

## Grupo Aval

# Filiales serán el centro de atención

Valor Justo:  
**COP 640**  
 Mantener

Potencial: 30.6% Riesgo: Alto Cierre: 490

## INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN

Capitalización bursátil (COP bn)	11.63
Dividendo anual 2024E (COP)	23
Retorno por dividendo:	4.69%
% MSCI COLCAP:	3.35%
# Acciones	23,743 mm
P/VL actual:	0.70x
P/U actual:	17.18x

Los bancos del grupo se han caracterizado por tener buenos niveles de calidad de cartera y costo de riesgo, sin embargo, la estructura del fondeo ha afectado el margen de intermediación dado el ciclo de aumento de tasas, lo que se ha traducido en baja generación de utilidades de los bancos y, por ende, del Grupo, lo cual esperamos empiece a revertirse paulatinamente.

Por su parte, en el corto plazo, nuestra atención estará centrada en los temas regulatorios, específicamente en relación con la reforma pensional, dados los impactos negativos que puede tener en generación de utilidades para los próximos años, al igual que en los aspectos relacionados con nuevas investigaciones por Ruta del Sol II.

## > ¿POR QUÉ MANTENER?

Aunque la compañía presenta un espacio de valorización atractivo y tiene indicadores sobresalientes frente al sector, consideramos que la incertidumbre generada por los temas regulatorios, la posibilidad de nuevas investigaciones por Ruta del Sol II y los retos a nivel de rentabilidad en comparación a sus pares, limitarán la valorización de la acción.

### Autores

Julián Ausique  
 Analista Acciones  
 jausique@corredores.com

Katherine Ortiz  
 Analista Líder Acciones  
 kortiz@corredores.com

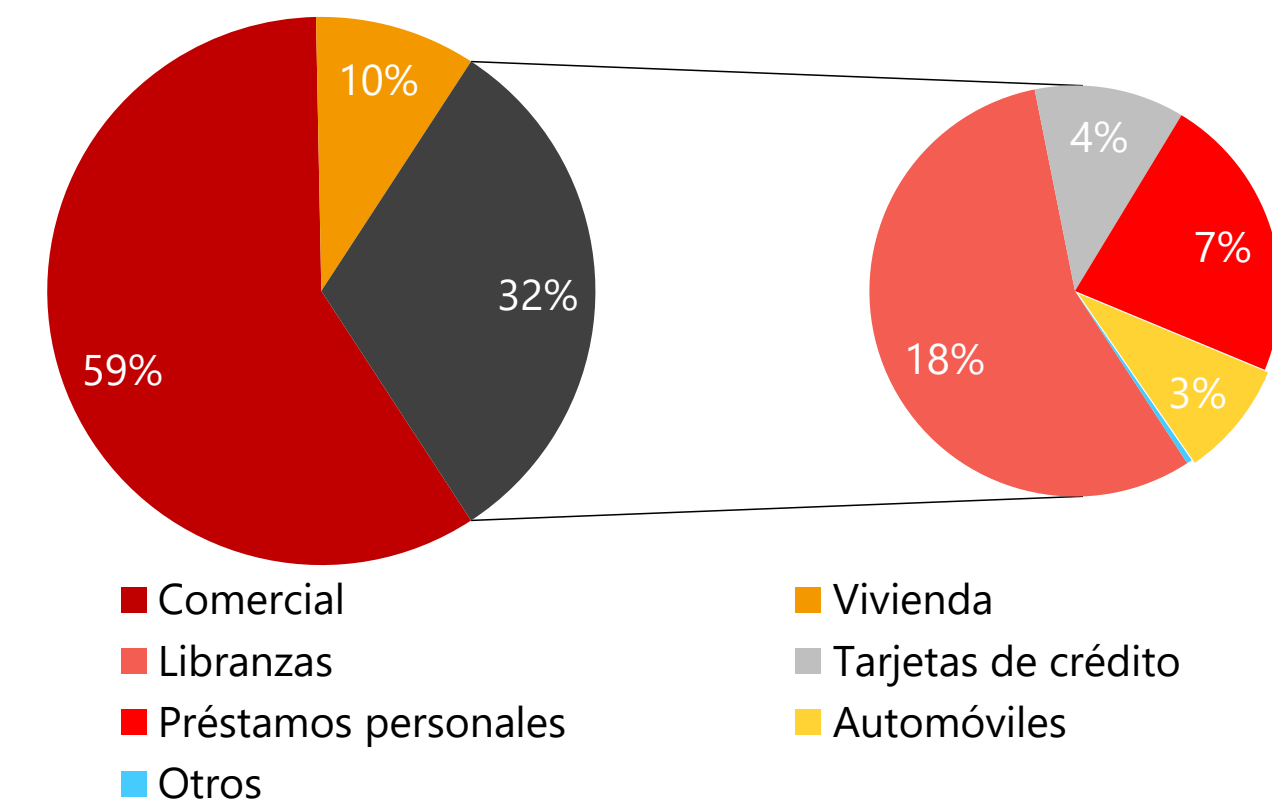
# > TESIS DE INVERSIÓN

**Calidad de los activos en mejores niveles que sus pares en Colombia.** El Grupo y sus bancos se han caracterizado por concentrar su cartera en segmentos de clientes con un perfil de riesgo menor, lo cual les ha permitido mantener niveles de calidad de cartera más saludables que los de sus pares.

Dicho esto, consideramos que de cara al año 2024, el Grupo y sus bancos seguirán sobresaliendo frente a sus pares a nivel de calidad de los activos, lo que les permitirá tener una menor necesidad de provisiones y, por ende, una mejor generación de utilidades.

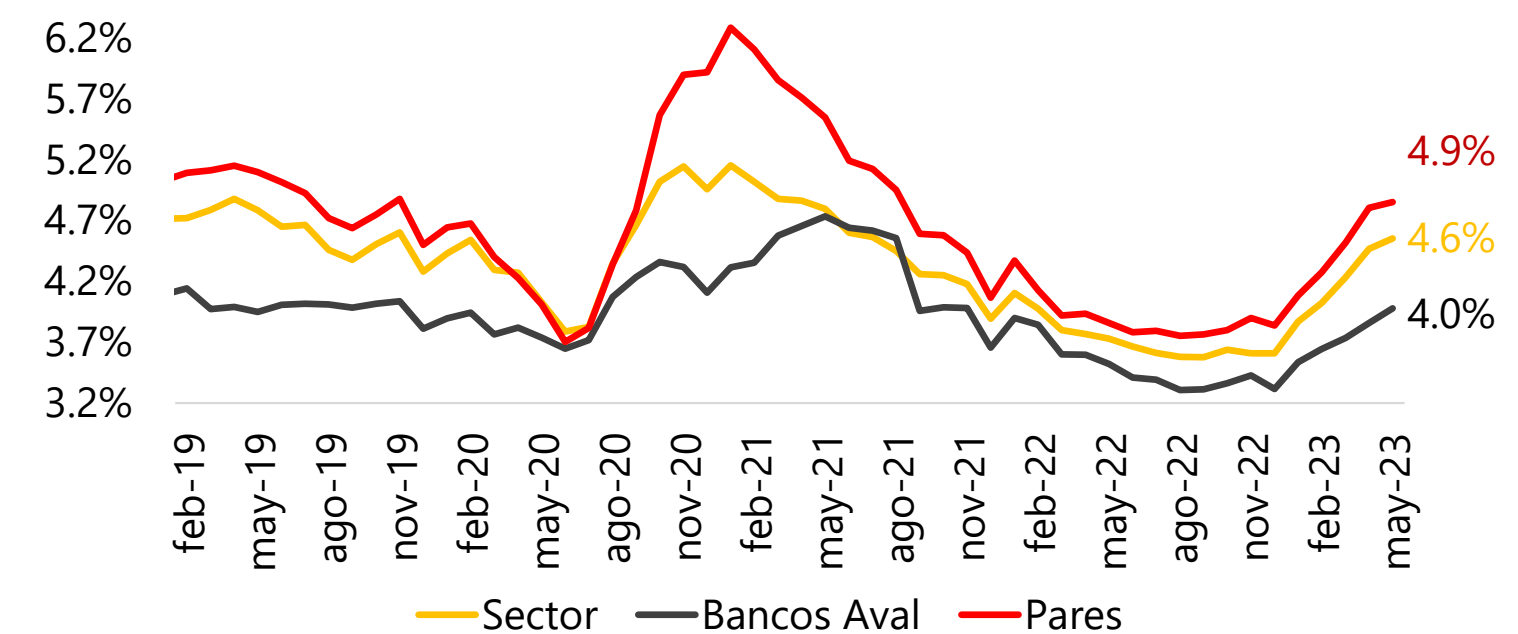
En términos puntuales, esperamos que el Grupo pueda mantener un indicador de costo de riesgo por debajo de sus pares, en niveles cercanos al 2.1% para el cierre de 2023 y de 1.7% para 2024.

**Composición de Cartera (Dic-22)\***



Fuente: Grupo Aval.

**Evolución calidad de cartera**



Fuente: SFC | Cálculos: Davivienda Corredores.

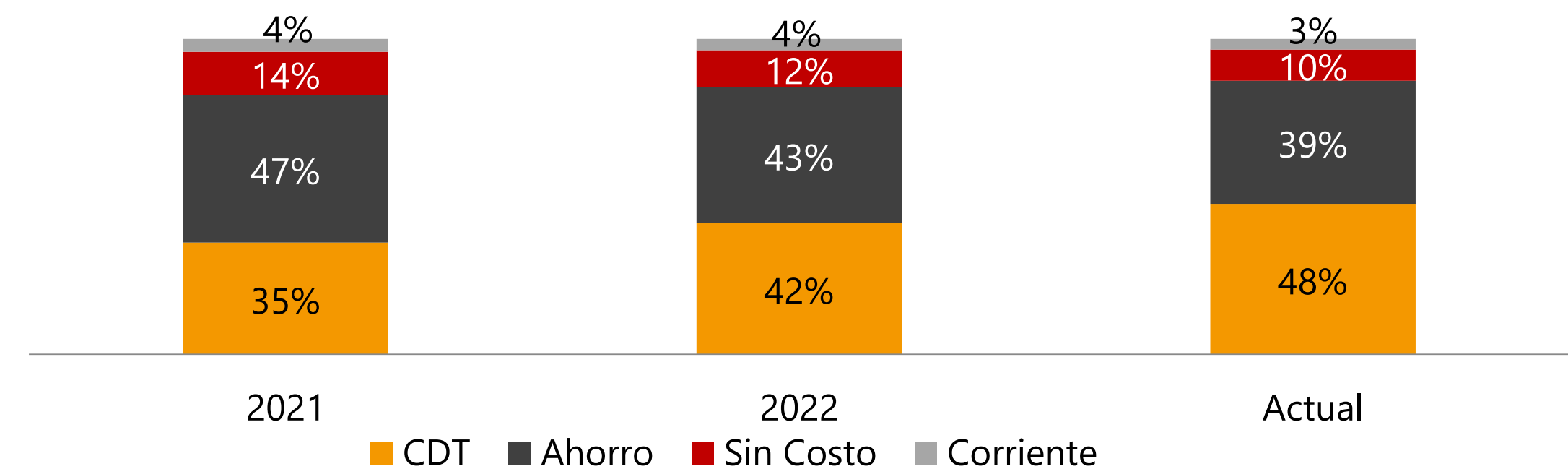
# > TESIS DE INVERSIÓN

**Menores presiones en costo del fondeo permitirán mejoras en márgenes.** Somos conscientes que el escenario de altas tasas de interés y una liquidez cada vez menor, ha venido generando presiones importantes en los márgenes de intermediación de los bancos del Grupo.

Sin embargo, el contexto de: i) una posible reducción de las tasas del Banco de la República; ii) una expansión de las operaciones de mercado abierto (OMAs); y, iii) la expedición de modificaciones a la actual norma del CFEN, en la que ahora el factor de ponderación para los depósitos a la vista de entidades financieras y FIC abiertos sin pacto de permanencia, pasaría del 0% al 25%, ayudaría a que las presiones de fondeo para el sector financiero en general se reduzcan fuertemente.

En este escenario, esperamos una recuperación de márgenes para el Grupo, los cuales pasarían de 3.7% al cierre de 2023 a 4.5% en 2024 medido por el Margen Neto de Interés NIM, resultando así en una recuperación de la generación de utilidades de los bancos del grupo.

**Estructura de fondeo**



Fuente: Grupo Aval | Cálculos Davivienda Corredores.

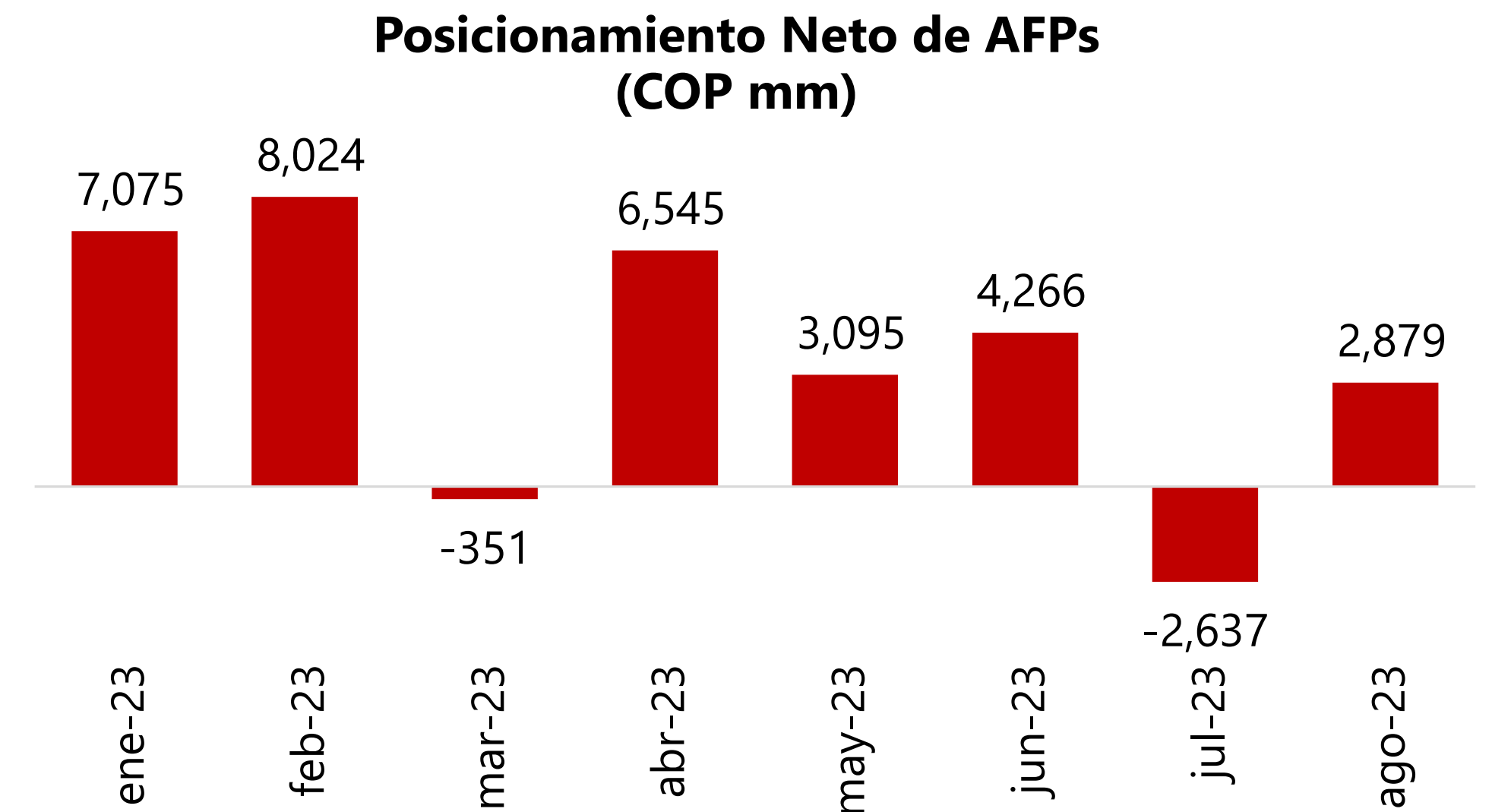
# > TESIS DE INVERSIÓN

**Fondos de pensiones podrían seguir aumentando su posicionamiento en el emisor.** Durante 2023 los fondos de pensiones han hecho compras netas por COP 28,896 millones en la acción PF Aval siendo esta, después de Bancolombia ordinaria, la acción más comprada durante el año. Lo anterior se da en un contexto en el que las AFPs tienen un espacio importante de inversión en este emisor.

Actualmente, los fondos de pensiones tienen posiciones muy por debajo del máximo regulatorio en el emisor (10%), siendo Porvenir y Protección los fondos con mayor posición, 4.0% y 3.1% respectivamente, mientras que Colfondos y Skandia tan solo tienen 0.9% y 0.5%, respectivamente.

Sumado a lo anterior, durante 2023 el flotante de la compañía aumentó 1.6%, en cerca de 378 millones de acciones, resultando en que la acción incrementara su participación en el índice MSCI Colcap, pasando de 2.9% a 3.3% durante el año.

En este contexto, consideramos que el aumento de la liquidez de la acción podría ayudar a que esta materialice más rápido su valor justo que otros emisores del índice.



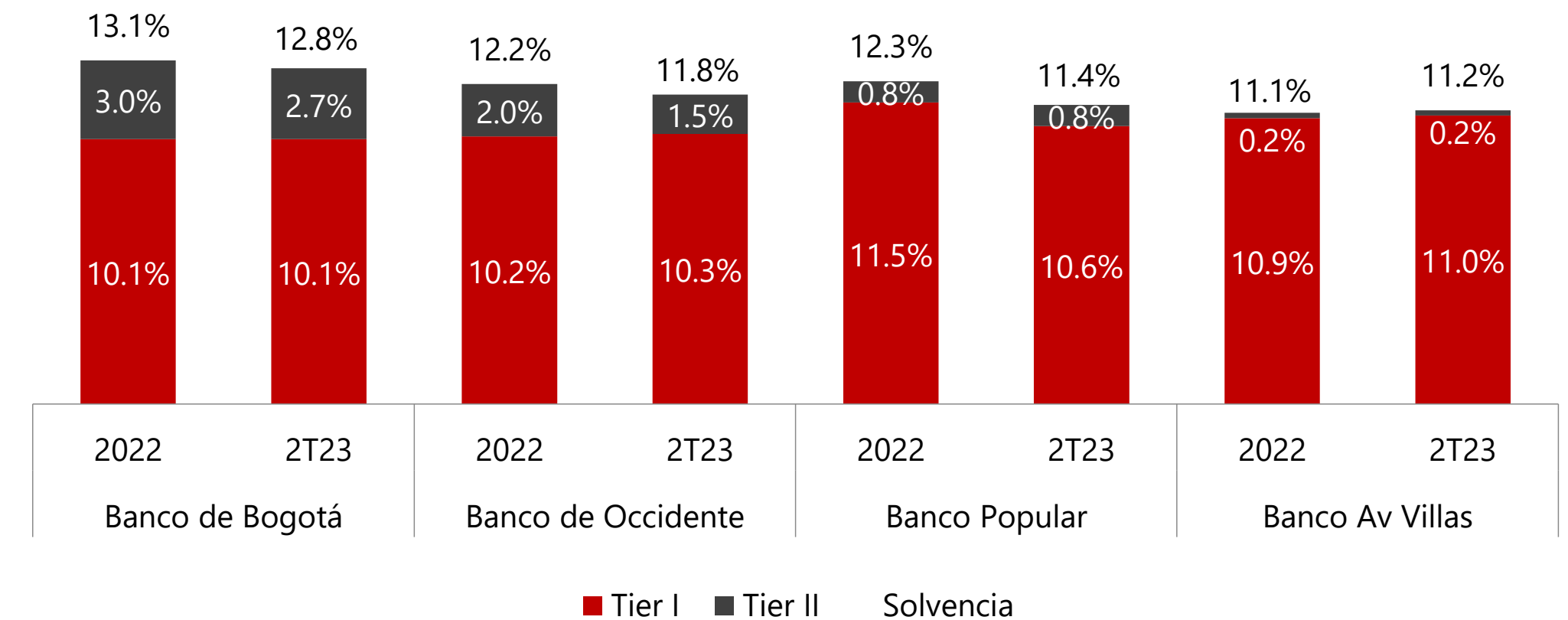
Fuente: BVC Cálculos: Davivienda Corredores.

**Solvencia consolidada ha venido reduciéndose.** De acuerdo con los datos de la SFC a mayo de 2023, el consolidado de los bancos colombianos cuenta con una relación de solvencia básica de 14.2%, lo cual, sumado a un Tier II de 3.5% resulta en una solvencia consolidada de 17.7%. En este sentido, al observar los bancos de Grupo Aval vemos que, si bien todas cumplen con los mínimos regulatorios, se encuentran muy por debajo del de sus pares.

En sentido, si bien resaltamos el robusto nivel de capital Tier 1 de los bancos del Grupo y el destacable acceso al mercado de capitales para robustecer su capital Tier II, consideramos que la presión en márgenes que están teniendo bancos como Popular y un entorno aún incierto del gasto por provisiones, que sigan deteriorando la generación de utilidades, podrían resultar en presiones adicionales en la solvencia de los bancos.

Finalmente, teniendo en cuenta el período de transición a Basilea III, el cual empezó en enero de 2021 e irá hasta enero de 2024, en el que se requerirá un nivel de solvencia consolidada del 11.5%, vemos que bancos como Popular y Av Villas requerirán quizás una capitalización dada las pérdidas que han registrado durante el año, COP 176 mil mm y COP 65 mil mm, respectivamente.

### Solvencia consolidada



Fuente: Grupo Aval | Cálculos Davivienda Corredores.

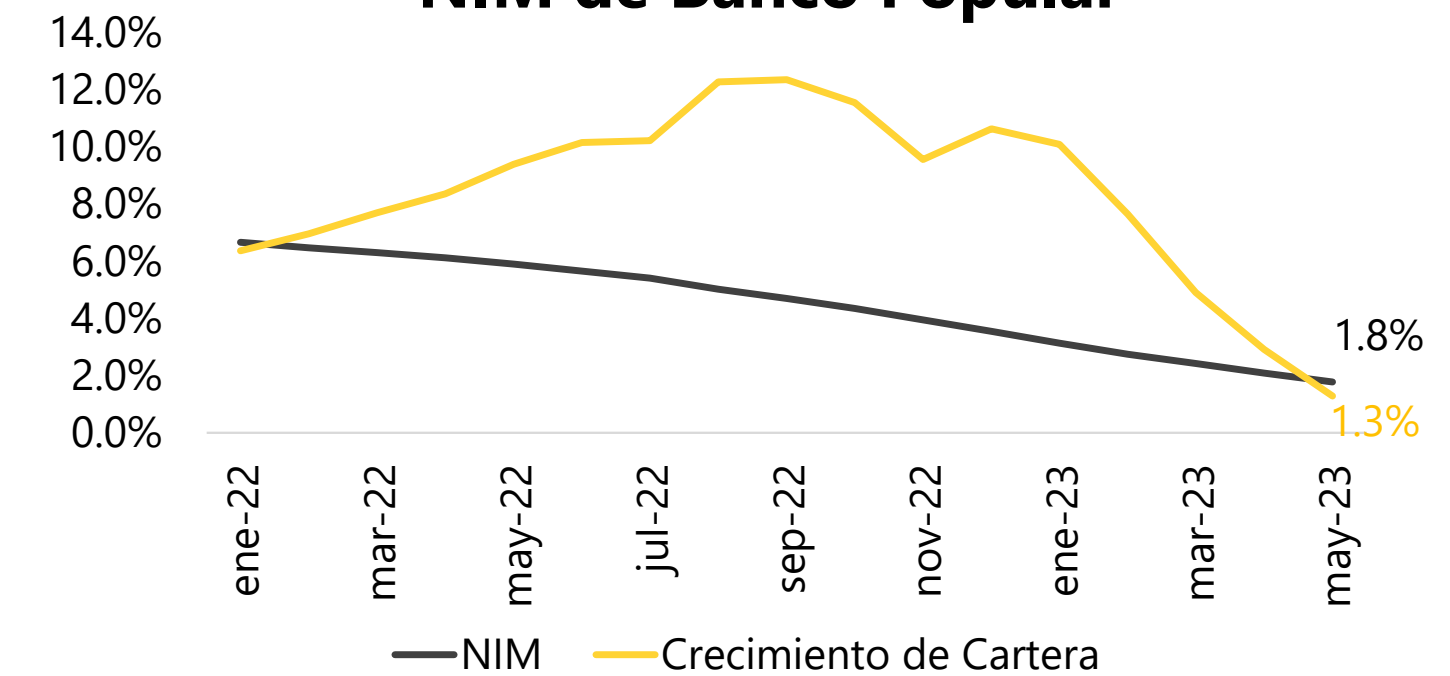
# > R I E S G O S

**Banco Popular presenta grandes retos.** El crecimiento interanual de la cartera de Banco Popular inició el año con una tracción importante (10.8%) pero ha venido ralentizándose fuertemente, incluso por debajo de los niveles registrados por sus pares (1.3% Banco popular), resultando así en una pérdida de participación de mercado de cerca de 30 pbs en el año.

Por su parte, el ciclo de aumentos de tasas en Colombia ha tenido un mayor impacto para el Banco, dada la estructura de su activo, el cual tiene una mayor proporción de cartera en tasa fija a plazos largos, sumado a un pasivo concentrado especialmente en depósitos a la vista (cuentas de ahorro y corriente) proveniente de inversionistas mayoristas, lo cual sumado a una cartera muy conservadora (libranzas), ha llevado a que el NIM del Banco sea uno de los más bajos del sistema.

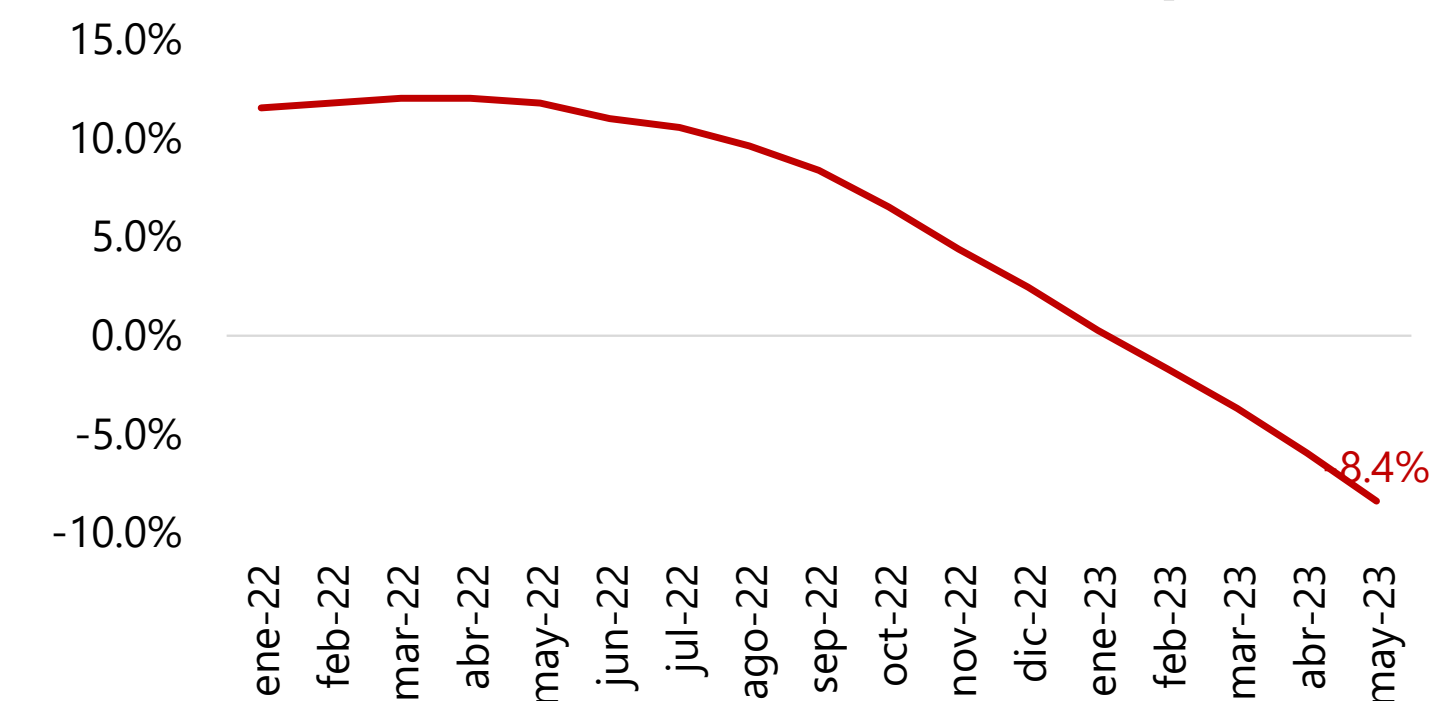
En este sentido, consideramos que, si bien muchas de estas presiones se pueden ir aliviando, la persistencia de la inflación aún elevada durante 2024 y, por ende, de una tasa de interés del banco central, seguirá afectando negativamente el crecimiento de la cartera y los márgenes de intermediación; lo que consecuentemente seguirá viéndose reflejado en una baja rentabilidad medida por ROE del Banco.

**Evolución crecimiento de cartera & NIM de Banco Popular**



Fuente: SFC | Cálculos: Davivienda Corredores.

**Evolución ROAE de Banco Popular**



Fuente: SFC | Cálculos: Davivienda Corredores.

**Regulación pensional y bancaria.** La propuesta conocida de reforma pensional plantea que las cotizaciones de entre 1 a 3 salarios mínimos sean administradas por el fondo público de pensiones y que las cotizaciones de 4 salarios en adelante vayan a las AFPs.

Bajo este contexto, cerca del 80.9% de los nuevos aportes de los cotizantes iría a Colpensiones, dejando a las AFPs con 19.1% de los recursos, vs 69% actual, en este sentido, debido a que actualmente el esquema de comisiones se basa en los aportes mensuales que hacen los afiliados, esta propuesta tendría una afectación importante en los ingresos de la Administradora de Fondos de Pensiones. Sin embargo, es clave mencionar que se contempla que se le pague a las AFPs basado en los activos administrados (AUMs) pero no es claro el periodo de transición que se implementaría, generando incertidumbre en la generación de utilidades de fondos como Porvenir.

Por su parte, a nivel bancario, temas como el rol de la banca pública para hacer préstamos a muy bajo costo, la propuesta de portabilidad financiera plasmada en Plan Nacional de Desarrollo, entre otros, podría generar efectos negativos de mediano plazo a nivel de márgenes e ingresos por comisiones para los bancos de Aval y el sistema en general.

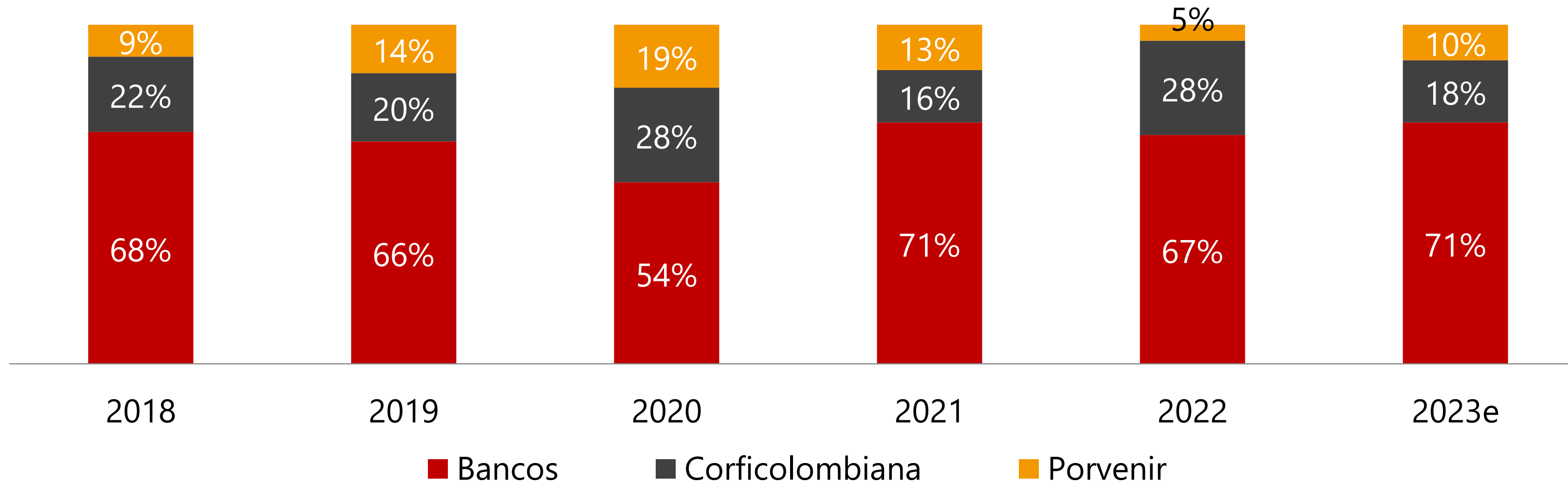
**Retorna la incertidumbre frente a investigaciones por Ruta del Sol II.** La intención de reanudar las investigaciones respecto al caso Ruta del Sol II en Colombia ha sido bastante explícita por parte del Gobierno Nacional, con lo que se buscaría inhabilitar mediante el decreto 1358 de 2020 a empresas por haber incurrido en la conducta de soborno transnacional, lo cual según las interpretaciones legales que ha hecho públicas el gobierno podría cobijar tanto a Corficolombiana como a Grupo Aval.

En este sentido, si bien aún no hay claridad respecto a este proceso legal, el riesgo que se plantea de una eventual inhabilidad de ambas compañías, tendría implicaciones importantes en los negocios del Grupo. En el caso bancario dada la importancia de negocios con el Estado como, por ejemplo, los servicios financieros prestados por Banco Popular o el manejo de recursos a través de las fiduciarias del grupo, podría limitar y afectar la generación de utilidades y crecimiento de estos negocios.

Vale la pena resaltar que ambas compañías han dicho públicamente que la firma de los acuerdos con las agencias estadounidenses no da lugar a ninguna causal de inhabilidad para contratar con el Estado.

# > R I E S G O S

Participación en utilidades



Fuente: Grupo Aval | Cálculos Davivienda Corredores.



## > 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.

#### Balance General Consolidado

COP mil mm	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Disponible	17,752	17,033	18,047	18,884	19,644
Inversiones Netas	43,941	45,516	47,924	50,311	52,708
Cartera Neta	156,132	188,313	191,412	200,228	209,024
<b>Total Activos</b>	<b>366,904</b>	<b>295,591</b>	<b>299,199</b>	<b>313,222</b>	<b>326,951</b>
Depósitos	148,098	173,341	187,088	194,222	204,844
Otros pasivos	179,334	91,428	81,132	87,599	90,222
<b>Total Pasivos</b>	<b>327,432</b>	<b>264,770</b>	<b>268,220</b>	<b>281,821</b>	<b>295,066</b>
<b>Patrimonio atribuible</b>	<b>23,014</b>	<b>16,467</b>	<b>16,582</b>	<b>16,808</b>	<b>17,066</b>
<b>Pasivos+Patrimonio+I.Mir</b>	<b>366,904</b>	<b>295,591</b>	<b>299,199</b>	<b>313,222</b>	<b>326,951</b>
<b>ROAA</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>
<b>ROAE</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.1%</b>	<b>6.6%</b>	<b>11.9%</b>	<b>12.3%</b>

#### Estado de Resultados Consolidado

COP mil mm	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Ingreso Neto por interés</b>	<b>8,131</b>	<b>7,739</b>	<b>8,070</b>	<b>10,202</b>	<b>10,620</b>
Ingreso Neto por comisiones	3,064	2,904	3,401	3,320	3,298
<b>Ingresos operacionales neto</b>	<b>11,195</b>	<b>10,642</b>	<b>11,471</b>	<b>13,522</b>	<b>13,918</b>
Gastos en provisiones	(2,721)	(2,493)	(3,772)	(3,232)	(3,159)
<b>Utilidad Neta atribuible</b>	<b>3,298</b>	<b>2,483</b>	<b>1,090</b>	<b>1,990</b>	<b>2,088</b>
Margen Neto	40.6%	32.1%	13.5%	19.5%	19.7%
Margen neto de intrés NIM	4.4%	3.7%	3.7%	4.5%	4.5%
Eficiencia	42.8%	45.8%	50.0%	41.9%	42.2%
Calidad +30 días	4.7%	4.3%	5.0%	4.9%	4.9%
Cubrimiento +30 días	121.1%	116.1%	101.4%	103.1%	103.5%
Costo de crédito	1.8%	1.4%	2.1%	1.7%	1.6%
Patrimonio/Activos	6.3%	5.6%	5.5%	5.4%	5.2%
Cartera / Activos	42.6%	63.7%	64.0%	63.9%	63.9%
Depósitos/Cartera	94.9%	92.0%	97.7%	97.0%	98.0%

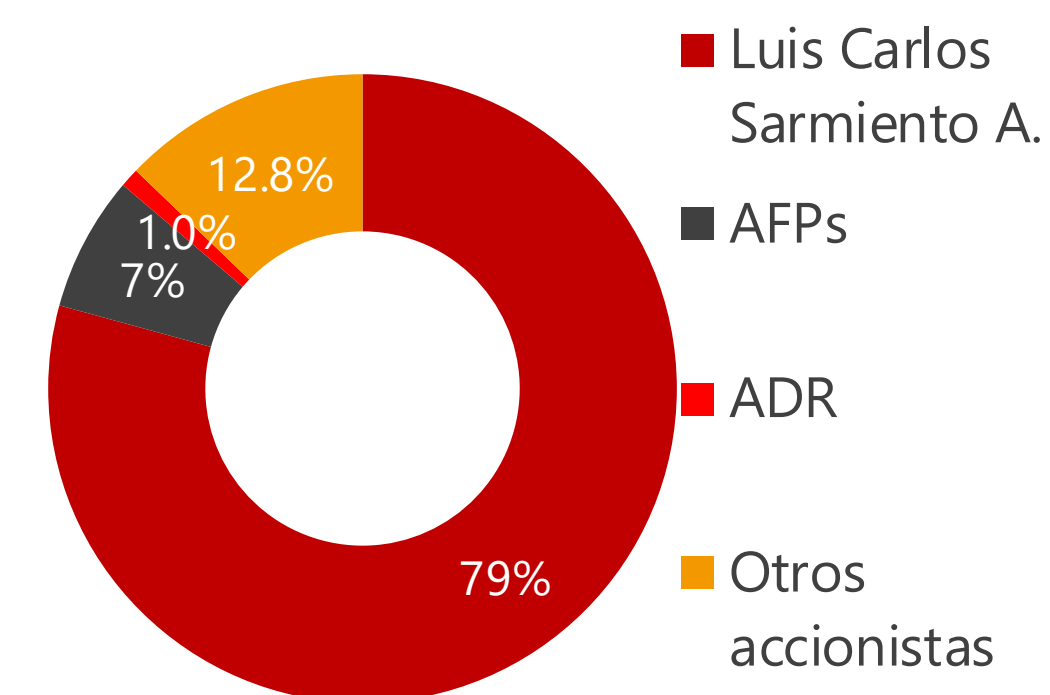
# > Grupo Aval

## Ficha técnica

Resumen					
COP mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Acciones en circulación (millones)	22,281	23,743	23,743	23,743	23,743
Cap. Bursátil (COP mil millones)	23,596	13,534	11,634	11,634	11,634
Precio (COP/acción)*	1,059	570	490	490	490
VL (COP/acción)	1,033	694	698	708	719
UPA (COP/acción)	148	105	46	84	88
P/VL	1.03x	0.82x	0.70x	0.69x	0.68x
P/U	7.2x	5.5x	10.7x	5.8x	5.6x
Retorno por dividendos	5.1%	9.5%	8.8%	4.7%	8.6%
Dividendo por acción	54	54	43	23	42

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

### Composición accionaria



Fuente: Grupo Aval

# > 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 2024FA de COP 661/acción, utilizando un costo de capital de 14.28%.

**Múltiplos de Valoración.** Esta metodología utiliza el múltiplo de P/VL 2023E ajustado por ROE @0.83x, de las entidades comparables con Grupo Aval. En este sentido, el valor de Grupo Aval a sería COP 579/acción.

Método	Peso	P.O 2024
Ingreso residual	70%	661
P/VL (ajustado por ROE) @0.83x	30%	579
Valor Justo 2024FA	100%	640

**Potencial  
de Valorización 30.6%**