla 2).

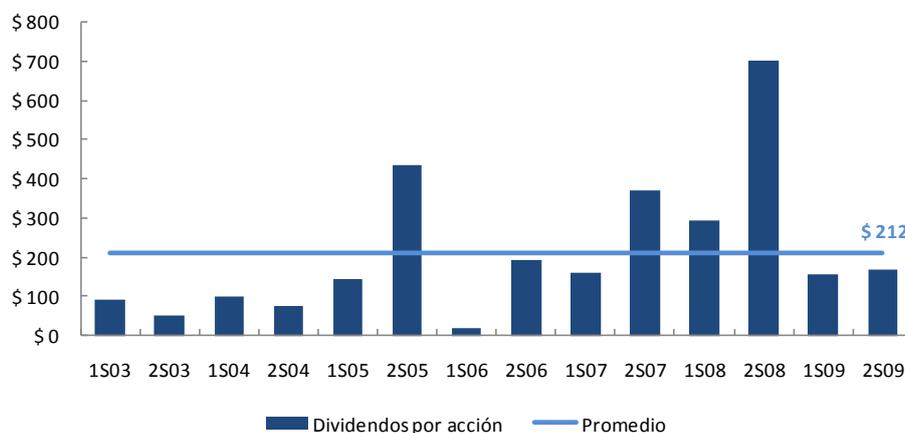
**Tabla 2. Múltiplos de Davivienda frente a otras acciones en circulación**

Entidad	RPG	PVL
Davivienda	13.7	2,1
Bogotá	13.5	2,5
Helm	12.3	1,4
Bancolombia	12.7	3,1

Fuente: Valores Bancolombia con datos BVC

Durante los últimos semestres la Asamblea de Accionistas de la entidad ha aprobado la distribución de dividendos a razón de \$212/acción en promedio desde el 1S03 (Gráfico 5). Entendemos que la dinámica de distribución de utilidades de una compañía puede cambiar drásticamente al quedar públicamente listada en el mercado de valores. Las necesidades de financiación de proyectos de expansión en un contexto de crecimiento pueden restringir hacia adelante la capacidad de mantener dividendos tan atractivos.

**Gráfico 5. Dividendos por acción**



Fuente: Valores Bancolombia con datos de la SFC.

Otros factores que también favorecerán la evolución del activo están relacionados con las circunstancias actuales del mercado accionario local. El encarecimiento relativo de especies tradicionales, los amplios niveles de liquidez, el creciente apetito por activos de riesgo, las necesidades de diversificación, la favorable dinámica macroeconómica esperada para lo que resta del año y los beneficios fiscales propios de la inversión en acciones de cara al impuesto del patrimonio de 2011, serán catalizadores de valor para esta emisión.

#### **Portafolio de inversiones de la compañía se concentra compañías prestadoras de servicios financieros**

En la actualidad, la entidad es dueña del 60% de las acciones de Fiduciaria Davivienda S.A., posee el 94.9% de las acciones de Confinanciera S.A., el 79% de la Sociedad Comisionista de Bolsa Davivalores S.A., el 100% de las acciones de Bancafé Internacional, el 99.9% de Bancafé Panamá S.A. y el 94.95% de la Fiduciaria Cafetera S.A. Esta exposición define alternativas atractivas para la inversión en la compañía pues propone un portafolio amplio de servicios financieros dentro y fuera del país. Si bien la participación de estos activos representa un porcentaje bajo del valor del Banco (1.2% del activo total), su presencia dentro de la actividad consolidada del banco potencializa la generación de utilidades bajo un portafolio de actividades financieras diversificadas y favoreciendo la capacidad de crecimiento futuro de la firma (Tabla 2).

Cuadro 2. Otros activos de Davivienda

Empresa	Actividad	Part.	Patrim.	U. Neta*
	Administración de liquidez, administración de bienes inmuebles o proyectos de construcción, financiación a través de titularización y gestión de tesorería.	95%	67.7	23
	Se dedica a la ejecución de operaciones de arrendamiento financiero o leasing. Se especializa en operaciones para la adquisición de vehículos de pasajeros y carga.	94.9%	60.1	6.0
	Es una sociedad de servicios financieros. Las principales líneas de negocio son las carteras colectivas, el fondo Dafuturo y la fiduciaria.	60%	45.9	13.2
	Intermediación de valores, administración y custodia de valores y la colocación de títulos.	79%	9.7	1.5
	Servicios financieros propios de un Banco internacional.	99.9%	69**	10.1**
	Entidad dedicada al apoyo de actividades y negocios a nivel internacional.	100%	13**	0.03**

\*Miles de millones de pesos. Datos a diciembre del 2009. \*\* Millones de dólares

Fuente: Valores Bancolombia

### FIDUCAFE S.A.

La fiduciaria fue creada en 1991 con el objetivo de ofrecer soluciones financieras, principalmente de fiducia estructurada. Las líneas de negocio de la fiduciaria son: la administración de dinero, la administración de bienes inmuebles o proyectos de construcción, recaudo de cartera, pagos a terceros, proveedores, contratistas o nomina, entrega de bienes en garantía financiación a través de titularización, gestión de tesorería y la administración de herencias. Al cierre del 2009 la compañía contaba con un patrimonio que ascendía a \$67.7 mil millones y presentaba utilidades por \$23 mil millones.

Bajo la línea de Fiducia de Inversión la compañía maneja dos carteras diferentes, CCA Rentacafé y CCA Renta líquida. En cuanto a la primera, con corte a 30 de junio del 2010, la cartera contaba con un valor de \$179 mil millones de pesos y 222 suscripciones. Adicionalmente, la cartera ha obtenido una rentabilidad efectiva anual de 30 días de 2.5%. Por otra parte, la cuenta CCA Rentalíquida acumula un capital de \$23 mil millones, 22 suscripciones y un interés efectivo anual de 30 días de 2.2%.

### Confinanciera S.A.

Es una compañía de financiamiento comercial constituida en 1977, dedicada a realizar operaciones crediticias para facilitar la comercialización de bienes y servicios. En particular se dedica a la ejecución de operaciones de arrendamiento financiero o *leasing*, enfocándose en aquellas para la adquisición de vehículos de pasajeros y carga.

Con corte a 31 de mayo del 2010, la compañía cuenta con activos de \$419 mil millones de pesos, y pasivos por \$359 mil millones. Por otra parte, muestra un ROE de 22.2%, el cual posiciona a la firma en el 5 lugar del mercado. Adicionalmente, la compañía acumula a finales de mayo, una utilidad netas del ejercicio, de \$5,240 millones.

### **Fiduciaria Davivienda S.A.**

La compañía es una sociedad de servicios financieros constituida en 1992. Las principales líneas de negocio de esta firma son: las carteras colectivas, el fondo voluntario de pensiones Dafuturo y la fiducia estructurada. Al cierre del 2009, la compañía contaba con un patrimonio que ascendía a \$46 mil millones y presentaba utilidades por \$13 mil millones. Bajo la línea de carteras colectivas Fiduciaria Davivienda cuenta con tres portafolios, dos de corto plazo, cartera Superior y Consolidar y Daviplus de mediano plazo.

Por otra parte, el fondo voluntario de pensiones Dafuturo se caracteriza por tener los siguientes cinco portafolios de inversiones: El Portafolio Básico, Portafolio Vanguard, Portafolio Seguridad, Portafolio Conservador en pesos y el Portafolio Conservador en pesos, los cuales acumulan un capital total de \$685 mil millones.

### **Davivalores S.A.**

Davivalores es la firma comisionista de bolsa del grupo y miembro de la Bolsa de Valores de Colombia. La compañía ofrece tanto a personas naturales como jurídicas diferentes productos financieros y alternativas de inversión. Dentro de los servicios financieros que ofrece se encuentra la intermediación de valores, la administración y custodia de valores y la colocación de títulos.

Con corte a diciembre del 2009, la comisionista contaba con un patrimonio de \$9.7 mil millones utilidades por \$1,493 millones y un ROE anual de 15.3%, mientras el ROA se ubicó en niveles de 14.4%. Al 31 de mayo del 2010 la compañía acumuló activos por \$10,507 millones, una utilidad neta de \$267.2 millones, un ROE de 2.7% y un ROA de 2.5%.

### **Bancafé Panamá**

Es una institución bancaria constituida bajo las leyes de la República de Panamá y regulada por la Superintendencia de Bancos de ese país, que inició operaciones en 1966. El banco presta los siguientes servicios financieros: Garantías Bancarias, Préstamos Comerciales, Fondos de Cesantías, Préstamos a Jubilados, Cartas de Referencia y Saldos, Confirmaciones Bancarias, Avisos de Cheques Devueltos, Depósitos a Plazo Fijo, Ahorros Money Market, Cuentas de Ahorro, Cuentas Corrientes, Cobranzas Documentarias, Cartas de Crédito y Leasing. Por otra parte, a finales del primer trimestre del 2010, el banco contaba con 50 empleados y una sucursal.

Para finales del 2009, el banco se ubicaba en la posición 23 en el *ranking* del sector bancario panameño acumulando utilidades un monto de USD10.1 millones. Teniendo en cuenta las mismas cifras para el primer trimestre del año, el banco avanzó varios puestos ubicándose en el 18 con una utilidad trimestral de USD3.2 millones.

### **Bancafé International Corporation**

En 1981 se estableció una sucursal en la ciudad de Nueva York, con el objetivo de satisfacer las necesidades de sus clientes en cuanto al apoyo de actividades y negocios a nivel internacional. En 1987, Bancafé se traslada a Miami para satisfacer las necesidades del público latinoamericano. El banco está bajo la regulación del Banco de la Reserva de Estados Unidos y al cierre del 2009 contaba con un patrimonio de USD13 millones y una utilidad neta de USD30 mil.

### Cuadro 3. Equipo Directivo

El Banco Davivienda cuenta con un equipo directivo con amplia experiencia en el sector financiero colombiano e internacional con un promedio de experiencia de 11 años. Adicionalmente, sobresale la amplia diversidad en la formación académica de la Junta Directiva así como la experiencia en la entidad (14 años en promedio).

#### Junta Directiva (Miembros principales)

<b>Presidente:</b> Efraín Enrique Forero Fonseca	Ingeniero Industrial de la Pontificia Universidad Javeriana, MSc en Ingeniería Industrial de la Universidad de Michigan. En el Sector Financiero se ha desempeñado como Asistente de Gerencia Financiera, Subgerente de la Sucursal Bogotá, Gerente Administrativo y Gerente Financiero de la Compañía de Seguros Bolívar y fue Presidente de Delta Bolívar CFC.
Carlos Guillermo Arango Uribe	Economista de la Universidad de Antioquia, con postgrado en el Programa de Alta Gerencia del INALDE. En el Sector Financiero se ha desempeñado como Director de Agencia de primer nivel en Conavi y Asistente Financiero de Seguros Bolívar.
Javier José Suarez Esparragoza	Ingeniero Civil de la Universidad de los Andes, con MSc en Finanzas y Diplomado en Gerencia Bancaria de la Universidad de los Andes. Se ha desempeñado como Asistente de Actuaría, Vicepresidente de Riesgos Financieros y Jefe de Mercadeo de seguros de salud, en Seguros Comerciales Bolívar S.A.
Álvaro Peláez Arango	Ingeniero Civil de la Universidad de los Andes. Fuera del Sector Financiero se ha desempeñado como Gerente Técnico de Cusezar S.A. Ha formado parte como miembro suplente de la Junta Directiva del Banco Superior y Granbanco.
Gabriel Humberto Zárate Sánchez	Arquitecto de la Fundación Universidad de América. Ha sido Miembro Principal de la Junta Directiva del Banco de la República en Venezuela, de Granbanco S.A y del Banco Superior.
Mark Alloway	Físico de la Universidad de Oxford e Ingeniero de Petróleos del Imperial College, con MBA de Granfield School of Management. Dentro del Sector Financiero se ha desempeñado como Director de Inversiones de 3i PLC-Fondo de Capital Privado y como Director Asociado de la International Finance Corporation.

#### Equipo Directivo (Miembros principales)

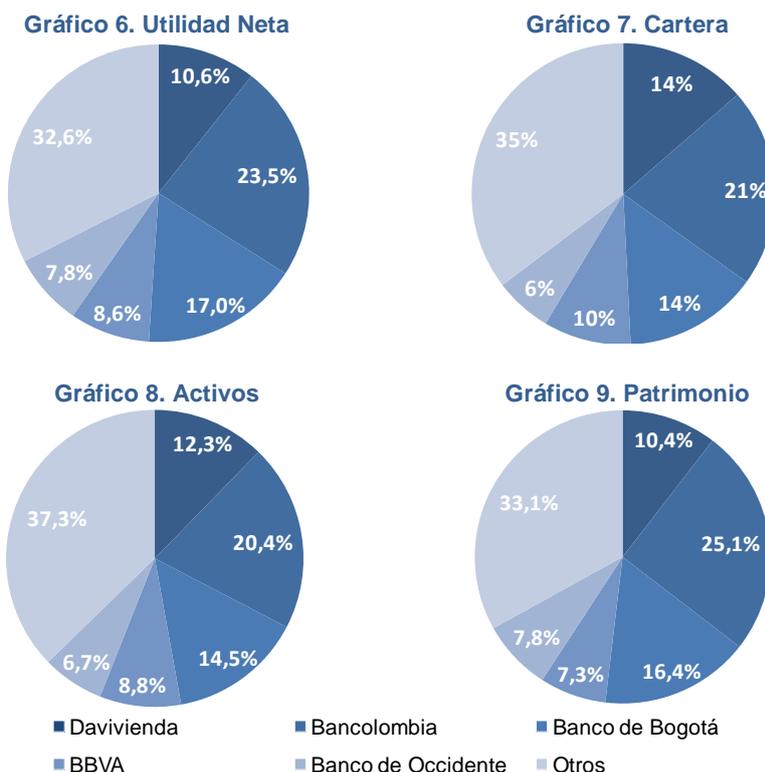
Javier Suarez (VP Ejecutivo Financiera y de Riesgos)	Hace parte de la Junta Directiva de Davivienda
Álvaro Carrillo Buitrago (VP Ejecutivo Corporativa)	Economista del Colegio Mayor de Nuestra Señora del Rosario con Especialización en Finanzas y Evaluación de Proyectos. Se ha desempeñado como Vicepresidente Ejecutivo, Financiero y de Crédito del Banco República de Venezuela, Presidente de Banco Superior y de Granbanco.
Ricardo León Otero (VP Riesgo y Control Financiero)	Ingeniero de Sistemas de la Universidad Piloto de Colombia y Especialista en Finanzas. Se ha desempeñado como Superintendente Técnico y Director de la Superfinanciera, Director de Riesgo de Crédito del Banco Cafetero y Vicepresidente de Operaciones de Granbanco.
Jaime A. Castañeda Roldán (VP Tesorería)	Administrador de Empresas de la Universidad EAFIT con MSc of Internacional Business en Western Sydney University en Sydney, Australia. Se ha desempeñado como Gerente de Tesorería de Bancolombia, Vicepresidente de Tesorería del Banco Cafetero y Vicepresidente de Tesorería del Granbanco-Bancafe.
Roberto Holguín Fety (VP Crédito Corporativo)	Bachelor of Arts in Economics Degree de Georgetown University con Especialización en Finanzas. Se ha desempeñado como Gerente de Profesionales de Bolsa, Presidente de Delta Bolívar, subgerente financiero y comercial de EEB y gerente del Banco de Bogotá en Miami.
José R. Arango Echeverri (VP Comercial de Empresas)	Economista de la Universidad de Antioquia con MSc en el Instituto Tecnológico de Monterrey, México. Se ha desempeñado como Jefe de Departamento y Gerente Regional de Banca Empresarial en Bancolombia y Vicepresidente Comercial de Granbanco.

Fuente: Davivienda

### Davivienda, un jugador relevante en el mercado financiero colombiano

Las ganancias individuales acumuladas de Davivienda al cierre de mayo ascendieron a \$479 mil millones, correspondientes al 10.6% de las utilidades netas totales generadas por los bancos en Colombia, ubicándolo en el tercer puesto en el país. De la misma manera, y según información de la Superintendencia Financiera, la entidad concentra el 14% de la cartera de créditos del sistema financiero colombiano. Comportamientos similares toman lugar en materia patrimonial y de activos (Ver gráficos 6, 7, 8 y 9).

#### Participaciones de Mercado (Mayo de 2010)



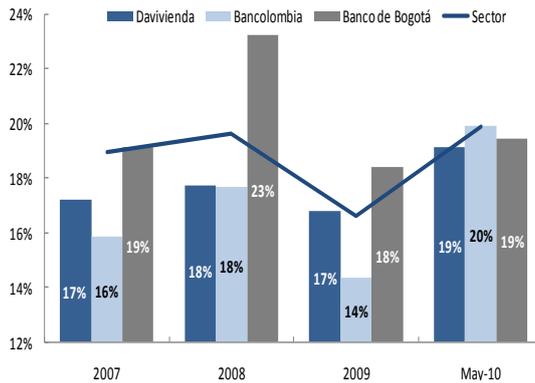
Fuente: Valores Bancolombia con datos de la SFC – Cifras individuales

**Rentabilidad:** Al revisar la evolución de los resultados de la operación de la entidad respecto al promedio del mercado, se observa como el retorno sobre el patrimonio (ROE) ha presentado un comportamiento favorable en el último año. En el gráfico 10 se resalta como durante el 2007 y 2008 el ROE de la compañía estuvo por debajo del promedio del sector en 176pbs y 186pbs respectivamente<sup>3</sup>. Sin embargo, este comportamiento presentó un cambio significativo durante el 2009 y en lo que va corrido del 2010, gracias a la consolidación del proceso de fusión con Bancafé, haciendo que el ROE de la entidad se ubique por encima del promedio en 18pbs y 51pbs respectivamente.

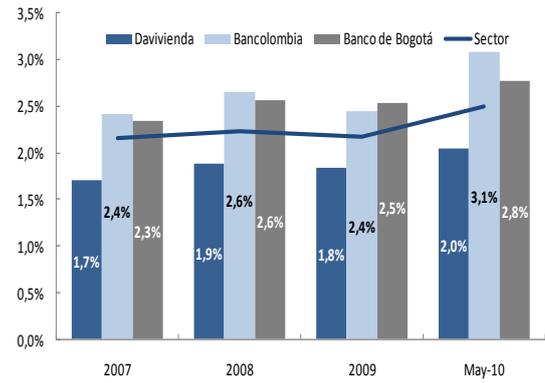
Al cierre de 2009 la relación de los ingresos por intereses sobre activo total, como medida de rentabilidad, descendió a niveles de 9.4%, mientras que durante los primeros meses de 2010, este indicador se redujo a 8.7%. Este fenómeno refleja la mayor destinación de recursos por parte de la entidad hacia la administración de sus tesorerías debido al comportamiento favorable del mercado de renta fija durante este periodo. Es de esperar que en la medida que las tasas de referencia del mercado se mantengan en niveles bajos, estos indicadores de rentabilidad, en particular el ROA, permanezcan ligeramente por debajo de los observados en 2009.

<sup>3</sup> El cálculo del ROE fue realizado sin incorporar los ingresos asociados a Bancafé.

**Gráfico 10. Retorno sobre Patrimonio**



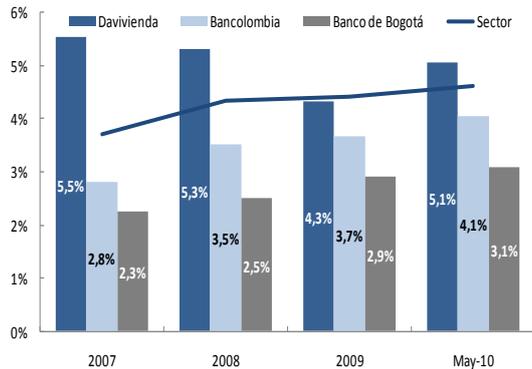
**Gráfico 11. Retorno sobre Activos**



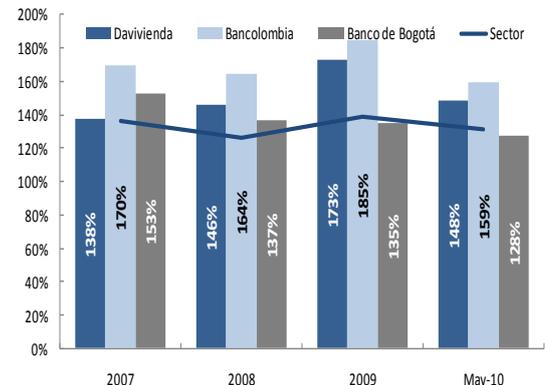
Fuente: Valores Bancolombia con datos de la SFC

**Calidad de los activos:** Los indicadores de calidad de cartera total han presentado una tendencia débil en el transcurso del año ubicándose en niveles poco favorables frente al sector. Al respecto se destaca la relación Cartera Vencida / Cartera Bruta que a mayo del 2010 se ubicó en niveles de 5.1% frente al 4.3% observado en 2009. Este desempeño se explica por un deterioro generalizado en el sector, no obstante el emisor avanza con la implementación de un proceso de recuperación de cartera en un entorno macroeconómico retador. (Gráfico 12).

**Gráfico 12. Cartera vencida / Cartera bruta**



**Gráfico 13. Cobertura de cartera vencida**



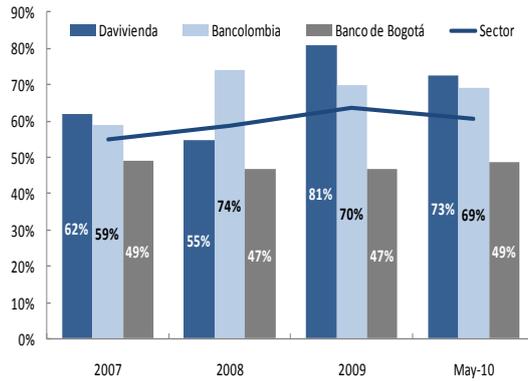
Fuente: Valores Bancolombia con datos de la SFC

En línea con el indicador anterior, Davivienda ratifica la calidad de su activo, lo cual se ve reflejado en una relación de Cobertura de Cartera Vencida superior al promedio del mercado, demostrando un manejo ortodoxo en la gestión de riesgos. A mayo del presente año este indicador ascendía a 148% (Gráfico 13).

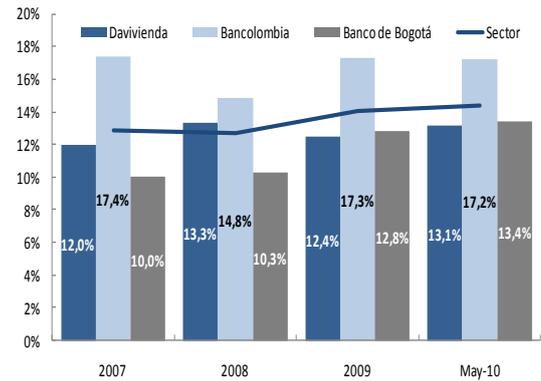
Adicionalmente, la participación de la cartera riesgosa (calificada C, D, y E) dentro de la cartera bruta de Davivienda se encuentra controlada y por debajo del promedio del sector, luego de presentar niveles elevados en 2008. Adicionalmente destacamos como la entidad se ha caracterizado por contar con una cartera atomizada, dada su fortaleza en banca personal.

Por último, destacamos la cobertura de la cartera riesgosa. En términos generales, la estrategia del banco ha permitido que las provisiones se encuentren por encima de los niveles exigidos por la regulación e incluso por encima de los niveles de mercado, como se observa en la relación de cobertura de la cartera CDE, que se ubican durante los cinco primeros meses del año en niveles de 73% superando el promedio del mercado y a sus principales competidores (Gráfico 14 y 15).

**Gráfico 14. Cobertura de cartera CDE**



**Gráfico 15. Relación de Solvencia**

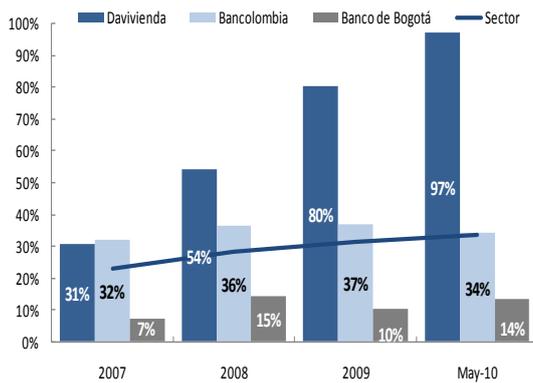


Fuente: Valores Bancolombia con datos de la SFC

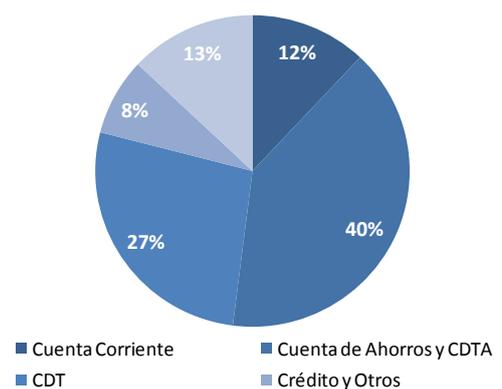
**Solvencia:** En la gráfico 15 se observa cómo consistentemente Davivienda se ubica por debajo de la industria, sin dejar de cumplir holgadamente los niveles mínimos regulatorios. Lo anterior obedece a la intención de sus administradores por no permitir la existencia de recursos ociosos al interior del balance. En este sentido, es previsible que hacia adelante este indicador continúe mostrando un comportamiento inferior a los registros sectoriales.

**Fuentes de Fondo:** Davivienda ha sido un activo emisor del mercado de capitales local e internacional. Lo anterior se refleja en el saldo por \$2.7 billones al 31 de mayo de 2010 correspondiente a títulos de deuda, mecanismo que fue utilizado para la financiación parcial de la compra de Bancafé. Esto tiene varias implicaciones. De un lado, favorece la diversificación de sus fuentes de fondeo, a pesar del encarecimiento de las mismas, teniendo en consideración la baja participación de las cuentas corrientes. Por su parte ha implicado un significativo nivel de endeudamiento para el banco frente a sus competidores y el mercado en general (Gráfico 16).

**Gráfico 16. Títulos de Deuda / Patrimonio**



**Gráfico 17. Fuentes de fondeo**



Fuente: Valores Bancolombia con datos de la SFC y Davivienda

#### Cuadro 4. Ingreso Residual<sup>4</sup>: Una aproximación alternativa a la valoración de establecimientos bancarios

Desde un punto de vista corporativo, cualquier empresa, sin importar su naturaleza, busca obtener crecimientos rentables y la generación de valor para sus accionistas. Sin embargo, la esencia de compañías del sector financiero, en particular de los establecimientos de crédito, hace que las mediciones de valor tradicionalmente aplicables a empresas del sector real sean poco procedentes. Las principales razones que explican estas diferencias son:

- Composición de la deuda:** En una compañía del sector financiero la deuda (depósitos, exigibilidades, créditos, bonos), más que una fuente de apalancamiento tradicional es la "materia prima" utilizada en el proceso de intermediación.
- Marco regulatorio:** Los requerimientos de capital mínimo, las restricciones sobre su régimen de inversiones y la ejecución de fusiones y adquisiciones, son las principales focos de atención del marco regulatorio que rige la actividad financiera. El mayor grado de incertidumbre que provea un marco regulatorio sobre la actividad, redundará entonces en una mayor dificultad para estimar el valor de una compañía a futuro.
- Necesidades de reinversión:** La dificultad de medir inversiones en CAPEX y en capital de trabajo en una entidad financiera podría acarrear distorsiones en la construcción de un flujo de caja tradicional para su valoración. La volatilidad que puede experimentar la porción corriente del activo y del pasivo de un banco, sumado a que las principales inversiones de este tipo de entidades son tradicionalmente realizadas sobre activos intangibles y no de infraestructura, conllevan a que la estimación de la tasa de reinversión en un modelo tradicional de flujo de caja sea mucho más incierta.

Teniendo en cuenta lo anterior, y como metodología principal para la estimación del precio objetivo del Banco Davivienda se construyó un modelo según el concepto de *Ingreso Residual*<sup>5</sup>. Esta metodología considera que el patrimonio de un establecimiento bancario corresponde la suma de 1) el capital invertido a la fecha, el cual se entiende como el valor contable del patrimonio en el año  $n$  (bajo el supuesto de que el valor en libros de una entidad financiera es una aproximación a su valor real dada la valoración a precios de mercado del activo y pasivo de la compañía) y 2) del valor presente de los retornos adicionales (o en exceso) que genere la compañía más allá de la expectativa de sus accionistas (medido por el costo del patrimonio). De este modo, el exceso de retorno que genere la compañía en determinado año será entendido como la diferencia entre la utilidad neta de ese periodo y el costo del patrimonio (en pesos) para el mismo periodo.

El valor estimado del patrimonio ( $E$ ) se calcula según:

$$E_t = VL_t + \sum_{t=1}^n \left[ \frac{UN_{t+1} - (Ke_{t+1} * VL_{t+1})}{(1 + Ke_{t+1})^t} \right] + VT,$$

donde  $VL$  es el valor en libros del patrimonio en el año  $t$ ,  $UN$  es la utilidad neta,  $Ke$  es el costo del patrimonio (%) y  $VT$  es el valor terminal del ingreso residual. Este último, por su parte, es igual a:

$$VT = \frac{\left[ \frac{(UN_n - (Ke_n * VL_n)) * (1 + g)}{(Ke_n - g)} \right]}{(1 + Ke_n)^n},$$

donde  $g$  es la tasa de crecimiento según:

$$g = ROE_n * (1 - Payout Ratio_n).$$

<sup>4</sup> Damodaran, Aswath. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2ª edición. Wiley.

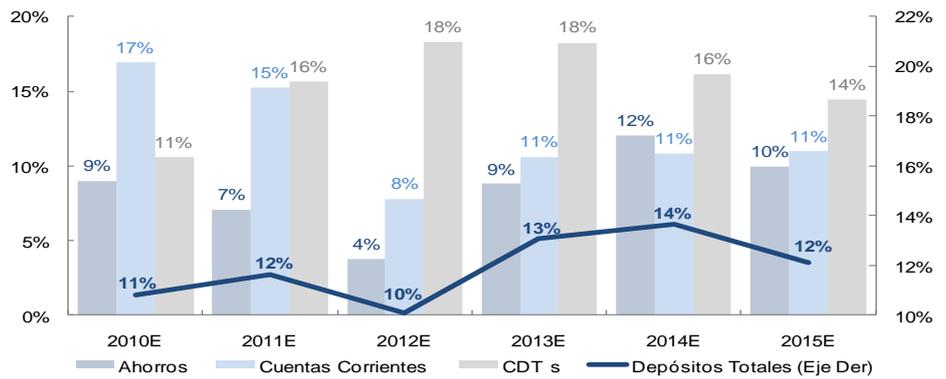
<sup>5</sup> Metodología de valoración de entidades financieras conocida en la literatura especializada como *Residual Income*, *Abnormal Returns* o *Excess of Returns*.

**Ejercicio de valoración arroja un precio de \$18.700 a diciembre de 2010**

Estimamos a partir de una metodología de *Ingreso Residual*, un precio objetivo por acción del Banco Davivienda de **\$18.700** a diciembre de 2010. El modelo de valoración contempla dos etapas así: i) Periodo de ajuste de crecimiento (2010 – 2015) y ii) Periodo de estabilización (2016 – 2020), cuyos supuestos detallamos a continuación.

*i) Periodo de ajuste de crecimiento (2010 – 2015):* Estimamos el crecimiento de los depósitos del Banco en el período comprendido entre 2010 y 2016, a través de un modelo econométrico que incorpora las expectativas del Grupo Bancolombia respecto al crecimiento económico, tasas de interés, inflación y desempleo. Con base en este modelo, estimamos un crecimiento de los depósitos del 11.7% en promedio hasta el 2015 (Gráfico 18).

**Gráfico 18. Crecimiento de los depósitos de Davivienda**

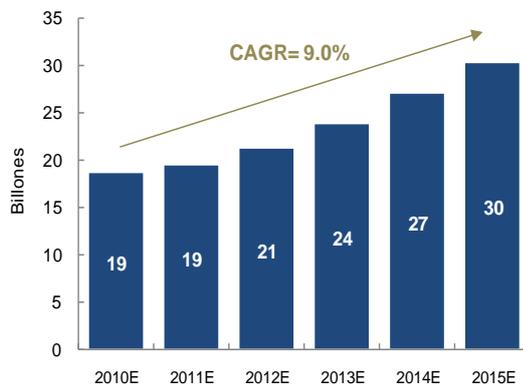


Fuente: Valores Bancolombia

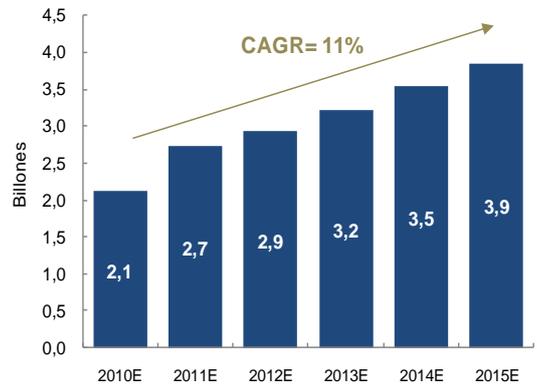
Evolución de la cartera: Con base en estas proyecciones de depósitos, estimamos un crecimiento promedio de la cartera de 9.0% en el período comprendido entre 2010 y 2015. Esperamos que la cartera total ascienda a \$30 billones en 2015 y esté distribuida en un 12% en crédito de vivienda, 36% en crédito de consumo, 51% en crédito comercial y el 1% restante en microcréditos (Gráfico 19).

Ingresos por intereses: Teniendo en cuenta la evolución de la cartera proyectada y el patrón de tasas de interés esperado por el Grupo Bancolombia, esperamos un incremento promedio anual de los ingresos de 11% a \$3.9 billones (Gráfico 20).

**Gráfico 19. Cartera Proyectada**



**Gráfico 20. Ingresos por Intereses**

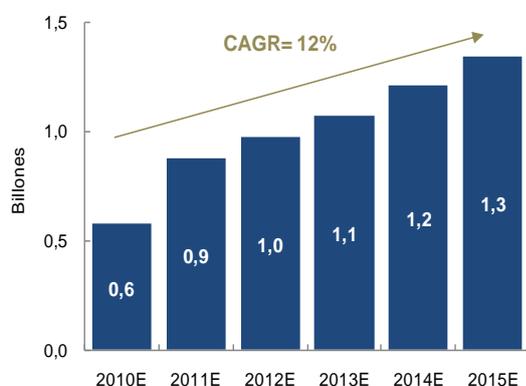


Fuente: Valores Bancolombia

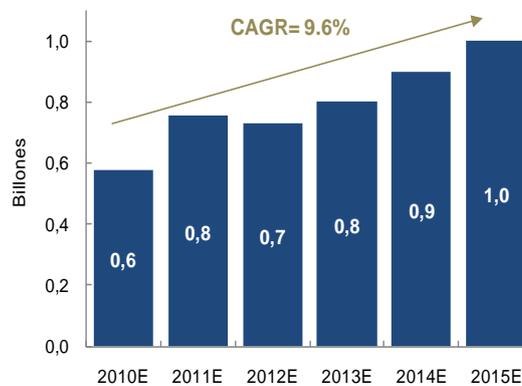
Gastos por intereses y provisiones: Esperamos un crecimiento de los gastos por intereses de 12% promedio anual hasta los \$1.3 billones. Los principales supuestos fueron las relaciones entre estos indicadores y la cartera de la entidad ajustados por la tasa de interés esperada. Cabe resaltar que esperamos políticas monetarias más estrictas en los próximos años como respuesta a un crecimiento económico elevado (Gráfico 21).

En el caso de las provisiones netas, tomamos como referencia la provisión histórica cargada al balance de la entidad y la ajustamos con base en el porcentaje de cartera castigada y con los niveles de recuperación de cartera de difícil cobro. Con esta información determinamos el nivel de provisiones del estado de resultados, donde esperamos un crecimiento de 9.6% en promedio anual hasta \$1 billón al cierre del 2015 (Gráfico 22).

**Gráfico 21. Gastos por intereses**



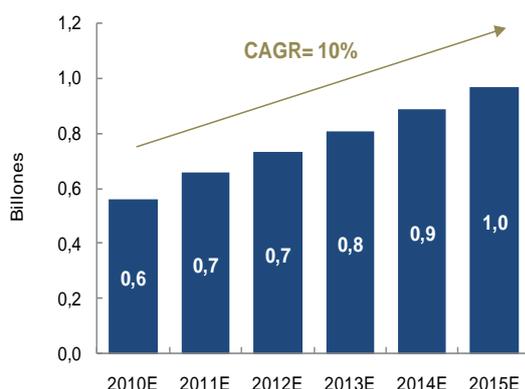
**Gráfico 22. Provisiones Netas**



Fuente: Valores Bancolombia

**Utilidad Neta y ROE:** Con base en las provisiones y costos proyectados y teniendo en cuenta un comportamiento estable en los ingresos diferentes a intereses (que incorporan ingresos de tesorería, divisas y derivados), esperamos un crecimiento de la utilidad neta del Banco Davivienda de 10.5% anual hasta \$1 billón al cierre del 2015 (Gráfico 23). Con el fin de establecer el ROE de la entidad, tomamos como referencia un *payout-ratio* de 25% y lo incrementamos hasta 60% a finales del 2015. Este incremento en los niveles de repartición de dividendos garantizarán la sostenibilidad de los niveles solvencia de la entidad, que esperamos se ubiquen en 14.8% en promedio hasta 2015 muy cerca del promedio histórico del mercado colombiano. Adicionalmente, este incremento supone que el banco avanza en su proceso de madurez, lo cual implica que a medida que pasa el tiempo los requerimientos de retención de capital dentro del patrimonio serán cada vez menores. Con los resultados anteriores estimamos un ROE promedio de la operación individual de la compañía de 18.8% (Tabla 3).

**Gráfico 23. Utilidad Neta**



**Tabla 3. ROE Esperado 2010 - 2015**

Año	ROE Consolidado Esperado
2010	17,9%
2011	19,1%
2012	18,8%
2013	19,0%
2014	19,4%
2015	18,8%

Fuente: Valores Bancolombia

ii) *Periodo de estabilización (2016 – 2020):* Es natural que una entidad de las dimensiones de Davivienda, dada su participación de mercado, experimente crecimientos mucho más moderados a futuro frente a los que pueda registrar una compañía joven. Para este periodo, suponemos una progresiva moderación en la tasa anual de crecimiento de las utilidades, producto de un proceso de madurez del negocio en el largo plazo, con una tasa de crecimiento promedio de 7.6%. Según

estas proyecciones, las ganancias netas del banco iniciarán el periodo en aproximadamente \$1 billón en 2016 y terminarán en \$1.4 billones en 2020.

Para este período esperamos un ROE con tendencia decreciente, que pasaría de 18.8% en 2016 a 16% en 2020. Este comportamiento se justifica en nuestras expectativas respecto a los niveles de competencia del mercado local durante esta etapa, los cuales suponemos más elevados, llevando a que los márgenes del negocio se reduzcan.

Adicionalmente, suponemos un incremento gradual en el *payout-ratio* que pasa de 60% al cierre de 2015 a 80% en 2020, acorde con una entidad financiera que alcanza su nivel de madurez.

Tasa de descuento: Las tasas de descuento utilizadas para hallar el valor presente del ingreso residual de cada periodo incorporan una tasa libre de riesgo de 3.0%, una tasa riesgo país de 2.0%, una prima de mercado de 6.0%, una devaluación promedio anual de 3.0% y un beta apalancado de 1 equivalente al promedio del grupo comparable.

Crecimiento de largo plazo: Suponemos una tasa de crecimiento real de largo plazo del 7% acorde con la tasa de crecimiento nominal de la economía del Banco de la República.

Otros activos: El Banco cuenta con una participación importante en otras empresas prestadoras de servicios financieros, cuyos resultados no están siendo recogidos en el modelo propuesto. No obstante, la valoración de estos activos fue adelantada mediante la aplicación del PVL implícito de valoración de Davivienda (2.4 veces) sobre el valor contable de tales activos, bajo el supuesto de que al ser controlados por esta entidad comparten el *management* y la visión corporativa y estratégica por lo cual tienen el mismo potencial de crecimiento de largo plazo. Como resultado de esta aproximación, obtenemos un valor adicional de los principales activos de la compañía de \$750 mil millones.

Resultados: De esta forma, estimamos un precio objetivo de la acción del Banco Davivienda a diciembre de 2010 de **\$18,700**. Esta valoración implica una relación de Precio sobre Valor en Libros (PVL) 2010E de 2.4 veces, una relación Precio – Ganancia (RPG) de 13.6 veces (Tabla 4, 5 y 6).

**Tabla 4. Valoración Ingreso Residual 2010E – 2015E - Davivienda**

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Patrimonio	3.138	3.574	4.083	4.528	4.871	5.449
Utilidad Neta	560	658	732	809	888	968
ROE	17,9%	18,4%	17,9%	17,9%	18,2%	17,8%
<i>Payout</i>	24,0%	31,2%	38,4%	45,6%	52,8%	60,0%
Crecimiento Utilidades	22,8%	17,5%	11,2%	10,6%	9,8%	9,0%
Costo del Patrimonio	14,3%	11,0%	13,2%	13,2%	13,2%	14,6%
Utilidad Neta	560	658	732	809	888	968
Costo del Patrimonio	390	345	472	540	599	713
<b>Ingreso Residual</b>		<b>313</b>	<b>259</b>	<b>269</b>	<b>290</b>	<b>255</b>
Factor de descuento		1,3	1,4	1,6	1,8	2,1
<b>Valor presente</b>		<b>246,6</b>	<b>180,4</b>	<b>165,5</b>	<b>157,2</b>	<b>120,7</b>

Fuente: Valores Bancolombia

Tabla 5. Valoración Ingreso Residual 2016E – 2020E - Davivienda

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Patrimonio	5.868	6.264	6.628	6.889	7.168
Utilidad Neta	1.047	1.133	1.214	1.303	1.394
ROE	18,0%	17,6%	17,1%	16,7%	16,3%
Payout	60,0%	65,0%	70,0%	80,0%	80,0%
Crecimiento Utilidades	8,2%	8,2%	7,1%	7,3%	7,0%
Costo del Patrimonio	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
Utilidad Neta	1.047	1.133	1.214	1.303	1.394
Costo del Patrimonio	723	779	831	880	914
<b>Ingreso Residual</b>	<b>324</b>	<b>354</b>	<b>382</b>	<b>423</b>	<b>480</b>
Valor Terminal					8.183
Factor de descuento	2,4	2,7	3,1	3,5	3,9
<b>Valor presente</b>	<b>135,6</b>	<b>130,7</b>	<b>124,6</b>	<b>121,7</b>	<b>2200,2</b>

Fuente: Valores Bancolombia

Tabla 6. Precio Objetivo Banco Davivienda 2010E

Valor de Patrimonio 2010E (\$MMM)	3.286
Valor Presente del Ingreso Residual (\$MMM)	1.383
Valor Terminal (\$MMM)	2.200
Valor otros activos (\$MMM)	<b>750</b>
Valor del Patrimonio (\$MMM)	<b>7.619</b>
Acciones en Circulación (MM)	0.40
<b>Precio Objetivo 2010E</b>	<b>18.700</b>

Fuente: Valores Bancolombia

## Análisis de sensibilidad

Para contemplar otros escenarios de valoración con base en el modelo de ingreso residual, éste fue sensibilizado bajo diferentes supuestos de tasa de descuento y de ROE. Los resultados se presentan en la Tabla 7 donde se obtiene un precio que fluctúa entre \$15.400 y \$22.400/acción para el cierre de 2010.

Tabla 7. Análisis de Sensibilidad Precio Objetivo 2010E (WACC vs. ROE)

	WACC				
	11,7%	12,7%	13,7%	14,7%	15,7%
20,7%	22.400	21.400	<b>20.400</b>	19.400	18.400
19,7%	21.550	20.550	<b>19.550</b>	18.550	17.550
<b>18,7%</b>	<b>20.700</b>	<b>19.700</b>	<b>18.700</b>	<b>17.700</b>	<b>16.700</b>
17,7%	20.050	19.050	<b>18.050</b>	17.050	16.050
16,7%	19.400	18.400	<b>17.400</b>	16.400	15.400

Fuente: Cálculos Valores Bancolombia

Adicionalmente, al sensibilizar el precio objetivo, no sólo respecto a los cambios en la tasa de descuento (WACC) sino frente al valor de continuidad, se obtiene un precio que fluctúa entre \$15.700 y \$21.900/acción a finales del 2010 (Tabla 8).

**Tabla 8. Análisis de Sensibilidad Precio Objetivo 2010E  
(WACC vs. Crec. a continuidad)**

		WACC				
		11,7%	12,7%	13,7%	14,7%	15,7%
Valor de la Continuidad	8,0%	21.900	20.900	<b>19.900</b>	18.900	17.900
	7,5%	21.300	20.300	<b>19.300</b>	18.300	17.300
	7,0%	<b>20.700</b>	<b>19.700</b>	<b>18.700</b>	<b>17.700</b>	<b>16.700</b>
	6,5%	20.200	19.200	<b>18.200</b>	17.200	16.200
	6,0%	19.700	18.700	<b>17.700</b>	16.700	15.700

Fuente: Cálculos Valores Bancolombia

### Escenarios de Valoración

Con el propósito de formular escenarios alternativos de valoración, modificamos nuestras expectativas de crecimiento en los depósitos y de cartera, así como la estructura de costos y de cartera castigada de la entidad, al ser éstas variables críticas del negocio de intermediación. Nuestro escenario optimista de valoración supone un crecimiento promedio de los depósitos de 13.4% y un crecimiento de la cartera de 13% que resulta de una desviación estándar sobre el resultado del modelo base de pronóstico. Adicionalmente, suponemos eficiencias operativas que llevan a una reducción de los crecimientos de los costos operacionales y una reducción en el porcentaje de cartera castigada que llevan a que el ROE promedio se ubique en niveles de 20.5%. Lo anterior implica un valor patrimonial para la compañía de \$8.2 billones, un 17% por encima del escenario central y en consecuencia un precio objetivo de **\$21.500/acción**. A este escenario le otorgamos una probabilidad subjetiva de ocurrencia del 35%.

Bajo un escenario pesimista se espera un desempeño débil en el fondeo de la entidad, con un crecimiento de los depósitos de 8.2% promedio anual y un crecimiento de la cartera del 8.7%. Adicionalmente, suponemos un deterioro en las eficiencias operativas del banco, que elevan sus costos operacionales y suponemos un incremento de cartera castigada que aumenta el monto de provisiones. Como resultado de lo anterior el ROE promedio se ubicaría en niveles de 17.5%. Esta situación implica que el valor del patrimonio se vería castigado en un 15% frente al escenario base para ubicarse en \$6 billones, llevando a un precio objetivo por acción de **\$15.000**. A este escenario le otorgamos una probabilidad subjetiva de ocurrencia del 10%.

### Metodologías Alternativas de Valoración

El Precio Objetivo para 2010E fue estimado a partir de una metodología de *Ingreso Residual* dado el mayor alcance que ésta ofrece sobre las variables fundamentales del negocio. Sin embargo, la elaboración de modelos alternativos de valoración arroja resultados consistentes y de baja dispersión entre sí. Como se aprecia en la Tabla 10, el potencial de valorización promedio de la acción frente a su precio de emisión asciende a un 18.8% (Tabla 9).

**Tabla 9. Valoración Dividendos Descontados 2016E – 2020E – Davivienda**

Metodología	Precio Objetivo 2010	Potencial Valorización
Ingreso Residual	18.700	15,9%
Múltiplos	20.800	29,0%
DDM	18.000	11,6%
<b>Promedio</b>	<b>19.200</b>	<b>18,8%</b>

Fuente: Valores Bancolombia

### Valoración por múltiplos arroja un precio de \$20.800

El análisis de valor relativo de la compañía parte de dos aproximaciones: la primera toma como referencia la información de mercado contenida en la relación precio-valor en libros (PVL) de un grupo de entidades financieras comparables, ajustado por el ROE de cada emisor<sup>6</sup>. La segunda aproximación incorpora la información contenida en la relación precio ganancia (RPG).

El grupo comparable fue escogido con base en una muestra de entidades financieras listadas en bolsa, cuya operación principal se concentra en la región. Por un lado, el análisis del múltiplo PVL parte del supuesto de que una entidad financiera con un ROE elevado debe contar con una relación de PVL superior respecto a una compañía con un ROE bajo. Lo anterior se plasma en un ejercicio econométrico que incorpora esta relación y permite el cálculo del múltiplo ajustado de acuerdo con la ecuación (1).

$$PVL = 10.854ROE \quad (1)$$

Teniendo en cuenta el PVL Ajustado se obtiene un PVL promedio de 2.5 veces (Tabla 10). Si suponemos un patrimonio del orden de los \$3.6 billones al cierre del 2010 y que incorpora la emisión de 26 millones de acciones a nuestro precio objetivo, se obtiene un precio de \$22.000/acción.

Por otro lado, al incorporar el análisis del RPG, el promedio del grupo comparable presenta un dato promedio de 14.3 veces (Tabla 10). Si tomamos este valor y suponemos una utilidad neta de \$560 mil millones al cierre del 2010, correspondiente a nuestras expectativas del escenario central, se obtiene un precio por acción de \$19.600.

<sup>6</sup> Esta metodología sigue la presentada en Damodaran (1994). Damodaran, Aswath. (1994). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2ª edición. Wiley.

Tabla 10. Múltiplos Grupo Comparable

Compañía	País	PVL	PVL Ajustado	RPG
Bancolombia	Colombia	2,9	2,4	18,1
Banco do Brasil	Brasil	1,9	3,0	6,6
Banco Itau	Brasil	2,3	2,0	11,2
Banco Bradesco	Brasil	2,4	2,0	12,8
Banco Santander Banespa	Brasil	4,1	2,9	14,5
Banco de Chile	Chile	3,6	2,0	14,9
Credicorp	Panamá	3,3	2,0	15,4
Banco de Crédito del Perú	Perú	3,6	2,1	22,1
Banco de Crédito e inversión	Chile	2,5	1,9	12,6
Banco Continental	Perú	4,1	3,0	12,3
BBVA Banco Francés	Argentina	1,5	2,5	5,6
Banco Nossa Caixa	Brasil	2,5	2,6	42,9
Interbank	Perú	4,3	3,2	9,1
<b>Promedio</b>		<b>2.8</b>	<b>2.5</b>	<b>14.3</b>

Fuente: Valores Bancolombia S.A. con datos Bloomberg, JPMorgan y compañías.

### Ejercicio de dividendos descontados propone un precio por acción de \$18.000

Sumado a los ejercicios de valoración de ingreso residual y de múltiplos, realizamos un ejercicio de valoración de dividendos descontados o DDM (Dividend Discount Model). El objetivo del ejercicio es calcular el valor presente de los dividendos por acción que se espera vaya a pagar la compañía en el futuro con base en unas utilidades y un payout ratio esperado. En este caso, realizamos un ejercicio de dos etapas que incorpora los mismos supuestos del escenario base de la valoración por ingreso residual. Es decir mantenemos las dos etapas de valoración, una comprendida entre 2010 y 2015 y otra entre 2016 y 2020. Los supuestos asociados con el crecimiento de las utilidades, el ROE y el payout ratio se mantienen con el ejercicio de ingreso residual.

Los resultados del ejercicio se presentan en las tablas 11 y 12. La sumatoria de los valores presentes de ambos periodos resulta en un valor por acción de \$18.800.

Tabla 11. Valoración Dividendos Descontados 2010E – 2015E – Davivienda

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Utilidad Neta	560,2	658,1	731,6	809,0	888,2	967,9
Crecimiento	22,8%	17,5%	11,2%	10,6%	9,8%	9,0%
Payout	24%	31%	38%	46%	53%	60%
Dividendos	134,4	205,3	280,9	368,9	469,0	580,8
Acciones (MMM)	0,408	0,408	0,408	0,408	0,408	0,408
Dividendos por acción	329	503	688	904	1.149	1.423
<b>Flujo de caja del patrimonio</b>	<b>329</b>	<b>503</b>	<b>688</b>	<b>904</b>	<b>1.149</b>	<b>1.423</b>
Factor de descuento	0,88	0,78	0,69	0,61	0,54	0,47
<b>Valor Presente (\$)</b>	<b>291</b>	<b>392</b>	<b>474</b>	<b>549</b>	<b>616</b>	<b>674</b>

Fuente: Valores Bancolombia

Tabla 12. Valoración Dividendos Descontados 2016E – 2020E – Davivienda

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Utilidad Neta	1.047,3	1.132,7	1.213,6	1.302,7	1.393,9
Crecimiento	8,2%	8,2%	7,1%	7,3%	7,0%
Payout	60%	65%	70%	80%	80%
Dividendos	628,4	736,3	849,5	1.042,2	1.115,1
Acciones	0,408	0,408	0,408	0,408	0,408
Dividendos por acción	1.540	1.804	2.082	2.554	2.733
Valor Terminal					46.624
<b>Flujo de caja del patrimonio</b>	<b>1.540</b>	<b>1.804</b>	<b>2.082</b>	<b>2.554</b>	<b>49.356</b>
Factor de descuento	0,42	0,37	0,33	0,29	0,25
<b>Valor Presente (\$)</b>	<b>644</b>	<b>666</b>	<b>678</b>	<b>735</b>	<b>12.532</b>

Fuente: Valores Bancolombia

**Tabla 13. Estados Financieros Individuales proyectados Banco Davivienda S.A.**  
(Miles de Millones de Pesos)

	Jun-09	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13
<b>Disponible</b>	1.233	1.463	<b>1.675</b>	<b>1.847</b>	<b>1.983</b>	<b>2.204</b>
<b>Posiciones activas en el mercado monetario</b>	4	4	200	117	139	131
<b>Inversiones</b>	<b>3.327</b>	<b>4.148</b>	<b>4.195</b>	<b>4.324</b>	<b>4.811</b>	<b>5.358</b>
Negociables en títulos de deuda	2.440	3.304	2.882	3.112	3.496	3.823
Para mantener hasta el vencimiento	352	403	545	557	588	677
Disponibles para la venta en títulos de deuda	10	9	18	19	23	24
Otros menos provisiones	524	433	749	636	705	834
<b>Cartera de créditos y leasing</b>	<b>14.868</b>	<b>16.229</b>	<b>18.548</b>	<b>19.489</b>	<b>21.174</b>	<b>23.832</b>
Créditos de vivienda	1.774	1.982	2.326	2.414	2.619	2.947
Créditos de consumo	5.372	5.902	6.781	6.971	7.620	8.549
Microcréditos - Garantía idónea	3	1	5	5	5	6
Crédito comercial - Garantía idónea	7.849	8.326	9.414	9.996	10.808	12.189
Provisiones	967	995	1.100	1.146	1.247	1.402
<b>Total Activo</b>	<b>22.297</b>	<b>24.768</b>	<b>27.506</b>	<b>29.431</b>	<b>31.958</b>	<b>35.632</b>
<b>Depósitos y exigibles</b>	<b>15.384</b>	<b>17.021</b>	<b>18.854</b>	<b>20.986</b>	<b>22.985</b>	<b>25.899</b>
Depósitos en cuenta corriente	2.197	2.616	<b>3.059</b>	<b>3.525</b>	<b>3.800</b>	<b>4.203</b>
CDT's	5.853	5.636	<b>6.231</b>	<b>7.207</b>	<b>8.525</b>	<b>10.082</b>
Depósitos de ahorro	7.142	8.482	<b>9.246</b>	<b>9.901</b>	<b>10.273</b>	<b>11.177</b>
Otros depósitos y exigibilidades	191	287	<b>318</b>	<b>354</b>	<b>387</b>	<b>437</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>19.817</b>	<b>22.050</b>	<b>23.898</b>	<b>25.571</b>	<b>27.660</b>	<b>30.966</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>2.480</b>	<b>2.718</b>	<b>3.608</b>	<b>3.860</b>	<b>4.298</b>	<b>4.666</b>

Fuente: Valores Bancolombia con datos de la SFC

**Tabla 14. Estados Financieros Individuales proyectados Banco Davivienda S.A.**  
(Miles de Millones de Pesos)

	Jun-09	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12	Dic-13
<b>Ingresos por intereses</b>	<b>1.214</b>	<b>2.325</b>	<b>2.113</b>	<b>2.737</b>	<b>2.934</b>	<b>3.216</b>
Cartera Comercial	408	753	724	904	977	1.102
Cartera Consumo	367	744	622	801	800	826
Cartera Microcrédito	0	0	1	1	1	2
Cartera Vivienda	141	254	208	309	335	377
Leasing Comercial	50	109	121	134	147	166
Tarjeta de Crédito	182	348	316	463	545	611
Otros	64	117	121	124	128	132
Intereses de mora	32	65	65	28	28	28
<b>Gasto de intereses</b>	<b>510</b>	<b>916</b>	<b>576</b>	<b>881</b>	<b>973</b>	<b>1.074</b>
Depósitos y Exigibilidades	388	688	401	722	817	922
Ahorro	124	240	127	265	276	300
CDT	262	445	270	454	537	618
CDAT	2	3	4	4	4	4
Crédito con otras instituciones	52	84	70	69	71	69
Títulos de deuda	67	138	100	85	81	78
Otros	3	6	5	5	5	5
<b>Margen Neto de Intereses</b>	<b>736</b>	<b>1.473</b>	<b>1.602</b>	<b>1.884</b>	<b>1.989</b>	<b>2.170</b>
Ingresos Diferentes a intereses	843	1.794	1.973	1.857	1.919	1.940
Gastos por ingresos diferentes a intereses	380	876	1.044	860	917	905
<b>Margen Financiero Bruto</b>	<b>1.198</b>	<b>2.391</b>	<b>2.531</b>	<b>2.881</b>	<b>2.991</b>	<b>3.205</b>
Costos Administrativos	457	1.013	1.047	1.087	1.125	1.165
Personal y honorarios	241	532	550	571	590	611
Costos Indirectos	216	482	498	517	535	554
riesgo operativo	0	0	0	0	0	0
Provisiones netas	351	611	577	757	730	803
Provisiones	810	1.638	1.709	1.799	1.949	2.153
Recuperaciones	458	1.027	1.131	1.041	1.219	1.350
<b>Margen operacional Neto A.D.</b>	<b>390</b>	<b>767</b>	<b>906</b>	<b>1.037</b>	<b>1.136</b>	<b>1.237</b>
Depreciaciones y Amortizaciones	104	217	224	232	241	249
<b>Margen operacional Neto D.D.</b>	<b>286</b>	<b>550</b>	<b>682</b>	<b>804</b>	<b>895</b>	<b>988</b>
Cuentas no-operacionales	3	-17	3	1	0	2
<b>Utilidad Antes de Impuestos</b>	<b>289</b>	<b>533</b>	<b>686</b>	<b>806</b>	<b>896</b>	<b>990</b>
Impuestos	64	77	126	148	164	181
<b>Utilidad Neta</b>	<b>225</b>	<b>456</b>	<b>560</b>	<b>658</b>	<b>732</b>	<b>809</b>

Fuente: Valores Bancolombia con datos de la SFC

## Valores Bancolombia | Análisis de Renta Variable y Portafolios | (571) 607 80 90|Bogotá – Colombia

NOMBRE	CARGO	CORREO ELECTRÓNICO
Juan Nicolás Pardo Ayala	Gerente de Análisis de Renta Variable y Portafolios	inpardo@valoresbancolombia.com
Eduardo Sánchez Gómez	Estratega Sector Materias Primas e Industrial	edusanch@valoresbancolombia.com
Mauricio Amador Pilonieta	Estratega Mercados Internacionales	mpilonie@valoresbancolombia.com
Sergio Díaz Moreno	Estratega Mercado Local	seadiaz@valoresbancolombia.com
Federico López Rodríguez	Estudiante en Práctica Profesional	fedelope@valoresbancolombia.com

### **Condiciones de uso**

Esta publicación fue realizada por la Gerencia de Análisis de Renta Variable y Portafolios de VALORES BANCOLOMBIA S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA, sociedad perteneciente al Grupo Bancolombia. La información entregada no constituye una asesoría, recomendación o sugerencia de parte nuestra, para la toma de decisiones de compra y venta de valores, razón por la cual el uso de la misma es de exclusiva responsabilidad de quien la analiza. Los precios, tasas de interés y demás datos que allí se incluyen, son puramente informativos y no constituyen una oferta, ni una demanda en firme, para la realización de transacciones. El comportamiento pasado de los activos aquí relacionados no es garantía del comportamiento futuro.

La información aquí presentada, no representa necesariamente la posición del Grupo Bancolombia sólo de los analistas y está sujeta a cambio sin previo aviso. Se recomienda visitar periódicamente el sitio web de VALORES BANCOLOMBIA S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA ([www.valoresbancolombia.com](http://www.valoresbancolombia.com)), para consultar las últimas publicaciones realizadas por la Gerencia de Análisis de Renta Variable y Portafolios de VALORES BANCOLOMBIA S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA. Parte de la compensación de los analistas depende de la rentabilidad total de VALORES BANCOLOMBIA S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA.

Los asesores comerciales, *tardes* y otros profesionales de VALORES BANCOLOMBIA S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA pueden recomendar a nuestros clientes y mesas de posición propia estrategias de inversión diferentes a las expresadas en este reporte. VALORES BANCOLOMBIA S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA puede mantener, en cualquier momento, una posición de *trading* en los activos financieros relacionados en este reporte que no refleja las recomendaciones o análisis contenidos en este documento. La información y análisis aquí presentados no han sido revisados por otras líneas de negocios del Grupo Bancolombia, incluyendo Banca de Inversión Bancolombia y no reflejan información que estas compañías puedan tener en su poder.

Este reporte o cualquier porción de éste no se debe vender o distribuir sin el consentimiento de VALORES BANCOLOMBIA S.A. COMISIONISTA DE BOLSA.

**Ciente de la firma:** Banco Davivienda S.A. es ó ha sido durante el último año cliente de Valores Bancolombia S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA

Durante el último año, Valores Bancolombia S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA ha recibido compensación por servicios financieros prestados a Banco Davivienda S.A.

### Alerta

Este reporte al que usted se dispone a acceder fue elaborado única y exclusivamente por la Gerencia de Análisis de Renta Variable y Portafolios de VALORES BANCOLOMBIA S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA. Los datos, estadísticas y comentarios fueron tomados de las distintas fuentes de información que para este fin ofrece el mercado de valores colombiano, tales como información eventual de los Emisores, informes de la Bolsa de Valores de Colombia e informes financieros tomados directamente del sitio web de los emisores o de la Superintendencia Financiera de Colombia. VALORES BANCOLOMBIA S.A. SOCIEDAD COMISIONISTA DE BOLSA no garantiza su exactitud.