

04 de junio de 2025 - Equity Research

## Colcap: Valor atrapado en medio de fundamentales resilientes

### Resumen

A pesar del fuerte castigo que han enfrentado las acciones locales durante la última década, la desconexión actual entre fundamentales sólidos y precios deprimidos plantea una oportunidad de inversión significativa. El Colcap continúa cotizando con múltiplos históricamente bajos en comparación con sus pares regionales y globales, a pesar de mostrar mejoras consistentes en métricas como ROE, dividend yield y crecimiento patrimonial. La resiliencia macroeconómica de Colombia, junto con la proximidad de un ciclo electoral, podrían catalizar una valorización que corrija las distorsiones actuales. Creemos que el mercado accionario colombiano sigue barato y tenemos expectativas acerca de su potencial de valor.

### Colcap: El rezagado de la región

A pesar de los rendimientos observados para el índice durante los últimos dos años, el mercado local sigue rezagado frente a sus pares de la región. La bolsa colombiana no ha logrado recuperarse desde lo ocurrido con Interbolsa en el 2012, lo que ha llevado a un rezago persistente frente a referentes regionales como Brasil y México, tanto en múltiplos como en profundidad de mercado. Los principales índices de Latinoamérica han registrado un múltiplo de 3x su precio en las últimas dos décadas, mientras que, el Colcap solamente registra un múltiplo de 1.8x su precio, lo que refleja la magnitud del rezago de las acciones locales en los últimos 20 años.

El Colcap ha registrado un desempeño más débil que el IPSA de Chile, a pesar de que ambos países comparten características estructurales similares y han atravesado procesos electorales recientes con factores de riesgo comparables. Sin embargo, en los últimos dos años se ha evidenciado un esfuerzo del mercado colombiano por cerrar la brecha frente a los índices de renta variable en Latinoamérica. En ese contexto, bajo un escenario hipotético de continuidad en la recuperación de la confianza y del apetito por acciones, si el Colcap convergiera hacia un múltiplo equivalente al promedio histórico de sus comparables regionales, el índice debería ubicarse en niveles cercanos a los **2.070 puntos**.

### En el ranking global Colombia sigue subvalorada

El escenario anterior también se ve fácilmente reflejado en la comparación de las valoraciones a nivel global, en donde también nos vemos muy baratos frente al resto de los mercados mundiales. Con rendimientos superiores al 10% anuales desde 2024, el índice local se encuentra cotizando apenas a un múltiplo de 0.9x valor en libros, lo que se encuentra por debajo del promedio de los últimos 10 años (1.05x) y del máximo observado (1.32x).

#### Wilson Tovar

Gerente

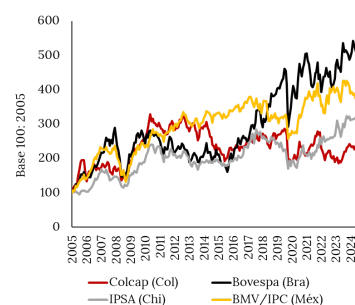
wtovar@accivalores.com  
(601) 3907400 ext 1107

#### Jahnisi Arley Caceres Gomez

Analista de renta variable

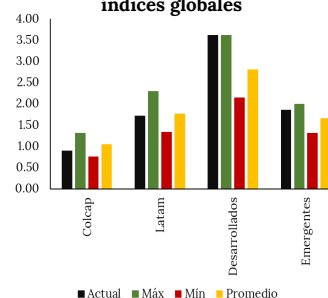
jahnisi.caceres@accivalores.com  
(601) 3907400 ext 1300

Gráfico 1. Colcap vs principales índices de la región



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Acciones y Valores

Gráfico 2. Comparativo Precio/Valor en libros de índices globales



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Acciones y Valores

En la carrera por el ranking global, el múltiplo del Colcap se encuentra considerablemente lejos del promedio registrado en LatAm (1.77x), Emergentes (1.67x) y ni hablar de los mercados desarrollados (2.8x). Las acciones colombianas muestran un sobre castigo por parte de los inversores internacionales, el cual puede deberse a factores como una baja liquidez, la caída constante en el número de emisores cotizando en bolsa o una capitalización de mercado relativamente oculta para justificar el apetito por riesgo.

## Los fundamentales no explican el castigo

El retorno patrimonial (ROE) del índice Colcap se ha incrementado de forma consistente desde el 2015, lo que evidencia que las compañías locales han mostrado una mayor rentabilidad que no ha sido reconocida por el mercado. Posterior al escenario de pandemia (marzo de 2022), el ROE del índice se ubicó en 10.5%, mientras que, el múltiplo de precio/valor en libros (P/VL) era de 1.1x. Parecía que el mercado podría volverse a ajustar a un ciclo de crecimiento de utilidades para los activos locales, no obstante, lo que se registró fue una desconexión entre la rentabilidad del patrimonio y el reconocimiento del mercado. El ROE del índice se ubica en 16%, mientras que el múltiplo P/VL apenas alcanza 0.9x, **una brecha que el mercado aún no ha corregido.**

## Un retorno por dividendo que ha sido atractivo

En medio de un rápido incremento de la inflación, del crecimiento económico y de las tasas de interés, las acciones locales también han puesto de su parte para mostrar atractivo para los inversores. Con tasas de interés de los CDT's que estuvieron en algún punto cerca del 18%, el mercado accionario tuvo un panorama complicado para intentar competir contra un activo que casi podría denominarse libre de riesgo, esto sin contar otros factores externos de carácter político que estaban ocurriendo o próximos a ocurrir.

El mayor apetito por activos de renta fija, resto el atractivo por el mercado de acciones, cuyo desempeño viene siendo mejor de lo que podríamos haber anticipado a mitad del 2022, cuando el panorama local era incierto e incluso el panorama global también parecía presentar una mayor aversión al riesgo y menor disposición a adquirir activos como las acciones.

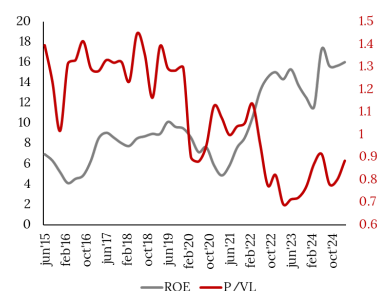
El *dividend yield* o retorno promedio por dividendos ha incrementado en los últimos 3 años y su caída reciente se debe en mayor medida a la valorización del índice en vez de que las empresas hayan disminuido su ratio de distribución. Adicionalmente, los niveles recientes contrastan con el retorno por dividendo de mercados desarrollados como el S&P 500, el cual se ubica históricamente en promedio entre 1.8% - 2.0%.

Es importante tener en cuenta que si bien los retornos por dividendos no parecerían ser tan competitivos como la exposición a un CDT, la rentabilidad ganada debe incluir el potencial de incremento en el precio de las acciones, lo que al hacer el ejercicio habría llevado a los inversionistas a conseguir tasas de rentabilidad mayores al 100% en algunos emisores.

## Recuperación pausada, pero consistente

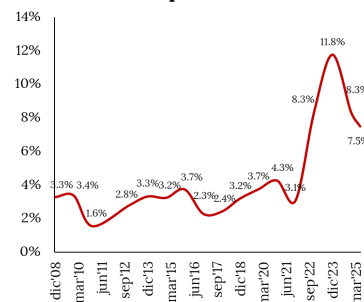
Somos conscientes de que la economía colombiana no ha logrado recuperar los niveles de crecimiento observados durante la pandemia pero, aún así el crecimiento económico parece mantener la tendencia creciente según las proyecciones de entidades como la OCDE. Incluso al revisar las expectativas de crecimiento para las economías en Latinoamérica, las proyecciones de Colombia

**Gráfico 3. Comparativo ROE vs Precio/Valor en Libros**



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Acciones y Valores - (%)

**Gráfico 4. Retorno por dividendos Colcap 12 meses**



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Acciones y Valores

destacan de forma considerable incluso a pesar del ruido fiscal que tiene actualmente el gobierno.

En un escenario en que las entidades se encuentran rebajando las expectativas de crecimiento global debido a los temores por la guerra comercial y el efecto de los aranceles sobre la inflación, Colombia muestra mayor resiliencia que sus pares internacionales y que algunos mercados desarrollados, lo que consideramos sería positivo para el índice, puesto que se suman factores como el abaratamiento relativo, el crecimiento económico sostenido que podría seguir apoyando los resultados de las empresas en 2025 y 2026 y la posibilidad de registrar un evento como el “trade electoral”.

## El 'trade electoral': una oportunidad conocida

Coincidimos con la visión de varios analistas internacionales en que la desconexión entre los fundamentales del mercado y el comportamiento reciente del índice responde, en gran parte, al componente electoral. Tras la segunda vuelta presidencial, el COLCAP registró un retroceso cercano al 31%, del cual ha logrado recuperarse casi por completo, evidenciando una normalización progresiva en las valoraciones a medida que se disipan algunos de los temores iniciales del mercado.

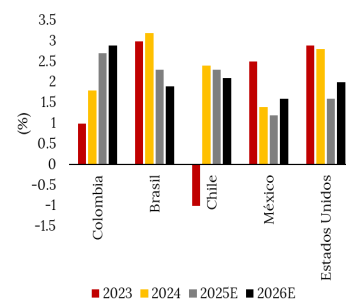
Lo anterior podría explicarse por lo que internacionalmente se conoce como el “trade electoral”, una narrativa que cobró fuerza a inicios de 2025 y que ayudó a disipar parte de los temores de los inversionistas frente al mercado accionario colombiano. Este cambio en el sentimiento permitió una recuperación en las valoraciones, impulsada por una mayor confianza en el entorno político, más allá de los movimientos corporativos específicos de algunas compañías.

Las magnitudes de la valorización que podría traer consigo un “trade electoral” son bastante dispares, debido a la dificultad para establecer ejemplos a nivel regional de la apuesta de los operadores por un cambio de gobierno. Entre estos comparativos se encontraría la elección de Jair Bolsonaro en Brasil en 2018 y la elección de Javier Milei en Argentina en 2023.

Un año antes de las elecciones el índice Bovespa registró una valorización del 13%, mientras que, un año posterior a la victoria de Jair Bolsonaro, las acciones brasileñas registraron un incremento del 25%. En el caso de Argentina, el valor del índice se multiplicó por 3x un año antes de las elecciones presidenciales, mientras que, posterior a la elección de Javier Milei, el mercado se multiplicó por 2.2x, lo que significa que el optimismo aún se ha mantenido sobre las acciones en este país.

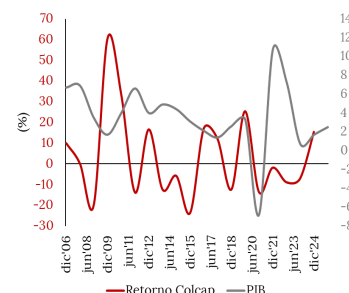
En un escenario hipotético en el que parte de los avances actuales no hayan sido parte de un “trade electoral” sino más bien el ajuste de activos rentables muy castigados, el índice tendría un potencial de valor atrapado muy interesante. A los niveles actuales (1,650 puntos), un escenario como el de Brasil que consideramos podría tener mayor comparabilidad, podría llevar al índice hacia los **1,860** puntos en un horizonte de 12 meses y hasta **2,070** puntos posterior a las elecciones, lo que representa un upside atractivo frente a los niveles actuales.

**Gráfico 5. Expectativas de crecimiento económico**



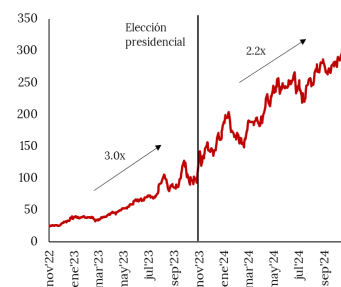
Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Acciones y Valores

**Gráfico 6. Comportamiento del Colcap vs PIB Colombia**



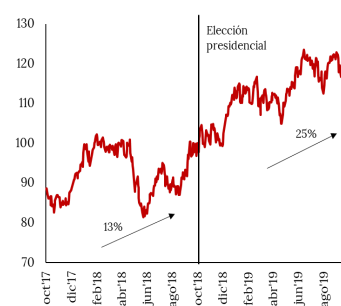
Fuente: Bloomberg - OCDE - Investigaciones Económicas Acciones y Valores

**Gráfico 7. Comportamiento de índices Merval (un año antes y después de elecciones)**



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Acciones y Valores

**Gráfico 8. Comportamiento del índice Bovespa (un año antes y después de elecciones)**



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas Acciones y Valores

## | Global Disclaimer

Estamos convencidos que todo inversionista debe diversificar sus inversiones en una variedad de clases de activos, en cualquier entorno o tendencia de mercado, así como colaborar permanente y estrechamente con su asesor financiero, para asegurar que su cartera esté adecuadamente estructurada y que su plan financiero respalde sus objetivos a largo plazo, su horizonte temporal y tolerancia al riesgo, aunque, la diversificación no garantiza ganancias ni protege contra las pérdidas. La información que precede, así como las empresas y/o valores individuales mencionados, no constituyen una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, ni una indicación de la intención de comercializar en nombre de Acciones & Valores S.A. cualquiera de los productos que gestiona de cualquier forma. Los pronósticos compartidos fueron contruidos a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de modo que las conclusiones expuestas, así como los análisis que las acompañan no son definitivas. Este documento es de carácter informativo, por lo que no debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa de la sociedad. Acciones & Valores S.A., no se hace responsable de la interpretación de dicha información, dado que la misma no comprende la totalidad de aspectos que un inversionista pudiera considerar necesaria o deseable para analizar su decisión de participar en alguna transacción, dado que se presenta de manera abreviada. Es necesario que los inversionistas, para efectos de contar con la total y absoluta precisión, además de considerar su perfil de riesgo, consulten todos los documentos suministrados a través de la página web, así como por las entidades pertinentes. Igualmente, los inversionistas deberán adelantar, por su cuenta, el análisis financiero y legal para efectos de tomar cualquier decisión de inversión. Los valores y números aquí consignados son obtenidos de fuentes de mercado que se presumen confiables tales como Bloomberg, Reuters y los Emisores. Las calificaciones hechas en el informe no deben considerarse como recomendaciones de inversión ni tampoco como sustitutos a las calificaciones dadas por agencias de crédito certificadas tales como Moody's, Fitch o Standard & Poor's; estas calificaciones son únicamente cuantitativas, no incluyen factores cualitativos y dependen de la información financiera disponible en el mercado en el momento de ser preparadas. Las opiniones, estimaciones y proyecciones en este reporte reflejan el juicio actual del autor a la fecha del reporte, y se aclara que el contenido de la información aquí contenida puede ser objeto de cambios sin previo aviso. La remuneración de los autores no está asociada a los resultados del reporte ni a las recomendaciones realizadas. La presentación y cualquier documento preliminar sobre los productos aquí mencionados no constituyen una oferta pública vinculante, por lo cual, tanto la presentación como cualquier otro documento pueden ser complementados o corregidos. © 2025 Acciones & Valores S.A.