



ME+RIX
F I N A N Z A S

Resumen ejecutivo opinión de valor BHI noviembre 2022

Noviembre de 2022

Preparada para:



Tabla de contenido

- 
1. Introducción
 2. Alcance del proyecto
 3. Opinión de rango de valor:
comparativa de junio 2021
y noviembre 2022
 4. Entorno macroeconómico
 5. Múltiplos de valoración
LATAM y Colombia
 6. Análisis bursátil
 7. Opinión rango de valor

Notificación

Metrix Finanzas (Mejoracinco S.A.S.) se ha basado y ha confiado en la información obtenida de fuentes de acceso público. Los Asesores no procedieron a auditar en forma independiente la información recibida y en consecuencia no efectúan garantía alguna (expresa o implícita) con respecto a la veracidad, exactitud o integridad de la información y las opiniones que aquí se incluyen, o cualquier otra información escrita u oral que se brinde a cualquier interesado o a sus asesores.

Los Asesores, no asumen ninguna responsabilidad ni obligación por cualquier pérdida ocurrida por utilizar la información producto de este estudio y tampoco asumen responsabilidad civil por daños y perjuicios que pudieren causarse por actos u omisiones presentados en este documento.

Debe tenerse en consideración que en todo ejercicio de opinión de valor se utilizan tanto factores objetivos como factores subjetivos, lo cual resulta en que el valor obtenido solo constituya un punto de referencia. Asimismo, se ha de señalar que el valor de la empresa puede variar en el tiempo, al igual que los parámetros de valoración utilizados. Lo anterior puede ser originado por cambios en el entorno macroeconómico, cambios en las expectativas de evolución del negocio, de sus riesgos u otros factores.

Los Asesores hacen notar que este documento es confidencial y se pide respetar la naturaleza del mismo.

1

Introducción



Introducción

Metrix Finanzas ha sido contratado por Banco De Bogotá para dar una opinión sobre rango de valor de la compañía BAC Holding International (BHI) con fecha de valoración a noviembre de 2022 con base a estados financieros de junio 2022.

Para el desarrollo de este proyecto, Metrix Finanzas y su equipo de trabajo utilizó información disponible en los portales virtuales públicos¹ de la empresa, entidades regulatorias, entre otras.

La opinión de valor se realizó bajo la premisa del valor en uso continuo como empresa en marcha.

Las principales tareas que se llevaron a cabo fueron las siguientes:

1. Análisis de entorno macroeconómico.
2. Análisis sectorial de los bancos en Centro América en los cuales el BAC opera.
3. Análisis financiero histórico para BAC International Bank (BIB) y BAC Holding International (BHI).
4. Análisis bursátil de BHI, Bancolombia, Aval, Davivienda y Banco de Bogotá en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC).
5. Opinión de valor de la compañía a través de descuento de flujo de dividendos.

2

Alcance del proyecto



Alcance del proyecto

Este informe es presentado por MEJORACINCO S.A.S, sociedad constituida bajo las leyes colombianas, identificada con matrícula mercantil N° 00908448 del 21 de diciembre de 1998 y N.I.T. 830.053.289-1. MEJORACINCO S.A.S tiene 25 años de operación en temas contables y financieros y opera la marca METRIX FINANZAS.

Jorge Hernán Melguizo, Representante Legal, es Avaluador Certificado por el Registro Autorregulador Nacional de Avaluadores de Colombia.

El contenido del presente documento incluye:

- + Resumen de los principales supuestos empleados en el análisis.
- + Principales resultados de la opinión del rango de valor de La Compañía.

El propósito de esta evaluación es únicamente establecer una opinión sobre el rango de valor de BAC Holding International Corp (BHI) a noviembre de 2022 con base a estados financieros de junio 2022. Como tal, este informe de evaluación restringido está destinado a ser utilizado únicamente por el Banco de Bogotá.

Fuentes de información

- + Para el desarrollo de este proyecto, Metrix Finanzas y su equipo de trabajo utilizó información pública.
- + La información utilizada por Metrix Finanzas para el desarrollo del proyecto incluye principalmente:
 - × Publicaciones del Fondo Monetario Internacional “*World Economic Outlook Oct 2022*”, Banco Mundial 2019 -2026, Superintendencia de Bancos de Panamá 2022 e Informe del Sistema Bancario de Centroamérica, República Dominicana y Panamá 2021 y JP Morgan View “*The pace of central bank tightening has likely peaked Oct 22*”.
 - × Bolsa de Valores de Colombia (BVC).
 - × Morgan Stanley “*Feedback from 2022 Latam London Conference*”, BTG Pactual “*Andean Banks – Thematic Report Sep 22*”.
 - × Estados financieros consolidados BHI 2017 a junio 2022.
 - × Estados financieros consolidados BIB 2012 a junio 2022.
 - × Estados financieros separados BIB 2021 a junio 2022.
 - × Estados financieros 2018 a junio 2022 Superintendencias de Bancos en América Central (Panamá, El Salvador, Nicaragua, Honduras, Costa Rica y Guatemala).
 - × Consejo Monetario Centro Americano “*Informe del sistema Bancario de Centroamérica jun 22*”.
 - × Publicaciones de Securities and Exchange Commission (SEC) “*Information Statement Mar 22*”, Fitch Ratings Abr 22, Davivienda Corredores “*New details on the BHI transaction and our preliminary recommendations Mar 22*”, Visión Davivienda “*OPA por BHI: ¿Qué recomendamos? Abr 22*”.
 - × Bloomberg y Damodaran.



3

Opinión de rango de valor:
comparativa de junio
2021 y noviembre 2022

Opinión de rango de valor junio de 2021

Flujo de dividendos USD MM	2.022	2.023	2.024	2.025	2.026	2.027	2.028	2.029	2.030	2.031
Dividendos BIB	225	256	266	283	300	320	342	365	389	415
Valor terminal										7.509

Ke 12,6% - g 6,7%

Flujos descontados	206	208	192	181	171	162	153	145	138	131
Valor terminal										2.361

VPN Dividendos 1.687

Valor terminal 2.361

Equity Value Ex-dividendo 4.048

(-) Dividendo LP 628

(-) Dividendo CP 170

Dividendo 798

Equity Value Post-dividendo 3.250

EV / B P/Earnings 2020 P/Earnings 2021

1,01 x 12,90 x 9,90 x

Opinión de rango de valor noviembre 2022

Flujo de dividendos USD MM	2.023	2.024	2.025	2.026	2.027	2.028	2.029	2.030	2.031	2.032
Dividendos BHI *	225	263	280	298	319	352	375	400	427	456
Valor terminal										5.302

Ke 15,8% - g 6,7%

Flujos descontados	214	216	199	182	169	161	148	136	125	116
Valor terminal										1.344

VPN Dividendos	1.666
Valor terminal	1.344
Equity Value Ex-dividendo	3.010
(-) Dividendo LP	288
(-) Deuda Financiera	375
Dividendo + Deuda Financiera	663

Equity Value Post-dividendo 2.347

Rango de precio por acción USD

Gradiente	Costo de Capital (Ke)				
	15,64%	15,74%	15,84%	15,94%	16,04%
6,47%	0,055	0,054	0,053	0,053	0,052
6,57%	0,055	0,054	0,054	0,053	0,052
6,67%	0,056	0,055	0,054	0,054	0,053
6,77%	0,056	0,056	0,055	0,054	0,053
6,87%	0,057	0,056	0,055	0,055	0,054

EV / B P/Earnings 2021 P/Earnings 2022

0,69 x 5,26 x 5,38 x

NOTA: VER RANGO DE VALOR EN LA DIAPOSITIVA #26.

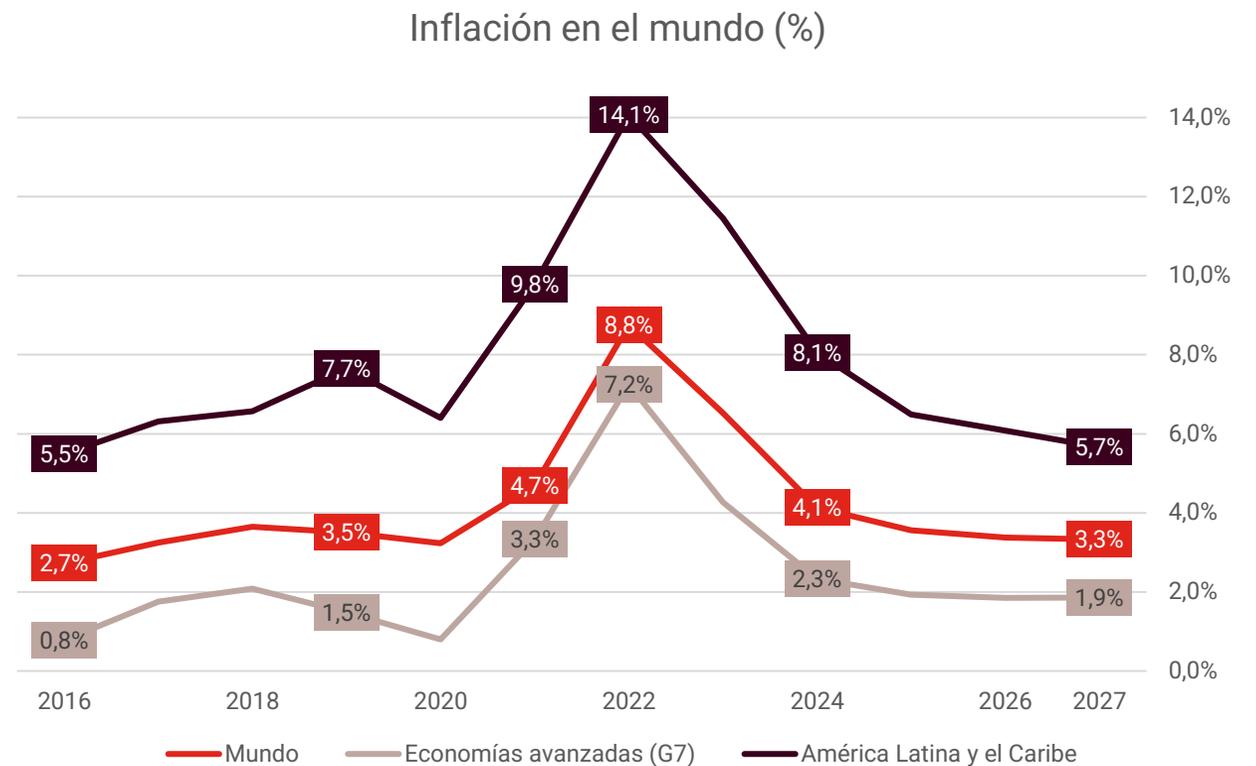
4

Entorno macroeconómico



Entorno macroeconómico | Mundo

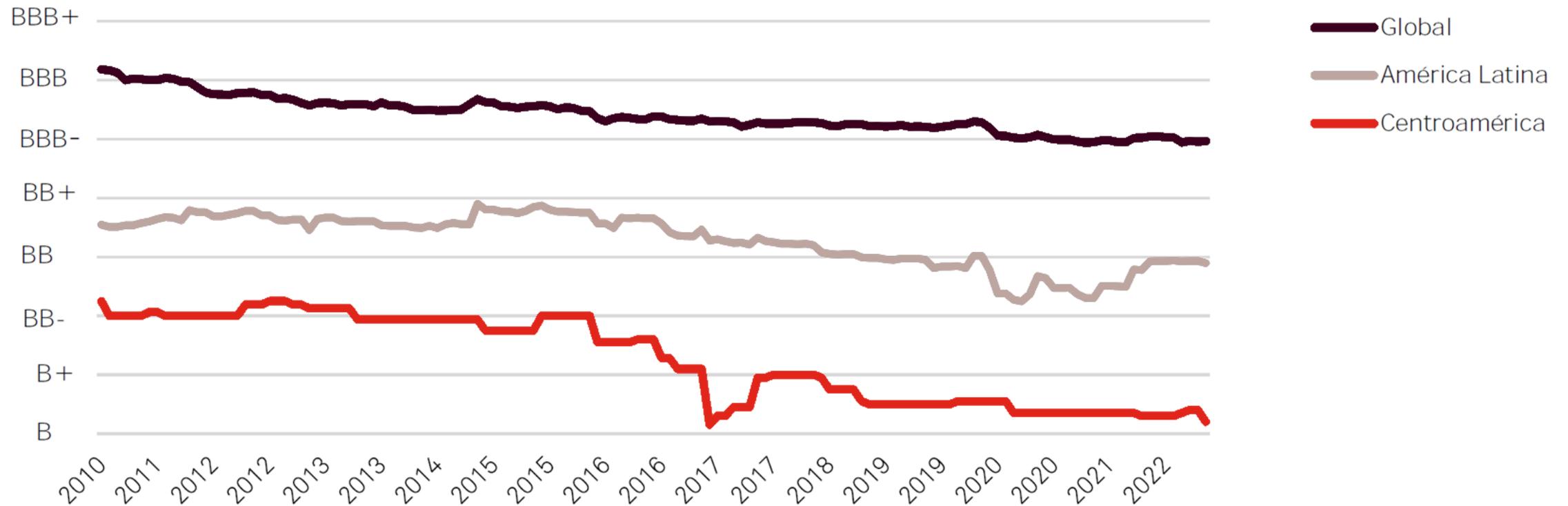
- + **Inflación:** Los bancos centrales vienen incrementando las tasas de interés de sus títulos de deuda para contrarrestar el avance de la inflación, la más alta en los últimos años.



Entorno macroeconómico | Centro América

- + Las calificaciones soberanas de los gobiernos de Centro América han sido deterioradas en mayor grado que las demás.

Calificaciones soberanas en Centroamérica son más bajas que el promedio global y de la región



5

Múltiplos de valoración LATAM y Colombia



Múltiplos de valoración | LATAM y Colombia

Múltiplos LATAM

PAÍS	P/BV	
	sep-21	sep-22
Brasil	1,6 x	1,6 x
Argentina	0,7 x	0,9 x
Chile	2,0 x	1,5 x
Mexico	1,3 x	1,6 x
Otros	1,2 x	1,0 x

Fuente: Morgan Stanley

Múltiplos Colombia

BANCO	P/BV	
	sep-21	sep-22
Bancolombia	1,0 x	0,9 x
Davivienda	1,1 x	0,9 x
Aval	1,2 x	0,9 x
Promedio	1,1 x	0,9 x

Fuente: Morgan Stanley

6

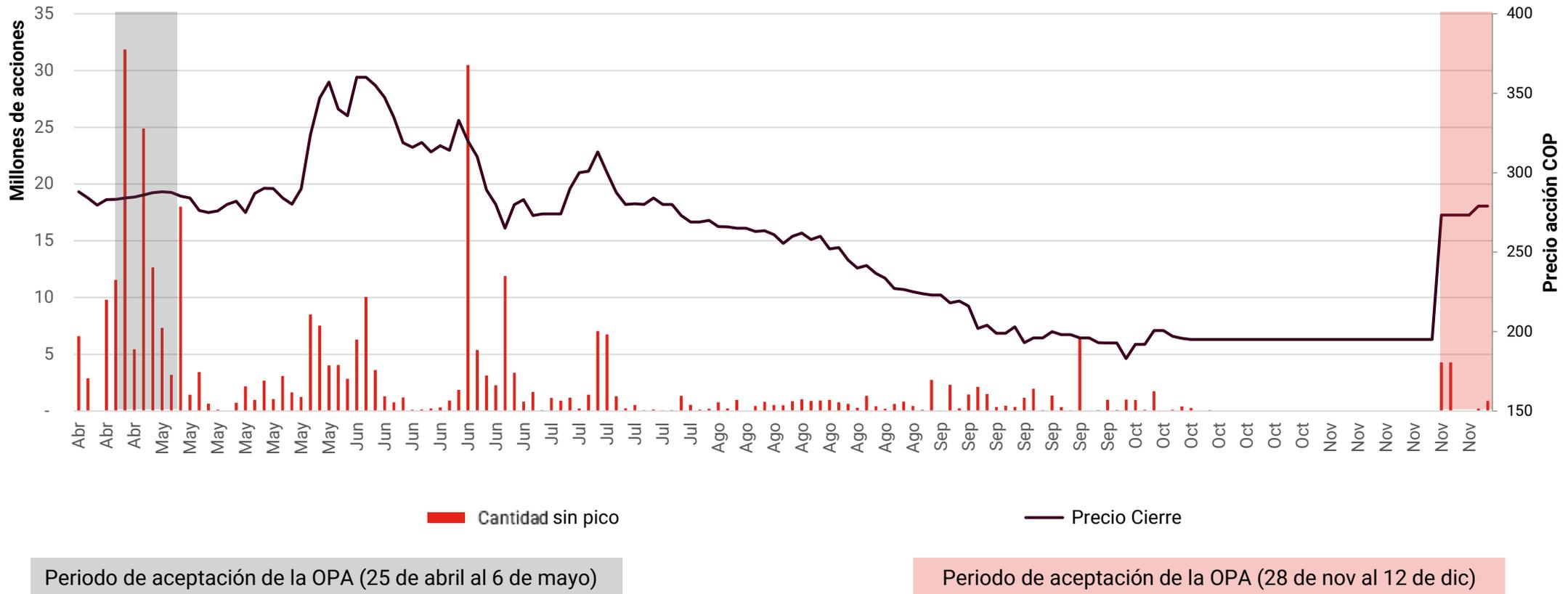
Análisis bursátil



Análisis bursátil | Comportamiento de la acción en la BVC

- + En abril de 2022 la acción se inscribió en la BVC iniciando con una cotización de COP 288, en octubre se quedó estática a COP 195 y al iniciar el periodo de aceptación llegó a COP 275,8.

Precio acción y volumen ajustado BHI 2022



7

Opinión rango de valor



Opinión rango de valor | Supuestos de proyección

× Para el cálculo de valor de BHI, se realizó la proyección de BIB bajo los siguientes supuestos:



- + Intereses proyectados según tasa implícita de jun 22 del **3,29%***.
- + Gastos operativos indexados al IPC.



- + **Crecimiento promedio de cartera 7,5% anual.**
- + Tasa activa de colocación del 10,3% EA.
- + Tasa pasiva de fondeo del 3,1% en promedio.
- + **NIM del 6,0%.**
- + ICV del 3%.
- + **Solvencia mínima del 12%.**
- + Crecimiento de depósitos del 6%.
- + **Pay-out ratio 55%.**

Proyecciones BIB

Resumen P&G (USD MM)	2.023	2.024	2.025	2.026	2.027
Margen financiero neto	1.481	1.569	1.664	1.765	1.874
Provisión para pérdidas en préstamos	(483)	(511)	(542)	(574)	(610)
Margen financiero neto desps. provisiones	998	1.058	1.122	1.190	1.264
Ingresos por servicios, comisiones y otros	1.075	1.137	1.204	1.275	1.352
Ingresos netos después de provisiones	2.073	2.195	2.326	2.466	2.616
Gastos generales y admon.	(1.399)	(1.480)	(1.567)	(1.661)	(1.761)
Utilidad antes de impuestos	674	715	759	805	856
Impuesto de renta & otros	(168)	(179)	(190)	(201)	(214)
Utilidad neta	505	536	569	604	642
Pay-out ratio	55%	55%	55%	55%	55%
Dividendos	240	278	295	313	332

Opinión rango de valor | Descuento de dividendos



Metodología

$$Valor\ presente = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E[D_t]}{(1 + k_e)^t}$$

Valor esperado de los dividendos en el tiempo t

Costo del equity

Debido a que las proyecciones de dividendos no pueden ser realizado a infinito, académicos han desarrollado modelos para solucionar este problema, estando entre estas aproximaciones el modelo de Gordon:

Modelo de Gordon:

$$Valor = \frac{Dividendos\ por\ accion_{t+1}}{k_e - g}$$

Costo del equity

Tasa de crecimiento constante de los dividendos a perpetuidad

Opinión rango de valor | Descuento de dividendos

1. Métodos por descuento de flujos

**Flujo de
dividendos:**

Valor presente del
flujo de dividendos

+

Valor presente de la
perpetuidad de
dividendos

=

Valor empresa

Opinión rango de valor | Ke

Costo de equity (Ke)	Costa Rica	Guatemala	El Salvador	Honduras	Nicaragua	Panamá	Fuente / Observación
Beta	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	Beta para Bancos junio 2022 (fuente: Bloomberg)
Tasa libre de riesgo	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	Rendimiento promedio Bonos del tesoro USA a 10 años de junio 2022. (Fuente: Bloomberg.)
Tasa de retorno mercado	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	Retorno de mercado, promedio geometrico de 50 años (Fuente: Damodaran)
Riesgo país	7,7%	3,5%	14,0%	6,3%	9,1%	2,7%	Prima de riesgo país julio 2022 (Fuente: Damodaran)
Ke dólares	17,1%	13,4%	22,7%	15,9%	18,4%	12,6%	
Ponderación cartera	28%	20%	11%	13%	5%	23%	
Tasa de descuento ponderada							15,84%

Opinión rango de valor | Gradiente de perpetuidad

Metodología
 $g = (1 - Payout) * ROE$

Indicador	2023	2024	2025	2026	2027	Promedio
ROE	16,4%	16,0%	15,7%	15,5%	15,3%	15,7%
g	7,4%	7,2%	7,1%	7,0%	6,9%	7,1%

Metodología
 PIB Nominal

País	Participación cartera (%)	2022	2023	2024	2025	2026	Promedio
Costa Rica	28%	4,4%	4,5%	5,3%	5,8%	6,3%	5,3%
Guatemala	20%	7,8%	7,4%	7,5%	7,6%	7,7%	7,6%
El Salvador	11%	4,3%	3,8%	3,4%	3,1%	3,1%	3,5%
Honduras	13%	7,6%	7,6%	7,8%	7,9%	8,1%	7,8%
Nicaragua	5%	6,3%	5,6%	5,4%	5,7%	6,3%	5,9%
Panamá	23%	6,2%	6,2%	7,1%	7,1%	7,1%	6,7%
g ponderado		6,0%	5,9%	6,3%	6,4%	6,6%	6,2%

Promedio
6,7%

Opinión rango de valor a noviembre de 2022

Flujo de dividendos USD MM	2.023	2.024	2.025	2.026	2.027	2.028	2.029	2.030	2.031	2.032
Dividendos BHI *	225	263	280	298	319	352	375	400	427	456
Valor terminal										5.302

Ke 15,8% - g 6,7%

Flujos descontados	214	216	199	182	169	161	148	136	125	116
Valor terminal										1.344

VPN Dividendos	1.666
Valor terminal	1.344
Equity Value Ex-dividendo	3.010

(-) Dividendo LP	288
(-) Deuda Financiera	375
Dividendo + Deuda Financiera	663

Equity Value Post-dividendo 2.347

EV / B P/Earnings 2021 P/Earnings 2022

0,69 x 5,26 x 5,38 x

NOTA: VER RANGO DE VALOR EN LA SIGUIENTE PÁGINA.

Opinión rango de valor

Rango de precio por acción USD

		Costo de Capital (Ke)				
		15,64%	15,74%	15,84%	15,94%	16,04%
Gradiente	6,47%	0,055	0,054	0,053	0,053	0,052
	6,57%	0,055	0,054	0,054	0,053	0,052
	6,67%	0,056	0,055	0,054	0,054	0,053
	6,77%	0,056	0,056	0,055	0,054	0,053
	6,87%	0,057	0,056	0,055	0,055	0,054

Rango de múltiplo Equity Value / Book Value

		Costo de Capital (Ke)				
		15,64%	15,74%	15,84%	15,94%	16,04%
Gradiente	6,47%	0,70	0,69	0,68	0,67	0,66
	6,57%	0,70	0,69	0,68	0,67	0,67
	6,67%	0,71	0,70	0,69	0,68	0,67
	6,77%	0,72	0,71	0,70	0,69	0,68
	6,87%	0,73	0,72	0,71	0,70	0,69

Rango de Equity Value post-dividendo

		Costo de Capital (Ke)				
		15,64%	15,74%	15,84%	15,94%	16,04%
Gradiente	6,47%	2.362	2.330	2.299	2.269	2.240
	6,57%	2.386	2.354	2.323	2.292	2.262
	6,67%	2.411	2.379	2.347	2.315	2.285
	6,77%	2.437	2.404	2.371	2.339	2.308
	6,87%	2.463	2.429	2.396	2.363	2.332

Gracias!

ME+RIX
FINANZAS



ME+RIX
FINANZAS

