REPORTE FINANCIERO
BURKENROAD
Latinoamérica - Colombia

UNIVERSIDAD EAFIT
Abierta al mundo

**Banco de Bogotá**
BVC/Colombia

Precio de valoración por debajo del precio de mercado; Inicio de Cobertura con recomendación de Venta

Marzo de 2014
Iniciación de Cobertura
Recomendación: Venta

**Inicio de cobertura del Banco de Bogotá, perteneciente a Grupo Aval con recomendación de venta y precio objetivo de $60.000 lo cual representa un descuento del 9% sobre el precio actual de mercado.** El Banco presenta sólidos niveles de rentabilidad crecimiento y márgenes, pero el valor intrínseco debe reflejar de manera consistente el riesgo que se ha asumido al expandirse inorgánicamente a diferentes mercados de la región, especialmente Centroamérica.

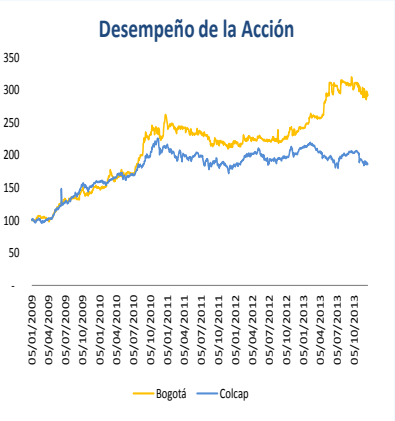
El precio actual de mercado representa una prima sobre los ratios de valoración, probablemente por el anuncio y la posterior recompra de acciones de parte de los miembros controlantes.

El precio actual de mercado representa un potencial de desvalorización aproximadamente del 9% y representa un P/VL de 2.4x y un P/E de 13.4x. Por lo anterior, creemos que podría haber una contracción de los múltiplos hacía niveles promedio del sector: P/VL 1.9x y P/E 13.3x (múltiplos del sector 2014).

De manera consolidada la estrategia de expansión internacional representa mayores riesgos por la naturaleza de activos, situación que en el mediano plazo podría afectar el NIM (Margen Neto de Interés) por un eventual deterioro en los gastos por provisiones.

El precio de valoración $60.000 está determinado bajo la metodología de dividendos descontados con un horizonte de proyección al 2022, un costo de patrimonio (Ke) del 12.36% y un crecimiento a perpetuidad del 6.4%

| Datos de la acción | |
|---|---|
| *Antes de la reciente emisión* | |
| Market Cap (cifras en millones) | 19.791.692 |
| Acciones en Circulación | 286.836.113 |
| Volumen promedio diario (miles) | 736.751.569 |
| Bursatilidad | Alta |
| Participación Colcap | 3,02% |
| Cotiza en | BVC |
| Beta | 0,96 |



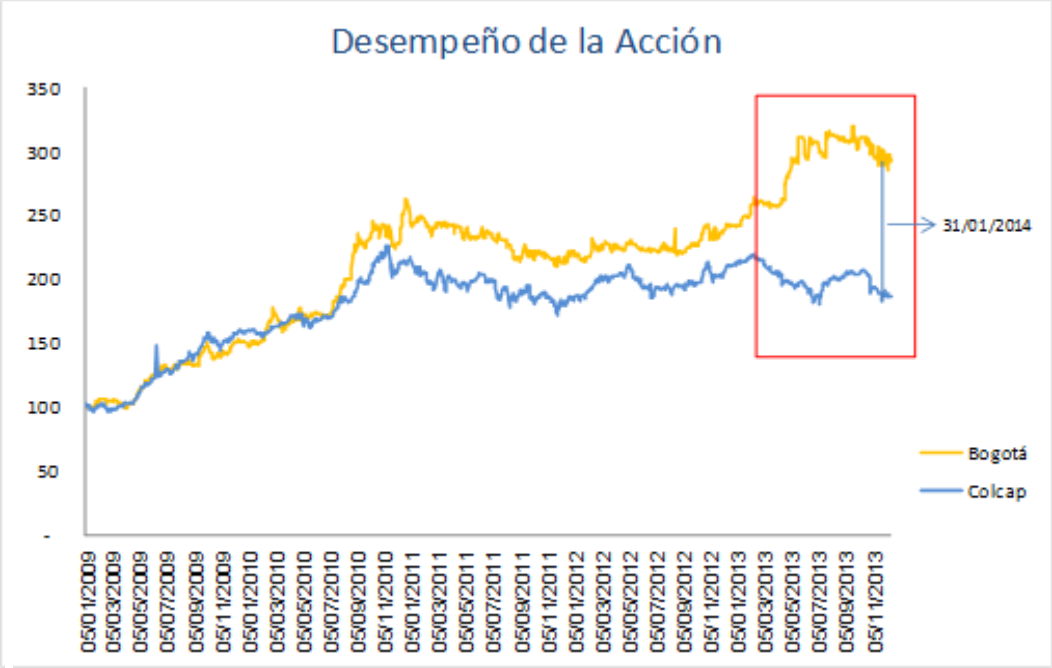

Analista:
**Santiago Ávila Siegert**

Asesor de Investigación:
**Lucas Ramírez Uribe**

Directora de Investigación:
**Sandra C. GaitánRiaño**

## Resumen de la Inversión

La recomendación inicial de la cobertura es de venta, principalmente por la prima actual a la que se está transando la acción comparativamente respecto al valor intrínseco obtenido en la valoración. El descuento de valor frente al precio de valoración es de aproximadamente el 9% y representa un P/VL de 2.4x y un P/E de 13.4x. Creemos que los múltiplos a precios de mercado no están reflejando de manera estricta el mayor riesgo que está asumiendo el Banco al aumentar inorgánicamente la participación en Centroamérica, circunstancia que a nuestro modo de ver significa un promedio ponderado de riesgo país más elevado, naturalmente por las condiciones macroeconómicas en dichos países. Sumado a esto, el desempeño de la acción en el año 2013 estuvo determinado en gran medida por la recompra de acciones de los controlantes llevado a cabo a mediados del año anterior. Dicho evento, aumentó de manera inusual la liquidez del título la cual históricamente ha sido baja. Dado lo anterior, el comportamiento reciente de la acción se vio favorecido a partir de este evento, razón adicional que justifica la recomendación de venta sobre la acción del Banco. No obstante, vemos un Banco con sólidos niveles de rentabilidad y crecimiento continuo en el largo plazo.




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.

**Tesis de Inversión**

**Inicio de cobertura con recomendación de venta con un precio objetivo de $60.000 lo cual representa un descuento de valor frente al precio de mercado.** Actualmente la acción cotiza con prima en múltiplos comparables frente a los principales bancos, tanto locales como regionales. En el medio plazo, el desempeño de la acción podría retomar niveles previos al anuncio de recompra de acciones de parte de los controlantes. De esta manera, vemos una posible contracción en el actual P/VL 2.4X y de igual manera en el actual P/E 13.3x.

**A partir de la compra del BAC Credomatic en el 2010, Banco de Bogotá inició una etapa en la cual ha venido diversificando su participación hacia países de Centroamérica.** Dichos países, si bien representan mayores márgenes de intereses y por consiguiente favorecen los niveles de rentabilidad consolidada, representan condiciones económicas, sociales y políticas muy diferentes a las que el Banco estaba expuesto anteriormente cuando su operación era casi en su totalidad en Colombia. Sólo los activos del BAC representan aproximadamente el 25% del total de activos de la entidad, y la cartera de crédito representa cerca del 30% de la cartera consolidada.

**De manera consolidada, la estrategia de expansión regional representa mayores riesgos para el Banco.** Si bien la estrategia de adquisiciones representa un aporte significativo a las utilidades consolidadas del Banco, las entidades que entraron a ser parte del grupo, especialmente el BAC Credomatic, son entidades que se especializan en la cartera de consumo, lo que naturalmente incrementa los riesgos ponderados del balance consolidado. Este riesgo se ha incluido de manera directa en el modelo de valoración, ponderando el riesgo país sobre el total de activos en las diferentes regiones en que el Banco tiene presencia.

**La favorable calidad de cartera así como la sólida eficiencia se podría deteriorar en el mediano plazo.** En línea con lo anterior, el hecho de consolidar las operaciones de las más recientes adquisiciones, BBVA Panamá y del Grupo Reformador, implica que probablemente aumenten los gastos operativos y administrativos, así como un aumento en el gasto de provisiones. Estos dos elementos podrían afectar los resultados consolidados en el mediano plazo.

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.

**La llegada de mayores competidores internacionales presionaría los márgenes de los principales bancos locales.** Así como la banca local se ha expandido a nuevas latitudes, Colombia es un país que aún presenta bajos niveles de penetración y se posiciona como un país con importantes oportunidades para la banca internacional, situación que presionaría los márgenes de las entidades locales. Las más recientes llegadas de bancos internacionales incluyen a estructuras como la del brasilero Itaú, el chileno Corpbanca, Credicorp de Perú y ScotiaBank de Canadá.

**La puesta en marcha de Basilea III implicó capitalizaciones en los principales bancos del país.** La puesta en marcha del decreto 1771 de 2012, forzó a los bancos a obtener mayor capital para dar cumplimiento a los requerimientos regulatorios. Dicha necesidad, en el caso particular del Banco de Bogotá se abordó a través de una emisión de acciones ordinarias destinada a los actuales accionistas del Banco y, dado que los mayores accionistas del Banco aportaron gran parte de dicha capitalización a las base de accionistas minoritarios, se les estaría diluyendo su participación.

**Ajustándose a la turbulencia internacional de la renta fija; positivo desempeño del portafolio de inversiones durante la extrema volatilidad del 2013.** Ahora, probablemente más que antes, los bancos se enfrentan a condiciones y volatilidades de mercado que afectan las inversiones. En el caso particular del Banco de Bogotá, quedó en evidencia frente a los demás competidores que la gestión de tesorería es eficiente y adaptable a las volatilidades de los mercados de renta fija. Mientras el principal competidor –Bancolombia– tuvo un decrecimiento en los ingresos año a año por inversiones en el tercer trimestre del 2013 del 54.7%, Banco de Bogotá en este mismo período incrementó los ingresos por intereses en 71.9%. Así mismo, mientras el decrecimiento en el segundo trimestre del 2013 para Bancolombia fue del 130%, para Banco de Bogotá este mismo período representó un decrecimiento del 14%.

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.

**Política Monetaria; Las condiciones macroeconómicas colombianas son favorables, se estiman incrementos entre 100 y 125 pb en la tasa de referencia.** La actividad económica muestra señales de recuperación, probablemente el 2014 continúe con la positiva dinámica del 4T del 2013, incrementando así la demanda interna. En consecuencia, la inflación podría ubicarse en el rango meta del Banco de la República a mediados del presente año. Estos posibles incrementos podrían favorecer los márgenes de intermediación, principalmente por la buena mezcla de fondeo del Banco.

**La liquidez bursátil; determinante para el desempeño de la acción.** Como hemos mencionado, recientemente el desempeño de la acción estuvo determinado en gran medida por la recompra de acciones de parte de los accionistas controlantes, esto último afectará la liquidez de la acción, disminuyendo el flotante de la compañía y en efecto, limitando aún más la liquidez. La menor liquidez eventualmente podría ampliar el spread entre el bid-offer generando así ineficiencias en la formación del precio de la acción, que en últimas, los agentes del mercado serán quienes tendrán que asumir primas o descuentos dependiendo del caso.

**La penetración bancaria en Colombia aún es baja, circunstancia que favorece la eventual llegada de mayores competidores.** El hecho de que Colombia sea un país al que se percibe con mayor estabilidad económica, política y social, hace que los inversionistas internacionales busquen la manera de explorar un mercado que aún tiene un amplio potencial bancario. En la actualidad, la penetración bancaria, medida como la cartera de crédito total/PIB, es del 37%, cifra que se encuentra por debajo de los países desarrollados, incluso de países como Brasil y Chile.

**En la actualidad Banco de Bogotá tiene una importante participación de mercado, tanto a nivel local como en los países en que tiene presencia.** A nivel local la participación sobre el total de los activos es de aproximadamente el 15%. La cuota sobre el total de la cartera es del 14% y la participación sobre el total de los depósitos bordea el 15%. A nivel regional se destaca la participación de mercado en Centroamerica (sin consolidar las adquisiciones de BBVA Panamá y Grupo Reformador), sobre el total de activos la participación es del 13%, en depósitos del 12,6% y en cartera neta, del 12.8%.

Fuentes: Reportes e informes de gestión del Banco de Bogotá. Disponible en: https://www.bancodebogota.com/pls/portal/docs/PAGE/WEBBOG/CONTENIDO/ADMIN/PDFS/MILA-DAY-COLOMBIA-2013.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. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

**Riesgo de la tesis de inversión; ROE superior a las expectativas, calidad de cartera sin deterioro a mediano plazo y liquidez de la acción con mejor desempeño que en la actualidad.** Los ingresos por intereses consolidados tienen una importante contribución del BAC Credomatic. Si en efecto la calidad de la cartera se mantiene estable, incluso se mejoran los niveles, no habrían mayores gastos por provisiones que afecten los resultados, de tal manera los márgenes se podrían ver favorecidos y el ROE presentaría una expansión. Por otra parte, si la liquidez de la acción, contrario a lo que pensamos, presentara una mejoría en el corto y mediano plazo, el desempeño de mercado podría verse favorecido.

## Valoración

La valoración de una entidad financiera difiere de una compañía del sector real, principalmente por la estructura de activos y pasivos. Para un banco, los pasivos (depósitos) es lo que para una firma del sector real se le denomina materia prima. En este sentido, cuando valoramos un banco la deuda –depósitos- es una fuente de capital de trabajo, por tal motivo el método de DDM - DividendDiscountModel - es el modelo más apropiado para realizar una valoración del patrimonio -equity-.

En el modelo, la capacidad de pago está determinada por la tasa de repartición - payout– la cual se calcula con la capacidad de generación de dividendos. Dicho potencial está directamente relacionado con las utilidades disponibles y con el patrimonio básico, dependiendo siempre de los niveles de solvencia que se requieran tener. De esta manera, el hecho de generar utilidades mayores, no necesariamente implica una tasa de reparto mayor, puesto que no es la única variable que determina el la tasa de repartición.

Nuestro modelo de valoración está basado bajo un escenario de proyección a 10 años, período en el cual consideramos se obtiene la madurez del banco. Para el período de proyección, se supone un crecimiento estable en la cartera de crédito y depósitos, principalmente determinado por la expansión del PIB local y de la penetración de cartera/PIB. En efecto, las proyecciones incluyen el crecimiento orgánico – moderado- de las principales cuentas del balance.

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.

Dado lo anterior, podríamos concluir que en términos generales las proyecciones están en línea con la evolución reciente del Banco, de tal manera que el menor precio de valoración respecto al precio de mercado no corresponde a una proyección estrictamente ácida o poco optimista, en términos macro o particulares del Banco.

**Supuestos de Valoración**

Costo del equity: Para calcular el Ke, se utilizó la metodología de CAPM, la cual está determinada por la siguiente fórmula:

Ke USD = Rf + (ERP)*Beta + Riesgo País

KeCOP = (1+ Ke USD) * [(1 + Inf COL) / (1 + Inf USA)] – 1

ERP: EquityRisk Premium. (Prima de Riesgo de Patrimonio)

DDM y valor terminal: Se utilizó modelo de 2 etapas con valor terminal dado un g de perpetuidad:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1+k_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1+k_{e,hg})^n}$$

Crecimiento a perpetuidad: El crecimiento a perpetuidad está determinado de la siguiente manera:

g = ROE*Tasa de Reinversión

Tasa de Reinversión = 1 – tasa de reparto de dividendos

Fuentes: Damodaran, Aswath. Investment Valuation, second edition.New York: WileyFinance - 2002. Chapters[4,7,21]

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.

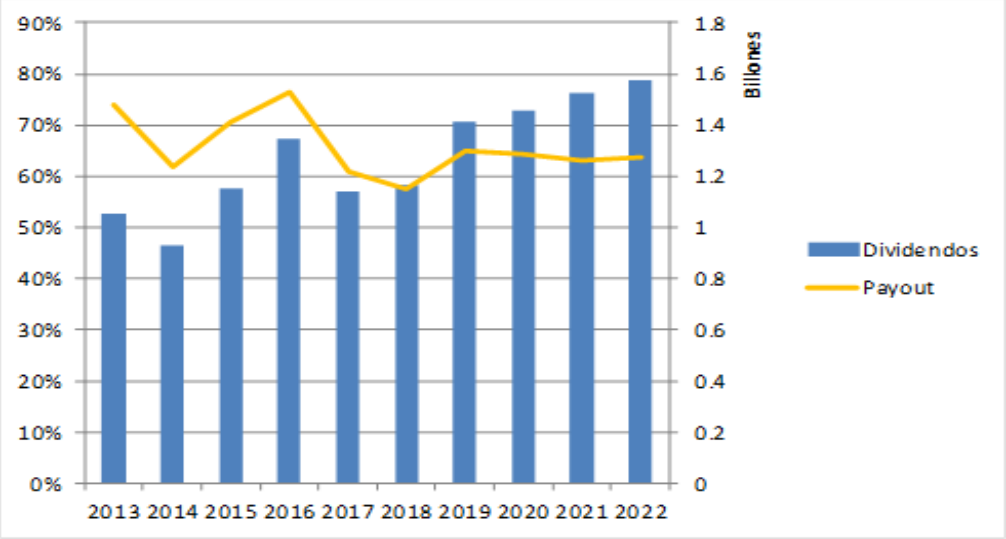
## Parámetros de Valoración

| Costo del Equity | |
|---|---|
| Rf | 2,80% |
| ERP | 5,32% |
| Beta | 1,01 |
| Riesgo País | 3,33% |
| Ke US | 11,48% |
| **Ke COP** | **12,36%** |

| Precio Objetivo | |
|---|---|
| 2014E P/VL | 2,0x |
| 2014E P/E | 11,6x |
| ROE Terminal | 17,50% |
| Crecimiento Terminal | 6,40% |
| Precio Actual (26/02/2014) | $ 69.000 |
| **P.O 2014** | **$ 60.000** |

*El P.O NO incluye la reciente emisión de acciones realizada por el Banco*

## Proyección de Dividendos y Payout




Fuente: Proyecciones modelo de Valoración.

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.

**Tabla para el cálculo del riesgo país ponderado**

| País | Activos $COP | % activos | Diferencial de riesgo de impago | Ajuste Volatilidad | Riesgo país | Prom ponderado | Contribución |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Colombia | 66.103.000 | 76,0% | 2,3% | 1,23 | 2,8% | 2,1% | 62,9% |
| Costa Rica | 6.992.000 | 8,0% | 2,3% | 1,50 | 3,4% | 0,3% | 8,1% |
| Panamá | 3.116.000 | 3,6% | 2,0% | 1,50 | 3,0% | 0,1% | 3,2% |
| El Salvador | 2.882.300 | 3,3% | 3,6% | 1,50 | 5,4% | 0,2% | 5,4% |
| Guatemala | 2.498.500 | 2,9% | 2,8% | 1,50 | 4,1% | 0,1% | 3,6% |
| Honduras | 3.157.800 | 3,6% | 5,5% | 1,50 | 8,3% | 0,3% | 9,0% |
| Nicaragua | 2.249.600 | 2,6% | 6,8% | 1,50 | 10,1% | 0,3% | 7,9% |
| **Total** | **86.999.200** | **100,0%** | | | | **3,3%** | |

De manera ponderada, el riesgo país utilizado en el modelo de valoración es del 3.3%, principalmente porque estamos incluyendo la participación ponderada de los activos en los diferentes países en los que tiene presencia el Banco. Creemos que este análisis es válido, esencialmente porque el riesgo país Colombia difiere significativamente de los otros países. En este sentido, consideramos que la tasa de descuento refleja de manera directa el riesgo ponderado en que se está incurriendo en los activos diferentes de Colombia.

El ERP se tomó de la metodología utilizada por AswathDamodaran, la cual se encuentra disponible en el sitio web del autor.

El Beta de mercado se tomó de la muestra de bancos comparables de fuente Bloomberg.

La tasa libre de riesgo Rf (Risk Free) es la tasa de los tesoros norteamericanos a 10 años, títulos que representan el menor grado de riesgo soberano y es sobre este papel que se determinan los spreads de riesgo país.

Fuentes:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/

http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/ERP2012.pdf

http://www.bloomberg.com/markets/

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.

## Análisis de Sensibilidad

| G Terminal | Ke (COP nominal) | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 11,4% | 11,9% | 12,4% | 12,9% | 13,4% |
| 5,4% | 64.114 | 59.206 | 55.001 | 51.357 | 48.170 |
| 5,9% | 68.053 | 62.434 | 57.682 | 53.609 | 50.079 |
| 6,4% | 72.782 | 66.251 | 60.810 | 56.207 | 52.261 |
| 6,9% | 78.567 | 70.835 | 64.510 | 59.240 | 54.781 |
| 7,4% | 85.804 | 76.441 | 68.952 | 62.827 | 57.721 |

Cifras en $COP

Dado el Ke y el g terminal utilizado en el modelo de valoración, el valor patrimonial del Banco es $17.4 billones, lo cual representa un precio por acción de $60.810. Una disminución en el costo del equity (Ke) de 100pb, conservando el g terminal en 6.4%, llevaría el valor de la acción hasta los $72.782

## Valoración Relativa

Múltiplos al 21 de febrero del 2014

| Compañía | País | P/VL Actual | P/U Actual | P/VL 12 Meses | P/U 12 Meses | ROE Actual |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Bancolombia | Colombia | 1,7x | 13,7x | 1,5x | 10,3x | 11,8% |
| Davivienda | Colombia | 1,7x | 14,6x | 1,5x | 10,7x | 12,4% |
| Itau Unibanco | Brasil | 1,7x | 10,3x | 1,6x | 9,0x | 19,7% |
| Bradesco | Brasil | 1,6x | 9,6x | 1,5x | 8,9x | 17,5% |
| Banco do Brasil | Brasil | 0,9x | 6,1x | 0,8x | 6,0x | 18,1% |
| Santander Brasil | Brasil | 0,8x | 9,8x | 0,8x | 8,6x | 7,6% |
| Santander Chile | Chile | 3,1x | 13,2x | 2,9x | 12,2x | 17,7% |
| Banco de Chile | Chile | 3,1x | 13,,2 | 3,0x | 12,4x | 24,5% |
| Corpbanca | Chile | 2,0x | 17,3x | 1,8x | 13,2x | 13,1% |
| Credicorp | Perú | 2,1x | 15,6x | 1,9x | 11,6x | 15,1% |
| Banorte | México | 1,9x | 17,4x | 1,9x | 15,3x | 13,5% |
| Santander México | México | 2,0x | 13,2x | 2,1x | 12,7x | 17,8% |
| IFC Intergroup | Perú | 2,9x | 12,0x | 2,4x | 9,8x | 14,2% |
| Media | | 2,0x | 12,7x | 1,8x | 10,8x | 15,6% |
| Mediana | | 1,9x | 13,2x | 1,8x | 10,7x | 15,1% |
| **Banco de Bogotá** | | **2,4x** | **13,4x** | **2,2x** | **12,8x** | **17,6%** |
| Prima/Descuento | | 23,1% | 0,1% | 32,3% | 18,7% | |

Fuente: Múltiplos tomados de Bloomberg (terminal) el 21 de febrero de 2014

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.

La valoración relativa muestra que actualmente los múltiplos P/VL y P/E están por encima del promedio de los bancos comparables de la región. En este sentido, y teniendo en cuenta nuestro valor patrimonial de valoración, el ratio P/VL podría contraerse hacía niveles de 2.0x. Así mismo, nuestro precio de valoración indica que el múltiplo P/E se podría contraer a niveles de 11.6x. En efecto, lo anterior demuestra que el desempeño de la acción haya presionado al alza estos dos ratios ubicándolos por encima del promedio de mercado.

Al igual que bajo el modelo DDM, de manera relativa encontramos que la acción del Banco de Bogotá cotiza con una prima tanto en P/VL como en P/E, circunstancia que refuerza nuestra tesis de inversión y recomendación de venta. En este orden de ideas, dados los cambios fundamentales mencionados en la tesis de inversión (deterioro en los ingresos por intereses), que implicaría una eventual contracción en el ROE, sumado a las condiciones de mercado - liquidez y disminución del flotante - con que cuenta la acción, creemos que la prima actual tanto en P/VL como P/E, podría contraerse.

**Catalizadores de Valor**

Como lo mencionamos anteriormente, la tesis de inversión está fundamentada principalmente por el reciente desempeño de la acción en el mercado, comportamiento que estuvo influenciado por el anuncio realizado por los controlantes de Grupo Aval de realizar adquisiciones discrecionales a mercado de la acción del Banco de Bogotá. Esto, que de manera inusual significó aumentos en los volúmenes negociados, mejoró temporalmente la liquidez del título. En consecuencia y dadas las restricciones que tendrían los controlantes del Banco para seguir adquiriendo a mercado, vemos altamente probable que la liquidez retorne a niveles previos al anuncio de recompra, afectando así el desempeño de la acción.

En términos fundamentales, vemos que la estrategia de internacionalización del Banco, si bien representa una diversificación de los activos hacía regiones con potenciales importantes en las diferentes categorías de cartera, hay elementos que podrían afectar de manera consolidada los resultados del Banco.

Principalmente, el asumir mayores riesgos podría deteriorar la calidad de la cartera consolidada. Bajo nuestro escenario de proyección de manera consolidada la calidad de la cartera vencida pasaría de un 2.1% actualmente a un 2.5% en 2018 para finalizar en un 2.7% en 2022.

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.

De manera consecuente, el gasto de provisiones/cartera promedio pasaría de 1.0% actualmente a 1.5%. No obstante, y como lo hemos mencionado anteriormente, los activos de Centroamérica aportan significativamente a las utilidades del Banco favoreciendo los márgenes netos de interés.

Sin embargo, creemos que por efecto de dicho reacomodo en los activos consolidados y dado un eventual escenario de deterioro de cartera, una posible contracción en los ingresos por comisiones dada la mayor competencia, mayores gastos administrativos y de personal que deterioren la eficiencia, el NIM consolidado podría presentar contracciones en el mediano y largo plazo. En consecuencia, el actual NIM del 5.6% se moderaría hacía niveles de 5.0% al final del período de proyección: 2022. En línea con lo anterior, la presión sobre el NIM estaría determinada por la reducción en los ingresos por comisiones, además que la llegada de nuevos competidores al sistema local estaría acompañada de agresivas campañas. Adicionalmente el acople con las tarifas de regiones con mayores niveles de penetración - tarifas más bajas - que finalmente impulsarían a los bancos locales a ajustarse.

De parte del pasivo, sumado a las condiciones macroeconómicas de política monetaria que afectan el costo de fondeo, la mayor competencia y los cambios regulatorios podrían presionar al alza el costo promedio de fondeo. Actualmente el costo promedio de fondeo es del 3.0%, para el final de nuestra proyección dicho costo estaría alrededor del 3.8%.

El ajuste estructural hacía Basilea III podría implicar mayores capitalizaciones que sean catalizadores de mayores diluciones a los accionistas minoritarios. Por medio del decreto 1771 de 2012 se adoptan las medidas necesarias para fortalecer el capital de los establecimientos de crédito, principalmente con modificaciones a la medición de solvencia básica del 4.5%. Para el caso particular de Colombia, el decreto pone en marcha un conjunto de medidas enfocadas en adaptar los requerimientos de capital a los estándares internacionales. Según un estudio de Asobancaria, la implementación de dichos cambios implicaría una disminución de los índices de solvencia del 14.2% al 12.2%, lo cual se traduce en una disminución de capital de aproximadamente $5.9 billones. Estos cambios regulatorios, implican capitalizaciones, para el caso particular del Banco de Bogotá se materializó a través de una emisión de acciones ordinarias dirigidas a los actuales accionistas, razón por la que el desempeño de la acción no se vio afectado como en el caso de su principal competidor, Bancolombia.

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.

La situación de los mercados de renta fija a nivel internacional presentó fuertes movimientos, fundamentalmente por el cambio en la política monetaria de EE.UU dada la mejoría en las principales variables macroeconómicas de esta economía. Por lo anterior, se ha generado una marcada turbulencia en el mercado de renta fija a nivel global, afectando así los ingresos por intereses de los portafolios de las entidades de crédito. No obstante, para el caso particular del Banco de Bogotá, la gestión de tesorería fue mejor que la competencia, esencialmente por una estrategia de clasificación de inversiones que no afectó de manera abrupta el portafolio a precios de mercado. Sin embargo, esta estrategia de reclasificación no afecta la valoración en el corto plazo, pero si en efecto la evolución de las tasas afecta la valoración del portafolio al momento del vencimiento de los títulos, dicha pérdida se causará en los EE.FF.

La política monetaria internacional seguirá determinando el comportamiento del mercado de renta fija, situación que hace más compleja la administración y estrategia de las inversiones de los bancos locales. Esto último, podría contribuir con la contracción del NIM descrita anteriormente.

De otra parte, la política monetaria local parecería favorecer los márgenes netos de interés. En la medida que la actividad económica local presente signos de mejoría y en la misma medida la inflación objetivo del Banco de la República se acerca al rango meta, el BR podría iniciar un proceso de política monetaria contractiva acompañada de un incremento en las tasas de referencia. De esta forma, el aumento en la tasa de referencia podría favorecer a las entidades de crédito, toda vez que el costo de fondeo es menos sensible a cambios en dicha tasa mientras la cartera de crédito indexada a IBR o DTF absorbe de manera rápida dichas variaciones. Según el consenso del mercado—Bloomberg— la expectativa es de un 4.50% en la tasa de referencia para fin de 2014.

Es así como de manera general y teniendo en cuenta aspectos fundamentales como de mercado, consideramos que la acción del Banco de Bogotá podría presentar una contracción que justificaría nuestra tesis de inversión. No obstante, se observan sólidas cifras en el balance del banco que dado un ajuste en el precio de la acción se configuraría una interesante alternativa de exposición a los bancos locales y latinoamericanos.

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.

## Principales Supuestos de Proyección

### Supuestos de Cartera y Depósitos

La proyección de la cartera de crédito del Banco de Bogotá parte del total del sistema local. El total de la cartera está determinado principalmente por la penetración bancaria actual, medida por la cartera vigente/PIB. Por consiguiente, el crecimiento de la economía marcará el crecimiento de la cartera total y en este mismo sentido, la participación y/o crecimiento con el cual hemos proyectado. Es así como el principal supuesto para la proyección de la cartera total está determinado por las variables macroeconómicas, el PIB e inflación, como por el aumento en la penetración bancaria. Dicho indicador actualmente se encuentra en el 37.4%, para nuestro último año en el período de proyección 2022 la penetración estaría en niveles del 40.7%.

En este orden de ideas, la proyección de la cartera del Banco está determinada por la participación sobre el total de cartera y sobre las diferentes categorías, consumo, comercial e hipotecaria. Es sobre esta participación, y dadas las expectativas de crecimiento/decrecimiento en cada una de estas categorías, de donde parte el principal supuesto de proyección de cartera local. En la cartera del BAC se partió del crecimiento reciente en las diferentes categorías, y de manera coherente con las condiciones de dichos mercados se estimó una tasa de crecimiento año a año. En términos generales, al final de nuestro escenario de proyección la cartera consolidada crece a tasas del 7%.

De manera similar, los depósitos del sistema están determinados por la dinámica de la cartera total, puesto que nuestra base de proyección está determinada en la participación de depósitos sobre el total de cartera. En consecuencia, teniendo en cuenta la dinámica de expansión o contracción en el panorama de proyección, los depósitos evolucionan estrechamente con la cartera de crédito. Al final del período de proyección los depósitos crecen a tasas cercanas al 4%.

### Supuesto de Ingresos y Gastos

De manera general, los ingresos por intereses están determinados por el spread sobre DTF que genera cada categoría de cartera. De forma tal que durante el período de proyección, las proyecciones sobre las tasas de captación a 90 días (DTF) impactan directamente los supuestos de proyección. Así mismo, y con base en los spreads históricos y dadas las expectativas de aumento o decrecimiento en estos últimos, se establecieron las proyecciones para cada uno de los activos generadores de ingresos.

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.

Similar a los ingresos, los gastos por intereses se proyectan con base en el spread frente a la DTF. En consecuencia, y teniendo presente los posibles cambios que puedan experimentar los bancos con respecto a los depósitos (mayores presiones principalmente dada la competencia), dicho diferencial se ajustó con base a los lineamientos de la tesis de inversión en el período de proyección. En general, se prevén eventuales aumentos en los costos de fondeo, básicamente por una oferta de más bancos internacionales llegando al país con agresivas estrategias.

Los gastos administrativos y de personal se proyectaron a partir del número de oficinas y empleados que actualmente tiene el Banco. Para los gastos administrativos, se calcularon los depósitos/sucursal y con base en el crecimiento histórico de sucursales, se estableció la tasa de crecimiento de oficinas. Los gastos de personal, están ligados a la cartera/empleado, de forma tal que los gastos dependerán directamente del crecimiento de la cartera y de personal. Sobre esto último, es importante mencionar que en la medida en que el Banco vaya expandiendo su operación tanto a nivel local como internacional, la tasa de crecimiento de personal tenderá a aumentar en mayor proporción que en los años anteriores, afectando así los gastos de personal y la eficiencia del Banco.

Los gastos por provisiones están ligados de manera directa al crecimiento de la cartera total, puesto que la cartera vencida se calculó con respecto a la cartera total. Por consiguiente, las provisiones del balance como del estado de resultados se proyectaron con base en el reciente.

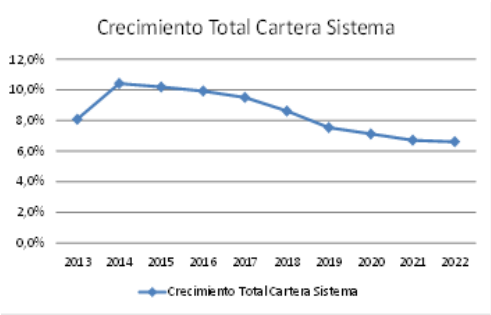
Supuestos de Capital

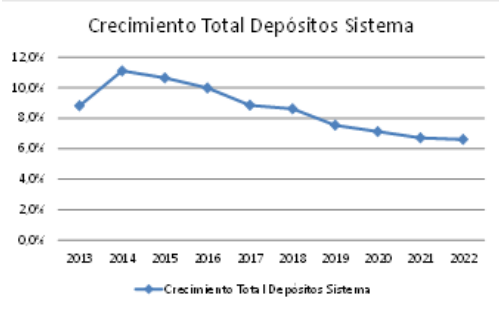
Dados los actuales niveles de solvencia del 13.1%, el patrimonio técnico parte y se mantiene durante nuestro escenario de proyección bajo el mismo nivel de solvencia. De igual manera, el patrimonio básico como el patrimonio adicional están determinados con base en nivel de solvencia indicado anteriormente.

Finalmente, los supuestos de proyección en nuestro modelo están basados en las cifras consolidadas reportadas por el emisor, teniendo en cuenta que no se incluyen las recientes adquisiciones del BBVA Panamá y del Grupo Reformador.

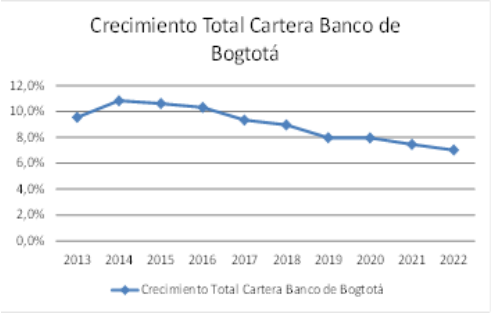
Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de 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.

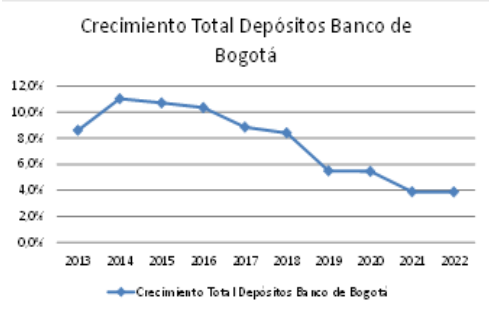
## Evolución Gráfica de los principales supuestos de proyección



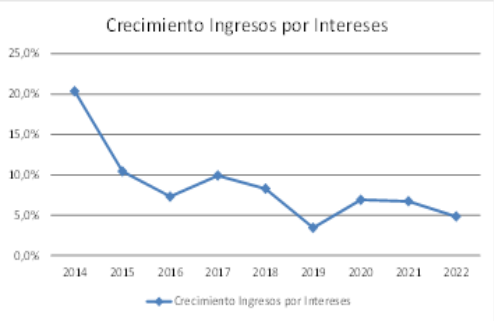




Fuente: Superintendencia FinancieraFuente: Superintendencia Financiera



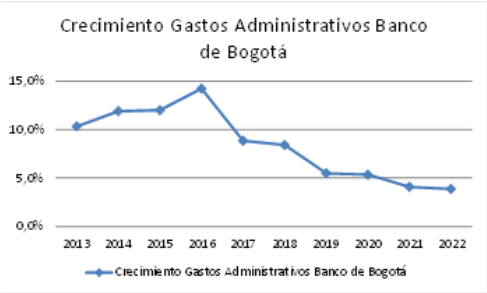

Fuente: Superintendencia FinancieraFuente: Superintendencia Financiera



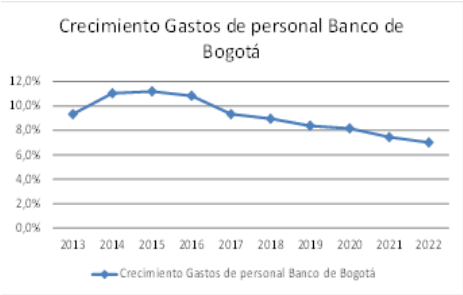
Fuente: Superintendencia FinancieraFuente: Superintendencia Financiera

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.

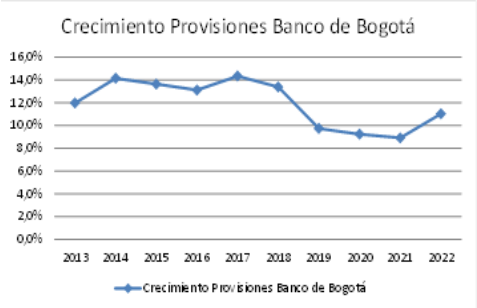
## Evolución Gráfica de los principales supuestos de proyección




Fuente: Superintendencia Financiera

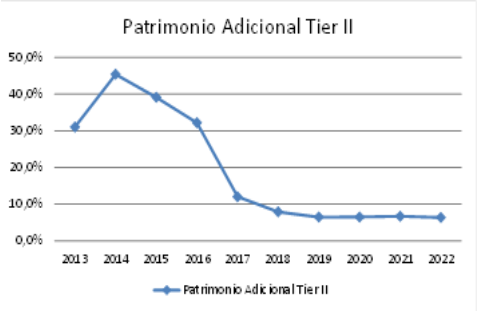



Fuente: Superintendencia Financiera

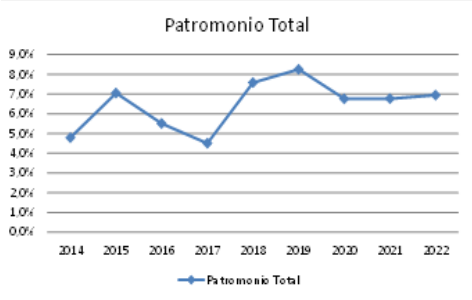



Fuente: Superintendencia Financiera

Fuente: Superintendencia Financiera




Fuente: Superintendencia Financiera




Fuente: Superintendencia Financiera

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.

## Principales Indicadores Proyectados

| COP millones | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Rentabilidad y Eficiencia** | | | | | | | | | | | |
| ROA | 1,8% | 1,7% | 1,6% | 1,6% | 1,6% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% |
| **ROE (Retorno sobre el patrimonio tangible)** | **18,1%** | **17,9%** | **17,8%** | **18,1%** | **18,6%** | **18,7%** | **18,7%** | **18,7%** | **18,3%** | **18,2%** | **17,5%** |
| ROTE | 27,7% | 25,1% | 23,4% | 22,7% | 22,3% | 21,5% | 20,7% | 20,1% | 19,1% | 18,6% | 17,6% |
| ROA Antes de Provisiones | 4,2% | 4,6% | 4,4% | 4,3% | 4,2% | 4,2% | 4,1% | 4,1% | 4,1% | 4,1% | 4,1% |
| ROE Antes de Provisiones | 43,2% | 47,7% | 47,7% | 48,0% | 49,6% | 50,3% | 50,2% | 49,6% | 48,9% | 48,7% | 47,6% |
| **Margen de Intermediación (NIM)** | **5,4%** | **5,6%** | **5,5%** | **5,4%** | **5,4%** | **5,3%** | **5,2%** | **5,1%** | **5,1%** | **5,0%** | **5,0%** |
| Rendimiento Promedio del Activo | 8,7% | 8,4% | 9,3% | 9,3% | 9,0% | 9,0% | 9,0% | 8,5% | 8,5% | 8,5% | 8,4% |
| Costo Promedio de Fondeo | 3,4% | 3,0% | 4,2% | 4,3% | 3,9% | 4,1% | 4,1% | 3,7% | 3,8% | 3,8% | 3,8% |
| Comisiones / Activos Promedio | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,6% | 2,6% | 2,6% |
| Eficiencia | 47,9% | 45,6% | 46,9% | 47,9% | 48,9% | 49,3% | 49,5% | 49,6% | 49,9% | 49,7% | 49,9% |
| Gastos Operativos / Activos Promedio | 3,9% | 3,8% | 3,9% | 3,9% | 4,1% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% |
| Comisiones / Gastos Operativos | 64,8% | 65,7% | 64,6% | 63,8% | 62,2% | 62,3% | 62,3% | 63,1% | 63,6% | 64,6% | 65,5% |
| Tasa Impositiva | 34,4% | 33,0% | 33,0% | 33,0% | 33,0% | 33,0% | 33,0% | 33,0% | 33,0% | 33,0% | 33,0% |
| **Calidad de Cartera** | | | | | | | | | | | |
| Cartera Vencida % | 2,1% | 2,1% | 2,2% | 2,3% | 2,3% | 2,4% | 2,5% | 2,6% | 2,6% | 2,6% | 2,7% |
| Reservas / Total Cartera | 2,8% | 2,8% | 2,9% | 3,0% | 3,1% | 3,2% | 3,3% | 3,4% | 3,4% | 3,5% | 3,6% |
| Reservas / Cartera Vencida | 132,2% | 132,2% | 132,2% | 132,2% | 132,2% | 132,2% | 132,2% | 132,2% | 132,2% | 132,2% | 132,2% |
| Gasto Prov. / Ingreso Op. Antes de Prov. | 16,3% | 12,7% | 14,0% | 15,1% | 15,5% | 16,8% | 17,4% | 16,9% | 17,4% | 17,7% | 19,5% |
| Gasto Provisión / Cartera Promedio | 1,2% | 1,0% | 1,1% | 1,1% | 1,1% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,2% | 1,3% |
| Castigos / Cartera | 0,4% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,8% | 0,8% | 0,8% | 0,9% | 0,9% |
| **Liquidez** | | | | | | | | | | | |
| Cartera / Depósitos | 89,1% | 89,9% | 89,7% | 89,6% | 89,6% | 90,0% | 90,5% | 92,6% | 94,8% | 98,0% | 101,0% |
| Activos Líquidos / Depósitos | 52,1% | 51,1% | 51,5% | 52,2% | 51,8% | 52,0% | 52,3% | 51,4% | 50,4% | 49,0% | 47,7% |
| Inversiones/Depósitos | 33,1% | 30,5% | 30,5% | 30,0% | 29,0% | 28,0% | 27,0% | 26,0% | 25,0% | 25,0% | 25,0% |
| Activos Líquidos / Activos totales | 33,0% | 32,6% | 33,0% | 33,6% | 33,6% | 33,8% | 33,9% | 33,1% | 32,3% | 31,0% | 29,9% |
| Cartera / Total Activos | 54,9% | 55,8% | 55,9% | 56,0% | 56,4% | 56,6% | 56,8% | 57,7% | 58,6% | 59,9% | 61,0% |
| **Apalancamiento** | | | | | | | | | | | |
| Tier I | 11,9% | 11,7% | 11,2% | 10,7% | 10,2% | 10,1% | 10,1% | 10,1% | 10,1% | 10,1% | 10,1% |
| Tier II | 1,2% | 1,5% | 1,9% | 2,4% | 2,9% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% | 3,0% |
| Patrimonio Técnico | 13,1% | 13,1% | 13,1% | 13,1% | 13,1% | 13,1% | 13,1% | 13,1% | 13,1% | 13,1% | 13,1% |
| Activos / Patrimonio | 10,3x | 10,6x | 10,9x | 11,5x | 12,0x | 12,1x | 12,2x | 12,1x | 12,0x | 11,8x | 11,6x |
| Activos / Patrimonio Tangible | 14,9x | 14,4x | 14,0x | 14,0x | 14,1x | 13,7x | 13,2x | 12,8x | 12,4x | 12,0x | 11,6x |
| Patrimonio / Activos Ponderados por Riesgo | 11,3% | 11,1% | 10,7% | 10,2% | 9,8% | 9,7% | 9,7% | 9,8% | 9,8% | 9,8% | 9,8% |
| Patrimonio Tangible / Activos Ponderados por Riesgo | 7,8% | 8,1% | 8,3% | 8,4% | 8,3% | 8,6% | 8,9% | 9,2% | 9,5% | 9,7% | 9,8% |
| % Payout Dividendos | | 73,9% | 61,7% | 70,5% | 76,4% | 61,0% | 57,6% | 65,1% | 64,2% | 63,2% | 63,5% |

Fuente: Para el año 2012, reportes consolidados del emisor, 2013 en adelante, proyecciones modelo.

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.

**Riesgos de la Inversión**

La naturaleza del negocio implica una exposición significativa a diversos tipos de riesgos tanto internos como externos que en muchas ocasiones no se pueden controlar de manera efectiva. Un Banco de por sí es un negocio que gestiona riesgos; el hecho de prestar recursos al público es una actividad que más allá de lo financiero, requiere una adecuada administración y gestión de riesgos. En este sentido, dichos riesgos se materializan principalmente por el deterioro de cartera que finalmente dará un indicador de qué tan efectivamente se están administrando los riesgos.

Por otra parte, un banco al estar ligado directamente al sistema financiero absorbe de manera natural riesgos sistémicos que en muchas ocasiones no se pueden controlar. El sistema financiero de un país, a pesar de estar conformado por entidades independientes, funciona de manera integral, es decir que el sistema es altamente vulnerable ante la falla o desequilibrio de una entidad perteneciente, razón por la que las entidades pertenecientes al sistema financiero deben tener una robusta supervisión y control de parte de las entidades regulatorias. Cualquier cambio en el sistema o en la regulación implica riesgos a los que el Banco podría enfrentarse en cualquier momento.

En esta misma línea, las condiciones financieras de la naturaleza del negocio están en cierta parte determinadas por variables exógenas al Banco: política monetaria, penetración bancaria, sistema político, social, entre otros. Dichos elementos hacen de un banco una entidad altamente sensible a múltiples variables, que de manera integral deben gestionarse lo más eficientemente para no poner en riesgo la entidad y el sistema.

En consecuencia, el riesgo de la inversión está ligado en gran medida a las condiciones financieras y macroeconómicas del sistema local que puedan imprimir o mitigar los riesgos a los que se enfrenta el Banco.

En el corto plazo vemos como un riesgo importante a monitorear la liquidez del título, teniendo en cuenta que esta última tuvo un comportamiento atípico en el corto plazo, dada la recompra de acciones de parte de los accionistas controlantes. Dicho evento vino acompañado de una disminución progresiva del flotante, circunstancia que desfavorece aún más la liquidez de la acción.

Por otra parte, si bien el Banco realizó recientemente una capitalización, los cambios regulatorios podrían exigir mayores niveles de solvencia - capital - que probablemente se materialicen a partir de nuevas emisiones que al final terminarían diluyendo a los accionistas minoritarios.

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.

Con respecto a las recientes adquisiciones que ha realizado el Banco en Centroamérica - BBVA Panamá y Grupo Reformador -, si bien son oportunidades de mayores sinergias y mayores participaciones en estos mercados, también representan un riesgo de integración, toda vez que los procesos operativos, tecnológicos, administrativos y de personal, son sustancialmente diferentes y podrían implicar contingencias que se traduzcan en mayores gastos administrativos que afecten la eficiencia consolidada del Banco en el largo plazo.

En términos fundamentales, aunque no vemos un riesgo significativo en el corto plazo, como lo dijimos anteriormente el reacomodo y la exposición a nuevos mercados que implican mayores riesgos dada su naturaleza, podría impactar negativamente los resultados del banco en el mediano plazo, hecho que se traduciría en un posible deterioro en el desempeño de la acción. Esto se podría materializar a partir de diferentes catalizadores como la eficiencia, la calidad de la cartera, y los gastos por provisiones, variables que de verse afectadas impactarían directamente el NIM del Banco.

Finalmente, la presión que puedan ejercer nuevos participantes en el mercado podría afectar los márgenes netos, principalmente por un mayor costo de fondeo y un menor ingreso por comisiones.

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.

## Análisis DOFA

### Debilidades

•La mezcla de cartera sigue estando concentrada en el crédito y leasing comercial, lo cual aumenta la dependencia.

•En los últimos años, el Banco no ha diversificado de manera consistente la mezcla de cartera, evidenciando así la dificultad para llegar a diferentes nichos (Banca Personas, consumo).

•Las recientes adquisiciones que ha realizado el Banco aumentan el riesgo de dilución para los actuales accionistas, dada la necesidad de capital. Agresivas y costosas adquisiciones que presionan el capital del Banco (Las últimas adquisiciones se han realizado por encima del promedio de los últimos años).

•La exposición a diferentes países implica que el Banco se expone a diversos riesgos políticos, económicos y sociales que pueden afectar de manera directa la estructura.

•Integración efectiva y eficiente de las recientes adquisiciones, dado que todas operaban de manera independiente estas podrían implicar altos costos y provisiones de acoplamiento.

### Oportunidades

•La exposición a diferentes mercados, especialmente de Centroamérica, brinda oportunidades de crecimiento para el Banco, dado que son países que de manera general tienen baja penetración, por tanto hay un mercado potencial interesante por explorar.

•De manera conjunta con la operación internacional, el banco bajo una marca reconocida (BAC) consolida su posición a nivel regional, creando así ventajas comparativas frente a las diferentes entidades locales con presencia en este mercado.

•Integración efectiva de la operación Colombia con la operación Internacional, de tal manera que todo el KnowHow en el mercado corporativo se transmita hacia la operación internacional. El Banco es fuerte en este segmento y debería trasladar eso a Centroamérica

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.

## Análisis DOFA

### Fortalezas

•Banco con políticas ortodoxas y rígidas de gestión del riesgo, a pesar de querer tener una mayor participación en la banca personas, el banco entiende que no se logra de manera inmediata.

•Eficiente gestión de tesorería que logra diferenciar al Banco sobre las demás entidades, especialmente en momentos de alta volatilidad.

•Lo anterior, ha favorecido en los últimos períodos a los resultados del Banco, ubicándolo en el primero lugar por resultados del sistema.

•Reconocimientos internacionales como mejor Banco de Colombia en 2012, así como reconocimientos a la marca BAC en diferentes países de Centroamérica.

•Permanente crecimiento de la cobertura nacional e internacionales, con nuevas oficinas, filiales y cajeros.

•Favorable percepción en los mercados internacional, favoreciendo así el apalancamiento en los mercados – exitosa colocación bonos subordinados febrero 2013-.

### Amenazas

•Posible deterioro de los indicadores de calidad de cartera, dado el reciente crecimiento en la cartera de vivienda.

•Este pronunciado crecimiento podrá implicar mayores provisiones futuras que afecten los resultados del banco.

•Nuevos competidores en el mercado local, principalmente bancos internacionales con estrategias agresivas para adquirir participación de mercado tanto corporativo como de personas.

•Riesgos y dependencias de las políticas monetarias internacionales que puedan afectar las inversiones de manera abrupta.

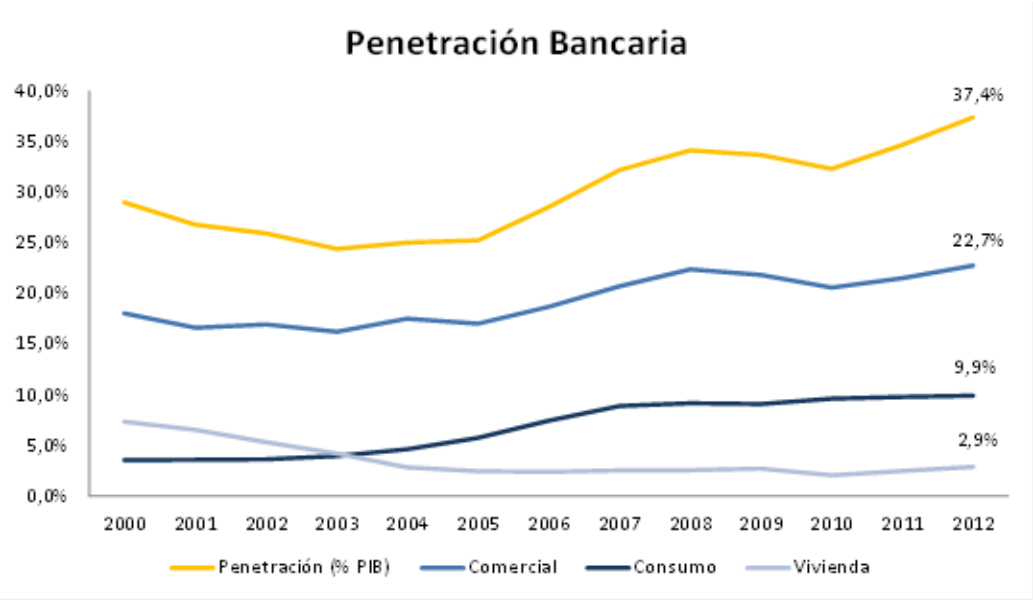
•Contracción de la dinámica económica y productiva, afectando así de manera directa la mayor participación de cartera del banco comercial.

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.

## Análisis de la Industria

En los últimos años la banca local ha venido experimentando fuertes cambios, tanto por circunstancias internas, como externas. Hemos observado movimientos corporativos en los principales bancos del país que hace algunos años no se veían: adquisiciones de la banca local en múltiples países del hemisferio. Así mismo, el apetito de los grandes grupos internacionales se ha materializado en fusiones y adquisiciones de importantes entidades financieras colombianas. Estos dos hechos muestran que el sistema financiero colombiano, en especial la banca, se consolida como uno de los más importantes de América Latina. En este sentido, vemos una industria dinámica, reorganizándose a nivel local e internacional de tal manera que las entidades de crédito colombianas aumentan su exposición ante los inversionistas extranjeros.

Penetración; cartera/PIB



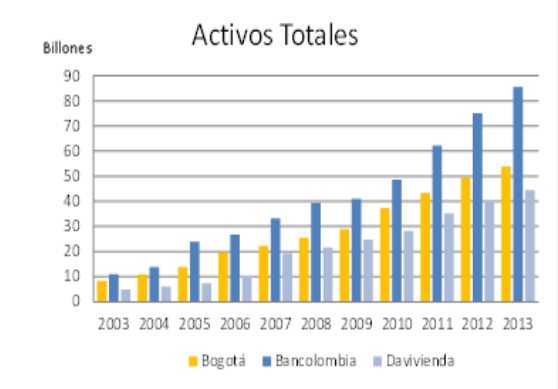

Fuente: Superfinanciera de Colombia

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. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

El hecho de que Colombia sea un país al que se percibe con mayor estabilidad económica, política y social, hace que los bancos internacionales busquen la manera de explorar un mercado que aún tiene un amplio potencial bancario. En la actualidad, la penetración bancaria, medida como la cartera de crédito total/PIB, es del 37%, cifra que se encuentra por debajo de los países desarrollados, incluso de países como Brasil y Chile.

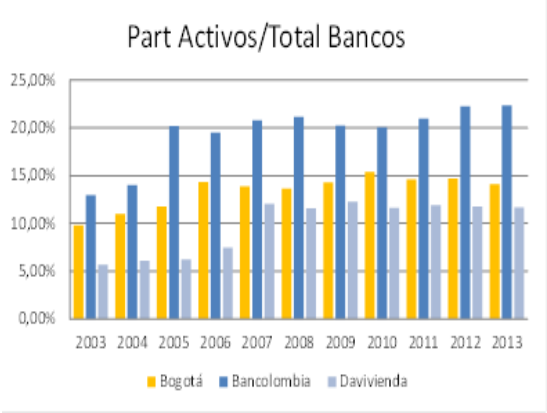
Por lo anterior, y dadas las condiciones actuales de la economía colombiana, se estima que la penetración bancaria pueda avanzar en los próximos años, generando así mayores oportunidades de profundización tanto para los bancos locales como internacionales.

**Activos**




Para el caso del Banco de Bogotá, la participación sobre el total de activos del sistema es del 14.46%. Actualmente el valor total de los activos del sistema asciende a $373 billones. (Cifras tomadas de los EE.FF individuales de los bancos locales)

Fuente: Superfinanciera de Colombia

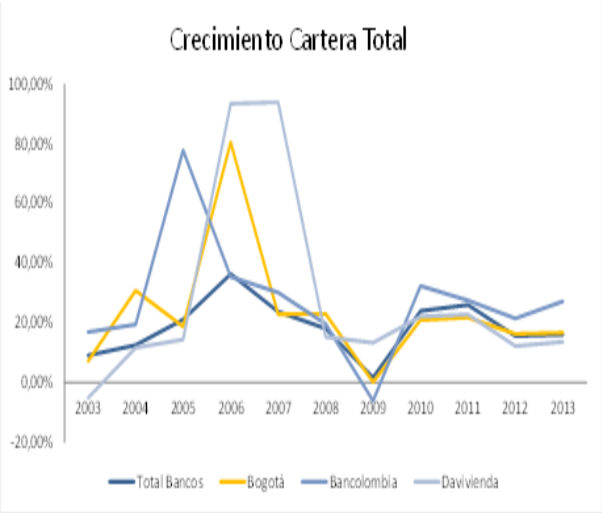



En los últimos 5 años se ha visto un crecimiento moderado - sostenido - en la participación del Banco de Bogotá sobre el total de activos del sistema.

Fuente: Superfinanciera de Colombia

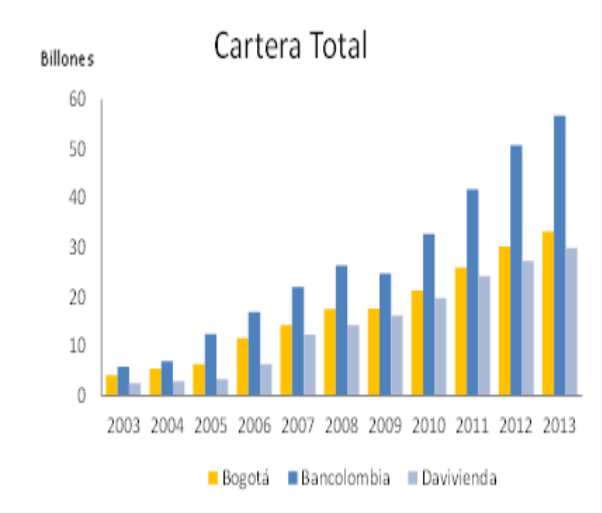
Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de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

## Cartera




El crecimiento de la cartera ha tenido una evolución sostenida en los últimos años, sin presentar un evidente desbordamiento frente a los años más recientes. De igual manera el crecimiento de los dos principales competidores ha presentado una similar evolución.

Fuente: Superfinanciera de Colombia

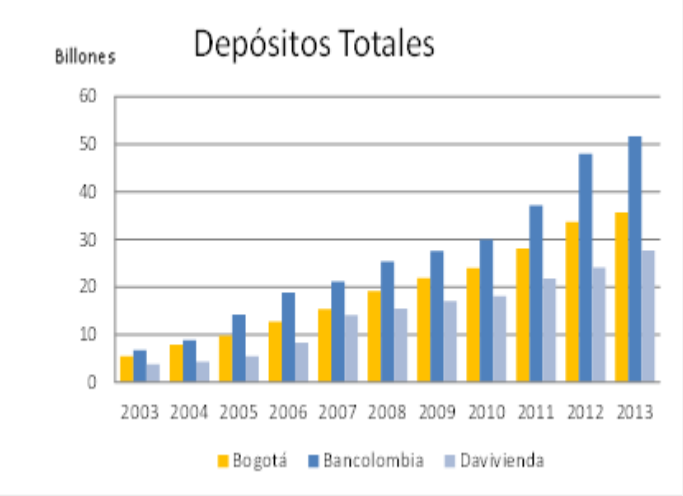



El crecimiento de la cartera individual (operación Colombia) evidencia una evolución moderada, acorde al crecimiento económico del país.

Fuente: Superfinanciera de Colombia

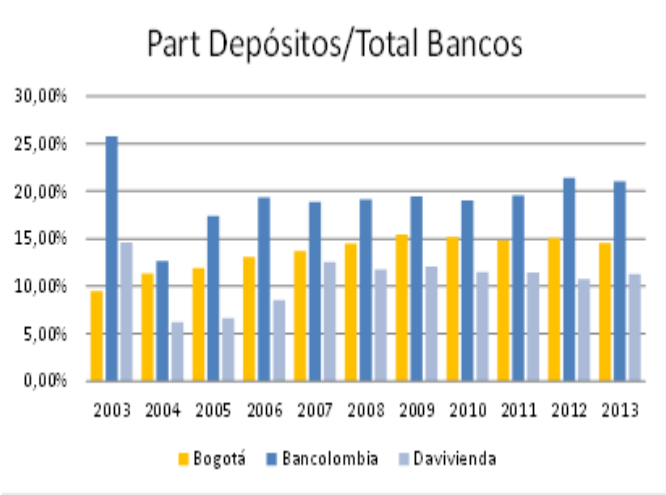
Los REPORTES BURKENROAD son un programa originado en la Universidad de Tulane AB Freeman, y se producen sólo como parte de un programa educativo de la Escuela de Administración de la Universidad EAFIT. Los informes no son un consejo de inversión y no deben y ni pueden ampararse en ello para la toma de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

## Depósitos




Similar al comportamiento de los activos, las fuentes de fondeo del Banco han mantenido un crecimiento sostenido en los últimos años, manteniendo así una liquidez acorde al crecimiento de la cartera de crédito.

Fuente: Superfinanciera de Colombia

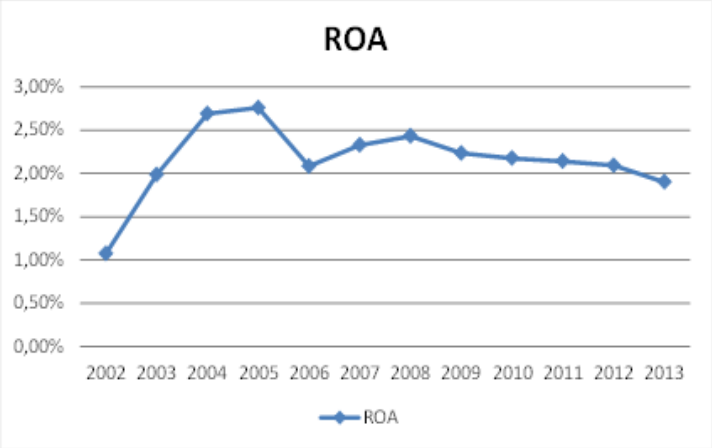


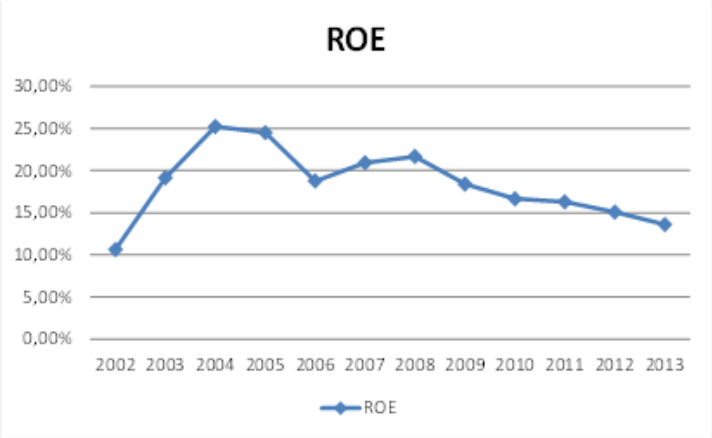

Así mismo, la participación de los depósitos del Banco sobre el total del sistema presenta una participación estable en los últimos años. Dicha participación ha crecido de acuerdo al crecimiento del PIB y del nivel de penetración. del sistema.

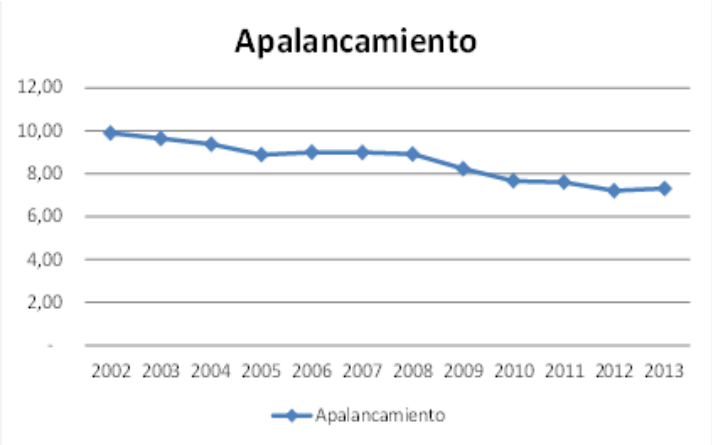
Fuente: Superfinanciera de Colombia

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. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

**Principales Indicadores del sector**
(Con base en la información de la Superfinanciera, cifras individuales)



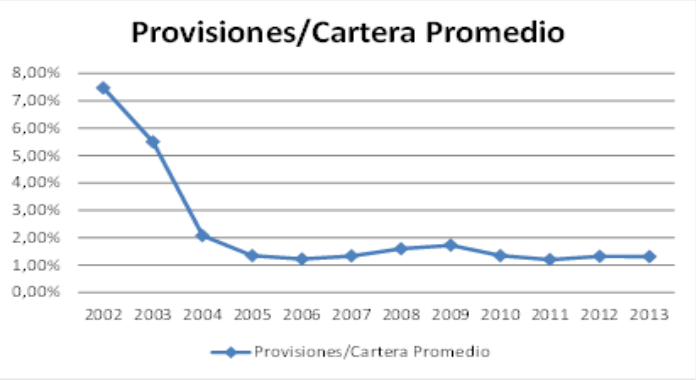

En los años recientes se ha visto cómo la rentabilidad del sector medida por el ROA y el ROE, ha decrecido de manera progresiva en los últimos 5 años, esencialmente por una contracción en el margen de intermediación (NIM) y en las comisiones netas. (ver siguiente hoja).

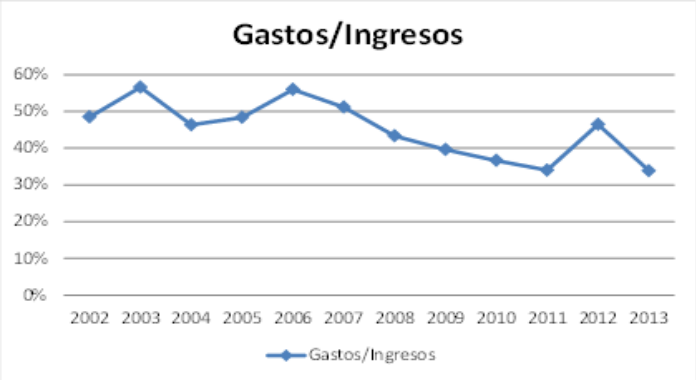
Por su parte el apalancamiento, medido como activos promedio/patrimonio promedio ha decrecido levemente en el los años reciente, ubicándose actualmente en niveles del 7.30%.

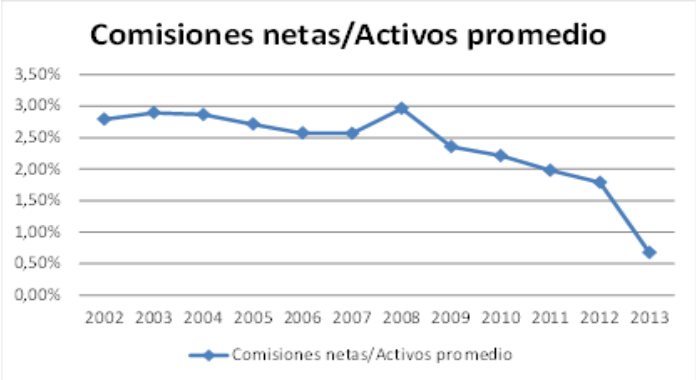
Fuente: Superfinanciera de Colombia

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. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

**Principales Indicadores del sector**
(Con base en la información de la Superfinanciera, cifras individuales)



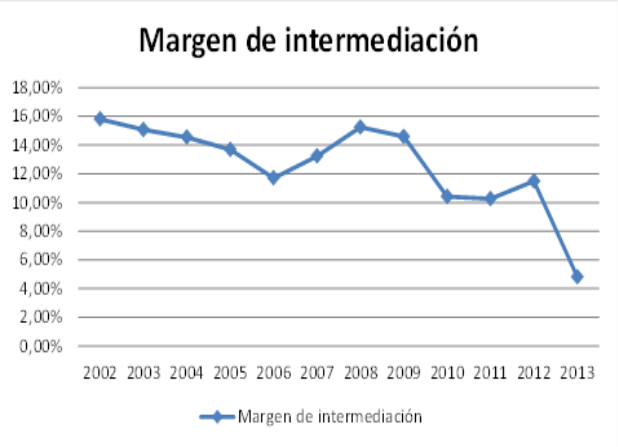

Contrario a lo anterior, el gasto por provisiones ha disminuido en la última década, mientras la cartera promedio ha crecido de forma significativa. Esto último ha favorecido los niveles de rentabilidad del sector. De manera similar los gastos/ingresos han presentado una tendencia decreciente en los últimos años, favoreciendo de igual manera los niveles de rentabilidad del sector.

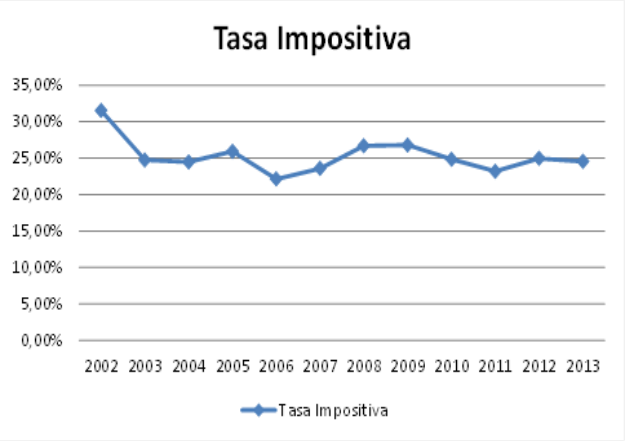
Por su parte, el indicador de comisiones netas/activos promedio

Fuente: Superfinanciera 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. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

**Principales Indicadores del sector**
(Con base en la información de la Superfinanciera, cifras individuales)




Del comportamiento de los indicadores analizados anteriormente, se observa cómo el margen de intermediación (NIM) se ha contraído de manera importante en los últimos años, hecho que afecta de manera directa el ROE y ROA del sector.

La tasa impositiva no ha presentado mayores variaciones en el período analizado, circunstancia que no ha afectado de manera significativa los márgenes de rentabilidad.

Fuente: Superfinanciera 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. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

**Descripción de la compañía**

El Banco de Bogotá es el más antiguo de Colombia, inició labores el 15 de noviembre de 1870 como primera institución financiera creada en el país. En 1988 el Dr Luis Carlos Sarmiento Angulo compra la participación del banco que estaba en manos del Gobierno Nacional. Es en el período comprendido entre 1990 y 2000 que el Banco experimenta un importante proceso de expansión en el mercado local, principalmente por la adquisición de diferentes entidades de crédito que aumentaron su participación de mercado. Entre estas, se destaca la adquisición del Megabanco en 2006, entidad que aportó la primera base de cartera de consumo del Banco de Bogotá. Dicho período de expansión después de una consolidación en el mercado local buscó diferentes horizontes: compra del BAC Credomatic en 2010. Dicha transacción, consolidaría en su momento al Banco como uno de los principales actores en Centroamérica. El BAC, aportó de manera consolidada una importante cuota de mercado, especialmente de consumo, categoría en la que domina en los países en que tiene presencia. En 2013, las directivas del Banco encontraron atractiva la compra del Grupo Reformado en Guatemala y del BBVA en Panamá, adquisiciones que complementarían el portafolio de servicios regionales del Banco de Bogotá.
Es así, como el Banco más antiguo de Colombia ha experimentado importantes cambios en su estructura, pasando de ser un Banco local concentrado en cartera comercial, hacia una expansión regional que abarca diferentes categorías de cartera. Es en este sentido que el Banco se ha consolidado como el segundo más importante dentro del mercado local.

Banco de Bogotá hace parte del conglomerado financiero más importante de Colombia; Grupo Aval. Dicha holding financiera agrupa diferentes entidades financieras que en su totalidad abarcan la mayor participación de mercado.
A su vez, el Banco cuenta con importantes participaciones en diferentes agencias y filiales, las cuales generan importantes contribuciones a los resultados consolidados. Las principales agencias y filiales 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. Usted debe consultar a un profesional de inversión y / o llevar a cabo su propia investigación primaria con cualquier inversión potencial.

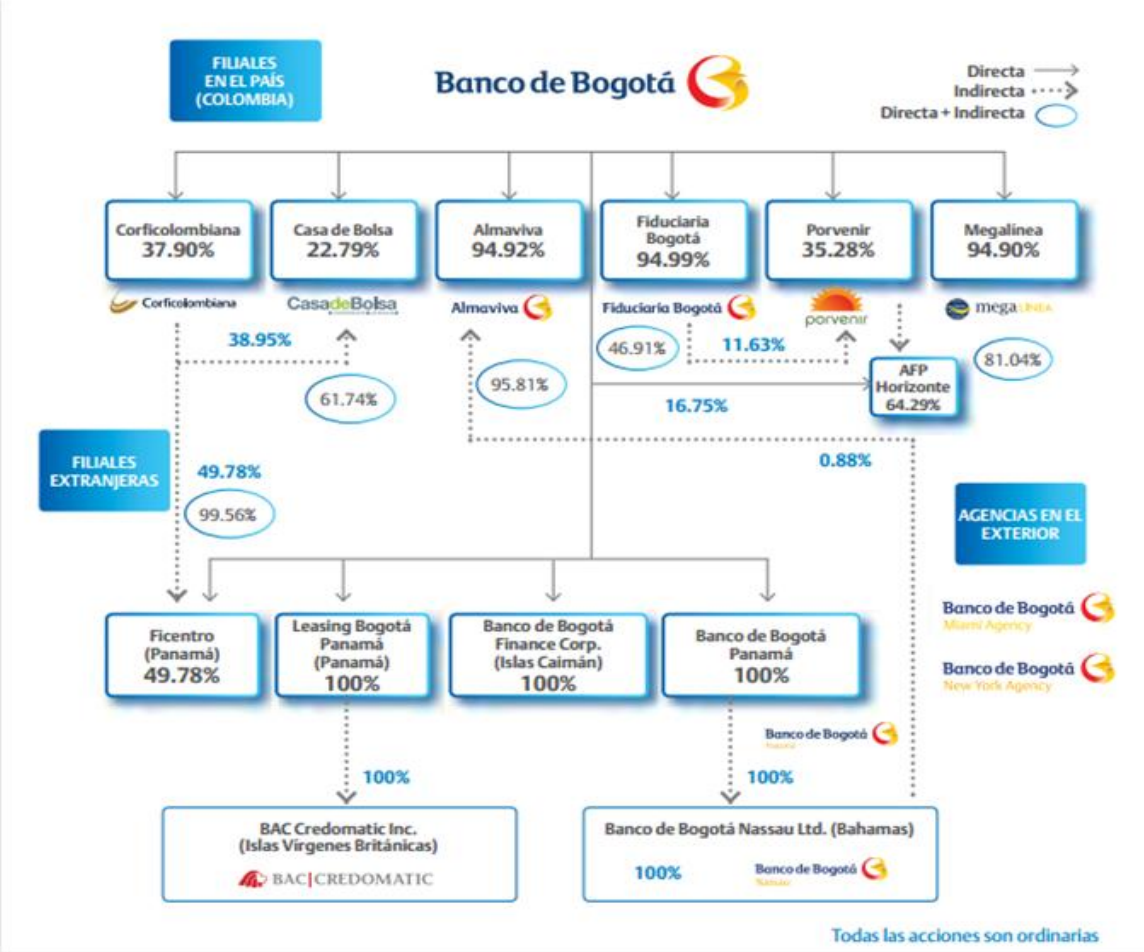
## Filiales y Agencias en el exterior

| | |
|---|---|
| Banco de Bogotá — Un Banco hecho entre dos — Presidente: Alejandro Figueroa | Banco universal con amplio portafolio de productos y servicios con presencia en todo el territorio nacional y agencias en Miami y Nueva York. |
| BAC \| CREDOMATIC NETWORK — Presidente: Ernesto Castegnaro | Grupo Financiero Centroamericano con operación bancaria y tarjetas de crédito en todos los países de Centroamérica. |
| Corficolombiana — Presidente: José Elías Melo | Corporación Financiera con amplio portafolio de productos especializados en Banca Privada, Banca de Inversión, Tesorería e Inversiones de Renta Variable. |
| Porvenir — Presidente: Miguel Largacha | Administradora de Fondo de Pensiones y Cesantías. |
| Fiduciaria Bogotá — Presidente: Cesar Prado Villegas | Celebración de Contratos de Fiducia Mercantil y de Mandatos Fiduciarios. |
| CasadeBolsa — Presidente: Daniel H. Gómez | Sociedad Comisionista de Bolsa (intermediación de valores y administración de fondos de valores). |
| Almaviva — Presidente: Pedro Echeverría | Almacén General de Depósito, Agente de Aduanas y Operador de Logística Integral. |
| megaLINEA — Presidente: Nubia I. Sanabria | Compañía de servicios técnicos y administrativos que atiende clientes internos y externos. |
| Banco de Bogotá Panamá — Presidente: José A. Santana; Banco de Bogotá Nassau — Presidente: María F. Blanco | Licencia General e Internacional para efectuar negocios de Banca. |

Fuente: Reportes de la compañía

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.

## Filiales y Agencias en el exterior



Fuente: Reportes de la compañía

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.

## Filiales y Agencias en el exterior

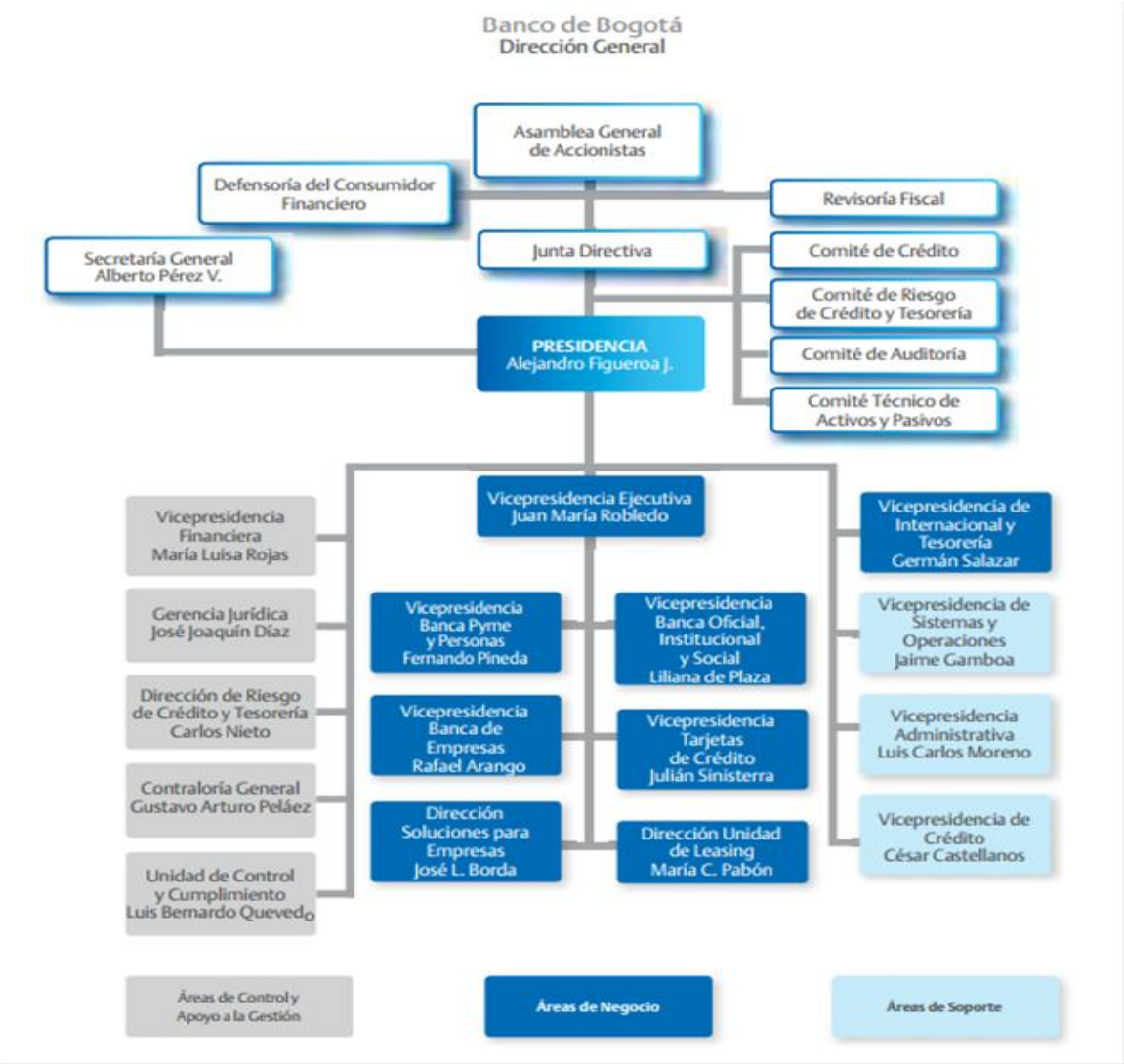
| | Banco de Bogotá Individual | BAC | Corficolombiana | porvenir | Banco de Bogotá Consolidado[1] |
|---|---|---|---|---|---|
| Total Activos (US Bn) | 26.7 | 10.9 | 7.0 | 0.6 | **43.8** |
| Total Cartera Bruta (US Bn) | 17.2 | 7.3 | 0.4 | - | **25.4** |
| Total Depósitos (US Bn) | 17.8 | 7.3 | 1.7 | - | **27.3** |
| Total Patrimonio (US Bn) | 5.2 | 1.3 | 1.8 | 0.5 | **4.4** |
| Utilidad Neta (US mm) | 210.1 | 69.0 | 131.7 | 33.8 | **258.5** |
| ROAE (%) | 16.3% | 22.0% | 30.2% | 29.8% | **23.9%** |
| Países[2] | 2 | 9 | 2 | 1 | **11** |
| Clientes (mm) | 3.8 | 2.5 | * [3] | 5.1 | **11.4** |
| Sucursales[5] | 651[4] | 491 | 5 | 49 | **1,260** |
| Cajeros | 1,425 | 1,272 | N.A. | N.A. | **2,697** |

Fuente: Reportes de la compañía

La gráfica anterior ilustra la importante contribución de las diferentes filiales en los resultados consolidados del Banco. En este sentido, la contribución de los activos, pasivos y utilidades de las diferentes líneas de negocio son bastante representativos para el Banco. En el ámbito local, se destaca el aporte en las utilidades que hace Corficolombiana, la Corporación Financiera del Grupo Aval que a su vez agrupa diferentes líneas de negocio e inversiones. En el ámbito internacional, se destaca el aporte en activos y utilidades del BAC, siendo este el principal activo generador de ingresos en el exterior.

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.

## Estructura Organizacional




Fuente: Reportes de la compañía

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.

## Junta Directiva y Administración

### Junta Directiva

| PRINCIPALES | SUPLENTES |
|---|---|
| LUIS CARLOS SARMIENTO GUTIÉRREZ | GUILLERMO PERRY RUBIO |
| SERGIO URIBE ARBOLEDA | JORGE IVÁN VILLEGAS MONTOYA |
| ALFONSO DE LA ESPRIELLA OSSÍO | ANA MARÍA CUÉLLAR JARAMILLO |
| CARLOS ARCESIO PAZ BAUTISTA | SERGIO ARBOLEDA CASAS |
| JOSÉ FERNANDO ISAZA DELGADO | ALVARO VELÁSQUEZ COCK |

**CONSEJERO JUNTA DIRECTIVA**
LUIS CARLOS SARMIENTO ANGULO

**REVISOR FISCAL**
KPMG LTDA.
Representado por:
MARÍA LIGIA CIFUENTES ZAPATA
T.P. 30070 – T

**DEFENSOR DEL CONSUMIDOR FINANCIERO**
OCTAVIO GUTIÉRREZ DÍAZ

Fuente: Reportes de la compañía

La administración está encabezada por el Dr Alejandro Figueroa, quien ocupa la Presidencia del Banco desde 1988. De igual manera, el Dr Figueroa hace parte de la junta directiva del Grupo Aval y de algunas compañías pertenecientes a dicho conglomerado. Las Vicepresidencias, igualmente extensas en experiencia, hacen parte integral de una administración ortodoxa, conservadora y sobre todo altamente experimentadas en el negocio bancario. Esto último quizá es una de las principales características de la administración del Banco, que se caracteriza por sus políticas conservadores en toda la estructura organizacional.

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.

**Gobierno Corporativo**

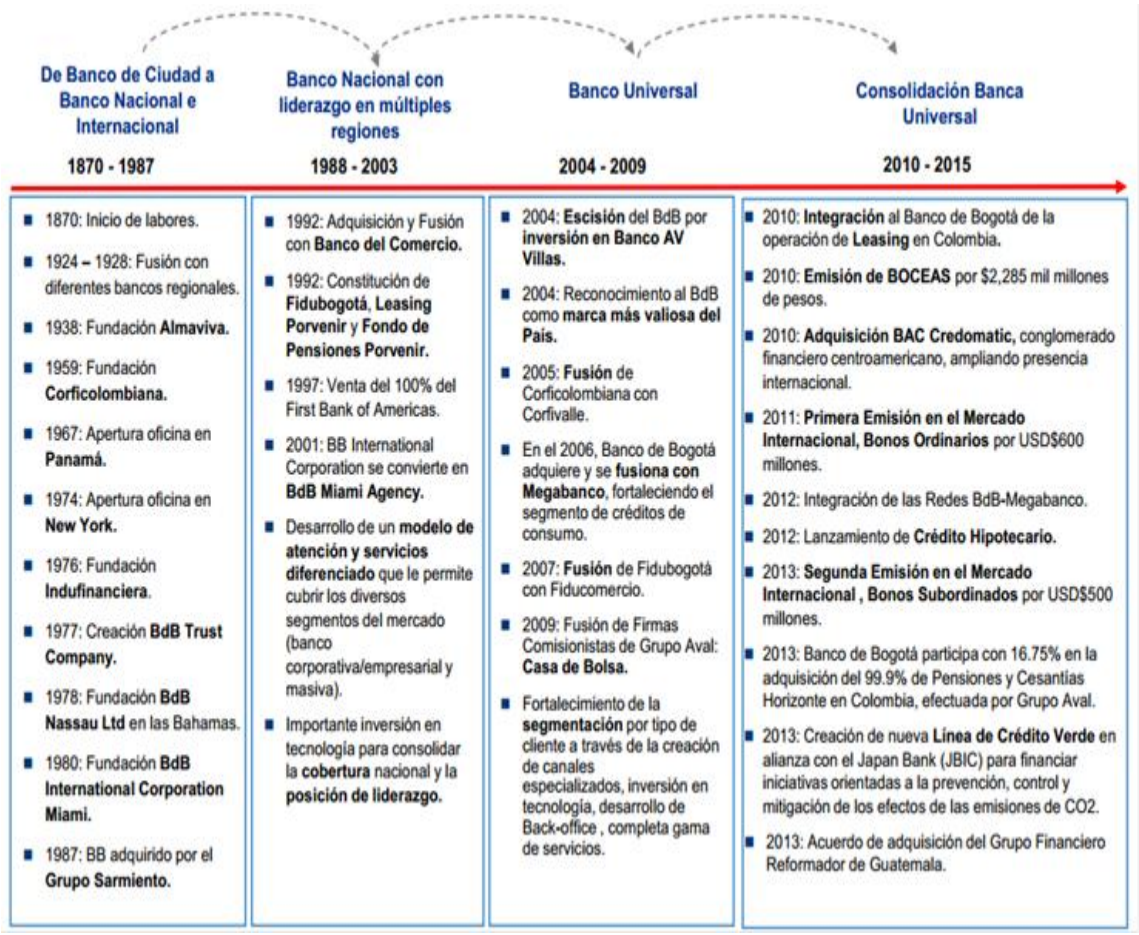
La Junta Directiva del Banco ha trazado las políticas generales en materia de Gobierno Corporativo, de esta manera el las prácticas están contempladas en el documento "Prácticas de Gobierno Corporativo". Los siguientes son los Órganos de Gobierno Corporativo:

- Órganos de Dirección: Asamblea General de Accionistas.
- Órganos de Administración: Junta Directiva, Comités de Apoyo de la Junta Directiva (Comité de Auditoría, Comité de Crédito).
- Comité de Riesgo de Crédito y Tesorería, Comité Técnico de Activos y Pasivos (GAP), Presidente, Vicepresidente Ejecutivo y Vicepresidentes.
- Mecanismos de Control: Sistema de Control Interno y los Sistemas de Administración del Riesgo (Riesgo Crediticio, Riesgo de Liquidez, Riesgo de Mercado, Riesgo Operacional y Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo).
- Órganos de Control Interno: Junta Directiva y Contraloría.
- Órganos de Control Externo: Revisoría Fiscal, Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia de Industria y Comercio, Autorregulador del Mercado de Valores y autoridades americanas para las Agencias del Banco en Estados Unidos (Banco de la Reserva Federal de Nueva York, Banco de la Reserva Federal de Atlanta).
- Órganos de Cumplimiento de Buen Gobierno: Asamblea General de Accionistas, Junta Directiva y Presidente.

Fuente: Reportes de la compañía

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.

## Evolución y transformación del Banco




Fuente: Reportes de la compañía

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.

## Calificaciones

| | Escala Internacional | | | | | | Escala Local | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Moody's Investors Service | | FitchRatings | | Standard & Poor's | | BRC Investor Services S.A. S.C.V. | | FitchRatings Colombia |
| **Banco de Bogotá** | | Persp. | | Persp. | | Persp. | | | |
| Emisor | | | | | | | | | |
| Moneda Local – LP/CP | Baa1/P-2 | Estable | BBB/F2 | Estable | BBB-/A-3 | Estable | AAA/BRC1+ | | |
| Moneda Extranjera – LP/CP | Baa3/P-3 | | BBB/F2 | | BBB-/A-3 | | | | |
| Fortaleza Financiera | C- | | | | | | | | |
| Bonos | | | | | | | | | |
| Senior Unsecured Notes (due 2017) | Baa2 | Estable | BBB | Estable | BBB- | Estable | | | |
| Subordinated Notes (due 2023) | Baa3 | | BBB- | | | | | | |
| Bonos Subordinados Emisión 2008 | | | | | | | AA+ | | |
| Bonos Subordinados Emisión 2010 | | | | | | | AA+ | | |
| **Filiales del Banco de Bogotá** | | | | | | | Riesgo de Contraparte | Fortaleza como Administrador | Fortaleza como Administrador |
| Fiduciaria Bogotá | | | | | | | AAA | P AAA | M1 |
| Corficolombiana | | | | | | | AA/BRC1+ | | |
| Leasing Corficolombiana | | | | | | | AAA/BRC1+ | | |
| Fiduciaria Corficolombiana | | | | | | | AAA | P AAA | M1 |
| Porvenir | | | | | | | AAA | P AAA | |
| Banco de Bogotá Panamá | | | | | | | AAA/BRC1+ | | |
| Casa de Bolsa | | | | | | | | P AAA | |
| Credomatic International Corp.Inc. | | | | | BBB-/A-3 | Estable | | | |
| BAC International Bank, Inc. | Baa3/P-3 | Estable | | | BBB-/A-3 | Estable | | | |

Fuente: Reportes de la compañía

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.

## Estados Financieros Proyectados

| COP millones | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Estado de Resultados | | | | | | | | | | | |
| Ingresos por Intereses | 5.698.483 | 6.207.073 | 7.585.979 | 8.413.244 | 9.000.180 | 9.902.496 | 10.720.193 | 10.957.990 | 11.611.416 | 12.268.052 | 12.769.521 |
| Comercial | | 2.498.110 | 3.080.892 | 3.389.500 | 3.598.851 | 3.951.153 | 4.250.980 | 4.322.733 | 4.609.162 | 4.895.862 | 5.162.262 |
| Consumo | | 1.857.436 | 2.164.240 | 2.412.861 | 2.639.627 | 2.922.806 | 3.209.548 | 3.417.736 | 3.691.244 | 3.989.236 | 4.183.436 |
| Vivienda | | 256.607 | 302.226 | 318.048 | 323.027 | 330.819 | 334.399 | 318.693 | 318.708 | 317.190 | 302.688 |
| Microcrédito | | 75.458 | 93.780 | 109.038 | 123.149 | 142.086 | 159.982 | 169.726 | 178.041 | 186.159 | 194.033 |
| Ingresos por Inversiones y Disponible | | 1.519.461 | 1.944.841 | 2.183.797 | 2.315.527 | 2.555.633 | 2.765.284 | 2.729.102 | 2.814.261 | 2.879.604 | 2.927.101 |
| Gastos por Intereses | 2.188.833 | 2.040.008 | 3.110.957 | 3.560.901 | 3.617.713 | 4.108.957 | 4.467.173 | 4.351.523 | 4.690.624 | 4.977.472 | 5.220.273 |
| Depósitos y exigibilidades | 1.631.415 | 1.441.615 | 2.301.988 | 2.648.907 | 2.657.972 | 3.037.241 | 3.294.727 | 3.186.052 | 3.433.225 | 3.622.629 | 3.767.648 |
| Cuenta Corriente | 123.267 | 149.100 | 341.063 | 385.741 | 376.555 | 437.071 | 476.779 | 404.125 | 482.143 | 502.771 | 521.446 |
| Ahorro | 572.483 | 578.303 | 834.277 | 958.449 | 999.800 | 1.127.287 | 1.229.821 | 1.218.091 | 1.291.356 | 1.372.803 | 1.462.761 |
| CDT | 935.655 | 714.212 | 1.126.648 | 1.304.717 | 1.281.617 | 1.472.882 | 1.588.127 | 1.563.836 | 1.659.726 | 1.747.054 | 1.783.441 |
| Créditos Otras Instituciones de Crédito | 432.969 | 507.090 | 684.657 | 773.306 | 813.501 | 907.963 | 993.720 | 986.707 | 1.064.403 | 1.146.996 | 1.229.752 |
| Títulos de Deuda y Otros | 124.449 | 91.303 | 124.313 | 138.688 | 146.240 | 163.754 | 178.726 | 178.764 | 192.996 | 207.848 | 222.872 |
| Margen Neto de Intereses | 3.509.650 | 4.167.064 | 4.475.021 | 4.852.343 | 5.382.467 | 5.793.539 | 6.253.019 | 6.606.467 | 6.920.792 | 7.290.580 | 7.549.248 |
| Comisiones - neto | 1.883.696 | 2.098.931 | 2.302.937 | 2.538.192 | 2.790.756 | 3.050.199 | 3.313.692 | 3.576.812 | 3.843.555 | 4.119.929 | 4.396.936 |
| Otros ingresos operativos - neto | 676.327 | 739.363 | 820.952 | 907.671 | 999.196 | 1.086.205 | 1.175.412 | 1.255.205 | 1.341.024 | 1.423.886 | 1.503.698 |
| Margen Financiero Bruto | 6.069.673 | 7.005.358 | 7.598.911 | 8.298.205 | 9.172.419 | 9.929.942 | 10.742.123 | 11.438.485 | 12.105.371 | 12.834.395 | 13.449.882 |
| Gastos de Personal | 1.252.256 | 1.369.147 | 1.520.423 | 1.690.725 | 1.874.045 | 2.049.061 | 2.232.739 | 2.419.890 | 2.617.444 | 2.812.547 | 3.009.958 |
| Gastos Administrativos y Otros | 1.654.190 | 1.824.981 | 2.042.107 | 2.287.264 | 2.612.695 | 2.843.894 | 3.083.016 | 3.252.324 | 3.426.527 | 3.566.635 | 3.704.711 |
| Seguro de Depósito neto | 101.144 | 106.003 | 117.700 | 130.312 | 143.799 | 156.524 | 169.685 | 179.003 | 188.772 | 196.113 | 203.705 |
| Provisiones - neto | 515.053 | 485.646 | 566.289 | 651.774 | 724.150 | 843.702 | 945.550 | 972.431 | 1.052.691 | 1.140.275 | 1.314.895 |
| Margen Operacional antes de Dep. & Amort. | 2.547.030 | 3.219.582 | 3.352.392 | 3.538.131 | 3.817.730 | 4.036.762 | 4.311.134 | 4.614.836 | 4.819.938 | 5.118.825 | 5.216.613 |
| Depreciación | 117.093 | 119.468 | 144.822 | 154.642 | 169.627 | 188.403 | 203.542 | 219.866 | 237.961 | 255.225 | 273.246 |
| Amortización | 73.960 | 249.064 | 249.064 | 249.064 | 249.064 | 249.064 | 249.064 | 249.064 | 249.064 | 249.064 | 169.432 |
| Ingreso no operacional Neto | 314.941 | 193.906 | 231.448 | 305.537 | 293.365 | 330.259 | 366.050 | 380.357 | 410.575 | 436.948 | 459.159 |
| Utilidad antes de Impuestos | 2.670.918 | 3.044.957 | 3.189.954 | 3.439.962 | 3.692.404 | 3.929.554 | 4.224.578 | 4.526.264 | 4.743.488 | 5.051.485 | 5.233.093 |
| Impuestos | 919.317 | 1.004.836 | 1.052.685 | 1.135.187 | 1.218.493 | 1.296.753 | 1.394.111 | 1.493.667 | 1.565.351 | 1.666.990 | 1.726.921 |
| Utilidad Neta | 1.751.601 | 2.040.121 | 2.137.269 | 2.304.774 | 2.473.911 | 2.632.801 | 2.830.467 | 3.032.597 | 3.178.137 | 3.384.495 | 3.506.172 |
| Interés minoritario | 425.553 | 611.041 | 633.043 | 672.832 | 715.121 | 760.069 | 807.842 | 858.618 | 912.584 | 969.943 | 1.030.908 |
| Utilidad Neta Atribuible a Accionistas | 1.326.048 | 1.429.080 | 1.504.226 | 1.631.943 | 1.758.789 | 1.872.732 | 2.022.625 | 2.173.979 | 2.265.552 | 2.414.551 | 2.475.265 |

Fuente: Proyecciones del modelo

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.

## Estados Financieros Proyectados

| COP millones | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Balance General** | | | | | | | | | | | |
| **Activos** | | | | | | | | | | | |
| Disponible y Equivalentes | 9.658.729 | 11.429.215 | 12.870.736 | 15.108.459 | 17.137.180 | 19.652.136 | 22.447.118 | 23.744.528 | 25.111.340 | 24.625.905 | 24.186.353 |
| Inversiones | 16.899.806 | 16.875.657 | 18.786.811 | 20.436.576 | 21.799.912 | 22.910.758 | 23.950.110 | 24.329.614 | 24.670.501 | 25.629.969 | 26.622.189 |
| **Cartera Vigente** | **44.517.225** | **48.743.490** | **53.990.209** | **59.685.287** | **65.801.867** | **71.869.351** | **78.233.240** | **84.430.446** | **91.119.672** | **97.876.555** | **104.641.008** |
| Comercial | 30.484.709 | 33.569.386 | 37.255.712 | 41.204.934 | 45.514.377 | 49.694.122 | 53.988.320 | 58.290.449 | 63.003.279 | 67.553.050 | 71.967.547 |
| Consumo | 10.438.949 | 11.413.243 | 12.768.206 | 14.281.805 | 15.885.355 | 17.518.139 | 19.373.219 | 21.073.366 | 22.870.019 | 24.905.266 | 27.062.882 |
| Vivienda | 3.366.252 | 3.476.594 | 3.634.597 | 3.813.831 | 3.969.944 | 4.148.317 | 4.317.473 | 4.474.062 | 4.631.884 | 4.766.341 | 4.919.689 |
| Microcrédito | 227.315 | 284.268 | 331.694 | 384.716 | 432.191 | 508.773 | 554.228 | 592.569 | 614.491 | 651.898 | 690.890 |
| **Cartera Vencida** | **947.524** | **1.060.903** | **1.210.891** | **1.375.947** | **1.556.211** | **1.779.249** | **2.017.230** | **2.213.480** | **2.417.772** | **2.633.126** | **2.923.390** |
| Comercial | 412.337 | 454.060 | 508.922 | 557.339 | 615.629 | 697.701 | 771.873 | 848.377 | 933.186 | 1.017.972 | 1.133.059 |
| Consumo | 423.022 | 473.723 | 557.721 | 655.014 | 763.383 | 880.413 | 1.019.643 | 1.114.964 | 1.216.362 | 1.331.517 | 1.484.462 |
| Vivienda | 82.491 | 99.770 | 108.155 | 113.488 | 118.134 | 128.298 | 142.726 | 157.472 | 167.996 | 172.872 | 183.723 |
| Microcrédito | 29.674 | 33.350 | 41.094 | 50.106 | 59.066 | 72.837 | 82.987 | 92.667 | 100.228 | 110.764 | 122.146 |
| **Cartera Total** | **45.464.749** | **49.804.394** | **55.201.100** | **61.061.234** | **67.358.078** | **73.648.601** | **80.250.470** | **86.643.925** | **93.537.444** | **100.509.680** | **107.564.398** |
| Comercial | 30.897.046 | 34.023.446 | 37.759.634 | 41.762.274 | 46.130.006 | 50.391.823 | 54.760.193 | 59.138.826 | 63.936.464 | 68.571.022 | 73.100.606 |
| Consumo | 10.861.971 | 11.886.966 | 13.325.927 | 14.936.819 | 16.648.738 | 18.398.552 | 20.392.862 | 22.188.329 | 24.086.381 | 26.236.783 | 28.547.344 |
| Vivienda | 3.448.743 | 3.576.364 | 3.742.751 | 3.927.319 | 4.088.078 | 4.276.615 | 4.460.199 | 4.631.534 | 4.799.880 | 4.939.213 | 5.103.412 |
| Microcrédito | 256.989 | 317.617 | 372.788 | 434.822 | 491.257 | 581.610 | 637.215 | 685.236 | 714.719 | 762.662 | 813.036 |
| Provisiones | 1.252.948 | 1.402.874 | 1.601.209 | 1.819.469 | 2.057.839 | 2.352.771 | 2.667.462 | 2.926.971 | 3.197.114 | 3.481.885 | 3.865.712 |
| **Cartera Neta** | **44.211.801** | **48.401.520** | **53.599.891** | **59.241.765** | **65.300.239** | **71.295.829** | **77.583.008** | **83.716.955** | **90.340.330** | **97.027.795** | **103.698.686** |
| Propiedad Planta y Equipo | 1.262.296 | 1.391.850 | 1.523.084 | 1.673.697 | 1.840.861 | 2.020.701 | 2.218.412 | 2.431.765 | 2.661.491 | 2.908.815 | 3.173.390 |
| Crédito Mercantil | 2.411.008 | 2.161.944 | 1.912.880 | 1.663.816 | 1.414.752 | 1.165.688 | 916.624 | 667.560 | 418.496 | 169.432 | - |
| Otros Activos | 4.570.975 | 4.943.614 | 5.626.687 | 6.141.339 | 6.775.505 | 7.440.884 | 8.083.852 | 8.732.390 | 9.433.246 | 10.130.287 | 10.843.348 |
| Valorizaciones | 1.491.834 | 1.491.834 | 1.491.834 | 1.491.834 | 1.491.834 | 1.491.834 | 1.491.834 | 1.491.834 | 1.491.834 | 1.491.834 | 1.491.834 |
| **Total Activo** | **80.506.449** | **86.695.633** | **95.811.873** | **105.757.487** | **115.760.283** | **125.977.831** | **136.690.958** | **145.114.645** | **154.127.238** | **161.984.036** | **170.015.799** |
| **Pasivos** | | | | | | | | | | | |
| **Depósitos y Exigibilidades** | **51.021.700** | **55.414.007** | **61.528.961** | **68.121.921** | **75.172.111** | **81.824.137** | **88.704.110** | **93.575.439** | **98.682.003** | **102.519.874** | **106.488.754** |
| Cuentas Corriente | 13.669.574 | 16.150.520 | 17.955.760 | 19.861.939 | 21.977.528 | 24.029.994 | 26.157.295 | 27.726.056 | 28.996.608 | 30.152.904 | 31.193.675 |
| Cuentas de Ahorro | 18.794.689 | 19.758.814 | 21.955.041 | 24.346.844 | 26.924.932 | 29.439.432 | 32.051.636 | 33.791.131 | 36.011.916 | 38.193.679 | 40.874.471 |
| CDT's | 18.557.437 | 19.504.672 | 21.618.160 | 23.913.138 | 26.269.650 | 28.354.711 | 30.495.179 | 32.058.252 | 33.673.480 | 34.173.291 | 34.420.607 |
| Fondos Interbancarios | 12.981.545 | 13.360.790 | 14.872.481 | 16.755.586 | 18.233.724 | 19.996.290 | 21.844.555 | 23.521.300 | 25.416.773 | 27.318.661 | 29.221.678 |
| Bonos | 2.050.450 | 2.246.167 | 2.489.557 | 2.753.848 | 3.087.834 | 3.321.535 | 3.619.278 | 3.907.622 | 4.218.518 | 4.532.964 | 4.851.130 |
| Interés Minoritario | 2.662.712 | 3.130.370 | 3.327.124 | 3.536.245 | 3.758.509 | 3.994.744 | 4.245.827 | 4.512.691 | 4.796.329 | 5.097.794 | 5.418.207 |
| Otros Pasivos | 3.988.094 | 4.368.761 | 4.842.151 | 5.356.192 | 5.908.541 | 6.460.336 | 7.039.441 | 7.600.265 | 8.204.953 | 8.816.546 | 9.435.374 |
| **Total Pasivos** | **72.704.501** | **78.520.095** | **87.060.275** | **96.523.792** | **106.110.720** | **115.597.043** | **125.453.212** | **133.117.317** | **141.318.576** | **148.285.839** | **155.415.144** |
| **Total Patrimonio** | **7.801.948** | **8.175.538** | **8.751.598** | **9.233.695** | **9.649.563** | **10.380.788** | **11.237.746** | **11.997.329** | **12.808.662** | **13.698.197** | **14.600.655** |

Fuente: Proyecciones del modelo

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.

## Fuentes de Información


- Damodaran, Aswath. Investment Valuation, second edition. New York: Wiley Finance - 2002. Chapters [18,19,21]
- Koller, Tim. Goedhart, Marc. Valuation, fifth edition. New York: McKinsey 2009. Chapter [5].
- Deutshe Bank. Us Large Cap Banks, special report. New York, Deutshe Bank Securities. 2011.
- Banco de Bogotá, relación al inversionista. 2013. Disponible en: www.bancodebogota.com
- Superintendencia Financiera de Colombia. 2013. Disponible en: www.superfinanciera.gov.co
- Bloomberg. 2013 Disponible en: www.bloomberg.com
- Bolsa de Valores de Colombia. 2013. Disponible en www.bvc.com.co
- Moody´s calificadora de riesgos. 2013. Disponible en www.moodys.com
- Departamento Administrativo de Estadística; DANE. 2013. Disponible en www.dane.gov.co
- Banco de la República de Colombia. 2013. Disponible en www.banrep.gov.co
- Asobancaria. 2013. Disponible en www.asobancaria.com
- Corporación Financiera de Colombia. 2013. Proyecciones Económicas. Disponible en www.corficolombiana.com


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.

# DISCLAIMER

Los Reportes Burkenroad de la Universidad EAFIT son análisis financieros 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 Proyecto Burkenroad de la Universidad EAFIT (Colombia), por favor visite la página web:

http://www.eafit.edu.co/Burkenroad
http://www.latinburkenroad.com/

Sandra C. Gaitán Riaño
sgaitanr@eafit.edu.co
Directora de Investigación
Reportes Burkenroad
Departamento de Finanzas
Universidad EAFIT
Medellín – Colombia – Suramérica
Tel (57) (4) 2619500 Ext. 9585

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.