



Grupo Aval

Se acerca una reforma pensional

Valor Justo:

COP 860

Mantener

Potencial: **37%**

Riesgo: **Alto**

Cierre: **630**

INFORMACIÓN DEL TÍTULO

Capitalización bursátil (COP Bn)	14.96
Dividendo anual 2023E (COP)	65
Retorno por dividendo	10.3%
%MSCI Colcap	3.5%
# Acciones (mm)	23.7 mil mm
P/VL actual	0.91x
P/U actual	3.78x

El crecimiento de cartera, sumado a una política monetaria cada vez más restrictiva, ha permitido que el Grupo y sus bancos tengan una positiva generación de utilidades. Consideramos que esta dinámica se mantendrá en 2023, con lo que la cartera se desaceleraría levemente, pero mantendría un crecimiento destacable (+9.8% anual), de forma que los ingresos se expandirían 11.7%. Con esto, los niveles de rentabilidad seguirán siendo destacables. Estimamos un ROAE en 2023 en 15.9%.

En el corto plazo, nuestra atención estará centrada en los temas regulatorios, específicamente en relación a la reforma tributaria y pensional, dados los impactos negativos que puede tener en generación de utilidades para los próximos años.

¿POR QUÉ MANTENER?

Aunque la compañía presenta un espacio de valorización atractivo y la perspectiva tanto en dividendos como rentabilidad es positiva, consideramos que la incertidumbre generada por los temas regulatorios y la disminución del aporte de Corficolombiana, limitará la valorización de la acción.

Estaremos atentos a más detalles que permitan evaluar de forma integral el impacto de la reforma pensional y tributaria.

Autores

Julián Ausique
Analista Acciones
jausique@corredores.com

Katherine Ortiz
Analista Líder Acciones
kortiz@corredores.com



COMPARTIR





GRUPO AVAL / FICHA TÉCNICA

Grupo Aval es el principal conglomerado financiero colombiano, conformado por Banco de Bogotá, Banco de Occidente, Banco Popular, Banco AV Villas que conjuntamente tienen el 25% de participación de mercado, la Sociedad Administradora de Pensiones y Cesantías Porvenir S.A. y cuenta con una participación en Corficolombiana a través de sus filiales, con lo cual se convierte en

un vehículo idóneo para tener exposición a las oportunidades que ofrece el sector financiero nacional. Adicionalmente, cuenta con presencia en Centroamérica a través de Multi Financial Group y BAC Credomatic, bancos líderes en la región.

Balance General Consolidado					
COP mil mm	2020*	2021	2022e	2023e	2024e
Disponible	34,026	17,752	21,560	23,683	25,220
Inversiones Netas	47,257	43,941	46,096	50,712	54,088
Cartera Neta	195,542	156,132	180,208	197,942	210,791
Total Activos	322,896	366,904	290,921	319,622	340,444
Depósitos	211,842	148,098	173,111	190,024	204,467
Otros pasivos	75,615	179,334	87,634	98,800	104,499
Total Pasivos	287,456	327,432	260,746	288,825	308,966
Patrimonio atribuible	20,657	23,014	16,434	16,773	17,143
Pasivos+Patrimonio+I.Min.	322,896	366,904	290,921	319,622	340,444
ROAA	1.5%	0.9%	1.2%	0.9%	0.8%
ROAE	11.7%	15.1%	20.1%	15.9%	15.7%

*Información previa a la escisión de BHI

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	2020*	2021	2022e	2023e	2024e
Ingreso Neto por interés	11,961	8,131	8,922	9,964	11,038
Ingreso Neto por comisiones	5,093	3,064	2,760	2,159	2,259
Ingresos operacionales netos	17,054	11,195	11,682	12,123	13,297
Gastos en provisiones	(6,014)	(2,721)	(2,981)	(3,392)	(3,621)
Utilidad Neta atribuible	2,350	3,298	3,257	2,630	2,645
Margen Neto	19.6%	40.6%	36.5%	26.4%	24.0%
Margen neto de intrés NIM	5.2%	4.3%	4.0%	4.1%	4.3%
Eficiencia	46.0%	44.3%	44.7%	44.7%	45.8%
Calidad +30 días	4.9%	4.7%	4.4%	4.4%	4.4%
Cubrimiento +30 días	110.0%	121.1%	122.5%	122.5%	122.5%
Costo de crédito	3.1%	1.8%	1.7%	1.8%	1.8%
Patrimonio/Activos	6.4%	10.8%	10.4%	9.6%	9.2%
Cartera / Activos	60.6%	42.6%	61.9%	61.9%	61.9%
Depósitos/Cartera	108.3%	100.5%	101.5%	101.5%	102.5%

*Información previa a la escisión de BHI



COMPARTIR

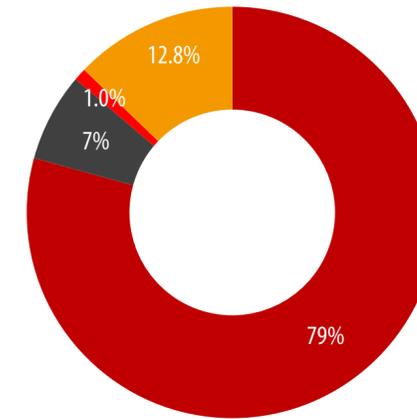




Resumen					
COP mil millones	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Acciones en circulación (millones)	22,281	22,281	23,743	23,743	23,743
Cap. Bursátil	26,604	23,596	14,958	14,958	14,958
Precio (COP/acción)*	1,194	1,059	630	630	630
VL (COP/acción)	927	1,033	692	706	722
UPA (COP/acción)	105	148	137	111	111
P/VL	1.29x	1.03x	0.91x	0.89x	0.87x
P/U	11.3x	7.2x	4.6x	5.7x	5.7x
Retorno por dividendos	5.0%	5.1%	8.6%	10.3%	8.8%
Dividendo por acción	60	54	54	65	55

*Precio al 23 de septiembre de 2022, para 2022e, 2023e, 2024e

Composición accionistas



■ Luis Carlos Sarmiento A. ■ AFPs ■ ADR ■ Otros accionistas

Fuente: Grupo Aval

COMPARTIR





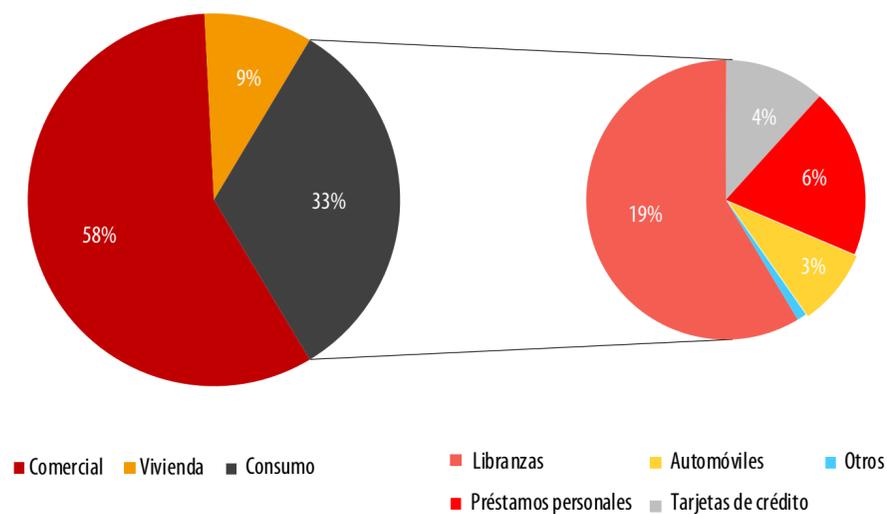
TESIS DE INVERSIÓN

Estructura de cartera minimizaría riesgos en la calidad de los activos. El Grupo y sus bancos se han caracterizado por concentrar su cartera en segmentos de clientes con un perfil de riesgo menor, lo cual le ha permitido mantener niveles de calidad de cartera más saludables que los de sus pares.

Bajo el contexto actual, donde el Grupo ha venido creciendo fuertemente en carteras que son consideradas más riesgosas (+15% anual cartera de consumo durante el último año), destacamos que este crecimiento ha estado más concentrado en productos que ofrecen cierta cobertura ante un deterioro en la capacidad de pago de los deudores, como lo es el crédito de libranza.

Dicho esto, consideramos que de cara al año 2023, el Grupo y sus bancos seguirán destacando frente a sus pares a nivel de calidad de los activos, lo cual les permitirá tener una menor necesidad de provisiones y, por ende, una mejor generación de utilidades.

Composición de Cartera (Dic-21)*



Fuente: Grupo Aval | *Considera la desconsolidación de BHI en el Balance.

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷





Fondos de Pensiones tienen espacio de inversión. La regulación establece que “ (...) los recursos de todos los tipos de fondos de pensiones obligatorias, administrados por una misma AFP sólo se podrán invertir en acciones de una sociedad hasta el 10% de la misma.”, sumado a esto, la normativa dicta que existe un límite de inversión por tipo de portafolio que no puede exceder el 10%.

Bajo este escenario, en comparación a otras acciones del mercado local, Grupo Aval es una de las pocas que tiene espacio de inversión por parte de las AFPs, si tenemos en cuenta dentro de este universo solamente las acciones consideradas como de Alta Bursatilidad. Es clave entender que Ecopetrol luce con un espacio amplio, pero debido al límite por portafolio, las AFPs no podrían invertir el total remanente.

En este sentido, consideramos que dado los fundamentales de la compañía que ya hemos mencionado, sumado a que es una acción que posee unos sobresalientes volúmenes de negociación tanto en Colombia como en EE.UU. Los Fondos de Pensiones tienen incentivos para destinar parte de los recursos que deben invertir en acciones, hacia la acción Preferencial de Grupo Aval, lo que permitiría una materialización del valor justo de la acción más rápido que otras acciones locales.



COMPARTIR

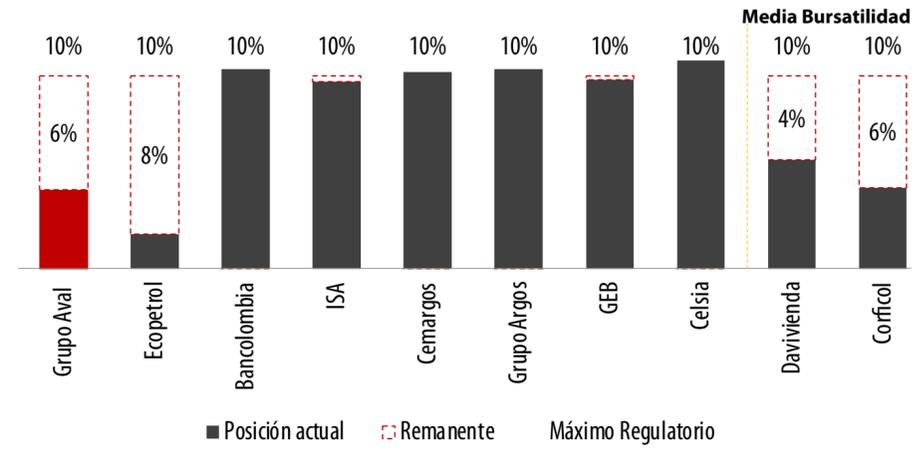
-
-
-
-
-



COMPARTIR

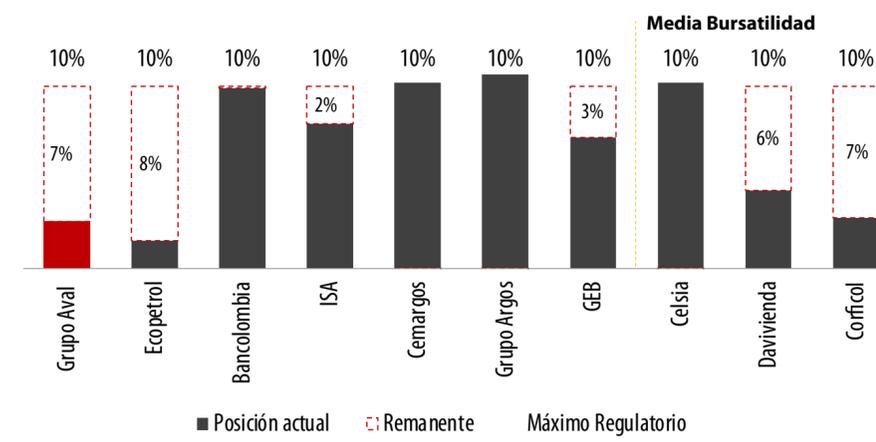
- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷

Posición actual Porvenir



Fuente: SPF | Cálculos: Davivienda Corredores.

Posición actual Protección



Fuente: SPF | Cálculos: Davivienda Corredores.



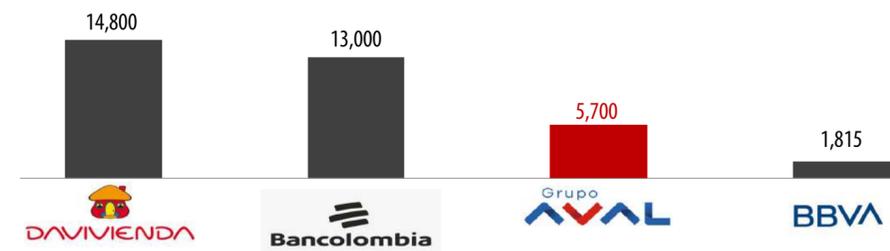


Oportunidades en digitalización y crecimiento orgánico e inorgánico. El contexto actual de altas tasas de interés y una liquidez cada vez menor, pone presiones a las nuevas empresas Fintech en la región, debido a que si bien la inversión hacia este tipo de empresas sigue presente, cada vez es más limitada.

Bajo este escenario, consideramos que dado el tamaño de Grupo Aval y sus bancos, y la capacidad financiera de los mismos, estos podrían aprovechar este contexto para tener un acercamiento a este nuevo tipo de compañías y encontrar negocios con sinergias importantes, para así poder apalancar su proceso de transformación digital y poder ofrecer una nueva diversidad de productos tanto a sus actuales clientes como a nuevos.

Esto junto a la estrategia de separar sus operaciones de Colombia con las de Centroamérica, le permitirá al Grupo centrar su estrategia en Colombia, pudiendo destinar más recursos para potenciar tanto las estrategias tradicionales como las digitales. Dicho esto, consideramos que podrían verse mayores niveles de inversión digital de cara a los próximos años.

Usuarios Digitales (miles)



Fuente: Emisores.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️



RIESGOS

Impactos regulatorios a bancos colombianos. La actual propuesta de reforma tributaria plantea que la sobretasa de impuesto de renta de 3pp para el sector financiero pase de ser transitoria, a ser permanente; escenario que ya está consolidado en nuestra valoración.

Sin embargo, los miembros del Gobierno han comentado, que están evaluando la posibilidad de una sobretasa de renta para el sector financiero de 3 a 5 puntos porcentuales.

Este escenario plantea un contexto aún más retador para los bancos y para Grupo Aval, en donde de materializarse, la tasa efectiva de tributación del Grupo pasaría de 30%, incluida la sobretasa actual, al 32%, esto sin considerar los efectos de la limitación de las deducciones y rentas exentas.

En este sentido, nuestro valor justo se vería afectado en cerca de 7.2%, ya que la generación de utilidades, por ejemplo en 2023, se reduciría en COP 155 mil mm dejando al ROAE en 15% vs 15.9% en nuestro escenario base.

		Tasa Impositiva						
		33.00%	32.00%	31.00%	30.00%	29.00%	28.00%	27.00%
Costo del Capital	13.20%	776	807	839	870	901	933	964
	13.25%	773	804	835	866	898	929	960
	13.30%	770	801	832	863	894	925	956
	13.35%	767	798	829	860	891	922	953
	13.40%	764	795	826	856	887	918	949
	13.45%	761	792	822	853	884	915	946
	13.50%	758	788	819	850	881	911	942

Cálculos: Davivienda Corredores.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️

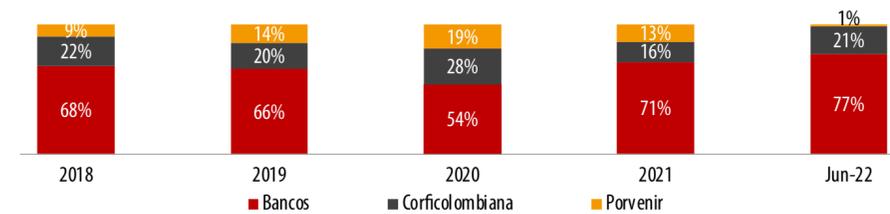


Regulación y dinámica del negocio no financiero podrían afectar la generación de utilidades. La diversificación de generación de ingresos en negocios distintos al bancario, le ha beneficiado a Grupo Aval en momentos de estrés para su sector.

Sin embargo, de cara al 2023 aspectos regulatorios como la reforma pensional, ponen presiones negativas al negocio de pensional ya que, por ejemplo, se plantea la posibilidad de que los afiliados que ganen entre 1 y 4 salarios mínimos, empiecen a hacer sus aportes al fondo público de pensiones. Bajo este escenario y dependiendo de lo que se apruebe los ingresos por comisiones empezarían a reducirse, al tener una menor masa de afiliados y recursos dentro del balance de Porvenir.

Por su parte, Corficolombiana está entrando en un momento del ciclo donde la generación de caja de sus concesiones empezará a ser mucho más potente. No obstante, esperamos que las utilidades puedan mostrar algo de desaceleración durante 2023 por efectos contables del negocio de infraestructura, lo que tendrá efectos negativos en el aporte vía método de participación a Grupo Aval, afectando las utilidades del Holding.

Participación en utilidades



Fuente: Grupo Aval | Cálculos Davivienda Corredores



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️



VALORACIÓN

Metodología. Para estimar el valor de la acción de Grupo Aval utilizamos dos metodologías: i) Ingreso Residual, que tiene un peso de 70% en nuestro Precio Objetivo y ii) Valoración por múltiplos de mercado (P/VL ajustado por ROE), con un peso de 30%.

Ingreso Residual. Por medio de esta metodología hemos obtenido un valor justo 2023FA de COP 918/acción, utilizando un costo de capital de 13.35%.

Múltiplos de Valoración. Esta metodología utiliza el múltiplo de P/VL 2023E ajustado por ROE @1.02x, de las entidades comparables con Grupo Aval. En este sentido, el valor de Grupo Aval a sería COP 723/acción.

Método	Peso	P.O 2023
Ingreso residual	70%	918
P/VL (ajustado por ROE) @1.02x	30%	723
Valor Justo 2023FA	100%	860

Potencial de Valorización **37%**



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 🗣️