REPORTE FINANCIERO BURKENROAD Latinoamérica - Colombia 2010

UNIVERSIDAD EAFIT Abierta al mundo 1960•2010

Presentación del Reporte: Marzo 3 de 2011

DAVIVIENDA
BVC/PFDAVVNDA

Primera cobertura
Fecha de Valoración: 14 Enero de 2011

Recomendación: Vender

Precio de la acción y valor del IGBC

Valor del Índice **:** IGBC: 15.175

Precio de la Acción **:** $22.440 COP

- Precio esperado a Febrero de 2011: $19.192 COP y a Diciembre de 2011: $19.784 COP
- Davivienda S.A. emitió acciones preferenciales en septiembre de 2010 en el mercado colombiano. El precio por acción de la emisión fue de COP 16.000. En ese entonces, fue evidente un alto potencial de valorización. En consecuencia, de la oferta de COP 416 millones y de la respuesta del mercado con una demanda de COP 5,4 billones, la acción se valorizó más del 35% en la primera semana de cotización en Bolsa.
- A pesar de ser un banco sólido y con potencial de crecimiento, en la actualidad consideramos que la acción de Davivienda S.A. en el mercado se encuentra sobrevalorada en un 15,9%, debido a que el precio actual de COP 22.440 por acción tiene implícitas expectativas de crecimiento y rentabilidad muy optimistas:
    - Nuestro análisis proyecta en promedio niveles de ROE optimistas mayores al 20% anual en los próximos 3 años: Estos niveles son mayores a los históricos presentados por el banco (18,8%) y el sistema (20%).
    - Se proyectaron niveles de crecimiento de cartera mayores al 20% anual para 2011 y 2012 y Davivienda S.A. obtuvo crecimientos de cartera menores al 16% anual en los últimos 2 años.
    - Un valor de COP 22.440 tendría implícitos niveles de ROE y crecimiento de cartera mucho mayores lo cual es difícil de lograr en el entorno competitivo colombiano.
    - Colombia presentará un ciclo de cartera positivo en los próximos 3 años. Sin embargo, este ciclo positivo en nuestra opinión ya está más que descontado en el precio de la acción.

Tabla de valoración con los datos financieros más destacados

Indicador	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
ROE	18,3%	19,9%	20,7%	22,5%	19,1%
Margen de Intermediación	8,7%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%
Calidad de Cartera	3,5%	3,3%	3,1%	3,1%	3,4%
Utilidad Neta (MM)	456.460	600.415	700.965	803.758	754.849
Dividendos (MM)	302.976	405.282	600.415	506.697	319.200
Índice de Solvencia	13,5%	13,5%	13,4%	13,3%	13,2%

Fuente: SuperFinanciera de Colombia y proyecciones de analistas

Valor Patrimonio a Enero 14 de 2011:
Banco Davivienda: COP 7.191.344 millones.
Filiales: COP 639.919 millones.
Total: COP 7.831.263 millones.

Capitalización del mercado, datos financieros y accionarios

Capitalización Bursátil: *$ 1.273.828,77 En millones de Pesos*
Acciones en Circulación: *408.056.976*
Volumen Promedio diario del último año (De octubre 5 a Enero 14): *$9.893 En millones de Pesos*
Volumen Promedio diario del último año (De octubre 5 a Enero 14): *439.945 Acciones*
Participación índice: *1.56%*
Cotiza en: *BVC*
Beta: *0,92*
Rango último año (De octubre 5 a Enero 14): *$16.129- $23.640 En pesos Colombianos*
Promedio precio cierre (Oct. 5 a Enero 14) en pesos colombianos *$22.433*

Apreciación global de la Compañía

Localización: Bogotá, Colombia
Industria: Financiero
Descripción: Tercer banco en activos y pasivos de Colombia, con 38 años de trayectoria en el sector financiero Colombiano, dedicado a la intermediación financiera.
Productos y servicios: Captación (cuenta corriente, ahorros y CDT), créditos (comerciales, de vivienda y consumo), leasing, fiduciaria, intermediario de bolsa y banca internacional.
Sitio web de la Compañía: www.davivienda.com

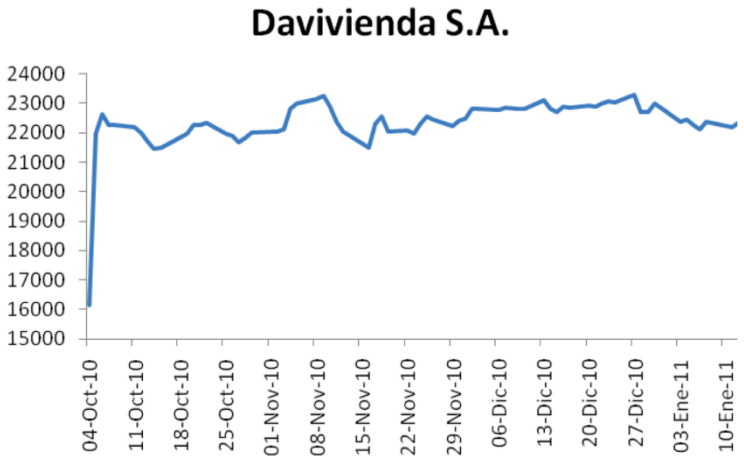
Analistas:
Juan Martín Linares Zuloaga
José Luis Bermúdez Bermúdez

Directora de la Investigación de Inversión:
Sandra C. Gaitán Riaño

Asesor de Investigación:
Lucas Ramírez Uribe

DESEMPEÑO DEL PRECIO ACCIONARIO

La acción de Davivienda S.A. cotiza en la Bolsa de Valores de Colombia desde el 5 de Octubre de 2010.



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Para valorar la acción de Davivienda S.A. se utilizó el método de descuento de dividendos proyectados para los próximos 10 años y el cálculo de un valor terminal estimado. Se estimó un costo de patrimonio (Ke) de 11,50% anualizado. Este valor se obtuvo a través del modelo de CAPM (Capital Asset Pricing Model) de la siguiente manera:

$$\text{Ke COP} = (1 + \text{Ke USD}) * [(1 + \text{Inf COL}) / (1 + \text{Inf USA})] - 1$$

Donde el Ke expresado en USD es:

$$\text{Ke USD} = \text{Rf} + (\text{ERP})*\text{Beta} + \text{Riesgo País}$$

Para obtener el Ke en USD se utilizó una tasa libre de riesgo (Rf) de 3,33%[1], una prima de riesgo de mercado de 4,29%[2], un Beta de 0,92[3] y una tasa de riesgo país de 2,68%[4] resultando en un costo de patrimonio en dólares de 9,97% anual.

Posteriormente, se pasó a hallar el costo de patrimonio (Ke) en pesos, donde se tomó un diferencial de inflación de 1,39% entre USA y Colombia, resultando en una tasa de descuento de 11,50% para los dividendos futuros de Davivienda S.A.

Como resultado de este análisis, el precio objetivo para Davivienda S.A. es de COP 19.192 por acción, lo que resulta en una sobrevaloración del 15,9% comparando con el precio actual de la acción que se encuentra en COP 22.440. Igualmente, el promedio de cierre desde su inicio de cotización en la Bolsa de Valores de Colombia (5 Octubre de 2010) ha sido de COP 22.433 por acción. Esto nos permite sustentar que la posición frente a esta acción debe ser de

[1] Fuente: Yield 10Y US Treas. Diciembre 20 2010
[2] Fuente: Damodaran Geometric Average 1928 - 2009
[3] Fuente: Beta promedio del sector en Latinoamérica: Bancolombia, Bogotá, Banorte, Itau, Bradesco, Banco do Brasil, Credicorp, Intergroup, Santander Chile, Banco de Chile, BCI, Corpbanca
[4] Fuente: Volatilidad Bolsa USA, Volatilidad Bolsa Colombia y Credit Default Swap (CDS) de Colombia.

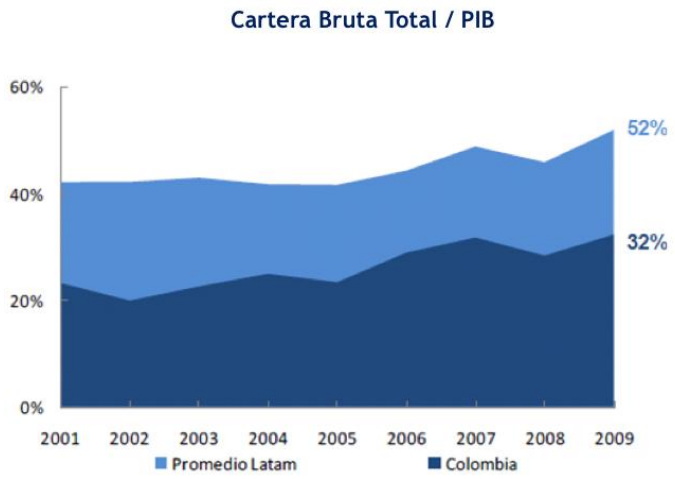
Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

venta.

TESIS DE INVERSIÓN

Colombia en los últimos años ha tenido un crecimiento económico favorable y acelerado, así como una inflación controlada. Esto, combinado con una percepción de aumento de seguridad del país, ha hecho que se convierta en un atractivo para inversionistas externos. Así mismo, se espera que continúen estas perspectivas positivas para los próximos años, donde se esperan crecimientos del PIB mayores al 4% anual.

Comparando a Colombia en su nivel de bancarización (Crédito/PIB) con otros países de la región, éste se encuentra con un potencial de crecimiento significativo ya que actualmente Colombia está en un 32%, en contraste con el promedio en Latinoamérica que es del 52% y países como Chile que tiene el 70% y Brasil que tiene el 51%[5].



Fuente: FMI

Adicionalmente, el nuevo gobierno posesionado en 2010, está enfocado a aumentar la bancarización del país incentivando el financiamiento a poblaciones de menos de 100 mil habitantes, la simplificación de trámites, la regulación y creando incentivos para la educación financiera[6]. Es por esto que consideramos que Colombia puede llegar en el 2020 a niveles de bancarización cercanos al 50% resultando en un gran potencial de crecimiento de cartera del sistema financiero.

Davivienda S.A. es el tercer banco en cuanto a activos y pasivos del sistema financiero de Colombia. Actualmente, es el líder en Colombia del crédito de consumo y tiene una amplia cobertura en el país, también tiene un alto reconocimiento de marca y ha tenido procesos de adquisición de bancos como Bancafé y Banco Superior en años anteriores que han favorecido su rentabilidad y diversificación de la cartera. Adicionalmente, el Banco Davivienda S.A. se encuentra con miras a consolidar su participación en Miami y Panamá. Por otro lado, tiene posibilidades de crecimiento en el segmento corporativo debido a que es un nuevo foco estratégico para banco en el cual han crecido aceleradamente en los últimos años.

En contraste, el banco presenta indicadores de cartera vencida superiores a los del sistema debido a su concentración en la cartera de consumo, la cual es por naturaleza más siniestrada.

[5] Fuente: Bank of America Merrill Lynch
[6] Fuente: http://www.santospresidente.com/pdf/plan-de-gobierno-juan-manuel-santos.pdf

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Asimismo, el potencial de crecimiento debe estar acompañado de una estrategia de fondeo que no sea demasiado costosa para el banco.

¿Por que vender?

A pesar del potencial de crecimiento del sector que se expone y del análisis realizado del Banco Davivienda S.A., consideramos que se encuentra sobrevalorada en un 15,9% ya que

el precio actual de COP 22.440 por acción tiene implícitas expectativas de crecimiento y rentabilidad muy optimistas frente a las proyecciones realizadas, que asumen supuestos que consideramos difíciles de lograr. Esta conclusión, se reafirma al observar los resultados que arroja la valoración relativa por múltiplos, donde por el precio sobre valor en libros sería de COP 18.384 por acción, y el precio sobre utilidad sería de COP 17.945 por acción. A continuación, sustentando la tesis de que la acción esta sobrevalorada y la recomendación de vender la acción, se describen los supuestos optimistas utilizados en el análisis de valoración.

Actualmente, se observa un interés de bancos internacionales en entrar al sector bancario colombiano, que se ha convertido en un sector muy atractivo para bancos de la región. Igualmente, la consolidación de grandes jugadores del mercado ha sido la característica del sector en los últimos años. Esto causará en el futuro una presión en provisiones, tasas de interés y niveles de apalancamiento para todos los bancos. A pesar de esta situación, en el análisis de valoración se proyecta un ROE promedio anual para el periodo 2010-2020 del 18,9%, no muy diferente al promedio que ha mantenido Davivienda durante los últimos 10 años del 20,2%, lo cual frente a lo expuesto anteriormente es optimista ya que a medida que el sector madure se presentarán descensos drásticos en los niveles de rentabilidad.

Adicionalmente, evaluando los indicadores de apalancamiento tenemos que para 2000-2010, el patrimonio representaba el 17,1% de los activos ponderados por riesgo de banco y en las proyecciones para 2011-2020, éste pasa a tan solo representar el 10,6%, lo que genera un mayor riesgo para los accionistas debido a un mayor apalancamiento. Este mayor apalancamiento genera en las proyecciones un mayor nivel de ROE, lo que valoriza el patrimonio del banco y resulta en un valor por acción de COP 19.192.

Por otro lado, de acuerdo a los ciclos económicos, consideramos que la calidad de cartera mejorará según nuestro análisis, pasando de un indicador promedio de 3,9% a un 3,2% en los próximos 3 años y de 3,9% para los años 2014-2020. Con este buen nivel de cartera vencida las presiones de provisiones mejorarán lo cual es un nuevamente es un escenario optimista que valoriza aun más el precio de la acción, llegando a los COP 19.192 mencionados anteriormente.

Finalmente, al observar el crecimiento de cartera que ha tenido Davivienda S.A. durante los últimos 3 años corresponde a un promedio anual de 14%, y para los próximos 3 años se proyecta un crecimiento anual de la cartera de 18,9% en promedio, frente a un crecimiento anual estimado de cartera total del sistema del 15% anual en promedio. Esto reafirma los escenarios optimistas de la proyección realizada, que no alcanza los COP 22.440 en que se encuentra la acción en el mercado. Asimismo, existe un riesgo que estos supuestos tan optimistas no se materialicen en los próximos años, lo cual puede presionar el precio de la acción hacia la baja.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

VALORACIÓN

La metodología utilizada para la valoración tanto de Davivienda S.A como de sus filiales fue el método de dividendos descontados, mediante el cual se obtuvo un precio objetivo a Enero de 2011 de la acción de COP 19.192 por acción. La valoración considera tanto al banco como a sus filiales de acuerdo al porcentaje de participación de la entidad en éstas.

COP millones Entidad	Valor Patrimonio	Participación Davivienda	Valor Davivienda	% Davivienda
Davivienda	7.191.344	100,00%	7.191.344	91,8%
Confinanciera	96.161	94,90%	91.256	1,2%
Davivalores	14.555	79,00%	11.498	0,1%
Fiduciaria Davivienda	124.348	60,00%	74.609	1,0%
Fiduciaria Cafetera	178.155	94,01%	167.484	2,1%
Bancafé Panamá	281.506	99,99%	281.478	3,6%
Bancafé Internacional	13.593	100,00%	13.593	0,2%
Total	7.899.662		7.831.263	100,0%

Cantidad de acciones		408.056.976
Valor de la acción COP		**19.192**
Precio de la Acción COP	1/14/2011	**22.240**
Porcentaje potencial de desvalorización		15,9%

El valor se obtuvo por medio de la proyección de los flujos de fondos de 2010 a 2020, momento a partir del cual consideramos una perpetuidad con un crecimiento nominal del 6,1% anual. Este 6,1% se deriva de un ROE en el año 2020 de un 15,5% y una tasa de reinversión del 39,1% ya que el porcentaje de dividendos de 2020 sería de 60,9%.
La valoración considera un costo del patrimonio del 11,5%, derivado del modelo del CAPM con los siguientes valores:

Costo del Patrimonio (Ke)

Rf: Tasa libre de riesgo	3,33%	Vol US Equity: volatilidad histórica (100 semanas) del índice S&P 500 en USD.	13,76%
ERP: Prima de riesgo mercado USA	4,29%	Riesgo País	2,68%
Beta	0,92	Ke USD	9,97%
CDS 10Y: Credit Default Swaps para la deuda del gobierno Colombiano en USD a 10 años.	1,47%	Diferencial de Inflación	1,39%
Vol Col Equity: volatilidad histórica (100 semanas) del Colcap en USD.	25,05%	**Ke COP**	**11,50%**

Para el cálculo del riesgo país se tomó la tasa de CDS (Credit Default Swap) para la deuda del gobierno de Colombia a 10 años, que representa la percepción de riesgo por los títulos soberanos del país, y se multiplica por la relación entre las volatilidades del mercado de renta variable de Colombia y Estados Unidos.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Davivienda S.A. nació en agosto de 1972 bajo el nombre de Corporación Colombiana de Ahorro y Vivienda, Coldeahorro con 4 oficinas ubicadas en Bogotá, Medellín, Cali y Barranquilla, un capital autorizado de COP 60 millones y 23 funcionarios. El 30 de enero de 1973, la entidad emisora cambia su nombre por el de Corporación Colombiana de Ahorro y Vivienda, Davivienda S.A.

El 29 de julio de 1997, la Corporación Colombiana de Ahorro y Vivienda Davivienda S.A. se convierte en banco de carácter comercial bajo el nombre de Banco Davivienda S.A..

En mayo de 2006 se realizó la fusión entre Banco Superior y Davivienda S.A. por un monto total de COP 451 mil millones, permitiéndole a Davivienda adquirir los productos y servicios relacionados con la cartera de consumo colocada a través de tarjetas de crédito de la franquicia de Diners; logrando consolidarse como líder en productos de consumo, complementando su portafolio de productos dirigidos a la financiación de vivienda y logrando posicionarse en el primer lugar de la banca de personas. En noviembre de 2006 con el objetivo de incursionar en el negocio de financiación de vehículos Davivienda S.A., a través de la bolsa de valores de Colombia adquirió el 94,9% de las acciones de Confinanciera S.A, transacción hecha por un monto total de COP 89 mil millones.

El 27 de agosto de 2007 se autoriza la fusión entre Davivienda S.A. y Granbanco S.A. – Bancafé, por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia, permitiendo a Davivienda incursionar en nuevos nichos de mercado, principalmente en segmentos corporativos y Pymes y en sectores como cafetero y agropecuario, logrando con esto la diversificación de su cartera. La transacción ascendió a COP 2,2 billones e incluyó la compra de Fiducafé S.A., Bancafé Panamá y Bancafé Internacional Miami, consolidando así a Davivienda como el tercer banco de mayor tamaño de Colombia.

El Banco Davivienda S.A. cuenta con 10.216 empleados que operan a través de 540 oficinas en 163 municipios de Colombia. La oficina principal actualmente se encuentra en la Av. El Dorado # 69 C – 61 Edificio Davivienda en Bogotá Colombia.

Actualmente el Banco Davivienda cuenta con seis entidades subordinadas:

Fiducafé:

FIDUCAFE

Participación: 94,01% **Utilidad neta 2009*:** 23 **Patrimonio 2009*:** 67,7

Creada en 1991. Las líneas de negocio de la fiduciaria son: la administración de dinero, la administración de bienes inmuebles o proyectos de construcción, recaudo de cartera, pagos a terceros, proveedores, contratistas o nómina, entrega de bienes en garantía financiación a través de titularización y gestión de tesorería.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Confinanciera:

Participación: 94,9% **Utilidad neta 2009*:** 6**Patrimonio 2009*:** 60,1
Es una compañía de financiamiento comercial constituida en 1977, dedicada a realizar operaciones crediticias para facilitar la comercialización de bienes y servicios. Se especializa en operaciones para la adquisición de vehículos de pasajeros y carga.

Fiduciaria Davivienda:

Participación: 60% **Utilidad neta 2009*:** 13,2 **Patrimonio 2009*:** 45,9
Creada en 1992. Las principales líneas de negocio de esta firma son: las carteras colectivas, el fondo voluntario de pensiones Dafuturo y la fiducia estructurada.

Davivalores:

Participación: 79% **Utilidad neta 2009*:** 1,5 **Patrimonio 2009*:** 9,7

Firma comisionista de bolsa del grupo y miembro de la Bolsa de Valores de Colombia. La compañía ofrece tanto a personas naturales como jurídicas diferentes productos financieros y alternativas de inversión. Dentro de los servicios financieros que ofrece se encuentra la intermediación de valores, la administración y custodia de valores y la colocación de títulos.

Bancafé Panamá:

Participación: 99,99% **Utilidad neta 2009**:** 10,1 **Patrimonio 2009**:** 69
Creada en 1966. Presta los servicios de un banco internacional como garantías bancarias, préstamos comerciales, fondos de cesantías, préstamos a jubilados, cartas de referencia y saldos, confirmaciones bancarias, avisos de cheques devueltos, depósitos a plazo fijo, ahorros money market, cuentas de ahorro, cuentas corrientes, cobranzas documentarias, cartas de crédito y leasing.

Bancafé Internacional:

Participación: 100% **Utilidad neta 2009**:** 0,03 **Patrimonio 2009**:** 13
Creada en 1981. Actualmente establecido en Miami, USA y con el objetivo de satisfacer las necesidades de sus clientes en cuanto al apoyo de actividades y negocios a nivel internacional.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

*Miles de millones de pesos colombianos. ** Millones de dólares. Fuente: Davivienda.

Principales Accionistas

Los principales accionistas de Davivienda S.A. son el Grupo Bolívar, holding de empresas propiedad de la familia Bolívar que inicio sus labores en 1939 a partir de la creación de la compañía de seguros Bolívar, y que hoy tienen presencia en el sector financiero, seguros, construcción, y Cuzesar, empresa del sector construcción fundada hace más de 50 años con presencia en importantes proyectos de desarrollo urbano de la capital colombiana y proyectos de infraestructura igualmente en Bogotá.

Accionista	No acciones	participación
Inversiones Financiera Bolívar S.A.S	66.060.672	16,19%
Inversora Anagrama Inveragrama S.A.S	66.051.552	16,19%
Sociedades Bolívar S.A	37.981.816	9,31%
Cusezar S.A	36.830.680	9,03%
Urbe Capital S.A	36.123.264	8,85%
International Finance Corporation	34.985.432	8,57%
Compañía de seguros Bolívar S.A	34.132.760	8,36%
Seguros comerciales Bolívar S.A	32.775.232	8,03%
Nueva emisión	26.000.000	6,37%
Otros	14.304.952	3,51%
Inversiones Zarate Gutiérrez y Cia S.C S	12.956.696	3,18%
Asesorías e inversiones C.G. S.A	9.853.920	2,41%
Total Acciones	**408.056.976**	**100,00%**

Fuente: Davivienda

Productos y servicios

Davivienda S.A. ofrece soluciones de acuerdo a su estrategia de mercado para *personas, corporativas, pymes, comercio y constructores.*

Personas

Incluye: Soluciones de ahorro e inversión, soluciones de financiación de inmuebles, soluciones en crédito de consumo, tarjetas de crédito, giros internacionales y Seguros.

Corporativas

Incluye: Soluciones de ahorro e inversión, soluciones en líneas de crédito, mesa de dinero corporativa, recaudos, tarjeta empresarial y transporte de valores.

Pymes

Incluye: Soluciones de Ahorro e inversión, soluciones en líneas de crédito, recaudos, soluciones en créditos agropecuarios, soluciones en líneas de crédito de redescuento.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Comercio

Incluye: Solución en la consignación de las ventas, soluciones de ahorro e inversión, solución en líneas de crédito, soluciones de pago, soluciones de recaudo y comercio electrónico.

Constructores

Incluye: Crédito de tesorería para compra de lotes, crédito de Tesorería para anticipo de Encargos Fiduciarios, aval Bancario para recibir Subsidios Anticipados, encargos Fiduciarios para Preventas, crédito de Comercialización, crédito Tradicional Constructor, créditos otorgados a compradores de proyectos cuya construcción no fue financiada por el banco, financiación a Compradores para proyectos no financiados por Davivienda, cupo de Sobregiro para pago de prorratas y cupos de canje y sobregiro para el funcionamiento de la empresa.

Davivienda enfocado hacia segmento de consumo, Pyme, Agropecuario e Infraestructura

Davivienda S.A. se encuentra concentrado en generar relaciones de largo plazo con sus clientes (personas naturales y jurídicas) mediante la consolidación de la banca universal, con el fin de ofrecer soluciones integrales a las necesidades del mercado, manteniendo el liderazgo en la banca personal e incrementando la participación de mercado en los segmentos Pyme, Agropecuario y de infraestructura principalmente, de igual manera que afianzando la presencia en el sector corporativo.

Pretende de igual manera consolidar su presencia en el sector de la financiación de la construcción, mediante el crédito constructor como su principal aliado.

Todo lo anterior a través de la consolidación de las sinergias adquiridas a través de las fusiones y consiguiéndolo con fuentes de recursos estables para un sano crecimiento de la cartera y como consecuencia de esto el crecimiento en su red de atención con el fortalecimiento en la modernización tecnológica

Emisión de Acciones – 2010

El 28 de abril de 2010, Davivienda S.A. anunció la aprobación de una emisión de hasta 50 millones de acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto. El 11 de mayo, la junta directiva aprobó la colocación de 26 millones de acciones dirigidas al público en general, las cuales representan el 6,4% del total de acciones de la compañía. El 4 de agosto de 2010 anunció que la oferta pública de acciones se realizaría a un precio de COP 16.000 por acción lo que representó un monto total de COP 416 mil millones.

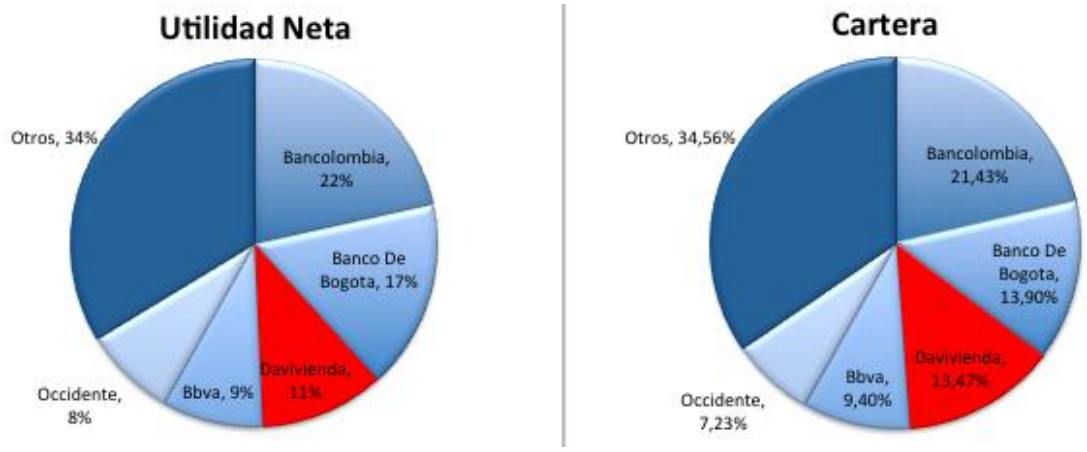
Para esta emisión, la acción del Banco Davivienda S.A. tuvo una demanda en el mercado de COP 5,4 billones, 13 veces la oferta de COP 416 mil millones. Esto generó una reacción en el mercado en el primer día de cotización de la acción el 5 de octubre de 2010 donde cerró a COP 21.980 por acción, representando un aumento de 36,2%. Desde el 5 de octubre hasta la fecha la acción ha tenido un precio promedio de COP 22.433.

Este resultado ha demostrado una vez más el apetito del mercado de capitales colombiano por la emisión de nuevas acciones y en especial por el Banco Davivienda S.A..

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

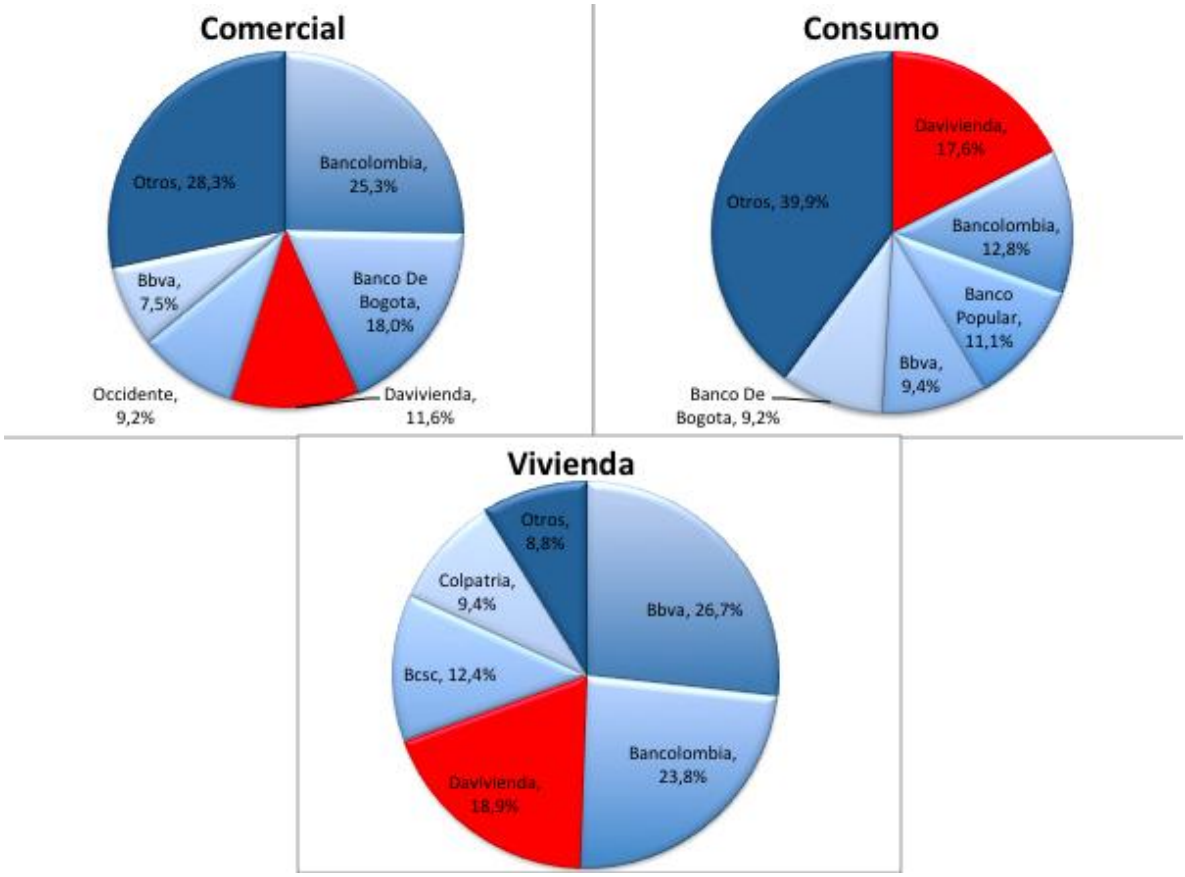
Análisis de los Competidores

El Banco Davivienda S.A. compite en el mercado financiero colombiano el cual cuenta 67 entidades repartidas en bancos, compañías de financiamiento comercial, corporaciones financieras y cooperativas.
Como se menciona en el análisis de la industria Davivienda S.A. es el tercer banco en cuanto a activos y pasivos del país. Igualmente, es el tercero en utilidad neta y cartera:



Fuente: SuperFinanciera Indicadores Gerenciales Nov. 2010

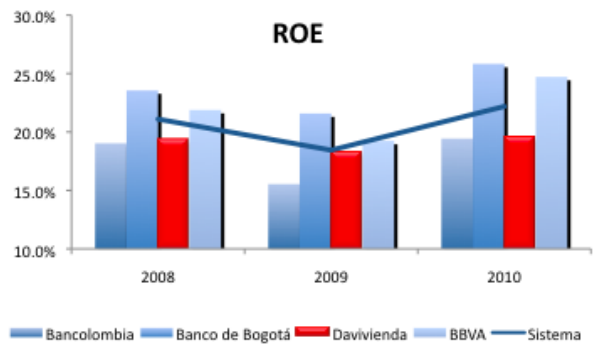
Davivienda S.A. es el primer banco en cartera de consumo y tercer banco en cartera comercial y de vivienda.

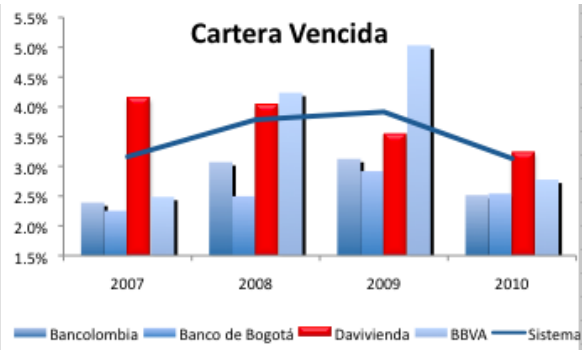


Fuente: SuperFinanciera Indicadores Gerenciales Nov. 2010

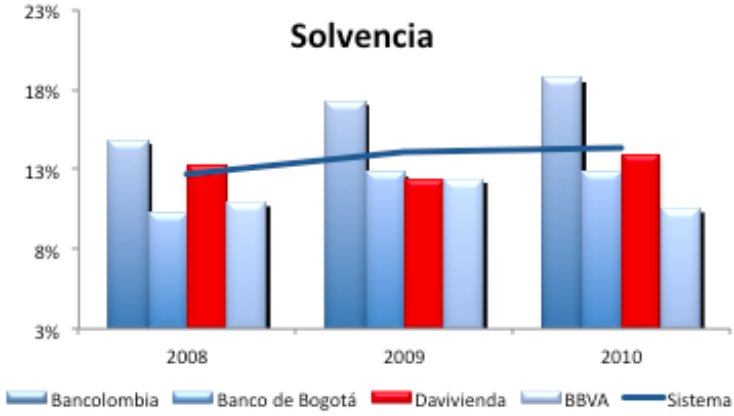
Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

En cuanto al ROE, Davivienda S.A. en los últimos 3 años ha tenido un desempeño menor a sus competidores y una cartera vencida mayor debido al liderazgo en cartera de consumo la cual por naturaleza es más siniestrada.





En cuanto a la solvencia, se observa que actualmente el Banco está en los niveles del sector, cumpliendo holgadamente los requerimientos de la Superintendencia Financiera de Colombia ya que Davivienda S.A. se encuentra en un 14% y la Superintendencia exige un 9%.



Bancolombia

Es un banco colombiano y el mayor del país y se está consolidando como un grupo financiero con servicios integrales de Leasing, Banca de Inversión, Factoring, Fiduciaria y Comisionista de Bolsa. Actualmente se encuentra con planes de expansión a Centroamérica, y con un enfoque fuerte en crédito hipotecario. Asimismo se encuentra fortaleciendo su aparato tecnológico debido al crecimiento de clientes. Por otro lado cuenta con aproximadamente 600 corresponsales no bancarios en 26 departamentos para aumentar su cobertura lo que puede generar competencia en municipios cafeteros de país.

Banco de Bogotá

Hace parte del grupo financiero AVAL, el más grande del país. Es un banco fuerte en carteras de consumo y comercial. Esta fortaleza significa una competencia robusta en el segmento corporativo. Adicionalmente, se ha enfocado en nuevos grupos de mercado, especialmente jóvenes. Ha fortalecido sus redes en el exterior (Panamá, Miami, Nassau, Nueva York) y tienen como prioridades para 2011 el mercado corporativo, el leasing, el consumo, tarjetas de crédito. Recientemente se ha expandido a Centroamérica con la compra de BAC Credomatic.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

BBVA

Hace parte de un grupo financiero mundial de origen español. El grupo BBVA está destinando alto presupuesto en proyectos de tecnología ya que piensan que el futuro de la banca está en la innovación y los canales virtuales. Es un competidor fuerte en la cartera hipotecaria donde obtuvo un crecimiento en desembolsos mayor al 70% en créditos para vivienda en 2010.

Banco de Occidente

Al igual que el Banco de Bogotá hace parte del grupo AVAL. Banco de Occidente inició operaciones el 3 de mayo de 1965 en la ciudad de Cali. Actualmente ya está disperso a través de las diferentes ciudades del país y su enfoque es hacia estratos altos en cartera de consumo y cartera comercial.

Banco Agrario de Colombia

Es el principal banco estatal de Colombia cuya misión es financiar al sector agropecuario del país y aplicar las políticas del gobierno en materia crediticia y agropecuaria. En los últimos años el banco ha experimentado una transformación para generar cambio en la organización. Es el banco con mayor presencia de oficinas en municipios del país.

Análisis DOFA

Fortalezas

- Líderes en participación de mercado en cartera de consumo y tarjeta de crédito.
- Líder en top of mind en el mercado[7].
- Amplia cobertura nacional con 540 sucursales y oficinas en más de 155 municipios, 1.376 cajeros, y presencia internacional en Miami y Panamá.
- Favorables procesos de fusión con impacto positivo en la rentabilidad.
- Cuenta con 6 filiales, que complementan la estrategia de ofrecimiento de una banca universal.

Debilidades

- Menor Margen Neto de Intermediación con respecto a sus pares comparables.
- Indicador de morosidad superior al de los competidores a causa de su liderazgo en el mercado de consumo.
- Incremento en los costos del fondeo a raíz de una mayor participación de la financiación a través de CDT y Bonos.

Oportunidades

- Incrementar participación en segmento corporativo.
- Diversificar sus recursos captados y así disminuir los costos de fondeo.
- Expansión internacional.

[7] Fuente: Estudio de monitoreo en social media realizado por IZO

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

- Consolidar modelo de banca universal entrando en nuevos negocios financieros tales como banca de inversión, factoring y renting.

Amenazas

- Fuerte competencia por la entrada de bancos internacionales al mercado local.
- Disminución de márgenes de rentabilidad y de posición competitiva en el nicho de banca personal como consecuencia de las estrategias comerciales agresivas del sector.
- Posibles volatilidades en el mercado de deuda pública concluirían en un descenso en los ingresos por tesorería.

DESEMPEÑO DE LA ADMINISTRACIÓN Y ANTECEDENTES

Gobierno Corporativo

La Administración del Banco Davivienda S.A. refleja una Junta Directiva compuesta por personas pertenecientes a los principales accionistas, quienes tienen amplia experiencia en el sector financiero. Asimismo, cuenta con personas independientes las cuales brindan objetividad a la mesa y refleja seguridad a los accionistas minoritarios hacia la protección de sus intereses.

Junta Directiva

Carlos Guillermo Arango Uribe (Presidente Junta Directiva)
Economista de la Universidad de Antioquia, con postgrado en el Programa de Alta Gerencia del INALDE. En el Sector Financiero se ha desempeñado como Director de Agencia de primer nivel en Conavi y Asistente Financiero de Seguros Bolívar

Javier José Suarez Esparragoza
Ingeniero Civil de la Universidad de los Andes, con MSc en Finanzas y Diplomado en Gerencia Bancaria de la Universidad de los Andes. Se ha desempeñado como Asistente de Actuaria, Vicepresidente de Riesgos Financieros y Jefe de Mercadeo de seguros de salud, en Seguros Comerciales Bolívar S.A.

Álvaro Peláez Arango
Ingeniero Civil de la Universidad de los Andes. Fuera del Sector Financiero se ha desempeñado como Gerente Técnico de Cusezar S.A. Ha formado parte como miembro suplente de la Junta Directiva del Banco Superior y Granbanco.

Gabriel Humberto Zárate Sánchez
Arquitecto de la Fundación Universidad de América. Ha sido Miembro Principal de la Junta Directiva del Banco de la República en Venezuela, de Granbanco S.A y del Banco Superior.

Mark Alloway
Físico de la Universidad de Oxford e Ingeniero de Petróleos del Imperial College, con MBA de Granfield School of Management. Dentro del Sector Financiero se ha desempeñado como Director de Inversiones de 3i PLC–Fondo de Capital Privado y como Director Asociado de la International Finance Corporation.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Equipo Directivo

En cuanto al Equipo Directivo del banco, se cuenta con personal con una amplia experiencia en el sector financiero y su presidente Efraín Enrique Forero lleva 20 años en el cargo. La estructura del banco le presta alta relevancia al área de Riesgos, lo que refleja la naturaleza de su grupo financiero del sector de seguros.

Presidente: Efraín Enrique Forero Fonseca
Ingeniero Industrial de la Pontificia Universidad Javeriana, MSc en Ingeniería Industrial de la Universidad de Michigan. En el Sector Financiero se ha desempeñado como Asistente de Gerencia Financiera, Subgerente de la Sucursal Bogotá, Gerente Administrativo y Gerente Financiero de la Compañía de Seguros Bolívar y fue Presidente de Delta Bolívar CFC.

VP Ejecutivo Financiera y de Riesgos: Javier Suarez
Hace parte de la Junta Directiva de Davivienda.

VP Ejecutivo Corporativa: Álvaro Carrillo Buitrago
Economista del Colegio Mayor de Nuestra Señora del Rosario con Especialización en Finanzas y Evaluación de Proyectos. Se ha desempeñado como Vicepresidente Ejecutivo, Financiero y de Crédito del Banco República de Venezuela, Presidente de Banco Superior y de Granbanco.

VP Ejecutivo de Banca Personal y Mercadeo: Luz Maritza Pérez Bermúdez
Ingeniera Industrial de la Pontificia Universidad Javeriana, Especialista en Finanzas y en Banca de la Universidad de los Andes. Cursó programa de Mercadeo Bancario y Gerencia Avanzada Bancaria de la Universidad de los Andes y Programa de Gerencia de Producto y Diseño e Implementación de un Plan de Mercadeo en el INCOLDA. Se ha desempeñado dentro del sector financiero como Gerente de Mercadeo en Delta Bolívar, Directora de Mercadeo y Publicidad, Directora de Crédito Personal y Asistente de Presidencia en Davivienda.

VP Ejecutivo de Tecnología: Víctor Enrique Flórez Camacho
Ingeniero Industrial de la Pontificia Universidad Javeriana con Especialización en Gerencia Estratégica de Informática en la Universidad de los Andes. Ha trabajado dentro del sector financiero como Asesor de organización y métodos, Jefe técnico de seguros, Jefe técnico de corredores, Subgerente de la Sucursal de Corredores, Gerente Administrativo, Gerente de Planeación, y Vicepresidente de Sistemas en Seguros Comerciales Bolívar.

VP Riesgo y Control Financiero: Ricardo León Otero
Ingeniero de Sistemas de la Universidad Piloto de Colombia y Especialista en Finanzas. Se ha desempeñado como Superintendente Técnico y Director de la Superfinanciera, Director de Riesgo de Crédito del Banco Cafetero y Vicepresidente de Operaciones de Granbanco.

VP Tesorería: Jaime A. Castañeda Roldán
Administrador de Empresas de la Universidad EAFIT con MsC of Internacional Business en Western Sídney University en Sídney, Australia. Se ha desempeñado como Gerente de Tesorería de Bancolombia, Vicepresidente de Tesorería del Banco Cafetero y Vicepresidente de Tesorería del Granbanco-Bancafé.

VP Crédito Corporativo: Roberto Holguín Fety
Barchelor of Arts in Economics Degree de Georgetown University con Especialización en

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

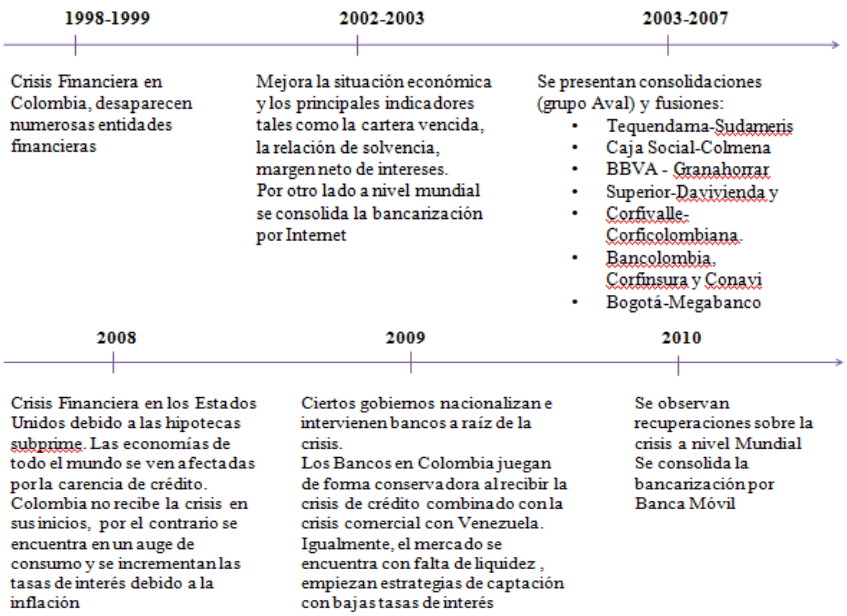
Finanzas. Se ha desempeñado como Gerente de Profesionales de Bolsa, Presidente de Delta Bolívar, subgerente financiero y comercial de EEB y gerente del Banco de Bogotá en Miami.

VP Comercial de Empresas: José R. Arango Echeverri
Economista de la Universidad de Antioquia con MsC en el Instituto Tecnológico de Monterrey, México. Se ha desempeñado como Jefe de Departamento y Gerente Regional de Banca Empresarial en Bancolombia y Vicepresidente Comercial de Granbanco.

Fuente: Davivienda.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Durante la última década, el sector bancario en Colombia viene teniendo un periodo de recuperación de la crisis presentada a finales de la década de los 90 y con esto se han consolidado grandes jugadores del mercado. A raíz de esta consolidación, el sector ha presentado mejoras significativas en la rentabilidad en los últimos cinco años.

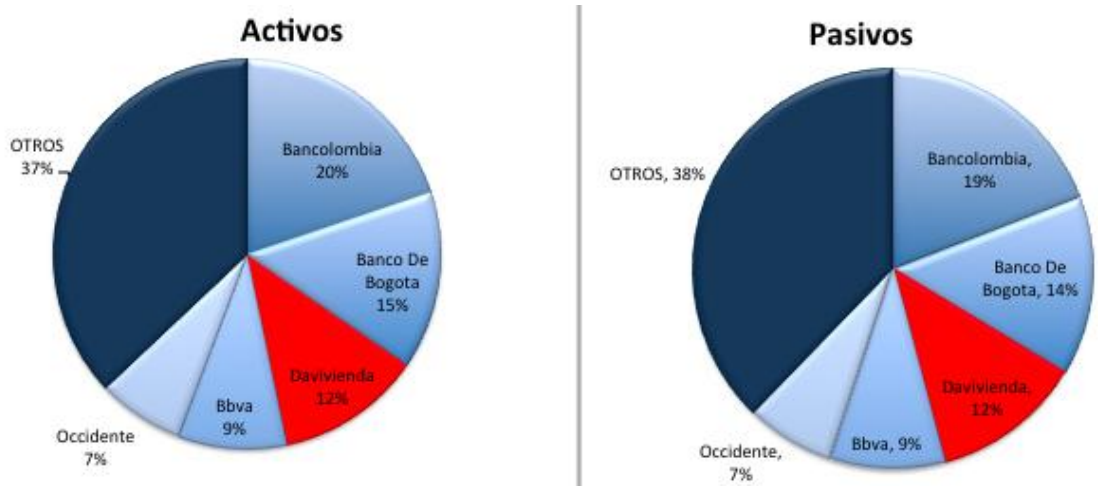


El sector financiero colombiano presenta un potencial de crecimiento significativo debido a que comparativamente con la región el nivel de bancarización (créditos/PIB) es bajo. Ya que Colombia se encuentra con un nivel del 32%, muy inferior a Latinoamérica que presenta niveles del 52% y a países como Brasil que cuenta con un nivel de bancarización del 51% y Chile con un 70%.

Colombia cuenta con 17 bancos actualmente y sus activos ascienden a COP 237,49 billones, que representa el 44% del PIB, con unas utilidades reportadas por COP 8.08 billones para 2010, un retorno sobre los activos del 2,6% y un retorno sobre el patrimonio del 15,6%.

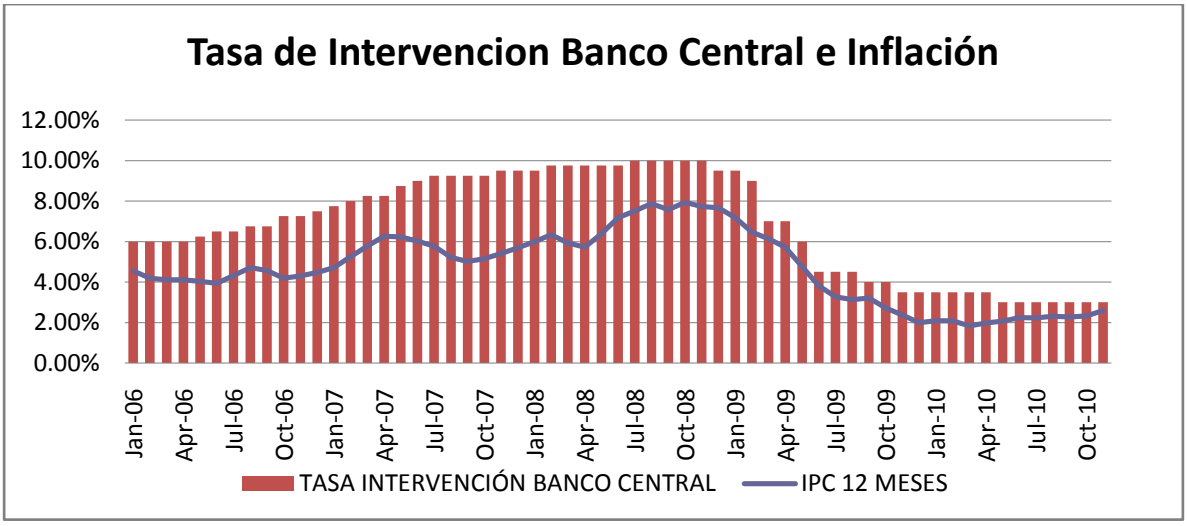
Davivienda S.A. es el tercer banco del país en cuanto a activos y pasivos. Los principales bancos del mercado de acuerdo a su tamaño son:

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.



Fuente: Superfinanciera Nov. 2010

Los factores macroeconómicos que más influyen sobre la industria son la inflación, las tasas de intervención del banco central y la percepción del riesgo país. Igualmente, factores como el desempleo, la producción industrial y el ciclo económico afectan la calidad de la cartera.

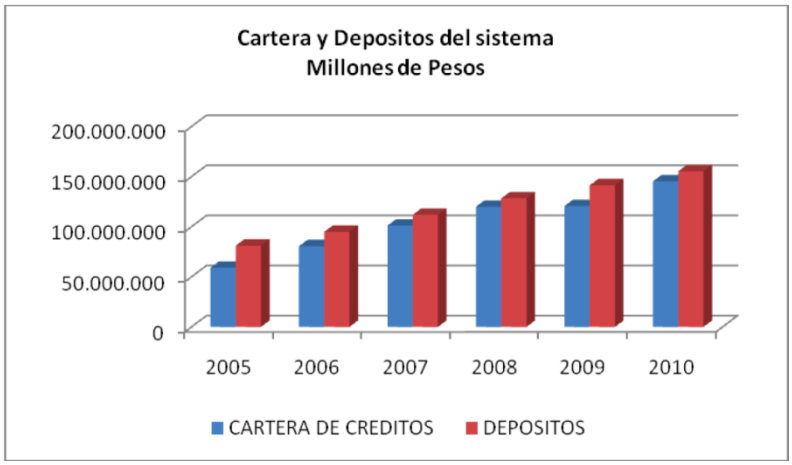


Fuente: Banco de la Republica de Colombia Enero 2011

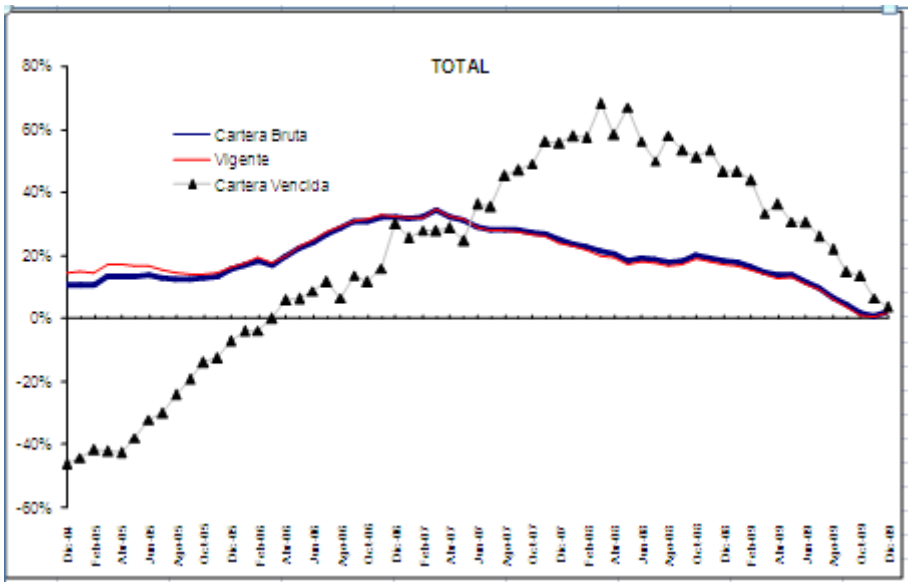
El comportamiento que han tenido estos factores durante los últimos años hace que la economía encuentre en el sector financiero una solución a sus problemas de demanda de recursos a un menor costo, brindándole dinamismo a la colocación de créditos y con esto incrementando los ingresos del sector.

Como consecuencia de lo anterior se puede observar el crecimiento de la cartera total pasando de COP 59,04 billones en noviembre de 2005 a COP 145,29 billones en noviembre de 2010 lo que representa un crecimiento del 19,7% anual y a su vez un aumento en los depósitos para estos mismos periodos de COP 81,12 billones a COP 155,37 billones, lo que representa un aumento del 13,9% anual. La evolución de estos ítems se puede observar en la siguiente gráfica:

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.



A su vez los indicadores de calidad de cartera han mejorado sustancialmente, luego de un periodo de crisis en que la cartera vencida representaba el 15% del total de la cartera en el año 2001, a hoy encontrarse en niveles de 4,75% con respecto al total de la cartera, con un nivel de cobertura de reservas sobre esta cartera vencida del 128%.



Fuente: Superfinanciera

En conclusión, el sector ha presentado continuos crecimientos y niveles de calidad de cartera controlados desde la crisis presentada en los años 90. Igualmente, la consolidación de jugadores relevantes en el mercado ha generado mejoras en los niveles de rentabilidad para el sector, así como el control de la inflación y las tasas de interés por parte del Banco Central ha generado estabilidad.

Estas perspectivas, hacen atractivo el sector para inversionistas extranjeros, quienes pueden llegar a comprar un banco colombiano o inclusive iniciar con crecimiento orgánico. Esta posible presencia internacional, acompañada con la consolidación de jugadores generará una presión en provisiones, tasas de interés y niveles de apalancamiento en el sector para lograr sobrevivir y lograr los niveles de rentabilidad esperados por los inversionistas. Asimismo, un sector más maduro en los próximos años generará la competencia natural en disminución de niveles de rentabilidad en los principales actores del sistema. Esta disminución en rentabilidad se ha observado en mercados desarrollados que tienen sistemas financieros más maduros. Los bancos de estos países tuvieron que correr riesgos excesivos para sostener su rentabilidad en

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

un entorno de mucha mayor competencia, lo que generó la crisis financiera presentada en Estados Unidos en 2008.

RIESGOS DE INVERSIÓN

Alto costo de fondeo

Como se ha mencionado anteriormente, una de las debilidades de Davivienda S.A. son los altos costos de fondeo, ya que presenta una sobrecarga en cuanto a los CDT's los cuales son más costosos para el banco ya que ofrecen mayor tasa de interés al público y para lograr captar dinero ha recurrido a este mecanismo. Es necesario que Davivienda S.A. realice una migración hacia un fondeo menos costoso. Esta situación hace que el margen de intermediación del banco pueda ser menos competitivo que el del sector financiero en Colombia.

Costo de depósitos	
Bancolombia	2,35%
Banco de Bogotá	2,53%
Davivienda S.A.	**2,73%**
Promedio Industria	2,48%

Fuente: Superfinanciera de Colombia

Nivel de endeudamiento

Davivienda S.A., ante las últimas adquisiciones (Banco Superior y Gran Banco Bancafé), ha recurrido a la emisión de bonos por un monto de COP 2.7 billones que representan cerca del 90% del total del patrimonio técnico, aunque esto no representa un deterioro en la calificación crediticia de la entidad, si genera alarmas preventivas ante posibles deterioros en la calidad de cartera, lo cual podría traducirse en un menor nivel de protección ante las obligaciones adquiridas.

Riesgo de crédito

El banco se encuentra concentrado en cartera de consumo y ésta se ha mantenido controlada. Las implicaciones de tener una cartera de consumo para el banco son índices más altos de cartera vencida y hace que el balance general sea mas riesgoso que los del sector, ya que la naturaleza de este tipo de crédito es mas riesgoso y por lo tanto son mas costosos desde el punto de vista de tasas de interés para los consumidores.

Riesgo de mercado

Al encontrarse altamente correlacionado el mercado colombiano con el internacional, las volatilidades que estos mercados puedan presentar, representaría un incremento en las fluctuaciones del mercado local tanto en tasas de interés como en tasa de cambio y en razón a esto, posibles desvalorizaciones en los portafolios de inversión incorporados en los activos del Banco.

Riesgo país

El no tener grado de inversión en Colombia limita al país la entrada de potenciales inversionistas internacionales y a su vez limita el acceso del país a mercados internacionales,

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

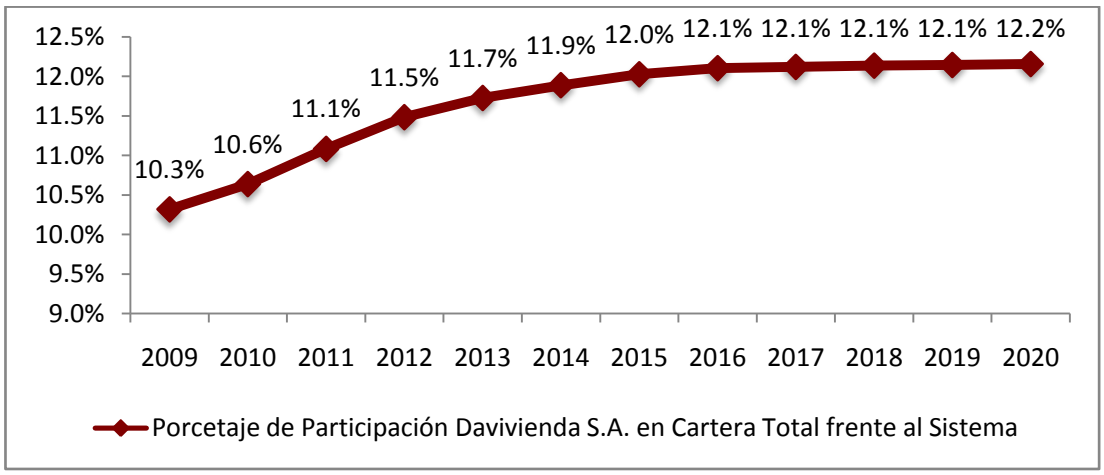
generando como consecuencia el aumento del costo de la financiación externa. Lo anterior reduce las posibilidades de crecimiento.

EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y PROYECCIONES FINANCIERAS

Supuestos de proyección

Supuestos de cartera

La cartera total del sistema financiero en Colombia, incluyendo cooperativas y bancos de segundo piso, se proyectó en base a la Bancarización (Crédito/PIB) del país comparando con otros países de América Latina y a las perspectivas de crecimiento del sistema financiero, llegando a un nivel de penetración del 50%. Específicamente, la cartera de Davivienda S.A. se proyectó con base a la cartera total del sistema y su penetración de mercado. Actualmente, Davivienda S.A. cuenta con el 10,6% de la cartera total del sistema desglosados en una participación del 9,1% en cartera comercial, 13,0% en cartera de consumo y 14,6% en cartera de vivienda. La cartera con más oportunidad de crecimiento a nuestro criterio para Davivienda S.A. es la cartera comercial pasando de el 9,1% al 10,9% en el año 2016 ya que es su foco estratégico para los próximos años y tienen gran potencial en lograrlo a través de la financiación de las Pymes y los proyectos de infraestructura, lo que resultaría en una participación de mercado en la totalidad de la cartera del 12,2%.



En cuanto a los créditos con otras instituciones, Davivienda S.A. ha presentado un promedio en los últimos 5 años del 10,7% de la cartera total del banco y en 2009 fue del 11%, por lo cual se supone un 11% para las proyecciones.

Supuestos de tesorería

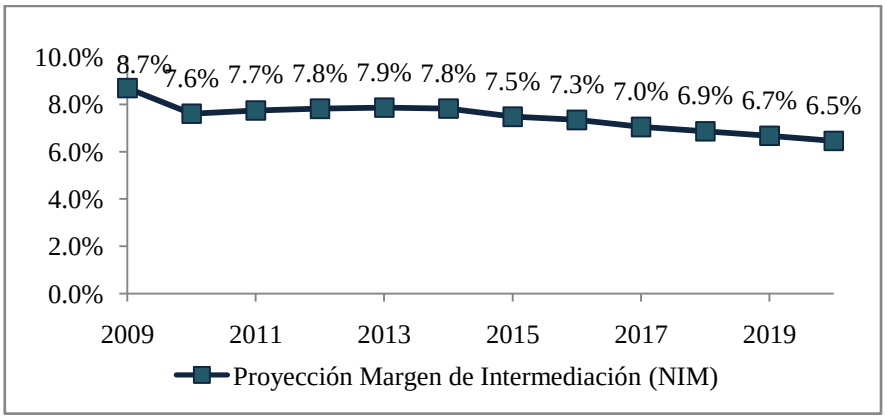
Las inversiones de Davivienda S.A. han representado en promedio un 22% de los depósitos totales del banco en los últimos 5 años, lo cual brinda liquidez a la organización y permite obtener rendimientos a través de la mesa de dinero del banco. Por esto, se proyecta que el banco mantenga los niveles de tesorería administrados en los últimos años para tal fin.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Margen de intermediación

Los ingresos por intereses de la cartera crediticia del banco se desglosan del total colocaciones del banco por tipo de cartera. Cada una de estas carteras tiene una tasa de interés diferente de acuerdo a su naturaleza. Para proyectar estos intereses y los intereses generados por la tesorería, se tomó el diferencial con la tasa para los certificados de depósitos a término fijo (DTF) fijada por el banco central. Sin embargo, de acuerdo la competencia que se prevé y a la maduración que tendrá el sector en los próximos años, los bancos tendrán que ajustar las tasas de colocación para ser competitivos.

Al igual que los ingresos por intereses, los egresos por intereses se proyectaron de acuerdo al diferencial frente a la tasa DTF, con un adicional año a año ya que los bancos tendrán que ofrecer cada vez beneficios más atractivos al público en el futuro de acuerdo a la oferta presentada por la competencia.



Gastos Administrativos y de Personal

Los gastos administrativos y de personal se realizaron de acuerdo las 540 oficinas que actualmente tiene Davivienda S.A. y los 10.216 de empleados. Calculando la capacidad de generación de cada oficina y empleado en paralelo con la necesidad que tendrá Davivienda S.A. de crecer para generar la cartera y los depósitos proyectados.

Solvencia

El indicador de solvencia mide el nivel de respaldo patrimonial de las operaciones activas de las entidades financieras. Se mide como la relación entre el patrimonio técnico y los activos ponderados por su nivel de riesgo. En Colombia la relación de solvencia debe ser como mínimo del 9%, mientras que a nivel internacional el Comité de Basilea recomienda como mínimo el 8%.
Para el Banco Davivienda S.A. este indicador se encuentra en 13,5% y como se observó en el análisis de industria, el sistema se encuentra en un 14,3% lo que está dando una holgura en la administración del apalancamiento del banco. Sin embargo, a futuro con las presiones que prevemos tendrá el sistema financiero con grandes jugadores del mercado y entrada fuerte de multinacionales se espera una disminución para Davivienda S.A. de este indicador de forma progresiva hasta un 11,8% en el 2020. Esto será necesario para lograr un mejor apalancamiento y mejorar los indicadores de rentabilidad, ya que la disminución en el margen de solvencia sirve para compensar parte del deterioro en la rentabilidad de los márgenes de intermediación futuros.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Filiales

En cuanto a las filiales del banco se proyecta a través de un modelo simplificado de valoración desde el punto de vista de reinversión de utilidades y un porcentaje de pago de dividendos igual a la del banco para lograr una rentabilidad sostenida en los próximos años.

Estado de Resultados 2008 – 2012E (Únicamente Banco)

Miles de millones de pesos	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Ingresos por Intereses	**2.381,7**	**2.389,3**	**2.217,1**	**2.626,8**	**3.350,5**	**4.123,0**	**4.771,0**
Gastos por Intereses	**960,6**	**915,9**	**700,8**	**864,1**	**1.295,5**	**1.744,5**	**2.053,8**
Margen Neto de Intereses	**1.421,1**	**1.473,5**	**1.516,3**	**1.762,8**	**2.055,0**	**2.378,4**	**2.717,2**
Otros Ingresos Diferentes a Intereses	*1.717,2*	*917,7*	*906,7*	*1.136,6*	*1.392,0*	*1.666,3*	*1.913,2*
Margen Financiero Bruto	**3.138,3**	**2.391,2**	**2.423,0**	**2.899,3**	**3.447,0**	**4.044,7**	**4.630,4**
Provisiones - neto	537,2	610,8	324,5	422,5	524,8	867,4	1.074,9
Costos Administrativos	*2.132,1*	*1.229,8*	*1.354,6*	*1.574,5*	*1.830,7*	*2.094,4*	*2.360,9*
Ingresos/Gastos No Operativos	7,4	-17,1	6,6	8,0	9,5	11,1	12,7
Impuestos	72,4	77,0	150,1	209,4	297,3	339,1	398,4
Utilidad Neta	**404,0**	**456,5**	**600,4**	**701,0**	**803,8**	**754,8**	**808,9**

Balance General 2008 – 2012E (Únicamente Banco)

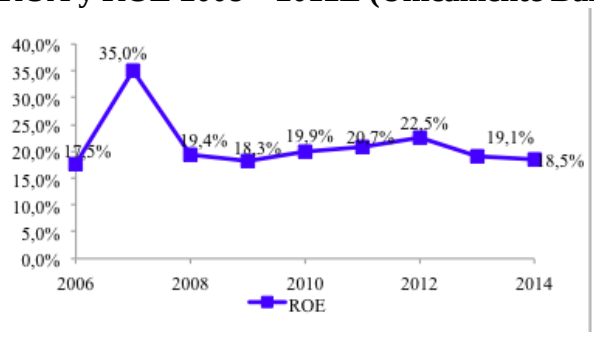
Miles de millones de pesos	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Disponible y Equivalentes	1.599	1.463	2.475	2.550	2.975	3.744	4.699
Inversiones	2.758	4.148	4.248	5.073	6.027	7.038	8.121
Cartera Neta	14.323	16.229	18.561	22.480	26.819	31.186	35.614
Otros Activos	2.837	2.928	3.056	3.263	3.509	3.768	4.037
Total Activo	**21.518**	**24.768**	**28.340**	**33.366**	**39.329**	**45.736**	**52.471**
Depósitos y Exigibilidades	15.489	17.021	19.310	23.063	27.398	31.994	36.918
Créditos Otras Instituciones de Crédito	1.694	1.907	2.162	2.606	3.111	3.632	4.168
Títulos de Deuda y Otros	2.061	3.122	3.539	4.267	5.094	5.948	6.825
Total Pasivos	**19.243**	**22.050**	**25.011**	**29.936**	**35.602**	**41.573**	**47.910**
Total Patrimonio	**2.275**	**2.718**	**3.330**	**3.430**	**3.727**	**4.163**	**4.561**

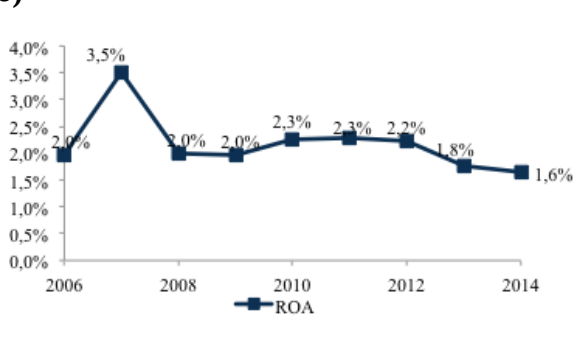
Principales Indicadores 2008 – 2012E (Únicamente Banco)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
ROA	2,0%	2,0%	2,3%	2,3%	2,2%	1,8%	1,6%
ROE	**19,4%**	**18,3%**	**19,9%**	**20,7%**	**22,5%**	**19,1%**	**18,5%**
Margen de Intermediación (NIM)	9,9%	8,7%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	7,8%
Gastos Operativos / Activos Promedio	9,4%	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,2%	4,2%
Cartera Vencida %	4,0%	3,5%	3,3%	3,1%	3,1%	3,4%	3,8%
Reservas / Cartera Vencida	146,0%	172,7%	161,8%	157,8%	155,8%	153,8%	151,8%
Cartera / Total Activos	66,6%	65,5%	65,5%	67,4%	68,2%	68,2%	67,9%
Indice de Solvencia	13,9%	13,5%	13,5%	13,4%	13,3%	13,2%	13,0%
Activos / Patrimonio	9,5x	9,1x	8,5x	9,7x	10,6x	11,0x	11,5x
% Payout Dividendos	37,1%	66,4%	67,5%	85,7%	63,0%	42,3%	50,8%
Crecimiento Cartera	15,3%	13,3%	14,4%	21,1%	19,3%	16,3%	14,2%
Crecimiento Utilidad Neta	-21,9%	13,0%	31,5%	16,7%	14,7%	-6,1%	7,2%

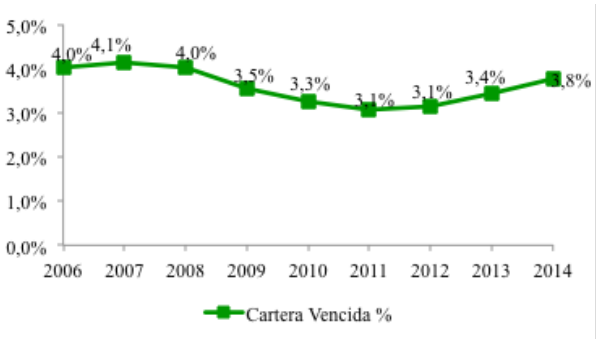
Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de cualquier decisión de inversión. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

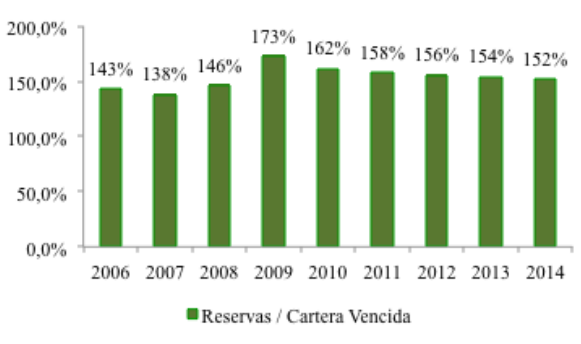
ROA y ROE 2008 – 2012E (Únicamente Banco)





Cartera Vencida y Cubrimiento 2008 – 2012E (Únicamente Banco)





Fuente: SuperFinanciera Indicadores Gerenciales Nov. 2010

Las ganancias individuales de Davivienda S.A. (sin incluir las filiales) a noviembre de 2010 ascendieron a COP 485 mil millones, lo que refleja un crecimiento constante de estas en los últimos años.

Desde el punto de vista de la rentabilidad del banco, este ha mostrado, así como el restante de entidades financieras del país, una recuperación frente a la crisis del finales de los 90. En el año 2007 el banco refleja un ROE de 35%, lo que obedece a la adquisición de Gran Banco y al auge presentado en este año desde el punto de vista de los créditos, el gran crecimiento económico del país donde el PIB creció un 7,55%. A partir de este momento, se observan rentabilidades normalizadas y se espera que esta esté alrededor del 20% en los próximos años. Igualmente, el descenso de las tasas de interés por parte del Banco Central ha hecho que el sector disminuya el margen de intermediación, ya que cuando las tasas de intervención estuvieron altas en el año 2007 y 2008 se observaron márgenes de intermediación alrededor del 9% y ahora se observan y esperan márgenes de intermediación alrededor de 7,5%.

En cuanto a la calidad de la cartera, se observan indicadores de morosidad mayores a los del sector debido a la participación en cartera de consumo, la cual por naturaleza es más siniestrada y presenta márgenes de intermediación mayores. La estrategia de cubrimiento de la cartera está por encima de los niveles exigidos por los entes de regulación y en los últimos años ha sido de alrededor del 155%.

La solvencia y apalancamiento de Davivienda S.A. cumple satisfactoriamente los niveles exigidos por los reguladores, ya que el nivel el patrimonio técnico sobre activos ponderados por riesgo ha sido en promedio el 13,6% los últimos años frente al 9% exigido. Igualmente, el apalancamiento se encuentra en niveles adecuados ya que los activos ascienden a un promedio de 9 veces el patrimonio, lo cual refleja un buen nivel de holgura.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

FUENTES DE INFORMACIÓN CONFIABLES

- DAMODARAN Aswath. *Investment Valuation.* Segunda Edición. Wiley.
- KOLLER Tim, COPELAND Tom y otros. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies.* Cuarta Edición.
- www.davivienda.com.co, Enero 14 de 2011.
- www.bvc.com.co, Bolsa de Valores de Colombia (BVC), Enero 14 de 2011.
- www.superfinanciera.gov.co, Superintendencia Financiera de Colombia, Enero 14 de 2011.
- www.valoresbancolombia.com, Valores Bancolombia, Enero 14 de 2011.
- www.imf.org, Fondo Monetario Internacional, Enero 14 de 2011.
- www.ml.com, Merrill Lynch, Enero 14 de 2011.

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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. Debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

BALANCE HISTÓRICO. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda $)

COP millones	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Balance General										
Activos										
Disponible y Equivalentes	319.913	410.710	368.333	290.266	203.580	335.981	764.325	1.147.502	1.599.349	1.463.424
Inversiones	664.257	775.593	1.134.729	1.453.417	2.498.506	3.023.733	2.065.551	2.931.353	2.758.416	4.148.371
Cartera Vigente	**2.401.280**	**2.396.822**	**2.543.321**	**2.581.316**	**3.016.121**	**3.486.968**	**6.524.568**	**12.627.973**	**14.605.374**	**16.673.392**
Comercial	211.617	261.648	618.668	749.278	1.070.484	1.165.042	1.810.830	6.036.895	7.800.206	9.173.999
Consumo	339.966	361.748	478.535	533.425	745.921	1.229.967	3.498.525	4.714.874	4.965.623	5.577.709
Vivienda	1.849.696	1.773.426	1.446.118	1.298.613	1.199.717	1.091.959	1.215.213	1.876.203	1.839.545	1.921.684
Cartera Vencida	**551.537**	**582.282**	**510.141**	**305.298**	**112.328**	**130.535**	**273.132**	**545.738**	**613.220**	**611.136**
Comercial	39.003	30.505	28.129	20.523	30.624	32.579	43.371	139.601	186.131	225.626
Consumo	61.545	42.908	34.155	43.752	45.644	51.460	181.478	361.263	377.102	325.039
Vivienda	450.989	508.869	447.857	241.023	36.060	46.496	48.283	44.875	49.987	60.471
Cartera Total	**2.952.816**	**2.979.104**	**3.053.463**	**2.886.614**	**3.128.450**	**3.617.503**	**6.797.700**	**13.173.711**	**15.218.595**	**17.284.527**
Comercial	250.620	292.153	646.797	769.801	1.101.108	1.197.621	1.854.201	6.176.496	7.986.337	9.399.625
Consumo	401.511	404.656	512.690	577.177	791.565	1.281.427	3.680.003	5.076.137	5.342.725	5.902.748
Vivienda	2.300.685	2.282.295	1.893.976	1.539.636	1.235.777	1.138.454	1.263.496	1.921.078	1.889.532	1.982.154
Provisiones	199.929	273.350	322.519	295.221	234.857	305.736	391.148	752.808	895.372	1.055.609
Cartera Neta	**2.752.887**	**2.705.754**	**2.730.944**	**2.591.392**	**2.893.593**	**3.311.766**	**6.406.552**	**12.420.903**	**14.323.223**	**16.228.919**
Bienes de Uso Propio	253.104	278.125	243.267	188.079	174.160	182.458	275.570	537.826	554.524	668.151
Crédito Mercantil	0	0	0	0	0	295.298	305.813	1.584.612	1.487.788	1.390.964
Propiedad planta y equipo								403.587	397.983	358.773
Otros Activos	217.513	158.393	211.835	294.887	230.428	235.014	364.018	229.168	396.897	509.827
Total Activo	**4.207.674**	**4.328.574**	**4.689.107**	**4.818.041**	**6.000.267**	**7.384.250**	**10.181.828**	**19.254.951**	**21.518.180**	**24.768.429**
Pasivos										
Depósitos y Exigibilidades	**3.352.563**	**3.472.837**	**3.843.788**	**3.804.992**	**4.320.617**	**5.431.791**	**8.275.753**	**14.057.252**	**15.488.642**	**17.021.236**
Cuentas Corriente	185.258	229.128	238.759	332.194	365.899	462.318	814.072	2.320.125	2.392.400	2.616.135
Cuentas de Ahorro	1.824.440	1.928.209	2.036.434	2.168.094	2.424.982	3.523.998	4.589.750	7.089.003	7.304.139	8.482.252
Certificados de Depósito a Término	1.342.865	1.315.500	1.568.595	1.304.704	1.529.736	1.445.475	2.871.931	4.648.124	5.792.103	5.922.849

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Créditos Otras Instituciones de Crédito	42.973	38.234	30.757	77.030	438.308	488.861	192.877	1.984.428	1.694.088	1.906.685
Títulos de Deuda y Otros	364.443	346.742	296.242	349.431	516.941	555.466	658.392	1.314.368	2.060.643	3.122.109
Total Pasivos	**3.759.979**	**3.857.813**	**4.170.787**	**4.231.453**	**5.275.866**	**6.476.118**	**9.127.022**	**17.356.048**	**19.243.373**	**22.050.030**
Total Patrimonio	447.695	470.761	518.320	586.588	724.401	908.132	1.054.806	1.898.903	2.274.807	2.718.399
Total Pasivos + Patrimonio	**4.207.674**	**4.328.574**	**4.689.107**	**4.818.041**	**6.000.267**	**7.384.250**	**10.181.828**	**19.254.951**	**21.518.180**	**24.768.429**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

BALANCE PROYECTADO. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda $)

COP millones	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Balance General											
Activos											
Disponible y Equivalentes	2.474.862	2.549.655	2.974.525	3.744.372	4.698.745	5.487.758	6.068.942	6.806.363	7.460.217	8.047.207	8.674.716
Inversiones	4.247.843	5.073.470	6.026.980	7.038.076	8.121.223	9.226.395	10.376.174	11.521.048	12.715.954	13.923.907	15.140.765
Cartera Vigente	**18.956.270**	**22.898.855**	**27.313.728**	**31.794.903**	**36.354.329**	**41.202.262**	**46.296.209**	**51.218.985**	**56.513.010**	**61.927.632**	**67.400.433**
Comercial	10.713.373	12.548.994	14.649.930	16.647.356	18.691.129	21.038.409	23.439.997	25.648.770	28.061.924	30.582.428	33.043.439
Consumo	6.092.872	7.637.053	9.291.994	11.026.546	12.700.815	14.362.283	16.183.850	17.961.990	19.798.714	21.681.645	23.626.438
Vivienda	2.150.025	2.712.808	3.371.805	4.121.000	4.962.385	5.801.570	6.672.362	7.608.225	8.652.372	9.663.559	10.730.555
Cartera Vencida	**638.782**	**724.070**	**887.041**	**1.131.629**	**1.429.267**	**1.719.102**	**1.873.809**	**2.077.532**	**2.294.110**	**2.515.216**	**2.740.744**
Comercial	241.038	256.151	329.606	409.427	518.738	583.883	601.118	657.762	719.647	784.285	847.398
Consumo	334.654	394.052	469.178	605.638	754.375	934.084	1.034.216	1.147.846	1.265.220	1.385.548	1.509.828
Vivienda	63.090	73.868	88.257	116.565	156.154	201.135	238.475	271.924	309.243	345.383	383.518
Cartera Total	**19.595.052**	**23.622.925**	**28.200.769**	**32.926.532**	**37.783.596**	**42.921.364**	**48.170.018**	**53.296.517**	**58.807.120**	**64.442.848**	**70.141.177**
Comercial	10.954.411	12.805.145	14.979.535	17.056.783	19.209.867	21.622.291	24.041.115	26.306.532	28.781.571	31.366.713	33.890.837
Consumo	6.427.526	8.031.105	9.761.172	11.632.184	13.455.190	15.296.367	17.218.066	19.109.836	21.063.934	23.067.193	25.136.266
Vivienda	2.213.115	2.786.676	3.460.062	4.237.565	5.118.538	6.002.705	6.910.837	7.880.149	8.961.615	10.008.942	11.114.074
Provisiones	1.033.690	1.142.743	1.382.205	1.740.695	2.169.942	2.575.593	2.769.902	3.029.499	3.322.376	3.617.434	3.914.386
Cartera Neta	**18.561.362**	**22.480.182**	**26.818.564**	**31.185.837**	**35.613.654**	**40.345.771**	**45.400.116**	**50.267.018**	**55.484.744**	**60.825.414**	**66.226.791**
Bienes de Uso Propio	766.449	923.997	1.103.056	1.287.902	1.477.883	1.678.844	1.884.142	2.084.662	2.300.206	2.520.644	2.743.531
Crédito Mercantil	1.292.204	1.190.481	1.085.706	977.788	866.632	752.142	634.216	512.754	387.647	258.787	126.061
Propiedad planta y equipo	377.938	401.042	428.623	460.827	497.781	539.760	586.872	638.998	696.514	759.541	828.142
Otros Activos	619.801	747.204	892.003	1.041.481	1.195.113	1.357.622	1.523.640	1.685.793	1.860.096	2.038.357	2.218.598
Total Activo	**28.340.459**	**33.366.031**	**39.329.459**	**45.736.283**	**52.471.030**	**59.388.290**	**66.474.103**	**73.516.636**	**80.905.377**	**88.373.857**	**95.958.603**
Pasivos											
Depósitos y Exigibilidades	**19.309.903**	**23.063.048**	**27.397.528**	**31.993.782**	**36.917.565**	**41.941.469**	**47.168.152**	**52.372.535**	**57.804.354**	**63.295.482**	**68.827.093**
Cuentas Corriente	3.166.579	3.777.076	4.481.392	5.222.634	5.967.878	6.762.522	7.611.773	8.487.290	9.439.002	10.335.660	11.238.929
Cuentas de Ahorro	9.730.600	11.689.187	13.961.202	16.301.161	18.835.946	21.432.683	24.062.249	26.585.333	29.299.346	32.082.639	34.886.452
Certificados de Depósito a Término	6.412.725	7.596.785	8.954.935	10.469.986	12.113.741	13.746.264	15.494.130	17.299.912	19.066.006	20.877.182	22.701.712

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Créditos Otras Inst. de Crédito	2.161.563	2.605.885	3.110.875	3.632.181	4.167.972	4.734.728	5.313.716	5.879.229	6.487.113	7.108.800	7.737.392
Títulos de Deuda y Otros	3.539.459	4.267.015	5.093.912	5.947.528	6.824.861	7.752.897	8.700.963	9.626.964	10.622.345	11.640.328	12.669.619
Total Pasivos	**25.010.926**	**29.935.948**	**35.602.315**	**41.573.491**	**47.910.398**	**54.429.094**	**61.182.831**	**67.878.728**	**74.913.812**	**82.044.610**	**89.234.104**
Total Patrimonio	3.329.532	3.430.083	3.727.144	4.162.792	4.560.631	4.959.196	5.291.271	5.637.908	5.991.565	6.329.247	6.724.499
Total Pasivos + Patrimonio	**28.340.459**	**33.366.031**	**39.329.459**	**45.736.283**	**52.471.030**	**59.388.290**	**66.474.103**	**73.516.636**	**80.905.377**	**88.373.857**	**95.958.603**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

ESTADO DE INGRESOS HISTÓRICO. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda $)

COP millones	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Estado de Resultados										
Ingresos por Intereses	**617.832**	**524.351**	**485.117**	**501.610**	**494.106**	**544.730**	**901.760**	**1.832.254**	**2.381.749**	**2.389.345**
Cartera comercial	53.477	52.599	62.948	97.623	111.033	145.051	182.268	669.344	954.228	978.729
Cartera consumo	99.403	94.685	101.834	128.632	146.338	193.934	516.374	869.555	1.051.727	1.092.311
Cartera vivienda	458.348	367.480	311.470	261.167	218.600	194.255	187.405	252.596	318.195	253.589
Intereses por mora	6.604	9.587	8.864	14.187	18.134	11.491	15.714	40.759	57.599	64.716
Gastos por Intereses	**327.537**	**287.441**	**235.187**	**210.948**	**225.339**	**267.132**	**327.266**	**786.330**	**960.616**	**915.871**
Depósitos y exigibilidades	279.849	247.472	205.830	180.339	191.474	224.733	280.941	622.382	786.410	687.874
Ahorro	96.618	79.398	62.578	63.303	78.525	106.428	125.663	278.712	300.876	239.790
CDT	183.231	168.074	143.252	117.036	112.949	118.305	155.277	343.670	485.535	448.084
Créditos Otras Inst. de Crédito	7.056	5.826	4.764	8.047	13.665	20.570	23.160	121.277	117.296	83.895
Títulos de Deuda y Otros	40.632	34.143	24.593	22.562	20.200	21.829	23.165	42.671	56.910	144.102
Margen Neto de Intereses	**290.295**	**236.911**	**249.929**	**290.662**	**268.767**	**277.598**	**574.495**	**1.045.924**	**1.421.133**	**1.473.474**
Tesorería	**187.248**	**100.951**	**109.279**	**139.070**	**200.492**	**320.935**	**87.625**	**412.075**	**347.222**	**318.041**
Ingresos inversiones - neto	183.243	95.682	104.900	144.714	216.737	374.091	92.949	442.552	281.708	406.804
Ingresos divisas - neto	3.814	5.227	4.530	1.256	2.516	6.853	6.193	6.049	4.367	-4.373
Ingresos instrumentos derivad.	191	42	-151	-6.900	-18.761	-60.008	-11.517	-36.526	61.147	-84.390
Comisiones - neto	110.825	119.183	145.396	154.854	165.419	179.371	322.674	568.114	1.367.162	587.906
Otros ingresos operativos - neto	268	-19	31.990	23.592	7.110	12.072	4.005	-287	2.778	11.750
Margen Financiero Bruto	**588.635**	**457.025**	**536.594**	**608.178**	**641.789**	**789.977**	**988.799**	**2.025.826**	**3.138.295**	**2.391.171**
Gastos Administrativos	157.377	171.306	175.549	173.579	167.452	216.744	359.590	545.545	1.473.312	481.569
Gastos de Personal	95.461	101.227	115.201	130.513	135.664	157.562	264.416	428.660	444.440	531.651
Provisiones - neto	159.235	52.378	70.747	114.717	106.805	42.165	64.865	250.144	537.168	610.768
Margen Operacional antes de Dep. & Amort.	**176.562**	**132.114**	**175.096**	**189.369**	**231.868**	**373.506**	**299.929**	**801.478**	**683.375**	**767.183**
Depreciación y Amortización	68.328	37.551	34.226	26.603	30.745	50.768	104.661	202.653	214.377	216.620
Ingresos/Gastos No Operativos	-41.514	-49.021	-75.849	-72.598	-19.100	9.233	34.374	19.973	7.376	-17.087
Utilidad antes de Impuestos	**66.720**	**45.542**	**65.021**	**90.169**	**182.023**	**331.971**	**229.642**	**618.798**	**476.374**	**533.476**
Impuestos	19.895	17.916	7.777	4.488	14.504	66.175	57.497	101.316	72.417	77.016
Utilidad Neta	**46.825**	**27.626**	**57.244**	**85.681**	**167.519**	**265.796**	**172.145**	**517.482**	**403.957**	**456.460**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

ESTADO DE INGRESOS PROYECTADO. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda $)

COP millones	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Estado de Resultados											
Ingresos por Intereses	**2.217.113**	**2.626.815**	**3.350.495**	**4.122.952**	**4.770.988**	**5.257.512**	**5.846.963**	**6.429.616**	**6.992.401**	**7.546.077**	**8.098.574**
Cartera comercial	873.250	1.034.240	1.303.095	1.585.514	1.792.007	1.923.298	2.115.383	2.285.562	2.447.048	2.598.519	2.739.716
Cartera consumo	1.060.296	1.254.943	1.605.755	1.972.972	2.293.298	2.546.693	2.840.853	3.141.487	3.426.861	3.712.577	4.009.858
Cartera vivienda	222.608	268.535	356.995	456.475	549.289	623.468	711.910	804.309	899.566	994.955	1.087.452
Intereses por mora	60.959	69.098	84.650	107.991	136.394	164.053	178.817	198.258	218.926	240.026	261.548
Gastos por Intereses	**700.837**	**864.062**	**1.295.508**	**1.744.526**	**2.053.788**	**2.208.014**	**2.481.954**	**2.767.877**	**3.078.380**	**3.400.146**	**3.763.710**
Depósitos y exigibilidades	500.745	617.985	930.498	1.256.207	1.480.004	1.592.920	1.792.950	2.003.661	2.234.743	2.474.544	2.755.056
Ahorro	217.644	267.747	434.774	611.300	729.095	773.158	868.953	967.369	1.067.397	1.172.396	1.312.594
CDT	283.101	350.238	495.724	644.907	750.909	819.762	923.996	1.036.292	1.167.346	1.302.148	1.442.461
Créditos Otras Inst.	73.025	88.198	131.200	176.668	208.654	224.348	252.216	280.943	310.395	341.257	372.639
Títulos de Deuda y Otros	127.067	157.880	233.811	311.650	365.130	390.746	436.788	483.274	533.242	584.344	636.015
Margen Neto de Intereses	**1.516.276**	**1.762.753**	**2.054.986**	**2.378.426**	**2.717.200**	**3.049.499**	**3.365.009**	**3.661.739**	**3.914.020**	**4.145.931**	**4.334.864**
Tesorería	**307.288**	**413.940**	**557.566**	**724.882**	**870.686**	**880.704**	**992.901**	**998.645**	**1.105.572**	**1.210.489**	**1.315.356**
Ingresos inversiones - neto	347.348	451.824	603.544	779.641	934.551	954.074	1.076.136	1.091.763	1.208.810	1.324.295	1.439.890
Ingresos divisas - neto	3.643	3.746	3.881	4.029	4.176	4.324	4.475	4.632	4.794	4.962	5.135
Ingresos instrumentos derivados - neto	(43.703)	(41.630)	(49.859)	(58.788)	(68.040)	(77.694)	(87.710)	(97.750)	(108.032)	(118.768)	(129.670)
Comisiones - neto	568.520	685.383	818.202	922.386	1.020.665	1.116.533	1.204.898	1.279.833	1.353.355	1.418.609	1.473.908
Otros ingresos operativos - neto	30.908	37.262	16.282	19.010	21.814	24.781	27.811	30.771	33.952	37.206	40.496
Margen Financiero Bruto	**2.422.992**	**2.899.337**	**3.447.036**	**4.044.704**	**4.630.366**	**5.071.516**	**5.590.620**	**5.970.988**	**6.406.899**	**6.812.235**	**7.164.624**
Gastos Administrativos	556.598	663.683	770.565	881.161	994.228	1.093.108	1.211.767	1.326.249	1.442.889	1.557.386	1.669.299
Gastos de Personal	590.665	678.124	799.051	922.824	1.046.143	1.173.117	1.299.269	1.418.924	1.545.653	1.672.486	1.815.124
Provisiones - neto	324.461	422.509	524.826	867.441	1.074.905	1.120.715	1.182.359	1.296.824	1.462.292	1.581.553	1.674.013
Margen Operacional antes de Dep. & Amort.	**951.268**	**1.135.021**	**1.352.593**	**1.373.278**	**1.515.090**	**1.684.576**	**1.897.224**	**1.928.992**	**1.956.065**	**2.000.810**	**2.006.188**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Depreciación y Amortización	207.361	232.647	261.070	290.405	320.561	352.370	384.894	416.844	451.029	486.017	521.464
Ingresos/Gastos No Operativos	6.612	7.971	9.515	11.110	12.749	14.482	16.253	17.983	19.842	21.744	23.667
Utilidad antes de Impuestos	**750.519**	**910.345**	**1.101.039**	**1.093.984**	**1.207.277**	**1.346.688**	**1.528.583**	**1.530.131**	**1.524.878**	**1.536.537**	**1.508.390**
Impuestos	150.104	209.379	297.280	339.135	398.401	444.407	504.432	504.943	503.210	507.057	497.769
Utilidad Neta	**600.415**	**700.965**	**803.758**	**754.849**	**808.876**	**902.281**	**1.024.151**	**1.025.187**	**1.021.668**	**1.029.480**	**1.010.621**

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

FLUJOS DE CAJA PROYECTADOS. Millones de Pesos (Separador de miles con punto y decimales con coma, moneda $)

COP millones	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Flujo de caja											
Utilidad neta	600.415	700.965	803.758	754.849	808.876	902.281	1.024.151	1.025.187	1.021.668	1.029.480	1.010.621
-Desembolsos	(2.310.525)	(4.027.873)	(4.577.844)	(4.725.763)	(4.857.064)	(5.137.768)	(5.248.654)	(5.126.499)	(5.510.603)	(5.635.728)	(5.698.328)
+Captaciones	2.960.896	4.925.022	5.666.367	5.971.176	6.336.908	6.518.696	6.753.737	6.695.897	7.035.084	7.130.798	7.189.494
+Provisiones	324.461	422.509	524.826	867.441	1.074.905	1.120.715	1.182.359	1.296.824	1.462.292	1.581.553	1.674.013
-Castigos	(346.380)	(313.456)	(285.363)	(508.951)	(645.658)	(715.064)	(988.050)	(1.037.227)	(1.169.414)	(1.286.495)	(1.377.062)
-Aumento inversiones	(99.472)	(825.627)	(953.510)	(1.011.096)	(1.083.147)	(1.105.172)	(1.149.780)	(1.144.874)	(1.194.906)	(1.207.953)	(1.216.858)
-Aumento en bienes de uso propio	(98.298)	(157.548)	(179.060)	(184.845)	(189.981)	(200.961)	(205.298)	(200.520)	(215.544)	(220.438)	(222.887)
-Aumento Otros Activos	(109.973)	(127.403)	(144.799)	(149.478)	(153.631)	(162.510)	(166.017)	(162.154)	(174.303)	(178.261)	(180.241)
+Emisiones	416.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-Dividendos	(405.282)	(600.415)	(506.697)	(319.200)	(411.036)	(503.716)	(692.076)	(678.551)	(668.011)	(691.798)	(615.369)
+Depreciación y Amortización	207.361	232.647	261.070	290.405	320.561	352.370	384.894	416.844	451.029	486.017	521.464
-Capex	-127.765	-154.028	-183.877	-214.690	-246.359	-279.859	-314.081	-347.508	-383.438	-420.185	-457.339
Movimiento de caja	**1.011.438**	**74.793**	**424.871**	**769.846**	**954.373**	**789.013**	**581.185**	**737.421**	**653.854**	**586.990**	**627.509**
Caja Inicial	1.463.424	2.474.862	2.549.655	2.974.525	3.744.372	4.698.745	5.487.758	6.068.942	6.806.363	7.460.217	8.047.207
Caja Final	2.474.862	2.549.655	2.974.525	3.744.372	4.698.745	5.487.758	6.068.942	6.806.363	7.460.217	8.047.207	8.674.716

Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración 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 y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT son reportes de valoración de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Colombia. Los informes son elaborados por alumnos de posgrado de la Escuela de Administración, bajo la supervisión de profesores del Área de Finanzas, Economía, y Contabilidad de la Escuela.

El Instituto Tecnológico y de Estudios Superiores de Monterrey (ITESM), el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela (IESA), y la Universidad de los Andes de Colombia, el Instituto Colombiano de Estudios Superiores Incolta de Colombia (ICESI), la Escuela de Postgrado de Administración de Empresas de Ecuador (ESPAE), la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala, junto con la Universidad de Tulane, 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 proporcionando 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 que listan en la Bolsa de Valores son distribuidos a inversionistas nacionales y extranjeros a través de su publicación en nuestra página web y en la red Burkenroad Latinoamérica. También son distribuidos sólo 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 son presentados a la comunidad académica y a la financiera interesada en un Encuentro Semestral.

Para más información sobre el Programa Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite la página web:

http://www.eafit.edu.co/escuelas/administracion/laboratoriofinanciero/Paginas/burkenroad.aspx
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 ext. 9585