



**VALORACION DE LA EMPRESA BANCO GENERAL, S.A.
Mediante Métodos de Flujo de Caja Patrimonial Descotando y
Dividendos Descontados**

**VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN FINANZAS**

Alumno: César Quevedo

Profesor Guía: Máximo Errázuriz

Santiago, agosto 2021

Dedicatoria

Los autores de esta tesis dedican su logro a sus familiares quienes han sido un apoyo incondicional durante todo el proceso de curso del Master de Finanzas y a Dios por la motivación y fortaleza brindada.

Agradecimientos

Los autores agradecen a los profesores que han sido parte de la experiencia académica y quienes han brindado todo su conocimiento para preparar profesionales de alto nivel académico, especialmente al profesor Máximo Errázuriz por su apoyo en la elaboración de este informe financiero. Adicional agradecen a los compañeros del Magister quienes brindaron su experiencia profesional y enriquecieron el proceso de aprendizaje.

Tabla de Contenido

1. Metodología para la valoración de instituciones financieras	10
1.1 Flujo de Caja del Patrimonio o Flujo del Accionista Descontado	11
2. Descripción de la Empresa e Industria	12
2.1 Historia de Banco General, S.A.	12
2.2 Filiales y Subsidiarias de Banco General, S.A.	12
2.3 Participación de Mercado de Banco General, S.A. en el Sector Bancario Nacional..	13
2.4 Historia y Características de la Bolsa de Valores de Panamá.....	15
2.5 Análisis y comparación de la industria vs. Banco General, S.A.	16
2.5.1 Comparación de Ingresos por Intereses de Carteras de Crédito del Sistema Bancario Nacional vs. Banco General, S.A. y proyección de Banco General, S.A.	16
2.5.2 Comparación de Utilidades del Sistema Bancario Nacional vs. Banco General, S.A. y proyección de Banco General, S.A.	17
2.5.3. Comparación de Ingresos de Comisiones y Servicios del Sistema Bancario Nacional vs. Banco General, S.A. y proyección de Banco General, S.A.	18
2.5.4. Comparación de Activos del Sistema Bancario Nacional vs. Banco General, S.A. y proyección de Banco General, S.A.	20
2.5.5. Comparación del Patrimonio del Sistema Bancario Nacional vs. Banco General, S.A. y proyección de Banco General, S.A.	21
2.6 Líneas de Negocios de Banco General, S.A.	22
2.7 Activos Rentables de Banco General, S.A.	25
2.8 Datos Generales de Banco General, S.A.	26
3. Estimación del Costo Patrimonial de Banco General, S.A.	27
3.1 Metodología de cálculo de los Betas y del Costo Patrimonial de Banco General, S.A.	27
3.2 Costo de la deuda Banco General, S.A.	28
3.3 Beta Patrimonial con deuda Banco General, S.A.	29
3.4 Costo Patrimonial Banco General, S.A. (Kp)	30
3.5 Costo de Capital Banco General, S.A. (WACC)	30
4. Análisis Operacional del Negocio e Industria.....	31
4.1 Cálculo para la proyección de crecimiento de la industria	31

4.2 Proyección de Ingresos de Banco General, S.A.	32
4.2.1 Ingresos por Cartera de Crédito de Banco General, S.A.	32
4.2.2 Ingresos por Inversiones de Banco General, S.A.	33
4.2.3 Ingresos por Depósitos en Bancos de Banco General, S.A.	33
4.2.4 Ingresos Operacionales de Banco General, S.A.	33
4.3 Proyección de Gastos de Banco General, S.A.	34
4.4 Indicadores Financieros Históricos y Proyectados de Banco General, S.A.	34
5. Proyección de EERR de Banco General, S.A.	39
6. Proyección de Dividendos y Necesidad de Capital de Banco General, S.A.	42
6.1 Método de Flujo de Caja del Patrimonio o Flujo del Accionista de Banco General, S.A.	42
7. Valoración Económica y valor de acción de Banco General, S.A.	43
8. Análisis de sensibilidad del valor de la acción de Banco General, S.A.	44
9. Valoración por método DDM (Discount Dividend Model)	45
10. Conclusiones	47
11. Anexos	52

Índice de Ilustraciones y Cuadros

Ilustración 1 - Fórmula de Descuento de Flujo Patrimonial y valor de la acción.....	11
Ilustración 2- Mapa Conceptual de Filiales y Subsidiarias de Banco General, S.A.....	13
Ilustración 3 – Tabla Participación de Mercado Colocaciones Sistema Bancario Nacional.....	14
Ilustración 4 - Gráfico Participación de mercado Préstamos Sistema Bancario Nacional.....	14
Ilustración 5 - Tabla Participación de Mercado de Activos del Sistema Bancario Nacional.....	14
Ilustración 6 - Gráfico de Ingresos Intereses - Sistema Bancario Nacional vs. BG y proyección BG	17
Ilustración 7 - Gráfico de Utilidades - Sistema Bancario Nacional vs. BG y proyección BG.....	18
Ilustración 8 - Gráfico de Ingresos Comisiones y Servicios - Sistema Bancario Nacional vs. BG y proyección BG.....	19
Ilustración 9 - Tabla Explicativa de Ingresos de Banco General, S.A. (1).....	19
Ilustración 10 - Tabla Explicativa de Ingresos de Banco General, S.A. (2).....	20
Ilustración 11 - Gráfico de Activos - Sistema Bancario Nacional vs. BG y proyección BG.....	20
Ilustración 12 - Gráfico de Patrimonio - Sistema Bancario Nacional vs. BG y proyección BG.....	21
Ilustración 13 - Cartera de Préstamos Locales de Banco General, S.A.	22
Ilustración 14 - Gráfico Cartera de Préstamos Local Banco General, S.A.	23
Ilustración 15 - Cartera de Préstamos Extranjeras de Banco General, S.A.....	23
Ilustración 16 - Gráfico Cartera de Préstamos Extranjera Banco General, S.A.....	24
Ilustración 17 - Tabla de Variaciones en Carteras de Préstamos de Banco General, S.A.	24
Ilustración 18 - Gráficos de Distribución de Carteras de Préstamos por Región de Banco General, S.A.....	24
Ilustración 19 - Tabla de Distribución de Activos Rentables de Banco General, S.A.	25
Ilustración 20 - Tabla de Proyección de Activos Rentables.....	26
Ilustración 21 - Gráficos de Comportamiento de Activos Rentables de Banco General, S.A.	26
Ilustración 22 - Datos Generales de Banco General, S.A.	26
Ilustración 23 - Tabla de Datos para Cálculos de Betas y Costos (Redondeados a 10 milésimas).....	27
Ilustración 24 - Tabla de Detalle de Bono de Banco General, S.A. Utilizado.....	29
Ilustración 25 – Tabla de Análisis Macroeconómico del Sistema Bancario Nacional y Banco General, S.A.....	31
Ilustración 27 – Tabla de Proyección de Crecimiento de Cartera de Crédito y Participación de Mercado de Banco General, S.A.	32
Ilustración 28 - Tabla de Proyección de Ingresos de Cartera de Crédito de Banco General, S.A.	32
Ilustración 29 - Tabla de Proyección de Ingreso de Inversiones de Banco General, S.A.	33
Ilustración 30 - Tabla de Proyección de Ingresos por Depósitos en Bancos de Banco General, S.A.	33
Ilustración 31 - Tabla de Proyección de Ingresos Operacionales de Banco General, S.A.	34
Ilustración 32 - Tabla de Proyección de Gastos de Banco General, S.A.....	34

Ilustración 33 - Tablas de Indicadores Financieros de Rentabilidad y Solvencia Históricos de Banco General, S.A.....	35
Ilustración 34 - Tablas de Indicadores Financieros de Rentabilidad y Solvencia Proyectados de Banco General, S.A.....	35
Ilustración 35- Tabla de Resumen Histórico y Proyecciones de Razones Financieras de Banco General, S.A.....	35
Ilustración 36 - Gráficos de ROA Históricos y Proyectados de Sistema Bancario Nacional vs. Banco General, S.A.....	36
Ilustración 37 - Gráficos de ROE Históricos y Proyectados de Sistema Bancario Nacional vs. Banco General, S.A.....	36
Ilustración 38 - Gráficos de Indicadores de Rentabilidad y Solvencia Históricos y Proyectados de Banco General, S.A.....	37
Ilustración 39 - Gráfico de NIM Histórico y Proyección de Banco General, S.A.....	37
Ilustración 40 - Gráfico de Utilidad Neta / Ingresos por Intereses y Comisiones Histórico y Proyectados de Banco General, S.A.....	38
Ilustración 41 - Gráfico de relación de Provisiones y Préstamos Histórico y Proyectado de Banco General, S.A.....	38
Ilustración 42 - Tabla de EERR Histórico 2015 – 2020 de Banco General, S.A.....	39
Ilustración 43 - Tabla de Análisis Vertical EERR de Banco General, S.A.....	40
Ilustración 44 - Tabla de Proyección de Cuentas del Estado de Resultados de Banco General, S.A.	41
Ilustración 45 - Tabla de Proyección de Flujo Futuros del Patrimonio de Banco General, S.A....	42
Ilustración 46- Gráfica de Evolución del Flujo del Patrimonio de Banco General, S.A.	42
Ilustración 47 - Fórmula de Flujo de Caja Patrimonial Descontado	43
Ilustración 48 - Tabla de Descuento de los Flujos Futuros y Valor de Acción de Banco General, S.A.	43
Ilustración 49 - Tabla de Análisis de Sensibilidad de Valores de la Acción de Banco General, S.A.	44
Ilustración 50 – Tabla de Flujo de caja del modelo DDM	45
Ilustración 51 – Tabla de Cálculo del precio de la acción por DDM.....	46
Ilustración 52 – Tabla de Flujo de Dividendos Histórico y Proyección	46

Resumen Ejecutivo

En este informe se presentarán los resultados de la valoración económica de Banco General, S.A. al 30 de junio de 2020, utilizando el método de flujo de caja patrimonial descontado.

El método de flujo de caja patrimonial descontado es el método más utilizado para valorar instituciones financieras porque es el único método que captura la necesidad de hacer aumentos de capital para financiar el crecimiento. Este método utiliza como tasa de descuento el costo patrimonial (kp).

Breve descripción de la Industria Bancaria Panameña

El Sector Bancario Nacional de la República de Panamá consiste de 42 entidades bancarias. En 2019 el total de carteras de crédito locales del Sector Bancario Nacional fue MM USD53,856 (Cincuenta y tres mil ochocientos cincuenta y seis millones) con un ROA de 1.3% y un ROE de 11%. El crecimiento anual de cartera de crédito locales en promedio es 8% (2012-2019).

Breve descripción de Banco General

Banco General, S.A., es líder del Sistema Bancario Nacional en carteras de crédito locales con un 20% de participación de mercado. En 2019 el total de carteras de crédito locales fue MM USD10,708 (Diez mil setecientos ocho millones) con un ROA de 2.7% y un ROE de 20%. El crecimiento anual de cartera de crédito locales en promedio es 6% (2012-2019).

Breve descripción de método de proyección de Cartera de Crédito

Se proyectó la cartera de préstamos locales de Banco General, S.A., considerando la relación del PIB de Panamá con el crecimiento de colocaciones y una participación de mercado de Banco General, S.A. igual a la del año 2019 (20%).

Resultado de Valoración

Utilizando el método de flujo de caja patrimonial descontado con una tasa de costo patrimonial de 12.86% se estimó el valor económico de Banco General, S.A.

Valoración	
Numero de acciones	9,787,108
Valor Estimada de la Accion (Jun'20)	USD 87 por accion
Multiplo Precio Utilidad	7.52x
Precio en bolsa de la Accion (Jun'20)	USD 72 por accion
Variacion vs. Precio en bolsa	Δ +20%

Conclusión

Puede concluirse que nuestra valoración arrojó un valor razonable de la acción de Banco General S.A. y el precio de USD72 por acción se encuentra subvalorado en **-17%**. Considerando que la acción de Banco General, S.A. ha tenido una presencia bursátil de 55% en las ultimas 52 semanas transables, sería una buena inversión comprar las acciones al precio en bolsa de USD72 por acción, esperando que el mercado se ajuste y el precio suba un **+20%** a USD87 por acción.

1. Metodología para la valoración de instituciones financieras

Valorar empresas es una de las tareas que se han hecho populares dentro de las últimas décadas. Al desarrollarse los mercados bursátiles ha nacido la necesidad de los inversores de calcular el valor real que represente el valor de acción de una empresa y así mismo las instituciones buscan saber el valor real de sus empresas en el caso de querer capitalizarse o realizar un intercambio de bienes.

Uno de los métodos más utilizados para la valoración de una empresa es el de Flujo de Caja Descontado (FCD), el cual consiste en proyectar los flujos de caja futuros y traerlos a valor presente utilizando una tasa de descuento. Este método resulta apropiado para valorar empresas no financieras, dado que, en estas, las decisiones operativas y financieras se toman independientemente, sin embargo, en una empresa financiera las decisiones operativas van en función del plan financiero por lo que no se pueden valorar por separado. Adicional a esto las instituciones financieras presentan algunos obstáculos por lo cual la metodología utilizada en una empresa comercial es distinta a una empresa financiera¹

- El flujo de efectivo no es fácilmente estimable dado que el gasto de capital, capital de trabajo y deuda, no están claramente definidos.
- Marco regulatorio que limita la inversión del banco y cómo se capitaliza, lo cual afecta las decisiones en este entorno y pueden cambiar el valor de la empresa.
- Las normas contables para registrar el balance y estado de resultado son diferentes a las del resto de los mercados.

Dadas las limitaciones mencionadas, para la práctica se han creado modelos paralelos que permitan medir el valor real de la empresa de una forma más acertada y así poder medir el riesgo y retorno de la inversión y los beneficios que estos traen al accionista, de acuerdo con las características de las instituciones financieras se toma como el método más acertado para las valoraciones de instituciones financieras el *Flujo de Caja del Patrimonio Descontado*, también conocido como *Flujo del Accionista Descontado*. Este viene a ser el método más preciso ya que

¹ Valuing Financial Service Firms 2009 – Aswath Damodaran

mide el resultado de pagar dividendos a los accionistas, midiendo la necesidad de reinversión de capital y política de pago de dividendos.

1.1 Flujo de Caja del Patrimonio o Flujo del Accionista Descontado

El Flujo de Caja del Patrimonio es el flujo final que generan los accionistas tomando en consideración la reinversión de capital y los cambios en el patrimonio. Este flujo se calcula restandole a la utilidad final del ejercicio los dividendos y la reinversión de capital.

Posterior al cálculo del Flujo de Caja del Patrimonio proyectado se debe descontar a la tasa de retorno exigida por los accionistas (K_p), una vez obtenido este valor (Valor Económico del Patrimonio), se debe dividir por el número de acciones en circulación para obtener el valor final por acción.

La fórmula utilizada para este cálculo es la siguiente:

$$(1) \text{ Valor Implicito} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{Flujo del Patrimonio}_i}{(1 + k_p)^n}$$

$$(2) \text{ Valor Terminal} = \frac{\frac{\text{Valor Perpetuo}}{k_p - g}}{(1 + k_p)^n}$$

$$\text{Valor por accion} = \frac{\text{Valor Patrimonial}}{n_{acc}}$$

Ilustración 1 - Fórmula de Descuento de Flujo Patrimonial y valor de la acción

2. Descripción de la Empresa e Industria

2.1 Historia de Banco General, S.A.

Banco General, S.A. fue fundado en abril de 1955, gracias a la visión de empresarios que lo incorporaban como el primer banco privado de capital panameño. Inicia bajo el permiso de la Superintendencia de Bancos de Panamá con Licencia General, que le permite efectuar negocios localmente y en el extranjero. Actualmente es el banco privado panameño más grande de la plaza, con una amplia infraestructura de 75 sucursales y más de 600 cajeros automáticos, un banco en Costa Rica y oficinas de representación en México, Guatemala, El Salvador, Colombia y Perú.²

El Banco provee una amplia variedad de servicios financieros principalmente de banca corporativa, hipotecaria, consumo, inversión, seguros, reaseguros, administración de inversiones, fondos de pensiones, jubilaciones y cesantías, colocándose como empresa líder en el Sector Bancario Nacional.

2.2 Filiales y Subsidiarias de Banco General, S.A.

Banco General, S.A. a junio de 2020, es dueño 100% de las subsidiarias que se presentan a continuación y que forman parte de la consolidación³:

- Finanzas Generales, S.A.: arrendamiento financiero y préstamos en Panamá. Esta a su vez cuenta con las subsidiarias:
 - BG Trust Inc.: administración de fideicomisos en Panamá.
 - Vale General, S.A.: administración y comercialización de vales alimenticios en Panamá.
- BG Investment Co., Inc.: corretaje de valores, administración de activos y puesto de bolsa en Panamá.
- General de Seguros, S.A.: seguros y reaseguros en Panamá.
- Overseas Capital Markets, Inc.: tenedora de acciones en las Islas Caimán. Esta a su vez cuenta con las subsidiarias:

² <https://www.bgeneral.com/informacion-corporativa/>

³ Estados financieros Banco General, S.A. a Junio 2020

- Banco General (Overseas), Inc.: banca internacional en las Islas Caimán.
 - Commercial Re. Overseas, Ltd.: reaseguro internacional en las Islas Vírgenes Británicas.
- BG Valores, S.A.: corretaje de valores, administración de activos y puesto de bolsa en Panamá.
 - Banco General (Costa Rica), S.A.: actividad bancaria en Costa Rica.
 - ProFuturo Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantía, S.A.: administradora de fondos de pensiones y jubilaciones, cesantías y de inversiones en Panamá.

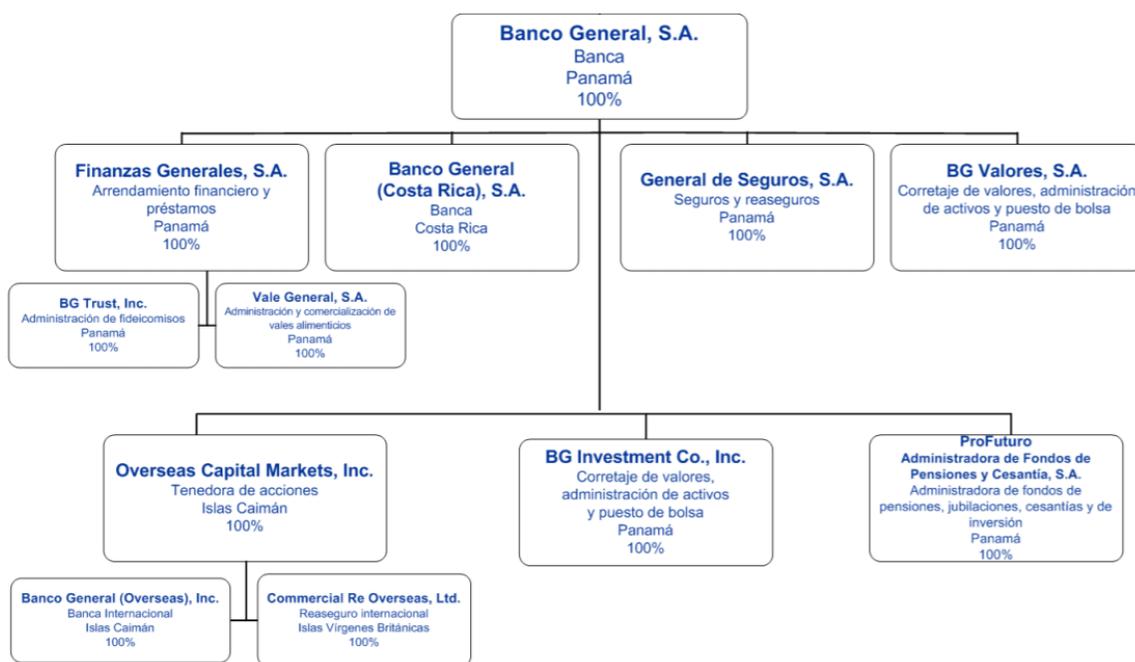


Ilustración 2- Mapa Conceptual de Filiales y Subsidiarias de Banco General, S.A.

2.3 Participación de Mercado de Banco General, S.A. en el Sector Bancario Nacional

Banco General, S.A. se ha mantenido como el banco líder en cartera de crédito locales desde el año 2015.

Participación de mercado (Colocaciones Locales)	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
Banco General	18.9%	19.4%	20.0%	19.9%	19.8%	19.8%
BAC International Inc.	9.3%	9.7%	6.9%	6.9%	6.6%	6.6%
Banco Latinoamericano de Comercio Exterior	1.0%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
Global Bank	9.3%	9.7%	9.3%	8.8%	11.1%	10.9%
Banco Nacional de Panamá	7.7%	7.4%	7.1%	7.9%	8.1%	8.4%
Banistmo, S.A.	13.8%	13.6%	13.5%	12.8%	12.8%	12.9%
Otros Bancos	39.9%	39.2%	42.5%	42.9%	40.6%	40.5%
Total Sistema Bancario Nacional	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Redondeado a diez milésimas

* 2020: Ene-Jun

Ilustración 3 – Tabla Participación de Mercado Colocaciones Sistema Bancario Nacional

Banco General, S.A., mantiene el primer puesto en el Sistema Bancario Nacional en carteras de crédito local colocada al 30 de junio de 2020, con una participación de 20% dentro del Sistema Bancario Nacional, seguido por Banistmo, S.A. con 13%.

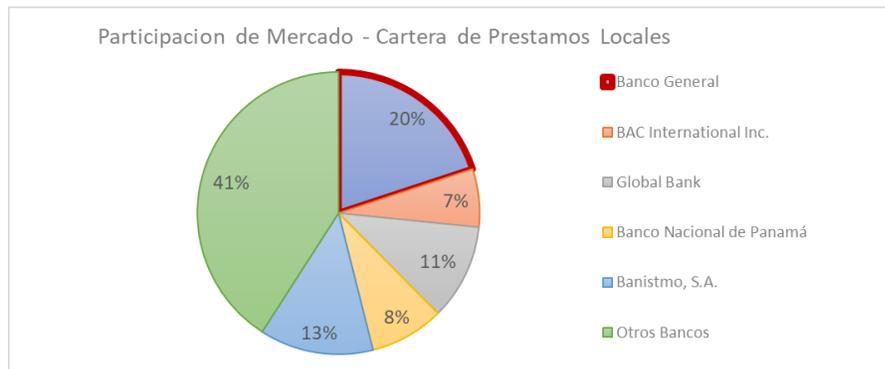


Ilustración 4 - Gráfico Participación de mercado Préstamos Sistema Bancario Nacional

Banco General, S.A., mantiene el segundo puesto en el Sistema Bancario Nacional en activos al 30 de junio de 2020, con una participación de 18% dentro del Sistema Bancario Nacional, mientras que BAC International Bank Inc. se ubica como el banco número uno en activos del Sistema Bancario Nacional con un 24%.

Market Share	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	jun-20
Banco General, S.A.	16.8%	18.2%	18.2%	17.1%	18.2%
BAC International Bank Inc.	20.5%	22.8%	22.1%	21.9%	23.7%
Banco Nacional de Panamá	10.6%	10.1%	8.9%	9.9%	12.0%
Banistmo, S.A.	9.4%	9.8%	9.4%	9.3%	9.6%
Global Bank Corporation	6.6%	6.8%	8.2%	7.9%	8.0%
Banco Latinoamericano de Exportaciones, S.A.	7.4%	6.5%	7.4%	6.6%	6.2%
Multibank, Inc.	4.4%	4.9%	4.8%	4.3%	4.6%
Banesco, S.A.	4.5%	4.6%	4.4%	4.2%	4.4%
Caja de Ahorros	3.4%	3.9%	3.7%	4.3%	4.1%
The Bank of Nova Scotia	3.2%	3.3%	3.6%	3.3%	3.5%
Banco de Bogotá, S.A.	2.7%	2.8%	2.1%	2.9%	2.8%
Banco Aliado, S.A.	2.6%	2.6%	2.7%	3.8%	0.0%
Otros	8.0%	3.7%	4.5%	4.4%	3.0%
Sistema Bancario	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Ilustración 5 - Tabla Participación de Mercado de Activos del Sistema Bancario Nacional

2.4 Historia y Características de la Bolsa de Valores de Panamá

En 1989 cuando Panamá atravesaba por la peor crisis política y económica de su historia republicana, un grupo de empresarios trata de cristalizar uno de los proyectos más anhelados por la comunidad financiera local, la fundación de una bolsa de valores. Esta iniciativa del sector privado tenía como objetivo el operar un mecanismo centralizado de negociación en donde confluyesen libremente las fuerzas de oferta y demanda de valores, bajo los preceptos de transparencia y equidad. Para tal fin se crea la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. (BVP).

El 26 de junio de 1990 la BVP inicia operaciones al llevar a cabo su primera sesión de negociación, con lo cual se inicia una nueva etapa en el desarrollo del mercado de valores en Panamá. Mientras transcurre la década de los noventa, la BVP va consolidando su participación dentro del competitivo mercado de intermediación financiera, se incorporan más participantes en calidad de Puestos de Bolsas, emisores e inversiones, surgen nuevas instituciones de apoyo y se observa un incremento constante en los volúmenes de negociación año tras año, pasando de US\$ 3.3 millones en el año 1990 hasta US\$ 2,639 millones en el año 2010. Este avance fue el resultando tanto de un entorno positivo, caracterizado por el retorno de la estabilidad política, acompañado de profundas reformas económicas, así como por la equiparación en el tratamiento fiscal que recibían los diferentes instrumentos financieros, lo cual permitió eliminar los sesgos tributarios que existían hasta el año 1991 y que funcionaban en contra del mercado de valores.

Paralelamente a la evolución cuantitativa, la BVP impulsó medidas tendientes a modernizar el mercado de valores local, donde resalta la creación de una central de custodia y liquidación de valores, que dio como resultado el inicio de operaciones en 1997 de Central Latinoamericana de Valores, S.A. (LATINCLEAR) empresa que hoy día brinda los servicios de compensación y liquidación de las operaciones bursátiles a través de sistemas electrónicos, permitiendo de esta manera eliminar riesgo en las operaciones e ineficiencias en la liquidación y compensación que anteriormente se hacían de forma manual.

El 22 de octubre de 2009 los accionistas de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A., aprobaron en Asamblea Extraordinaria una reorganización corporativa de ésta sociedad, al igual que los accionistas de Central Latinoamericana de Valores, S.A., para constituir una empresa tenedora de ambas acciones, denominada Latinex Holdings. Inc. En febrero de 2011 la Superintendencia del

Mercado de Valores autorizó el registro de las nuevas acciones comunes y se inició la cotización en el mercado de la nueva acción.

La Bolsa de Valores de Panamá al año 2019 cuenta con 30 puestos de bolsa y 214 emisores que forman parte del mercado. Actualmente la Bolsa de Valores de Panamá a pesar de su crecimiento, se caracteriza por transar acciones con poca presencia bursátil, siendo un mercado ilíquido.

Para la valoración se calculó la presencia bursátil de Banco General, S.A. desde el año 2018 a junio de 2020, dando como resultado un 51%.

2.5 Análisis y comparación de la industria vs. Banco General, S.A.

A continuación, se muestran análisis comparativos de cifras financieras del Sistema Bancario Nacional vs. Banco General S.A. del año 2016 al 31 de diciembre de 2019. Se muestra también la proyección de las cifras financieras hasta diciembre del año 2024. En las proyecciones se reflejará el impacto del COVID-19 en el estado de resultado, en los activos y en el patrimonio del banco. Se considerarán aumentos de provisiones por pérdidas de préstamos, debido al aumento del riesgo de crédito de clientes y reducción en carteras de créditos de los bancos de acuerdo a la contracción de la economía de Panamá.

2.5.1 Comparación de Ingresos por Intereses de Carteras de Crédito del Sistema Bancario Nacional vs. Banco General, S.A. y proyección de Banco General, S.A.

En los ingresos de intereses al 31 de diciembre de 2019 se puede apreciar que existe una correlación entre el crecimiento de los ingresos por intereses del Sistema Bancario Nacional y Banco General, S.A.. También se concluye que Banco General, S.A. crece por encima del promedio de la plaza hasta antes de la pandemia. En la proyección de las cifras de Banco General, S.A. se muestra que para el año 2020 los ingresos por intereses disminuirán debido a una caída en la colocación de carteras de créditos del sector local por el COVID-19 lo cual causará una disminución de ingresos por intereses. Para el año 2021 se refleja un aumento en los ingresos por intereses de las carteras de crédito locales del 4% y posterior a este año se mantendrá la tendencia de crecimiento de 3% hasta el año 2024.

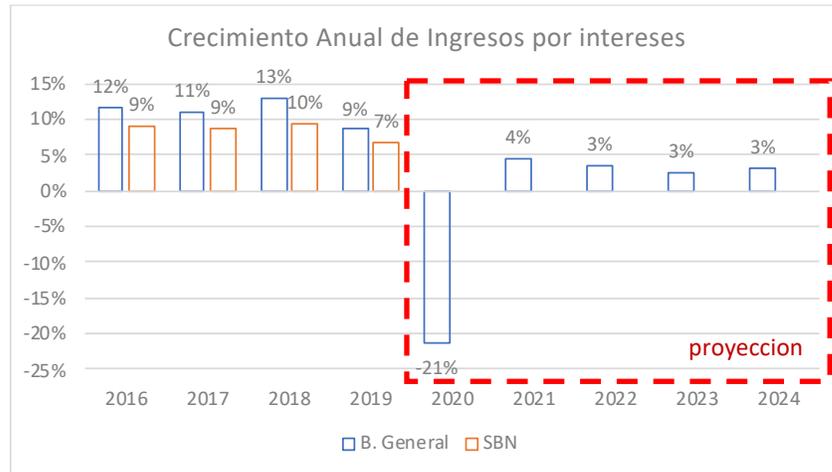


Ilustración 6 - Gráfico de Ingresos Intereses - Sistema Bancario Nacional vs. BG y proyección BG

2.5.2 Comparación de Utilidades del Sistema Bancario Nacional vs. Banco General, S.A. y proyección de Banco General, S.A.

La comparación en las utilidades del Sistema Bancario Nacional y Banco General, S.A al 31 de diciembre de 2019. indica que existe correlación en los números de Banco General, S.A. con el sistema, sin embargo, se aprecia que en momentos que el Sistema Bancario Nacional reporta bajo crecimiento en las utilidades o decrecimiento en las mismas, Banco General, S.A. muestra una resistencia a la pérdida en utilidades. La proyección de las utilidades de Banco General, S.A. muestra un decrecimiento para el año 2020; esto se debe al aumento de provisiones que se estima se dará para el cierre del año 2020 por créditos que se apeguen a arreglos por moratoria (carteras modificadas) y activos ponderados por riesgo, por reestructuración de créditos debido al COVID-19 y a la disminución de ingresos por intereses por reducción de cartera de crédito. Para el año 2021 en adelante se espera una recuperación de la economía, lo cual tendrá un efecto en el crecimiento de la cartera de crédito de Banco General, S.A. y una reducción en las provisiones a medida que se vaya recuperando la economía de Panamá y se vaya repagando la cartera de crédito. Esto traerá un efecto neto de crecimiento en las utilidades de Banco General, S.A. para los siguientes años.

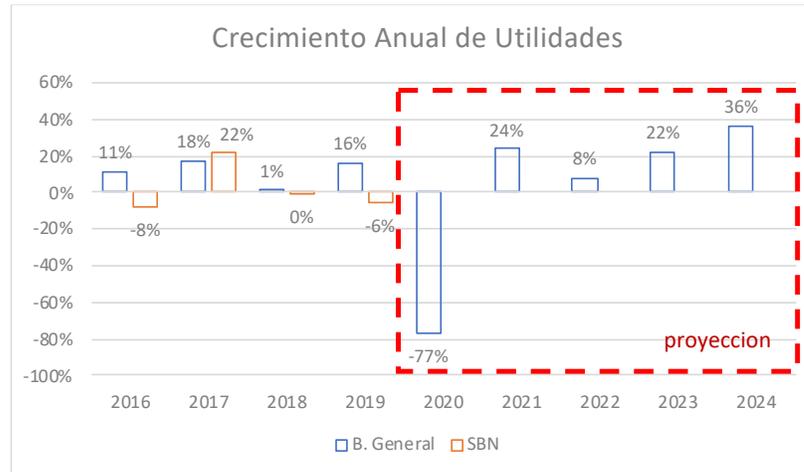


Ilustración 7 - Gráfico de Utilidades - Sistema Bancario Nacional vs. BG y proyección BG

2.5.3. Comparación de Ingresos de Comisiones y Servicios del Sistema Bancario Nacional vs. Banco General, S.A. y proyección de Banco General, S.A.

En ingresos por comisiones y servicios al 30 de junio del 2019 se muestra correlación entre Banco General, S.A. y el Sistema Bancario Nacional. También se aprecia que el crecimiento de ingresos por comisiones y servicios de Banco General, S.A. son bastante estables en comparación con el Sector Bancario Nacional. La proyección de Banco General, S.A. para ingresos, comisiones y servicios muestra una reducción, debido principalmente al COVID-19; al haber disminución de cartera de créditos esto impacta directamente también las comisiones y servicios ya que se desincentivan los productos de crédito. Para el año 2021 en adelante se proyecta crecimiento en este rubro de ingresos por aumento de carteras de crédito de acuerdo al crecimiento económico esperado para Panamá para estos años, el crecimiento de carteras de créditos, productos y servicios tendrá un efecto de crecimiento en este rubro.

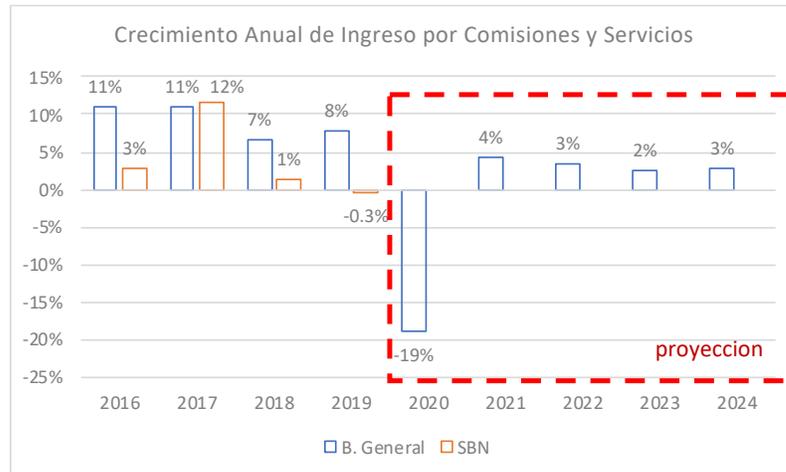


Ilustración 8 - Gráfico de Ingresos Comisiones y Servicios - Sistema Bancario Nacional vs. BG y proyección BG

Existe correlación entre Banco General, S.A. y el Sistema Bancario Nacional (SBN) en cuanto a la gestión de los activos. En el año 2019 se reportó un menor crecimiento comparado a los últimos 4 años, sin embargo, esto contrasta con el aumento significativo en el crecimiento de las utilidades. Esto se debió principalmente a que hubo crecimiento en los Ingresos Netos por Intereses y en comisiones.

	Al 31 de Diciembre			Variación (%)	
	2019	2018	2017	2018/2019	2017/2018
	(en miles de US\$, excepto porcentajes)				
Ingreso por intereses y comisiones	1,086,146	1,003,566	891,651	8.23%	12.55%
Total gastos por intereses	386,964	352,632	293,261	9.74%	20.25%
Ingreso neto por intereses y comisiones	699,182	650,934	598,390	7.41%	8.78%
Activos productivos promedio	17,213,490	16,636,017	15,565,485	3.47%	6.88%
Pasivos con costo promedio	12,502,839	12,179,112	11,360,764	2.66%	7.20%
Margen neto de interés ⁽¹⁾	4.06%	3.91%	3.84%		
Rendimiento de activos productivos promedio ⁽²⁾	6.31%	6.03%	5.73%		
Costo de pasivos financieros promedio ⁽³⁾	3.10%	2.90%	2.58%		

(1) Ingreso neto por intereses y comisiones (antes de las reservas para perdidas por préstamos) como porcentaje del promedio de los activos productivos

(2) Ingreso total por intereses y comisiones, dividido entre el promedio de los activos productivos

(3) Gastos por intereses totales divididos entre el promedio de los pasivos con costo financiero

Ilustración 9 - Tabla Explicativa de Ingresos de Banco General, S.A. (1)

En el año 2019 antes de la pandemia, se observaba un crecimiento constante en los ingresos por intereses y comisiones del banco, siendo este el mejor de los últimos 3 años.

Total de Ingresos por Intereses y Comisiones

La siguiente tabla presenta información acerca del total de ingresos por intereses y comisiones al 31 de diciembre de 2019, 2018 y 2017, respectivamente:

	Al 31 de Diciembre			Variación (%)	
	2019	2018	2017	2018/2019	2017/2018
	(en miles de US\$, excepto porcentajes)				
Total de ingresos por intereses y comisiones	1,086,146	1,003,566	891,651	8.23%	12.55%
Activos productivos promedio:					
Depósitos en bancos	363,161	395,324	275,779	-8.14%	43.35%
Préstamos, neto	11,825,641	11,566,997	10,976,984	2.24%	5.38%
Inversiones y otros activos financieros	5,024,688	4,673,696	4,312,723	7.51%	8.37%
Total	17,213,490	16,636,017	15,565,485	3.47%	6.88%
Rendimiento de activos productivos promedio:					
Depósitos en bancos	2.57%	2.01%	2.25%		
Préstamos, neto	7.50%	7.15%	6.85%		
Inversiones y otros activos financieros	3.77%	3.61%	3.09%		
Total	6.31%	6.03%	5.73%		

Ilustración 10 - Tabla Explicativa de Ingresos de Banco General, S.A. (2)

2.5.4. Comparación de Activos del Sistema Bancario Nacional vs. Banco General, S.A. y proyección de Banco General, S.A.

La proyección de los activos de Banco General, S.A. muestra un decrecimiento como efecto del resultado neto de disminución de créditos y aumento de provisiones por pérdidas de préstamos. Para el año 2021 en adelante se muestra un aumento en los activos de acuerdo al crecimiento por recuperación de la economía de Panamá, sin embargo, no se observará un crecimiento en los activos a niveles de pre-pandemia.

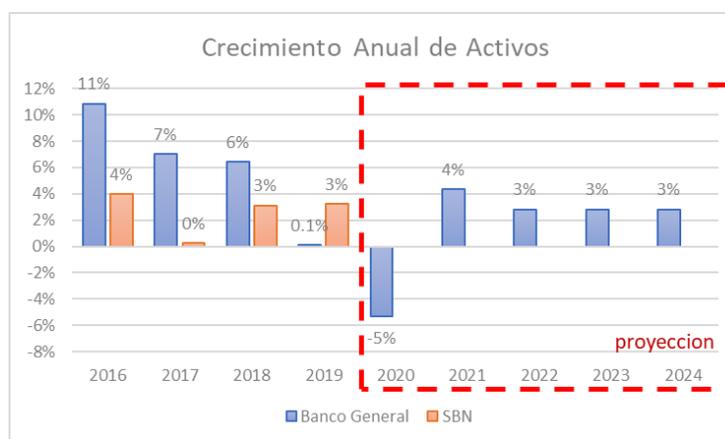


Ilustración 11 - Gráfico de Activos - Sistema Bancario Nacional vs. BG y proyección BG

2.5.5. Comparación del Patrimonio del Sistema Bancario Nacional vs. Banco General, S.A. y proyección de Banco General, S.A.

El patrimonio del Sistema Bancario Nacional y Banco General, S.A. al 31 de diciembre de 2019 muestran una correlación positiva, lo cual se atribuye a requerimientos de capital regulatorios que entran en vigencia por regulación de la Superintendencia de Bancos de Panamá. (Acuerdo 11-2018 relacionado a la ponderación por riesgo operativo, Acuerdo 7-2018 relacionado a la ponderación de riesgo país). Para la proyección del año 2021 en adelante se ve un crecimiento menor a los años anteriores, esto se debe a la disminución de las utilidades por el aumento de provisiones por pérdidas de préstamos. Para el cierre del año 2020 y años posteriores será importante el aumento de capital, ya que se proyecta un aumento en los niveles de solvencia, que no es más que la capacidad del patrimonio para cubrir los activos ponderados por riesgos, los cuales se proyectan que tendrán un aumento gradual.

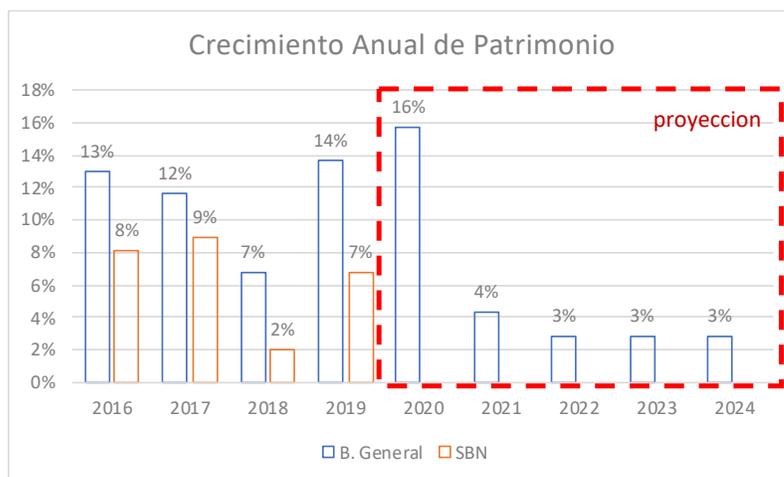


Ilustración 12 - Gráfico de Patrimonio - Sistema Bancario Nacional vs. BG y proyección BG

En resumen, podemos ver que los últimos años el Sistema Bancario Nacional reporta crecimiento en casi todos los rubros, sin embargo, en el año 2019 reportó un decrecimiento en las utilidades totales, lo cual se debe a los retos económicos que hubo en el año 2019 por baja de tasas, por desaceleración económica y guerras comerciales que tuvieron lugar. Adicional podemos concluir que Banco General, S.A. tiene una capacidad para rentabilizar su capital y hacer ganancias por encima del mercado, ya que en años en donde el crecimiento fue bajo o hubo decrecimiento, Banco General, S.A. reportó cifras significativamente por encima del Sistema Bancario Nacional (+10

puntos porcentuales), lo cual indica que las utilidades anuales de Banco General, S.A. son más consistentes que las utilidades anuales del Sistema Bancario Nacional y que Banco General, S.A. realiza una gestión de manejo eficiente. Para las proyecciones de las cifras financieras de Banco General, S.A. se refleja que el año 2020 cerrará con decrecimiento en los rubros de ingresos del banco y en utilidades como consecuencia de la crisis sanitaria mundial que ha generado el COVID-19, esta situación impactará directamente la economía de los países y a la vez los sistemas financieros debido a que se espera que el nivel de default aumente y clientes del banco tendrán problemas con su flujo de efectivo lo cual complicará su capacidad de pago a los bancos. Para el año 2021 en adelante se espera que la crisis esté controlada por el efecto de las vacunas que se distribuirán y a raíz de esto se espera que se empiece a recuperar la economía de Panamá, lo cual se refleja en los aumentos de los ingresos de los bancos. La medida de administración del patrimonio también será clave para poder soportar el crecimiento de las carteras de crédito de los bancos ya que las provisiones por pérdidas esperadas aumentarán.

2.6 Líneas de Negocios de Banco General, S.A.

Banco General, S.A. maneja una amplia gama de productos financieros de Banca de Consumo, Banca Privada, Banca Comercial y Corporativa. Dentro de los 5 años analizados se aprecia una tendencia al crecimiento, con excepción del año 2020 en donde se espera haya un decrecimiento por la crisis sanitaria por COVID-19. Se muestra igualmente que la proporción de cartera se mantendrá con una mayor concentración en cartera interna o cartera local en donde Banco General, S.A. mantiene colocado la mayor parte de su cartera de préstamos. Se muestra un detalle de la composición de cartera de productos financieros para el sector interno y externo.

Préstamos (en USD)						
Sector Interno:	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
Hipotecarios residenciales	3,043,017,233	3,405,347,477	3,798,892,418	4,091,042,745	4,321,903,596	4,357,513,755
Personales, autos y tarjeta de créditos	1,342,808,349	1,513,915,691	1,652,578,497	1,776,981,209	1,894,882,198	1,823,857,911
Hipotecarios comerciales	1,502,431,500	1,644,394,044	1,789,765,115	1,920,857,554	2,020,114,781	2,037,237,484
Líneas de crédito y préstamos comerciales	1,553,207,506	1,534,366,420	1,673,245,046	1,590,811,256	1,447,828,168	1,475,866,824
Financiamiento Interinos	615,271,219	780,854,834	807,677,587	700,899,475	565,399,272	532,259,210
Arrendamientos financieros, neto	109,896,105	123,186,450	120,390,513	108,302,008	100,191,047	90,538,410
Facturas descontadas, neta	1,824,017	1,691,078	0	0	0	0
Prendarios	144,433,185	157,411,158	185,068,481	203,744,331	212,990,294	198,924,391
Sobregiros	154,071,044	156,079,020	148,591,673	152,890,905	145,292,387	125,883,373
Total sector interno	8,466,960,158	9,317,246,172	10,176,209,330	10,545,529,483	10,708,601,743	10,642,081,358

* 2020: Ene - Jun

Ilustración 13 - Cartera de Préstamos Locales de Banco General, S.A.

Banco General, S.A. mantiene la mayor concentración de cartera local en Préstamos Hipotecarios Residenciales, ya que parte de su visión y estrategia reputacional consiste en apoyar el desarrollo de iniciativas sociales.

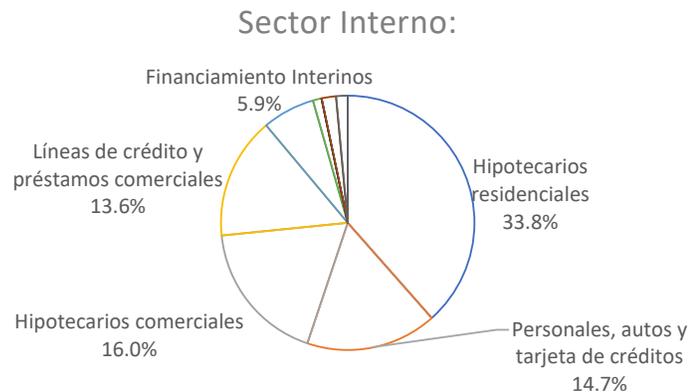


Ilustración 14 - Gráfico Cartera de Préstamos Local Banco General, S.A.

La cartera de préstamos del sector externo se maneja en las mismas líneas de negocios que el sector interno, sin embargo, solamente representa un 12% de la cartera total de préstamos, lo que indica que Banco General, S.A. se concentra mayormente en la economía local (Panamá).

Préstamos (en USD)						
Sector Externo:	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
Hipotecarios residenciales	229,542,175	251,638,840	254,472,419	249,375,750	223,143,187	213,355,136
Personales, autos y tarjeta de créditos	11,802,951	15,367,333	17,033,882	16,779,215	15,322,824	13,300,187
Hipotecarios comerciales	184,659,558	276,621,751	259,841,921	259,580,692	208,335,226	202,728,118
Líneas de crédito y préstamos comerciales	707,569,461	825,717,596	700,260,919	798,964,318	858,508,205	848,130,923
Financiamiento Interinos	47,840,620	0	0	3,099,755		0
Prendarios	38,966,948	17,310,717	31,972,343	23,238,900	11,209,493	11,290,463
Sobregiros	64,882,699	65,107,869	66,269,938	55,816,561	58,568,216	55,193,465
Total sector Externo	1,285,264,412	1,451,764,106	1,329,851,422	1,406,855,191	1,375,087,151	1,343,998,292
Total de Prestamos	9,752,224,570	10,769,010,278	11,506,060,752	11,952,384,674	12,083,688,894	11,986,079,650
Intereses	571,052,698	634,590,295	708,926,086	781,358,271	841,043,238	415,602,874
Tasa de Rendimiento	5.86%	5.89%	6.16%	6.54%	6.96%	6.71%

Tasas de Rendimiento redondeado a diez milésimas

** 2020: Ene - Jun*

Ilustración 15 - Cartera de Préstamos Extranjeras de Banco General, S.A.

La cartera del sector externo de Banco General, S.A. se concentra en Líneas de Crédito y Préstamos Comerciales, lo cual indica que el enfoque en el extranjero es más hacia la Banca Corporativa, ya que las empresas acuden al Centro Bancario Internacional de Panamá, en búsqueda de fondeo en tasas competitivas y en dólares americanos (USD).

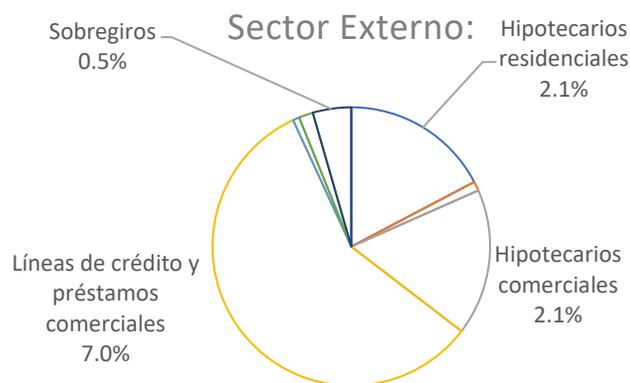


Ilustración 16 - Gráfico Cartera de Préstamos Extranjera Banco General, S.A.

En el año 2019 Banco General, S.A. disminuyó su cartera de préstamos en el sector externo y aumento su cartera de préstamos en el sector interno, para el año 2020 hasta el 30 de junio se mantiene esta tendencia.

Prestamos BG (en USD)	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
Sector Interno:	8,466,960,158	9,317,246,172	10,176,209,330	10,545,529,483	10,708,601,743	10,642,081,358
Sector Externo:	1,285,264,412	1,451,764,106	1,329,851,422	1,406,855,191	1,375,087,151	1,343,998,292
Total	9,752,224,570	10,769,010,278	11,506,060,752	11,952,384,674	12,083,688,894	11,986,079,650
Δ% Prestamos		10.4%	6.8%	3.9%	1.1%	-0.8%
% Prestamos Interno	86.8%	86.5%	88.4%	88.2%	88.6%	88.8%
% Prestamos Externo	13.2%	13.5%	11.6%	11.8%	11.4%	11.2%

% Redondeado a diez milésimas

* 2020: Ene - Jun

Ilustración 17 - Tabla de Variaciones en Carteras de Préstamos de Banco General, S.A.

El crecimiento total de la cartera de préstamos de Banco General, S.A. muestra una desaceleración desde el año 2016, lo cual se atribuye a la desaceleración de crecimiento económico de Panamá. Se proyecta que la distribución de la cartera de crédito de Banco General, S.A. será 11% en préstamos del sector externo y 89% para préstamos del sector interno para el cierre del año 2020 y años posteriores.



Ilustración 18 - Gráficos de Distribución de Carteras de Préstamos por Región de Banco General, S.A.

2.7 Activos Rentables de Banco General, S.A.

Para fines de análisis se tomaron los 3 tipos de activos rentables que maneja Banco General, S.A. al 30 de junio de 2020. Actualmente los separan en: depósitos en bancos, inversiones y cartera de préstamos. El comportamiento de la cartera de préstamos es el único que mantiene un crecimiento constante, sin embargo, la variación del crecimiento disminuye en el transcurso de los años, cayendo en el 2020 por la crisis del COVID-19. La cartera de inversiones mantiene crecimiento en todos los años con excepción del año 2019, el crecimiento en portafolio de inversiones es clave en la administración de la liquidez de un banco ya que los mayores retornos de fondos excedentes se obtienen en estas carteras. A diferencia de la cartera de préstamos que muestra un crecimiento menor al 30 de junio de 2020, el portafolio de inversiones refleja un aumento significativo de 11.6% al 30 de junio del año 2020, lo que indica que el banco está buscando retornos mayores ante la caída de tasas de los mercados internacionales, debido a que los mercados de renta fija y renta variable han ganado mucho valor posterior a los primeros dos meses de la crisis de COVID-19. Los saldos en depósitos en bancos a cortos plazos muestran una mayor volatilidad en el crecimiento entre el año 2015 y 2019, mostrando decrecimientos en el año 2018 y 2016 y crecimiento en el 2017 y 2019. Para el año 2020 este rubro crece como resultado de la gestión de liquidez que adopta la banca panameña de guardar recursos de activos líquidos para hacer frente a las salidas de efectivo de clientes. La eficiencia en la distribución de estos activos impacta directamente en el margen financiero del banco.

Total Activos Rentables (en USD)	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
Total de depósitos en bancos	512,853,491	512,099,202	562,188,209	491,665,550	527,220,470	675,210,330
Total de inversiones	3,735,299,765	4,114,880,792	4,414,783,855	5,187,999,868	4,973,440,705	5,550,322,568
Total de Prestamos	9,752,224,570	10,769,010,278	11,506,060,752	11,952,384,674	12,083,688,894	11,986,079,650
Total	14,000,377,826	15,395,990,272	16,483,032,816	17,632,050,092	17,584,350,069	18,211,612,548

* 2020: Ene - Jun

Crecimiento	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
Total de depósitos en bancos		-0.2%	9.8%	-12.5%	7.2%	28.1%
Total de inversiones		10.2%	7.3%	17.5%	-4.1%	11.6%
Total de Prestamos		10.4%	6.8%	3.9%	1.1%	-0.8%
Total		10.0%	7.1%	7.0%	-0.3%	3.6%

* 2020: Ene - Jun

Ilustración 19 - Tabla de Distribución de Activos Rentables de Banco General, S.A.

Para los 3 tipos de activos rentables se aprecia una disminución para el cierre del año 2020 debido al impacto económico del COVID 19, el cual se espera que cause desaceleración en la colocación de cartera. Para el año 2021 en adelante se proyecta recuperación en los diferentes rubros por reactivación económica.

Total Activos Rentables (en USD)	2020	2021	2022	2023	2024
Total de depósitos en bancos	540,603,715	564,065,917	580,028,982	596,443,802	613,323,162
Total de inversiones	4,619,704,477	4,820,199,651	4,956,611,301	5,096,883,401	5,241,125,201
Total de Prestamos	11,221,622,576	11,708,640,996	12,039,995,536	12,380,727,410	12,731,101,995
Total	16,381,930,768	17,092,906,563	17,576,635,819	18,074,054,613	18,585,550,358

* 2020: Ene - Jun

Crecimiento	2020	2021	2022	2023	2024
Total de depósitos en bancos	-19.9%	4.3%	2.8%	2.8%	2.8%
Total de inversiones	-16.8%	4.3%	2.8%	2.8%	2.8%
Total de Prestamos	-6.4%	4.3%	2.8%	2.8%	2.8%
Total	-10.1%	4.3%	2.8%	2.8%	2.8%

Ilustración 20 - Tabla de Proyección de Activos Rentables

Al 30 de junio del 2020, el portafolio de inversiones toma mayor relevancia dentro de los activos del banco con un 28% del total de activos rentables, la estrategia de crecer en inversiones se toma para gestión de liquidez con mayor retorno debido a la desaceleración que se da en la cartera de préstamos.

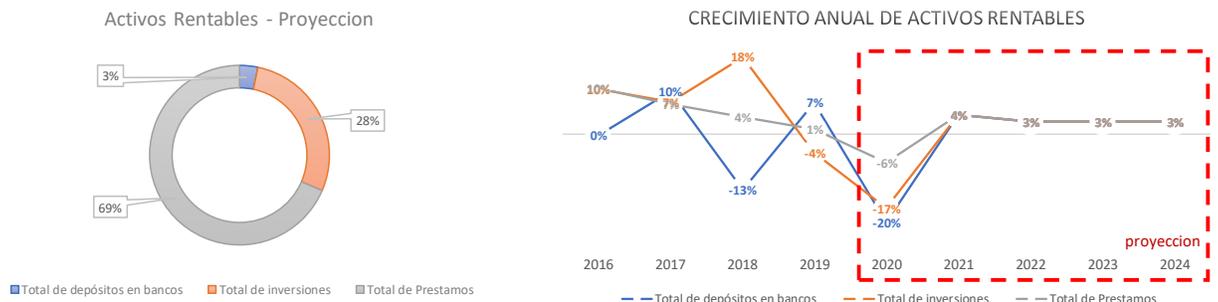


Ilustración 21 - Gráficos de Comportamiento de Activos Rentables de Banco General, S.A.

2.8 Datos Generales de Banco General, S.A.

A continuación, se presentan los datos generales de Banco General, S.A.:

Observaciones	
Razón Social	Banco General, S.A.
Rut	280-134-61098
Nemotécnico	BGEN
Industria	Financiera
Regulación	Superintendencia de Bancos de Panamá
Tipo de Operación	Banco de licencia internacional, enfocado a la banca de consumo, banca corporativa y banca privada. Es el Banco más importante de clientes panameños en cartera de préstamos y en depositantes.
Filiales	Finanzas Generales, S.A., Banco General (Costa Rica), S.A., General de Seguros, S.A., BG Valores, S.A., Overseas Cápital Markets, Inc., ProFuturo Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantía, S.A., BG Investment Co., Inc.
12 Mayores Accionistas	Grupo Financiero BG, S.A.

Ilustración 22 - Datos Generales de Banco General, S.A.

3. Estimación del Costo Patrimonial de Banco General, S.A.

3.1 Metodología de cálculo de los Betas y del Costo Patrimonial de Banco General, S.A.

Para el cálculo del Costo Patrimonial de Banco General, S.A., inicialmente se tomaron los precios históricos de las acciones de Banco General, S.A. (Fuente: Bolsa de Valores de Panamá) de los últimos 5 años, sin embargo, se decidió no utilizar estos datos, ya que los mismos no tenían recurrencia, debido a la baja presencia bursátil y que los resultados (correlación) no eran estadísticamente significativos (P-valor > 1%).

Teóricamente para el cálculo del beta de una empresa que no cotiza en bolsa, debemos buscar una empresa con características similares a la cual se está valorando, una vez identificada esta empresa de referencia debemos calcular el Beta Patrimonial sin Deuda y posteriormente apalancarlo en la estructura de capital de la empresa que se está valorando. Para el caso de Banco General, S.A., no se encontró una empresa de referencia que cotizara en bolsa, ya que los bancos del Sistema Bancario Nacional que cotizan en bolsa tienen una presencia bursátil baja lo cual impide que podamos tomarlas para nuestro análisis. Se decidió al final utilizar el Beta Patrimonial con deuda de la base de datos de Damodaran ya que este incluye una mayor muestra en su análisis, aumentando la precisión del resultado.

Se detallan los datos que se utilizarán para los cálculos de los valores financieros.

Datos para calculo	
Rf Panama	2.24%
PRM Panama	7.58%
Tc Panama	25,00%
B/V Banco General, S.A.	69.40%
B/P Banco General, S.A.	227,00%
Beta Patrimonial con deuda	0.94
Premio por iliquidez	3.50%
Beta Patrimonial sin Deuda	0.41

Ilustración 233 - Tabla de Datos para Cálculos de Betas y Costos (Redondeados a 10 milésimas)

Los datos tomados se consideraron bajo los siguientes supuestos:

Rf Panamá: tasa libre de riesgo de bono de la República de Panamá (PANAMA 3.16 30) que consideramos está libre de riesgo, ya que en los plazos mayores consideramos que se ven afectados por decisiones políticas y macroeconómicas debido a un aumento en la incertidumbre, lo que añade riesgo a los bonos soberanos de mayor plazo, esto se puede ver reflejado comparando los bonos soberanos de mayor plazo con bonos corporativos de la plaza, teniendo los bonos soberanos tasas de retorno superior a estos.

PRM Panamá: tasa de premio por riesgo de mercado dada por Damodaran para Panamá

TC Panamá: tasa de impuestos corporativa actualmente manejada por Panamá, se asume la misma tasa ya que no existen intenciones mencionadas sobre un posible aumento de esta tasa.

B/V Banco General, S.A.: estructura objetiva calculada de deuda sobre activos.

B/P Banco General, S.A.: estructura objetiva calculada de deuda sobre patrimonio.

Beta Patrimonial con Deuda: dato de Damodaran que incluye el promedio de la muestra de la base de datos de diversos sistemas bancarios.

Premio por iliquidez: retorno esperado por el inversionista por manejo de un activo financiero con baja presencia bursátil en el sector. (fuente Damodaran)

Beta Patrimonial sin Deuda: se utiliza el valor para bancos (Money Center) en mercados emergentes de Damodaran.

3.2 Costo de la deuda Banco General, S.A.

Para el Costo de la deuda se utilizó el bono de mayor plazo vigente de Banco General, S.A., siendo su rendimiento al 30 de Junio de 2020 3.08%⁴

⁴ Tasa de rendimiento extraída de fuente Bloomberg

Observaciones	
Bono	BANCOG 4 1/8 27
Nemotécnico	USP12651AB49
Fecha de Emisión	07-ago-17
Valor Nominal (VN o D)	537,217,000.00
Moneda	USD
Tipo de Colocación	Internacional
Fecha de Vencimiento	07-ago-27
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	4.125
Periodicidad	Semestral
Número de pagos (N)	20
Periodo de Gracia	NA
Motivo de la Emisión	Aumento de liquidez
Clasificación de Riesgo	BBB+ Fitch
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_e)	4.20%
Precio de venta el día de la emisión.	200,000.00
Valor de Mercado	106.639

Ilustración 244 - Tabla de Detalle de Bono de Banco General, S.A. Utilizado

3.3 Beta Patrimonial con deuda Banco General, S.A.

Para el cálculo del Beta Patrimonial con deuda, utilizamos el Beta Patrimonial sin Deuda obtenido de la base de datos de Damodaràn de bancos en mercados emergentes de 0.41, y lo apalancamos a la estructura objetiva de endeudamiento de Banco General, S.A., obteniendo como resultado 0.92.

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d (1 - t_c) \left(\frac{B}{P} \right) \quad \beta_p^{C/D} = 0.32 * [1 + (1 - 25\%) * 227\%] - 0.11 * (1 - 25\%) * 277\%$$

$$\beta_p^{C/D} = 0.92$$

Finalmente, para el Beta Patrimonial con deuda se decidió utilizar 0.94, siendo este el dato de la base de datos de Damodaran que es un promedio de una muestra exhaustiva de bancos por lo tanto un dato más fiable.

3.4 Costo Patrimonial Banco General, S.A. (Kp)

Mediante la fórmula de CAPM se aplicaron los datos anteriormente calculados para obtener la tasa de Costo Patrimonial que será la tasa de descuento para el Flujo de Caja del Patrimonio, dado que esta tasa recoge el costo exigido por los accionistas, la cual utilizaremos más adelante para la valoración por el método de Flujo de los Accionistas. Se considera un premio por iliquidez debido a que cuando un inversionista se mete en un activo del cual es difícil salir, exigirá una compensación por iliquidez. Para efectos de valoración, el mismo Damodaran recomienda incorporar una prima por iliquidez que, similar a la prima por tamaño, va en un rango entre 3 y 3.5%.⁵

$$k_p = r_f + PRM * \beta_p^{C/D} + Piliq \quad k_p = 2.23\% + 7.58\% * 0.94 + 3.5\%$$
$$k_p = 12.86\%$$

3.5 Costo de Capital Banco General, S.A. (WACC)

Teniendo el Costo Patrimonial y el Costo de la Deuda se calculó el Costo de Capital (K0) mediante la fórmula de WACC, este cálculo se realizó solo para referencia, esta tasa no será utilizada para el cálculo del valor de la acción sino el Kp, siendo esta la tasa que mide el retorno de inversión de los accionistas y se utilizará para descontar el flujo de caja del patrimonio.

$$k_0 = k_p \left(\frac{P}{V} \right) + k_b (1 - t_c) \left(\frac{B}{V} \right) \quad k_0 = 8.11\% * 30.6\% + 3.08\% * (1 - 25\%) * 69.4\%$$
$$K_0 = 5.54$$

⁵ <http://aswathdamodaran.blogspot.com/2015/04/the-small-cap-premium-fact-fiction-and.html>

4. Análisis Operacional del Negocio e Industria

4.1 Cálculo para la proyección de crecimiento de la industria

Para abordar el análisis de la industria como punto de partida para la proyección de los Estados Financieros de Banco General, S.A., se obtuvieron las colocaciones de todos los bancos del Sistema Bancario Nacional al 30 de junio de 2020, para determinar la participación de mercado de Banco General, S.A. en la industria. Una vez obtenidas estas relaciones se proyectó el crecimiento de la cartera de préstamos locales utilizando la elasticidad de la cartera de crédito como función del PIB (1.01x).⁶

En USD						X	Y	
Año	PIB	Δ% PIB	Colocaciones SBN Locales	Δ% Colocaciones	Elasticidad	Δ% PIB	Δ% Coloc.	Elasticidad
2005	16,374,000,000.00	9.07%	14,342,736,633					
2006	18,142,000,000.00	10.80%	16,265,025,170	13.40%	1.24x	10.80%	13.40%	1.24x
2007	21,296,000,000.00	17.39%	18,878,159,769	16.07%	0.92x	17.39%	16.07%	0.92x
2008	25,156,000,000.00	18.13%	21,414,674,461	13.44%	0.74x	18.13%	13.44%	0.74x
2009	27,117,000,000.00	7.80%	21,436,195,750	0.10%	0.01x	Se exige calculo para disminuir sesgo		
2010	29,440,000,000.00	8.57%	24,356,740,185	13.62%	1.59x	8.57%	13.62%	1.59x
2011	34,686,000,000.00	17.82%	28,608,947,625	17.46%	0.98x	17.82%	17.46%	0.98x
2012	40,430,000,000.00	16.56%	32,653,386,652	14.14%	0.85x	16.56%	14.14%	0.85x
2013	45,600,000,000.00	12.79%	36,572,745,740	12.00%	0.94x	12.79%	12.00%	0.94x
2014	49,922,000,000.00	9.48%	39,943,437,752	9.22%	0.97x	9.48%	9.22%	0.97x
2015	54,092,000,000.00	8.35%	44,695,961,817	11.90%	1.42x	8.35%	11.90%	1.42x
2016	57,908,000,000.00	7.05%	48,053,853,411	7.51%	1.06x	7.05%	7.51%	1.06x
2017	62,219,000,000.00	7.44%	50,941,208,341	6.01%	0.81x	7.44%	6.01%	0.81x
2018	65,128,000,000.00	4.68%	53,075,900,189	4.19%	0.90x	4.68%	4.19%	0.90x
2019	66,801,000,000.00	2.57%	54,027,052,688	1.79%	0.70x	2.57%	1.79%	0.70x

Source: Bloomberg

Ilustración 255 – Tabla de Análisis Macroeconómico del Sistema Bancario Nacional y Banco General, S.A.

Entre al año 2016 y 2020, Banco General, S.A. ha sido el líder en la banca panameña en carteras de crédito locales, para fines de la proyección se asumirá un crecimiento constante con una participación dentro del mercado de 19.8%.

Market share	2016	2017	2018	2019	2020*	Proyección
Banco General	19.4%	20.0%	19.9%	19.8%	19.8%	19.8%
Banistmo, S.A.	13.5%	13.5%	12.8%	12.8%	12.9%	
Global Bank	9.7%	9.3%	8.8%	11.1%	10.9%	
Banco Nacional de Panamá	7.4%	7.1%	7.9%	8.1%	8.4%	
BAC International Inc.	9.7%	6.9%	6.9%	6.6%	6.6%	
Multibank Inc.	4.9%	5.2%	5.6%	5.7%	5.5%	
Otros Bancos	35.3%	38.1%	38.2%	35.8%	36.0%	
Total sistema bancario	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	

*2020: Ene - Jun

Ilustración 26 – Participación de Mercado y Supuesto de Proyección de Banco General, S.A.

⁶ Cifras obtenidas a través de la página del Banco Mundial, la Superintendencia de Bancos de Panamá y de la fuente de bloomberg.

A partir de los datos históricos del año 2016 al año 2020, se calculó el crecimiento de las carteras de crédito locales para el Sistema Bancario Nacional y Banco General, S.A.

Proyección de Cartera de Credito (en USD)	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Crecimiento de Cartera de Credito del Sistema Bancario Nacional	1.8%	-6.9%	4.3%	2.8%	2.8%	2.8%
Cartera de Credito Locales del Sistema Bancario Nacional	54,027,052,688	50,315,394,168	52,499,082,275	53,984,806,303	55,512,576,322	57,083,582,231
Market Share Banco General, S.A.	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%
Cartera de Credito Locales de Banco General, S.A.	10,708,601,743	9,942,357,602	10,373,855,922	10,667,436,045	10,969,324,485	11,279,756,368
Crecimiento anual de Cartera de Credito Locales de Banco General, S.A	2%	-7.16%	4.34%	2.83%	2.83%	2.83%

Proyección de Carteras de credito utilizando la elasticidad de Colocaciones

Ilustración 26 – Tabla de Proyección de Crecimiento de Cartera de Crédito y Participación de Mercado de Banco General, S.A.

4.2 Proyección de Ingresos de Banco General, S.A.

La proyección calculada muestra una disminución al cierre del año 2020 debido a la crisis sanitaria del COVID-19, la cual ha afectado de manera sistemática los resultados del Sistema Bancario Nacional y de Banco General, S.A., sin embargo, luego de este año se mantendrá un crecimiento a partir del año 2021 ya que se proyecta una recuperación gradual de la economía de Panamá.

4.2.1 Ingresos por Cartera de Crédito de Banco General, S.A.

Para los ingresos por cartera de crédito se realizaron los siguientes cálculos:

Para el cálculo de las proyecciones de las carteras de crédito de Banco General, S.A., se proyectó el crecimiento de las carteras de créditos internos y externos, multiplicando la proyección económica para los años 2020 al 2024 por el total de las carteras de créditos del sistema bancario, a este resultado le multiplicamos la participación promedio de Banco General, S.A., asumiendo que se mantendrá en el tiempo para tener el total de cartera de crédito de Banco General, S.A. para los años 2020 al 2024. Para el cálculo de la cartera del sector externo, se calcula el promedio de participación del sector externo en la cartera total y se asume se mantendrá en los siguientes años. Se proyectó la tasa de interés calculando el promedio de las tasas de rendimiento de cartera de crédito de los 2 últimos años (6%). Una vez calculados estos datos se obtiene la proyección de los intereses por cartera de crédito multiplicando la proyección de cartera por la tasa proyectada.

Ingreso por Cartera de Credito - Banco General, S.A (en USD)	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Sector Interno:	10,708,601,743	9,942,357,602	10,373,855,922	10,667,436,045	10,969,324,485	11,279,756,368
Sector Externo:	1,375,087,151	1,285,601,294	1,341,396,390	1,379,357,908	1,418,393,736	1,458,534,279
Intereses	841,043,238	673,677,534	702,915,139	722,807,637	743,263,093	764,297,439
Tasa de Interes anual	7.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%

Redondeado a diez milésimas

Proyección de Tasa de Rendimiento calculado como utilizando móvil

Ilustración 278 - Tabla de Proyección de Ingresos de Cartera de Crédito de Banco General, S.A.

4.2.2 Ingresos por Inversiones de Banco General, S.A.

Para la proyección de los ingresos por inversiones, se calculó la proyección del saldo del portafolio de inversiones en base a la participación histórica promedio que tienen dentro de los activos rentables de 28.2%, esto se multiplicó por el promedio de tasa de los 2 últimos años (3.1%) para obtener la proyección de ingresos.

Ingreso por Inversiones - Banco General, S.A (en USD)	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Inversiones (en USD):	4,973,440,705	4,619,704,477	4,820,199,651	4,956,611,301	5,096,883,401	5,241,125,201
Intereses	189,475,461	138,591,134	144,605,990	153,654,950	155,454,944	161,426,656
Tasa de Rendimiento	3.8%	3.0%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%

Redondeado a diez milésimas

Proyección de Tasa de Rendimiento calculado utilizando media móvil

Ilustración 28 - Tabla de Proyección de Ingreso de Inversiones de Banco General, S.A.

4.2.3 Ingresos por Depósitos en Bancos de Banco General, S.A.

La proyección de los ingresos por depósitos, se calculó utilizando la participación histórica de los depósitos dentro de los activos rentables de 3.3%, esto se multiplicó por el promedio de tasa de los 2 últimos años (1.1%) para obtener la proyección de ingresos.

Ingreso por Depósitos en banco - Banco General, S.A (en USD)	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
A la vista	332,526,449	298,467,311	311,420,793	320,234,001	329,296,623	338,615,718
A plazo	194,694,021	242,136,404	252,645,124	259,794,981	267,147,179	274,707,444
Intereses	9,325,903	5,946,641	6,204,725	6,380,319	6,560,882	6,746,555
Tasa de Rendimiento	1.8%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

Redondeado a diez milésimas

Depósitos a la vista y a plazo compuesto por sector interno y externo

Proyección de Tasa de Rendimiento calculado utilizando media móvil

Ilustración 290 - Tabla de Proyección de Ingresos por Depósitos en Bancos de Banco General, S.A.

4.2.4 Ingresos Operacionales de Banco General, S.A.

Para el cálculo de los ingresos operacionales, se realizó la proyección de los activos rentables, dividiendo la participación promedio de la cartera de préstamos internos histórica entre el total de activos rentables compuesto por inversiones, depósitos y cartera de préstamos, entre la cartera de préstamos proyectada en base al análisis económico realizado sobre el PIB. El total de intereses es la suma de los ingresos proyectados por intereses de cartera de crédito, depósitos e inversiones.

Ingresos Operacionales (en USD)	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Total de Intereses	1,039,844,602	818,215,309	853,725,853	882,842,906	905,278,919	932,470,650
Total de Activos Rentables	17,584,350,069	16,381,930,768	17,092,906,563	17,576,635,819	18,074,054,613	18,585,550,358

Proyección de Activos rentable utilizando promedio historico del peso de los prestamos.

Ilustración 301 - Tabla de Proyección de Ingresos Operacionales de Banco General, S.A.

4.3 Proyección de Gastos de Banco General, S.A.

Para los gastos del Sistema Bancario Nacional se proyecta una disminución en el año 2020, ya que de acuerdo a la proyección en este año habrá una variación negativa en las cuentas de activos y pasivos, lo cual se refleja como disminución en gastos operativos, una vez se dé la reactivación económica en Panamá, estos gastos empezarán a crecer nuevamente en proporción al aumento de activos y pasivos.

Para el cálculo de la proyección de los gastos se realizó una proyección del índice de eficiencia que corresponde a la división del total de gastos entre los ingresos netos de intereses y comisiones después de provisiones, esta proyección se realizó mediante un promedio móvil de 2 años. Una vez proyectado el índice de eficiencia se proyectaron los gastos dividiendo el promedio de los gastos de los últimos 5 años, entre el promedio del índice de eficiencia de los últimos 5 años por el promedio móvil proyectado.

Total gastos (en USD)	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24
Gastos por comisiones y otros gastos	(94,963,682)	(81,005,596)	(80,666,715)	(80,836,155)	(80,757,952)	(80,797,054)
Salarios y otros gastos de personal	(178,976,862)	(165,505,663)	(164,813,282)	(165,159,472)	(164,999,692)	(165,079,582)
Depreciación y amortización	(28,600,218)	(23,242,966)	(23,145,731)	(23,194,348)	(23,171,910)	(23,183,129)
Gastos de propiedades, mobiliario y equipo	(22,315,771)	(22,146,889)	(22,054,239)	(22,100,564)	(22,079,183)	(22,089,873)
Otros gastos	(78,281,956)	(68,099,224)	(67,814,336)	(67,956,780)	(67,891,036)	(67,923,908)
Total	(403,138,489)	(360,000,337)	(358,494,302)	(359,247,320)	(358,899,773)	(359,073,546)
Indice de eficiencia	61.6%	62.2%	61.9%	62.0%	62.0%	62.0%

Redondeado a diez milésimas

Proyección de índice de eficiencia calculado utilizando una media móvil

Ilustración 312 - Tabla de Proyección de Gastos de Banco General, S.A.

4.4 Indicadores Financieros Históricos y Proyectados de Banco General, S.A.

A partir del análisis y de las proyecciones de las cuentas del estado de resultado del banco a junio de 2020, se calcularon los indicadores financieros para visualizar la posición histórica de Banco General, S.A. con el Sistema Bancario Nacional, en los cuales se refleja que Banco General, S.A. está por encima del promedio en todos los indicadores financieros, lo cual demuestra una robusta posición dentro del mercado y una posición líder en temas de rentabilidad.

Indicadores Financieros (en USD)	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
NIM - Banco General	3.3%	3.3%	3.4%	3.4%	3.7%	2.7%
ROA - Banco General	2.2%	2.2%	2.4%	2.3%	2.7%	1.5%
ROA - Industria	1.4%	1.2%	1.5%	1.4%	1.3%	0.7%
ROE - Banco General	20.3%	19.9%	21.0%	19.9%	20.3%	11.0%
ROE - Industria	13.5%	11.5%	13.0%	12.7%	11.2%	6.2%
Activos Ponderados por Riesgo - Banco General	10,444,406,442	10,684,527,402	11,521,593,067	12,053,459,676	12,983,314,579	13,607,129,152
Solvencia - Banco General	15.5%	17.1%	17.8%	18.1%	19.1%	19.2%
Ingresos intereses / Activos Rentable	4.9%	5.0%	5.2%	5.5%	6.0%	4.2%
Gastos Intereses / (Depositos+Colocaciones)	1.8%	1.9%	2.1%	2.3%	2.7%	1.8%
Interest Income GAP Analysis	3.1%	3.1%	3.1%	3.2%	3.3%	2.4%

* 2020: Ene-Jun

Tasas de Rendimiento redondeado a diez milésimas

Ilustración 323 - Tablas de Indicadores Financieros de Rentabilidad y Solvencia Históricas de Banco General, S.A.

Adicional se muestra la evolución de estos indicadores basados en las proyecciones calculadas en las cuales se visualiza una caída en rentabilidad para el año 2020 por la crisis económica generada por el COVID 19, sin embargo, se proyecta un crecimiento posterior desde el año en adelante según proyecciones de crecimiento. La proyección de solvencia muestra un aumento, esto debido a que se proyecta un aumento en el riesgo de no pago de las carteras lo cual exigirá un mayor aporte de capital.

Indicadores Financieros (en USD)	2020	2021	2022	2023	2024	Promedio		Dif
						Historico	Proyeccion	
NIM - Banco General	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.4%	3.1%	- 0.3%
ROA - Banco General	0.6%	0.8%	0.8%	0.9%	1.3%	2.4%	0.9%	- 1.5%
ROA - Industria						1.4%		
ROE - Banco General	4.0%	4.7%	4.9%	5.9%	7.7%	20.3%	5.4%	- 14.8%
ROE - Industria						12.4%		
Activos Ponderados por Riesgo - Banco General	13,674,547,919	14,268,023,298	14,671,808,358	15,087,020,534	15,513,983,215			
Solvencia - Banco General	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	18.9%	21.0%	+ 2.1%
Ingresos intereses / Activos Rentable	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.3%	5.0%	- 0.3%
Gastos Intereses / (Depositos+Colocaciones)	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.2%	2.1%	- 0.1%
Interest Income GAP Analysis	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%	3.2%	2.9%	- 0.3%

* 2020: Ene-Jun

Tasas de Rendimiento redondeado a diez milésimas

Ilustración 334 - Tablas de Indicadores Financieros de Rentabilidad y Solvencia Proyectados de Banco General, S.A.

Los gráficos de rentabilidad muestran un decrecimiento para diciembre 2020, esto debido a que la baja de cartera de crédito local para Banco General, S.A., reducirá las utilidades del banco. Para el año 2021 en adelante se proyecta una tendencia de crecimiento basado en la recuperación económica de Panamá que se espera para el año 2021.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
NIM - Banco General	3%	3%	3%	3%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
ROA - Banco General	2.2%	2.2%	2.4%	2.3%	2.7%	0.6%	0.8%	0.8%	0.9%	1.3%
ROA - Industria	1%	1%	1%	1%	1%					
ROE - Banco General	20%	20%	21%	20%	20%	4%	5%	5%	6%	8%
ROE - Industria	14%	12%	13%	13%	11%					
Solvencia - Banco General	17%	19%	19%	19%	20%	21%	21%	21%	21%	21%
Ingresos intereses / Activos Rentable	5%	5%	5%	5%	6%	5%	5%	5%	5%	5%
Gastos Intereses / (Depositos+Colocaciones)	2%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
Interest Income GAP Analysis	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Utilidad Neta / Ingresos por intereses y Comisiones	65%	66%	72%	67%	72%	20%	24%	25%	30%	39%
Provisiones para perdida prestamos / Prestamos	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	3%	2%	3%	2%	2%

Ilustración 345- Tabla de Resumen Histórico y Proyecciones de Razones Financieras de Banco General, S.A.

El ROA de Banco General, S.A. está arriba del 2% entre el año 2015 y 2019, muestra una brecha amplia en contraste con el Sector Bancario Nacional entre 0.5 y 1 puntos porcentuales. Se proyecta para el año 2020 una caída en este indicador debido a la disminución de utilidades por el COVID 19, sin embargo, se proyecta un crecimiento mayor desde el año 2021 en adelante.

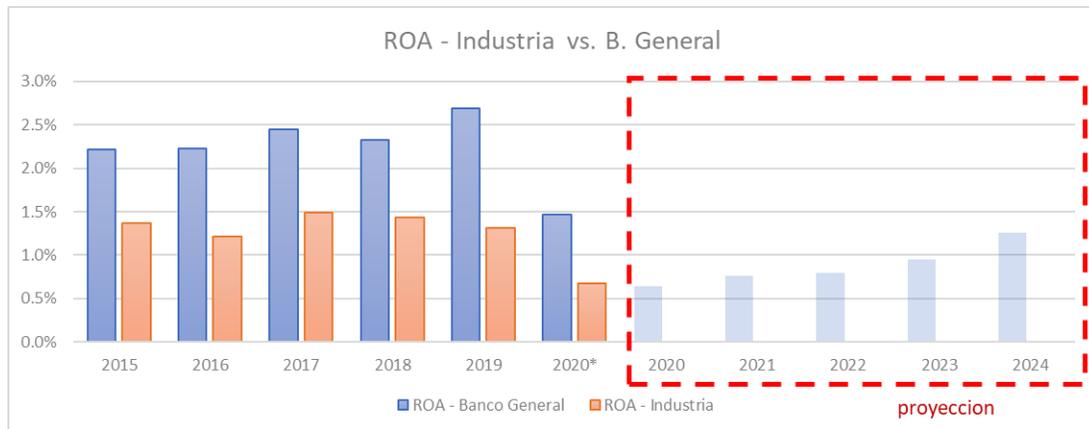


Ilustración 35 - Gráficos de ROA Históricos y Proyectados de Sistema Bancario Nacional vs. Banco General, S.A.

El ROE de Banco General, S.A. está arriba del 20% entre al año 2015 y 2019, muy por encima del promedio del Sistema Bancario Nacional que está en promedio en 12% entre el 2015 y 2019. Este indicador demuestra una la alta capacidad de Banco General, S.A. para generar utilidades y rentabilizar su patrimonio. Para el año 2020 se proyecta una disminución por la crisis económica debido al COVID 19. De acuerdo a las proyecciones de recuperación económica para el año 2021 en adelante se proyecta crecimiento en este indicador.

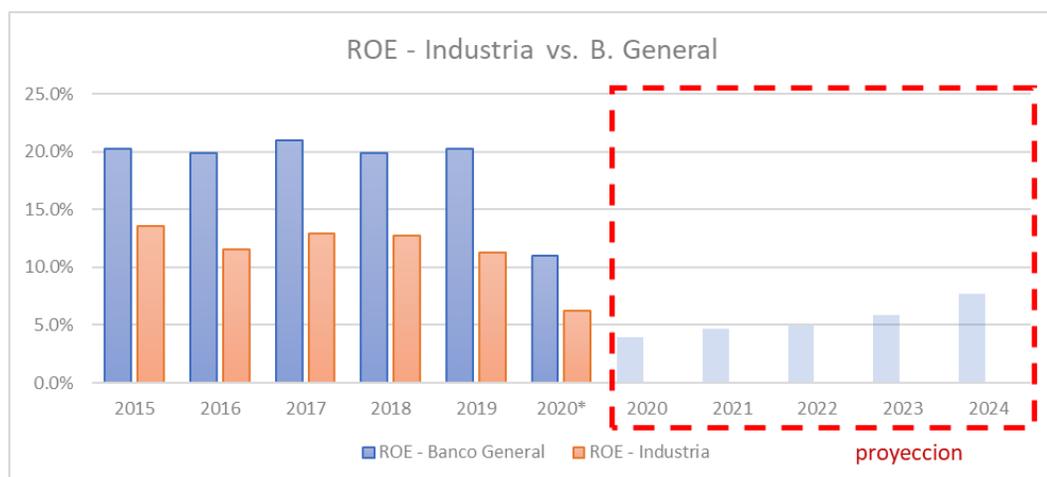


Ilustración 36 - Gráficos de ROE Históricos y Proyectados de Sistema Bancario Nacional vs. Banco General, S.A.

Los gráficos de solvencia muestran una tendencia de aumento en la proyección realizada. Esto es una medida que se proyecta que el banco va a tomar para soportar el aumento en cartera riesgosa y provisiones por pérdidas de préstamos.

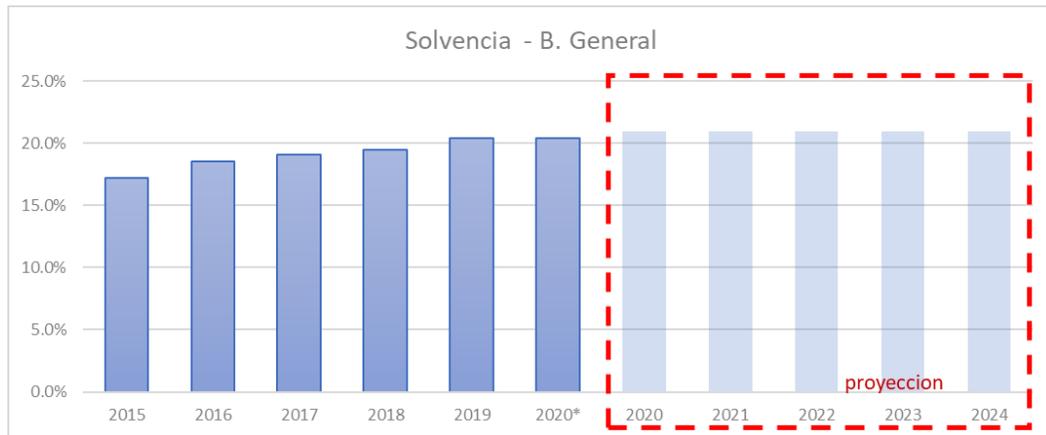


Ilustración 37 - Gráficos de Indicadores de Rentabilidad y Solvencia Históricos y Proyectados de Banco General, S.A.

El NIM muestra una caída hasta junio de 2020 para Banco General, S.A., de acuerdo a la disminución de cartera de crédito, comisiones y servicios y el aumento en provisiones por pérdidas de préstamos. De acuerdo a las proyecciones de crecimiento, se espera recuperación para el año 2021 en adelante.

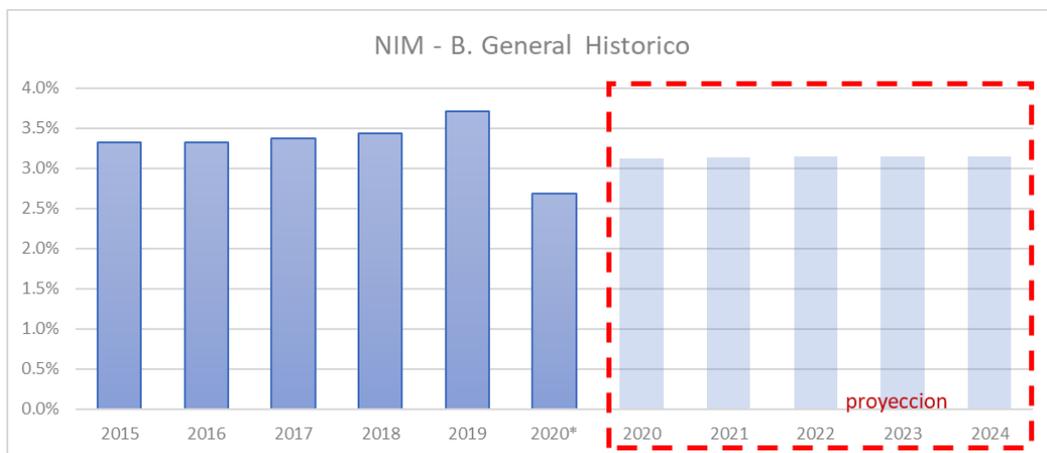


Ilustración 389 - Gráfico de NIM Histórico y Proyección de Banco General, S.A.

La relación de utilidad neta entre ingresos por intereses y comisiones, mostraba un resultado arriba de 60% históricamente, sin embargo, al cierre del año 2020 se espera una caída dramática en este indicador con un lento crecimiento para los años posteriores, esto se debe a que la utilidad para

los próximos años se reducirá a causa del aumento en gasto de provisiones por pérdidas en préstamos.

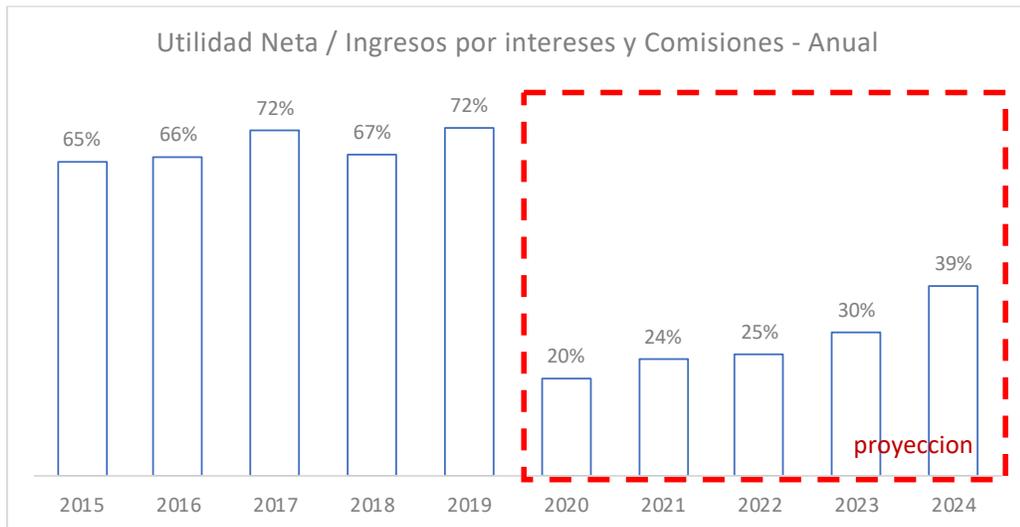


Ilustración 390 - Gráfico de Utilidad Neta / Ingresos por Intereses y Comisiones Histórico y Proyectados de Banco General, S.A.

La relación de provisiones por pérdida de préstamos y el monto total de préstamos, arrojaba un resultado por debajo de 0.5% en todos los años antes del 2020, a partir de la crisis por la pandemia, este indicador sube hasta casi 2.5%, esto indica que se esperan para los siguientes años una acumulación en provisiones robusta para cubrir el riesgo de crédito de los clientes del banco.



Ilustración 401 - Gráfico de relación de Provisiones y Préstamos Histórico y Proyectado de Banco General, S.A.

5. Proyección de EERR de Banco General, S.A.

Para la proyección del estado de resultados de Banco General, S.A., se tomó la información histórica desde diciembre de 2015 a junio de 2020. Como mencionado en el punto 6.2, los siguientes ingresos fueron proyectados de acuerdo a las metodologías antes expuestas: ingresos por intereses, ingresos por inversiones, ingresos por depósitos en bancos, ingresos por comisiones de préstamos y servicios e ingresos operacionales. Para la cuenta de gastos por comisiones, depreciación, salarios, propiedades e inmobiliarios se explicó la metodología de cálculo en el punto 6.3. Para la proyección de las provisiones por pérdidas de préstamos se tomó el valor porcentual dentro del total de ingresos de junio 2020 como una constante que se va a mantener, debido a que las provisiones han aumentado significativamente en el 2020 por la crisis del COVID 19. El resto de las cuentas del estado de resultados se proyectaron bajo el supuesto de que la estructura obtenida mediante un análisis vertical del mismo, se mantendría igual en los próximos años, esto en función de la proyección de los ingresos y gastos proyectados anteriormente.

Banco General (en USD)	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
Ingresos por intereses y comisiones:						
Intereses:						
Préstamos	571,052,698	634,590,295	708,926,086	781,358,271	841,043,238	415,602,874
Depósitos en bancos	4,212,257	5,141,335	6,215,318	7,932,023	9,325,903	3,806,599
Inversiones y otros activos financieros	108,606,347	124,546,599	133,428,336	168,763,694	189,475,461	82,071,868
Comisiones de préstamos	41,937,423	44,118,606	43,080,817	45,511,659	46,300,912	15,693,457
Total de ingresos por intereses y comisiones	725,808,725	808,396,835	891,650,557	1,003,565,647	1,086,145,514	517,174,798
Gastos por intereses:						
Depósitos	174,833,861	189,332,041	208,227,386	229,386,783	262,369,392	131,906,132
Obligaciones y colocaciones	44,392,753	64,494,051	85,033,238	123,245,302	124,594,527	42,984,919
Total de gastos por intereses	219,226,614	253,826,092	293,260,624	352,632,085	386,963,919	174,891,051
Ingreso neto por intereses y comisiones	506,582,111	554,570,743	598,389,933	650,933,562	699,181,595	342,283,747
Provisión para pérdidas en préstamos, neta	29,236,519	45,532,128	44,484,763	41,983,447	41,953,835	69,819,024
Provisión para valuación de inversiones	24,742	36,293	940	1,937,809	1,141,243	6,257,908
Provisión para activos adjudicados para la venta, neta	316,808	752,600	539,001	1,882,475	1,827,973	212,006
Ingreso neto de intereses y comisiones después de provisiones	477,004,042	508,249,722	553,365,229	605,129,831	654,258,544	265,994,809
Otros ingresos (gastos):						
Honorarios y otras comisiones	161,873,199	179,744,482	199,461,792	212,896,602	229,220,594	94,622,188
Primas de seguros, neta	17,687,706	22,498,050	26,884,905	29,997,713	33,930,416	19,123,822
Ganancia (pérdida) en instrumentos financieros, neta	-4,081,095	4,638,647	16,477,377	-11,538,237	15,347,617	-4,975,199
Otros ingresos, neto	21,580,990	18,079,609	39,085,609	25,649,325	28,607,715	12,444,500
Gastos por comisiones y otros gastos	-65,942,725	-72,253,123	-77,757,769	-85,278,007	-94,963,682	-40,007,984
Total de otros ingresos, neto	131,118,075	152,707,665	204,151,914	171,727,396	212,142,660	81,207,327
Gastos generales y administrativos:						
Salarios y otros gastos de personal	146,004,951	157,090,553	165,674,924	173,009,468	178,976,862	87,323,410
Depreciación y amortización	16,892,070	18,961,057	22,214,444	24,983,778	28,600,218	14,507,766
Gastos de propiedades, mobiliario y equipo	16,670,140	18,743,571	23,925,449	25,306,097	22,315,771	11,201,952
Otros gastos	60,890,251	60,100,437	68,584,418	70,667,643	78,281,956	35,339,168
Total de gastos generales y administrativos	240,457,412	254,895,618	280,399,235	293,966,986	308,174,807	148,372,296
Utilidad neta operacional	367,664,705	406,061,769	477,117,908	482,890,241	558,226,397	198,829,840
Participación patrimonial en asociadas	5,568,833	8,040,022	8,569,626	9,934,441	10,897,963	3,938,755
Utilidad neta antes de impuesto sobre la renta	373,233,538	414,101,791	485,687,534	492,824,682	569,124,360	202,768,595
Impuesto sobre la renta, neto	44,567,295	48,713,736	55,941,007	58,616,476	64,858,040	12,095,620
Utilidad neta	328,666,243	365,388,055	429,746,527	434,208,206	504,266,320	190,672,975

* 2020: Ene-Jun

Ilustración 412 - Tabla de EERR Histórico 2015 – 2020 de Banco General, S.A.

En la proyección del análisis vertical del Estado de Resultado de Banco General, S.A., en los ingresos financieros se muestra el impacto negativo en los intereses por préstamos y en depósitos en bancos y aumento en los ingresos por intereses de inversiones debido al aumento del portafolio de inversiones para generar mayor retorno de fondos excedentes. Para los gastos financieros resalta el aumento en provisiones por pérdidas de préstamos, de acuerdo al aumento en riesgo de no pago de las carteras de préstamos. El rubro de otros ingresos en el año 2020 genera un crecimiento 3.8% puntos porcentuales menor al 2019. Los gastos generales y administrativos se proyectan que aumentaran 0.04 puntos porcentuales. En resumen, el impacto de todas estas variaciones muestra una disminución de las utilidades con una diferencia de -9.5 puntos porcentuales de composición del total de los ingresos del banco.

Banco General	2015	2016	2017	2018	2019	2020*	Proyeccion
Préstamos	78.7%	78.5%	79.5%	77.9%	77.4%	80.4%	78.3%
Depósitos en bancos	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	0.7%	0.8%
Inversiones y otros activos financieros	15.0%	15.4%	15.0%	16.8%	17.4%	15.9%	16.4%
Comisiones de préstamos	5.8%	5.5%	4.8%	4.5%	4.3%	3.0%	4.5%
Total de ingresos por intereses y comisiones	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100%
Gastos por intereses:							
Depósitos	24.1%	23.4%	23.4%	22.9%	24.2%	25.5%	23.5%
Obligaciones y colocaciones	6.1%	8.0%	9.5%	12.3%	11.5%	8.3%	11.1%
Total de gastos por intereses	30.2%	31.4%	32.9%	35.1%	35.6%	33.8%	34.6%
Ingreso neto por intereses y comisiones	69.8%	68.6%	67.1%	64.9%	64.4%	66.2%	65.5%
Provisión para pérdidas en préstamos, neta	4.0%	5.6%	5.0%	4.2%	3.9%	13.5%	13.5%
Provisión para valuación de inversiones	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	1.2%	1.2%
Provisión para activos adjudicados para la venta, neta	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%
Ingreso neto de intereses y comisiones después de provisiones	65.7%	62.9%	62.1%	60.3%	60.2%	51.4%	60.9%
Otros ingresos (gastos):							
Honorarios y otras comisiones	22.3%	22.2%	22.4%	21.2%	21.1%	18.3%	21.6%
Primas de seguros, neta	2.4%	2.8%	3.0%	3.0%	3.1%	3.7%	3.0%
Ganancia (pérdida) en instrumentos financieros, neta	-0.6%	0.6%	1.9%	-1.2%	1.4%	-1.0%	0.7%
Otros ingresos, neto	3.0%	2.2%	4.4%	2.6%	2.6%	2.4%	3.2%
Gastos por comisiones y otros gastos	-9.1%	-8.9%	-8.7%	-8.5%	-8.7%	-7.7%	-8.7%
Total de otros ingresos, neto	18.1%	18.9%	22.9%	17.1%	19.5%	15.7%	19.9%
Gastos generales y administrativos:							
Salarios y otros gastos de personal	20.1%	19.4%	18.6%	17.2%	16.5%	16.9%	17.4%
Depreciación y amortización	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%	2.6%	2.8%	2.5%
Gastos de propiedades, mobiliario y equipo	2.3%	2.3%	2.7%	2.5%	2.1%	2.2%	2.4%
Otros gastos	8.4%	7.4%	7.7%	7.0%	7.2%	6.8%	7.3%
Total de gastos generales y administrativos	33.1%	31.5%	31.5%	29.3%	28.4%	28.7%	29.7%
Utilidad neta operacional	50.7%	50.2%	53.5%	48.1%	51.4%	38.5%	51.0%
Participación patrimonial en asociadas	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.8%	1.0%
Utilidad neta antes de impuesto sobre la renta	51.4%	51.2%	54.5%	49.1%	52.4%	39.2%	52.0%
Impuesto sobre la renta, neto	6.1%	6.0%	6.3%	5.8%	6.0%	2.3%	6.0%
Utilidad neta	45.3%	45.2%	48.2%	43.3%	46.4%	36.9%	46.0%

Tasas de Rendimiento redondeado a diez milésimas

* 2020: Ene-Jun

Ilustración 423 - Tabla de Análisis Vertical EERR de Banco General, S.A.

Para el 31 de diciembre del año 2020 se proyecta disminución en el total de ingresos y gastos del banco, dando como resultado una disminución en las utilidades de -77.45% con respecto a las utilidades del año 2019. Para el año 2021 en adelante se proyecta un crecimiento de las utilidades a un menor ritmo en la medida que se vaya recuperando la economía de Panamá posterior al COVID 19.

Banco General (en USD)	2020	2021	2022	2023	2024	Perpetuidad
Ingresos por intereses y comisiones:						
Intereses:						
Préstamos	673,677,534	702,915,139	722,807,637	743,263,093	764,297,439	781,417,701
Depósitos en bancos	5,946,641	6,204,725	6,380,319	6,560,882	6,746,555	6,897,678
Inversiones y otros activos financieros	138,591,134	144,605,990	153,654,950	155,454,944	161,426,656	165,042,613
Comisiones de préstamos	43,696,895	44,124,394	44,415,253	44,714,343	45,021,898	45,272,222
Total de ingresos por intereses y comisiones	861,912,204	897,850,247	927,258,159	949,993,262	977,492,547	998,630,214
Gastos por intereses:						
Depósitos	202,204,603	210,635,668	217,534,764	222,868,419	229,319,752	234,278,648
Obligaciones y colocaciones	95,672,255	99,661,377	102,925,656	105,449,252	108,501,673	110,847,954
Total de gastos por intereses	297,876,858	310,297,045	320,460,420	328,317,671	337,821,424	345,126,602
Ingreso neto por intereses y comisiones	564,035,346	587,553,202	606,797,739	621,675,591	639,671,123	653,503,612
Provisión para pérdidas en préstamos, neta	280,698,972	291,094,505	301,169,849	297,305,237	254,765,813	134,815,079
Provisión para valuación de inversiones	10,429,138	6,374,737	10,292,566	1,424,990	1,466,239	12,083,426
Provisión para activos adjudicados para la venta, neta	1,206,677	1,256,990	1,298,161	1,329,991	1,368,490	1,398,082
Ingreso neto de intereses y comisiones después de	271,700,559	288,826,969	294,037,163	321,615,373	382,070,582	505,207,025
Otros ingresos (gastos):						
Honorarios y otras comisiones	185,828,271	193,576,513	199,916,859	204,818,547	210,747,393	215,304,674
Primas de seguros, neta	26,202,131	27,294,648	28,188,648	28,879,795	29,715,773	30,358,359
Ganancia (pérdida) en instrumentos financieros, neta	6,033,385	6,284,952	6,490,807	6,649,953	6,842,448	6,990,412
Otros ingresos, neto	27,494,999	28,641,423	29,579,535	30,304,785	31,182,012	31,856,304
Gastos por comisiones y otros gastos	-81,005,596	-80,666,715	-80,836,155	-80,757,952	-80,797,054	-86,381,514
Total de otros ingresos, neto	164,553,191	175,130,820	183,339,694	189,895,128	197,690,573	198,128,235
Gastos generales y administrativos:						
Salarios y otros gastos de personal	165,505,663	164,813,282	165,159,472	164,999,692	165,079,582	174,061,246
Depreciación y amortización	23,242,966	23,145,731	23,194,348	23,171,910	23,183,129	25,365,207
Gastos de propiedades, mobiliario y equipo	22,146,889	22,054,239	22,100,564	22,079,183	22,089,873	24,166,851
Otros gastos	68,099,224	67,814,336	67,956,780	67,891,036	67,923,908	72,999,869
Total de gastos generales y administrativos	278,994,741	277,827,587	278,411,164	278,141,821	278,276,493	296,593,174
Utilidad neta operacional	157,259,009	186,130,202	198,965,693	233,368,680	301,484,662	406,742,086
Participación patrimonial en asociadas	8,446,740	8,798,932	9,087,130	9,309,934	9,579,427	9,786,576
Utilidad neta antes de impuesto sobre la renta	165,705,748	194,929,135	208,052,823	242,678,614	311,064,089	416,528,662
Impuesto sobre la renta, neto	51,973,306	54,140,370	55,913,667	57,284,594	58,942,801	60,217,402
Utilidad neta	113,732,442	140,788,765	152,139,156	185,394,020	252,121,288	356,311,261

Ilustración 434 - Tabla de Proyección de Cuentas del Estado de Resultados de Banco General, S.A.

6. Proyección de Dividendos y Necesidad de Capital de Banco General, S.A.

6.1 Método de Flujo de Caja del Patrimonio o Flujo del Accionista de Banco General, S.A.

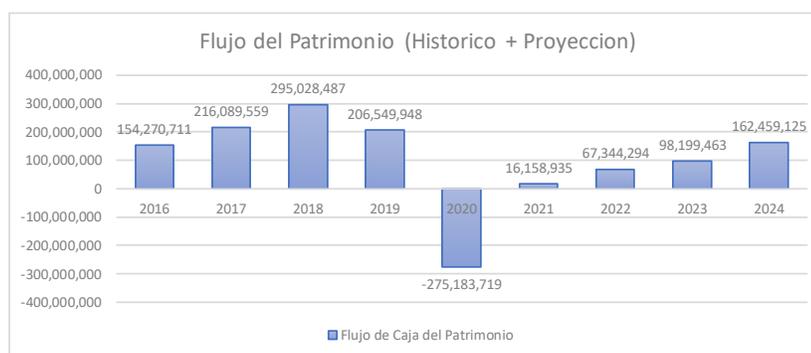
Como se explica al inicio del informe, este es el método más preciso para valorizar empresas financieras por la naturaleza y la regulación de la industria.

De acuerdo a la metodología se utilizará la fórmula a continuación descrita. Como se explica en el numeral 5.4, se utilizará la tasa K_p para descontar el flujo del patrimonio de la empresa.

Para proyectar el flujo del patrimonio, tomamos una tasa de repartición de utilidades histórica de un 35% y la restamos del total de utilidad del ejercicio. Luego de esta proyección se resta la necesidad de reinversión de capital calculando los cambios en el patrimonio a partir de la utilidad proyectada.

Valoración (en USD)	2020*	2021	2022	2023	2024	Valor Perpetuo
Utilidad del ejercicio	56,866,221	140,788,765	152,139,156	185,394,020	252,121,288	
Aumentos de capital	(194,458,081)	(124,629,830)	(84,794,862)	(87,194,557)	(89,662,163)	
Flujo de Caja del Patrimonio	-137,591,860	16,158,935	67,344,294	98,199,463	162,459,125	162,459,125
Años desde la valoración	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	
Factor de descuento	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	
Valor presente flujo de caja	-129,515,790	13,477,293	49,768,057	64,301,182	94,257,063	

Ilustración 445 - Tabla de Proyección de Flujo Futuros del Patrimonio de Banco General, S.A.



- Los flujos del patrimonio serán afectados a niveles del 2016 por la Pandemia del COVID-19.

Ilustración 45- Gráfica de Evolución del Flujo del Patrimonio de Banco General, S.A.

7. Valoración Económica y valor de acción de Banco General, S.A.

Una vez tenemos el flujo del patrimonio descontado se aplicó la fórmula para la valoración por método de Flujo de Caja Patrimonial Descontado.

$$(1) \text{ Valor Implícito} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{Flujo del Patrimonio}_i}{(1 + k_p)^n}$$

$$(2) \text{ Valor Terminal} = \frac{\frac{\text{Valor Perpetuo}}{k_p - g}}{(1 + k_p)^n}$$

$$\text{Valor por acción} = \frac{\text{Valor Patrimonial}}{n_{acc}}$$

Ilustración 46 - Fórmula de Flujo de Caja Patrimonial Descontado

El resultado del descuento del flujo del patrimonio a la tasa Kp dividido entre el número de acciones en circulación de Banco General, S.A., arrojó un valor de acción de USD87 vs el precio de mercado USD72, dando como diferencia **+USD15** (20%)

Valor Patrimonial (en USD)	
Valor implícito	92,287,805.39
Valor presente del valor terminal	762,597,598.25
Valor patrimonial	854,885,403.64

$$(1) \text{ Valor Implícito} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{Flujo del Patrimonio}_i}{(1 + k_p)^n}$$

$$(2) \text{ Valor Terminal} = \frac{\frac{\text{Valor Perpetuo}}{k_p - g}}{(1 + k_p)^n}$$

Valoración (en USD)	
Numero de accion	9,787,108
Valor de la accion	87
PE Multiplo	7.52x
Valor del Mercado de la accion (Jun'20)	72

$$\text{Valor por acción} = \frac{\text{Valor Patrimonial}}{n_{acc}}$$

Ilustración 47 - Tabla de Descuento de los Flujos Futuros y Valor de Acción de Banco General, S.A.

8. Análisis de sensibilidad del valor de la acción de Banco General, S.A.

Se realizó un análisis de sensibilidad para medir el impacto que tiene el valor de la acción de Banco General S.A. al movimiento en 3 variables; 1) variaciones en la tasa de descuento, 2) variaciones en el promedio del crecimiento anual de las colocaciones, y 3) variaciones en el crecimiento del índice de provisiones por pérdida de préstamo.

El análisis de sensibilidad comprueba la funcionalidad del modelo, ya que.

1. Al aumentar la tasa de descuento **+10** puntos básicos el valor de la acción de Banco General S.A. disminuye **-1%**.
2. Al aumentar el promedio del crecimiento anual de las colocaciones en **+30** puntos básicos **-3%**.
3. Al aumentar el índice de provisiones por pérdidas de préstamos en **+10** puntos básicos, el valor de la acción de Banco General, S.A. disminuye **-11%**.

Tasa de descuento	12.86%
Growth (Val Term)	0.5%

Target price - Junio 2020 (en USD)		Crecimiento de Colocaciones						
		0.2%	0.5%	0.8%	1.1%	1.4%	1.7%	2.0%
Tasa de descuento	12.5%	82	85	88	92	94	98	101
	12.6%	81	84	87	90	93	97	100
	12.7%	80	83	86	89	92	96	99
	12.8%	79	82	85	88	91	94	98
	12.9%	78	81	84	87	90	93	96
	13.0%	77	80	83	86	89	92	95
	13.1%	76	79	82	85	88	91	94
	13.2%	76	78	81	84	87	90	93
	13.3%	75	78	80	83	86	89	92

PE Multiplo - Junio 2020 (en USD)		Crecimiento de Colocaciones						
		0.2%	0.5%	0.8%	1.1%	1.4%	1.7%	2.0%
Tasa de descuento	12.5%	7x	7x	8x	8x	8x	8x	9x
	12.6%	7x	7x	7x	8x	8x	8x	9x
	12.7%	7x	7x	7x	8x	8x	8x	8x
	12.8%	7x	7x	7x	8x	8x	8x	8x
	12.9%	7x	7x	7x	8x	8x	8x	8x
	13.0%	7x	7x	7x	7x	8x	8x	8x
	13.1%	7x	7x	7x	7x	8x	8x	8x
	13.2%	7x	7x	7x	7x	7x	8x	8x
	13.3%	6x	7x	7x	7x	7x	8x	8x

Target price - Junio 2020 (en USD)		Indice de Provisiones por perdida de prestamo						
		2.1%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%	2.7%
Tasa de descuento	12.5%	123	112	102	92	81	70	60
	12.6%	121	111	101	90	80	70	59
	12.7%	120	110	100	89	79	69	58
	12.8%	119	109	98	88	78	68	58
	12.9%	118	107	97	87	77	67	57
	13.0%	116	106	96	86	76	66	56
	13.1%	115	105	95	85	75	65	55
	13.2%	114	104	94	84	74	64	55
	13.3%	113	103	93	83	73	64	54

PE Multiplo - Junio 2020 (en USD)		Crecimiento de Indice de Provisiones por perdida de prestamo						
		2.1%	2.2%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%	2.7%
Tasa de descuento	7.7%	11x	10x	9x	8x	7x	6x	5x
	7.8%	10x	10x	9x	8x	7x	6x	5x
	7.9%	10x	9x	9x	8x	7x	6x	5x
	8.0%	10x	9x	8x	8x	7x	6x	5x
	12.9%	10x	9x	8x	8x	7x	6x	5x
	8.2%	10x	9x	8x	7x	7x	6x	5x
	8.3%	10x	9x	8x	7x	6x	6x	5x
	8.4%	10x	9x	8x	7x	6x	6x	5x
	8.5%	10x	9x	8x	7x	6x	5x	5x

Nota: Las tablas del análisis de sensibilidad no se actualizan automáticamente.

Ilustración 48 - Tabla de Análisis de Sensibilidad de Valores de la Acción de Banco General, S.A.

9. Valoración por método DDM (Discount Dividend Model)

Los modelos de dividendos descontados son métodos para valorar el precio de la acción de una compañía en función de los dividendos que va a repartir dicha compañía en el futuro. Conocidos también por su nombre en inglés dividend discount model (DDM). Estos modelos se basan en la teoría de que el precio de una acción debe ser igual al precio de los dividendos que va a entregar la empresa, descontados a su valor actual neto.

Utilizamos el modelo de DDM para tener un precio de la acción alternativo para poder contrastar contra el modelo de flujo patrimonial descontado, en este utilizamos la tasa K_p como tasa de descuento, adicional se usó una tasa de pago de dividendos calculado en base a la media histórica y por último usamos como supuesto una tasa de crecimiento (tasa de reinversión de utilidades) calculada multiplicando el ROE del último periodo por el Índice de capital o solvencia.

Valoración (en USD)	2020*	2021	2022	2023	2024	Valor Perpetuo	CAPM	
Utilidad del ejercicio	113,732,442	140,788,765	152,139,156	185,394,020	252,121,288		Tasa libre de riesgo (BCU-30)	2.23%
Dividendos	60,748,699.17	75,200,480.58	81,263,143.88	99,025,795.27	134,667,294.26	137,683,842	PRM	7.58%
Años desde la valoración	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5		Costo de la deuda (k _b)	3.08%
Factor de descuento	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6		Beta patrimonial con deuda (B _{p c/d})	0.94
Valor presente flujo de caja	57,183,003	62,720,650	60,054,217	64,842,265	78,132,537		Tasa de descuento	12.86%
							Growth rate (g)	2.2%

Ilustración 49 – Tabla de Flujo de caja del modelo DDM

Se realizó el cálculo del valor implícito del flujo de caja y el valor presente del valor terminal de Banco General, S.A., utilizando la tasa de crecimiento calculada. Una vez calculado el valor patrimonial de Banco General, S.A., lo dividimos por el total de las acciones para obtener el precio de la acción por el modelo DDM de **+USD110**. Al contrastar este precio vs. el precio de mercado de **+USD72** dio una diferencia de **+USD38** (52.58%), se concluyó que el método de Flujo Patrimonial Descontado es más preciso, pues recoge la necesidad de aumento de capital.

Valor Patrimonial (en USD)	
Valor implícito	322,932,672
Valor presente del valor terminal	752,191,206
Valor patrimonial	1,075,123,878

$$(1) \text{ Valor Implícito} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Flujo del Patrimonio}_i}{(1 + k_p)^n}$$

$$(2) \text{ Valor Terminal} = \frac{\frac{\text{Valor Perpetuo}}{k_p - g}}{(1 + k_p)^n}$$

Valoración	
Numero de acciones	9,787,108
Valor Estimada de la Accion (Jun'20)	USD 110 por accion
Multiplo Precio Utilidad	9.45x
Precio en bolsa de la Accion (Jun'20)	USD 72 por accion
Variacion vs. Precio en bolsa	Δ +52%

Ilustración 50 – Tabla de Cálculo del precio de la acción por DDM

De acuerdo a las proyecciones de reducción en la utilidad, se proyecta una disminución en los dividendos repartidos desde el 2020 al 2024, con una recuperación anual. El promedio de pago de dividendos lo utilizamos para el cálculo de la tasa de crecimiento.

en 1MM USD	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Utilidad del Ejercicio	365MM	430	434	504	114	141	152	185	252
Dividendos	200 MM	220 MM	243 MM	261 MM	61 MM	75 MM	81 MM	99 MM	135 MM
Dividendos/Utilidad	55%	51%	56%	52%	53%	53%	53%	53%	53%

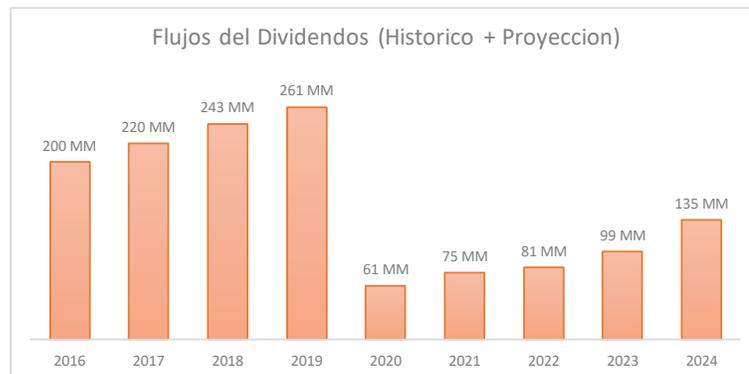


Ilustración 512 – Tabla de Flujo de Dividendos Histórico y Proyección

10. Conclusiones

En este trabajo se realizó una valoración económica de Banco General, S.A. al 30 de junio del 2020. Banco General, S.A. fue el primer banco privado de capital panameño iniciando sus operaciones en abril del 1995.

Breve Historia de la Industria Bancaria Panameña

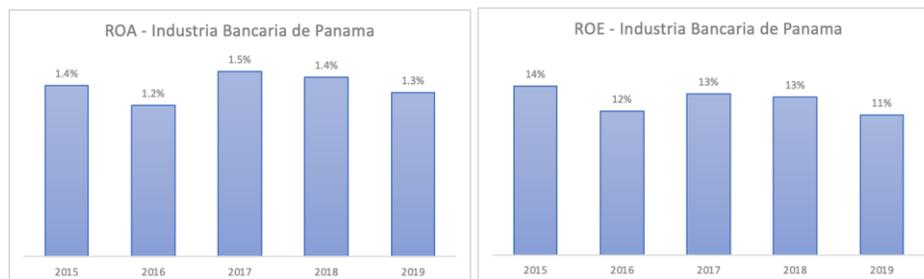
La actividad bancaria en Panamá se remonta a los albores de nuestra República, al establecerse en 1904 dos bancos importantes. Para el 2019 existen 42 bancos en el Sector Bancario Nacional y Panamá es reconocido por atraer inversión extranjera de países en la región.

Los principales 3 bancos en tamaño de cartera de crédito locales son Banco General, S.A., Banistmo, S.A. y Global Bank con una participación de mercado en el 2019 de 20%, 13% y 11% respectivamente.

Cartera de Credito Locales

Resumen (En MM USD)	2015	2016	2017	2018	2019
Banco General	8,467	9,317	10,176	10,546	10,709
BAC International Inc.	4,176	4,679	3,522	3,640	3,582
Banco Latinoamericano de Comercio Exterior	462	460	384	473	479
Global Bank	4,176	4,679	4,735	4,692	6,021
Banco Nacional de Panamá	3,429	3,553	3,606	4,199	4,396
Banistmo, S.A.	6,154	6,511	6,853	6,774	6,891
Otros Bancos	17,831	18,854	21,664	22,753	21,949
Total Sistema Bancario Nacional	44,696	48,054	50,941	53,076	54,027

Desde el 2015 hasta el 2019, el sector cuenta con una rentabilidad sobre activo promedio de 1.4% y una rentabilidad sobre patrimonio promedio de 12%.



Breve Historia de la Bolsa de Valores de Panamá

En 1989 por iniciativa del Sector Privado en búsqueda de crear un mecanismo centralizado de negociación en donde confluyesen libremente las fuerzas de oferta y demanda de valores, se crea la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. En 1990 se inicia con la primera operación en este mercado. En el año de 1990 se negociaron papeles por un total de MM USD3.3 hasta un MM USD2,639 en el año 2010.

La Bolsa de Valores de Panamá al año 2019 cuenta con 30 puestos de bolsa y 214 emisores que forman parte del mercado. Actualmente la Bolsa de Valores de Panamá a pesar de su crecimiento, se caracteriza por transar acciones con poca presencia bursátil, siendo un mercado ilíquido.

Para la valoración se calculó la presencia bursátil de Banco General, S.A. desde el año 2018 a junio de 2020, dando como resultado un 51%.

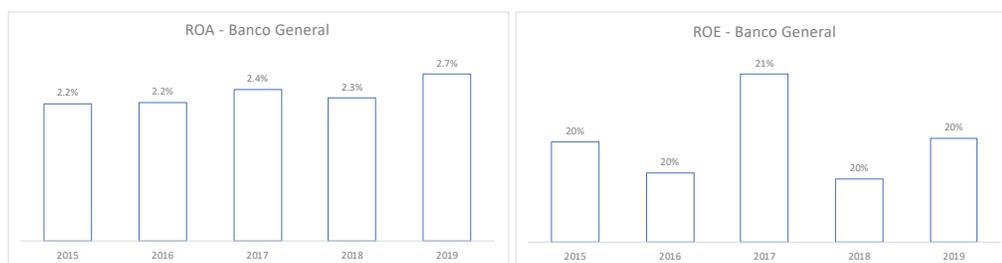
Breve Historia de Banco General, S.A.

Al 31 de diciembre de 2019 Banco General, S.A. tuvo una participación de mercado en Cartera de préstamos locales (colocaciones locales) de 20% y es el banco con la mayor participación de mercado en tamaño de cartera de crédito del Sistema Bancario Nacional de Panamá.

Participación de mercado (Colocaciones Locales)

Banco General	18.9%	19.4%	20.0%	19.9%	19.8%
BAC International Inc.	9.3%	9.7%	6.9%	6.9%	6.6%
Banco Latinoamericano de Comercio Exterior	1.0%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%
Global Bank	9.3%	9.7%	9.3%	8.8%	11.1%
Banco Nacional de Panamá	7.7%	7.4%	7.1%	7.9%	8.1%
Banistmo, S.A.	13.8%	13.6%	13.5%	12.8%	12.8%
Otros Bancos	39.9%	39.2%	42.5%	42.9%	40.6%
Total Sistema Bancario Nacional	100%	100%	100%	100%	100%

Desde el 2015 hasta el 2019, Banco General, S.A. cuenta con una rentabilidad sobre activo promedio de 2.4% y una rentabilidad sobre patrimonio promedio de 20%.



Metodología de Valoración Utilizada

El método utilizado para valorar la acción de Banco General, S.A. es el de flujo de caja patrimonial descontado. Este es el método que se utiliza para valorar a las instituciones financieras debido a (i) el flujo de efectivo no es fácilmente estimable dado que el gasto de capital, capital de trabajo y deuda, no están claramente definidos, (ii) captura la necesidad de hacer aumentos de capital, (iii) marco regulatorio que limita la inversión del banco y cómo se capitaliza, lo cual afecta las decisiones en este entorno y pueden cambiar el valor de la empresa, y (iv) las normas contables para registrar el balance y estado de resultado son diferentes a las del resto de los mercados.

Para la tasa de descuento, se utiliza el Costo Patrimonial (K_p) calculada mediante CAPM en vez de la tasa WACC, debido a que estamos descontando el flujo de caja del patrimonio.

Resumen de la tasa del costo patrimonial mediante CAPM.

CAPM	
Tasa libre de riesgo (BCU-30)	2.23%
PRM	7.58%
Costo de la deuda (k_b)	3.08%
Beta patrimonial con deuda ($B_p c/d$)	0.94
Tasa de descuento	12.86%

Análisis de Sensibilidad

Se efectuó un análisis de sensibilidad para medir la variación del valor de la acción de Banco General S.A. al variar la tasa de descuento. Se observó que el valor de la acción disminuye **-1%**, de USD87 por acción (resultado de la valoración) a USD86 por acción, al aumentar la tasa de descuento en **+10** puntos básicos, de 12.9% (tasa de la valoración) a 13%.

Así mismo se efectuó un análisis de sensibilidad para determinar cómo varía el valor de la acción de Banco General S.A. al variar el nivel de provisiones por riesgo de crédito. Pudo observarse que el valor de la acción disminuye **-11%**, de USD87 por acción (resultado de la valoración) a USD77 por acción, al aumentar el nivel de provisiones en **+10** puntos básicos, de 2.4% (nivel de la valoración) a 2.5%.

Siguiendo el mismo concepto se midió la sensibilidad del valor de la acción de Banco General, S.A. a variaciones en la tasa promedio de crecimiento anual de carteras de créditos locales por los próximos 5 años (2021 - 2025). El análisis demostró que el valor de la acción disminuye **-3%**, de

USD87 (resultado de la valoración) a USD84, al disminuir la tasa de crecimiento de las colocaciones en +30 puntos básicos, de 1.1 (tasa de la valoración) a 0.8%.

Valor estimado de la acción en distintos escenarios

El gráfico siguiente muestra el valor económico de la acción de Banco General, S.A. en escenarios optimistas y pesimistas.

En un escenario pesimista sobre el crecimiento de las colocaciones, se asume que las colocaciones tendrán un promedio de crecimiento anual de 0.2% para los próximos 5 años, en vez de 1.1% utilizado como promedio de crecimiento anual para los próximos 5 años en nuestra valoración. El valor económico de la acción de Banco General, S.A. sería de USD66 por acción en vez de USD87 por acción como indico nuestra valoración.

En un escenario optimista sobre el crecimiento de las colocaciones, se asume que las colocaciones tendrán un promedio de crecimiento anual de 2% para los próximos 5 años, en vez de 1.1% utilizado como promedio de crecimiento anual para los próximos 5 años en nuestra valoración. El valor económico de la acción de Banco General, S.A. sería de USD108 por acción en vez de USD87 por acción como indico nuestra valoración.



Basado en los resultados de la valoración por el método de flujo de caja patrimonial se puede apreciar que el precio en bolsa de Banco General, S.A. al 30 de junio 2020, USD72 por acción, esta -17% por debajo del resultado del modelo de Flujo Patrimonial Descontado. Utilizando supuestos tanto pesimistas como optimistas y comparándolos con el precio en bolsa de 52 semanas (alto/bajo) podemos confirmar la precisión de los resultados arrojados por el modelo de flujo de caja patrimonial descontado.

Conclusión

Puede concluirse que nuestra valorización de USD87 por acción es una estimación razonable del valor de la acción de Banco General, S.A. El precio en bolsa está **-17%** por debajo del valor arrojado por el modelo de Flujo de Caja del Patrimonio Descontado. Considerando que la acción de Banco General, S.A. tiene una presencia bursátil 55%, sería una buena inversión comprar las acciones al precio en bolsa de USD72 por acción, esperando que suba un **+20%**.

Valoración	
Numero de acciones	9,787,108
Valor Estimada de la Accion (Jun'20)	USD 87 por accion
Multiplo Precio Utilidad	7.52x
Precio en bolsa de la Accion (Jun'20)	USD 72 por accion
Variacion vs. Precio en bolsa	Δ +20%

11. Anexos

Descripción del emisor Banco General, S.A. y precios históricos (Fuente Bloomberg)

BANCOC 4 1/8 08/07/27 \$113.357 +.034 113.136 / 113.577 1.926 / 1.858		At 3:00 --x--		Source BVAL	
BANCOC 4 1/8 08/07/27 Settings Actions		Page 1/12 Security Description: Bond		94) No Notes 95) Buy 96) Sell	
25) Bond Description		26) Issuer Description		Identifiers	
11) Bond Info		Name BANCO GENERAL SA		ID Number	A05755266
12) Aditt Info		Industry Banking (BCLASS)		ISIN	USP12651AB49
13) Reg/Tax		Security Information		FIGI	BBG00HBV2WC5
14) Covenants		Mkt Iss EURO-DOLLAR		Bond Ratings	
15) Guarantors		Country	PA	Moody's	Baa2u
16) Bond Ratings		Sr	Unsecured	S&P	BBB
17) Identifiers		Coupon	4.125000	Fitch	BBB+
18) Exchanges		Cpn Freq	S/A	Composite	BBB
19) Inv Parties		Day Cnt	ISMA-30/360	Issuance & Trading	
20) Fees, Restrict		Iss Price	99.06300	Aggregated Amount Issued/Out	
21) Schedules		Maturity	08/07/2027	USD	550,000.00 (M) /
22) Coupons		MAKE WHOLE @30.000000 until 05/07/27/ CALL ...		USD	550,000.00 (M)
Quick Links		Iss Sprd +195.00bp vs T 2 % 05/15/27		Min Piece/Increment	
32) ALLQ Pricing		Calc Type (1)STREET CONVENTION		200,000.00 / 1,000.00	
33) QRD Qt Recap		Pricing Date 07/31/2017		Par Amount 1,000.00	
34) TDH Trade Hist		Interest Accrual Date 08/07/2017		Book Runner BofAML,JPM	
35) CACS Corp Action		1st Settle Date 08/07/2017		Reporting TRACE	
36) CF Prospectus		1st Coupon Date 02/07/2018			
37) CN Sec News					
38) HDS Holders					

A0575526 Corp		96) Export		97) Settings		Page 2/2 Historical Price Table			
BANCOC 4 1/8 08/07/27		11/01/2017		Daily		High 100.522 on 09/20/17			
Range	Mid Line	Mid YTM	Period	Currency	Low	Average	09/11/17		
Market	Price Table	Source	BVAL	USD	Net Chg	0.145	4.145		
View	Date	Mid Line	Mid YTM	Date	Mid Line	Mid YTM	Date	Mid Line	Mid YTM
	Fr 09/01/17	99.943	4.132	Fr 08/11/17	99.026	4.246			
	Th 08/31/17	99.486	4.189	Th 08/10/17	99.129	4.233			
	We 08/30/17	99.888	4.139	We 08/09/17	99.304	4.211			
	Tu 08/29/17	99.819	4.147	Tu 08/08/17	99.436	4.195			
	Mo 08/28/17	99.482	4.189	Mo 08/07/17	99.364	4.204			
	Fr 08/25/17	99.494	4.187	Fr 08/04/17	99.357	4.204			
	Th 08/24/17	99.355	4.205	Th 08/03/17	99.666	4.166			
	We 08/23/17	99.335	4.207	We 08/02/17	99.501	4.187			
	Tu 08/22/17	99.072	4.240	Tu 08/01/17	99.639	4.169			
	Mo 08/21/17	99.108	4.235						
	Fr 08/18/17	99.180	4.227						
	Th 08/17/17	99.180	4.226						
	We 08/16/17	99.360	4.204						
	Tu 08/15/17	99.173	4.227						
	Mo 08/14/17	99.073	4.240						

Administración de Capital de Banco General por pilares (Fuente Estados Financieros Banco General, S.A.)

(en USD)	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
Capital Primario Ordinario (Pilar 1)						
Acciones Comunes	500,000,000	500,000,000	500,000,000	500,000,000	500,000,000	500,000,000
Reserva Legal	158,231,585	178,381,264	180,079,610	182,340,957	186,240,059	187,319,718
Otras Partidas de resultado integral	-	32,286,812	35,796,615	3,642,044	89,124,875	85,713,711
Utilidades retenidas	988,541,512	1,121,179,809	1,329,584,948	1,498,282,142	1,703,099,551	1,827,651,029
Menos ajustes regulatorios	66,960,137	64,342,750	61,725,358	57,802,174	50,073,596	42,924,417
Total	1,579,812,960	1,767,505,135	1,983,735,815	2,126,462,969	2,428,390,889	2,557,760,041
Capital Primario adicional (Pilar1)						
Deuda Subordinada - Bonos Perpetuos	-	217,680,000	217,680,000	217,680,000	217,680,000	217,680,000
Total	-	217,680,000	217,680,000	217,680,000	217,680,000	217,680,000
Capital Secundario (Pilar II)						
Deuda Subordinada - Bonos Perpetuos	217,680,000	-	-	-	-	-
Total	217,680,000	-	-	-	-	-
Total de Capital	1,797,492,960	1,985,185,135	2,201,415,815	2,344,142,969	2,646,070,889	2,775,440,041

* 2020: Ene-Jun

APR	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
Activos ponderados por riesgo de credito	10,444,406,442	10,684,527,402	11,521,593,067	12,053,459,676	11,931,119,738	11,603,250,812
Activos ponderados por riesgo de mercado	-	-	-	-	422,022,914	1,317,660,049
Activos ponderados por riesgo operativo	-	-	-	-	630,171,927	686,218,291
Total Activos Ponderados por Riesgo	10,444,406,442	10,684,527,402	11,521,593,067	12,053,459,676	12,983,314,579	13,607,129,152

* 2020: Ene-Jun

	2015	2016	2017	2018	2019	2020*	Utilizado
ROE	20%	20%	21%	20%	20%	11%	10.97%
Indice de Capital	17%	19%	19%	19%	20%	20%	20.40%

* 2020: Ene-Jun

E(Min. g) = ROE * Tasa de reinversión de Utilidades	2.24%
---	-------

Precio histórico Treasury Bill 2050 (Fuente Bloomberg)

T 1 1/4 05/15/50		192-04 1/4		- 04		92-03+ /92-05		1,586 / 1,584	
Plazo		Último precio		Med YTM		Periodo		Divisa	
05/13/2020		07/01/2020		-		Diario		USD	
Vista		Cuadro de precios		Fuente		BVAL		Cmb neto	
Fecha		Último pr...		Med YTM		Fecha		Último pr...	
07/03/20		95-23		1.427		06/12/20		95-00+	
Ju	07/02/20					Ju	06/11/20	96-05	1.408
Mi	07/01/20					Mi	06/10/20	93-27 1/4	1.506
Ma	06/30/20					Ma	06/09/20	92-03	1.583
Lu	06/29/20					Lu	06/08/20	90-24+	1.642
Vi	06/26/20					Vi	06/05/20	90-11+	1.660
Ju	06/25/20					Ju	06/04/20	91-05 1/4	1.624
Mi	06/24/20					Mi	06/03/20	92-26+	1.550
Ma	06/23/20					Ma	06/02/20	94-15	1.479
Lu	06/22/20					Lu	06/01/20	94-31 1/4	1.458
Vi	06/19/20					Vi	05/29/20	95-27+	1.420
Ju	06/18/20					Ju	05/28/20	94-31 1/4	1.457
Mi	06/17/20					Mi	05/27/20	95-12	1.441
Ma	06/16/20					Ma	05/26/20	95-18+	1.432
Lu	06/15/20					Lu	05/25/20		

Precio histórico de Bono de República de Panamá 2030 (Fuente Bloomberg).

PANAMA 3.16 01/23/30		109.642		+.091		109.424 / 109.860		1,996 / 1,945	
Range		12/09/2019		06/30/2020		Period		Daily	
Market		Mid Line		Mid YTM		Currency		USD	
View		Price Table		Source		BVAL		Average	
Date		Mid Line		Mid YTM		Date		Mid Line	
07/03/20		106.142		2.442		06/12/20		106.469	
Th	07/02/20					Th	06/11/20	106.589	2.388
We	07/01/20					We	06/10/20	107.147	2.326
Tu	06/30/20					Tu	06/09/20	107.223	2.318
Mo	06/29/20					Mo	06/08/20	107.220	2.318
Fr	06/26/20					Fr	06/05/20	107.112	2.330
Th	06/25/20					Th	06/04/20	107.203	2.320
We	06/24/20					We	06/03/20	107.638	2.272
Tu	06/23/20					Tu	06/02/20	107.256	2.315
Mo	06/22/20					Mo	06/01/20	106.041	2.452
Fr	06/19/20					Fr	05/29/20	106.029	2.454
Th	06/18/20					Th	05/28/20	106.395	2.413
We	06/17/20					We	05/27/20	106.586	2.391
Tu	06/16/20					Tu	05/26/20	106.828	2.364
Mo	06/15/20					Mo	05/25/20		

Precio histórico del bono de Banco General, S.A. 2027 (Fuente Bloomberg)

A0575526 Corp		A 10.00		-		X		SOURCE BVAL	
Plazo		12/02/2019		06/30/2020		Periodo		Daily	
Market		Linea media		Med YTM		Currency		USD	
View		Cuadro de precios		Fuente		BVAL		Cmb neto	
Fecha		Linea media		Med YTM		Fecha		Linea media	
07/03/20		105.219		3.298		05/22/20		101.728	
Ju	07/02/20					Ju	05/21/20	101.656	3.859
Mi	07/01/20					Mi	05/20/20	101.495	3.884
Ma	06/30/20					Ma	05/19/20	101.490	3.885
Lu	06/29/20					Lu	05/18/20	100.925	3.975
Vi	06/26/20					Vi	05/15/20	100.593	4.029
Ju	06/25/20					Ju	05/14/20	100.540	4.037
Mi	06/24/20					Mi	05/13/20	100.286	4.078
Ma	06/23/20					Ma	05/12/20	100.304	4.075
Lu	06/22/20					Lu	05/11/20	100.099	4.108
Vi	06/19/20					Vi	05/08/20	100.145	4.101
Ju	06/18/20					Ju	05/07/20	99.767	4.162
Mi	06/17/20					Mi	05/06/20	99.885	4.143
Ma	06/16/20					Ma	05/05/20	100.062	4.114
Lu	06/15/20					Lu	05/04/20	100.091	4.110

Proyección del PIB para años 2020 al 2022 (Fuente Bloomberg)

Se teclee el país o región inválida. Se revirtió el dato.

90 Gráfico 97 Vista por defecto Aviso legal Pronósticos econ

País/región/mundo Contribuidor Composite de contribuidor Anual Trimestral

Latinoamérica Navegar

Indicador	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Efectivo/ Pronóstico										
Actividad económica										
PIB real (YoY%)	3.5	1.1	-0.2	-1.0	2.0	1.5	1.1	-6.8	4.3	2.8
IPC (YoY%)	7.9	10.2	10.3	11.8	6.5	7.5	3.2	7.3	8.0	8.7
Desempleo (%)	7.3	7.0	8.0	10.0	10.6	10.4	10.3	13.7	12.5	11.9
Balanza externa										
Cta actual (% del PIB)	-3.3	-3.7	-3.3	-1.9	-1.8	-2.9	-2.4	-0.9	-1.5	-1.7
Balanza fiscal										
Presupuesto (% de PIB)	-2.3	-4.8	-8.0	-7.1	-6.3	-5.5	-4.7	-12.5	-6.3	-5.5
Tipos de interés										
Tipo del Banco Central (%)	8.93	11.95	10.11	10.18	5.74	5.33		6.69	7.84	8.48
Tipos a 3 meses (%)	9.17	10.71	12.77	12.47	6.95	6.43				
Nota a 2 años (%)	10.15	10.78	13.09	9.30	6.92	6.61	4.44			

50 Titulares de noticias | NSE >

51 Brazil Economists Raise 2020 CPI Forecast to 2.12% From 2.05% BFW 10/05

52 Brazil Economists Raise 2020 CPI Forecast to 2.12% From 2.05% BFW 10/05

53 Brazil Economists Raise 2020 CPI Forecast to 2.05% From 1.99% BFW 09/28

54 SURVEY REPORT: Venezuela Economic Forecasts in Q3 2020 BN 09/25

55 SURVEY: Venezuela Economy to Contract 22.8% in 2020 BFW 09/25

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 6511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 652 2977 6000
Japan 81 3 4565 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2020 Bloomberg Finance L.P.
SN 19852 COT GMT+100 H424157+0 09-OCT-2020 23:11:31

Aporte del sector bancario al PIB de Panamá – 11.67%

94 Standard Views 95 Custom Views

Panama Browse Range Q2 2020 - Q2 2020 Source Contraloria General de la Republica

National Accounts (GDP) Frequency Quarterly Transformation Value NSA

Real GDP by Industry Industry - ISIC Ticker Q2 2024

Constant 2007 Prices	Ticker	Q2 2024
Gross Domestic Product (PAB, Millions)	PNGDTOTL Ind...	6497
Market Output		
- Agriculture and Forestry	PNGDAGR Index	222
- Fishing	PNGDFISH Ind...	33
- Mining and quarrying	PNGDMINE Ind...	82
- Manufacturing	PNGDMANF Ind...	302
- Electricity, gas and water	PNGDELGW Ind...	403
- Construction	PNGDCONS Ind...	156
- Wholesale and Retail Trade, Repair of Vehicles a...	PNGDCOM Ind...	1017
- Hotels & Restaurants	PNGDHTLR Ind...	44
- Transport, Storage & Communications	PNGDTSCM Ind...	1243
- Financial Intermediation	PNGDFINT Ind...	758
- Real Estate, Renting And Business Activities	PNGDRSTA Ind...	430
- Private Education	PNGDPEDU Ind...	93
- Social Service Activities and Private Healthcare	PNGDSOHL Ind...	138
- Other Community & Social Services	PNGDOTH In...	40
Output Produced for Own Final Use		
- Non-market Output	PNGDPRGS In...	878