

## Bancolombia

# Rentabilidad alta, su punto a favor

Valor Justo:  
 **COP 41,700**  
 Comprar

Potencial: 52.8% Riesgo: Alto Cierre: 27,290

## INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN

Capitalización bursátil (COP bn)	26.76
Dividendo anual 2024E (COP)	4,013
Retorno por dividendo:	14.43%
% MSCI COLCAP	29.5%
# Acciones	962 mm
P/VL actual:	0.79x
P/U actual:	4.07x

A pesar de las perspectivas de deterioro de la cartera y, por ende, de aumento en el gasto por provisiones, sumado a la presión en sus márgenes de intermediación que se daría cuando inicie la fase de recortes de tasa por parte del Banrep; Bancolombia ha mantenido y mantendrá niveles saludables de rentabilidad, superiores a sus pares, que se traducirán en mayores utilidades y una expectativa de dividendos atractiva.

En este sentido, de cara a 2024 esperamos un retorno por dividendos superior al 14% anual y una rentabilidad medida por ROAE cercana al 15.3%, que permita a Bancolombia materializar su valor justo en mejor medida que el resto del mercado colombiano.

## > ¿POR QUÉ COMPRAR?

El descuento actual de la acción no refleja las mejores perspectivas de rentabilidad que se tiene para el banco en los próximos años (ROE >15%). Sumado a esto, al tener buenos niveles de liquidez en la negociación en bolsa y un atractivo retorno por dividendos, nos lleva a considerar a Bancolombia como una atractiva inversión hacia adelante.

### Autores

Julián Ausique  
 Analista Acciones  
 jausique@corredores.com

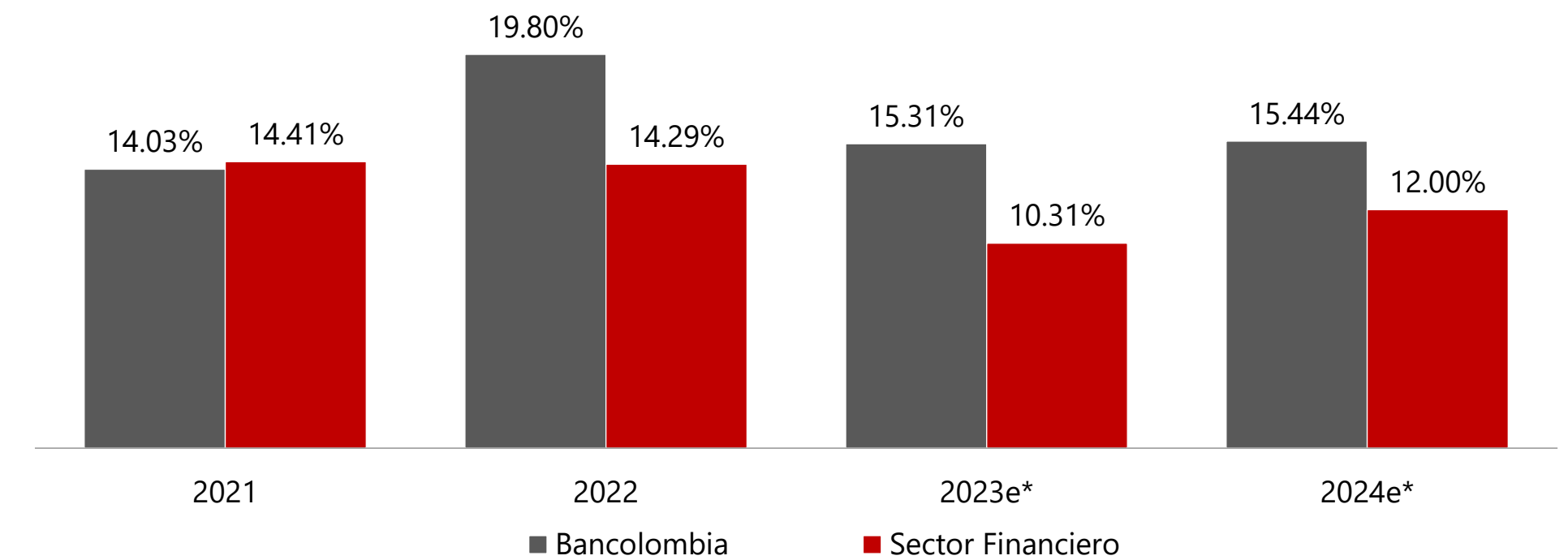
Katherine Ortiz  
 Analista Líder Acciones  
 kortiz@corredores.com

# > TESIS DE INVERSIÓN

**Rentabilidad superará la del sector colombiano.** Somos conscientes que el deterioro de la economía seguirá impactando el gasto por provisiones, generando una presión negativa en las utilidades y, por ende, en la rentabilidad del banco.

Sin embargo, para el cierre del año 2023 y para 2024, esperamos que Bancolombia siga sobresaliendo frente a sus pares en Colombia en sus indicadores de rentabilidad, apalancado principalmente por un sobresaliente margen de intermediación (~6.2% 2024), que se deriva del diferenciado mix del fondeo del banco. Vale la pena resaltar que cerca del 38% del fondeo de Bancolombia corresponde a cuentas de ahorro y el 12% a cuentas corrientes, lo que le ha permitido y le seguirá permitiendo tener una ventaja competitiva frente a sus pares ya que, por ejemplo, al cierre del 2T23 el sector tuvo un costo de fondeo promedio de 9% frente al 5.3% reportado por Bancolombia.

**Evolución ROAE**



Fuente: Bancolombia & Bloomberg | Estimaciones: Davivienda Corredores. \*Considera las expectativas de los analistas de Bloomberg para los principales bancos colombianos y estimaciones propias.

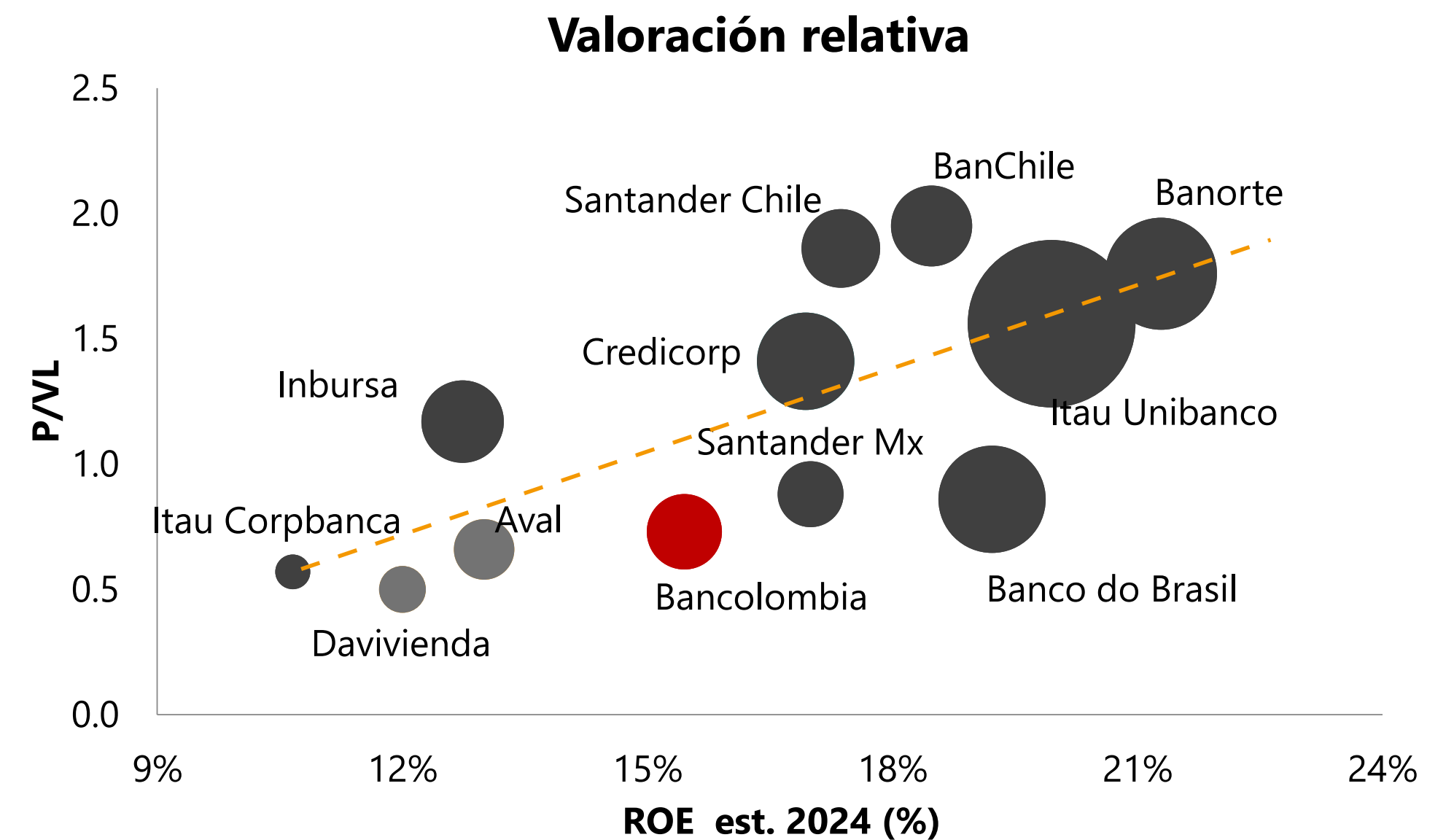
**Rentabilidad de largo plazo sería superior al 15%**

# > TESIS DE INVERSIÓN

## Descontada a pesar de su desempeño operacional.

El contexto actual de mayores tasas de interés y el riesgo que representa la desaceleración de la economía sobre indicadores como la calidad de la cartera, han generado una presión negativa en la valoración de la mayoría de los bancos colombianos. Sin embargo, al analizar la valoración relativa de Bancolombia frente a sus pares de la región, se evidencia un descuento importante de la acción frente a las expectativas de rentabilidad del banco para 2024.

De acuerdo con los niveles de rentabilidad esperados para todos los bancos de la región y su valoración a mercado, Bancolombia debería estar negociando a 1.0x P/VL significando un precio de mercado de COP 44,000/ acción, lo que equivaldría a un potencial de valorización cercano al 53%.



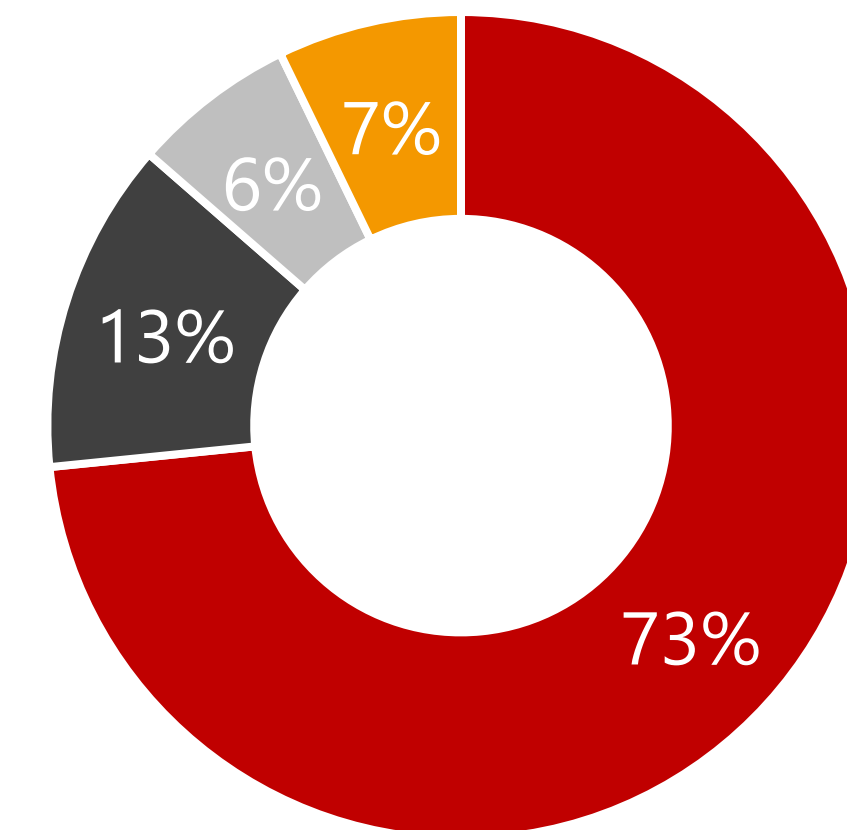
Fuente: Bloomberg | Cálculos Davivienda Corredores.

# > TESIS DE INVERSIÓN

**Resiliencia en operaciones en Centroamérica.** A pesar de que el entorno operativo en esta región parecía desafiante [Panamá (BBB/negativa, Guatemala (BB/estable) y El Salvador (CCC+/estable)], los bancos en estas regionales han tenido mejores cifras a las registradas en Colombia. Destacando indicadores como el costo de riesgo (0.56%, 0.9% y 1.59%, respectivamente) y el ROAE (11%, 21% y 13%, respectivamente).

En este sentido, consideramos que, bajo un escenario de una desaceleración menos fuerte a la anticipada en EE.UU., el efecto de cara a 2024 para la región centroamericana luce menos retador de lo que se esperaba, incluso para este año. Dicho esto, esperamos que la dinámica en esta región se mantenga positiva, beneficiando las cifras consolidadas del Grupo; sumado a esto, debido a que no esperamos un efecto adicional al observado recientemente en la apreciación del peso colombiano, las cifras de crecimiento de la cartera ya estarían normalizadas y no afectarían nuestra expectativa de crecimiento del 6% anual en dólares de estas carteras para 2024.

**Composición de cartera**



■ Colombia ■ Panamá ■ Guatemala ■ El Salvador

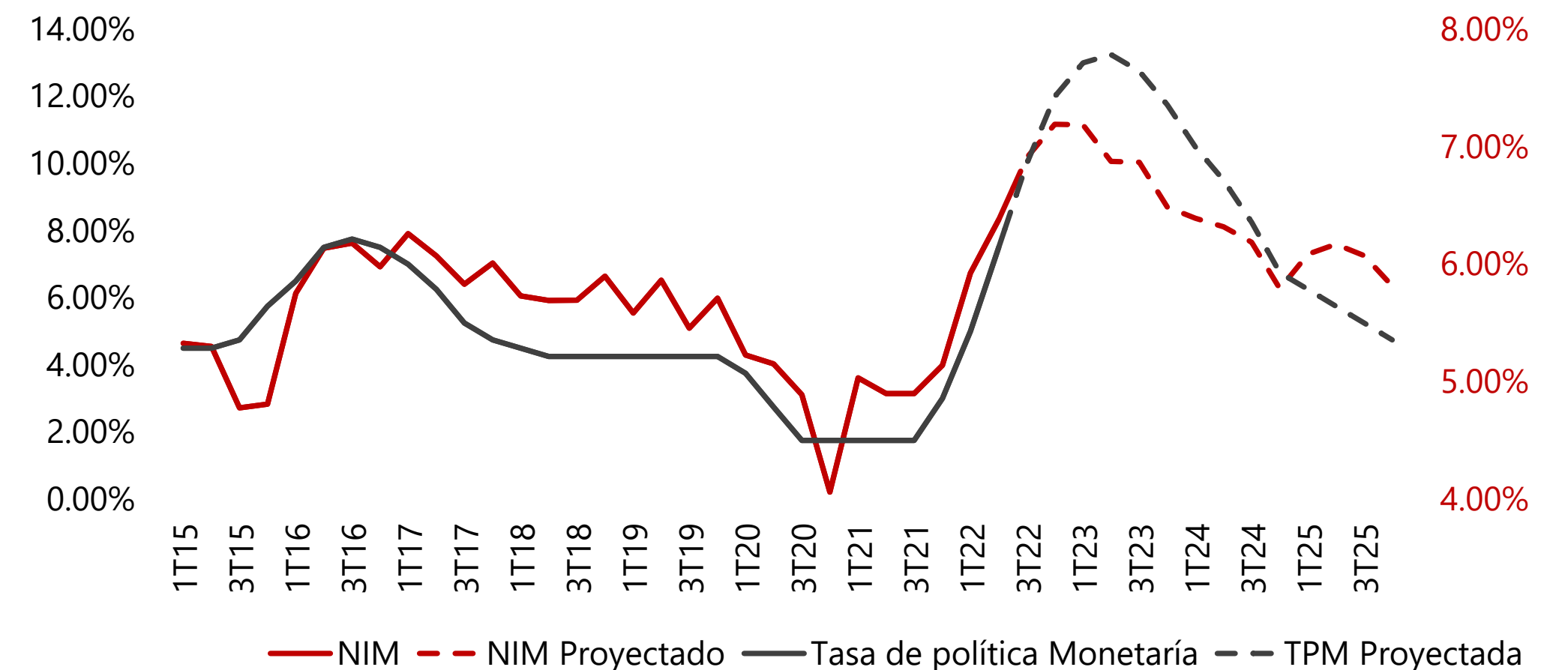
Fuente: Bancolombia

# > R I E S G O S

**Presiones negativas en márgenes.** Los cambios en las tasas de interés pueden afectar negativamente los márgenes de interés netos, ya que el Banco suele mantener más activos que pasivos a tasas variables. De igual manera, consideramos que el contexto de unas menores tasas en el mercado de fondos prestables puede provocar pagos anticipados de préstamos, reduciendo la vida promedio ponderada de las carteras, afectando negativamente los resultados operativos del banco.

En este sentido, esperamos que Bancolombia cierre el año 2023 con un NIM de 6.9%, en medio de la elevada probabilidad de que la tasa Banrep se mantenga inalterada en 2023; escenario que está en línea con las perspectiva del Grupo Bolívar. De igual manera, en 2024 esperamos una contracción del NIM, el cual se ubicaría en 6.2% dada la reducción de cerca de 400 pbs de la TPM a lo largo del año.

**Evolución NIM vs TPM**



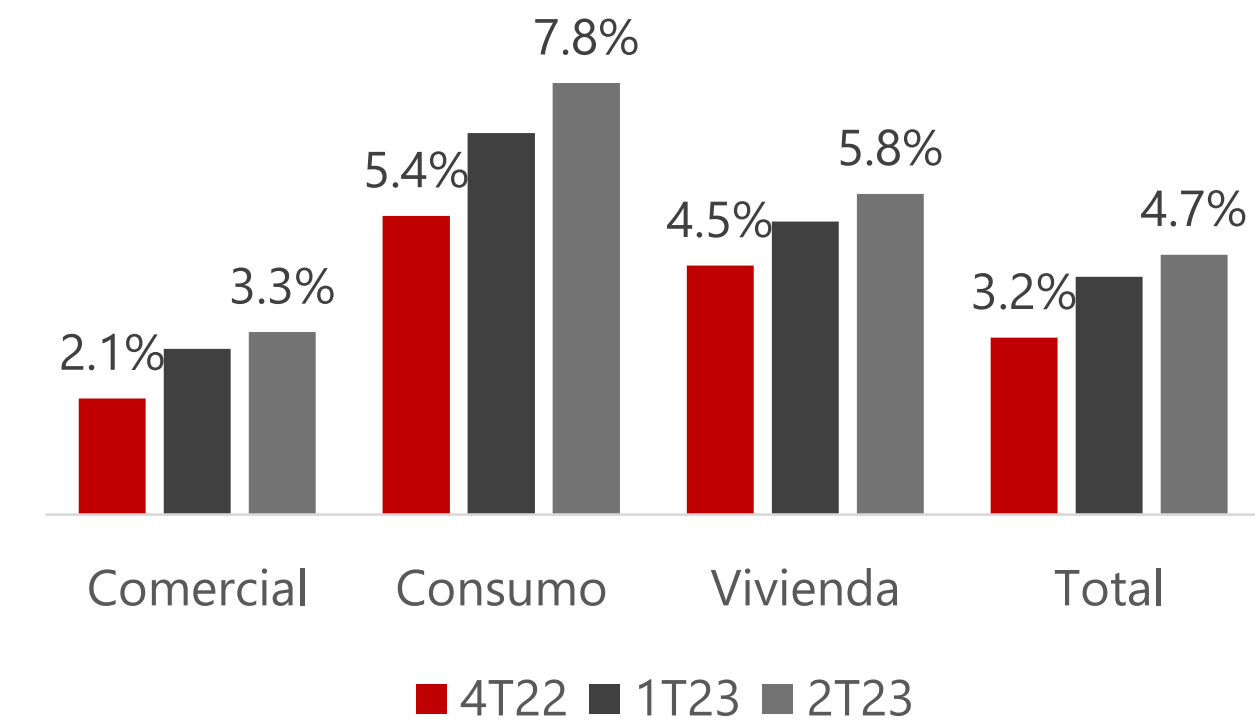
Fuente: Bancolombia & Banrep | Estimaciones: Davivienda Corredores & Grupo Bolívar.

R I E S G O S

**Deterioro en cartera de consumo podría generar mayores provisiones.** Si bien nuestro escenario base considera una dinámica de normalización del gasto por provisiones y del costo de riesgo (3.0% 2023 vs 2.4% 2024), no hay que descartar un escenario donde el menor crecimiento económico afecte negativamente la capacidad de pago de los deudores por encima de nuestras expectativas.

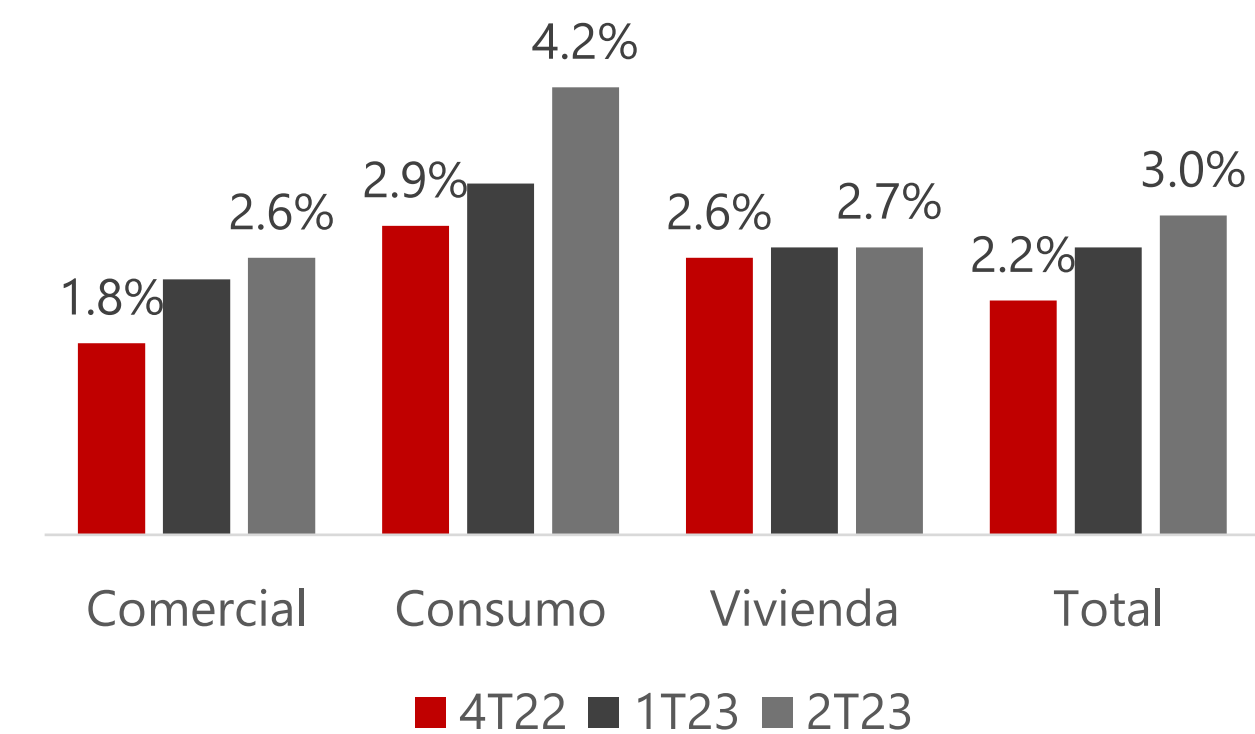
Sumado a esto, en segmentos específicos como tarjetas de crédito y los créditos de libre inversión el banco registra tendencias alcistas considerables en su vencimiento, incluso superando en algunos casos los niveles que se observaron durante la pandemia, lo que nos podría llevar a pensar que el escenario de desaceleración del gasto de provisiones y por ende del costo de riesgo para 2024 puede ser más lento de lo que anticipamos.

**Cartera Vencida a 30 días**



Fuente: Bancolombia.

**Cartera Vencida a 90 días**



Fuente: Bancolombia.

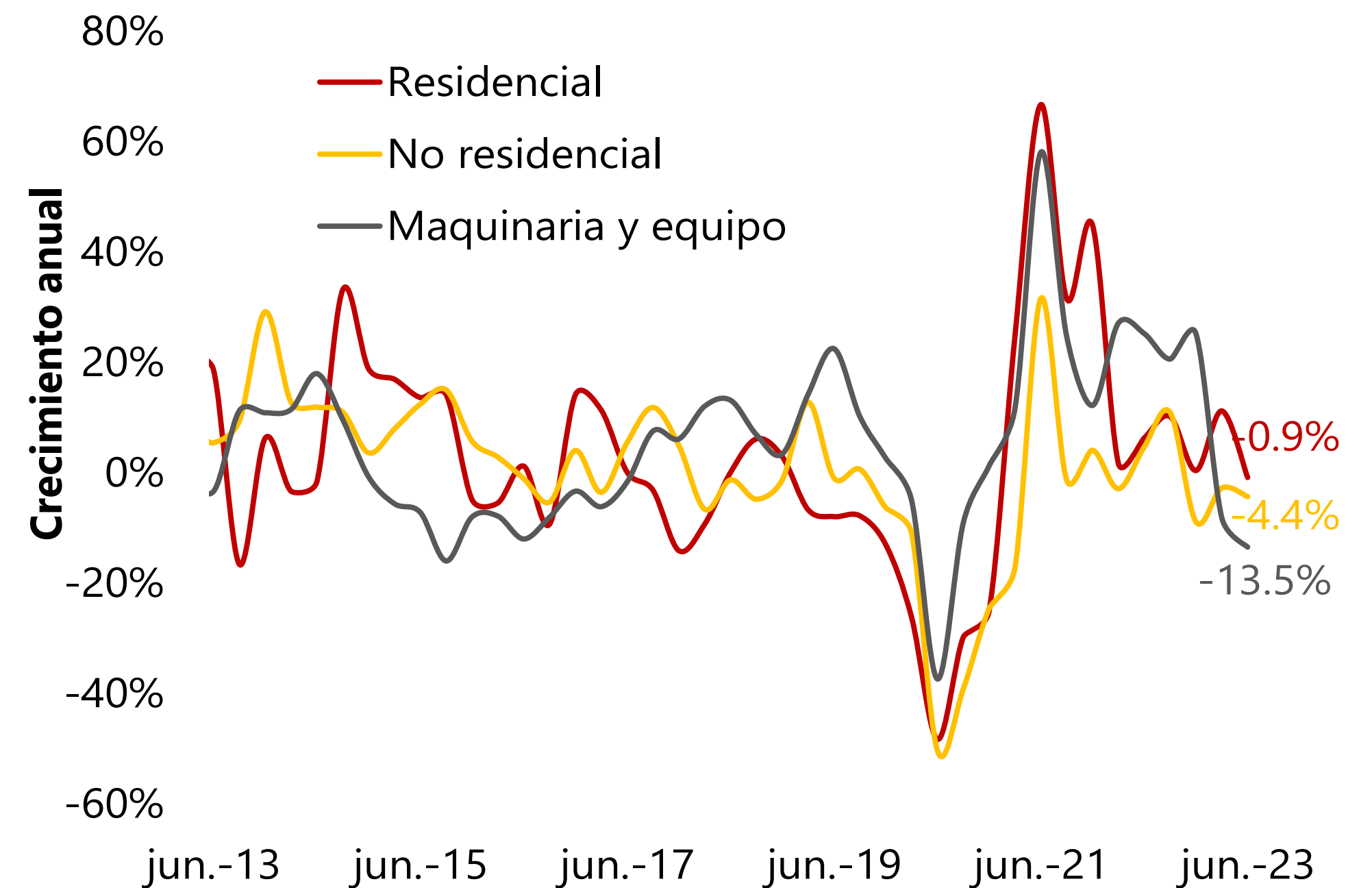
# > R I E S G O S

## Desaceleración mayor de la actividad empresarial.

Cerca del 63.8% de la cartera consolidada de Bancolombia se encuentra expuesta al segmento comercial, lo cual, en un contexto de fuerte de desaceleración económica junto a una afectación sobre la inversión de capital fijo, ha llevado a que el ritmo de crecimiento de este segmento haya pasado de 22.6% anual al cierre de 2022 a crecer 7.2% anual en el 2T23.

En sentido, para el cierre de 2023 esperamos que la cartera comercial crezca 3.2% al cierre del año y que para 2024 esta siga con una tendencia de desaceleración hasta 2.2%. Sin embargo, un escenario de menor crecimiento económico en 2024 por debajo de nuestras expectativas (1.4%) y la continuidad de la tendencia de decrecimiento de la inversión de capital resultaría en una mayor desaceleración que, a su vez, resultaría en un mayor deterioro de la cartera por encima de nuestras expectativas que llevaría a una erosión adicional de provisiones.

## Principales rubros de la inversión fija



Fuente: DANE. Datos de 2020 son provisionales, mientras que aquellos de 2021 y 2022 son preliminares.

# > Bancolombia

## Ficha técnica

Fundado en 1945 como Banco Industrial Colombiano S.A., Bancolombia (BVC:BCOLOM; BVC:PFBCOLO; NYSE:CIB) es hoy uno de los principales grupos financieros de Colombia.

Bancolombia cuenta con una participación de mercado del 27% en Colombia, consolidándose como el líder individual. El banco ofrece servicios financieros a corporaciones, medianas empresas y personas en Colombia y en el Caribe. Tiene presencia en Centroamérica a través de Banagricola en El Salvador, BAM en Guatemala y Banistmo en Panamá. El 73% de la cartera es doméstica y 27% es cartera extranjera.

Balance General Consolidado					
COP mil mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Disponible	23,148	24,721	25,090	25,686	26,936
Inversiones Netas	30,083	30,814	29,320	30,022	31,491
Cartera Neta	220,323	269,924	275,787	282,332	296,075
<b>Total Activos</b>	<b>289,855</b>	<b>352,815</b>	<b>356,582</b>	<b>365,750</b>	<b>383,449</b>
Depósitos	210,391	250,992	257,158	263,261	276,075
Otros pasivos	45,539	61,825	55,969	57,728	60,405
<b>Total Pasivos</b>	<b>255,930</b>	<b>312,817</b>	<b>313,127</b>	<b>320,989</b>	<b>336,480</b>
<b>Patrimonio atribuible</b>	<b>32,234</b>	<b>39,089</b>	<b>42,348</b>	<b>43,621</b>	<b>45,772</b>
<b>Pasivos+Patrimonio+I.Min.</b>	<b>289,855</b>	<b>352,815</b>	<b>356,582</b>	<b>365,750</b>	<b>383,449</b>
<b>ROAA</b>	<b>1.5%</b>	<b>2.2%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.8%</b>
<b>ROAE</b>	<b>14.0%</b>	<b>19.8%</b>	<b>15.3%</b>	<b>15.4%</b>	<b>15.5%</b>

Estado de Resultados Consolidado					
COP mil mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Ingreso Neto por interés</b>	<b>11,784</b>	<b>18,354</b>	<b>20,148</b>	<b>18,531</b>	<b>18,642</b>
Ingreso Neto por comisiones	3,433	3,780	4,036	4,117	4,184
<b>Ingresos operacionales neto</b>	<b>15,217</b>	<b>22,135</b>	<b>24,185</b>	<b>22,648</b>	<b>22,826</b>
Gastos en provisiones	(2,421)	(3,792)	(8,158)	(6,635)	(6,063)
<b>Utilidad Neta atribuible</b>	<b>4,087</b>	<b>6,783</b>	<b>5,938</b>	<b>6,173</b>	<b>6,437</b>
Margen Neto	34.7%	37.0%	29.5%	33.3%	34.5%
Margen neto de interés NIM	5.1%	6.8%	6.9%	6.2%	6.0%
Eficiencia	52.2%	44.6%	44.8%	46.8%	47.9%
Calidad +30 días	4.0%	3.2%	4.8%	4.6%	4.5%
Cubrimiento +30 días	166.3%	168.7%	144.0%	145.5%	147.0%
Costo de crédito	1.2%	1.6%	3.0%	2.4%	2.0%
Patrimonio/Activos	11.1%	11.1%	11.9%	11.9%	11.9%
Cartera / Activos	76.0%	76.5%	77.3%	77.2%	77.2%
Depósitos/Cartera	95.5%	93.0%	93.2%	93.2%	93.2%



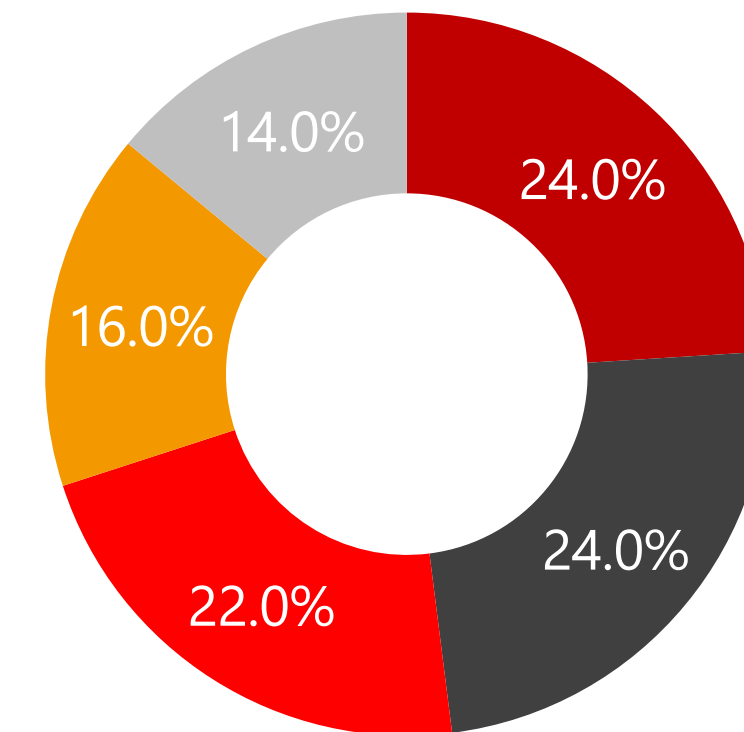
# > Bancolombia

## Ficha técnica

Resumen					
COP mil mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Acciones en circulación (millones)	962	962	962	962	962
Cap. Bursátil (COP mil millones)	30,778	32,269	26,758	26,758	26,758
Precio (COP/acción)*	32,000	33,550	27,820	27,820	27,820
VL (COP/acción)	33,514	40,640	44,028	45,352	47,589
UPA (COP/acción)	4,249	7,053	6,174	6,417	6,693
P/ML	1.0x	0.8x	0.6x	0.6x	0.6x
P/U	7.5x	4.8x	4.5x	4.3x	4.2x
Retorno por dividendos	0.8%	9.3%	12.7%	14.4%	11.5%
Dividendo por acción	260	3,120	3,536	4,013	3,209

\*Precio cierre del 22 de septiembre para 2023e, 2024e y 2025e

### Composición accionaria



- Grupo Sura
- Fondos de pensiones Colombianos
- Otros accionistas internacionales
- Otros accionistas locales

Fuente: Grupo Bancolombia

# > VALORACIÓN

**Metodología.** Para estimar el valor de la acción del grupo 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 2024FA de COP 41,200/acción, utilizando un costo de capital de 15.11%.

**Múltiplos de Valoración.** Esta metodología utiliza el múltiplo de P/VL 2024E ajustado por ROE @0.95x, de las entidades comparables con Bancolombia. En este sentido, el valor de Bancolombia sería COP 42,804/acción.

Método	Peso	P.O 2024
Ingreso residual	70%	41,200
P/VL (ajustado por ROE) @0.95x	30%	42,804
Valor Justo 2024FA	100%	41,700

**Potencial  
de Valorización 52.8%**

# > SENSIBILIDAD

**Deterioro de la cartera podría desencadenar mayores provisiones:** Una de las principales incógnitas que tenemos y que tienen la mayoría de los emisores, es la evolución de la calidad de la cartera tanto para el cierre de 2023 como para 2024, esto debido a que, si bien la inflación está cediendo al igual que las tasas de interés, otras categorías de gran importancia para los hogares, como los arriendos, los servicios públicos y los precios de los combustibles, han venido ganando relevancia en la proporción de gasto de los hogares. Lo anterior podría significar un menor ingreso disponible de los hogares para el pago de sus obligaciones, resultando así en un cese mayor de los pagos y, por ende, un mayor deterioro de la calidad de la cartera de los bancos colombianos.

		Eficiencia*						
		48.3%	47.8%	47.3%	46.8%	46.3%	45.8%	45.3%
Costo de riesgo**	3.25%	32,900	35,400	37,700	40,000	42,200	44,300	46,400
	2.95%	33,500	36,000	38,300	40,600	42,700	44,900	46,900
	2.65%	34,000	36,500	38,900	41,100	43,300	45,400	47,500
	2.35%	34,600	37,000	39,400	41,700	43,900	46,000	48,000
	2.05%	35,200	37,600	40,000	42,200	44,400	46,600	48,600
	1.75%	35,700	38,100	40,500	42,800	45,000	47,100	49,100
	1.45%	36,300	38,700	41,000	43,400	45,600	47,700	49,700

Cálculos: Davivienda Corredores. | \* Un indicador de eficiencia más alto significa que los costos representan una mayor proporción de los ingresos. \*\* Un mayor costo de riesgo, es resultado de una mayores provisiones y por ende unas menores utilidades.