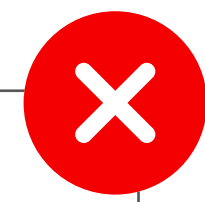
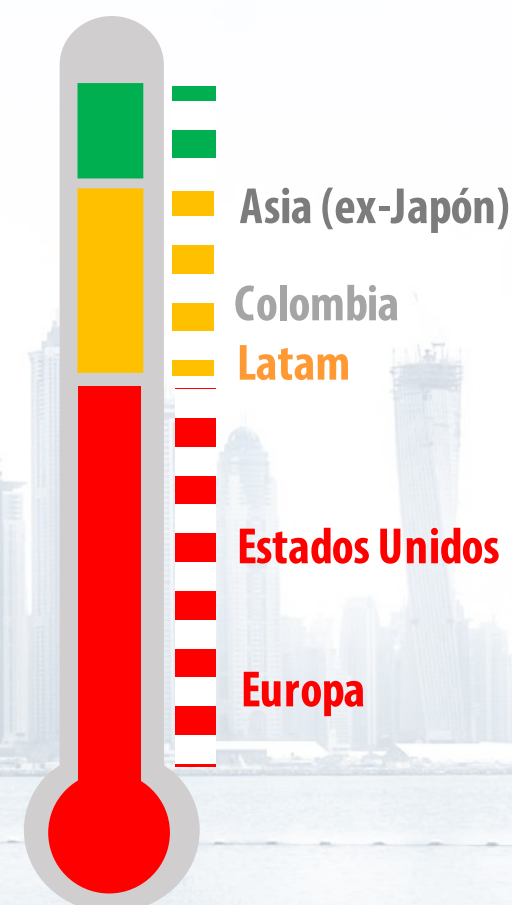




Acciones

CONDICIONES ADVERSAS PARA ACTIVOS DE RIESGO

View por geografía

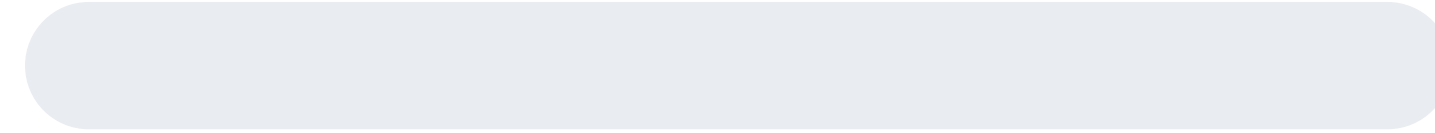


- > Bajo un escenario de contracción de las utilidades del S&P 500 del -20% en 2023, en línea con la contracción de recesiones anteriores, y una recuperación de las utilidades a niveles de 2022 en cuatro años, estimamos una desvalorización potencial de 19% y un nivel intrínseco del índice S&P500 de 3,074 puntos.
- > Proyectamos una recuperación en el dividendo de Ecopetrol que pasaría de COP 448 por acción en 2022 a COP 717 por acción en 2023, producto del impulso que le han dado los altos precios del petróleo a las utilidades de la empresa y las mayores necesidades de recursos por parte de su accionista mayoritario, el Gobierno Nacional.
- > El 2023 se presenta con muchos retos, pero al tiempo, el mercado local se ha ajustado de una forma agresiva a la baja, en el que los precios de las acciones locales ya descuentan escenarios excesivamente ácidos desde una perspectiva fundamental. Estimamos un nivel justo del MSCI Colcap de 1,350 puntos, equivalentes a un potencial del 16.6%.
- > Nuestro portafolio de TOP PICKs en el mercado local está compuesto por Grupo Energía



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



PRESIONES ADICIONALES A LOS ACTIVOS DE RIESGO

RENTA VARIABLE INTERNACIONAL

- Considerando el contexto global, esperamos que al igual que en otros escenarios de contracción económica, el precio de los activos de riesgo se ajuste para reconocer la menor generación de utilidades de las empresas y el mayor retorno requerido para las acciones.
- En el caso de EE.UU, la caída promedio de utilidades del S&P 500 durante recesiones ha sido de 17%.
- Estimamos una desvalorización potencial de 19% y un nivel intrínseco del S&P500 de 3,074 puntos.
- En Europa, los pronósticos de la economía no son alentadores, lo que sumado al nerviosismo por el aumento de los precios de la energía, seguirá presionando el mercado.

Inflación y altas tasas de interés han justificado las

correcciones. Las continuas presiones de inflación por cuenta de la sólida dinámica en el consumo y las interrupciones en las cadenas de suministros, han significado aumentos importantes en las tasas de interés y un deterioro en la capacidad adquisitiva de los hogares, lo cual empieza a impactar negativamente la evolución de la economía global.

Un reflejo de esto es la continua revisión a la baja en los pronósticos de crecimiento. De acuerdo con estimaciones del FMI, el crecimiento mundial podría ser de 3.2% en 2022 y 2.9% en 2023. Sin embargo, los riesgos sobre este panorama son a la baja. Muestra de ello es que en su reunión del mes de septiembre, la Fed recortó su proyección para Estados Unidos a 0.2% en 2022 y 1.2% en 2023.

A raíz de estos factores, el mercado accionario global ha presentado retrocesos importantes durante 2022 (-24%). Aunque este comportamiento es generalizado, otros factores propios de cada región, como los políticos y sociales en Latinoamérica o la guerra en Europa, han acentuado las desvalorizaciones de ciertos mercados.

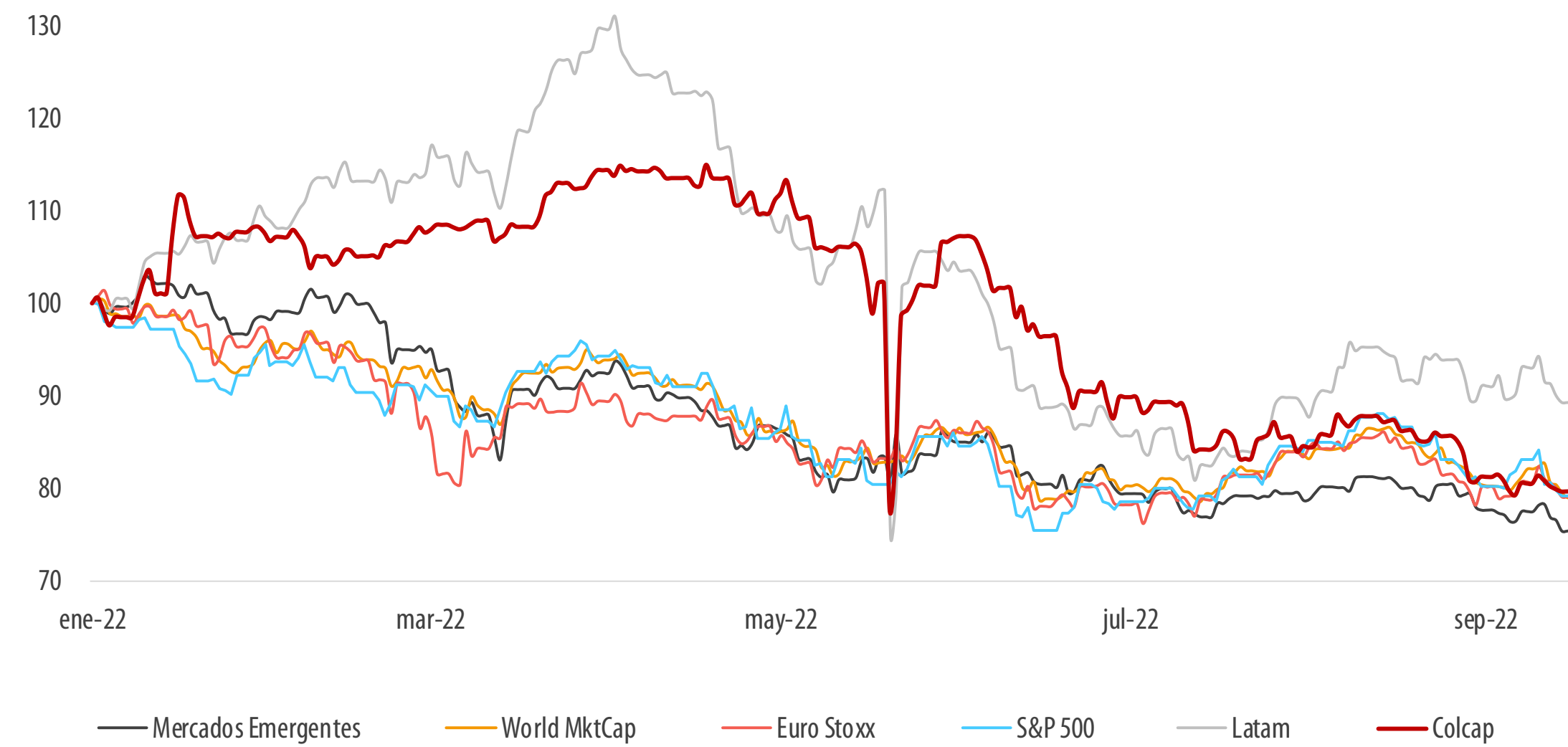


COMPARTIR





Desempeño accionario por región (Base 100 - moneda local)

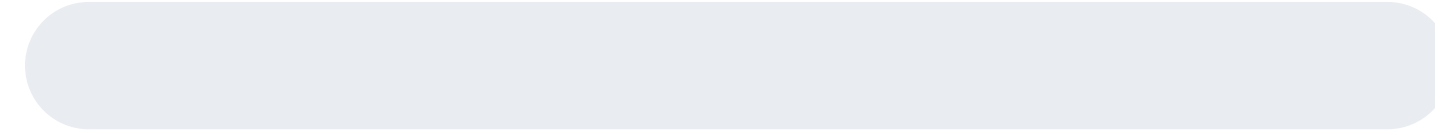


Fuente: Bloomberg.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



ESTADOS UNIDOS

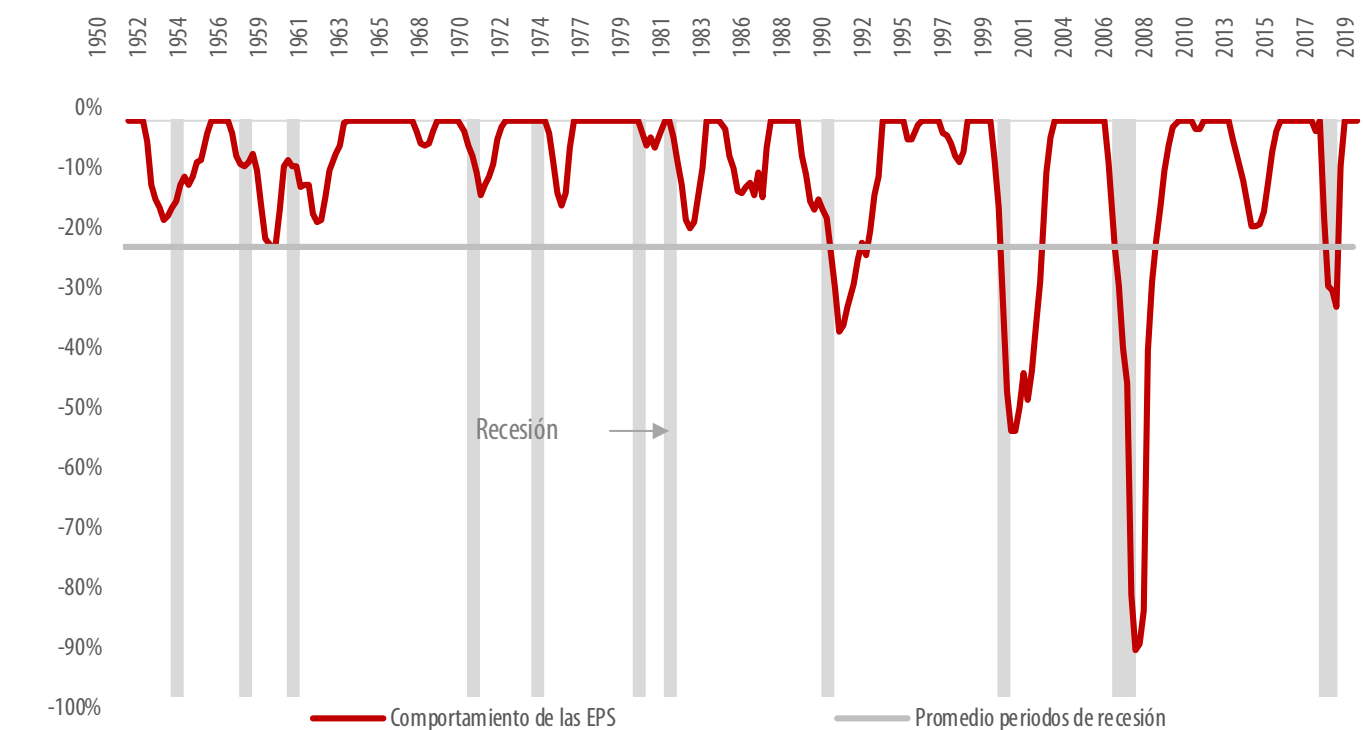
¿Podrían caer más las acciones? ¿Hasta qué punto?

Todo pareciera indicar que las correcciones en las acciones continuarán. Considerando el contexto global, esperamos que al igual que en otros escenarios de contracción económica, el precio de los activos de riesgo se ajuste para reconocer la menor generación de utilidades de las empresas y el mayor retorno requerido para las acciones.

Utilidades apenas empiezan a mostrar señales de desaceleración. A medida que los incrementos en las tasas de interés continúan y los pronósticos de crecimiento económico para 2023 se siguen ajustando a la baja, una inquietud que surge es ¿qué pasará con las utilidades de las empresas?. Sin duda, esto depende de qué tan fuerte sea la moderación del crecimiento, o incluso de qué tan marcada sea la recesión. En el caso de EE.UU. la caída promedio de utilidades del S&P 500 durante recesiones ha sido de 17%. A la fecha, cuando revisamos las perspectivas de las utilidades por acción del S&P, encontramos que el consenso de analistas

estima un incremento de 8.8%, por lo que no descartamos que las estimaciones se sigan ajustando a la baja, y, con esto, presionando negativamente el desempeño del mercado.

Comportamiento histórico de las utilidades del S&P en períodos de recesión

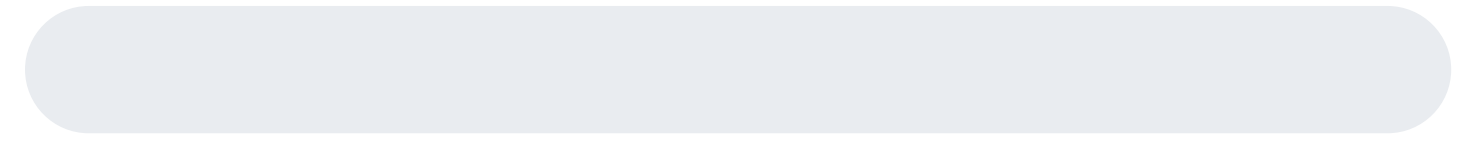


Fuente: Refinitiv



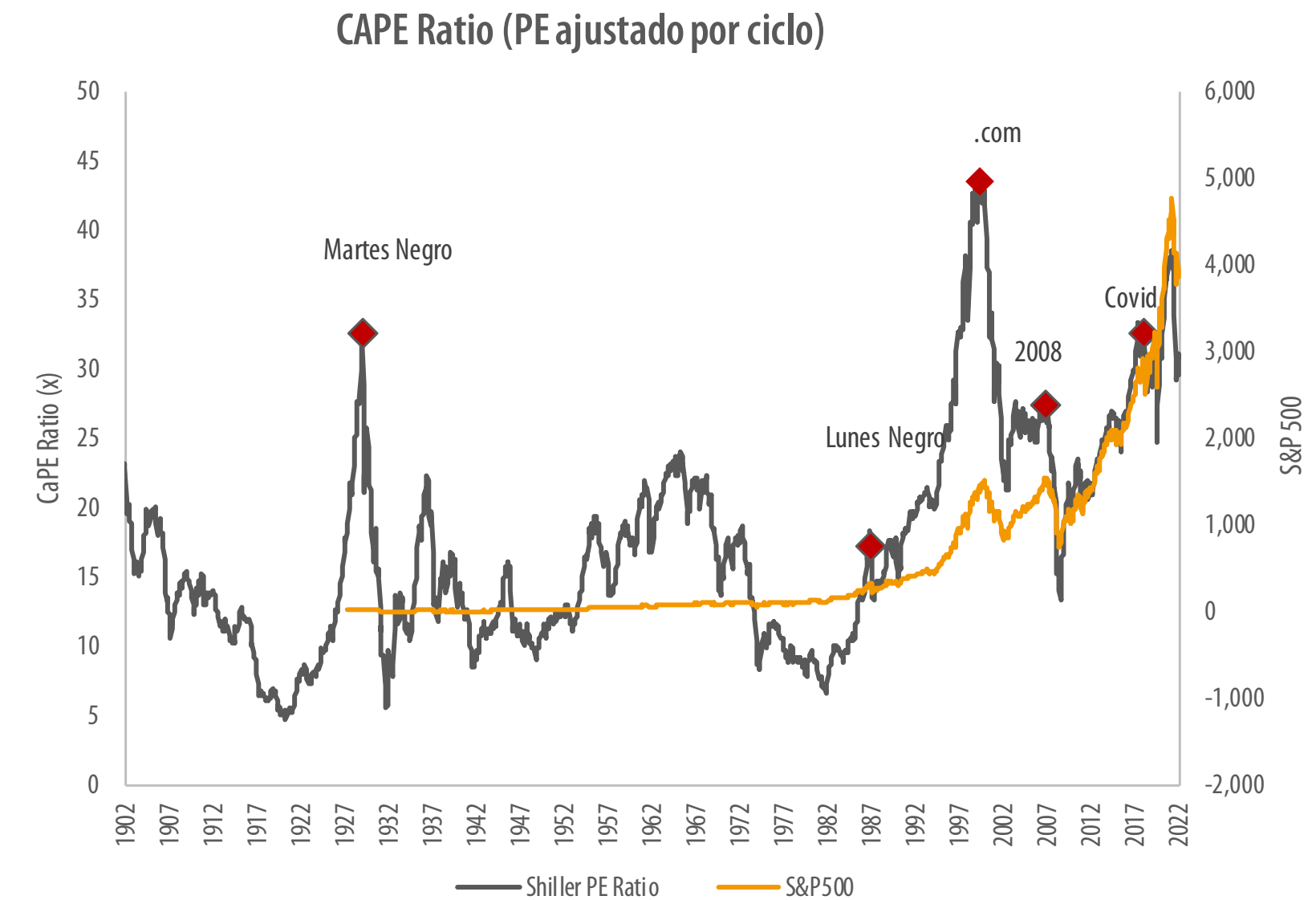
COMPARTIR

- Like icon
- Email icon
- Twitter icon
- Facebook icon
- WhatsApp icon



Acciones en Wall Street no están baratas pese a la reciente corrección. Además de la evidente disminución de las utilidades, y considerando el escenario inflacionario, una de las aproximaciones que permite evaluar la generación de utilidades en el largo plazo frente a los precios que reconoce el mercado, es el CAPE Ratio (P/E ajustado por ciclo), el cual permite aislar parcialmente el impacto de los ciclos económicos.

En este sentido, pese a los ajustes en precios que se han visto en el SPX 500 en lo corrido de 2022 al 22 de septiembre (-20%), el índice continúa reflejando un CAPE ratio elevado (28.4x), solo superado por los niveles vistos en 1929, en la crisis de las .Com y en años como 2019, previo al inicio de la pandemia. Lo anterior implica que el espacio de corrección actualmente continúa siendo amplio.



Fuente: Bloomberg | Capital IQ | Multpl.com | Cálculos: Davivienda Corredores

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷





Presiones para las acciones también podrían venir de la reducción de la hoja de balance. La historia soporta que el plan de la Fed de reducir su hoja de balance podría ser un factor más que se añade a la presión bajista para los precios de acciones. Antes de la crisis del 2008, la Reserva Federal tenía menos de USD 1 billón en activos en su hoja de balance. Desde septiembre de 2008 hasta enero de 2015, las tenencias de la hoja de balance de la Fed aumentaron hasta los USD 4.51 billones y, durante ese mismo periodo, el S&P 500 se valorizó 65.7%. Por otro lado, en octubre de 2017 la Fed inició su programa para reducir el ritmo de compras de activos y limitar la reinversión de los títulos que llegaban al vencimiento, lo cual duró hasta agosto de 2019.

La Fed empezó su proceso de “normalización de la hoja de balance” en octubre de 2017, permitiendo que los bonos se vencieran sin reinvertir el capital en valores nuevos. Ese proceso continuó hasta el 26 de agosto de 2019, lo que llevó la hoja de balance de la Fed hasta los USD 3.76 billones aproximadamente.

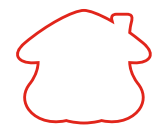
Durante ese periodo el S&P 500 subió solo un 12.1%. Durante la pandemia, la hoja de balance prácticamente duplicó su tamaño hasta situarse cerca de USD 9 billones, impulsando nuevamente la recuperación del mercado.

En mayo de 2022, la Reserva Federal inició de nuevo la disminución de la hoja de balance para reducir los altos niveles de liquidez; medida que también busca contener el avance de la inflación. En este sentido, mencionó dos aspectos importantes: i) no habrá compras de activos, tanto de Tesoros como de MBS (Mortgage backed Securities) y, ii) a partir de septiembre, la Fed dejará vencer títulos por un monto de hasta USD 60,000 millones en Tesoros y de USD 35,000 millones en MBS. Esto podría generar presiones adicionales en la liquidez del mercado, sobre todo en el corto plazo donde se dan los mayores vencimientos en el caso de los tesoros. Este será sin duda un factor clave para el desempeño de las acciones en 2023.

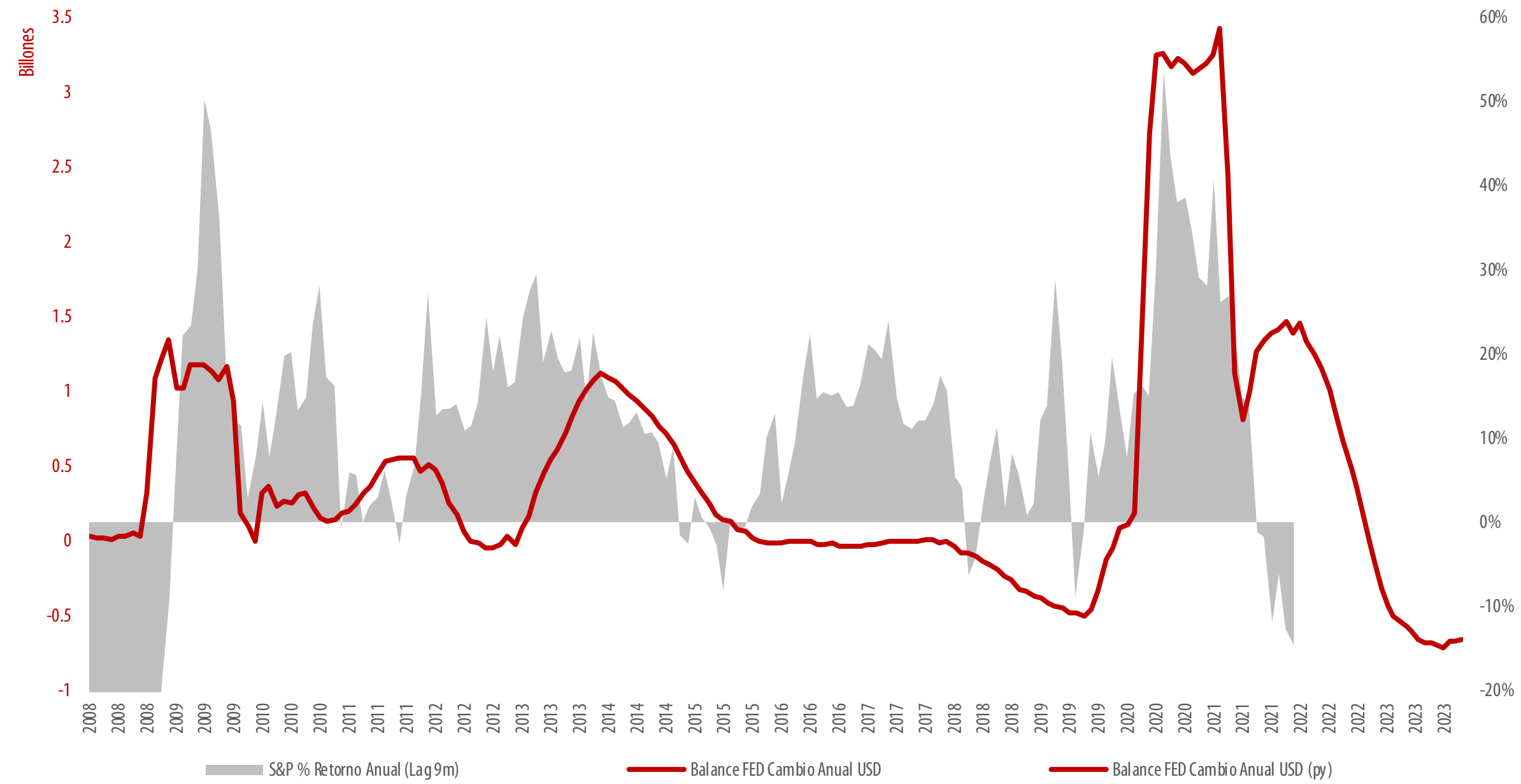


COMPARTIR

-
-
-
-
-



Hoja de Balance Fed - S&P 500



Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷





¿A qué nivel comprar acciones en EE.UU?. Al evaluar factores como la expectativa de crecimiento de utilidades de corto y largo plazo, el endurecimiento en la política monetaria por parte de la Reserva Federal, las tasas libres de riesgo de largo plazo y el mayor retorno requerido de las acciones, consideramos que índices como el S&P 500 podrían presentar correcciones adicionales significativas en los próximos meses.

De hecho, bajo un escenario de contracción de las utilidades del S&P 500 del -20% en 2023, en línea con la contracción de recesiones anteriores, y una recuperación de las utilidades a niveles de 2022 en cuatro años, estimamos una desvalorización potencial de 19% y un nivel intrínseco del S&P 500 de 3,074 puntos. El nivel estimado representa un P/E 2022 fwd de 13.5x y un P/E 2023 fwd de 16.9x. La siguiente tabla presenta el valor justo del índice bajo diferentes escenarios de crecimiento de utilidades.

Sensibilidad al nivel justo del S&P 500

		Variación utilidades 2024								
		-40%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	40%
Variación utilidades 2023	-40%	839	1,060	1,315	1,606	1,936	2,306	2,718	3,176	3,680
	-30%	978	1,236	1,534	1,873	2,258	2,690	3,171	3,705	4,294
	-20%	1,118	1,413	1,753	2,141	2,581	3,074	3,625	4,235	4,907
	-10%	1,258	1,589	1,972	2,409	2,903	3,458	4,078	4,764	5,520
	0%	1,398	1,766	2,191	2,676	3,226	3,843	4,531	5,293	6,134
	10%	1,538	1,942	2,410	2,944	3,548	4,227	4,984	5,822	6,747
	20%	1,677	2,119	2,629	3,212	3,871	4,611	5,437	6,352	7,360
	30%	1,817	2,296	2,848	3,479	4,194	4,996	5,890	6,881	7,974
	40%	1,957	2,472	3,067	3,747	4,516	5,380	6,343	7,410	8,587

Cálculos: Davivienda Corredores.

COMPARTIR

- 👍
- ✉
- 🐦
- f
- 📷





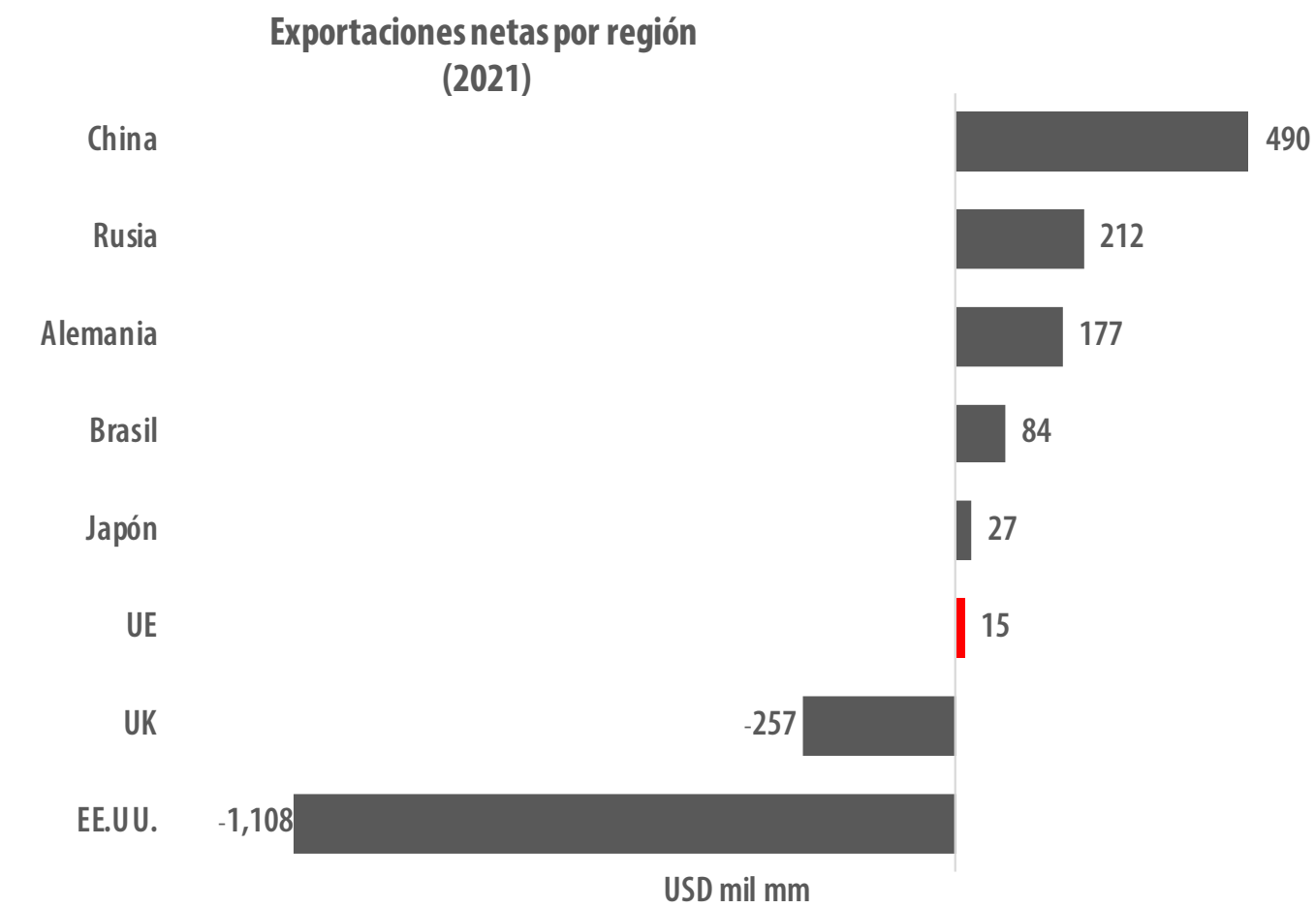
EUROPA

Los precios de la energía son la incógnita. La guerra entre Ucrania y Rusia continúa generando disrupciones en las relaciones y el comercio, particularmente en bienes energéticos. En la medida que se acerca el invierno, es posible que las tensiones se puedan incrementar y que factores como la inflación sigan generando presiones sobre los activos de riesgo. Además, la expectativa del Banco Mundial respecto al crecimiento de Europa en 2023 es moderada (1.9%) y podría tener rebajas adicionales en sus próximas revisiones.

Sin embargo, a diferencia de EE.UU., Europa es exportadora neta, lo cual implica una mayor diversificación de los ingresos de las compañías, lo que podría mitigar ciertos impactos en sus resultados, entendiendo que países como China podrían mantener niveles de demanda más sólidos por bienes y servicios europeos.

Además, las acciones europeas cuentan con precios mucho más reducidos frente a las americanas, lo cual podría limitar el impacto de una posible corrección en los activos.

Lo anterior se ve ejemplificado en el P/E actual del EuroStoxx 50, el cual es de 12x frente al registrado por el S&P 500 de 18x.

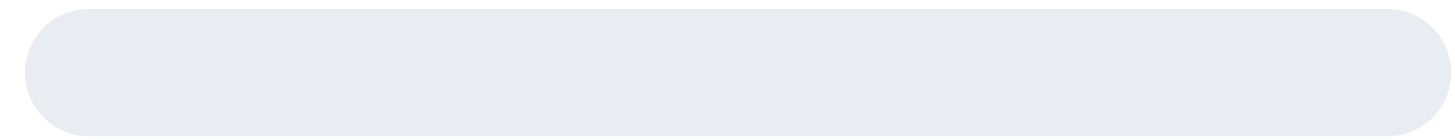


Fuente: Bloomberg



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



ASIA

El foco estará en China: En Asia, específicamente China, la política frente al COVID-19 ha traído impactos importantes en la dinámica industrial y de consumo, viéndose estos efectos en las menores perspectivas de crecimiento económico para el cierre del 2022 y 2023. Sin embargo, las medidas que ha adoptado el banco central, el cual anunció una reducción de su tasa de referencia y un estímulo fiscal adicional, podrían impulsar la economía China en 2023, la cual crecería 5.1% de acuerdo al Banco Mundial, permitiendo que destaque frente a la mayoría de economías desarrolladas (2.2% en 2023).

En este sentido, consideramos que un mejor comportamiento de este país, apoyará la dinámica comercial con sus países vecinos, pudiendo resultar en un soporte al crecimiento económico de los mismos. Sumado a esto, las bajas valoraciones del mercado de acciones asiático, excluyendo Japón, en comparación a EE.UU. muestran un escenario de desvalorización más limitado, lo que podría resultar en oportunidades de entrada atractivas.

Dicho esto, somos conscientes que la existente política en contra del COVID y las actuales tensiones geopolíticas con Estados Unidos, podrían impactar la dinámica económica y la valorización del mercado de capitales.

LATINOAMÉRICA

Activos baratos, materias primas y riesgos sociopolíticos en Latam: En América Latina, el grueso de los países son exportadores netos de materias primas, lo cual podrá resultar en algunos vientos en contra, dada la caída esperada de los precios. Por otro lado, podríamos a empezar a observar reversiones en las tasas de política monetaria durante 2023, con casos específicos como Chile y Brasil, lo cual podría beneficiar la dinámica económica regional.

Sin embargo, los riesgos sociopolíticos de la región seguirán. En Chile, el gobierno aún sigue buscando tramitar una nueva constituyente; en Brasil se dará el cambio en la presidencia durante 2023 y los gobiernos de Perú y Colombia están en busca de tramitar algunas reformas importantes, lo cual podría limitar el apetito por parte de inversionistas globales como locales.

A pesar de esto, las valoraciones de compañías e índices se encuentran en mínimos históricos, lo que podría mitigar el bajo apetito de los mercados accionarios.



COMPARTIR





Gestores de portafolios mantienen un posicionamiento defensivo. Tras los pronunciamientos del presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, donde reiteró el compromiso de hacer frente a la inflación, incluso si esto trae consigo algunos efectos negativos sobre la economía, las expectativas de mayores tasas por un periodo más prolongado frente a lo anticipado aumentaron. Esto se traduce en unas mayores tasas de descuento, presiones a la generación de utilidades de las compañías, crecientes riesgos de default y, en general, un mayor retorno exigido a activos como las acciones.

Como consecuencia de lo anterior, la percepción de riesgos sobre el mercado accionario global y la posibilidad de mayores correcciones continúa vigente, lo que ha llevado a los principales administradores de fondos del mundo a tener una exposición cada vez menor a activos relacionados con el mercado accionario.

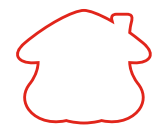
De acuerdo con encuesta Global Fund Managers Survey de Bank of America del mes de septiembre, los encuestados han optado por mantener una alta proporción de sus portafolios en liquidez, dándole preponderancia a una estrategia de mayor exposición al dólar frente a otros activos en general.

Por el lado de acciones, se nota la aversión que existe en este tipo de activos, donde existe una preferencia por compañías del sector salud, consumo básico, energía y bancos, demostrando la búsqueda de activos con coberturas a la inflación y con posibilidad de crecimiento de utilidades, en un período inflacionario como el actual.

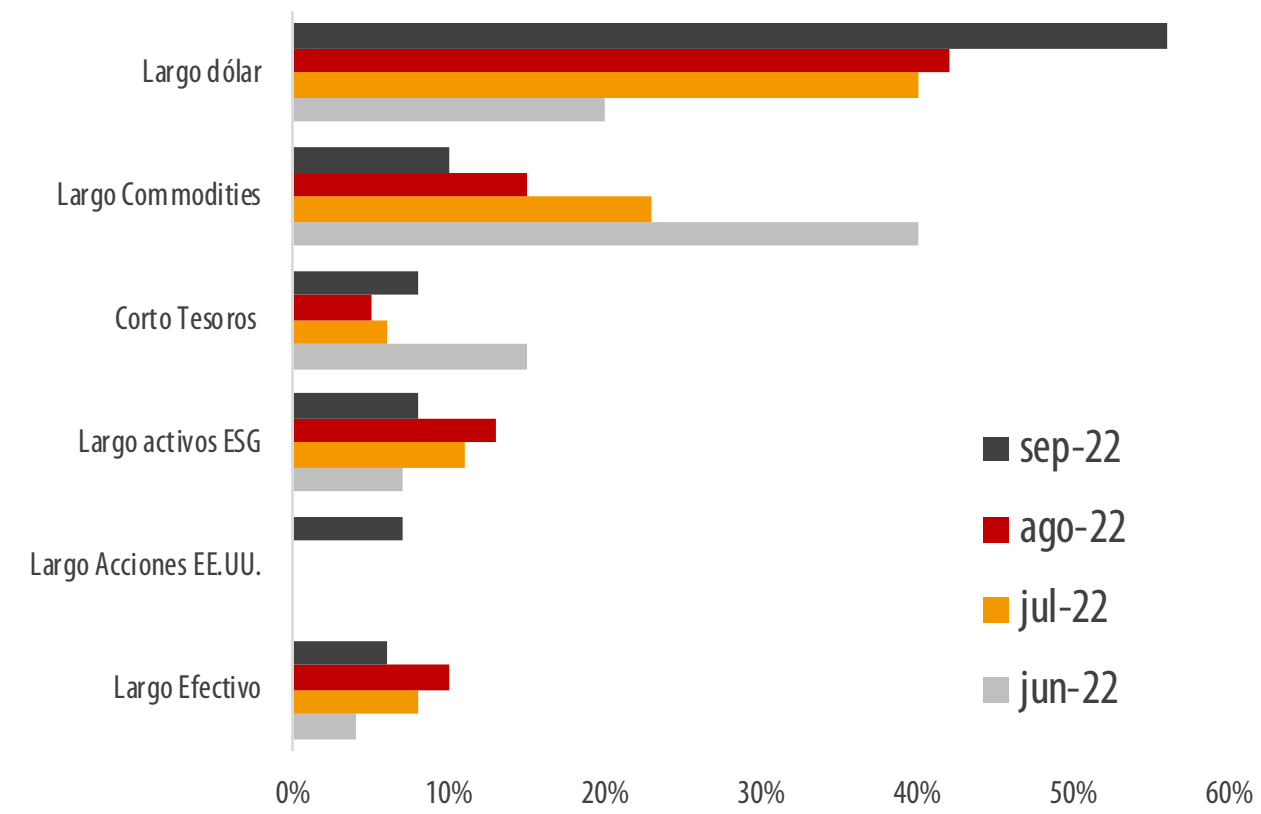
COMPARTIR

-
-
-
-
-



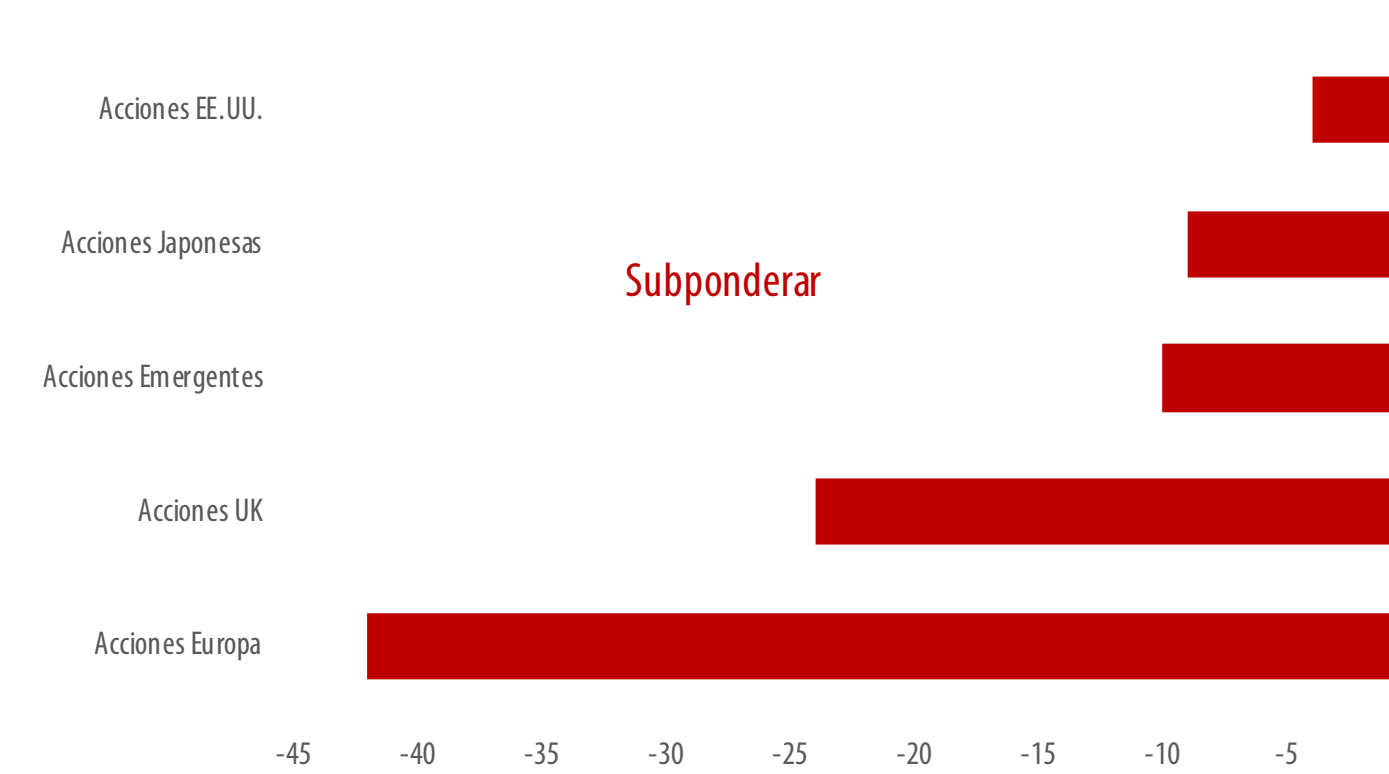


Estrategias de los gestores de fondos globales



Fuente: Encuesta Bank of America-Septiembre 2022

Posicionamiento gestores de fondos globales en acciones



Fuente: Encuesta Bank of America-Septiembre 2022

COMPARTIR

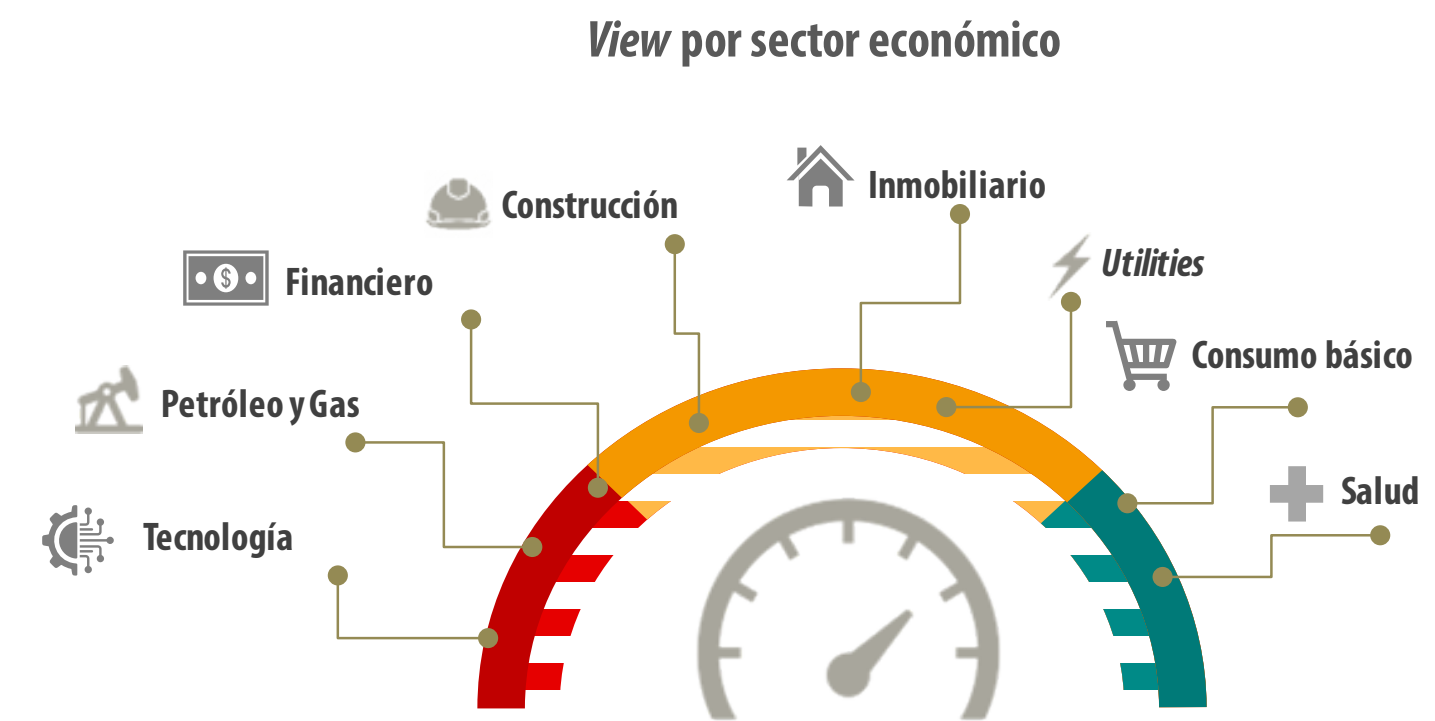
- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📺





Preferencia por bajo Beta. Considerando el contexto ya mencionado, preferimos sectores y compañías de bajo apalancamiento, márgenes operacionales amplios, buen dividendo y algún tipo de poder de fijación de precios, entendiendo el contexto de inflación elevada. Nuestra preferencia está concentrada en value, que ya cuenta con múltiplos de valoración más ajustados a la realidad económica. Lo anterior incluye sectores como utilities, consumo básico y salud.

Si bien algunas compañías de los sectores financiero y de energía podrían lucir baratas, existen suficientes factores de riesgo para preferir mantenernos al margen de este tipo de activos temporalmente. Sin embargo, dado que el ciclo de subidas de tasas de interés y los niveles de inflación podrían alcanzar sus niveles terminales en los próximos meses, es probable que estos sectores puedan liderar el repunte cuando esto ocurra, lo cual podría convertirse en una oportunidad de compra a niveles adecuados. Reiteramos que en el corto plazo no prevemos reducciones de la volatilidad.



Fuente: Corredores Davivienda



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



RIESGOS NO JUSTIFICAN EXCESIVOS DESCUENTOS

RENTA VARIABLE LOCAL

- El sentimiento negativo de los inversionistas se ha traducido en un deterioro de la liquidez del mercado, que ha llevado los precios de muchos de los activos locales a niveles incluso más bajos que los observados en el momento más severo de la pandemia.
- Las utilidades del COLCAP crecerían 40% en 2022 pero podrían reducirse 13% en 2023.
- La incertidumbre sobre las reformas que el nuevo gobierno piensa implementar serán claves para el desempeño del mercado local.
- Estimamos un nivel justo del MSCI Colcap de 1,350 puntos, equivalentes a un potencial del 16.6%.
- Nuestro portafolio de TOP PICKS en el mercado local está compuesto por Grupo Energía Bogotá, ISA y Bancolombia.

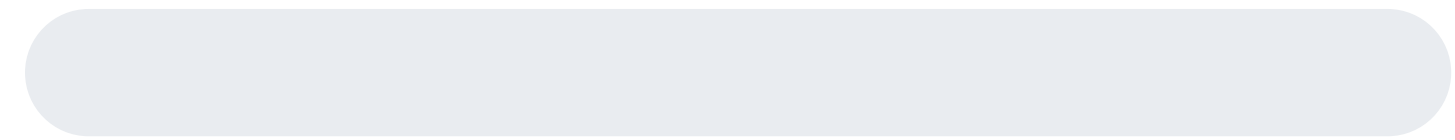
Un 2022 marcado por alta volatilidad y baja liquidez. El mercado local ha presentado un desempeño débil en lo corrido del año, donde el COLCAP acumula una desvalorización de 18%, por lo que de cerrar el año cerca de estos niveles, estaríamos ante la mayor caída anual desde el año 2015, cuando el índice se contrajo un 24%.

El comportamiento en lo corrido del año no ha mostrado una tendencia clara. Hasta el mes de mayo el índice acumulaba una valorización de 14%, impulsada por el buen desempeño de la economía, pero también por la liquidez proveniente de las OPAs por acciones de Grupo Sura y Nutresa. No obstante, desde junio varios factores han contribuido al pobre desempeño: un resultado electoral no afín a los intereses del mercado, la desvalorización de los mercados internacionales, la propuesta de reforma tributaria, y en particular el rápido aumento de las tasas de interés que ha aumentado el costo de oportunidad de invertir en activos de riesgo como las acciones.



COMPARTIR

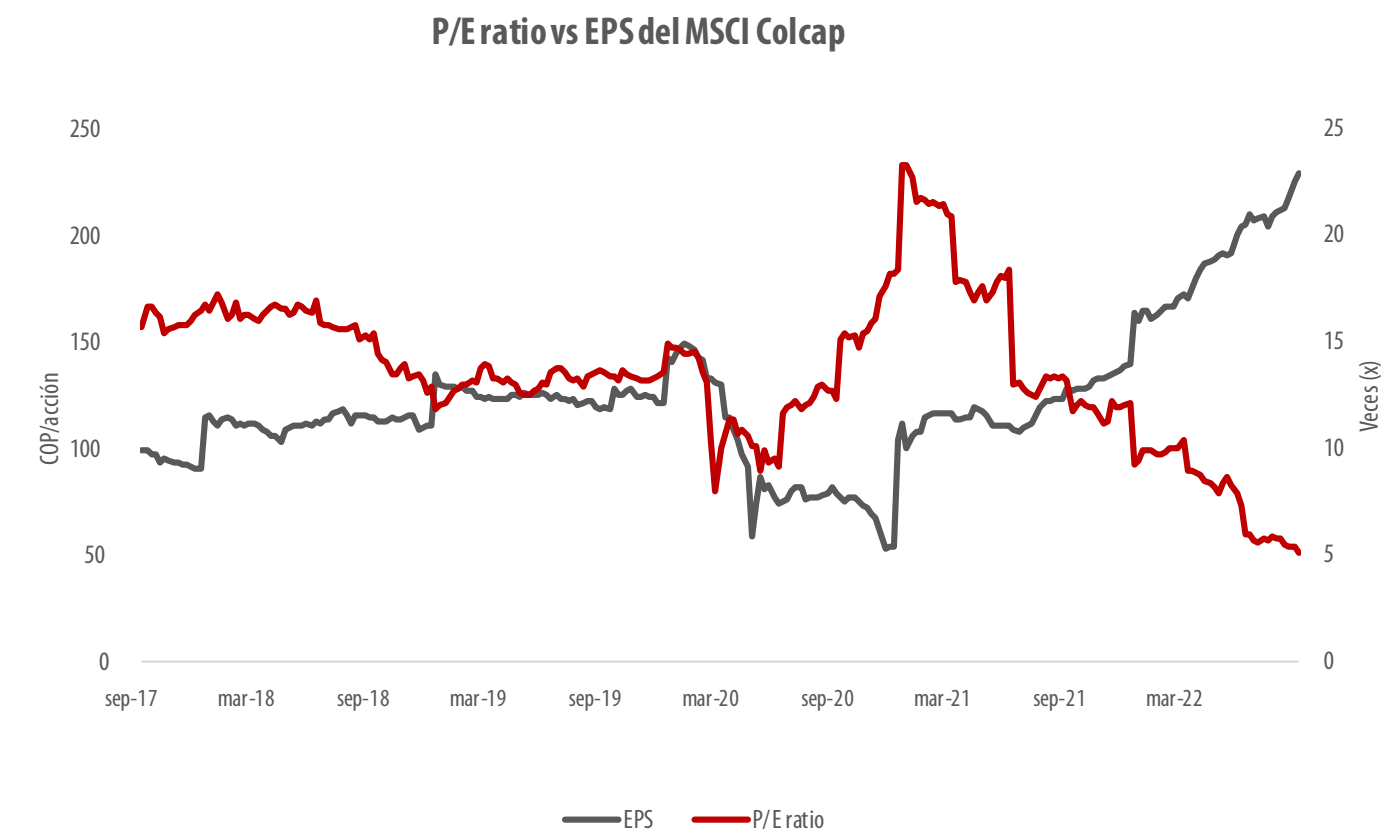




RIESGOS EXISTENTES NO JUSTIFICAN LOS EXCESIVOS DESCUENTOS

Acciones locales ya descuentan escenarios que son muy negativos. El 2023 se presenta con muchos retos, pero al tiempo, el mercado se ha ajustado de una forma tan agresiva a la baja, que los precios de las acciones locales ya descuentan escenarios excesivamente ácidos desde una perspectiva fundamental. El sentimiento negativo de los inversionistas se ha traducido en un deterioro de la liquidez del mercado, que ha llevado los precios de muchos de los activos locales a niveles incluso más bajos que los observados en el momento más severo de la pandemia, esto pese a que el comportamiento de las utilidades y la recuperación de la rentabilidad ha sido mucho más positiva de lo previsto.

Al revisar para cada compañía el múltiplo P/VL (precio/valor en libros) actual frente a su promedio histórico, y frente a el nivel que se alcanzó en el momento más extremo de la pandemia, se evidencia que principalmente las acciones con menor liquidez ya negocian en niveles de pandemia, pese a sus repuntes operacionales y mejores perspectivas.

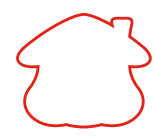


Fuente: Bloomberg|MSCI Colcap

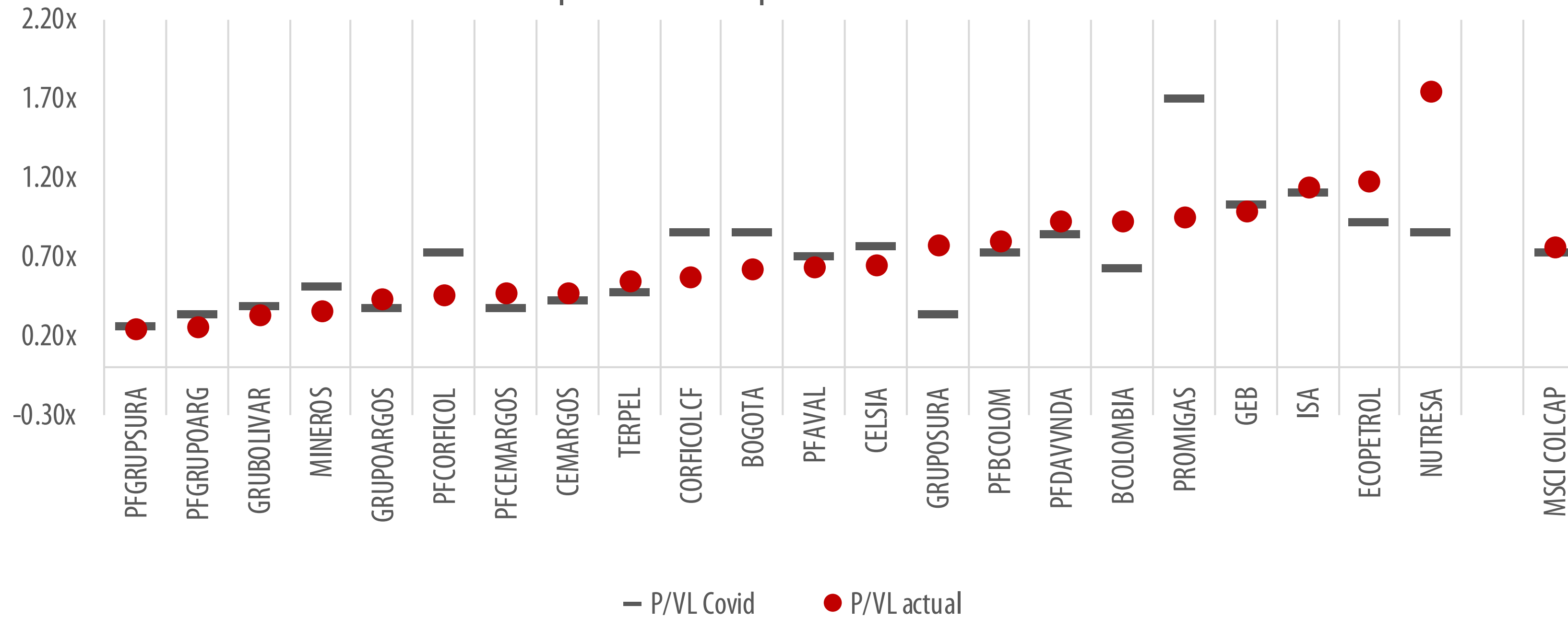


COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



Comparación múltiplo P/VL actual vs COVID

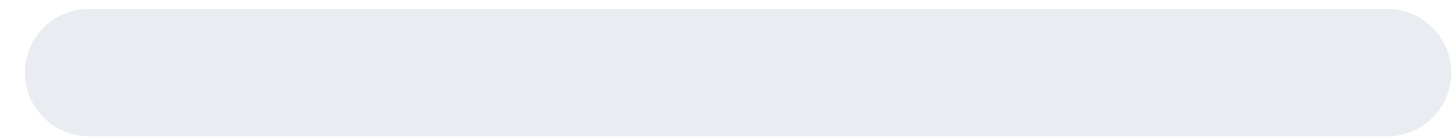


Fuente: Bloomberg | Cálculos: Davivienda Corredores.



COMPARTIR

- Like
- Share
- Twitter
- Facebook
- Instagram



Sobre esta base, los amplios descuentos frente a sus valores justos siguen siendo un factor casi transversal en la mayoría de las compañías y el potencial del COLCAP incorporando solo factores fundamentales, sigue siendo positivo, quedando claro que los precios actuales representan una oportunidad atractiva inversión en el mercado colombiano, vista desde una perspectiva de largo plazo, y mucho más si se tienen en cuenta los sólidos balances del grueso de las compañías colombianas para soportar la coyuntura actual de desaceleración económica.

No obstante, somos conscientes que ante los desafíos que aún persisten en las economías y la posibilidad de correcciones adicionales en los mercados accionarios globales, se pueden presentar descensos adicionales en las acciones colombianas; sobre todo porque actualmente, en materia de inversiones el atractivo de los activos está determinado por las tasas de interés, y en el escenario actual, el costo de oportunidad para activos de riesgo como las acciones o vehículos inmobiliarios se ha incrementado, al tiempo que la incertidumbre sobre la magnitud de la desaceleración de las economías seguirá llevando a los inversionistas a adoptar por más tiempo posiciones más conservadoras en sus portafolios.

Retorno por dividendos nuevamente en máximos históricos.

Dada la sobresaliente dinámica de resultados para el año 2022, esperamos que los dividendos para el año 2023 tengan una recuperación destacable. Mientras que en 2022 el retorno por dividendos se ubicó cerca al 7.8%, para el 2023 este retorno subiría al 14.3%.

Es clave anotar, que parte de este atractivo retorno, obedece a la desvalorización que han tenido las acciones durante el año corrido (-18%), producto de la aversión al riesgo.

Sobresale la recuperación en el dividendo de Ecopetrol que pasaría de COP 448 por acción en 2022 a COP 717 por acción en 2023, producto del impulso que le ha dado los altos precios del petróleo a las utilidades de la empresa.

Finalmente, es importante destacar que las compañías de servicios públicos, por su alta capacidad de generación de caja seguirán teniendo un alto retorno por dividendos.

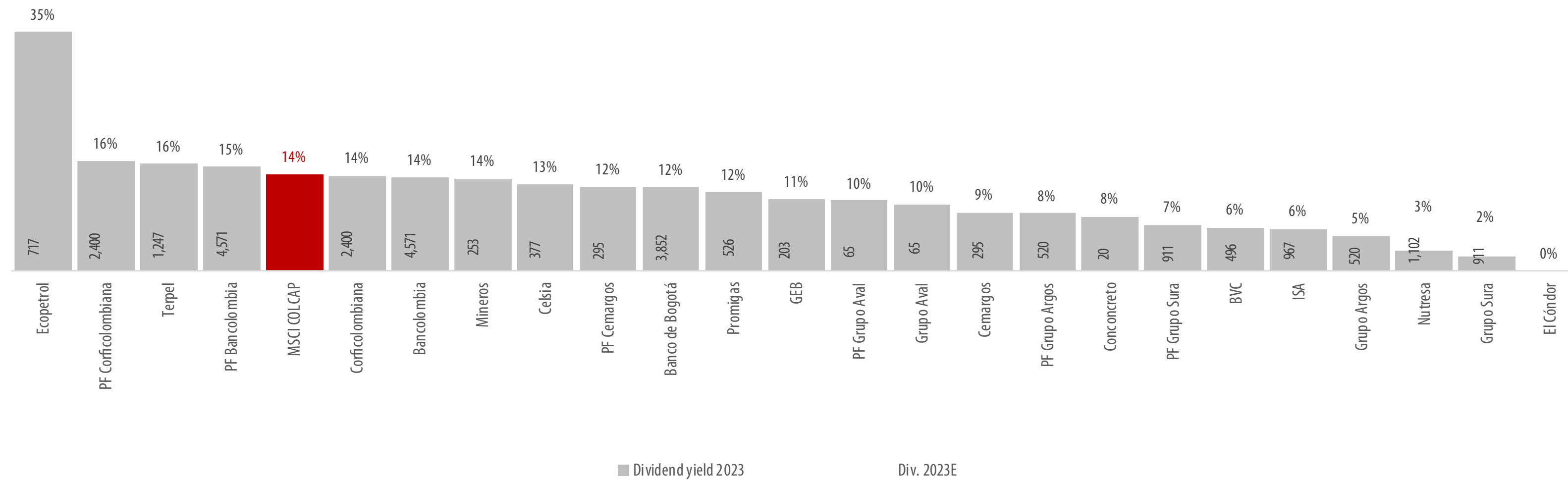


COMPARTIR

-
-
-
-
-



Retorno por dividendos 2023E*



Fuente: BVC | Cálculos: Davivienda Corredores. * Calculado con el precio al cierre del 23 de septiembre de 2022.



COMPARTIR

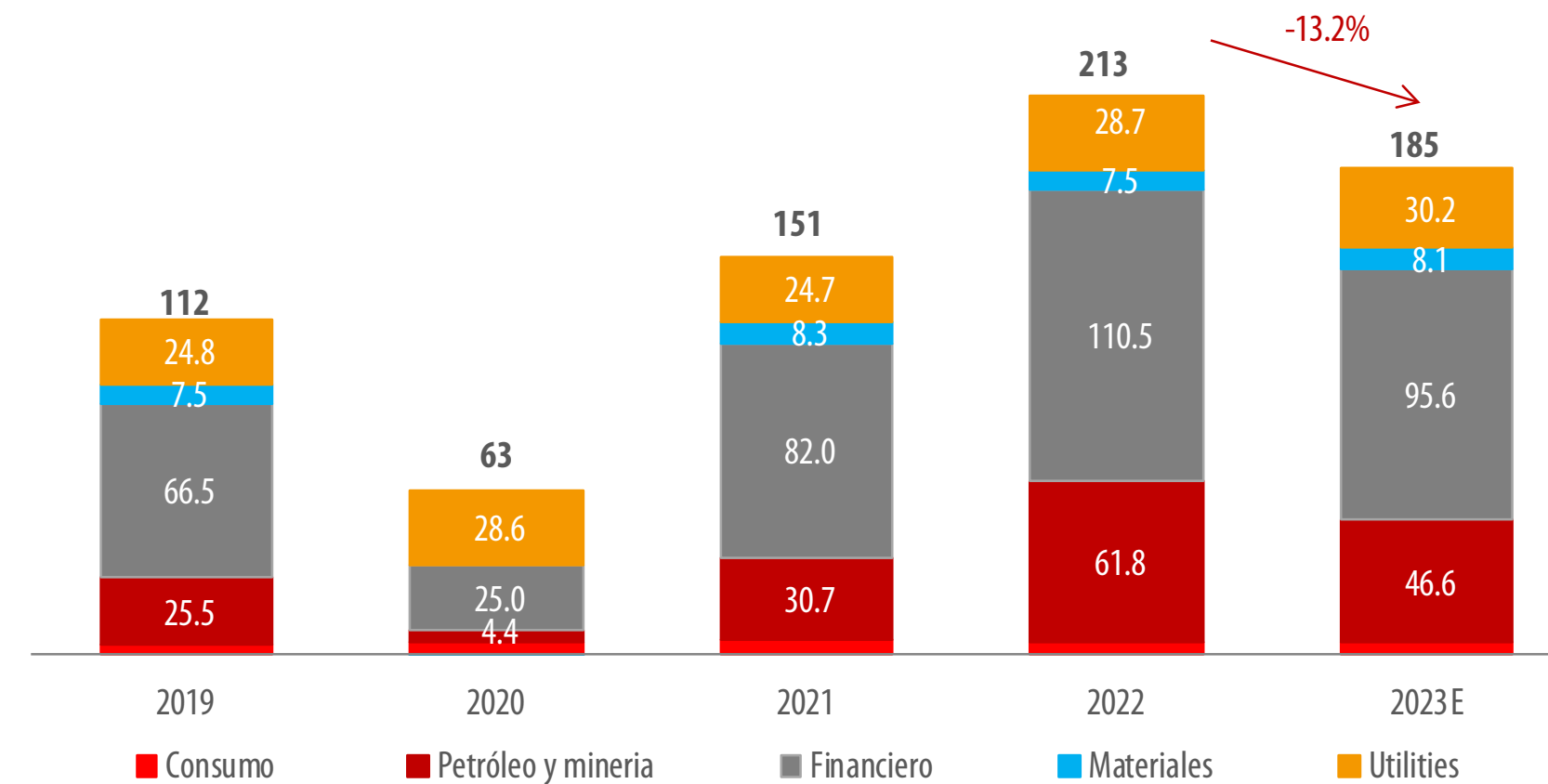
- Like
- Share
- Twitter
- Facebook
- WhatsApp



En cuanto a las utilidades del índice, esperamos una desaceleración de -13% para el 2023, esto producto principalmente de nuestra expectativa de un menor precio del petróleo, que significaría menores utilidades para Ecopetrol y del impacto de unas condiciones macroeconómicas más retadoras en los bancos, que implicarían mayores gastos en provisiones y a su vez menores utilidades.

De todas formas, vale la pena resaltar que esta cifra es comparativamente alta frente a la generación de utilidades del 2019 (+43%) y el 2021 (+22%).

Estimación utilidad por acción MSCI COLCAP (COP)

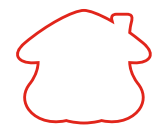


Fuente: Davivienda Corredores.

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- f
- 📷





Upside del Colcap es del 16.7%. Existen distintas metodologías para estimar el nivel justo de un índice. Partiendo de un análisis *bottom-up* y considerando el valor justo que estimamos para cada una de las compañías del MSCI Colcap que tenemos bajo cobertura y su participación en la canasta del índice, el nivel justo se ubicaría en 1,647 puntos, representando un potencial de 42.4%, sin incluir dividendos.

Por otro lado, usando una metodología *top-down* que incorpora factores como las tasas y primas de riesgo, el crecimiento de utilidades en el corto, mediano y largo plazo, el porcentaje de las utilidades destinado a distribución de dividendos, entre otros, hemos llegado a un nivel justo del MSCI Colcap de 1,350 puntos, equivalentes a un potencial del 16.7%. El nivel estimado representa un P/E 2022 fwd de 6.3x y un P/E 2023 fwd de 7.3x, el cual sin duda está muy distante de los promedios históricos a los que ha negociado el índice, pero también recoge el *derating* que han presentado la bolsa colombiana y en particular ciertos sectores, como el energético.

Las acciones colombianas han recogido escenarios excesivamente ácidos y si bien el 2023 será un año retador, las tasas en el mediano plazo tenderán a bajar y la economía a volver a crecer cerca de su potencial, lo cual hace que a nivel fundamental se haga evidente que hay oportunidades atractivas en compañías sólidas, pero que la inversión en acciones locales posiblemente requiera una visión de largo plazo.

La siguiente tabla presenta el valor justo del índice bajo diferentes escenarios de crecimiento de utilidades.

Nivel objetivo del Colcap 1,350 puntos



COMPARTIR

-
-
-
-
-



Sensibilidad al nivel justo del MSCI Colcap

		Variación utilidades 2024								
		-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
Variación utilidades 2023	-20%	811	894	983	1,077	1,177	1,283	1,394	1,512	1,636
	-15%	861	950	1,044	1,144	1,250	1,363	1,481	1,606	1,738
	-10%	912	1,006	1,106	1,212	1,324	1,443	1,568	1,701	1,840
	-5%	963	1,062	1,167	1,279	1,398	1,523	1,656	1,795	1,943
	0%	1,013	1,117	1,228	1,346	1,471	1,603	1,743	1,890	2,045
	5%	1,064	1,173	1,290	1,414	1,545	1,683	1,830	1,984	2,147
	10%	1,115	1,229	1,351	1,481	1,618	1,764	1,917	2,079	2,249
	15%	1,165	1,285	1,413	1,548	1,692	1,844	2,004	2,173	2,351
	20%	1,216	1,341	1,474	1,615	1,765	1,924	2,091	2,268	2,454

Cálculos: Davivienda Corredores.



COMPARTIR

-
-
-
-
-



Ajustes en el costo del capital justifican parte de la desvalorización pero no el descuento actual. Factores como el incremento en el costo de la deuda y la subida en las primas de riesgo justifican algunos de los ajustes en precios que ha presentado el mercado local recientemente.

Durante los últimos 16 años, estimamos que el WACC promedio de una compañía pública listada en Colombia con un Beta de 1, y sin incorporar factores como liquidez, ha sido del 8.9% en COP.

Sin embargo, ante la coyuntura actual y el cambio estructural que han mostrado las tasas neutrales en Colombia y EE.UU., hoy las tasas de descuento están en niveles de crisis como la de 2008. En promedio, hoy el WACC de una compañía colombiana ronda el 12.4%, incluyendo factores como un costo de la deuda antes de impuestos del 14.4%. Sin embargo, en la medida que el factor inflacionario y de tasas de interés se estabilicen y se acerque a sus niveles estructurales, también se daría un ajuste a la baja en los costos del capital.

En un escenario hipotético, donde los componentes de las tasas de descuento permanecieran estructuralmente en los niveles actuales, el valor justo que estimamos de las empresas se reduciría entre un 11% y un 27%. No obstante, el efecto es desigual, ya que tales afectaciones, dependen de la exposición que tenga cada empresa en sus fuentes de generación de caja, a países diferentes a Colombia y al impacto final de la evolución de la tasa de cambio

Un escenario en el que las tasas de descuento se mantuvieran estructuralmente en su nivel actual, se justificarían reducciones en precios frente al nivel objetivo de entre el -11% y -27%

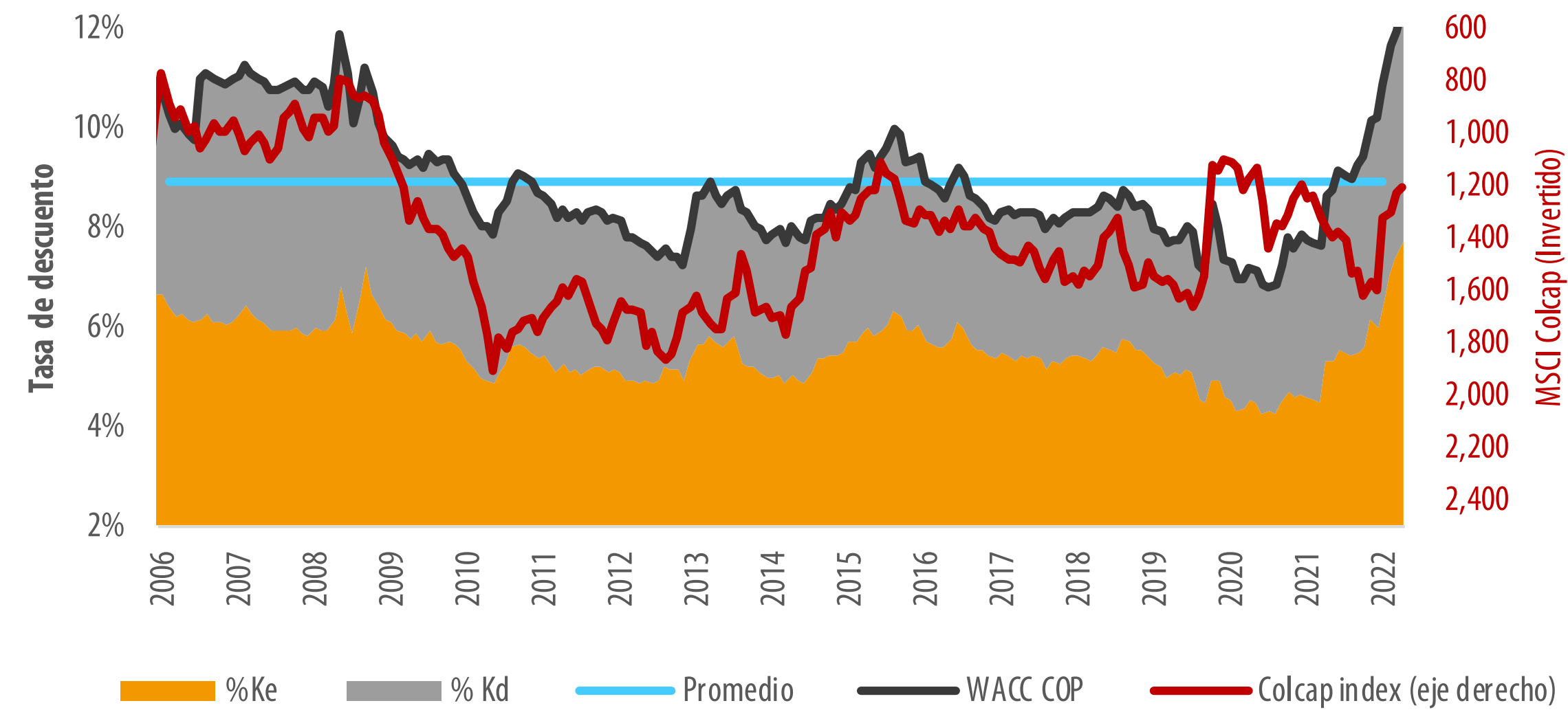


COMPARTIR





Evolución WACC Colombia y sus componentes

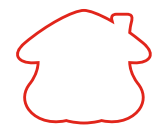


Fuente: Estimaciones Davivienda Corredores

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷





Sensibilidad del Valor Justo de las acciones ante incrementos en tasa de descuento (Ke/ WACC)

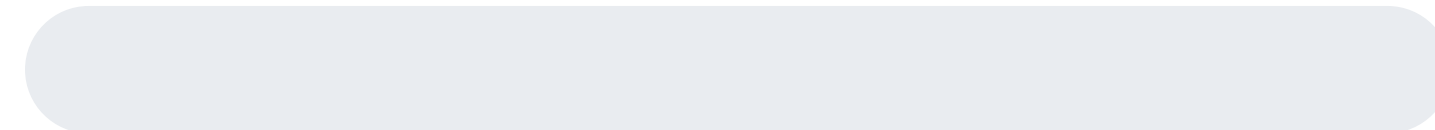
Compañía	Valor Justo 2023	Potencial	Retorno con dividendos	+100 pbs	Potencial	+200 pbs	Potencial	+300 pbs	Potencial	% de Part Colcap
BOCOLOMBIA	40,000	20.8%	34.6%	36,900	11.4%	34,200	3.3%	31,900	-3.7%	11.9%
BOGOTA	58,000	85.6%	97.9%	53,840	72.3%	50,300	61.0%	47,250	51.2%	1.0%
BVC	8,200	6.8%	13.2%	7,570	-1.4%	6,870	-10.5%	6,650	-13.4%	0.3%
CELSIA	4,700	58.8%	71.6%	3,700	25.0%	2,900	-2.0%	2,300	-22.3%	1.9%
CEMARGOS	5,500	61.8%	70.4%	4,700	38.2%	4,100	20.6%	3,600	5.9%	2.3%
CORFICOLCF	28,800	69.3%	83.4%	26,150	53.7%	24,480	43.9%	22,464	32.1%	2.5%
ECOPETROL	3,020	48.5%	83.7%	2,840	39.6%	2,370	16.5%	2,100	3.2%	14.6%
GEB	3,100	61.9%	72.5%	2,700	41.0%	2,300	20.1%	2,000	4.4%	7.1%
GRUPOARGOS	13,400	32.7%	37.8%	12,194	20.7%	11,122	10.1%	10,050	-0.5%	4.2%
GRUPOSURA	36,400	-11.2%	-9.0%	33,400	-18.5%	30,800	-24.9%	28,500	-30.5%	5.1%
ISA	24,700	59.3%	65.5%	21,900	41.2%	19,200	23.8%	17,500	12.8%	9.7%
MINEROS	3,700	100.0%	113.7%	3,320	79.5%	3,090	67.0%	2,900	56.8%	0.3%
PFAVAL	860	36.5%	46.8%	798	26.7%	746	18.4%	701	11.3%	3.5%
PFCOLOM	40,000	34.2%	49.6%	36,900	23.8%	34,200	14.8%	31,900	7.0%	18.6%
PFCEMARGOS	5,500	131.1%	143.5%	4,700	97.5%	4,100	72.3%	3,600	51.3%	0.7%
PFCORFICOL	28,800	94.6%	110.8%	26,150	76.7%	24,480	65.4%	22,464	51.8%	0.3%
PFGRUPOARG	13,400	118.8%	127.3%	12,194	99.1%	11,122	81.6%	10,050	64.1%	1.8%
PFGRUPSURA	36,400	173.7%	180.5%	33,400	151.1%	30,800	131.6%	28,500	114.3%	2.1%
PROMIGAS	8,500	87.4%	99.0%	7,500	65.4%	6,660	46.9%	5,940	31.0%	0.8%
TERPEL	18,900	139.2%	155.0%	16,400	107.6%	14,300	81.0%	12,500	58.2%	0.4%
COLCAP	1,647	42.4%	57%	1,505	30.03%	1,353	16.95%	1,239	7.10%	93.07%

Fuente: Davivienda Corredores.

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



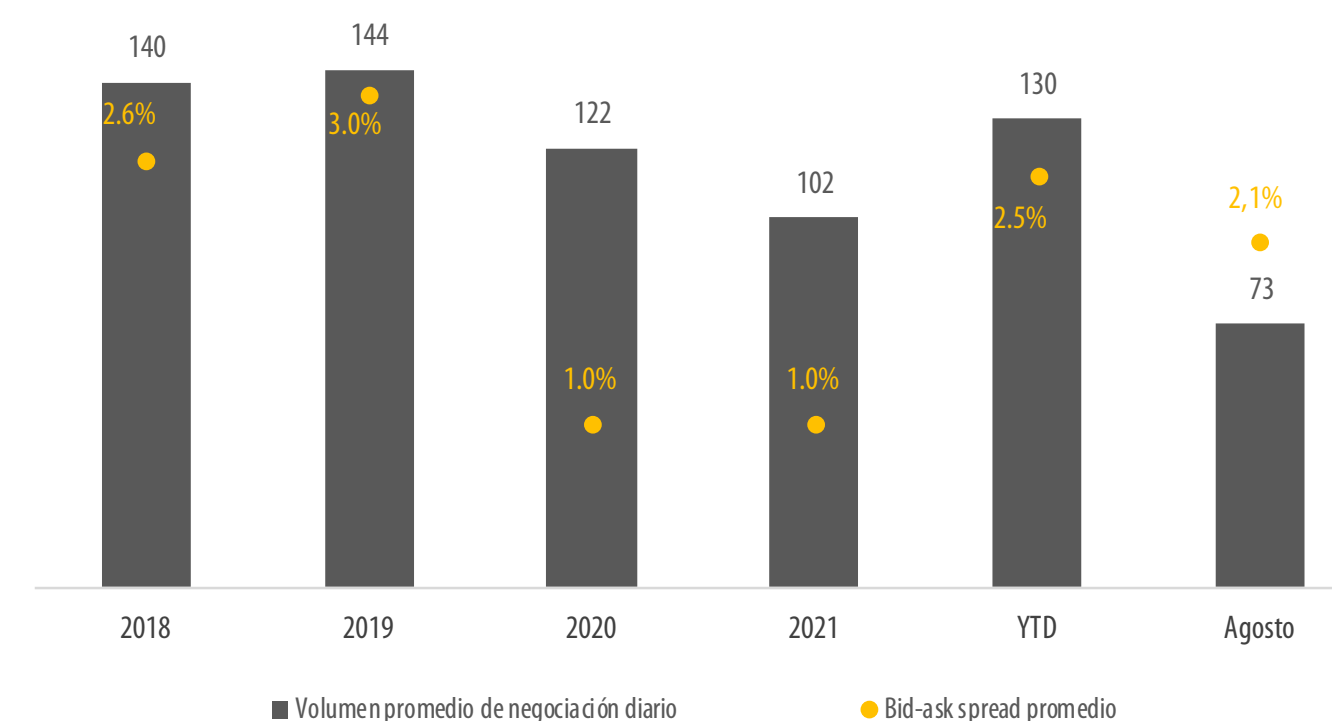


FACTORES A MONITOREAR

Baja liquidez se traduce en grandes descuentos. Hace casi 5 años el mercado registraba un volumen diario de negociación promedio de cerca de COP 140 mil mm, el cual ha decrecido en los últimos 3 años. En el año corrido, si bien el volumen promedio supera el del 2021, es importante recalcar que, en los primeros meses del año 2022, el volumen del mercado local se vio impulsado por las OPAs por Grupo Sura y Grupo Nutresa. No obstante, en los últimos meses de 2022 los volúmenes de negociación se han contraído a niveles no observados en casi 10 años, debido a factores locales e internacionales, que han afectado la confianza de los inversionistas.

Por su parte, si observamos el Bid-ask spread promedio (medida utilizada para evaluar la liquidez basada en la diferencia entre el precio de oferta y el de demanda de una acción) de los emisores locales del índice, podemos notar que en comparación con los años 2020 y 2021 a medida que el volumen transado en acciones ha caído, el Bid-ask spread se ha incrementado.

Volumen de negociación vs Bid-ask spread



Fuente: BVC | Bloomberg



COMPARTIR

- Like icon
- Email icon
- Twitter icon
- Facebook icon
- WhatsApp icon



Evolución del spread Bid/Ask

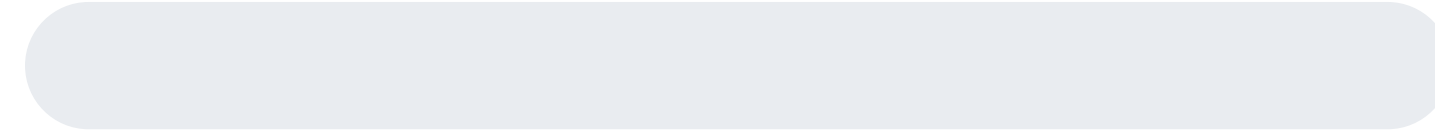
Acciones	2020	2021	YTD	Julio	Evolución
Bancolombia pref.	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	█ █ █ █
Ecopetrol	0.5%	0.4%	0.2%	0.2%	█ █ █ █
Grupo Argos Pref.	0.2%	1.5%	0.5%	0.6%	█ █ █ █
Aval Pref.	0.3%	0.4%	1.1%	0.6%	█ █ █ █
Canacol Energy	0.5%	0.9%	0.7%	0.7%	█ █ █ █
Icolcap	0.5%	1.4%	0.6%	0.9%	█ █ █ █
ISA	1.0%	1.0%	0.7%	1.0%	█ █ █ █
Celsia	0.4%	0.9%	1.0%	1.0%	█ █ █ █
Corficolombiana pref.	1.2%	1.3%	1.7%	1.1%	█ █ █ █
Mineros	0.4%	0.4%	1.4%	1.1%	█ █ █ █
Banco de Bogota	1.2%	2.0%	0.6%	1.1%	█ █ █ █
Davivienda Pref.	1.5%	0.5%	1.8%	1.1%	█ █ █ █
Bancolombia	0.3%	0.7%	0.9%	1.2%	█ █ █ █
Cemargos	1.1%	0.9%	1.4%	1.3%	█ █ █ █
GEB	0.4%	0.5%	1.2%	1.4%	█ █ █ █
Terpel	1.7%	0.4%	0.7%	1.5%	█ █ █ █
Grupo Sura Pref.	0.7%	0.3%	1.7%	1.5%	█ █ █ █
Promigas	7.1%	1.7%	2.5%	1.5%	█ █ █ █
Corficolombiana	1.1%	0.9%	1.2%	1.6%	█ █ █ █
Grupo Argos	1.1%	1.2%	1.4%	1.8%	█ █ █ █
Cemargos pref.	0.8%	1.3%	1.7%	2.0%	█ █ █ █
BVC	0.3%	2.4%	1.4%	2.5%	█ █ █ █
Nutresa	0.6%	0.4%	2.7%	3.1%	█ █ █ █
Grupo Bolívar	0.4%	1.6%	3.2%	3.4%	█ █ █ █
Grupo Sura	0.5%	0.1%	3.8%	3.5%	█ █ █ █
ETB	0.6%	1.5%	6.3%	5.3%	█ █ █ █
PROMEDIO	1.0%	1.0%	1.6%	1.6%	

Fuente: BVC | Cálculos: Davivienda Corredores



COMPARTIR

-
-
-
-
-



Incertidumbre regulatoria y tributaria. Será importante estar atentos a reformas, leyes y modificaciones regulatorias, que podrían impactar no solo el desempeño financiero de las empresas sino, los flujos disponibles para invertir en los activos financieros.

Actualmente cursa en el congreso el proyecto de Reforma Tributaria, el cual contempla modificaciones al Estatuto Tributario que generan algunos desincentivos para invertir en acciones. Es el caso del mayor impuesto a los dividendos, o el impuesto a las exportaciones de oro, donde este último habría considerado eliminarse. Del otro lado, sobresalen planteamientos como una mayor sobretasa al sistema financiero (de 3% a 5%).

Lo cierto es que nada está escrito todavía, y será muy importante monitorear el resultado final para poder tener certeza del eventual impacto en el mercado y el valor de las empresas. Resaltamos que el gobierno está trabajando para que la aprobación de la reforma se dé en octubre.

Adicionalmente, la reforma tributaria no es el único ajuste propuesto, también se han mencionado temas como Reforma a la salud, ajustes salariales, modificaciones regulatorias al sector de energía, prohibición del fracking, y, uno de los más relevantes, la reforma pensional, que, entre otros, definirán el rumbo del mercado.

Propuestas Reforma Tributaria

Impuesto a los dividendos	Sobretasa al sistema financiero
Tarifa sobre ganancias ocasionales	Impuestos específicos a minería de oro, petróleo y carbón
Valoración de las acciones para efectos del impuesto al patrimonio	Eliminación de beneficios a tributarios a las empresas

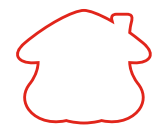
Otros ajustes o revisiones propuestos

Modificación a tarifas de energía eléctrica	Revisión de licencias mineras otorgadas
Prohibición del fracking	Ajustes salariales - Horas extras - Salario mínimo
Revisión a peajes	Importación de Gas desde Venezuela
Licencias ambientales sujetas a comunidades	



COMPARTIR

- Like
- Email
- Twitter
- Facebook
- WhatsApp



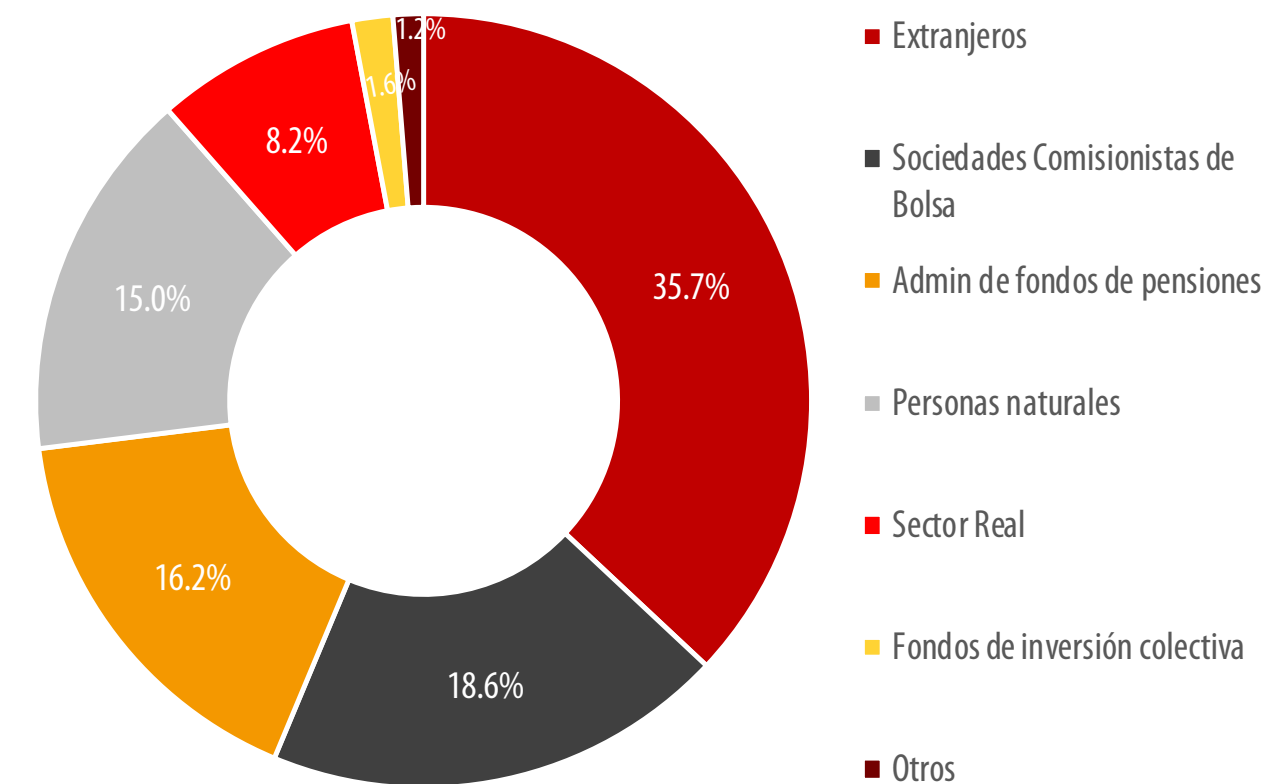
Reforma pensional, clave para el mercado. En su plan de gobierno, el presidente electo propuso un sistema público universal de pilares basado en la solidaridad social, el cual se basa en unificar el Sistema General de Pensiones, para así lograr un equilibrio presupuestal y liberar al menos COP 13 billones del presupuesto del gobierno que actualmente son girados a Colpensiones, de acuerdo a sus cálculos.

Este nuevo modelo, combinaría el régimen de prima media y el de capitalización, en donde en el de prima media, los afiliados cotizarían de manera obligatoria a Colpensiones entre 1 a 4 SMMLV. Por su parte, las personas cuyos ingresos sean superiores a 4 SMMLV decidirán libremente donde cotizar el excedente; en este pilar participarán las Administradoras de Fondos de Pensiones.

Bajo este escenario y dado que gran porcentaje de los afiliados en Colombia ganan menos de 4 SMMLV, las AFP no tendrían el flujo actual de cotizaciones mensuales, lo cual limitaría su participación no solo en el mercado de acciones locales, donde tienen posiciones cercanas a los COP 29 bn (12% del PIB), sino también en mercados como el de renta fija.

Este hecho, sumado al contexto ya mencionado de bajos volúmenes de negociación, podrían acentuar la iliquidez en el mercado, dificultando aún más la correcta formación de precios de las acciones e incluso desincentivando la participación de otros agentes en el mercado local.

Participación en las negociaciones del índice*

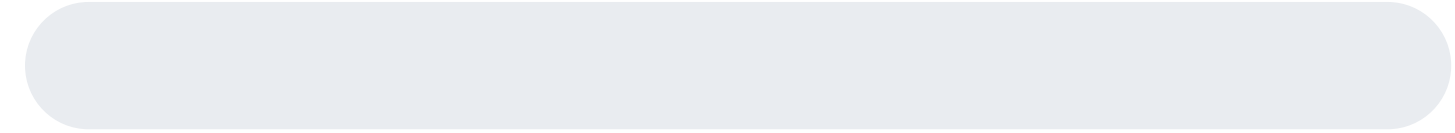


Fuente: BVC | Cálculos: Davivienda Corredores. * Corresponde al volumen negociado durante 2021 y 2022.

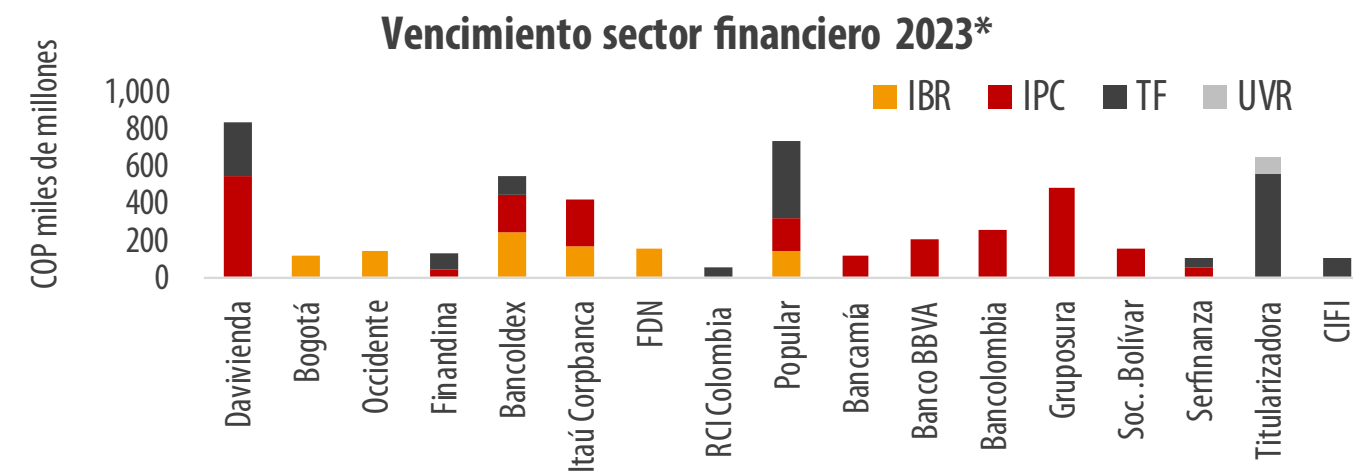


COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📷



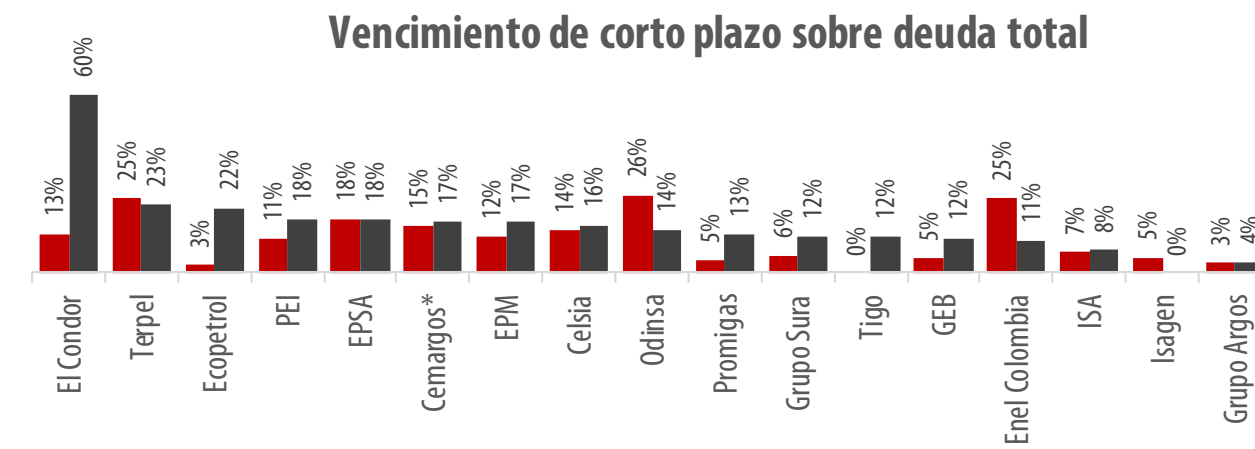
Altos vencimientos por parte del sector financiero en 2023. El entorno actual de altas tasas de interés y una política monetaria menos expansiva, o incluso contractiva, tanto en Colombia como a nivel mundial, pone presiones importantes en el costo de la deuda de las compañías. De cara a 2023, los mayores vencimientos de deuda corporativa se centran principalmente en las compañías del sector financiero, en donde el contexto actual genera unos retos importantes a la hora de reperfilar esta deuda.



Fuente: BVC | Cálculos: Davivienda Corredores. *corresponde a los vencimientos de deuda denominada en COP.

Los emisores del sector financiero con mayores vencimientos cuentan con una calificación favorable que permite generar confianza hacia los inversionistas, lo cual podría facilitarles tener un acceso al mercado de capitales, pero sin duda a unos costos mayores a años pasados.

Por su parte, de cara al sector real, compañías como El Cóndor, Terpel y Ecopetrol se destacan por tener los mayores vencimientos de deuda en 2023 como porcentaje de su deuda total. Finalmente, Ecopetrol tiene un vencimiento por cerca de USD 5,068 mm en 2023, y a la fecha aún no tenemos noticias de la estrategia de refinanciamiento.



Fuente: BVC | Cálculos: Davivienda Corredores. **Cemargos acaba de anunciar el reperfilamiento de su deuda por USD 750 mm.



COMPARTIR

- Like icon
- Email icon
- Twitter icon
- Facebook icon
- Share icon






Como lo mencionamos anteriormente, reconocemos que el próximo año las compañías se enfrentan a un escenario retador ante factores internos y de carácter internacional.

En este sentido, elegimos nombres como Grupo Energía Bogotá e ISA, los cuales se encuentran en un sector defensivo al tener sus ingresos indexados a la inflación y contar con un portafolio diversificado geográficamente y de negocios. Además, presentan estabilidad en su generación de flujo de caja y niveles de apalancamiento sostenibles.

Por otra parte, vemos una oportunidad interesante en el sector bancario, el cual presenta descuentos importantes en los precios de los principales emisores, en donde destacamos a Bancolombia, como una alternativa atractiva. Si bien reconocemos que este es un sector con alta sensibilidad a los ciclos económicos, estimamos que Bancolombia mantendrá indicadores de rentabilidad superiores, incluso frente a su propia historia.

En esta línea, a la hora de elegir nuestros Top Picks, consideramos factores adicionales como liquidez de las acciones, los atractivos potenciales de valorización y retornos por dividendo altos.

Portafolio Top Picks			
			
Sector	Utilities	Utilities	Financiero
Peso sugerido	30%	30%	40%
Dividend Yield	4.8%	10.0%	10.5%
Valor Justo 2023FA	COP 24,600	COP 3,100	COP 40,000
Potencial	58.6%	61.9%	34.2%
Retorno Total	63.4%	71.9%	44.7%



COMPARTIR

-
-
-
-
-

Empresa	Valor Justo 2023FA						
	Valor Justo	Potencial	Div. 2023E	Retorno por Dividendo	Retorno total	Recomendación	Riesgo
GEB*	3,100	61.9%	203	10.6%	72.5%	Comprar	Alto
ISA*	24,700	59.3%	967	6.2%	65.5%	Comprar	Alto
Bancolombia*	40,000	34.2%	4,571	15.3%	49.6%	Comprar	Alto
Terpel	18,900	139.2%	1,247	15.8%	155.0%	Comprar	Alto
PEI	96,300	118.1%	3,522	8.0%	126.1%	Comprar	Alto
Promigas	8,500	87.4%	526	11.6%	99.0%	Comprar	Alto
Banco de Bogotá	58,000	85.6%	3,856	12.3%	97.9%	Comprar	Alto
Concreto	980	295.2%	20	8.1%	303.2%	Mantener	Muy Alto
Mineros	3,700	100.0%	253	13.7%	113.7%	Mantener	Muy Alto
Ecopetrol	3,020	48.5%	717	35.3%	83.7%	Mantener	Muy Alto
Celsia	4,700	58.8%	377	12.7%	71.6%	Mantener	Alto
Grupo Aval	860	36.5%	65	10.3%	46.8%	Mantener	Alto
Grupo Argos	13,400	32.7%	520	5.1%	37.8%	Mantener	Alto
Grupo Sura	36,400	-11.2%	911	2.2%	-9.0%	Mantener	Alto
Cemargos	5,500	61.8%	295	8.7%	70.4%	Vender	Muy Alto
MSCI COLCAP	1,350	16.7%		14.1%	30.8%		