

Banco Davivienda

Bolsa de Valores de Colombia BVC/PFDAVVNDA

Cobertura continua

Fecha de Valoración: 14 de septiembre de 2018

Recomendación: Comprar

Precio de la Acción y Valor del COLCAP

Precio de la acción: COP \$33.040

Valor índice COLCAP: 1.498,21

Nuestro precio objetivo para la acción a diciembre de 2019 es de \$35.932, que significa un potencial de valorización del 8.75%, en donde a pesar de venir de un año 2017 bastante retador para el sector, esperamos que mediante las eficiencias que han caracterizado el banco, el aprovechamiento de su portafolio de productos y una recuperación de cartera en Colombia, el banco esté en capacidad de seguir generando buenos resultados. Adicionalmente esperamos que el banco se beneficie de un mejor entorno macroeconómico menos retador que en años anteriores.

Tabla de Valoración con los datos financieros más destacados

Miles de millones (COP)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2025E
Activos	100,771	107,299	120,428	133,758	148,807	217,851
Dividendos	423	453	568	668	767	1,068
Crecimiento (%)		6.96%	25.44%	17.51%	14.91%	11.32%
NIM	6.50%	6.28%	6.41%	6.26%	6.18%	6.01%
ROE	11.79%	11.63%	13.29%	14.14%	14.65%	13.85%
ROA	1.27%	1.28%	1.43%	1.51%	1.56%	1.49%
Solvencia	12.34%	11.71%	11.81%	11.91%	12.01%	12.41%
Eficiencia Operativa	47.54%	46.39%	43.38%	42.70%	42.97%	42.99%
Eficiencia Administrativa	3.17%	3.06%	2.84%	2.76%	2.74%	2.69%
Provisiones como % cartera	2.95%	3.30%	2.84%	2.89%	2.98%	2.98%
Creditos / Depositos	123.6%	122.5%	122.3%	122.5%	122.3%	122.6%
Fee Ratio (Ingresos)	17.95%	18.50%	18.31%	18.60%	18.81%	19.25%

Capitalización del Mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización Bursátil: COP \$14.923.190.045.000

Acciones en Circulación: 451.670.413

Volumen Promedio diario DEL ÚLTIMO AÑO: COP \$5.848.833.114,30

Bursatilidad: Alta

Participación Índice: COLCAP 3.11%. COLEQTY 3.31%. COLIR 3.87%

Cotiza en: Bolsa de Valores de Colombia (PFDAVVNDA)

Beta: 0.82 (Bloomberg)

Rango último año: COP \$29.000 – COP \$37.800

Apreciación global de la Compañía

Localización: Avenida El Dorado No. 68 B 31 Piso 1, Bogotá - Colombia

Industria: Bancaria

Descripción: el banco Davivienda es el tercer banco en Colombia por activos y hace parte del grupo Bolívar, grupo que cuenta con más de 70 años de experiencia.

Productos y servicios: portafolio de productos financieros enfocados a atender las necesidades de las personas, las empresas, sector rural, minería y energía, con innovación constante y ofertas exclusivas para cada segmento.

Sitio web de la Compañía: <https://www.davivienda.com>

Analistas:

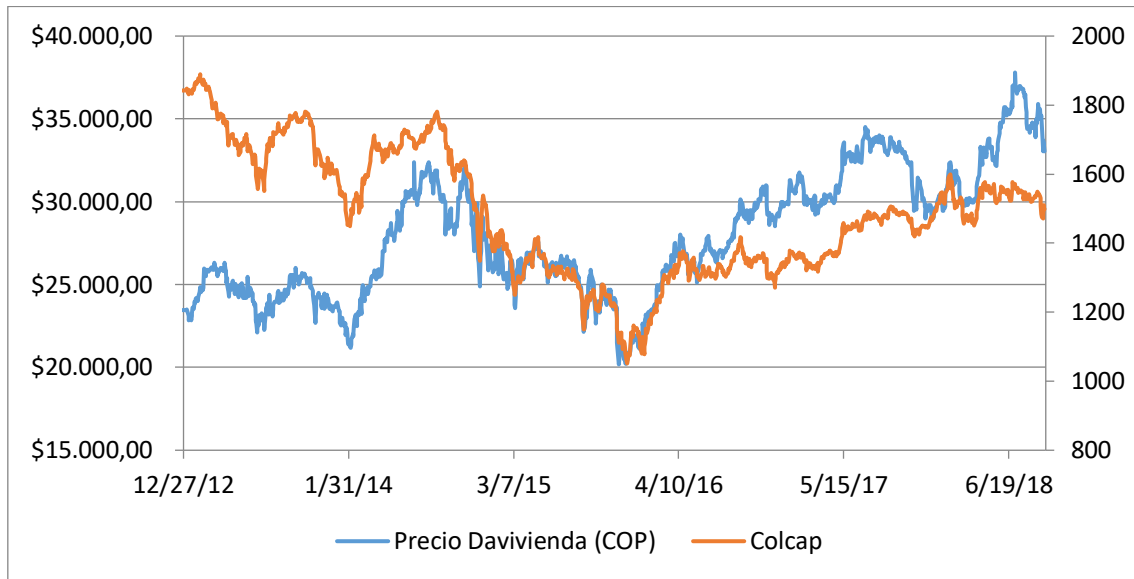
Rafael Velásquez Ramírez
Juan Camilo Jiménez Bonilla

Directora de la Investigación de Inversión:

Sandra Constanza Gaitán Riaño

Asesor de Investigación:

Jaime Ospina

Gráfico 1. Desempeño del precio accionario

Desempeño de la acción últimos 6 años.

Fuente: (Bloomberg.com, 2017), (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2017).

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Nuestra recomendación es COMPRA con precio objetivo a 12 meses de \$35.932, que representa un potencial de valorización cercano al 9%. Este precio se encuentra sustentado en que esperamos una recuperación general de la cartera del banco, que haya una mayor penetración bancaria en un mercado clave como lo es Colombia y, además, en el hecho de que el banco sea capaz de mantener unos niveles de eficiencia competitivos, que de la mano con un portafolio de crédito diversificado, le permita mantenerse como uno de los bancos líderes en Colombia. (BRC Standard & Poor's, 2017).

TESIS DE INVERSIÓN

La tesis de inversión está basada en los resultados históricos del banco, cómo han ido evolucionando sus indicadores de rentabilidad, solvencia y eficiencia, y qué se espera para el futuro cercano de la empresa. Incorporando los últimos resultados del año 2017 para el banco, se encontró que Davivienda tiene un

mayor potencial de valorización frente a sus pares de la región, ya que cuenta con un buen manejo de sus activos, presentando un crecimiento adecuado de su cartera de créditos, permitiéndole tener unos mejores márgenes de rentabilidad y eficiencia que sus competidores, y que aun estando el país en sus no mejores condiciones macroeconómicas, ha logrado sobrellevar esta situación, aun cuando se han visto deteriorada la calidad de la cartera.

Para el año 2018, se espera que sea un año complicado para la economía de la región, donde se estima un crecimiento del PIB real de un 2.45%, basado en el promedio de los analistas de los bancos internacionales. Adicional a esto, esperamos que el comportamiento de la tasa para depósitos a término fijo (DTF) continúe la tendencia bajista, impactando negativamente en los márgenes de intermediación sobre los créditos y depósitos del banco. Respecto a la inflación y tasa de intervención del Banco de la República, dados los últimos movimientos realizados, se espera que lleguen a su rango meta, estando la inflación entre el 2% y 4%, con una tasa controlada y presentando dos disminuciones y terminando el año en 4.25% (Banco de la República, banco central de Colombia, 2017).

Por último, basados en los últimos resultados presentados y la coyuntura económica de la región, existe una expectativa de que los indicadores de calidad de la cartera continúen deteriorándose, dado el rápido crecimiento de esta, aunque la evolución trimestral de los gastos por provisiones haya presentado leves mejoras, viéndose muy afectados durante todo el 2017. Frente a los gastos por intereses se espera que presenten un aumento, deteriorando un poco el margen financiero bruto, y dada una menor tasa de intervención del Banco de la República, se tengan unos menores ingresos.

Para el futuro del Banco, se espera una recuperación económica de Colombia, país donde tiene la mayor participación de la cartera, y que siga siendo sostenible la operación en los demás países que opera, alcanzando una mayor penetración de la cartera sobre el PIB nominal de cada uno de estos países. Es fundamental que siga buscando eficiencias operacionales, y que apunte a disminuir y controlar el gasto por provisiones, para lograr así una mayor

utilidad y unos mejores márgenes de rentabilidad, y seguirse consolidando como uno de los bancos líderes de Colombia y la región.

VALORACIÓN

La valoración del Banco Davivienda se hizo bajo el modelo de dividendo descontado (DDM), el cual incorpora el descuento de los valores que recibirán los inversionistas en el futuro, los cuales son llamados Dividendos. Se decidió hacer mediante este método, ya que es el método más utilizado para valorar Bancos, los cuales usualmente pagan dividendos, y la reinversión de estos incrementa al mismo tiempo los dividendos a recibir a futuro. Davivienda es una compañía que tiene un amplio historial de pago de dividendos y, adicional a esto, es una empresa madura y sus dividendos son acordes a las utilidades presentadas por la compañía, por lo que el modelo de descuento de dividendo se ajusta a la necesidad de la valoración.

En la estimación de los resultados esperados para los próximos diez años, mediante un crecimiento de la cartera en los países que opera, y un control en los gastos de provisiones, Davivienda logra incrementar su utilidad neta, pasando de un ciclo económico difícil, a tener un mayor crecimiento en los años siguientes. Con una política de pago del 33% sobre la utilidad neta generada por el banco, se estimaron los dividendos a recibir por los inversionistas, pues finalmente, con el modelo de descuento de estos flujos es que se obtiene el valor intrínseco de la acción, para tomar una decisión de compra o venta.

El modelo de descuento de dividendos utilizado para esta valoración fue el de dos etapas, ya que el crecimiento de estos dividendos no es constante en el tiempo, sino que existen volatilidades. Como su nombre lo indica, se hace en dos etapas, en las que los dividendos tienen dos fases de crecimiento. En la primera etapa, el dividendo crece a una tasa constante por un periodo de tiempo determinado, y en la segunda el crecimiento de estos será a una tasa diferente durante el resto de vida de la empresa. Al descontar estos flujos a la tasa justa para los inversionistas, en este caso el costo del patrimonio (Equity), se obtuvo un valor presente de los dividendos futuros, y al dividirlo por la cantidad de

acciones en circulación, se obtuvo el precio justo de intercambio, el cual llegó a un valor de \$35.932 COP, estando subvalorada frente al valor actual de la acción en el mercado.

Los resultados obtenidos por esta valoración nos arrojan un valor en libros proyectado de 1.27, el cual se encuentra a niveles cercanos a los P/VL que manejan los bancos colombianos. (Bloomberg.com, 2017)

Tabla 1. Valor presente valor terminal - dividendos con crecimiento constante

DDM	Ke				
	14.37%	13.87%	12.87%	11.87%	11.37%
8.28%	6,487,389	7,319,610	9,565,495	13,131,201	15,811,530
8.78%	7,100,134	8,075,533	10,784,005	15,325,390	18,949,260
G 9.28%	7,833,225	8,996,091	12,341,789	18,366,259	23,587,205
9.78%	8,725,979	10,141,641	14,403,463	22,861,033	31,139,314
10.28%	9,836,928	11,606,149	17,260,684	30,180,011	45,610,323

Fuente: Cálculos propios, 2018.

Tabla 2. Valor presente próximos dividendos, crecimientos diferentes (8 años)

DDM	Ke				
	14.37%	13.87%	12.87%	11.87%	11.37%
8.28%	10,386,817	11,219,039	13,464,923	17,030,630	19,710,958
8.78%	10,999,562	11,974,962	14,683,433	19,224,818	22,848,688
G 9.28%	11,732,653	12,895,519	16,241,218	22,265,687	27,486,633
9.78%	12,625,407	14,041,069	18,302,892	26,760,461	35,038,742
10.28%	13,736,356	15,505,578	21,160,112	34,079,439	49,509,752

Fuente: Cálculos propios, 2018.

Tabla 3. Análisis sensibilidad, precio de la acción bajo la suma del valor presente de los dividendos, con su crecimiento en dos etapas

DDM	Ke				
	14.37%	13.87%	12.87%	11.87%	11.37%
8.28%	22,980	24,821	29,790	37,678	43,608
G 8.78%	24,335	26,493	32,485	42,533	50,550
9.28%	25,957	28,530	35,932	49,260	60,811

9.78%	27,932	31,064	40,493	59,205	77,519
10.28%	30,390	34,304	46,814	75,397	109,535

Fuente: Cálculos propios, 2018.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

El sector financiero en Colombia está pasando por ciertas dificultades, donde se evidencia una lenta dinámica en el crecimiento económico del país, impactando significativamente el comportamiento y la calidad de los activos de crédito del país.

Al cierre del 2017, la profundidad de la cartera de créditos sobre el PIB nominal de la nación, se ubicó en un 47% (Cálculos propios basados en datos de la Superintendencia Financiera de Colombia, 2017).

El Banco de la República viene implementando una política monetaria expansiva, que consiste en disminuir las tasas para incentivar el consumo, y finalmente, activar la economía. Esto afecta directamente a los bancos, ya que reduce su margen de intermediación y, por ende, los ingresos que perciben por los créditos. Adicional a este fenómeno, el sector financiero atraviesa un problema coyuntural, y es el aumento en la cartera vencida y en los gastos por provisiones, alcanzando para todo el sector, un valor de 18.7 bn de cartera vencida, dado el deterioro en la calidad de la cartera, aumentando el riesgo de crédito de todas las entidades del sector.

El sector financiero en Colombia, el cual es vigilado por la Superintendencia Financiera de Colombia, entidad encargada de supervisar los sistemas financiero y bursátil del país, está compuesto por entidades bancarias, establecimientos de crédito y compañías de financiamiento comercial. Entre las entidades bancarias, se encuentra gran parte del sistema financiero. Davivienda es una entidad bancaria, la cual pesa alrededor del 7% del PIB de Colombia, y dentro del total de cartera bruta que tiene el sistema bancario, Davivienda tiene alrededor del 14%. Como se mencionó anteriormente, los principales factores macroeconómicos que influyen sobre el sector financiero, son el crecimiento del

PIB, el cual se estima que crezca a niveles de 2.5% en el 2018 y 3.2% en el 2019 (Investigaciones Económicas Bancolombia, 2018), la tasa de intervención del Banco de la República, se encuentra actualmente en 4.25%, y los niveles de inflación se espera cierren el año en 3.40%, dentro del rango meta establecido por el Banco de la República (Sánchez & Rodríguez, 2018).

Entre los principales establecimientos bancarios, que tienen mayor peso sobre el sector financiero y compiten directamente con Davivienda, están Bancolombia, Banco de Bogotá y el Grupo Aval. Al momento de analizar el desempeño de una de estas entidades, lo más importante es mirar indicadores como Margen de Intermediación (Nim), Retorno sobre el patrimonio, Calidad de cartera, Gastos de provisiones, Eficiencia y Solvencia.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Historia

El Banco Davivienda nace en 1972 y luego de diferentes fusiones y adquisiciones que empezaron en 1994 y continúan hasta la fecha, han logrado pasar de tener una participación de mercado del 3.8% a una cifra cercana al 13%, convirtiéndose así en el tercer banco por activos y el segundo por el tamaño de su cartera.

Adicionalmente, mediante adquisiciones a nivel internacional, ha logrado convertirse en un banco multilatino con presencia en países como Costa Rica, El Salvador, Panamá y Honduras, logrando así diversificar su portafolio y su cartera (Davivienda, 2017).

Análisis FODA: fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas

Fortalezas:

-Eficiencia y márgenes de intermediación superiores al de sus principales competidores.

- Solidez y mejor calidad de cartera, contando con un portafolio diversificado, que le permite tener un menor riesgo.
- Líder en la modalidad de cartera hipotecaria.
- Pertenece al grupo Bolívar, uno de los grupos económicos más importantes del país.
- Presencia global, a través de sus operaciones en Centro América, permitiendo generar sinergias y continuar con su plan de expansión.
- Tiene una cartera de crédito diversificada en diferentes tipos de productos y clientes, permitiendo disminuir un poco la exposición al riesgo de crédito y no verse tan afectado por el fuerte aumento en las provisiones en el sistema financiero colombiano.

Oportunidades:

- Bajo nivel de penetración bancaria en Centro América, permitiéndole al banco un mayor potencial de crecimiento en estos países.
- Trasladar sinergias y conocimientos obtenidos de la operación en Colombia a los países de Centro América, permitiéndole generar mayores eficiencias y un mejor control del riesgo.
- Bajo nivel de penetración de la Banca en el país.

Debilidades:

Al llevar poco tiempo en el mercado de Centro América, no ha podido llevar a cabo una alta penetración en estos países, y a esto se debe sumar la fuerte competencia que tiene no solo en estos países donde viene incursionando, sino también en Colombia, donde cada vez entran más bancos internacionales.

Amenazas:

- Lenta recuperación económica del país.
- Mayor deterioro en la calidad de los activos en el sistema financiero, aumentando los gastos por provisiones.
- Menor ingreso de las familias y, por ende, un menor endeudamiento, dadas las condiciones actuales de la economía, afectando directamente a los ingresos del banco.

-Una mayor expansión de la competencia en Colombia, donde Davivienda tiene la mayor participación de su cartera.

-Alta exposición al sistema de transporte en el país (BRC Standard & Poor's, 2017).

Productos y servicios

El banco se ha caracterizado por ofrecer un portafolio integral de productos y servicios, con el fin de atender la necesidad de gran parte de la población, llámense empresas, personas, el sector rural y el sector minero-energético, con productos a la medida para cada segmento.

Concentra principalmente su negocio en cinco segmentos que son el Consumo, el Corporativo, Daviplata, que es su plataforma de transacciones bancarias virtuales, la Banca Patrimonial y, por último, su Banca Multilatina que agrupa toda la operación por fuera de Colombia.

Estrategia

Debido al alto nivel de incertidumbre que han experimentado las economías en las que opera el banco, ha venido centrando su esfuerzo en gestionar los riesgos, buscar eficiencias en sus operaciones y en prestar un servicio de calidad, todo esto mediante un modelo que busca tener un equilibrio entre la banca de personas y la banca empresarial, para así tener menos exposiciones a un sector determinado, mitigando las posibles afectaciones por los posibles movimientos que se presenten en la economía de los países a los cual tiene exposición.

El banco le apunta a una mejora en sus indicadores de cartera, buscando tener controlado el aumento de gastos por provisiones. Adicional a las estrategias operacionales mencionadas, Davivienda le apunta a la innovación, al desarrollo de plataformas virtuales y aplicaciones, con el fin de atraer más clientes y poder facilitar la manera de hacer las transacciones, como son “La Tecla de la Casita Roja” y DaviPlata, Hagamos Vaca, DaviPay y DaviPlata Global. El objetivo de estos desarrollos recientes es lograr una transformación digital y poder brindar a los usuarios un servicio sencillo, confiable y fácil de usar, generando un valor agregado. “El banco ha concentrado esfuerzos para que sus clientes y usuarios

puedan acceder a las diferentes herramientas que posee para educarlos financieramente” (Ocampo Lozano, 2014, p. 147).

Desarrollos recientes

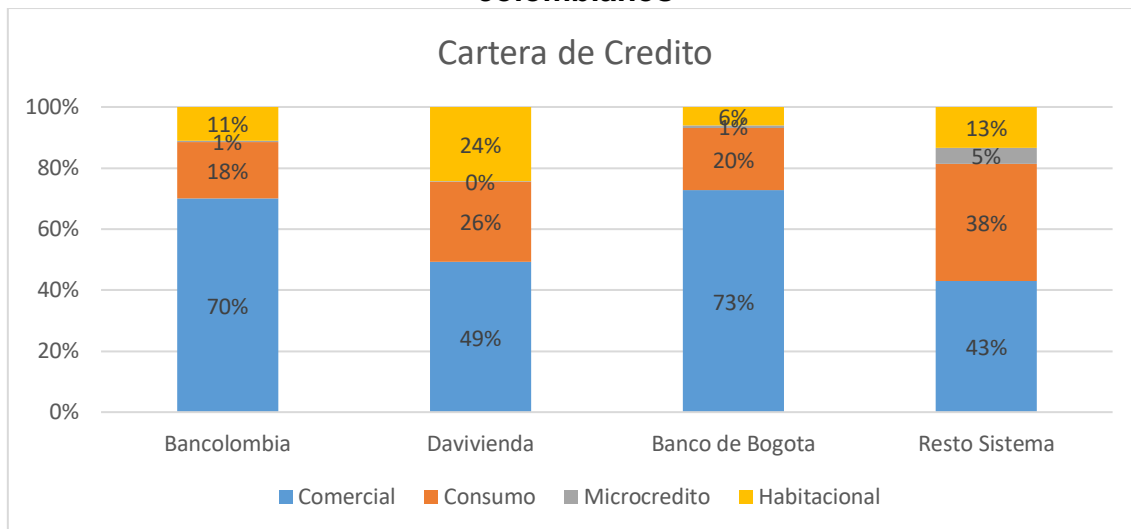
Ampliando un poco más los desarrollos recientes implementados por la compañía, DaviPlata, la cual tiene alrededor de cuatro años desde su lanzamiento, ya cuenta con 4 millones de clientes (Davivienda informe gestión), buscando una mayor inclusión financiera en Colombia. En el 2017 lanzaron cuatro desarrollos innovadores, “Hagamos Vaca”, herramienta para recolectar dinero entre amigos para un determinado fin, “DaviPlata Global”, permitiendo a residentes en el exterior hacer el envío de sus remesas desde su celular; “DaviPay”, billetera digital para comprar sin filas y sin uso de la tarjeta de crédito física y, por último, la más disruptiva e innovadora, “La Tecla de la Casita Roja”, tecla virtual en el celular, que brinda a los usuarios con y sin cuenta de ahorros en el banco, la posibilidad de transferir, cobrar, recargar y enviar giros a terceros, siendo pioneros a nivel mundial en crear esta funcionalidad (Banco Davivienda, 2017).

Análisis de los competidores

El sector bancario en Colombia se encuentra concentrado en tres grandes grupos económicos liderados por Bancolombia (Grupo Empresarial Antioqueño), Grupo Aval (Grupo Sarmiento) y Davivienda (Grupo Bolívar), teniendo entre ellos una cifra cercana al 64% de la cartera de crédito en Colombia (Superintendencia Financiera de Colombia, 2017).

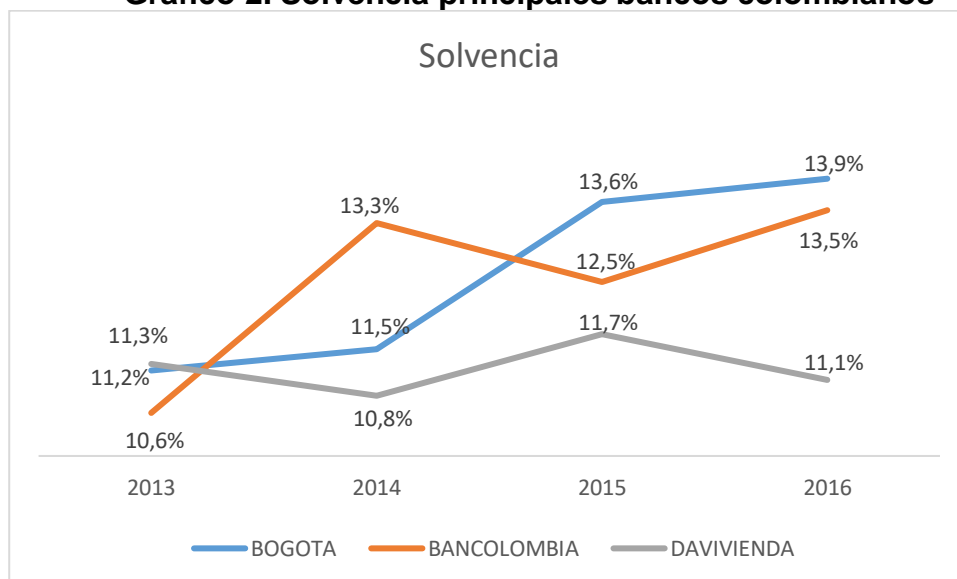
Los segmentos en los cuales compiten son los créditos comerciales, de consumo, microcréditos y habitacionales, siendo los segmentos de consumo y habitacional, los más fuertes para Davivienda

Gráfico 1. Composición cartera de crédito principales bancos colombianos

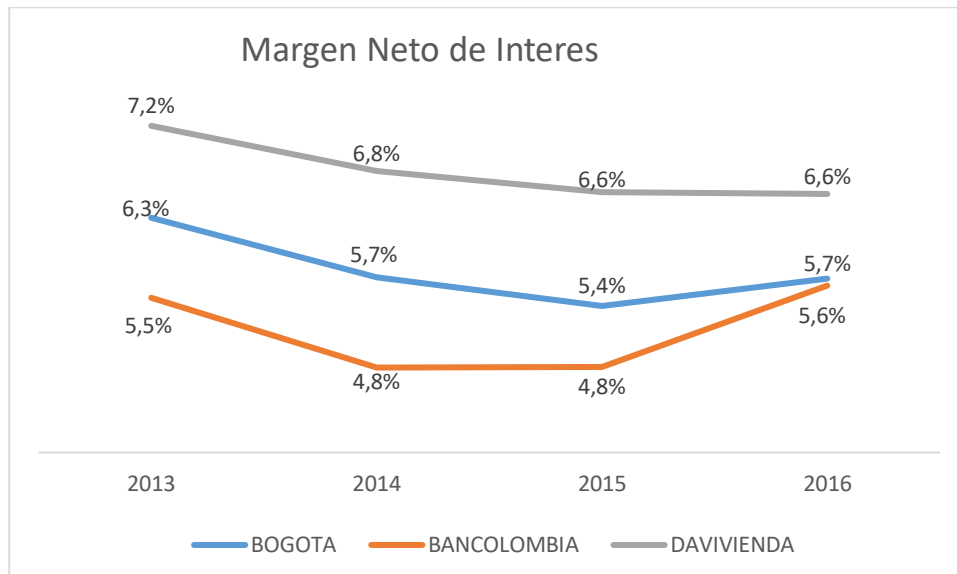


Fuente: (Superintendencia Financiera de Colombia, 2017).

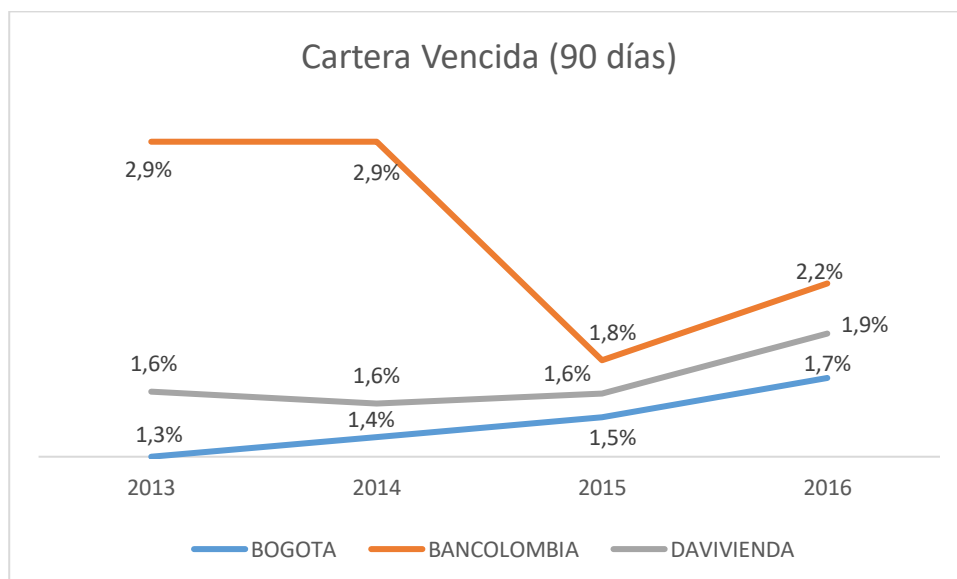
Gráfico 2. Solvencia principales bancos colombianos



Fuente: (Superintendencia Financiera de Colombia, 2017). (Bloomberg.com, 2017)

Gráfico 3. Margen neto de interés principales bancos colombianos

Fuente: (Superintendencia Financiera de Colombia, 2017). (Bloomberg.com, 2017)

Gráfico 4. Cartera vencida mayor a 90 días principales bancos colombianos

Fuente: (Superintendencia Financiera de Colombia, 2017). (Bloomberg.com, 2017)

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

La junta directiva está compuesta por cinco miembros principales, de los cuales dos miembros son patrimoniales y tres son independientes, cada uno con su respectivo suplente.

Con esta composición, el banco cumple a cabalidad con lo requerido por el artículo 44 de la ley 964 de 2005, que establece que por lo menos el 25% de sus miembros de junta deben ser independientes.

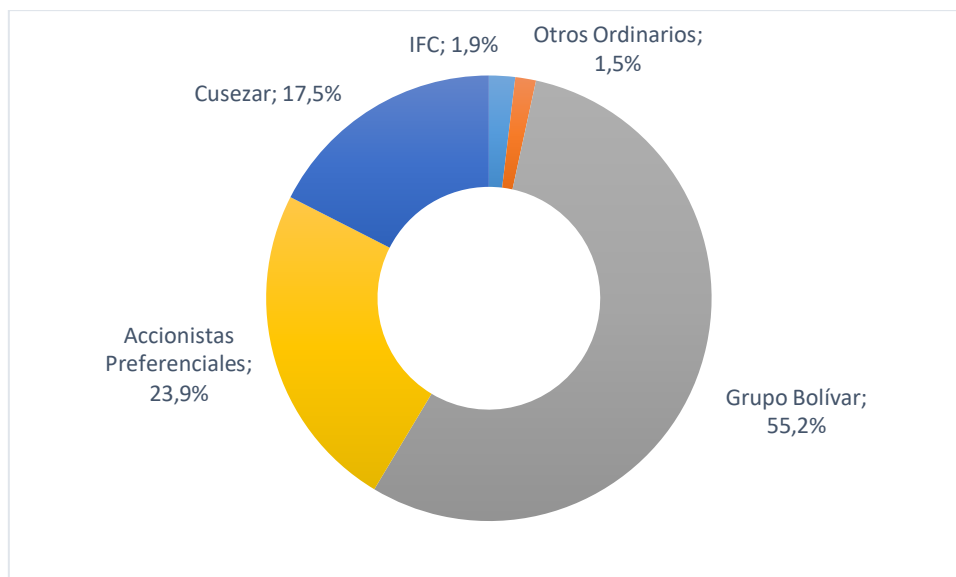
La presidencia del banco ha estado a cargo del señor Efraín Forero Fonseca desde 1990, que gracias a su trayectoria dentro del Grupo Bolívar y buen manejo que le ha dado al banco durante diferentes momentos económicos, cuenta con un importante respaldo por parte de los accionistas del banco.

ANÁLISIS DEL ACCIONISTA

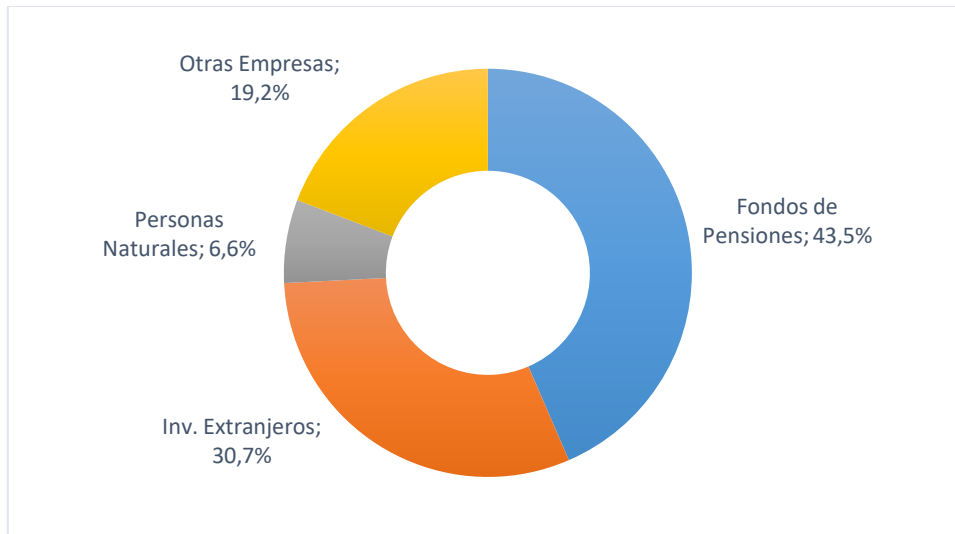
El banco actualmente cuenta con 451.670.413 acciones, de las cuales 107.993.484 son preferenciales y se encuentran listadas en bolsa y 343.676.929 son acciones ordinarias (Bolsa de Valores de Colombia - BVC, 2017).

La composición accionaria es la siguiente

Gráfico 5. Total acciones



Fuente: (Davivienda, 2017).

Gráfico 6. Accionistas preferenciales

Fuente: (Davivienda, 2017).

Liquidez accionaria

En cuanto a la liquidez de la acción, dependiendo de la bursatilidad de esta, la Superintendencia Financiera de Colombia las clasifica como alta, media o baja, siendo alta la mejor calificación otorgada.

De acuerdo a esta medición, la acción de Davivienda a agosto de 2017 se encuentra catalogada como acción de alta bursatilidad con lo cual se le informa a los inversionistas que gracias al volumen que negocia en el mercado, es una acción que se permite comprar o vender fácilmente.

Tabla 4. Índice de bursatilidad accionaria

Código del título valor	Nombre del título valor	Clasificación	Valor del indicador
COB51PAAD096	ADP Sin derecho a voto banco Davivienda	BA – Alta Bursatilidad	8.07835

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia

Política de dividendos

El banco hasta el año 2013 reportaba de manera semestral sus resultados por lo que decretaba dos dividendos anuales. Ya a partir del 2013 y al empezar a publicar sus resultados de forma anual, empezó con una política de decretar un dividendo anual que algunas veces era pagado de manera semestral o anual.

Los pagos históricos de dividendos los relacionamos a continuación:

Tabla 5. Distribucion de dividendos de los ultimos 5 años

Periodo	Forma de Pago	Valor (Pesos)	Fecha de pago
2014	Efectivo	\$630	Marzo 2014
2015	Efectivo	\$788	Marzo 2015
2016	Efectivo	\$864	Marzo y septiembre 2016
2017	Efectivo	\$950	Abril y septiembre 2017
2018	Efectivo	\$800	Abril y septiembre 2018

Fuente: Banco Davivienda

RIESGOS DE INVERSIÓN

Para el Banco Davivienda, si bien toda su operación está dirigida a cumplir con los objetivos estratégicos trazados por las directivas, este cumplimiento se debe dar sustentado en una buena base de gestión, administración y control de riesgos, que si bien no garantizan que la inversión no incurra en ningún tipo de riesgo, el saber que se cuenta con unas buenas bases de control, sí mitigan de manera importante la posibilidad que estos ocurran.

Como máxima instancia, el banco cuenta con un Comité de Riesgos Corporativo, que es el responsable de velar por el correcto funcionamiento del sistema de

administración de riesgos corporativos y entre sus principales funciones se encuentran (Banco Davivienda, 2017):

- Evaluar el funcionamiento de los diferentes sistemas de administración de riesgo, así como el perfil integral de riesgo de la organización.
- Velar porque los niveles de riesgo de la organización estén dentro de los apetitos de riesgo establecidos y cuenten con la suficiencia de capital requerida.
- Proponer el marco del apetito de riesgo para ser aprobado por la Junta Directiva.

Teniendo en cuenta lo anterior, la compañía cuenta con controles para mitigar los principales riesgos de la inversión, entre los que se destacan los siguientes:

Riesgo estratégico: este es un tipo de riesgo que se sale de los estándares, ya que, aunque suena sencillo, realmente se refiere a que el banco sí esté tomando las decisiones con un norte claro y de acuerdo a los objetivos estratégicos que se han definido. El máximo responsable de gestionar este riesgo es el Comité Estratégico, que debe ser el encargado de ratificar y gestionar los riesgos estratégicos que se identifiquen (Banco Davivienda, 2017).

Riesgo de crédito: la rentabilidad para el banco es un factor clave, pero es responsabilidad del banco que este crecimiento se dé sin poner en riesgo la estabilidad financiera de este.

Es por esto que se cuenta con un Sistema de Administración de Riesgo de Crédito (SARC), con el fin de controlar que se mantengan niveles de riesgo adecuados y poder reconocer qué segmentos o líneas de negocios necesitan de una mayor atención, tanto en el segmento local como en las filiales internacionales.

La manera de cómo el banco mitiga este riesgo es imponiendo mayores controles en la política de originación de créditos de los segmentos que lo requieran, con el fin de no estar otorgando créditos que pongan en riesgo la estabilidad del banco (Banco Davivienda, 2017).

Riesgo de mercado: por el tipo de negocio del banco, éste se encuentra expuesto a varios y diferentes tipos de riesgos financieros, donde sobresalen principalmente la exposición a la tasa de interés y tasas de cambio, con lo que pueden generar volatilidad indeseada al portafolio.

Es por esto que el banco cuenta con un Sistema de Riesgo de Mercado (SARM), que cuenta con límites en función del modelo de negocio (portafolios estructurales o de trading) y límites por factor de riesgo (tasa de interés y tasa de cambio). El modelo utilizado es el modelo estándar definido por la Superintendencia financiera y se cuenta con un modelo de Valor en Riesgo (VAR) y alertas tempranas de pérdidas (Banco Davivienda, 2017).

Riesgo de liquidez: en este aspecto es clave un manejo óptimo de la liquidez del banco, ya que de esto depende no solo del normal funcionamiento del negocio, sino que cobra mayor importancia si hay algún evento que genere un estrés y obligue al banco a necesitar de su liquidez.

Por esto es que el banco cuenta con un Sistema de Administración de Riesgo de Liquidez (SARL), con el fin de monitorear los flujos de caja de las posiciones activas, pasivas o que se encuentren fuera del balance en diferentes espacios de tiempo, para las situaciones de corto plazo y un análisis a fondo de sus fuentes de fondeo para la gestión de las situaciones de largo plazo.

Riesgo operativo: el correcto funcionamiento del negocio es clave para el banco y por eso implementó un Sistema de Administración de Riesgo Operativo (SARO), con el fin de asegurarse que los riesgos que se consideran relevantes estén monitoreados y controlados, principalmente aquellos que implican los riesgos en procesos operativos, financieros, de fraude, seguridad de la información y la continuidad del negocio.

Con la implementación de este sistema, el banco ha logrado mantener un riesgo residual bajo en más del 85% de sus procesos operativos, en lo que respecta al año 2017 (Banco Davivienda, 2017).

Riesgos legales: en este aspecto, el banco cuenta con los debidos sistemas que controlan algunos aspectos que no tienen cabida en los ítems anteriores. Dentro de estos sistemas destacamos el Sistema de Administración de Riesgo

de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo (SARLAFT), el Sistema de Control Interno (SIC), el Sistema de Administración de Riesgo de Fraude (SARFRA) y los diferentes esquemas de seguridad de la información y ciberseguridad.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Al momento de análisis de un Banco, el cual opera de una forma muy diferente a una compañía de comercialización o de fabricación de productos, su principal activo es la cartera, la cual es su principal fuente de ingresos, y el crecimiento y la calidad de esta, depende de la rentabilidad y la utilidad que pueda llegar a generar.

La proyección de los estados financieros del Banco Davivienda partió de hacer un análisis y un ejercicio detallado sobre la cartera que tiene en los países que opera: Colombia, Panamá, Costa Rica, Honduras y El Salvador.

Se analizó primero, cómo ha sido históricamente el crecimiento de la cartera por tipos de modalidades y como esta ha evolucionado, de acuerdo con el crecimiento del PIB de cada país.

Capital de Trabajo

En el caso de Colombia, la cartera bruta ha tenido una penetración en el PIB entre un 6% y un 7% en los últimos años. Se estima que para el 2018 se mantenga entre estos niveles, y para los años siguientes haya una mayor penetración, dado un mejor panorama económico. Para los demás países, en Centro América, se estimó como tal la penetración del total de la cartera del sistema sobre el PIB de cada país, donde también se espera una estabilidad en los años más cercanos y un mejor desempeño en los años futuros.

Para este análisis, se tomó entonces la tasa de cambio de los diferentes países, para luego unificar todo en una misma moneda, Pesos Colombianos, la cual es con la que se consolidan los resultados. La tasa de cambio utilizada para las proyecciones de los años futuros fue el promedio de las devaluaciones de los últimos cinco años para así determinar un comportamiento futuro de la moneda de cada país, de acuerdo con su devaluación histórica.

Con la evolución de la cartera, se estimaron los ingresos operacionales, los cuales se espera que tengan un año 2018 con un leve decrecimiento, dado el alto nivel de incertidumbre y el lento crecimiento económico, así como unas menores tasas de captación e intermediación, para alcanzar luego una recuperación y un crecimiento estable en los años siguientes.

Supuestos de Inversión

En cuanto a los activos fijos del banco, estos no representan gran participación dentro del total de activos ni son su fuente principal de ingresos. Para estos, al igual que las inversiones, se estima un crecimiento de acuerdo con el PIB de cada país y al ritmo de crecimiento de la cartera.

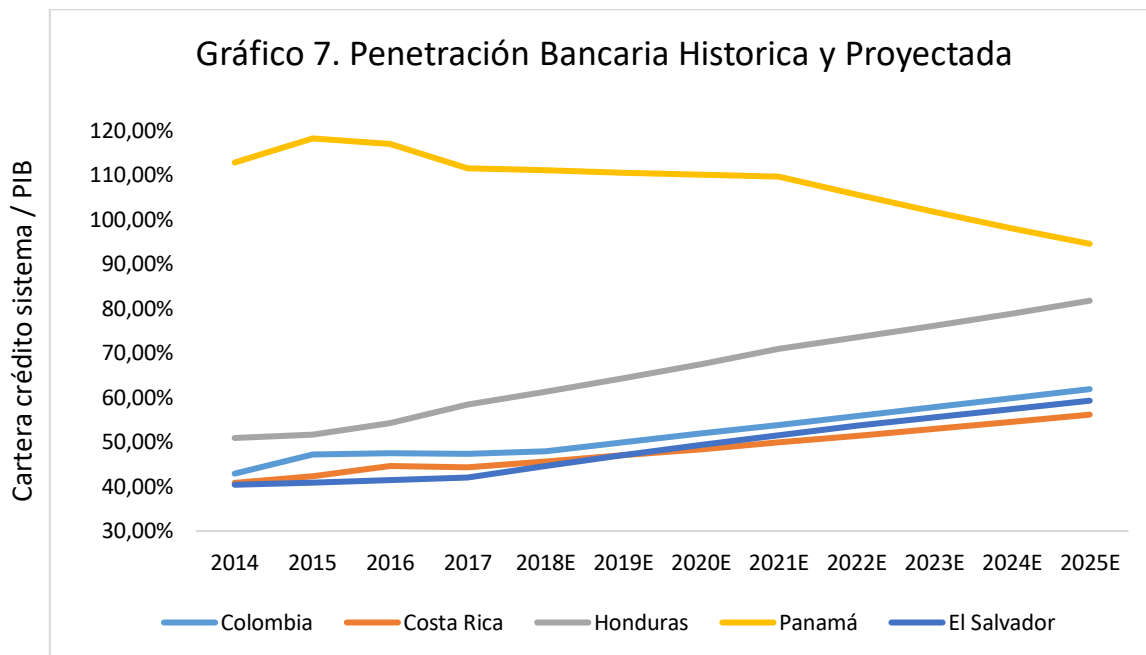
Frente a la estructura financiera, para un banco no es óptimo hablar del ratio D/E, pues este siempre estará en niveles bastante altos, ya que su negocio consiste en la captación y colocación de recursos, haciendo que su pasivo sea cada vez mayor como medio de financiación para crecer su cartera.

Hipótesis Financieras e Impuestos

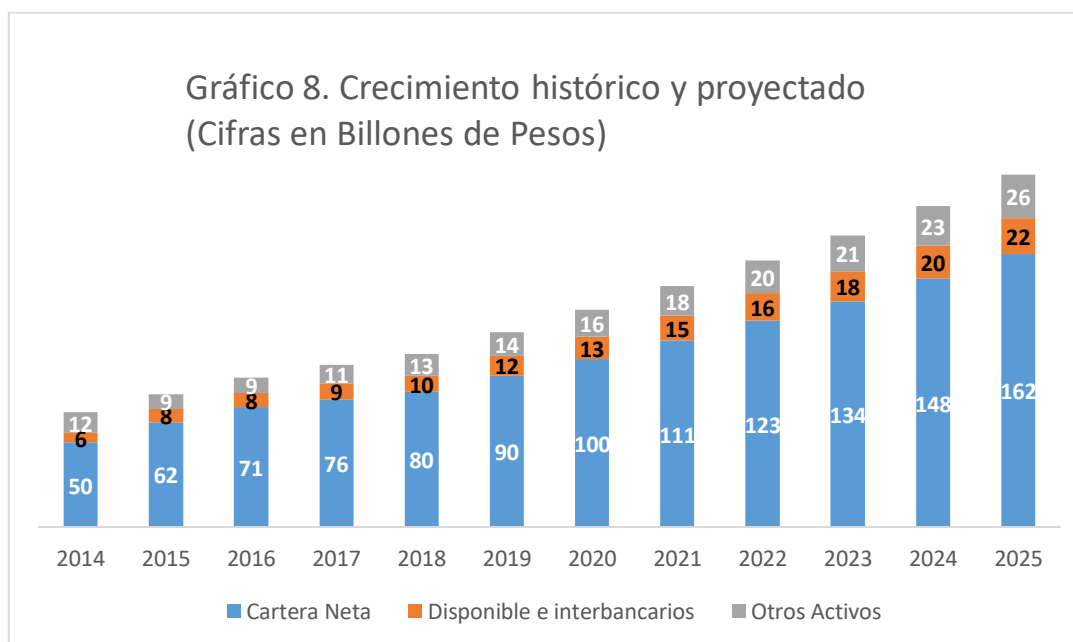
Para evaluar a los bancos, es fundamental analizar el índice de solvencia, el cual por normatividad y para poder operar, debe tener un nivel mínimo de 9%. En los años anteriores, ha tenido un histórico entre 11% y 12%, y se estima que este continúe con un nivel superior al 12% en los próximos años (Clavijo, Vera, Malagón, & González, 2012).

Se espera una menor tasa impositiva para los años siguientes, dada la eliminación del impuesto CREE, que se tiene estimado desaparezca en el año 2018. Con esto, se calcula una tasa impositiva del 26%.

Penetración Bancaria

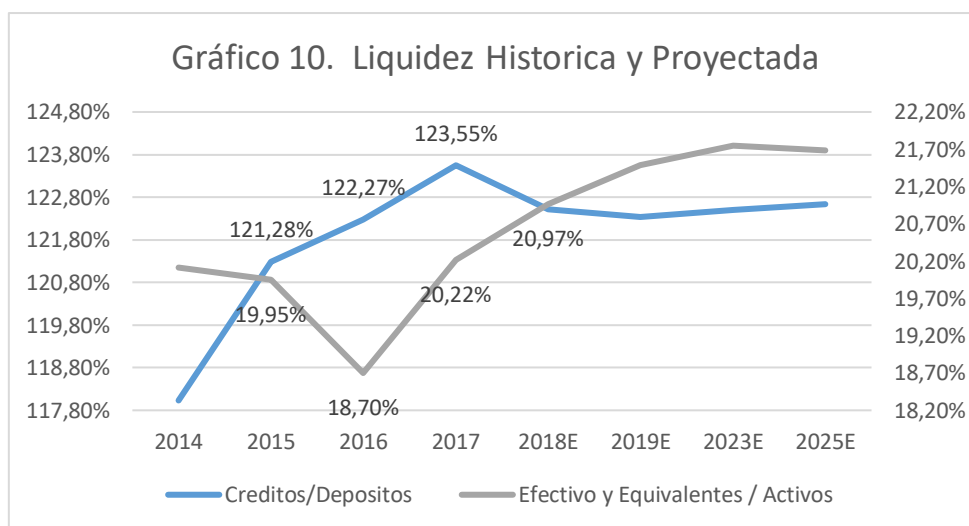
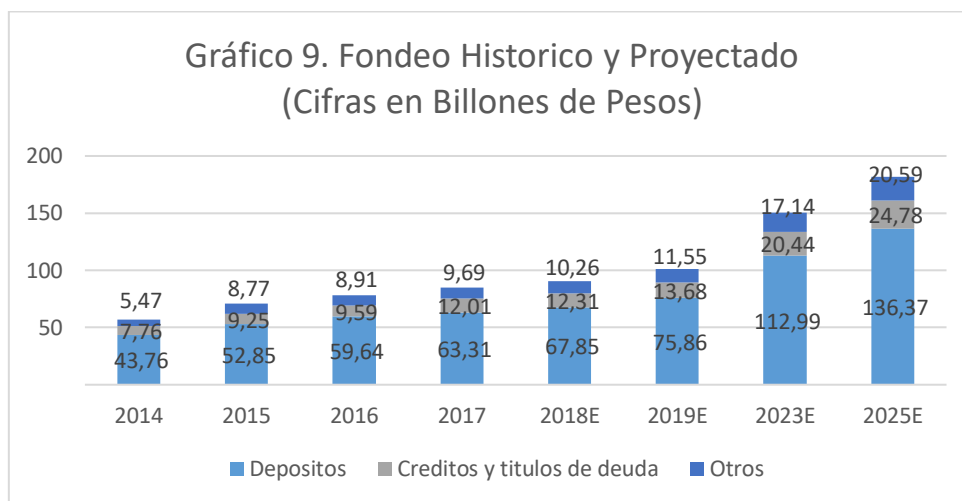


Principales cifras del activo

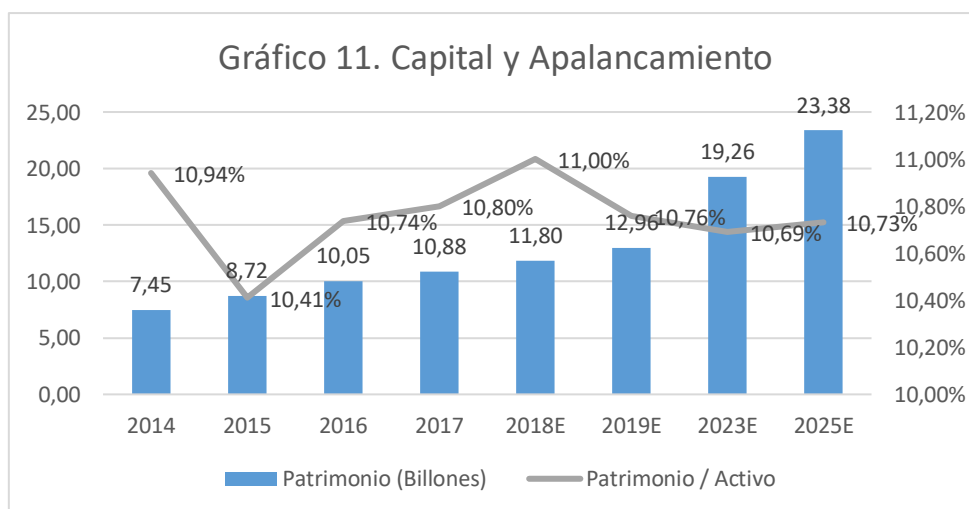


Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la A. B. Freeman School of Business de Tulane University y se producen solo como parte de un programa educativo de la Escuela de Economía y Finanzas de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse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

Fondeo y Liquidez



Capital



Referencias

- Banco Davivienda (2017). *Informe de gestión 2017*. Retrieved on march 25th of 2018. from https://www.davivienda.com/wps/wcm/connect/inversionistas espanol/c47e4ab1-1ca2-459c-a887-8e1c0510468a/DAV%2BGestion%2B2017%2BInfo.%2BPresidente.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE.Z18_NH941K82NO9IA0Q8HHJP1F0IP1-c47e4ab1-1ca2-459c-a887-8e1c0510468a-ma77M
- Banco Davivienda (2017). Web page. Retrieved November 1, 2018, from https://www.davivienda.com/wps/portal/inversionistas espanol!/ut/p/z1/jZHLDoJA DEW_xQVLaRUVdYfxwcPEkIhiNwbMOJAAQwCd-PdiXKojTbpoc-5t0wJBCFRE95RHTSqKKGvrE03OhzH6rrcZ4M6x1-gst_uR6ftDzzDgqARWCNRFjz_C6qhXAKS2V-sXHeaTErHNP8DrRP-WVDvMDHCBcBi98OsIjamHKhiV1axSr9VbT
- Banco de la República (banco central de Colombia) (2017). Web page. Retrieved October 28, 2017, from <http://banrep.gov.co/>
- BBVA (n.d.). *Modelo de valoración: descuento de dividendos*. Retrieved on July 21st of 2018 from https://www.bbva.es/estaticos/mult/Modelo-descuento-flujos_tcm924-595413.pdf
- Bloomberg.com (2017). Web page. Retrieved October 28, 2017, from <https://www.bloomberg.com/>
- Bolsa de Valores de Colombia - BVC. (2017). Web page. Retrieved October 22, 2018, from <https://www.bvc.com.co/nueva/>
- BRC Standard & Poor's (2017). *Reporte de calificación - BANCO DAVIVIENDA S. A.* Retrieved on August 10th of 2017 from <https://www.davivienda.com/wps/wcm/connect/inversionistas espanol/c8ddb9f9-c9f8-4525-86af-90321c917f57/9BRC%2BAGOSTO%2B2017.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mbZW77p>
- Clavijo, S., Vera, A., Malagón, D., & González, A. (2012). *BASILEA III Y EL SISTEMA BANCARIO DE COLOMBIA: SIMULACIONES SOBRE SUS EFECTOS REGULATORIOS*. Retrieved on December 15th of 2017 from http://anif.co/sites/default/files/investigaciones/anif-basilea1112_1.pdf
- Investigaciones Económicas Bancolombia (2018). *Tabla Macroeconómicos Proyectados*. Retrieved November 1, 2018, from <file:///C:/Users/rafae/Downloads/Tabla Macroeconómicos Proyectados - Marzo 2018.pdf>
- Ocampo Lozano, M. (2014). Sistema bancario colombiano y la educación financiera. Caso banco Davivienda. *Aglala*, 5(1), 143. <https://doi.org/10.22519/22157360.757>
- Sánchez, R., & Rodríguez, C. E. (2018). *Actualizaciones Bancos Colombianos: Ultraserfinco Equity Research*. Retrieved on July 17th of 2018. from <https://www.ultraserfinco.com/site/Portals/0/Renta Variable/090418 - Actualización Bancos Colombianos - Ultraserfinco.pdf>
- Superintendencia Financiera de Colombia (2017). Web page. Retrieved October 28, 2017, from <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/index.jsf>

Tabla 4. - Balance General (Activo) Histórico

	2014	2015	2016	2017
Activo				
Disponibles e interbancarios	5,778,072	7,939,409	8,388,445	9,335,820
Efectivo	5,269,215	7,432,562	8,106,246	7,889,381
Interbancarios	508,858	506,847	282,199	1,446,439
Inversiones	7,920,767	8,764,360	9,105,053	11,041,040
Instrumentos de deuda	7,663,122	8,424,615	8,695,137	10,585,489
Instrumentos de Patrimonio	257,802	339,959	414,516	462,852
Deterioro	-157	-215	-4,599	-7,301
Cartera Neta	50,272,046	62,368,759	71,251,314	75,910,005
Cartera Bruta	51,645,921	64,097,379	72,929,641	78,219,575
Comercial	26,535,355	33,941,912	38,158,314	39,438,679
Consumo	13,818,145	16,321,945	18,861,653	20,669,537
Vivienda	11,198,279	13,721,849	15,788,122	18,008,104
Microcrédito	94,142	111,673	121,553	103,255
Provisión de cartera de créditos	-1,373,875	-1,728,621	-1,678,327	-2,309,570
Aceptaciones y Derivados	418,027	441,708	241,088	335,602
Cuentas por cobrar neto	441,540	616,250	1,371,993	1,080,142
Propiedades de Inversión	62,959	65,698	51,704	35,376
Propiedades planta y equipo neto	1,162,660	1,268,403	833,629	732,372
Activos No Corrientes mantenidos para la venta	24,386	92,741	92,348	123,130
Gastos Anticipados	88,915	104,654	125,782	133,660
Activos Intangibles distintos de la plusvalía	75,447	127,895	135,908	169,452
Plusvalía - Activos Intangibles - Crédito Mercantil	1,629,258	1,634,882	1,634,882	1,634,882
Otros Activos no Financieros	243,112	293,541	315,872	239,806
Total activo	68,117,190	83,718,300	93,548,017	100,771,287

Tabla 5 - Balance General (Pasivo y Patrimonio) Histórico

	2014	2015	2016	2017
Pasivo				
Instrumentos Financieros a Costo Amortizado	43,756,126	52,848,941	59,644,563	63,310,595
Cuenta de ahorros	19,756,590	23,127,663	25,438,961	24,047,454
Depósitos en Cuenta Corriente	7,046,791	8,186,223	7,801,395	9,084,050
Certificados	16,271,052	20,717,046	25,664,691	29,328,063
Exigibilidades, establecimientos y otros	681,693	818,009	739,516	851,028
Instrumentos Financieros a Valor Razonable	300,744	365,118	241,083	356,734
Cuentas por Pagar	1,926,760	2,283,140	2,502,103	2,666,205
Bonos	7,759,988	9,252,730	9,586,702	12,008,968
Locales	4,965,150	5,513,810	5,932,034	8,066,341
Exterior	2,794,839	3,738,920	3,654,668	3,942,627
Préstamos a Entidades	5,472,743	8,769,168	8,913,954	9,686,332
Nacionales	2,145,299	1,646,962	2,263,206	2,355,235
Exterior	3,327,444	7,122,206	6,650,748	7,331,097
Repos e interbancarios	1,164,776	1,147,302	2,175,957	1,349,895
Otros pasivos no financieros	195,371	185,637	280,389	318,963
Pasivos Estimados y Deterioros	88,776	150,274	158,221	189,730
Total pasivo	60,665,285	75,002,309	83,502,970	89,887,422
Patrimonio				
Capital Social	62,190	71,074	76,784	76,784
Reservas	1,722,557	1,494,981	1,766,905	3,088,170
Prima en Colocación de Acciones	3,389,608	4,133,667	4,676,804	4,676,804
Otros Resultados Integrales	1,261,212	1,693,777	1,714,881	1,674,255
Participación no Controlada	57,564	89,371	91,705	92,586
Resultados de ejercicios anteriores	0	0	0	0
Ganancias o Pérdidas	958,774	1,233,122	1,717,968	1,275,266
Total Patrimonio	7,451,905	8,715,992	10,045,047	10,883,865
Total Pasivo y Patrimonio	68,117,190	83,718,300	93,548,017	100,771,287

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

Tabla 6 – Estado de Resultados Histórico

	2014	2015	2016	2017
Total Ingresos	5,243,791	6,530,875	8,674,997	9,338,016
Cartera	4,835,023	6,066,429	7,869,538	8,666,780
Comercial	1,796,597	2,370,532	3,456,674	3,612,486
Consumo	1,854,153	2,203,615	2,649,129	3,105,046
Vivienda	1,159,620	1,462,098	1,741,459	1,927,432
Microcrédito	16,409	18,915	22,276	21,816
Neto venta de cartera	8,245	11,269	0	0
Fondos interbancarios vendidos	25,095	32,820	53,052	78,393
Inversiones	383,673	431,627	752,407	592,843
Instrumentos de Deuda	345,102	393,739	636,975	444,311
Instrumentos de Patrimonio	9,924	11,411	60,544	116,553
Neto venta de inversiones	28,647	26,477	54,887	31,979
Total Egresos	1,648,074	2,258,576	3,704,842	3,843,802
Depósitos en cuenta corriente	29,554	31,102	41,276	29,290
Depósitos de ahorro	379,553	477,128	935,030	865,218
Certificados de depósito a término	648,110	918,044	1,531,561	1,711,182
Intereses Créditos de Bancos y otras obligaciones financieras	176,160	228,569	334,114	382,655
Bonos	386,015	534,219	758,072	727,939
Financieros por Operaciones del Mercado Monetario y otros intereses	28,683	69,515	104,790	127,518
Margen Financiero Bruto	3,595,718	4,272,299	4,970,155	5,494,214
Provisiones Neto	765,604	1,154,874	1,234,705	1,975,362
Margen Financiero Neto	2,830,114	3,117,425	3,735,450	3,518,852

Tabla 7– Estado de Resultados Histórico

	2014	2015	2016	2017
Margen Financiero Neto	2,830,114	3,117,425	3,735,450	3,518,852
Ingresos por comisiones y otros servicios	886,043	976,697	1,124,580	1,204,257
Servicios bancarios	199,095	220,993	236,603	261,486
Comisiones y Honorarios	635,235	689,516	802,214	853,122
Banca Seguros	51,713	66,188	85,763	89,649
Ingresos Participación Patrimonial	14,722	11,699	9,016	11,986
Dividendos	11,066	5,076	5,426	7,262
Método de participación	3,656	6,623	3,590	4,724
Egresos Operacionales	2,202,346	2,524,553	2,876,498	3,190,335
Gastos de personal	941,115	1,110,406	1,281,743	1,358,562
Gastos de operación	992,808	1,075,150	1,239,399	1,382,592
Amortización y depreciación propios y colocados en arriendo	53,832	74,095	97,458	110,369
Impuestos	128,837	169,311	92,479	208,346
Seguro Depósito	85,755	95,591	165,419	130,466
Cambios y Derivados Neto	-97,231	143,580	178,210	104,416
Venta de instrumentos a valor razonable				
Utilidad Operacional	1,431,302	1,724,848	2,170,759	1,649,176
No operacionales neto	5,438	-8,177	232,166	39,174
Utilidad antes de impuestos	1,436,740	1,716,671	2,402,924	1,688,350
Impuesto a la renta	473,254	479,954	619,329	404,995
Utilidad neta	963,486	1,236,717	1,783,595	1,283,355

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

Tabla 8 - Balance General (Activo) Proyectado

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Activo								
Disponible e interbancarios	9,715,499	11,657,240	13,209,779	14,728,352	16,257,803	17,873,211	19,679,784	21,586,597
Efectivo	8,180,667	9,944,647	11,311,759	12,628,333	13,936,328	15,311,782	16,857,037	18,479,000
Interbancarios	1,534,832	1,712,593	1,898,020	2,100,019	2,321,476	2,561,430	2,822,747	3,107,596
Inversiones	12,781,251	14,219,308	15,946,497	17,654,337	19,505,452	21,311,458	23,389,568	25,662,539
Instrumentos de Deuda	10,878,668	12,128,444	13,598,330	15,067,561	16,651,056	18,151,043	19,909,622	21,830,806
Instrumentos de Patrimonio	1,909,192	2,098,468	2,356,663	2,596,308	2,864,963	3,171,551	3,492,057	3,844,887
Deterioro	-6,609	-7,605	-8,496	-9,532	-10,567	-11,136	-12,111	-13,155
Cartera Neta	80,378,042	90,172,718	100,078,370	111,006,674	122,775,207	134,366,172	147,734,597	162,267,283
Cartera Bruta	83,121,026	92,805,404	103,059,545	114,414,322	126,567,150	138,426,156	152,238,910	167,244,349
Comercial	41,766,841	46,667,783	51,831,942	57,557,966	63,675,077	69,576,729	76,498,438	84,015,476
Consumo	22,052,853	24,600,624	27,313,915	30,313,732	33,531,450	36,713,401	40,389,855	44,385,213
Vivienda	19,190,737	21,414,455	23,777,818	26,392,198	29,194,312	31,952,389	35,148,088	38,620,546
Microcrédito	110,595	122,542	135,871	150,426	166,311	183,638	202,529	223,114
Provisión de cartera de créditos	-2,742,984	-2,632,686	-2,981,175	-3,407,648	-3,791,943	-4,059,984	-4,504,313	-4,977,066
Aceptaciones y Derivados	359,530	399,950	443,996	490,872	542,554	599,565	660,618	727,448
Cuentas por cobrar neto	1,096,018	1,216,699	1,356,048	1,502,996	1,664,116	1,830,536	2,005,862	2,203,232
Propiedades de Inversión	35,376	35,376	35,376	35,376	35,376	35,376	35,376	35,376
Propiedades planta y equipo neto	798,787	884,902	990,133	1,100,158	1,220,164	1,336,116	1,456,088	1,595,333
Activos No Corrientes mantenidos para la venta	131,957	146,749	163,002	180,275	199,305	220,104	242,328	266,748
Gastos Anticipados	144,643	160,256	179,272	199,163	220,866	241,920	263,728	288,992
Activos Intangibles distintos de la Plusvalía	178,783	198,121	221,545	246,068	272,836	298,976	326,102	357,429
Plusvalía - Activos Intangibles - Crédito Mercantil	1,355,493	979,863	732,004	1,213,749	1,412,102	1,514,930	1,803,889	2,219,887
Otros Activos no Financieros	323,815	357,592	402,513	448,919	499,157	542,875	586,701	640,315
Total activo	107,299,193	120,428,776	133,758,536	148,806,939	164,604,938	180,171,239	198,184,641	217,851,179

Tabla 9 - Balance General (Pasivo y Patrimonio) Proyectado

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Pasivo								
Instrumentos Financieros a Costo Amortizado	67,847,316	75,858,158	84,105,891	93,581,209	103,537,787	112,993,187	124,163,584	136,365,824
Cuenta de ahorros	25,833,813	28,791,738	31,885,056	35,443,378	39,205,506	42,955,425	47,256,085	51,963,056
Depósitos en Cuenta Corriente	9,682,073	10,902,602	12,119,068	13,512,739	14,957,862	16,181,798	17,736,161	19,426,525
Certificados	31,415,426	35,145,496	38,975,072	43,373,602	47,990,338	52,334,765	57,496,333	63,132,651
Exigibilidades, establecimientos y otros	916,004	1,018,322	1,126,695	1,251,489	1,384,081	1,521,199	1,675,005	1,843,591
Instrumentos Financieros a Valor Razonable	378,655	422,167	467,776	517,363	571,877	631,765	696,458	767,004
Cuentas por Pagar	2,825,095	3,163,780	3,509,701	3,889,788	4,301,460	4,720,053	5,193,557	5,708,763
Bonos	12,311,858	13,680,350	15,133,535	16,807,252	18,587,274	20,441,181	22,511,927	24,782,301
Locales	0	0	0	0	0	0	0	0
Exterior	950,989	1,094,348	1,225,815	1,375,301	1,524,613	1,606,775	1,747,399	1,897,968
Préstamos a Entidades	10,259,218	11,546,501	12,832,417	14,305,945	15,835,327	17,141,949	18,792,046	20,587,124
Nacionales	4,005	4,609	5,163	5,792	6,421	6,767	7,359	7,994
Exterior	4,213,061	4,848,167	5,430,588	6,092,842	6,754,320	7,118,313	7,741,305	8,408,353
Repos e interbancarios	1,334,947	2,204,595	2,740,802	3,113,849	3,450,204	4,124,466	4,681,177	5,239,703
Otros pasivos no financieros	336,755	368,200	402,100	438,142	477,572	520,936	567,307	617,642
Pasivos Estimados y Deterioros	201,799	227,857	253,528	282,908	313,222	337,728	369,807	404,630
Total pasivo	95,495,643	107,471,608	119,445,749	132,936,456	147,074,722	160,911,265	176,975,862	194,472,991
Total Patrimonio	11,803,550	12,957,168	14,312,787	15,870,482	17,530,216	19,259,974	21,208,779	23,378,188
Total Pasivo y Patrimonio	107,299,193	120,428,776	133,758,536	148,806,939	164,604,938	180,171,239	198,184,641	217,851,179

Tabla 10 – Estado de Resultados Proyectado

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Total Ingresos	8,943,406	10,137,595	11,283,577	12,487,065	13,794,426	15,207,047	16,701,484	18,394,028
Cartera	8,306,854	9,448,145	10,488,246	11,598,596	12,747,878	14,023,015	15,408,331	16,976,019
Comercial	3,337,672	3,776,484	4,260,594	4,682,166	5,138,472	5,642,792	6,205,077	6,826,162
Consumo	3,088,043	3,439,558	3,797,420	4,244,545	4,661,579	5,121,957	5,638,683	6,223,904
Vivienda	1,859,252	2,209,038	2,404,226	2,642,559	2,915,798	3,223,223	3,525,677	3,882,937
Microcrédito	21,887	23,066	26,006	29,326	32,030	35,043	38,894	43,014
Neto venta de cartera	0	0	0	0	0	0	0	0
Fondos interbancarios vendidos	76,089	86,047	95,857	106,238	117,063	128,347	140,398	154,319
Inversiones	560,463	603,403	699,475	782,232	929,485	1,055,684	1,152,755	1,263,690
Instrumentos de Deuda	466,955	502,625	581,890	645,197	771,553	875,231	953,992	1,045,324
Instrumentos de Patrimonio	84,601	90,528	106,133	124,187	143,689	165,443	182,439	200,636
Neto venta de inversiones	8,908	10,250	11,451	12,848	14,243	15,010	16,324	17,731
Total Egresos	3,195,896	3,705,827	4,271,135	4,800,744	5,438,520	6,158,427	6,751,617	7,422,418
Depósitos en cuenta corriente	45,796	50,104	58,680	68,580	79,937	67,235	74,168	81,754
Depósitos de ahorro	509,765	530,356	683,375	819,929	982,933	1,174,020	1,284,118	1,411,208
Certificados de depósito a término	1,541,127	1,906,909	2,118,947	2,280,531	2,498,860	2,776,582	3,045,771	3,348,693
Intereses Créditos de Bancos y otras obligaciones financieras	326,735	360,714	422,762	492,135	569,089	646,639	703,630	770,619
Bonos	707,266	783,182	901,800	1,039,925	1,193,111	1,362,227	1,499,207	1,650,890
Financieros por Operaciones del Mercado Monetario y otros intereses	65,207	74,562	85,572	99,644	114,589	131,723	144,721	159,254
Margen Financiero Bruto	5,747,510	6,431,768	7,012,442	7,686,321	8,355,906	9,048,620	9,949,868	10,971,610

Tabla 11 – Estado de Resultados Proyectado

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Margen Financiero Neto	3,652,016	4,116,691	4,610,136	5,211,672	5,625,078	5,974,473	6,631,723	7,320,252
Ingresos por comisiones y otros servicios	1,307,218	1,444,731	1,605,265	1,784,120	1,976,035	2,173,377	2,383,933	2,621,749
Servicios bancarios	289,907	320,669	354,703	393,523	435,171	480,774	530,253	584,726
Comisiones y Honorarios	926,047	1,023,556	1,136,731	1,263,138	1,398,773	1,539,215	1,689,349	1,858,427
Banca Seguros	91,263	100,506	113,831	127,460	142,091	153,387	164,331	178,596
Ingresos Participación Patrimonial	12,136	13,417	14,882	16,529	18,296	20,158	22,158	24,394
Dividendos	7,139	7,890	8,770	9,749	10,799	11,872	13,016	14,311
Método de participación	4,997	5,528	6,112	6,780	7,497	8,285	9,142	10,083
Egresos Operacionales	3,278,149	3,423,024	3,686,442	4,076,619	4,491,838	4,909,996	5,352,682	5,853,594
Gastos de personal	1,399,934	1,460,520	1,571,390	1,736,052	1,911,011	2,087,074	2,273,354	2,483,925
Gastos de operación	1,422,284	1,484,394	1,597,686	1,765,369	1,943,572	2,122,605	2,311,947	2,526,161
Amortización y depreciación propios y colocados en arriendo	110,252	117,280	128,668	143,365	159,137	173,927	189,284	207,355
Impuestos	217,783	228,424	247,227	274,872	304,536	334,646	366,656	403,009
Seguro Depósito	127,897	132,407	141,470	156,961	173,582	191,745	211,442	233,144
Cambios y Derivados Neto	105,369	108,617	113,298	118,087	123,227	127,196	131,041	136,053
Venta de instrumentos a valor razonable								
Utilidad Operacional	1,798,590	2,260,431	2,657,140	3,053,788	3,250,798	3,385,207	3,816,172	4,248,854
No operacionales neto	24,816	27,329	30,952	34,658	38,637	41,708	44,684	48,563
Utilidad antes de impuestos	1,823,406	2,287,759	2,688,092	3,088,446	3,289,435	3,426,916	3,860,855	4,297,416
Impuesto a la renta	450,743	565,941	664,781	763,527	812,221	845,187	952,190	1,059,493
Impuesto a la riqueza								
Utilidad neta	1,372,664	1,721,819	2,023,312	2,324,919	2,477,214	2,581,728	2,908,665	3,237,924

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

Tabla 12 – Valoración

Indicadores de Salida

Payout en crecimiento estable	33.00%
ROE implícito largo plazo	13.85%
Tasa de crecimiento de largo plazo	9.28%

Cost of equity	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Risk Free Rate	2.27%	2.27%	2.27%	2.27%	2.27%	2.27%	2.27%	2.27%	2.27%
Market Premium	5.08%	5.08%	5.08%	5.08%	5.08%	5.08%	5.08%	5.08%	5.08%
Beta	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96	0.96
Country Risk Premium	3.37%	2.82%	2.84%	2.85%	2.87%	2.88%	2.86%	2.85%	2.85%
Share on the loan portfolio									
Colombia	79.67%	79.87%	79.35%	79.22%	78.98%	78.93%	79.71%	79.93%	80.16%
Panamá	2.93%	2.88%	2.98%	3.02%	3.08%	3.03%	2.87%	2.79%	2.71%
Costa Rica	7.68%	7.50%	7.58%	7.53%	7.53%	7.53%	7.24%	7.17%	7.10%
Honduras	2.90%	2.76%	2.73%	2.66%	2.62%	2.55%	2.39%	2.31%	2.23%
El Salvador	6.82%	6.99%	7.36%	7.57%	7.79%	7.96%	7.79%	7.81%	7.81%
Country Risk									
Colombia	2.71%	2.19%	2.19%	2.19%	2.19%	2.19%	2.19%	2.19%	2.19%
Panamá	2.71%	2.19%	2.19%	2.19%	2.19%	2.19%	2.19%	2.19%	2.19%
Costa Rica	3.55%	3.46%	3.46%	3.46%	3.46%	3.46%	3.46%	3.46%	3.46%
Honduras	7.82%	5.19%	5.19%	5.19%	5.19%	5.19%	5.19%	5.19%	5.19%
El Salvador	9.24%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%
Devaluation	-3.30%	-2.40%	2.40%	1.40%	3.40%	3.70%	3.00%	2.80%	2.60%
Ke	6.88%	7.34%	12.64%	11.55%	13.77%	14.11%	13.32%	13.09%	12.87%
# of shares (MM)	452	452	452	452	452	452	452	452	452

Tabla 13 – Valoración

Dividend Discount Model	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Net income	\$1,283,355.00	\$1,372,663.63	\$1,721,819	\$2,023,312	\$2,324,919	\$2,477,214	\$2,581,728	\$2,908,665	\$3,237,924
Dividends	\$423,507.15	\$452,979.00	\$568,200.20	\$667,693	\$767,223	\$817,481	\$851,970	\$959,859	\$1,068,515
Dividend Y/Y growth		6.96%	25.44%	17.51%	14.91%	6.55%	4.22%	12.66%	11.32%
Dividend flow (discounted)		\$452,979	\$504,425	\$531,355	\$536,673	\$501,132	\$460,896	\$459,139	\$452,829
Discount rate			12.64%	26%	43%	63%	85%	109%	136%
PV of dividend flows		\$3,899,428							

Projected Dividends	\$3,899,428
PV Terminal Value	12,341,789
Fair Value	\$35,932

ADVERTENCIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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