



**VALORACIÓN DE LA EMPRESA
BANCO GENERAL, S.A.**

**Mediante Métodos de Valoración por Flujos de Caja
Descontados**

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

**Alumno: Jesús Mc. Donald
Profesor Guía: Marcelo González**

Santiago, Julio 2020.

AGRADECIMIENTOS

Agradezco principalmente a Dios por ser la guía en mi vida; por darme paciencia y sabiduría para culminar con éxito una meta más propuesta.

A mi familia, quienes me han apoyado para lograr un objetivo más en mi vida.

A cada uno de mis profesores por el apoyo de la Facultad de Economía y Negocios (FEN), en especial a nuestro profesor guía de tesis Marcelo González quien a pesar de la distancia me ayudo con su experiencia, conocimiento y su paciencia en las retroalimentaciones. Igualmente a mi compañera de tesis Rebeca Espinosa por compartir esta experiencia conmigo.

Culminar esta tesis me ha motivado a desarrollarme más como persona y profesional.

TABLA DE CONTENIDO

I.	RESUMEN EJECUTIVO	5
II.	METODOLOGIA	6
	MÉTODOS BASADOS EN FLUJOS DESCONTADOS.....	6
III.	DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	8
IV.	DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA FINANCIERA	12
V.	ANALISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA	14
	A. ANÁLISIS DE CRECIMIENTO	14
VI.	PROYECCION DE EERR.....	18
	A. ANÁLISIS DE COSTOS DE OPERACIÓN	18
	B. PROYECCION DE FLUJOS DE CAJA LIBRE	20
	C. NECESIDAD DE CAPITAL.....	21
VII.	CONCLUSIONES	24

INDICE DE ILUSTRACIONES Y CUADROS

Ilustración 1. Fortalezas y Debilidades de Banco General, S.A.	9
Gráfica 2 Total de Activos.....	12
Gráfica 3 Cartera Crediticia Total.....	12
Gráfica 4 Cartera de Inversión Total.....	13
Gráfica 5 Cartera Crediticia total	13
Cuadro 6. Composición de la Cartera de Banco General, S. A. a junio 2019.....	14
Gráfico 7 Comportamiento de la Cartera de Banco General 2015 - 2019	14
Gráfico 8 Crecimiento de Cartera por Segmentos	15
Gráfico 9 Comparación gráfica del comportamiento de la Cartera y los Ingresos de Banco General, S.A.....	16
Gráfico 10 Comportamiento de la Cartera del Sistema Bancario Panameño Local.	16
Gráfico 11 Comportamiento de la Industria (Cartera e Ingresos) vs PIB del 2015 al 2019.	17
Cuadro 12 Perspectivas de crecimiento del PIB en Panamá.....	17
Cuadro 13 Estado de Resultados (Banco General 2015 -2019) (2/3)	18
Cuadro 14 Estado de Resultados (Banco General 2015 -2019) (2/3)	19
Cuadro 15 Estado de Resultados (Banco General 2015 -2019) (3/3)	20
Cuadro 16 Proyección de Estados de Resultados 2019 -2023 y perpetuidad	21
Cuadro 17 Cálculo de la tasa de reinversión de Utilidades.....	21
Cuadro 18 . Flujo de Caja proyectado de Banco General 2019-2023 y perpetuidad.....	23

I. RESUMEN EJECUTIVO

A través del presente informe, se da a conocer la valoración económica de Banco General, S.A. al 30 de junio de 2019, utilizando el método de valoración por Flujos de Caja Descontados y Valoración por Múltiplos.

Banco General, S.A. tiene una perspectiva estable, ya que mantiene un fuerte índice de capital ajustado por riesgo y mantiene su participación de mercados en los segmentos que opera. También mantiene indicadores de calidad de activos manejables y un perfil de fondeo adecuado con una administración de liquidez conservadora. La posición de mercado de Banco General es de aproximadamente 14% en términos de activos totales, préstamos y depósitos como porcentaje del sistema total, incluido los bancos con licencias nacionales e internacionales. Además de la cartera de préstamos del banco se ha mantenido estable, con hipotecas residenciales que representa alrededor del 37%, créditos de consumo por 16% y un 47% restante distribuido entre préstamos comerciales corporativos y de construcción.

Consideramos que la calidad del capital y utilidades del banco es alta porque la rentabilidad del banco se mantiene por encima de la de otros bancos que calificados en la región. Proyectamos un índice de RAC de aproximadamente 10.82% para los próximos 24 meses, lo que respalda nuestra evaluación de capital y utilidades de Banco General. La calidad de capital del banco es alta. Esta se basa en la calidad de su base de capital, que consiste principalmente en capital pagado, reservas y ganancias retenidas. Su capital común ajustado representa más del 90% del capital total ajustado, mientras que el resto consiste en un solo instrumento híbrido.

Banco General en los últimos cinco años mantuvo una tasa de adecuación de capital promedio de 19.13%, cuyo valor se encuentra adecuado por lo exigido en la norma de Basilea III. En base a lo propuesto en el cálculo de la tasa de crecimiento “g”, de Gordon y Shapiro, se determinó como una tasa de **3.49%**, que permitió calcular el valor de necesidad de capital, a perpetuidad, por MUSD 114.356. Finalmente, con la ayuda del método de flujo de caja descontado, se halló el valor del patrimonio final de \$ 1,507,179 y un precio por acción de **\$154.03** con un total de 9.787.108 de acciones en circulación al 30 de junio del 2019.

II. METODOLOGIA

MÉTODOS BASADOS EN FLUJOS DESCONTADOS

El flujo de caja está formado por el conjunto de cobros y pagos que se producen en la empresa en un momento determinado, o lo que es similar, el conjunto de recursos financieros generados por la empresa. Se puede pensar en otras magnitudes para medir el valor como, por ejemplo, el beneficio, pero los flujos de caja tienen la ventaja de que mientras los estados financieros representan una opinión, el Cash Flow representa un hecho. Aunque, para un mismo periodo de tiempo se pueden obtener diversas medidas del beneficio dependiendo, por ejemplo, de los criterios que se sigan con las amortizaciones, las provisiones o las valoración de existencias, el Cash Flow no se vería afectado por la aplicación práctica de estos conceptos y su valor sería el mismo en cualquier caso y en cualquier lugar, con independencia de las normativas contables aplicadas, (en el supuesto de que se esté valorando multinacionales implantadas en diferentes países).

Este concepto tiene en cuenta el momento en el que se paga al acreedor del inmovilizado, cuando se devuelve el préstamo o el momento en que éste está disponible en las cuentas para su uso, el momento en el que se cobra al cliente, el momento de pago a proveedores, etc. La finalidad de un negocio no es sólo generar indefinidamente beneficios, sino generar dinero, que pueda satisfacer las necesidades de los ahorradores que decidieron diferir el gasto en el futuro. Al fin y al cabo, generar dinero es el principal fin de los negocios.

El *cash-flow* se calcula a partir de algunos de los conceptos de la cuenta de pérdidas y ganancias:

- (-) Coste de Mercaderías
- (=) Margen Bruto (Valor Añadido Ajustado)
- (-) Gastos de Personal
- (-) Otros Gastos de Explotación
- (=) Resultado Bruto de Explotación (EBITDA-BAAIT)
- (-) Amortizaciones y Provisiones
- (=) Resultado Neto de la Explotación (BAIT-EBIT)
- (+) Ingresos Financieros

(-) Gastos Financieros

(=) Resultado de Actividades Ordinarias

(+) Ingresos Extraordinarios

(-) Gastos Extraordinarios

(=) Beneficios antes de Impuestos (BAI-EBT) (-) Impuestos

(=) Beneficio Neto (BFO).

De esta estructura analítica se va a ir desglosando los diferentes conceptos relacionados con —*Cash-Flow*.

- Flujo de caja contable: Beneficio Neto + Amortizaciones. Es la forma más simple de Cash Flow. Corrige el hecho de que las amortizaciones contables no suponen una salida de dinero de caja (sólo suponen un gasto). No obstante, refleja una situación poco realista, puesto que no corrige los efectos derivados de la inversión que se realiza en el negocio, no considera la eficiencia en los cobros, ni la de los resultados de la negociación con los proveedores, o el incremento de necesidades operativas de fondos, etc.
- Flujo de fondos para los accionistas. (CFac): Es el dinero que queda una vez que se han pagado los impuestos, se ha cubierto la inversión en activo fijo y el aumento de necesidades operativas de fondos (NOF), se han abonado las cargas financieras, se ha devuelto el principal de la deuda y se ha suscrito, en su caso, nueva deuda. Es el Cash Flow disponible para el pago de dividendos, recompra de acciones, etc., por ello la tasa de descuento que se aplica para calcular el valor de la empresa es la rentabilidad esperada por el inversor.

(+) Beneficio después de impuestos (BFO).

(+) Amortizaciones.

(-) Aumento NOF (Activo circulante neto).

(-) Devolución de la deuda.

(+) Aumento de la deuda.

(-) Inversiones en activo fijo.

(+) Valor contable de los activos retirados o vendidos³¹.

(-) Aumento de los gastos amortizables.

(-) Cargo directo a reservas. CFac (Cash Flow para las acciones).

Fuente: Fernández 2004

CFac = Cobros – Pagos en un periodo

III. DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

Banco General, S.A., está incorporado bajo las leyes de la República de Panamá, desde 1954 e inició operaciones en 1955 por la visión de empresarios que lo incorporaban como el primer banco privado de capital panameño. El Banco opera bajo Licencia General otorgada por la Superintendencia de Bancos de Panamá como Industria Financiera inscrita al RUT 280-134-61098, que le permite efectuar indistintamente negocios de banca en Panamá o en el exterior. Actualmente es el banco privado panameño más grande de la plaza, con una amplia infraestructura de 75 sucursales y más de 600 cajeros automáticos.

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. Cuenta con una red de oficinas de representación en Colombia, México, El Salvador, Guatemala y Perú. Pertenece a la Nemo Bolsa BGEN0650001299.

Grupo Financiero BG, S.A. una subsidiaria 60.08% (31 de diciembre 2018: 60.07%) de Empresa General de Inversiones, S.A., es dueña del 100% de las acciones emitidas y en circulación de Banco General, S.A.

Principales factores de calificación

Fortalezas	Debilidades
<ul style="list-style-type: none"> • Líder de mercado en términos de activos, depósitos y préstamos en el altamente competitivo sistema bancario panameño. • Niveles de capitalización sólidos impulsados por una adecuada generación interna de capital. • Rentabilidad sólida con eficiencia estable. 	<ul style="list-style-type: none"> • La fuerte competencia en el sistema bancario panameño podría presionar los márgenes operativos de Banco General.

Ilustración 1. Fortalezas y Debilidades de Banco General, S.A.

Banco General, S.A. es 100% dueña de las subsidiarias que se presentan a continuación y que forman parte de la consolidación:

- 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:
 - 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.

El 31 de julio de 2018, Finanzas Generales, S.A., a través de su subsidiaria Vale General, S.A., adquirió el 100% de las acciones de la compañía Pases Alimenticios, S.A. a partir del 1 de agosto de 2018, los ingresos y gastos se presentan como parte integral del estado consolidado de resultados.

El 30 de septiembre de 2018, Vale General, S.A. absorbió por fusión a su subsidiaria Pases Alimenticios, S.A., por lo cual todas las cuentas de activo, pasivo y patrimonio de esta última fueron incorporadas al estado de situación Financiera de la subsidiaria Vale General, S.A. a esa fecha.

La oficina principal está ubicada en Torre Banco General, urbanización Marbella, Avenida Aquilino De La Guardia, Ciudad de Panamá, República de Panamá.

Sus mayores accionistas son:

- Raúl Alemán Zubieta
- Juan Raúl Humbert
- Juan Ramon Brenes
- Stanley A. Motta C.
- Francisco Sierra
- Alberto Motta Page
- Francisco Salerno
- Osvaldo Mouynes
- Jaime Rolando Rivera
- Tatiana Fábrega de Varela
- Luis Carlos Motta
- Emanuel Gonzalez Revilla Lince

EMPRESA DE REFERENCIA

A. BANCOLOMBIA, S.A.

La principal empresa *benchmark* es BANCOLOMBIA, S.A. con su filial en Panamá BANISTMO S.A., el cual es el segundo banco privado más grande de Panamá. Fue fundada en 1984 como Primer Banco del Istmo antes de convertirse en parte del Grupo HSBC luego de la adquisición de su antigua compañía matriz, Grupo Banistmo por parte de HSBC en noviembre de 2006. El Banco opera bajo Licencia General otorgada por la Superintendencia de Bancos de Panamá como Industria Financiera inscrita al RUT 633197-1-456744, Pertenece a la Nemo Bolsa BIST0375000223A.

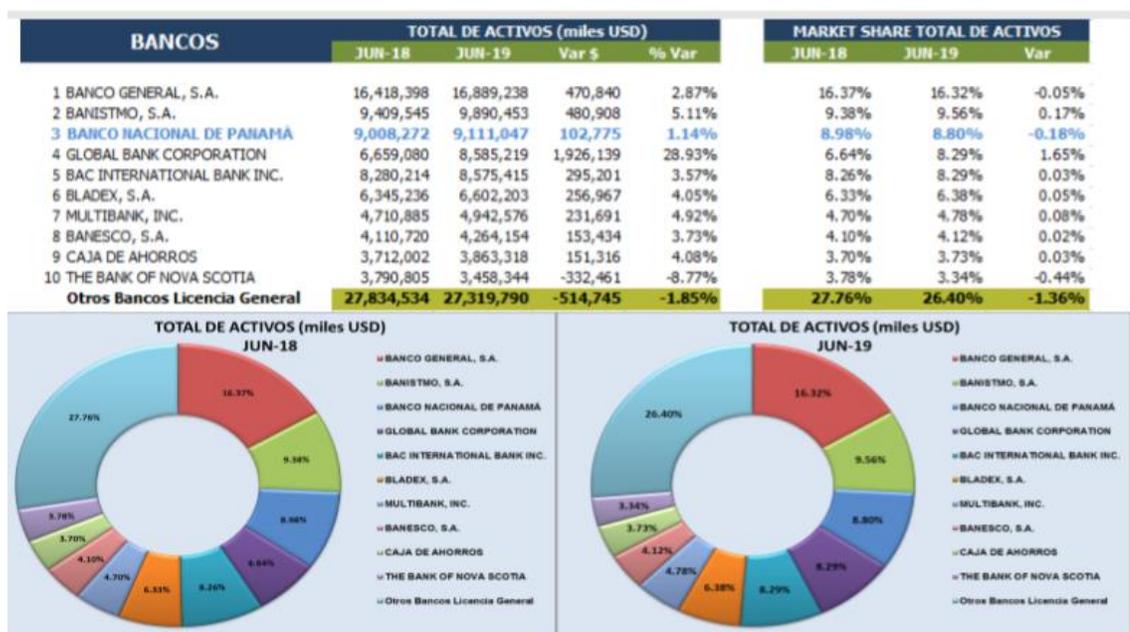
Su principal actividad es prestar servicios bancarios. Ofrece diversos productos bancarios a la clientela nacional e internacional, incluyendo los servicios de cuentas de ahorros, cuentas corrientes, depósitos a plazo fijo, préstamos comerciales y personales, corretaje de valores, créditos documentarios, préstamos hipotecarios, tarjetas de crédito, emisión de garantías, pagos directos a proveedores, servicios de planilla, compra y venta de giros sobre el extranjero, envío de transferencias, autobancos y cajeros automáticos.

La oficina principal en Panamá está ubicada en Casa Matriz, Torre Banistmo, Calle 50, Ciudad de Panamá, República de Panamá.

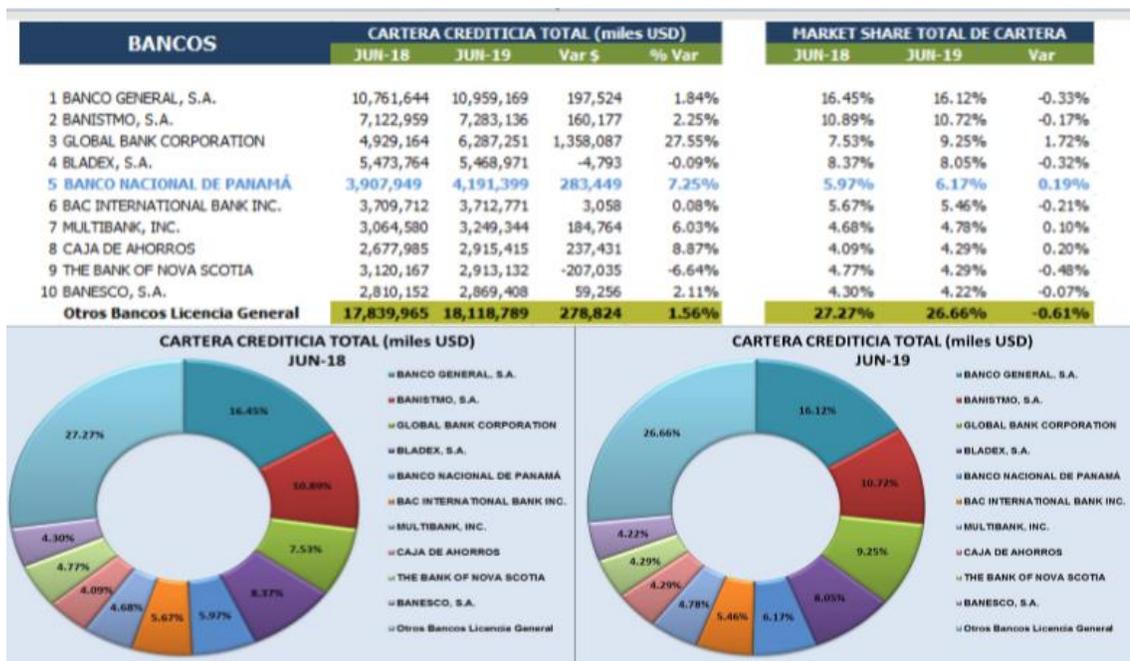
De igual forma evaluamos la posibilidad de incluir como empresa *benchmark* a Banco Aliado que tiene una estructura corporativa igual q BG y comparte el Riesgo / país (PANAMA) sin embargo este banco tampoco cotiza en ningún mercado (lo cual nos impide tener el histórico de precio de acción)

Además, contemplamos como empresas que si cotizan en mercados financieros Grupo Aval y Grupo Proamerica; sin embargo no comparten la misma estructura organizacional de BG.

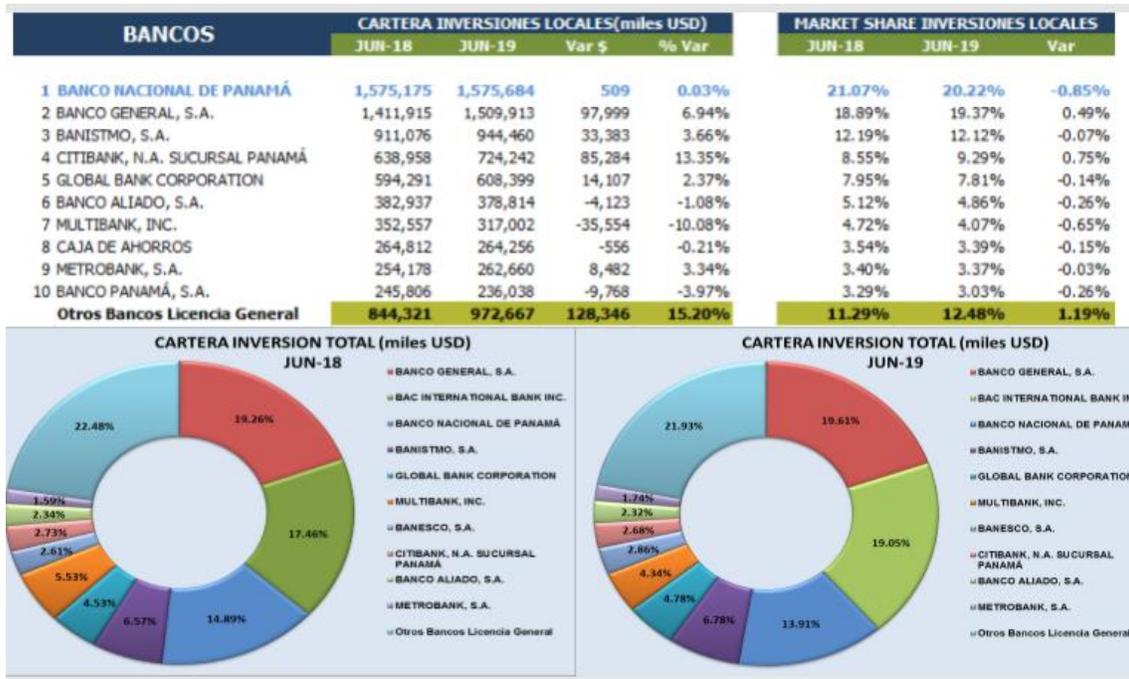
IV. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA FINANCIERA



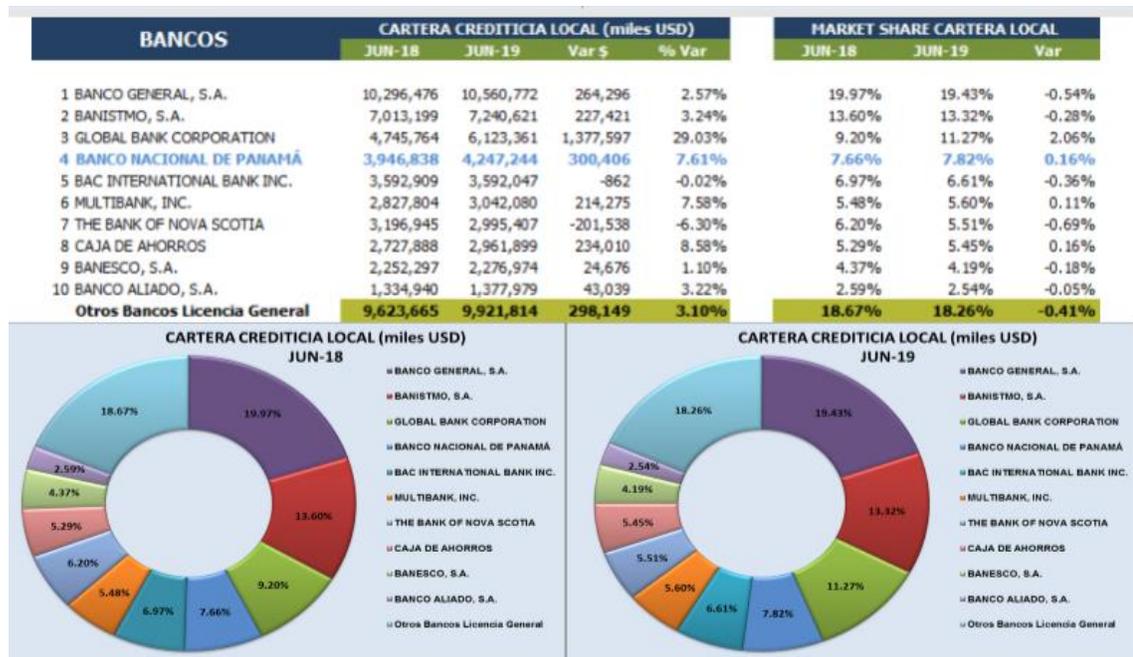
Gráfica 2 Total de Activos



Gráfica 3 Cartera Crediticia Total



Gráfica 4 Cartera de Inversión Total



Gráfica 5 Cartera Crediticia total

V. ANÁLISIS OPERACIONAL DEL NEGOCIO E INDUSTRIA

A. ANÁLISIS DE CRECIMIENTO

Las tasas de crecimiento reales promedio por los ingresos operacionales de Banco General, S.A. son del 69.1% para préstamos, 27.7% para inversiones y del 3.2% para depósito.

Categoría	Monto	Porcentaje
Prestamos	11,190,130,320	69.13%
Inversiones	4,476,764,778	27.66%
Depósitos	519,630,157	3.21%
Total	16,186,525,255	100.00%

Cuadro 6. Composición de la Cartera de Banco General, S. A. a junio 2019

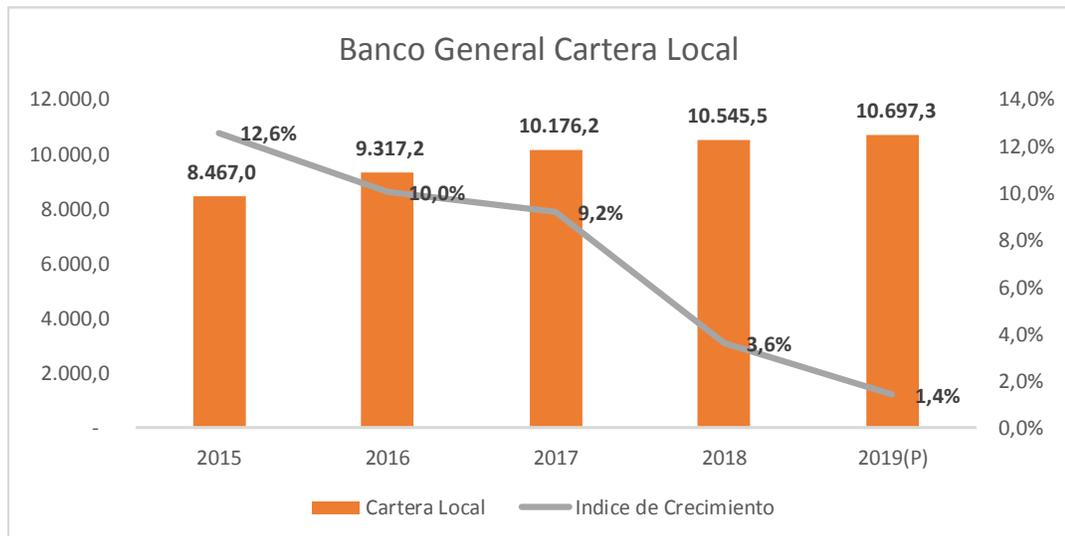


Gráfico 7 Comportamiento de la Cartera de Banco General 2015 - 2019

En los últimos cinco años la cartera de Préstamos con mayor crecimiento son los Préstamos Hipotecarios, seguidos por las líneas de créditos y préstamos comerciales otorgados a personas naturales y jurídicas; así también las hipotecas comerciales.

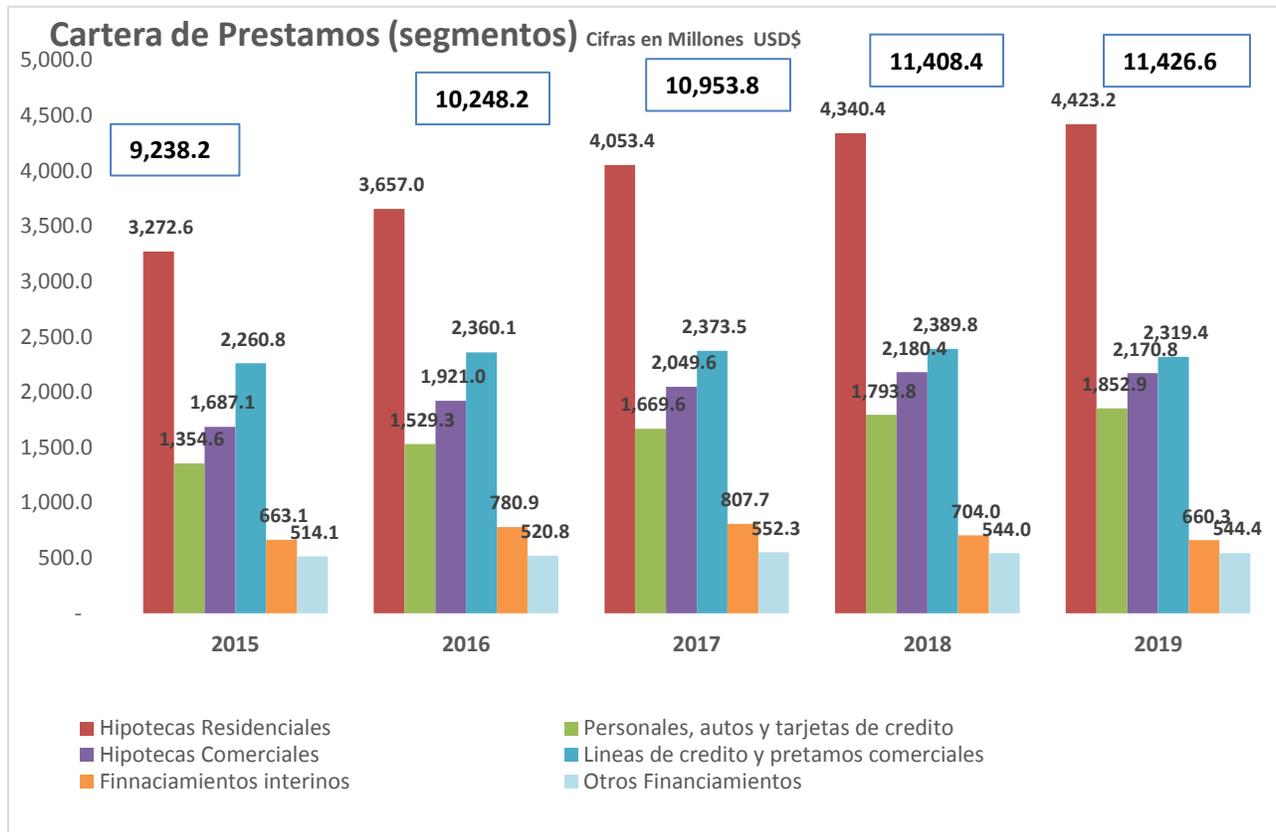
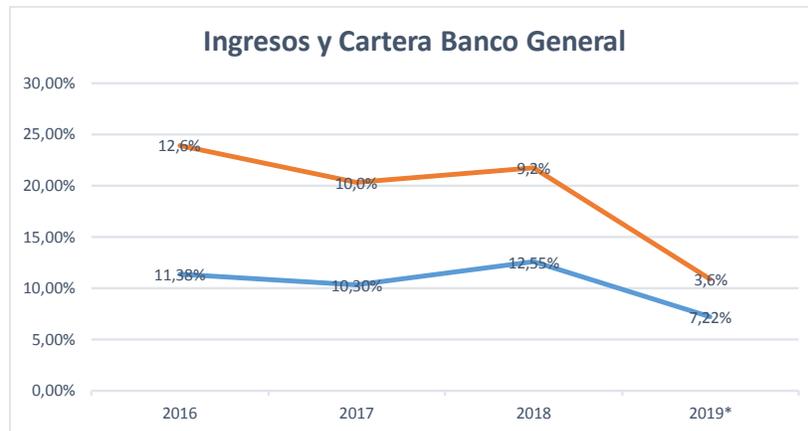


Gráfico 8 Crecimiento de Cartera por Segmentos

Del 2015 al 2019 Banco General, S.A. presenta un índice de crecimiento de su cartera decreciente, sin embargo, sus ingresos por concepto de intereses se han mantenido más estables, según se muestra en la siguiente gráfica:



*Al cierre de junio 2019

Gráfico 9 Comparación gráfica del comportamiento de la Cartera y los Ingresos de Banco General, S.A.

A continuación, el detalle de las perspectivas de crecimiento de la industria para los años 2019 al 2023.

Sistema Bancario Nacional Pretamo Local (millones de USD\$)	2015	2016	2017	2018	2019(P)
Saldos	50.941,2	49.546,7	50.937,3	53.076,7	58.285,8
Indice de Crecimiento	6,0%	-2,7%	2,8%	4,2%	9,8%

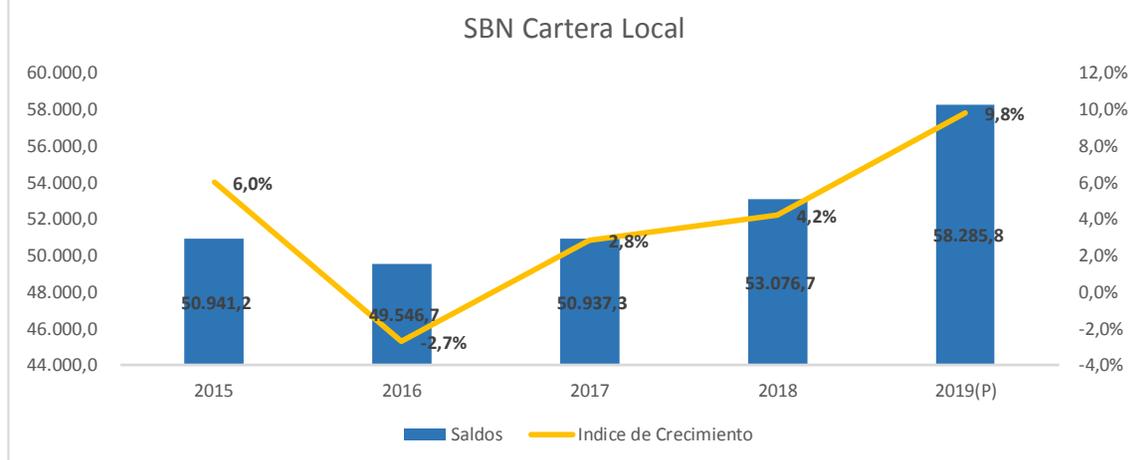


Gráfico 10 Comportamiento de la Cartera del Sistema Bancario Panameño Local.

VI. PROYECCION DE EERR

A. ANÁLISIS DE COSTOS DE OPERACIÓN

Los costos de operación son los gastos necesarios para mantener un proyecto, en la industria bancaria, los costos del giro del negocio son Gastos por intereses y reajustes de las captaciones traídas al banco, perdidas por provisiones, los costos en personal relacionados con capital humano y contrataciones de servicio, costos por la depreciación, amortizaciones de intangibles etc. Los costos de operación de Banco General, S.A. son los siguientes:

Gastos Financiero	2015	2016	2017	2018	2019
Depósitos					
Saldos	10,320,523,610	11,072,685,704	11,458,427,086	12,228,307,030	12,152,229,704
Intereses	174,833,861	189,332,041	208,227,386	229,386,783	126,582,273
Gasto Financieros	1.69%	1.71%	1.82%	1.88%	2.02%
Obligaciones y Colocaciones					
Saldos	2,051,618,163	2,441,603,618	2,924,859,808	3,104,208,342	2,862,700,731
Intereses	44,392,753	64,494,051	85,033,238	123,245,302	66,728,844
Gasto Financieros	2.16%	2.64%	2.91%	3.97%	4.51%

Cuadro 13 Estado de Resultados (Banco General 2015 -2019) (2/3)

Gastos Generales y Administrativos.	2015	2016	2017	2018	2019
Salarios y otros gastos de personal	146,004,951	157,090,553	165,674,924	173,009,468	88,379,165
Gastos de propiedades, mobiliario y equipo	16,670,140	18,743,571	23,925,449	25,306,097	11,223,861
Otros gastos	60,890,251	60,100,437	68,584,418	70,667,643	36,271,337
Total, sin Depreciación y amortización	223,565,342	235,934,561	258,184,791	268,983,208	135,874,363
Depreciación y amortización	16,892,070	18,961,057	22,214,444	24,983,778	14,512,533
Depreciación y amortización Intangibles	5,000,937	5,827,390	8,621,730	8,819,301	5,085,121
Depreciación y amortización Sin Intangibles	11,891,133	13,133,667	13,592,714	16,164,477	9,427,412
Total Gastos	240,457,412	254,895,618	280,399,235	293,966,986	150,386,896
Total gastos (excluye Depreciación y Amortización)	235,456,475	249,068,228	271,777,505	285,147,685	145,301,775

Cuadro 14 Estado de Resultados (Banco General 2015 -2019) (2/3)

Gastos de Provisiones	2015	2016	2017	2018	2019
Provisión para pérdidas en préstamos, neta	29,236,519	45,532,128	44,484,763	41,983,447	22,375,786
Provisión para valuación de inversiones	24,742	36,293	940	1,937,809	1,928,980
Provisión activos adjudicados para la venta	316,808	752,600	539,001	1,882,475	364,405
Impuesto (25%)	44,567,295	48,713,736	55,941,007	58,616,476	30,793,347

Cuadro 15 Estado de Resultados (Banco General 2015 -2019) (3/3)

B. PROYECCION DE FLUJOS DE CAJA LIBRE

Luego de proyectar un Flujo de Caja libre anual para los años 2019 al 2023, en términos reales de junio de 2019

Para la depreciación del ejercicio y amortización de intangibles se ajustó el valor de la depreciación y amortización al 30 p de junio de 2019, constante para todos los años en proyección.

	2019*	2020	2021	2022	2023	A Perpetuidad
Ingresos por intereses y comisiones:						
Intereses:						
Préstamos	357.151.398	830.799.807	869.552.136	913.611.849	952.487.536	985.766.462,83
Depósitos en bancos	4.636.159	9.497.672	9.940.687	10.444.376	10.888.801	11.269.244,90
Inversiones y otros activos financieros	72.818.513	175.753.681	183.951.642	193.272.367	201.496.424	208.536.500,31
Total de ingresos por intereses	434.606.069	1.016.051.160	1.063.444.465	1.117.328.592	1.164.872.762	1.205.572.208
Gastos por intereses:						
Depósitos	106.657.200	249.350.342	260.981.191	274.204.959	285.872.831	295.860.932
Obligaciones y colocaciones	56.225.185	131.447.000	137.578.294	144.549.308	150.700.119	155.965.425
Total de gastos por intereses	162.882.385	380.797.343	398.559.484	418.754.267	436.572.950	451.826.356
Ingreso neto por intereses	271.723.684	635.253.817	664.884.980	698.574.324	728.299.811	753.745.852
Provisión para pérdidas en préstamos, neta	18.853.656	44.077.340	46.133.310	48.470.859	50.533.374	52.298.957
Provisión para valuación de inversiones	1.625.343	3.799.836	3.977.077	4.178.594	4.356.400	4.508.608
Provisión para activos adjudicados para la venta, neta	307.045	717.830	751.313	789.381	822.971	851.724
Ingreso neto de intereses después de provisiones	250.937.640	586.658.812	614.023.280	645.135.491	672.587.067	696.086.562
Otros ingresos (gastos):						
Comisiones de préstamos	7.018.803	16.409.027	17.174.420	18.044.638	18.812.467	19.469.755
Honorarios y otras comisiones	91.596.272	214.139.895	224.128.366	235.484.823	245.505.090	254.082.783
Primas de seguros, neta	13.276.748	31.039.270	32.487.084	34.133.186	35.585.610	36.828.934
Ganancia (pérdida) en instrumentos financieros, neta	7.535.862	17.617.844	18.439.621	19.373.946	20.198.339	20.904.048
Otros ingresos, neto	11.791.830	27.567.730	28.853.616	30.315.613	31.605.592	32.709.858
Gastos por comisiones y otros gastos	- 39.293.120	- 91.862.086	- 96.146.956	- 101.018.668	- 105.317.179	- 108.996.852
Total de otros ingresos, neto	91.926.396	214.911.681	224.936.151	236.333.538	246.389.919	254.998.527
Gastos generales y administrativos:						
Salarios y otros gastos de personal	78.663.699	183.905.260	192.483.448	202.236.475	210.841.970	218.208.570
Depreciación y amortización	12.228.143	28.587.771	29.921.237	31.437.329	32.775.039	33.920.165
Gastos de propiedades, mobiliario y equipo	9.457.135	22.109.522	23.140.812	24.313.344	25.347.917	26.233.547
Otros gastos	30.561.935	71.449.738	74.782.483	78.571.669	81.915.023	84.777.049
Total de gastos generales y administrativos	130.910.912	306.052.292	320.327.980	336.558.817	350.879.948	363.139.330
Utilidad neta operacional	211.953.124	495.518.200	518.631.451	544.910.212	568.097.038	587.945.760
Participación patrimonial en asociadas	4.812.461	11.250.894	11.775.687	12.372.355	12.898.819	13.349.490
Utilidad neta antes de impuesto sobre la renta	216.765.585	506.769.094	530.407.138	557.282.567	580.995.857	601.295.250
Impuesto sobre la renta (25%), neto	13.439.466	31.419.684	32.885.243	34.551.519	36.021.743	37.280.305
Utilidad neta	203.326.119	475.349.411	497.521.896	522.731.048	544.974.114	564.014.944

Cuadro 16 Proyección de Estados de Resultados 2019 -2023 y perpetuidad

C. NECESIDAD DE CAPITAL

Posteriormente estimamos la inversión en capital de trabajo y si la empresa tiene un déficit o exceso de capital de trabajo.

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Utilidad neta	328,666,243	365,388,055	429,746,527	434,208,206	245,343,436	
Total Patrimonio:	1,621,068,498	1,832,185,842	2,045,842,810	2,185,022,529	2,394,144,125	
ROE (Utilidad / Patrimonio)	20.27%	19.94%	21.01%	19.87%	10.25%	18.27%
Activos Ponderados por Riesgo	10,444,406,442	10,684,527,402	11,521,593,067	12,053,459,676	12,031,506,114	
Fondos de Capital Regulatorio	1,797,492,960	1,985,185,135	2,201,415,815	2,344,142,969	2,560,419,233	
Índice de Capital:	17.21%	18.58%	19.11%	19.45%	21.28%	19.13%
Modelo de Dividendos de Gordon y Shapiro	3.49%					
g= ROE * Tasa de reinversión de Utilidades						

Cuadro 17 Cálculo de la tasa de reinversión de Utilidades

De acuerdo a la legislación bancaria panameña vigente en donde se requiere que los bancos mantengan por lo menos un 8% de sus activos ponderados por riesgo, se pudo evidenciar que, en su comportamiento histórico, Banco General ha mantenido este ratio en 19.13% (promedio de los últimos 5 años).

Para determinar la necesidad de capital de trabajo nos basamos en el Modelo de Descuento de Dividendos de Gordon y Shapiro, por el cual se valora el precio de la acción, utilizando los dividendos futuros y descontándolos al costo de capital de los recursos propios, K_p . Cuando esperamos que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo constante (perpetuidad) se realiza un ajuste en base a un crecimiento estable “g”. Usando la fórmula de Gordon, (**$g = ROE * Tasa\ de\ reinversión\ de\ utilidades$**).

Como tasa de reinversión de utilidades utilizada para el cálculo del crecimiento (g), nos basaremos en la información histórica de la adecuación de capital de 19,13%, y el indicador financiero, ROE (Utilidad Neta / Patrimonio) de los últimos 5 años (2015 al 2019).

Aplicando la fórmula de Gordon, tenemos:

$g = ROE * tasa\ de\ reinversión\ de\ utilidades$

$$\begin{aligned} g &= 18,27\% * 19,13\% \\ &= \mathbf{3,49\%} \end{aligned}$$

De acuerdo con los supuestos utilizados y al índice de capital, se determinó la necesidad de reinversión de capital de trabajo en perpetuidad:

Reinversión de Capital (en utilidades a perpetuidad)

= Utilidad 2023*(1 + g) * 19,13% (comportamiento histórico del índice de capital).

Reinversión de Capital = 114.356.058 (A perpetuidad).

A continuación presentaremos el Flujo de Caja proyectado de Banco General de los años 2019, 2020, 2021, 2022, 2023 y perpetuidad.

	2019*	2020	2021	2022	2023	A Perpetuidad
Ingresos por intereses y comisiones:						
Intereses:						
Préstamos	357,151,398	830,799,807	869,552,136	913,611,849	952,487,536	985,766,462.83
Depósitos en bancos	4,636,159	9,497,672	9,940,687	10,444,376	10,888,801	11,269,244.90
Inversiones y otros activos financieros	72,818,513	175,753,681	183,951,642	193,272,367	201,496,424	208,536,500.31
Total de ingresos por intereses	434,606,069	1,016,051,160	1,063,444,465	1,117,328,592	1,164,872,762	1,205,572,208
Gastos por intereses:						
Depósitos	106,657,200	249,350,342	260,981,191	274,204,959	285,872,831	295,860,932
Obligaciones y colocaciones	56,225,185	131,447,000	137,578,294	144,549,308	150,700,119	155,965,425
Total de gastos por intereses	162,882,385	380,797,343	398,559,484	418,754,267	436,572,950	451,826,356
Ingreso neto por intereses	271,723,684	635,253,817	664,884,980	698,574,324	728,299,811	753,745,852
Provisión para pérdidas en préstamos, neta	18,853,656	44,077,340	46,133,310	48,470,859	50,533,374	52,298,957
Provisión para valuación de inversiones	1,625,343	3,799,836	3,977,077	4,178,594	4,356,400	4,508,608
Provisión para activos adjudicados para la venta, neta	307,045	717,830	751,313	789,381	822,971	851,724
Ingreso neto de intereses después de provisiones	250,937,640	586,658,812	614,023,280	645,135,491	672,587,067	696,086,562
Otros ingresos (gastos):						
Comisiones de préstamos	7,018,803	16,409,027	17,174,420	18,044,638	18,812,467	19,469,755
Honorarios y otras comisiones	91,596,272	214,139,895	224,128,366	235,484,823	245,505,090	254,082,783
Primas de seguros, neta	13,276,748	31,039,270	32,487,084	34,133,186	35,585,610	36,828,934
Ganancia (pérdida) en instrumentos financieros, neta	7,535,862	17,617,844	18,439,621	19,373,946	20,198,339	20,904,048
Otros ingresos, neto	11,791,830	27,567,730	28,853,616	30,315,613	31,605,592	32,709,858
Gastos por comisiones y otros gastos	39,293,120	91,862,086	96,146,956	101,018,668	105,317,179	108,996,852
Total de otros ingresos, neto	91,926,396	214,911,681	224,936,151	236,333,538	246,389,919	254,998,527
Gastos generales y administrativos:						
Salarios y otros gastos de personal	78,663,699	183,905,260	192,483,448	202,236,475	210,841,970	218,208,570
Depreciación y amortización	12,228,143	28,587,771	29,921,237	31,437,329	32,775,039	33,920,165
Gastos de propiedades, mobiliario y equipo	9,457,135	22,109,522	23,140,812	24,313,344	25,347,917	26,233,547
Otros gastos	30,561,935	71,449,738	74,782,483	78,571,669	81,915,023	84,777,049
Total de gastos generales y administrativos	130,910,912	306,052,292	320,327,980	336,558,817	350,879,948	363,139,330
Utilidad neta operacional	211,953,124	495,518,200	518,631,451	544,910,212	568,097,038	587,945,760
Participación patrimonial en asociadas	4,812,461	11,250,894	11,775,687	12,372,355	12,898,819	13,349,490
Utilidad neta antes de impuesto sobre la renta	216,765,585	506,769,094	530,407,138	557,282,567	580,995,857	601,295,250
Impuesto sobre la renta (25%), neto	13,439,466	31,419,684	32,885,243	34,551,519	36,021,743	37,280,305
Utilidad neta	203,326,119	475,349,411	497,521,896	522,731,048	544,974,114	564,014,944
Ajustes						
(+) Depreciación y amortización	12,228,143	28,587,771	29,921,237	31,437,329	32,775,039	33,920,165
Flujo de Caja Bruto	215,554,262	503,937,182	527,443,132	554,168,376	577,749,153	597,935,109
Reinversión de Capital	-	-	-	-	-	-114,356,058
Flujo de Caja Libre	215,554,262	503,937,182	527,443,132	554,168,376	577,749,153	483,579,051
Costo de Capital Accionistas (Kp)	34.77%					
(1) Valor presente de los dividendos de los próximos 5 años	1,103,792,492					
(2) Valor Terminal en el caso de crecimiento estable de los dividendos	403,724,687					
Valoración						
Valor final del patrimonio Banco General (1) + (2)	1,507,517,179					
Número de Acciones	9,787,108					
Valor de la Acción	\$ 154.03					

Cuadro 18 . Flujo de Caja proyectado de Banco General 2019-2023 y perpetuidad

En conclusión, luego de determinar el estado de resultados proyectado (2019* al 2023 y perpetuidad), y la necesidad en capital de trabajo, se elaboró el flujo de caja de los accionistas presentado anteriormente, y se determinó el precio de la acción para Banco General al 30 de junio del 2019, de **\$154.03**

VII. CONCLUSIONES

1. Nuestra evaluación de la posición de riesgo de Banco General, S.A. refleja la buena calidad de sus activos con bajas pérdidas crediticias, junto con la ausencia de una concentración significativa en las operaciones comerciales. Asimismo, la falta de complejidad en el balance y en las operaciones de Banco General respaldan nuestra evaluación.
2. El banco ha podido mantener indicadores de calidad de activos mejores que los de la industria. Al 30 de junio de 2019, los activos improductivos del banco eran 1.24%, ligeramente inferiores al 1.28% en 2018, y mejores que el promedio del sistema bancario panameño de 1.79%.
3. Finalmente, las pérdidas crediticias han estado por debajo del 0.5% durante los últimos cinco años y la cobertura con reservas ha estado por encima del 100%. Para los próximos 24 meses, prevemos niveles similares de activos improductivos y pérdidas crediticias debido principalmente a nuestra expectativa de mejores condiciones económicas en Panamá.