

# **VALORACIÓN EMPRESA BANCO ALIADO, S.A.**

## **Mediante el Método de Flujos de Dividendos Descontados**

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

---

Alumno: Christian Adrian Aristizabal Herrera  
Profesor guía: Marcelo González A.

Panamá, enero 2020

**DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD Y AUTORIZACIÓN DEL USO DEL  
TRABAJO DE TITULACIÓN**

Yo, autorizo a la Universidad de Chile la publicación total o parcial de este trabajo de titulación y su reproducción sin fines de lucro.

Además, declaro que los conceptos, análisis desarrollados y las conclusiones del presente trabajo son de exclusiva responsabilidad del autor.

Quito, enero del 2020

Christian Adrian Aristizabal Herrera

CI. 171500216-6

## **DEDICATORIA**

El presente trabajo de grado lo dedico:

A Dios, ante todo, por permitirme tener la bendición de alcanzar un objetivo más y por poder llegar hasta este momento de mi vida donde veo cumplidos sueños y metas personales.

A mi familia por todo el amor recibido y apoyo incondicional durante todo este proceso.

A mi hermano, por siempre estar a mi lado y motivarme a continuar.

A mis amigos, por llegar juntos a la meta. Con todo mi cariño.

**Christian Adrian**

## **AGRADECIMIENTO**

Quiero agradecer por su aporte a la culminación del presente trabajo a:

La Universidad de Chile, por brindar la oportunidad de poder participar en este programa de magister, impartido por una de las instituciones de educación superior con más alto reconocimiento académico de la región.

A todos mis profesores, por enseñar y compartir sus conocimientos en las aulas y fuera de ellas en todo momento.

Finalmente, quiero agradecer a mis familiares y seres queridos por acompañarme durante toda esta ardua labor y por estar siempre dispuestos a brindar sus palabras de aliento y ayuda para que logre alcanzar esta nueva meta.

## TABLA DE CONTENIDO

<b>RESUMEN EJECUTIVO .....</b>	<b>1</b>
<b>CAPÍTULO 1.....</b>	<b>2</b>
<b>MARCO TEÓRICO .....</b>	<b>2</b>
1. PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN .....	2
1.1. <i>Modelo de descuento de dividendos.....</i>	<i>2</i>
1.2. <i>Método de Flujos de Caja Descontados.....</i>	<i>3</i>
1.3. <i>Método de múltiplos.....</i>	<i>5</i>
<b>CAPÍTULO 2.....</b>	<b>8</b>
<b>2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA .....</b>	<b>8</b>
2.1. DESCRIPCIÓN DE BANCO ALIADO, S.A.....	8
2.1.1. <i>Subsidiarias Banco Aliado, S.A.....</i>	<i>8</i>
2.2. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA .....	9
2.3. EMPRESAS COMPARABLES A BANCO ALIADO, S.A.....	13
2.3.1. <i>Empresa comparable: Bancolombia.....</i>	<i>13</i>
2.3.2. <i>Empresa comparable: Banco General.....</i>	<i>16</i>
<b>3. ANÁLISIS OPERACIONAL DE BANCO ALIADO, S.A. E INDUSTRIA. ....</b>	<b>21</b>
3.1. ANÁLISIS DE COSTOS OPERACIONALES DE BANCO ALIADO, S.A.....	21
3.2. ANÁLISIS DE LAS CUENTAS NO OPERACIONALES DE BANCO ALIADO, S.A. ....	22
3.3. ANÁLISIS DE LOS ACTIVOS DE BANCO ALIADO, S.A. ....	22
<b>4. PROYECCIÓN DE LOS EEF DE BANCO ALIADO, S.A. ....</b>	<b>23</b>
4.1. COMPORTAMIENTO HISTÓRICO DE BANCO ALIADO, S.A. Y LA INDUSTRIA. ....	23
4.2. PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE BANCO ALIADO, S.A. Y LA INDUSTRIA .....	24
4.3. ESTADO CONSOLIDADO PROYECTADO DE BANCO ALIADO, S.A.....	27
4.4. ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO DE BANCO ALIADO, S.A.....	28
<b>5. PROYECCIÓN DEL FLUJO DE DIVIDENDOS PARA LOS ACCIONISTAS DE BANCO ALIADO, S.A. ....</b>	<b>29</b>
5.1. FLUJO DE DIVIDENDOS DE LOS ACCIONISTAS DE BANCO ALIADO, S.A.....	32
<b>6. VALORACIÓN ECONÓMICA DEL PATRIMONIO DE BANCO ALIADO, S.A. Y EL PRECIO DE SU ACCIÓN. ....</b>	<b>32</b>

6.1.	CUADRO RESUMEN DE LA VALORACIÓN DE BANCO ALIADO, S.A. (MÉTODO DE DESCUENTO DE DIVIDENDOS).....	32
6.2.	CÁLCULO DEL VALOR PRESENTE Y TASA DE DESCUENTO .....	33
<b>7.</b>	<b>CONCLUSIONES .....</b>	<b>35</b>
<b>8.</b>	<b>ANEXOS .....</b>	<b>36</b>
<b>12.1</b>	<b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>36</b>

## TABLA DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1: Participación accionaria Banco Aliado, S.A. ....	9
Ilustración 2: Crecimiento del PIB Sectorial 2018 .....	10
Ilustración 3: Estadísticas Financieras 2019 (Sistema Financiero Nacional vs Banco Aliado, S.A.) .....	11
Ilustración 4: Indicadores de Rentabilidad de Dic-2016 a Dic- 2018.....	12
Ilustración 5: Participación de Mercado de Banco Aliado, S.A. de 2016 al 2019 .....	12
Ilustración 6: Cartera de préstamos del sistema bancario panameño (2do. Trimestre 2019).....	13
Ilustración 7: Ranking de bancos panameños (por cartera de préstamos) a junio 2019 .....	13
Ilustración 8: Información relevante empresa comparable (Bancolombia, S.A.) .....	16
Ilustración 9: Información relevante empresa comparable (Banco General, S.A.).....	18
Ilustración 10: Análisis del Estado de Resultados Operacionales de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019) .....	21
Ilustración 11: Análisis del Estado de Resultados No Operacionales de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019) .....	22
Ilustración 12: Análisis de los Activos de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019 .....	22
Ilustración 13: Análisis de los Activos de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019) .....	22
Ilustración 14: Descripción gráfica del Crecimiento de los ingresos del Sector Financiero y de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019).....	24
Ilustración 15: Descripción gráfica del Crecimiento de los ingresos del Sector Financiero y de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019).....	24
Ilustración 16: Comportamiento histórico y perspectivas de crecimiento económico de la industria financiera y de Banco Aliado, S.A.....	25
Ilustración 17: Perspectivas de Crecimiento de Banco Aliado, S.A. (2019 al 2023).....	26
Ilustración 18: Comportamiento del Sector Financiero (2015 al 2019).....	26
Ilustración 19: Estado de Situación Financiera proyectado del 2019 al 2023. ....	27
Ilustración 20: Estado de Resultados proyectado de Banco Aliado, S.A. (2019 al 2023) .....	28
Ilustración 21: Estado de Resultados proyectado (ingresos No Operacionales) de Banco Aliado, S.A. (2019 al 2023).....	28
Ilustración 22: Índices Financieros históricos y proyectados de Banco Aliado, S.A.....	29
Ilustración 23. Razones Financieras de Banco Aliado, S.A. (2015 a 2019) .....	30
Ilustración 24: Flujo de Dividendos de los Accionistas de Banco Aliado, S.A. ....	32

Ilustración 25: Resumen del Flujo de Dividendos de los accionistas de Banco Aliado, S.A. (junio-2019) .....	33
Ilustración 26: Flujo de Dividendos proyectado de Banco Aliado, S.A. (2019 al 2013 y perpetuidad) .....	33



## RESUMEN EJECUTIVO

En el trabajo que se presenta a continuación se da a conocer la valoración económica de Banco Aliado, S. A., entidad financiera de capital panameño, que inició operaciones el 14 de julio de 1992, cuyo modelo de negocio está dirigido principalmente a la Banca Corporativa y la Banca Privada, al 30 de junio del 2019, bajo el modelo de valoración de flujo de dividendos descontados, comparado con los resultados obtenidos del modelo de valoración por múltiplos. Por la naturaleza propia de los bancos no es posible emplear la tasa de valoración WACC (*Weighted Average Cost Capital*), la que por lo general es empleada en instituciones no financieras. Dentro de la estimación de la valoración económica de Banco Aliado, S.A. se utilizó información de los Estados Financieros, de junio 2015 a junio 2019, también información de la industria bancaria y del crecimiento económico (PIB) de Panamá para realizar las proyecciones de los ingresos del banco. Posteriormente luego de efectuar el análisis respectivo, se determinó que para los periodos proyectados 2019 al 2023, no existía necesidad de aumento de capital, debido a que Banco Aliado, S. A. históricamente ha mantenido índices de Capital (Capital Base /Activos Ponderados por riesgo), en un **15,04%**, que de acuerdo con Basilea III, se encuentra por encima de lo exigido en la norma. Con respecto al periodo a perpetuidad (2024), se determinó una tasa de crecimiento “g” de **1,33%** calculada en base al modelo de Gordon y Shapiro ( $g = ROE * \text{Tasa de reinversión de capital}$ ), donde el ROE empleado se obtuvo de la información histórica de los resultados económicos de los últimos 5 años, y la tasa de reinversión de capital, que está dada por las necesidades de capital esenciales para el crecimiento sostenible del banco, que como se mencionó anteriormente corresponde al índice de capital, se logró obtener la inversión requerida para el crecimiento a perpetuidad por un valor de MUSD 5.0.

Con los resultados obtenidos del modelo de valoración de flujo de dividendos descontados se propone un valor económico para Banco Aliado, S. A. de MUSD 144, y considerando el número de acciones suscritas y pagadas por los accionistas a la fecha de este trabajo, al 30 de junio del 2019, el precio de la acción estimado llega a ser de **\$ 2,06**.

## **CAPÍTULO 1**

### **MARCO TEÓRICO**

#### **1. Principales Métodos de Valoración**

Los métodos de valoración tienen como objetivo estimar un valor para la compañía, pero al ser distintas las metodologías que ofrece la literatura, existen diversos grupos de métodos de valoración, los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos, y métodos basados en el descuento de flujo de fondos. Los resultados obtenidos nunca serán exactos ni únicos, y que además dependerán de la situación de la empresa en determinado momento, y del método utilizado.

Los equipos de analistas comprueban y determinan el valor teórico por acción, es decir, el valor de la empresa dividido por el número de acciones emitidas por la sociedad. Y veremos más adelante que sus resultados difieren, dado que cada analista o equipo de investigadores utilizan distintos supuestos.

Dentro de los métodos más conocidos se encuentran el modelo de descuento de dividendos, opciones reales, flujos de caja descontados, y múltiplos o comparables.

No concentraremos en adelante en los dos últimos métodos de valoración. El método múltiplos y de flujos de caja descontados, este último es cada vez más utilizado, ya que considera a la empresa como un ente generador flujos, y por ello como un activo financiero<sup>1</sup>.

##### **1.1. Modelo de descuento de dividendos**

Los dividendos son pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

El valor de la acción es el valor actual de dividendos que esperamos obtener de ella, y se emplea generalmente para la valorización de bancos e instituciones financieras. Para el caso de Perpetuidad, es decir, cuando una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años, el valor se puede expresar así:

---

<sup>1</sup> (Fernández, 2005). “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 28p

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA} / K_p$$

Donde:

DPA = Dividendo por acción

$K_p$  = Rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad exigida a las acciones, llamada también coste de los recursos propios, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse suficientemente remunerados. Si se espera que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual constante  $g$ , la fórmula anterior se convierte en la siguiente:

$$\text{Valor de la Acción} = \text{DPA}_1 / (K_p - g)$$

Donde:

DPA<sub>1</sub> = Son los dividendos por acción del próximo periodo<sup>2</sup>.

## 1.2. Método de Flujos de Caja Descontados

El caso del método de Flujo de Caja Descontado, en adelante FCD, está dentro de las metodologías más científicas y teóricamente precisas para realizar una valoración, porque está relacionada con la utilidad y el crecimiento del negocio que está siendo evaluado.

Así, mientras la valoración por FCD es sólo una de las maneras de valorar firmas y unas de las metodologías más utilizadas, ésta corresponde al punto de partida para construir cualquier otro método de valoración. Para realizar valoraciones comparativas de manera correcta, debemos entender los fundamentos tras la valoración por FCD. Para aplicar valoración por Opciones, generalmente debemos comenzar por descontar flujos de caja.

Esta es la razón de porqué gran parte de la literatura se centra en discutir los fundamentos tras el Flujo de Caja Descontado. Alguien que entienda estos fundamentos estará capacitado para analizar y utilizar otras metodologías<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> (Fernández, 2005) "Valoración de Empresas", Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p

<sup>3</sup> (Damodaran, Investment Valuation: Tool and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2002)  
*"Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any*

En un FCD, los flujos de caja libre son modelados sobre un horizonte de tiempo determinado (período explícito de proyección) y luego descontados para reflejar su valor presente. Además de estos flujos de caja, este valor debe ser determinado para flujos de caja generados más allá del horizonte de proyección, comúnmente llamado “valor terminal” o “perpetuidad” (período implícito de proyección). Entonces, un FCD será altamente sensible a la tasa de descuento.

A pesar de la rigurosidad de los fundamentos teóricos, los parámetros de valoración incluidos a través de una metodología de FCD son principalmente proyecciones de largo plazo, las cuales intentan modelar los números de una compañía, los factores específicos de una industria y las tendencias macroeconómicas que ejerzan ciertos grados de variabilidad en los resultados de una compañía.

El componente del valor terminal en un FCD generalmente representa la mayor parte del valor implícito final y es extremadamente sensible a los efectos acumulativos de los supuestos operacionales que subyacen a las proyecciones. En consecuencia, las proyecciones de largo plazo y la elección del valor de un múltiplo final de salida y/o la tasa de crecimiento perpetuo, ocupan un rol fundamental en determinar el valor de la compañía bajo análisis.

En la valoración basada en descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el descuento mínimo exigido lo marcan los interesados, ya sea compradores o vendedores no dispuestos a invertir o vender por menos de una determinada rentabilidad, etc.

En general, cuando hablamos de la determinación de una tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa), en un contexto de una valoración por el método de FCD, hablamos del costo de capital (tasa de los activos). Esta tasa se calcula frecuentemente como un promedio ponderado entre el

costo de la deuda ( $k_b$ ) y la rentabilidad exigida por los accionistas, que se le denomina con frecuencia costo patrimonial ( $k_p$ ). Así, al calcular el costo de capital de esta manera, se le da el nombre de “WACC” (costo de

---

*Asset”. Second Edition (2002), 382p.*

capital promedio ponderado en sus siglas en inglés). El WACC es la tasa a la que se deben descontar los Flujos de Caja Libre Totales para obtener el valor total de una empresa (en su parte operativa), que tenga deuda financiera, y en que los ahorros de impuestos asociados a los intereses del pago de la deuda, se incorporen en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa.

Para valorar la empresa (en su parte operativa) de la forma descrita, se requiere que la empresa tenga una estructura de capital objetivo de largo plazo, si no se cumple esta condición no podría valorarse así (se debería hacer por valor presente ajustado).

Al aplicar FCD para valorar la empresa (en su parte operativa), la determinación del valor completo de la empresa, implicaría adicionar los activos prescindibles (activos que no son necesarios para la operación de la empresa) y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo que la empresa pudiera tener al momento de la valoración. Por último, la valoración del patrimonio, simplemente se hace restando al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración.

En el caso que la empresa no tenga deuda, es decir, sea financiada 100% con patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa, se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo). Para obtener el valor completo de la empresa, se hacen los ajustes ya mencionados, de adicionar el valor de los activos prescindibles y ajustar el exceso o déficit de capital de trabajo, al momento de la valoración. Por supuesto, este valor completo de la empresa coincidiría con el valor del patrimonio.

### 1.3. Método de múltiplos

El enfoque de múltiplo o comparables, determina un valor para la empresa, estableciendo relación entre ratios financieros de una compañía de la misma industria, y el valor de la firma, obteniendo así un valor rápido y aproximado de la empresa.

El valor de un activo es comparado con los valores considerados por el mercado como activos similares o comparables. Cabe destacar la gran variación en la valoración de las acciones según el múltiplo que se utilice y las empresas que se tomen como referencia.

Los requisitos para aplicar este método son los siguientes son identificar activos comparables y obtener el valor de mercado de ellos, convertir los valores de mercado en valores estandarizados. Esto lleva a obtener múltiplos, comparar el valor estandarizado o el múltiplo aplicado a los activos comparables, controlando por

diferencias que podría afectar el múltiplo de la empresa, y recordar que dos firmas son comparables en la medida que tengan riesgo similar, tasas de crecimiento parecidas y características de flujo de caja.

Existen diversos múltiplos que pueden ser utilizados, a continuación, algunos de ellos:

#### Múltiplos de Ganancias:

- Precio de la acción/Utilidad (PU o PE)
- Valor/EBIT
- Valor/EBITDA
- Valor/Flujo de Caja

Los analistas utilizan esta relación para decidir sobre portafolios, específicamente comparan este valor con la tasa de crecimiento esperado, si el valor es bajo entonces las empresas están subvaloradas, si el valor es alto entonces están sobrevaloradas.

Los analistas también utilizan PU para comparar mercados y entonces concluir cuales están subvalorados y cuales sobre valorados. La relación PU está asociada positivamente con la razón de pago de dividendo, positivamente con la tasa de crecimiento, y negativamente con el nivel de riesgo del patrimonio. Una empresa puede tener un PU bajo debido a altas tasas de interés o bien alto nivel de riesgo del patrimonio<sup>4</sup>.

#### Múltiplos de Valor Libro:

---

<sup>4</sup> (Damodaran, Investment Valuation: Tool and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2002) *"Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset"*. Second Edition (2002), 596p.

- Precio acción/valor libro de la acción (PV)
- Valor de Mercado/ Valor Libro de Activos
- Valor de Mercado/Costo de Reemplazo (Tobin's Q)

#### Múltiplos de Ventas:

- Precio de la acción/Ventas por Acción (PV)
- Value/Sales

#### Múltiplo de Variables de industria Específica:

(Precio /kwh, Precio por tonelada de cobre, valor por m2 construido en retail).

## CAPÍTULO 2

### 2. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

#### 2.1. Descripción de Banco Aliado, S.A.

Banco Aliado, S.A. es una sociedad anónima organizada conformada con las leyes de la república de Panamá. El Banco es de capital netamente nacional panameño, inició operaciones el 14 de julio de 1992 con una Licencia General, otorgada por la Comisión Bancaria Nacional (hoy Superintendencia de Bancos), la cual le permite efectuar indistintamente negocios de banca en Panamá o en el exterior. La principal actividad del Emisor es prestar servicios bancarios y financieros dentro de la economía nacional, al igual que en seleccionados países de América Latina. En este sentido, la estrategia corporativa del Banco se enfoca en la banca comercial; y además atiende a sectores como la Banca Institucional con preferencia hacia líneas de crédito rotativas de corto plazo<sup>5</sup>.

Grupo Aliado S.A. es una *holding* que posee un 100% del Banco Aliado y un 69% del accionario de *Geneva Asset Management*, firma panameña especializada en asesoría financiera y corretaje de valores. Este grupo se conforma actualmente por seis accionistas de diversos grupos económicos, donde ninguno cuenta con una participación accionaria superior al 17% en forma individual. Banco Aliado es propietario de cuatro empresas que desarrollan distintos negocios y que aportan a su generación anual de resultados.

La estrategia de colocación de cartera de Banco Aliado se enfoca principalmente en el sector comercial, con especial énfasis en líneas revolventes de crédito con un horizonte de plazo entre 6 y 12 meses. Asimismo, la cartera también se enfoca en financiar actividades con alta transcendencia sobre la economía local, como, por ejemplo, el sector de la construcción y se destaca dentro de la plaza panameña por contar, dentro de su cartera, con una importante participación de hipotecas de tipo comercial. El banco ocupa el décimo tercer lugar en cuanto a crédito internos del SBN (Sistema Bancario Nacional), y el noveno dentro de depósitos locales totales<sup>6</sup>.

#### 2.1.1. Subsidiarias Banco Aliado, S.A.

---

<sup>5</sup> (Banco Aliado, S.A. y Subsidiarias) “Estados Financieros Consolidados 2019”, I. Información de la Compañía.

<sup>6</sup> (Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A.),” Informe de Calificación Banco Aliado, S.A.”, 2019.



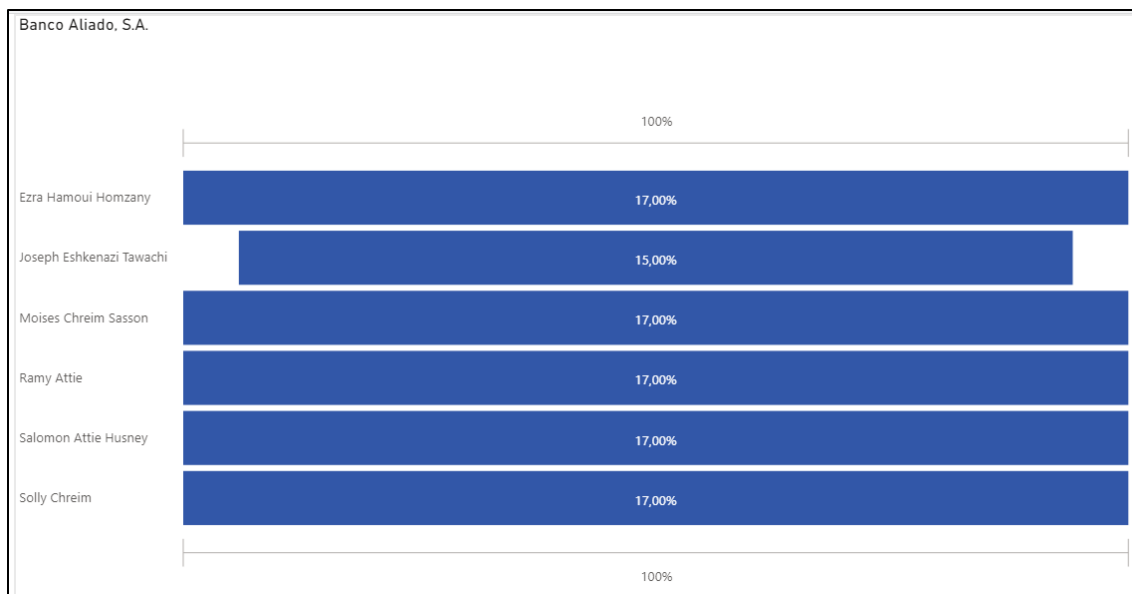
**Aliado Leasing, S.A.** es una compañía que inició operaciones en marzo del 2004 y se dedica a la actividad de arrendamientos financieros.

**Aliado Factoring, S.A.** Es una entidad que inició operaciones en agosto 2004, y se dedica a la actividad de Factoring,

**Financiera Finacredit, S.A.** Esta entidad fue adquirida en julio 2004 que se dedica a la actividad de otorgamiento de préstamos personales.

**Aliado Seguros, S.A.** La compañía inició operaciones en el 2011, y posee licencia de seguros para operar en los ramos generales, vida y fianzas.

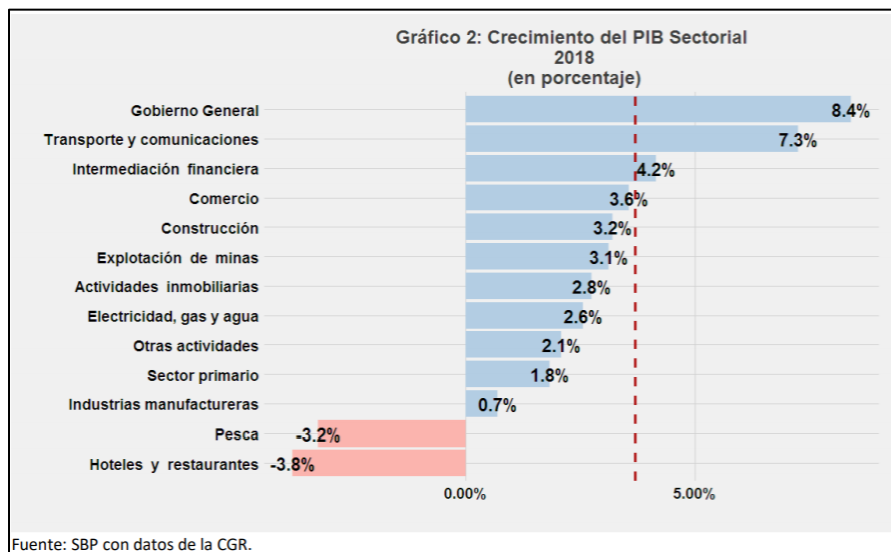
Al 30 de junio del 2019, Banco Aliado, S.A. se encuentra representado por los siguientes accionistas:



**Ilustración 1: Participación accionaria Banco Aliado, S.A.**

## 2.2. Descripción de la Industria

La estructura del sistema financiero de Panamá está comprendida por las siguientes instituciones: los bancos, las empresas de valores, los fondos de pensiones, las aseguradoras, cooperativas, empresas financieras, los bancos de desarrollo, las compañías de leasing y asociaciones de ahorro y crédito para la vivienda. Para el año 2018 la actividad de intermediación financiera tuvo una participación de 4,2% en el PIB.



**Ilustración 2: Crecimiento del PIB Sectorial 2018**

El centro bancario de Panamá se caracteriza por ser un sistema intermedio. El total de activos del Centro Bancario Internacional, el cual incluye a bancos de licencia general e internacional que operan en Panamá llegó a ser en el 2018, cerca de 2.2 veces el tamaño del PIB de Panamá. Las principales actividades bancarias se desarrollan en: (i) aceptación de depósitos bancarios; (ii) banca minorista; (iii) préstamos comerciales y corporativos; (iv) registros contables extranjeros; (v) préstamos entre sucursales bancarias extranjeras, tesorería y gestión de liquidez; (vi) administración regional; (vii) finanzas corporativas<sup>7</sup>.

El Sistema Bancario Nacional y Centro Bancario Internacional de Panamá alcanzaron a diciembre de 2018 un monto de activos de USD 224 mil millones, los cuales representan el principal componente del Sistema Financiero, aproximadamente un 90% del total. Por otro parte, cabe mencionar que el sistema financiero global está compuesto por: las compañías de Seguro que ocupan la segunda posición, representan el 2,6%, seguido de las empresas de valores y los fondos de pensiones con 1,7%. Las Cooperativas son la cuarta en importancia representando el 1,4%, las empresas financieras representan 1,2% y el resto de las otras instituciones financieras de menor tamaño, entre las que se encuentran los bancos de desarrollo, las operaciones de leasing y las asociaciones de ahorro y préstamo para la vivienda, representan en su conjunto el 1,6% del total de activos.

A la fecha de este estudio, 30 de junio del 2019, se obtuvo la información estadística del sistema bancario Nación de Panamá versus los mismos indicadores para Banco Aliado, S.A., según se detallan a continuación;

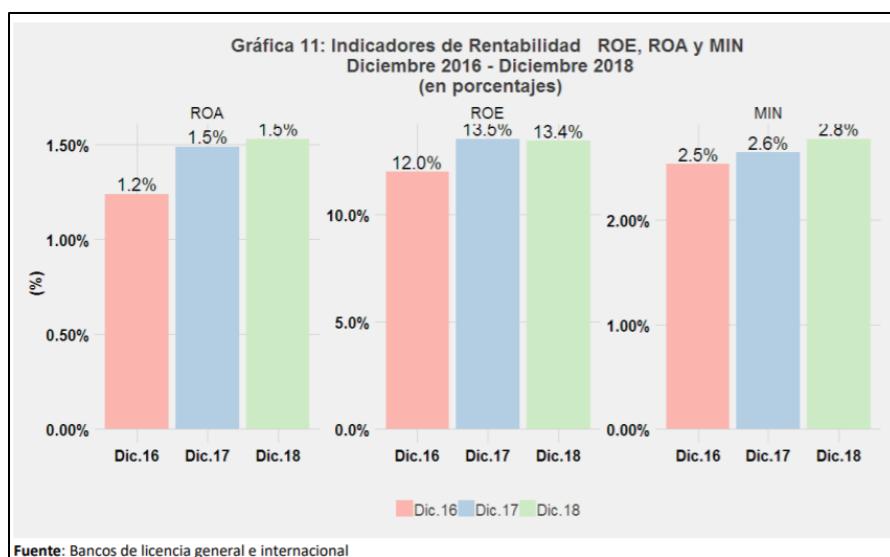
<sup>7</sup> (Superintendencia de Bancos de Panamá; 2018)

<b>ESTADÍSTICAS FINANCIERAS</b>		<b>(En millones de Balboas)</b>	
		<b>SISTEMA BANCARIO NACIONAL</b>	<b>BANCO ALIADO, S.A.</b>
		<b>2019</b>	<b>2019</b>
		<b>Junio</b>	<b>Junio</b>
<b>PROMEDIO (12 MESES)</b>			
TOTAL DE ACTIVOS		101.935,77	2,74
ACTIVOS GENERADORES DE INGRESOS		84.986,05	2,09
TOTAL DE PRESTAMOS		66.629,75	1,66
TOTAL DE INVERSIONES		18.356,30	0,43
PATRIMONIO TOTAL		12.008,36	0,28
<b>ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS</b>			
UTILIDAD DEL PERIODO		748,66	0,01
<b>CALIDAD DE ACTIVOS</b>			
TOTAL DE PRESTAMOS VENCIDOS		1.227,08	0,01
TOTAL PROVISIONES PARA PRESTAMOS		1.272,38	0,01
PRESTAMOS VENCIDOS / PRESTAMOS TOTALES (%)		1,82	0,46
PROVISIONES / PRESTAMOS VENCIDOS (%)		103,69	154,28
PROVISIONES PARA PRESTAMOS / PRESTAMOS TOTALES (%)		1,89	0,71
<b>RAZONES DE CAPITAL</b>			
PATRIMONIO / ACTIVOS TOTALES (%)		12,02	10,42
PATRIMONIO / ACTIVOS GENERADORES DE INGRESOS (%)		14,47	13,66
PATRIMONIO / PRESTAMOS TOTALES (%)		18,46	17,12
<b>LIQUIDEZ</b>			
ACTIVOS LIQUIDOS / TOTAL DE DEPOSITOS (%)		17,31	24,80
ACTIVOS LIQUIDOS / ACTIVOS TOTALES (%)		12,21	16,13
ACTIVOS LIQUIDOS + INVERSIONES / DEPOSITOS TOTALES (%)		42,72	48,52
<b>RENTABILIDAD</b>			
UTILIDAD NETA / ACTIVOS GENERADORES DE INGRESOS (PROMEDIO) (%)		1,76	1,36
UTILIDAD NETA / TOTAL DE ACTIVOS (PROMEDIO) (%)		1,47	1,04
UTILIDAD NETA / PATRIMONIO TOTAL (PROMEDIO) (%)		12,47	10,24
INGRESOS POR INTERESES / ACTIVOS GENERADORES DE INGRESOS (PROMEDIO) (%)		6,31	6,90
EGRESOS OPERACIONES / ACTIVOS GENERADORES DE INGRESOS (PROMEDIO) (%)		3,29	4,88
INGRESOS NETOS POR INTERESES / ACTIVOS GENERADORES DE INGRESOS (PROMEDIO) (%)		3,02	2,02
EGRESOS GENERALES / INGRESOS DE OPERACIONES (%)		53,90	44,26
OTROS INGRESOS / ACTIVOS GENERADORES DE INGRESOS (PROMEDIO) (%)		2,14	0,28
<b>TASA DE CRECIMIENTO (12 MESES)</b>			
ACTIVOS (%)		3,25	3,01
PRESTAMOS (%)		2,35	3,83
LOCALES (%)		2,64	3,06
EXTRANJEROS (%)		1,26	7,19
DEPOSITOS (%)		1,94	3,66
LOCALES (%)		2,49	0,78
EXTRANJEROS (%)		0,57	17,32
PATRIMONIO (%)		7,53	8,63

**Ilustración 3: Estadísticas Financieras 2019 (Sistema Financiero Nacional vs Banco Aliado, S.A.)**

Fuente: <https://superbancos.gob.pa>

De acuerdo con las cifras presentadas podemos analizar que Banco Aliado mantiene ratios de capital, de liquidez y de rentabilidad muy apegados a los de la industria. Por ejemplo, cabe señalar que, mantiene una liquidez mayor a la del mercado en cuanto al ratio de total de depósitos / activos líquidos, con 7% más alto.



**Ilustración 4: Indicadores de Rentabilidad de Dic-2016 a Dic- 2018**

En los últimos tres años se puede observar el crecimiento de los indicadores de rentabilidad en el sector bancario nacional e internacional.

Para el caso de Banco Aliado, S.A. en los últimos años ha presentado una participación en el sistema financiero, en cuanto a préstamos, depósitos y patrimonio, de entre un 2% a 3%, ubicándolo como uno de los quince bancos con mayor colocación de préstamos en el Sistema Bancario Nacional.

#### **Banco Aliado, S.A. y Subsidiarias**

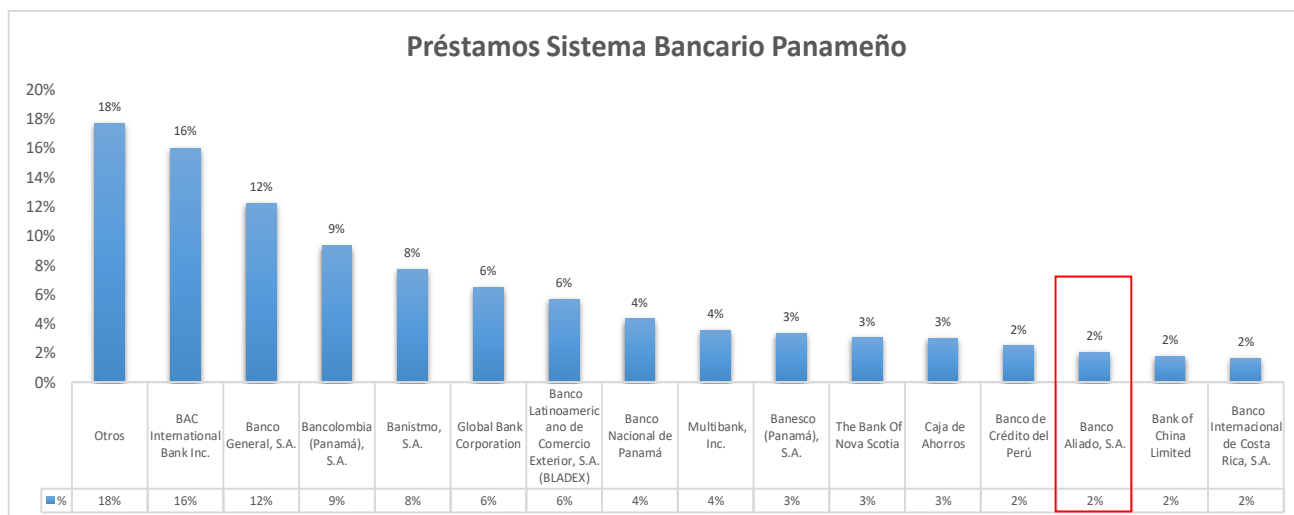
Participación de Mercado dentro del Sistema Bancario Nacional

	Jun-19	Jun-18	Jun-17	Jun-16
Créditos Directos	2.53%	2.93%	2.89%	2.85%
Depósitos Totales	2.48%	2.02%	1.97%	1.96%
Patrimonio	2.33%	2.19%	2.09%	2.09%

Fuente: SBP / Elaboración: Moody's Local PA

**Ilustración 5: Participación de Mercado de Banco Aliado, S.A. de 2016 al 2019**

**Fuente:** Datos obtenidos de la Superintendencia de Bancos de Panamá. (<https://www.superbancos.gob.pa/es/content/cartas-bancariassegundo-trimestre-2019>)



**Ilustración 6: Cartera de préstamos del sistema bancario panameño (2do. Trimestre 2019)**

**Fuente:** Datos obtenidos de la Superintendencia de Bancos de Panamá. (<https://www.superbancos.gob.pa/es/content/cartas-bancariassegundo-trimestre-2019>)

Sistema Bancario	BAC International Bank Inc.	Banco General, S.A.	Bancolombia (Panamá), S.A.	Banistmo, S.A.	Banco Aliado, S.A.
Préstamos de Bancos	15.474.061,10	11.772.496,65	9.027.097,36	7.444.345,70	1.967.530,23
Ranking	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>13</b>

**Ilustración 7: Ranking de bancos panameños (por cartera de préstamos) a junio 2019**

### 2.3. Empresas comparables a Banco Aliado, S.A.

#### 2.3.1. Empresa comparable: Bancolombia

	<i>Observaciones</i>
Razón Social	Bancolombia, S.A.
País de Origen	Colombia
Nemotécnico	BIC-NYSE
Industria	Banca y Finanzas
Mercado donde Transan sus acciones	Estados Unidos de América
Instrumentos en Bolsa	Acciones Preferidas y Bonos
Regulación	U. S. Securities and Exchange Commission.

<p>Tipo de Operación</p>	<p>Bancolombia es el banco más grande de Colombia en términos de activos, depósitos y préstamos, con una participación de mercado de 24,9%, 26,3% y 24,2%, respectivamente, sobre una base no consolidada a diciembre de 2018. Además, el banco tiene una presencia significativa en Centroamérica, donde se ha expandido mediante adquisiciones en años recientes. La entidad ofrece una gama amplia de servicios bancarios y productos a una cliente la de casi 14 millones. A diciembre de 2018, la red de sucursales consolidada del banco consistía en más de 1.000 oficinas, mientras que las transacciones mediante canales electrónicos representaron dos tercios de todas las transacciones en 2018. Metodologías Relacionadas Metodología de Calificación Global de Bancos (enero 9, 2017). Metodología de Calificaciones en Escala Nacional (agosto 2, 2018).</p>																									
<p>Filiales</p>	<p>Bancolombia tiene una presencia en seis países. En El Salvador, opera mediante Banagrícola, el conglomerado financiero líder que controla varias instituciones financieras, incluyendo Banco Agrícola. Este último es el banco salvadoreño más grande dedicado a actividades minoristas y comerciales, con una participación de mercado de 27% y 28% en préstamos y depósitos, respectivamente. En Panamá, Bancolombia está presente mediante Banistmo, el segundo banco más grande del país, con una franquicia local fuerte y una participación de mercado de 9,2%, 10,4%, y 11,5% por activos, préstamos y depósitos, respectivamente. En Guatemala, el banco tiene presencia mediante Grupo Agromercantil de Guatemala, el cual controla el cuarto banco más grande de dicho país. Bancolombia también consolida Bancolombia Panamá, un banco con licencia internacional que sirve como holding para las operaciones de Centroamérica y el Caribe.</p> <table border="1" data-bbox="513 1516 1409 1915"> <thead> <tr> <th colspan="5">Bancolombia y Principales Subsidiarias (Cifras Individuales)</th> </tr> <tr> <th colspan="5">(COP billones; cifras a diciembre de 2018)</th> </tr> <tr> <th>Entidad</th> <th>País</th> <th>Participación (%)</th> <th>Activos</th> <th>Utilidad Neta</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Bancolombia</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Colombia</td> <td>Colombia</td> <td></td> <td>155.4</td> <td>2.72</td> </tr> </tbody> </table>	Bancolombia y Principales Subsidiarias (Cifras Individuales)					(COP billones; cifras a diciembre de 2018)					Entidad	País	Participación (%)	Activos	Utilidad Neta	Bancolombia					Colombia	Colombia		155.4	2.72
Bancolombia y Principales Subsidiarias (Cifras Individuales)																										
(COP billones; cifras a diciembre de 2018)																										
Entidad	País	Participación (%)	Activos	Utilidad Neta																						
Bancolombia																										
Colombia	Colombia		155.4	2.72																						

Banistmo Panamá	Panamá	100	31.11	0.27
Banco Agrícola	El Salvad	96.37	14.22	0.23
Banco				
Agromercantil	Guatemala	60	11.39	0.07
Fuente: Bancolombia				

Además de sus subsidiarias fuera de Colombia, Bancolombia ha consolidado varias subsidiarias locales dentro de la industria de servicios financieros que ofrecen banca de inversiones, servicios fiduciarios, de corretaje, tarjetas de crédito, operaciones externas, y de administración de activos, entre otros. También tiene subsidiarias de banca externa en Panamá, las Islas Caimán y Puerto Rico. Por lo tanto, Bancolombia es reconocido como un banco universal regional.

Estructura Accionaria	Estructura Accionaria (Cifras a diciembre de 2018)	
	<b>Accionista</b>	<b>Participación (%)</b>
	Grupo Suramericana	24.0%
	Programa ADR-NYSE	20.0%
	Fondos de Pensiones Colombianos	17.0%
	Otros Accionistas Internacionales	22.0%
	Otros Accionistas Nacionales	10.0%

Negocio donde se encuentra	Al cierre dic- 2018	Bancolombia	BIC
	Detalle de resultados Operativos		Bancolombia. S.A. (Dólares US)
Activos		67,333,624.35	
Ingresos de interés		4,436,995.72	
Depósitos		1,178,360.66	26.6%
Préstamos		178,440.20	4.0%

	Bonos y acciones preferidas	366,525.85	8.3%
	otros intereses	11,215.66	0.3%
	<b>Total costos de fondos</b>	<b>1,734,542.37</b>	<b>39.1%</b>
	Financiamiento + bonos	556,181.71	12.5%
	Depreciación amortización	151,086.57	3.4%
	Utilidad neta antes de impuesto	1,106,108.90	24.9%
	<b>EBITDA</b>	<b>1,813,377.18</b>	<b>40.9%</b>

**Ilustración 8: Información relevante empresa comparable (Bancolombia, S.A.)**

### 2.3.2. Empresa comparable: Banco General

	<i>Observaciones</i>
Nombre de la Empresa	<b>BANCO GENERAL</b>
Ticker o Nemo-técnico	BGEN
Clase de Acción	Comunes
Derechos de cada Clase	Comunes: Con derecho a voto
Mercado donde Transa sus acciones	Panamá
Descripción de la Empresa ( <i>profile</i> )	BG es el mayor banco panameño por activos totales y préstamos totales, con participaciones de aproximadamente el 19% de los préstamos privados locales y el 28% de los depósitos privados locales. El banco es el líder en la mayoría de los segmentos comerciales clave, incluidos los préstamos corporativos, de consumo e hipotecarios, y tiene una gran cobertura geográfica en Panamá. El libro de préstamos muestra una distribución uniforme entre los segmentos mayorista y minorista. BG es un banco universal diversificado con un fuerte enfoque en las hipotecas (27% del sistema bancario nacional a diciembre de 2018). El banco también ocupa posiciones de liderazgo en préstamos de consumo y corporativos en el mercado local y mantiene un fuerte enfoque interno.



	<p>En opinión de Fitch, la sólida franquicia de BG y su modelo comercial estable reducen la volatilidad de las ganancias. La estructura organizativa de BG es transparente, aunque tiene varias filiales que hacen que su estructura sea relativamente más compleja que otros pares calificados. BG es una subsidiaria de propiedad total del Grupo Financiero BG, una compañía tenedora panameña que a su vez es propiedad en un 60% de la Empresa General de Inversiones, una compañía registrada en Panamá. BG subsidiarias de alta costura, que incluyen una casa de bolsa, una administradora de fondos de pensiones y una compañía de seguros, una operación bancaria offshore en Caimán y una operación bancaria en Costa Rica. Criterios relacionados Criterios de calificación del banco (octubre de 2018) Criterios de calificación a corto plazo (mayo de 2019)</p>																					
Sector e Industria (Clasificación Industrial)	Banca																					
Ranking por activos	2																					
Negocios en que se encuentra	<p>Distinguir cada negocio en que se encuentra la empresa y mostrar el EBITDA por cada negocio y la importancia relativa en la empresa acorde a este valor.</p> <table border="1" data-bbox="586 1278 1352 1894"> <thead> <tr> <th data-bbox="586 1278 984 1333"></th> <th colspan="2" data-bbox="984 1278 1352 1333"><b>BGEN</b></th> </tr> <tr> <th data-bbox="586 1333 984 1436">Detalle de resultados operativos</th> <th data-bbox="984 1333 1192 1436">Banco General, S.A.</th> <th data-bbox="1192 1333 1352 1436">% (Cont.)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td data-bbox="586 1436 984 1570">Ingresos de interés</td> <td data-bbox="984 1436 1192 1570">1,003,565,647</td> <td data-bbox="1192 1436 1352 1570">100%</td> </tr> <tr> <td data-bbox="586 1570 984 1673">Depósitos</td> <td data-bbox="984 1570 1192 1673">229,386,783</td> <td data-bbox="1192 1570 1352 1673">23%</td> </tr> <tr> <td data-bbox="586 1673 984 1728">Préstamos</td> <td data-bbox="984 1673 1192 1728"></td> <td data-bbox="1192 1673 1352 1728">0%</td> </tr> <tr> <td data-bbox="586 1728 984 1883">Bonos valores vendidos bajo recompra</td> <td data-bbox="984 1728 1192 1883">123,245,302</td> <td data-bbox="1192 1728 1352 1883">12%</td> </tr> <tr> <td data-bbox="586 1883 984 1894"></td> <td data-bbox="984 1883 1192 1894"></td> <td data-bbox="1192 1883 1352 1894">0%</td> </tr> </tbody> </table>		<b>BGEN</b>		Detalle de resultados operativos	Banco General, S.A.	% (Cont.)	Ingresos de interés	1,003,565,647	100%	Depósitos	229,386,783	23%	Préstamos		0%	Bonos valores vendidos bajo recompra	123,245,302	12%			0%
	<b>BGEN</b>																					
Detalle de resultados operativos	Banco General, S.A.	% (Cont.)																				
Ingresos de interés	1,003,565,647	100%																				
Depósitos	229,386,783	23%																				
Préstamos		0%																				
Bonos valores vendidos bajo recompra	123,245,302	12%																				
		0%																				

	Total costos de fondos	352,632,085	35%
	Financiamiento + bonos	123,245,302	12%
	Depreciación amortización	24,983,778	2%
	Utilidad neta antes de Impuesto	492,824,682	49%
	<b>EBITDA</b>	<b>641,053,762</b>	<b>64%</b>

**Ilustración 9: Información relevante empresa comparable (Banco General, S.A.)**

### 3. ANÁLISIS OPERACIONAL DE BANCO ALIADO, S.A. E INDUSTRIA.

#### 3.1. Análisis de Costos Operacionales de Banco Aliado, S.A.

Los costos operacionales de Banco Aliado, S.A. se componen principalmente por los intereses involucrados en la colocación de fondos, divididos en los siguientes tipos:

- Gasto interés por Depósitos.
- Gastos interés por Financiamientos.
- Gasto interés por Bonos.

También existen otros costos asociados a los servicios financieros por transacciones efectuadas en páginas web, cajeros automáticos, emisión del plástico de tarjetas, entre otros. Estos ingresos se encuentran detallados como “Comisiones ganadas”.

**BANCO ALIADO, S. A. Y SUBSIDIARIAS** (Panamá,  
República de Panamá)



#### ANÁLISIS DE RESULTADOS OPERACIONALES

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>jun-19</b>	<b>jun-18</b>	<b>jun-17</b>	<b>jun-16</b>	<b>jun-15</b>
Ingresos por intereses y comisiones	159.726.679	147.679.104	132.896.016	123.736.089	113.582.114
Otros (Gastos) Ingresos neto	4.772.116	3.216.641	1.312.081	1.728.690	80.099
Gastos por intereses	103.335.247	88.709.226	83.317.530	78.810.967	70.777.985
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>61.163.548</b>	<b>62.186.519</b>	<b>50.890.567</b>	<b>46.653.812</b>	<b>42.884.228</b>
Gastos de Operación	22.838.116	22.057.701	21.149.576	20.720.265	15.540.840
Depreciación y amortización	1.530.606	1.360.865	1.301.592	979.940	986.523
Provisiones	3.173.430	4.457.862	2.823.851	6.586	491.523
<b>Utilidad o Pérdida, antes de impuestos</b>	<b>33.621.396</b>	<b>34.310.091</b>	<b>25.615.548</b>	<b>24.947.021</b>	<b>25.865.342</b>
Impuesto a la renta	2.119.016	5.314.413	3.877.534	3.551.149	4.160.164
<b>Utilidad o Pérdida</b>	<b>31.502.380</b>	<b>28.995.678</b>	<b>21.738.014</b>	<b>21.395.872</b>	<b>21.705.178</b>

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>jun-19</b>	<b>jun-18</b>	<b>jun-17</b>	<b>jun-16</b>	<b>jun-15</b>	<b>Promedio</b>
Ingresos por intereses y comisiones	97,10%	97,87%	99,02%	98,62%	99,93%	98,51%
Otros (Gastos) Ingresos neto	2,90%	2,13%	0,98%	1,38%	0,07%	1,49%
Gastos por intereses	62,82%	58,79%	62,08%	62,82%	62,27%	61,75%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>37,18%</b>	<b>41,21%</b>	<b>37,92%</b>	<b>37,18%</b>	<b>37,73%</b>	<b>38,25%</b>
Gastos de Operación	13,88%	14,62%	15,76%	16,51%	13,67%	14,89%
Depreciación y amortización	0,93%	0,90%	0,97%	0,78%	0,87%	0,89%
Provisiones	1,93%	2,95%	2,10%	0,01%	0,43%	1,49%

\*Al 30 de junio del 2019

**Ilustración 10: Análisis del Estado de Resultados Operacionales de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019)**

### 3.2. Análisis de las cuentas No operacionales de Banco Aliado, S.A.

Banco Aliado, S.A. presenta ingresos no operacionales relacionados únicamente con la venta de activos en dación de pago de las inversiones que efectúa.

BANCO ALIADO, S. A. Y SUBSIDIARIAS (Panamá, República de Panamá)



#### ANÁLISIS DE RESULTADOS NO OPERACIONALES

ESTADO DE RESULTADOS	jun-19	jun-18	jun-17	jun-16	jun-15
Utilidad Neta	31.502.380	28.995.678	21.738.014	21.395.872	21.705.178
Cambios netos en el valor razonable de los valores disponibles para la venta	884.409	-2.553.935	1.737.819	-2.425.715	-1.076.766
Transferencia a resultados por deterioro de valores	-	150.000	-	300.000	-
Transferencia a resultados por venta de valores	-434.384	-490.092	-113.940	-69.567	-367.640
<b>Utilidad o Pérdida, antes de impuestos</b>	<b>31.952.405</b>	<b>26.101.651</b>	<b>23.361.893</b>	<b>19.200.590</b>	<b>20.260.772</b>

ESTADO DE RESULTADOS	jun-19	jun-18	jun-17	jun-16	jun-15	Promedio
Cambios netos en el valor razonable de los valores disponibles para la venta	0,54%	-1,69%	1,29%	-1,93%	-0,95%	-0,55%
Transferencia a resultados por deterioro de valores	0,00%	0,10%	0,00%	0,24%	0,00%	0,07%
Transferencia a resultados por venta de valores	-0,26%	-0,32%	-0,08%	-0,06%	-0,32%	-0,21%
<b>Utilidad o Pérdida, antes de impuestos</b>	<b>19,42%</b>	<b>17,30%</b>	<b>17,41%</b>	<b>15,30%</b>	<b>17,83%</b>	<b>17,45%</b>

\*Al 30 de junio del 2019

**Ilustración 11: Análisis del Estado de Resultados No Operacionales de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019)**

### 3.3. Análisis de los Activos de Banco Aliado, S.A.

BANCO ALIADO, S. A. Y SUBSIDIARIAS  
(Panamá, República de Panamá)

Estado Consolidado de Situación Financiera

De junio 2015 a junio 2019

(Cifras en Balboas)



#### ANÁLISIS DE ACTIVOS

Activos	2019	2018	2017	2016	2015
Efectivo, efectos de caja y depósitos en bancos	462.563.579	498.093.654	387.877.793	449.974.787	409.496.520
Inversiones en valores	196.089.332	199.833.287	252.177.164	261.230.592	268.079.871
Préstamos a costo amortizado, neto	1.979.180.553	1.878.850.256	1.788.407.300	1.689.914.553	1.649.759.252
Otros activos operacionales	17.593.878	12.808.661	19.282.456	20.127.629	19.658.433
<b>Total Activos Operacionales:</b>	<b>2.655.427.342</b>	<b>2.589.585.858</b>	<b>2.447.744.713</b>	<b>2.421.247.561</b>	<b>2.346.994.076</b>
Propiedades, mobiliario, equipo y mejoras, neto	20.776.248	15.296.948	15.435.466	15.128.125	13.452.155
Otros activos No operacionales	174.763.928	124.041.522	97.217.537	79.470.010	34.455.550
<b>Total Activos No Operacionales:</b>	<b>195.540.176</b>	<b>139.338.470</b>	<b>112.653.003</b>	<b>94.598.135</b>	<b>47.907.705</b>
<b>Total de activos</b>	<b>2.850.967.518</b>	<b>2.728.924.328</b>	<b>2.560.397.716</b>	<b>2.515.845.696</b>	<b>2.394.901.781</b>

**Ilustración 12: Análisis de los Activos de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019)**

Los activos no operacionales de Banco Aliado, S.A. se dividen principalmente en 2 grupos:

- Propiedades, mobiliario, equipo y mejoras
- Otros activos no operacionales, que a su vez están compuestos por:
  - Activos mantenidos para la venta.
  - Obligaciones de clientes por aceptaciones
  - Deudores varios-operaciones de seguros
  - Otros Activos (Otras cuentas por cobrar, Fondo de cesantía)

Balance General	jun-19	jun-18	jun-17	jun-16	jun-15	Promedio
Efectivo, efectos de caja y depósitos en bancos	16,22%	18,25%	15,15%	17,89%	17,10%	16,92%
Inversiones en valores	6,88%	7,32%	9,85%	10,38%	11,19%	9,13%
Préstamos a costo amortizado, neto	69,42%	68,85%	69,85%	67,17%	68,89%	68,84%
Otros activos operacionales	0,62%	0,47%	0,75%	0,80%	0,82%	0,69%
<b>Total Activos Operacionales:</b>	<b>93,14%</b>	<b>94,89%</b>	<b>95,60%</b>	<b>96,24%</b>	<b>98,00%</b>	<b>95,57%</b>
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Propiedades, mobiliario, equipo y mejoras, neto	0,73%	0,56%	0,60%	0,60%	0,56%	0,61%
Otros activos No operacionales	6,13%	4,55%	3,80%	3,16%	1,44%	3,81%
<b>Total Activos No Operacionales:</b>	<b>6,86%</b>	<b>5,11%</b>	<b>4,40%</b>	<b>3,76%</b>	<b>2,00%</b>	<b>4,43%</b>
<b>Total de activos</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

\*Al 30 de junio del 2019

**Ilustración 31: Participación de los Activos de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019)**

## 4. PROYECCIÓN DE LOS EFF DE BANCO ALIADO, S.A.

### 4.1. Comportamiento histórico de Banco Aliado, S.A. y la Industria.

Se detalla en el siguiente cuadro las tasas de crecimiento reales de Banco Aliado, S.A. para los periodos 2014 al 2019:

**BANCO ALIADO, S. A. Y SUBSIDIARIAS** (Panamá,  
República de Panamá)



**Banco Aliado, S.A.**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Ingresos por intereses y comisiones	101.035.633	113.582.114	123.736.089	132.896.016	147.679.104	159.726.679	129.775.939,17
Otros (Gastos) Ingresos neto	3.331.168	2.226.124	2.150.811	1.892.783	3.216.641	4.772.116	2.931.607,17
<b>Total de Ingresos</b>	<b>104.366.801</b>	<b>115.808.238</b>	<b>125.886.900</b>	<b>134.788.799</b>	<b>150.895.745</b>	<b>164.498.795</b>	<b>132.707.546</b>

**Sector Financiero Nacional**

Ingresos por intereses y comisiones	1.727.262.878	1.880.818.728	2.049.415.505	2.230.497.911	2.422.181.061	2.681.484.702	2.165.276.797
Otros (Gastos) Ingresos neto	682.293.283	758.657.602	914.331.482	928.398.032	912.873.194	909.730.430	851.047.337
<b>Total de Ingresos Proyectados Industria</b>	<b>2.409.556.160</b>	<b>2.639.476.330</b>	<b>2.963.746.987</b>	<b>3.158.895.942</b>	<b>3.335.054.255</b>	<b>3.591.215.132</b>	<b>3.016.324.135</b>

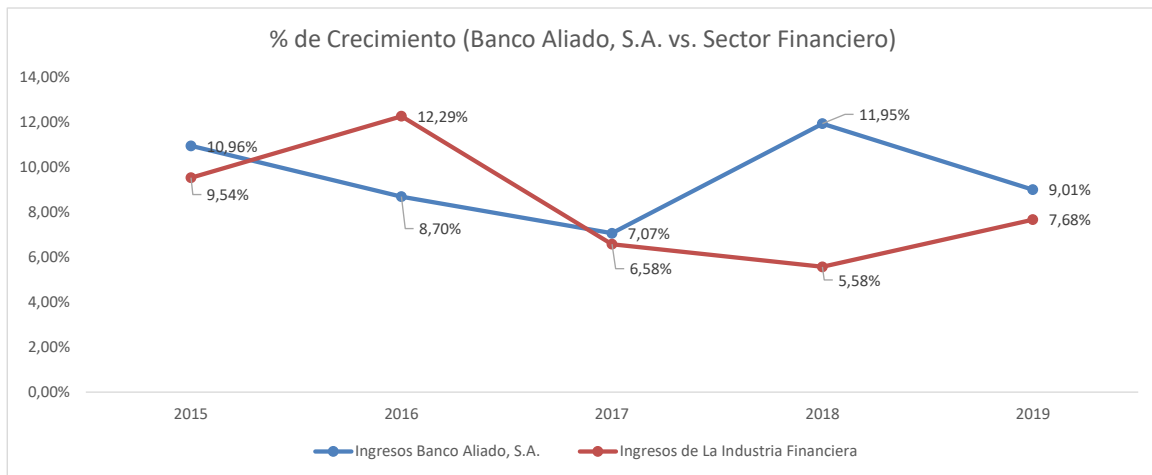
**Crecimiento**

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Ingresos Banco Aliado, S.A.	10,96%	8,70%	7,07%	11,95%	9,01%	9,54%
Ingresos de La Industria Financiera	9,54%	12,29%	6,58%	5,58%	7,68%	8,33%
<b>Margen (Banco Aliado, S.A. vs. Industria)</b>	<b>1,42%</b>	<b>-3,58%</b>	<b>0,49%</b>	<b>6,37%</b>	<b>1,33%</b>	<b>1,21%</b>

\* al 30 de junio de 2019

**Ilustración 32: Crecimiento del Sector Financiero y de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019)**

Como se puede observar en los últimos 5 años el banco ha tenido un crecimiento promedio de 9,54%, versus la industria que presentado un crecimiento del 8,33%, lo que significa un crecimiento promedio mayor al del mercado en 1.21%.



**Ilustración 15: Descripción gráfica del Crecimiento de los ingresos del Sector Financiero y de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019)**

#### 4.2. Perspectivas de Crecimiento de Banco Aliado, S.A. y la Industria

A continuación, se detallan las perspectivas de crecimiento de la industria y Banco Aliado, S.A. para los años 2019 al 2023.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Préstamos, neto Banco Aliado, S.A.	1.446.258.343	1.649.759.252	1.889.914.553	1.788.407.300	1.878.850.256	1.979.180.553	1.772.061.710
Préstamos, neto Industria	52.304.739.818	58.671.605.299	62.913.540.778	64.176.377.962	65.857.122.312	67.402.373.793	61.887.626.660
Crecimiento Préstamos, Banco Aliado		14,1%	14,6%	-5,4%	5,1%	5,3%	6,73%
Crecimiento Préstamos, neto Industria		12,17%	7,23%	2,01%	2,62%	2,35%	5,28%

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Activos Totales banco Aliado	2.198.378.444	2.394.901.781	2.515.845.696	2.560.397.710	2.728.924.628	2.850.967.518	2.541.569.296
Activos Totales Industria	83.976.508.847	95.237.627.369	99.653.960.294	99.624.936.746	100.306.425.601	103.565.113.844	97.060.762.117

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Crecimiento Activos Totales Banco Aliado		8,9%	5,1%	1,8%	6,6%	4,5%	5,36%
Crecimiento Activos Totales Industria		13,4%	4,6%	-0,03%	0,7%	3,25%	4,39%

\* al 30 de junio de 2019

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (e)
PIB nominal	49.921.464	54.091.714	57.957.594	62.283.757	65.055.080	67.852.365
PIB % realizado	5,07%	5,73%	4,96%	5,32%	3,70%	4,30%
Crecimiento del PIB (%)		8,35%	7,15%	7,46%	4,45%	4,30%

	2019	2020	2021	2022	2023
PIB nominal	67.852.365	71.244.983	74.949.722	78.997.007	83.262.846
PIB % proyectado	4,30%	5,00%	5,20%	5,40%	5,40%

<https://datos.bancomundial.org/pais/panama>

	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Razon Ingreso Industria / PIB	1,66	2,48	1,24	1,51	1,79	1,73
Razon de Crecimiento Cartera de Industria (%) / Crecimiento del PIB (%)	1,46	1,01	0,27	0,59	0,55	0,77
Razón Activo Industria / PIB	2,34	0,93	-0,01	0,18	0,76	0,84

	2019	2020	2021	2022	2023
Perspectiva de Crecimiento del Ingreso la Industria	7,5%	8,7%	9,0%	9,4%	9,4%
<b>Perspectiva de Crecimiento de la Cartera la Industria</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,2%</b>
Perspectiva de Crecimiento de los Activos de la Industria	3,6%	4,2%	4,4%	4,5%	4,5%

	% Promedio de Crecimiento (últimos 5 años)		
	Ingresos	Cartera	Activos
Banco Aliado, S.A.	9,54%	6,7%	5,4%
Industria Financiera	8,33%	5,3%	4,4%
<b>Razon de Crecimiento Banco Aliado, S.A.</b>	1,14	1,28	1,22

Participación del Mercado (Banco Aliado, S.A.)	2,03%
Porción del PIB (intermediación financiera)	4,20%

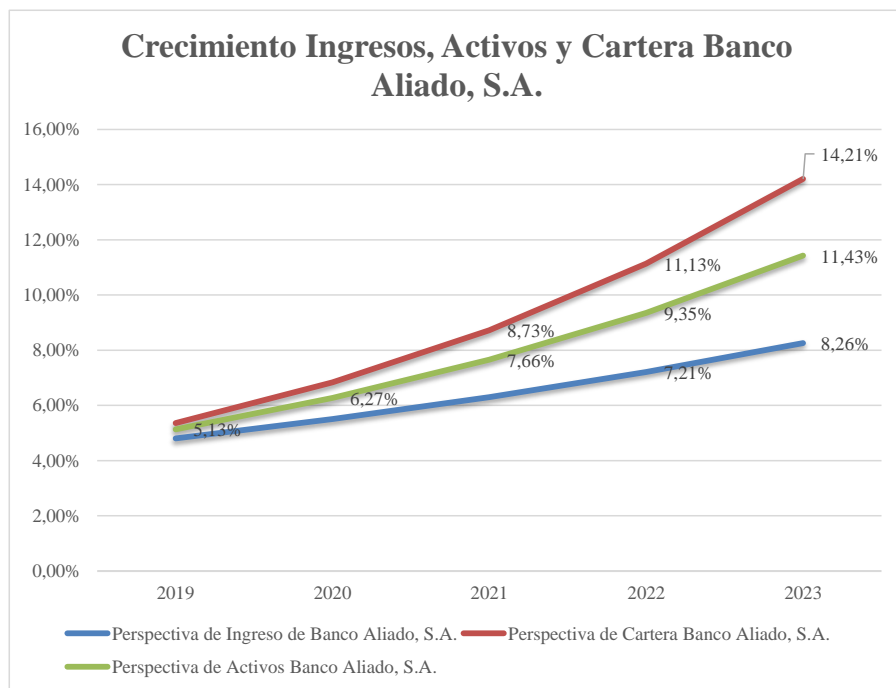
	2019	2020	2021	2022	2023
Perspectiva de Ingreso de Banco Aliado, S.A.	4,81%	5,50%	6,30%	7,21%	8,26%
<b>Perspectiva de Cartera Banco Aliado, S.A.</b>	<b>5,36%</b>	<b>6,84%</b>	<b>8,73%</b>	<b>11,13%</b>	<b>14,21%</b>
Perspectiva de Activos Banco Aliado, S.A.	5,13%	6,27%	7,66%	9,35%	11,43%

En Base al PIB

En Base al PIB

En Base al PIB

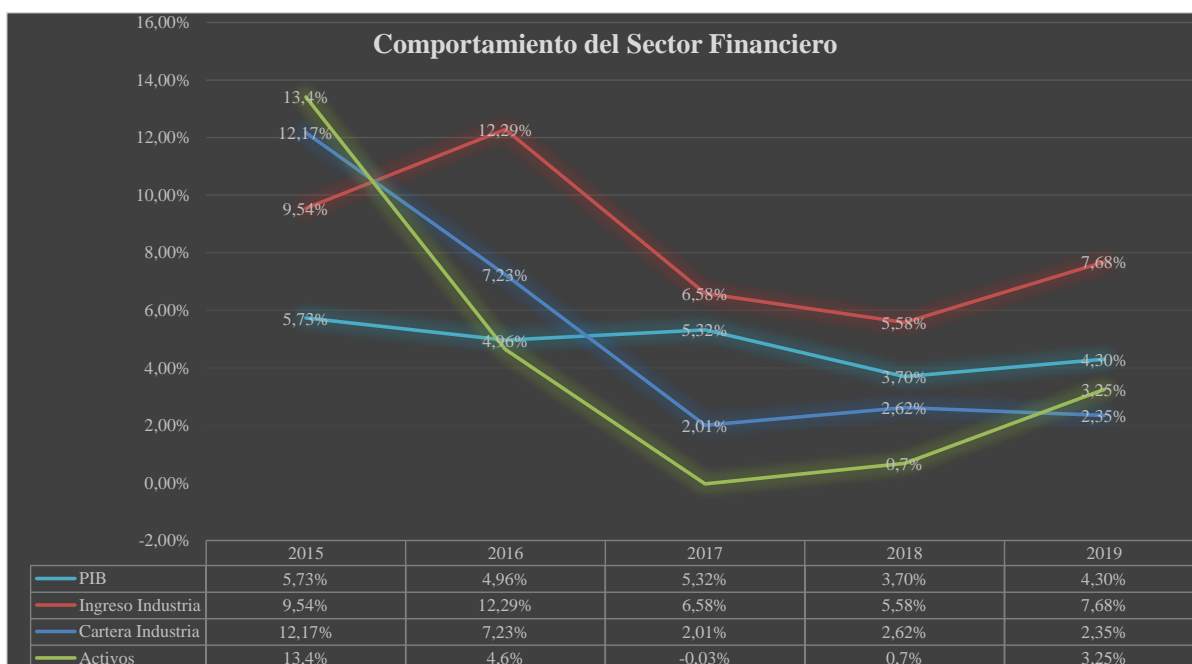
**Ilustración 16: Comportamiento histórico y perspectivas de crecimiento económico de la industria financiera y de Banco Aliado, S.A.**



**Ilustración 17: Perspectivas de Crecimiento de Banco Aliado, S.A. (2019 al 2023)**

En nuestro análisis de perspectivas de crecimiento tomamos como referencia para el mismo, los activos, los ingresos y la cartera de Banco Aliado, S.A. versus los de la industria panameña. Se realizó una proyección en base a la tasa de crecimiento del PIB de Panamá (información obtenida de las proyecciones al 2023 del Banco Mundial).

**Ilustración 18: Comportamiento del Sector Financiero (2015 al 2019)**





En base a la cartera reportada a junio/2019, se proyecta el Estado de Resultados para los períodos 2019 al 2023.

### 4.3. Estado Consolidado proyectado de Banco Aliado, S.A.

**BANCO ALIADO, S. A. Y SUBSIDIARIAS**  
(Panamá, República de Panamá)

**Estado Consolidado de Situación Financiera**

De junio 2015 a junio 2019

(Cifras en Balboas)



**PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO**

5,13%

6,27%

7,66%

9,35%

11,43%

(\*) Proyección de junio a diciembre 2019

<b>Balance General</b>	<b>2019*</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Efectivo, efectos de caja y depósitos en bancos	507.811.368	539.349.202	580.281.949	634.104.628	705.993.855
Inversiones en valores	273.842.299	290.849.387	312.922.775	341.947.187	380.714.163
Préstamos a costo amortizado, neto	2.063.161.564	2.192.471.086	2.360.334.145	2.581.093.306	2.875.992.062
Otros activos operacionales	20.768.861	22.058.719	23.732.818	25.934.100	28.874.281
<b>Total Activos Operacionales:</b>	<b>2.865.584.092</b>	<b>3.044.728.394</b>	<b>3.277.271.687</b>	<b>3.583.079.220</b>	<b>3.991.574.360</b>
Propiedades, mobiliario, equipo y mejoras, neto	20.836.545	20.954.580	21.074.700	21.197.480	21.323.655
Otros activos No operacionales	114.452.563	121.560.686	130.786.273	142.917.044	159.119.727
<b>Total Activos No Operacionales:</b>	<b>135.289.108</b>	<b>142.515.267</b>	<b>151.860.973</b>	<b>164.114.524</b>	<b>180.443.381</b>
<b>Total de activos</b>	<b>3.000.873.200</b>	<b>3.187.243.661</b>	<b>3.429.132.660</b>	<b>3.747.193.744</b>	<b>4.172.017.741</b>
<b>Pasivos</b>					
Total de depósitos de clientes	1.919.639.909	2.038.859.932	2.193.594.820	2.397.056.516	2.668.813.782
Financiamientos recibidos	352.729.871	374.636.304	403.068.521	440.454.187	490.389.024
Bonos corporativos por pagar	281.215.358	298.680.353	321.348.055	351.153.934	390.964.690
Total de otros pasivos	149.619.540	158.911.723	170.971.986	186.830.088	208.011.247
<b>Total de pasivos</b>	<b>2.703.204.677</b>	<b>2.871.088.312</b>	<b>3.088.983.382</b>	<b>3.375.494.725</b>	<b>3.758.178.743</b>
<b>Patrimonio:</b>					
Acciones comunes	70.000.000	70.000.000	70.000.000	70.000.000	70.000.000
Acciones preferidas	30.000.000	30.000.000	30.000.000	30.000.000	30.000.000
Reservas	33.305.852	35.374.325	38.058.984	41.589.055	46.304.057
Utilidades no distribuidas	164.362.671	180.781.023	202.090.295	230.109.965	267.534.941
<b>Total de patrimonio</b>	<b>297.668.523</b>	<b>316.155.349</b>	<b>340.149.278</b>	<b>371.699.020</b>	<b>413.838.998</b>
<b>Total de pasivos y patrimonio</b>	<b>3.000.873.200</b>	<b>3.187.243.661</b>	<b>3.429.132.660</b>	<b>3.747.193.744</b>	<b>4.172.017.741</b>

**Ilustración 19: Estado de Situación Financiera proyectado del 2019 al 2023.**

**BANCO ALIADO, S. A. Y SUBSIDIARIAS** (Panamá,  
República de Panamá)



Cartera a Dic-2018	<b>1.975.322.422</b>
Cartera a junio (2019):	<b>1.979.180.553</b>

<b>PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO</b>	5,36%	6,84%	8,73%	11,13%	14,21%
------------------------------------	-------	-------	-------	--------	--------

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>2019*</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Perpetuidad</b>
Ingresos por intereses y comisiones	82.442.173	161.384.356	164.234.945	167.872.220	172.513.286	174.805.544
Otros (Gastos) Ingresos neto	2.391.650	4.681.766	4.764.462	4.869.979	5.004.617	5.071.115
Gastos por intereses	51.788.722	101.378.811	103.169.501	105.454.373	108.369.809	109.809.765
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>33.045.102</b>	<b>64.687.311</b>	<b>65.829.906</b>	<b>67.287.826</b>	<b>69.148.093</b>	<b>70.066.894</b>
Gastos de Operación	11.445.822	22.405.724	22.801.485	23.306.464	23.950.804	24.269.049
Depreciación y amortización	767.097	1.501.627	1.528.151	1.561.995	1.605.178	1.626.507
Provisiones	1.590.434	3.113.348	3.168.340	3.238.508	3.328.042	3.372.263
<b>Utilidad o Pérdida, antes de impuestos</b>	<b>19.241.749</b>	<b>37.666.612</b>	<b>38.331.930</b>	<b>39.180.859</b>	<b>40.264.069</b>	<b>40.799.075</b>
Impuesto a la renta	4.810.437	9.416.653	9.582.983	9.795.215	10.066.017	10.199.769
<b>Utilidad o Pérdida</b>	<b>14.431.312</b>	<b>28.249.959</b>	<b>28.748.948</b>	<b>29.385.644</b>	<b>30.198.052</b>	<b>30.599.307</b>

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>2019*</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Perpetuidad</b>
Ingresos por intereses y comisiones	97,10%	97,10%	97,10%	97,10%	97,10%	97,10%
Otros (Gastos) Ingresos neto	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%	2,90%
Gastos por intereses	62,82%	62,82%	62,82%	62,82%	62,82%	62,82%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>37,18%</b>	<b>37,18%</b>	<b>37,18%</b>	<b>37,18%</b>	<b>37,18%</b>	<b>37,18%</b>
Gastos de Operación	13,88%	13,88%	13,88%	13,88%	13,88%	13,88%
Depreciación y amortización	0,93%	0,93%	0,93%	0,93%	0,93%	0,93%
Provisiones	1,93%	1,93%	1,93%	1,93%	1,93%	1,93%

(\*) Proyección de junio a diciembre 2019

#### **Ilustración 20: Estado de Resultados proyectado de Banco Aliado, S.A. (2019 al 2023)**

### 4.4. Estado de Resultados proyectado de Banco Aliado, S.A.

**BANCO ALIADO, S. A. Y SUBSIDIARIAS** (Panamá, República de Panamá)



#### **ANÁLISIS DE RESULTADOS NO OPERACIONALES**

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>2019*</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Perpetuidad</b>
Utilidad Neta	14.431.312	28.249.959	28.748.948	29.385.644	30.198.052	30.599.307
Cambios netos en el valor razonable de los valores disponibles para la venta	-465.013	-910.285	-926.364	-946.880	-973.057	-985.987
Transferencia a resultados por deterioro de valores	57.435	112.433	114.418	116.952	120.186	121.783
Transferencia a resultados por venta de valores	-178.600	-349.619	-355.794	-363.674	-373.728	-378.694
<b>Utilidad o Pérdida</b>	<b>13.845.134</b>	<b>27.102.488</b>	<b>27.581.209</b>	<b>28.192.043</b>	<b>28.971.452</b>	<b>29.356.409</b>

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>2019*</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Perpetuidad</b>
Cambios netos en el valor razonable de los valores disponibles para la venta	-0,55%	-0,55%	-0,55%	-0,55%	-0,55%	-0,55%
Transferencia a resultados por deterioro de valores	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%
Transferencia a resultados por venta de valores	-0,21%	-0,21%	-0,21%	-0,21%	-0,21%	-0,21%
<b>Utilidad o Pérdida</b>	<b>17,45%</b>	<b>17,45%</b>	<b>17,45%</b>	<b>17,45%</b>	<b>17,45%</b>	<b>17,45%</b>

(\*) Proyección de junio a diciembre 2019

#### **Ilustración 21: Estado de Resultados proyectado (ingresos No Operacionales) de Banco Aliado, S.A. (2019 al 2023)**

Los estados financieros fueron elaborados en base a la razón de crecimiento de los ingresos de Banco Aliado, S.A. y el sistema financiero panameño, más el crecimiento estimado del PIB para los años 2019 al 2023. Considerando tanto la participación del mercado de Banco Aliado, S.A. (2,03%) y sector de intermediación financiera dentro del PIB 4,2%<sup>8</sup>, según información pública del INEC (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos) a diciembre 2018.

## 5. PROYECCIÓN DEL FLUJO DE DIVIDENDOS PARA LOS ACCIONISTAS DE BANCO ALIADO, S.A.

**BANCO ALIADO, S. A. Y SUBSIDIARIAS**  
(Panamá, República de Panamá)



<b>Razones Financieras</b>	<b>Nota</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>Promedio</b>
		66,44%	65,20%	64,52%	63,39%	65,70%	<b>65,05%</b>
Total Activos ponderados por riesgo		1.591.187.169	1.640.370.438	1.652.072.219	1.729.986.126	1.873.133.547	
		99,06%	100,05%	98,48%	98,55%	96,91%	<b>98,61%</b>
Total de Fondos de Capital Regulatorio		219.050.004	238.605.594	252.825.820	273.306.539	295.501.265	
<b>Índice de Adecuación de Capital (IAC)</b>		<b>13,77%</b>	<b>14,55%</b>	<b>15,30%</b>	<b>15,80%</b>	<b>15,78%</b>	
Utilidad Neta/ Patrimonio		9,82%	8,97%	8,47%	10,46%	10,33%	

<b>Razones Financieras</b>	<b>Nota</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>Promedio</b>
Total Activos ponderados por riesgo		2.073.380.500	2.230.735.252	2.437.641.820	2.714.000.293	
Total de Fondos de Capital Regulatorio		311.764.350	335.425.034	366.536.589	408.091.297	
<b>Índice de Adecuación de Capital (IAC)</b>		<b>15,04%</b>	<b>15,04%</b>	<b>15,04%</b>	<b>15,04%</b>	
Utilidad Neta/ Patrimonio		9,49%	9,09%	8,64%	8,12%	<b>8,84%</b>

**Ilustración 22: Índices Financieros históricos y proyectados de Banco Aliado, S.A.**

Para determinar la necesidad de patrimonio adicional de Banco Aliado, S.A. fue necesario observar el comportamiento histórico del banco en función a su índice de Adecuación de Capital (IAC), el cual se ha mantenido en promedio en un **15,04%**. Con base en su comportamiento histórico vemos que de acuerdo con la Ley Bancaria Panameña que requiere que los bancos con subsidiarias bancarias de licencia general mantengan

<sup>8</sup> (Instituto Nacional de Estadística y Censo, 2018)

un patrimonio de por lo menos 8% de sus activos ponderados por riesgo, Banco Aliado, S.A. cumplirá con este requerimiento del ente regulador para los años proyectados.

Como se mencionó anteriormente el índice de Adecuación de Capital (IAC) o también llamado índice de solvencia, tiene un comportamiento positivo y estable ya que crece a lo largo de los periodos analizados lo que quiere decir que se cuenta con mejor capacidad para garantizar la totalidad de las deudas con terceros que se contraen lo que da prestigio y seguridad como empresa en sus operaciones financieras.

Al analizar la liquidez inmediata la empresa lo que refleja es un comportamiento estable en sus indicadores de liquidez primaria que se traduce en los recursos de capital que dispone la empresa de manera inmediata. También podemos ver que dentro del marco regulatorio Panameño Banco Aliado ha presentado de manera sistemática un aumento sobre la liquidez exigida por el regulador del 30% esto implica que los activos primarios caja y depósitos sean un 99.24% del total de Activos líquidos al cierre del 2019.

Los indicadores de liquidez muestran como la empresa puede o no cubrir los pasivos a corto plazo, es decir, el grado en que los recursos disponibles pudieran hacer frente a las obligaciones contraídas a corto plazo

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Indicador de Solvencia</b>	1.11	1.12	1.12	1.13	1.13
<b>Indicador de Liquidez</b>					
Activos líquidos Primarios (efectivo y depósitos en bancos)	409,496,520	449,974,787	387,877,793	497,792,969	462,126,771
Total de Activos Primarios (efectivo, depósitos en banco, valores razonables, valores para la venta)	676,576,391	709,705,379	639,054,957	696,626,256	465,651,295
Indicador de liquidez exigido por regulador más de 30%	60.52%	63.40%	60.70%	71.46%	99.24%
Indicador de Liquidez (activos primarios/ Activos totales )	17.1%	17.9%	15.1%	18.3%	16.2%
Indicador de Liquidez (activos primarios/ Depósitos )	26.2%	27.3%	23.4%	29.6%	25.9%
Prestamos/ activos Totales	68.9%	67.2%	69.8%	68.8%	69.4%
Prestamos / depósitos	105.70%	102.71%	107.72%	111.54%	110.70%
Activos Corrientes / pasivos corrientes	1.11	1.12	1.12	1.13	1.13

**Ilustración 23. Razones Financieras de Banco Aliado, S.A. (2015 a 2019)**

Con base al Modelo de Descuento de Dividendos de Gordon y Shapiro, el cual valora el precio de la acción de un banco utilizando los dividendos futuros proyectados y descontándolos al costo de capital de los recursos propios,  $K_p$ . Se obtiene los resultados para los flujos de dividendos proyectados hasta conseguir un flujo estable

de dividendos, con el cual se calcula el valor terminal de la entidad o denominado también (valor de la perpetuidad).

El valor de la acción como ya sabemos es el valor actual de los dividendos que esperamos obtener de la misma. Cuando esperamos que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo constante se realiza un ajuste con un crecimiento denominado “g”. De acuerdo con la fórmula de Gordon y Shapiro ( $g = \text{ROE} * \text{Tasa de reinversión de utilidades}$ ). En este análisis ya hemos determinado que la tasa de reinversión de utilidades que se utilizará para el cálculo del crecimiento g será el promedio de adecuación de capital histórico calculado en 15,04%, y el ROE (Utilidad Neta / Patrimonio) será el calculado en promedio de las proyecciones de los ingresos y utilidades para los períodos 2019 a 2023.

Con los datos proporcionados tenemos que:

$$g = \text{ROE} * \text{Tasa de reinversión de utilidades}$$
$$g = 8,84\% * 15,04\% = \mathbf{1,33\%}$$

En base a los supuestos planteados y al índice de adecuación de capital (IAC), el cual es superior al exigido por los entes reguladores (8%) se determina que no existe necesidad de capital de trabajo para los períodos 2019 al 2023, sin embargo, para el cálculo del periodo a perpetuidad se estima un valor para reinversión en utilidades, el cual servirá para apalancamiento de necesidades de capital en perpetuidad. Esta reinversión es calculada:

Reinversión de Capital (en utilidades a perpetuidad) = Utilidad 2023  $*(1 + g) * 15,04\%$  (en base al supuesto del índice Adecuación de Capital promedio).

**Reinversión de Capital = 5.032.531** (periodo a perpetuidad)

## 5.1. Flujo de dividendos de los accionistas de Banco Aliado, S.A.

BANCO ALIADO, S. A. Y SUBSIDIARIAS (Panamá, República de Panamá)



ESTADO DE RESULTADOS	2019*	2020e	2021e	2022e	2023e	Perpetuidad
Ingresos por intereses y comisiones	82,442,173	161,384,356	164,234,945	167,872,220	172,513,286	174,805,544
Otros (Gastos) Ingresos neto	2,391,650	4,681,766	4,764,462	4,869,979	5,004,617	5,071,115
Gastos por intereses	51,788,722	101,378,811	103,169,501	105,454,373	108,369,809	109,809,765
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>33,045,102</b>	<b>64,687,311</b>	<b>65,829,906</b>	<b>67,287,826</b>	<b>69,148,093</b>	<b>70,066,894</b>
Gastos de Operación	11,445,822	22,405,724	22,801,485	23,306,464	23,950,804	24,269,049
Depreciación y amortización	767,097	1,501,627	1,528,151	1,561,995	1,605,178	1,626,507
Provisiones	1,590,434	3,113,348	3,168,340	3,238,508	3,328,042	3,372,263
<b>Utilidad o Pérdida, antes de impuestos</b>	<b>19,241,749</b>	<b>37,666,612</b>	<b>38,331,930</b>	<b>39,180,859</b>	<b>40,264,069</b>	<b>40,799,075</b>
Impuesto a la renta	4,810,437	9,416,653	9,582,983	9,795,215	10,066,017	10,199,769
<b>Utilidad o Pérdida</b>	<b>14,431,312</b>	<b>28,249,959</b>	<b>28,748,948</b>	<b>29,385,644</b>	<b>30,198,052</b>	<b>30,599,307</b>

(\*) Proyección de junio a diciembre 2019

Ajustes	2019*	2020e	2021e	2022e	2023e	Perpetuidad
(+) Depreciación y amortización	767,097	1,501,627	1,528,151	1,561,995	1,605,178	1,626,507
Otras utilidades (pérdidas) integrales del año	586,178	1,147,471	1,167,739	1,193,601	1,226,600	1,242,898
<b>Flujo de Dividendos Bruto</b>	<b>15,784,587</b>	<b>30,899,057</b>	<b>31,444,838</b>	<b>32,141,240</b>	<b>33,029,830</b>	<b>33,468,711</b>
Aumento o déficit de Capital de Trabajo	-	-	-	-	-	-5,032,531
<b>Flujo de Dividendos Neto</b>	<b>15,784,587</b>	<b>30,899,057</b>	<b>31,444,838</b>	<b>32,141,240</b>	<b>33,029,830</b>	<b>28,436,181</b>
Costo de Capital Accionistas (Kp)	21.60%					
(1) Valor presente de los dividendos de los próximos 5 años	86,552,270					
(2) Valor Terminal en el caso de crecimiento estable de los dividendos	58,182,114					
<b>Valoración</b>						
Valor final del patrimonio Banco Aliado, S.A. (1) + (2)	144,734,384					
Número de Acciones	70,300,000					
<b>Valor de la Acción</b>	<b>\$ 2.06</b>					

$$(1) \sum_{n=1}^{n=5} \frac{\text{Dividendos (año } n)}{(1+ke)^n}$$

$$(2) \text{ Valor terminal de los RRPP} = \frac{\text{Dividendos}^{18} (\text{año } 6)}{Ke - g}$$

Ilustración 24: Flujo de Dividendos de los Accionistas de Banco Aliado, S.A.

## 6. VALORACIÓN ECONÓMICA DEL PATRIMONIO DE BANCO ALIADO, S.A. Y EL PRECIO DE SU ACCIÓN.

Con la información obtenida de los estados de resultados proyectados y la inversión de Capital de trabajo calculados a partir de la perpetuidad, se obtuvo el flujo de dividendos para los Accionistas, donde se determina que el precio de la acción para Banco Aliado, S.A. al 30 de junio del 2019, es de **\$2,06**.

### 6.1. Cuadro resumen de la valoración de Banco Aliado, S.A. (Método de descuento de Dividendos).

	<b>Indicador</b>	<b>Descripción</b>
Costo de Capital (Accionistas)	21.60%	$K_p = r_f + PRM * \beta_p \wedge (C/D) + \text{Premio por liquidez}$
Tasa de Reinversión de Capital	15.04%	(Índice de Adecuación de Capital)
ROE (proyectado 2019 -2023)	8.84%	Utilidad neta / Patrimonio
Tasa de crecimiento	1.33%	$g = ROE * \text{Tasa de reinversión de utilidades}$

	<b>Al 30 de junio 2019</b>	<b>Descripción</b>
Valor de patrimonio (2S. 2019 - 2020)	\$ 86,552,270	Valor presente de los flujos de dividendos (2S. 2019 - 2020)
Valor de patrimonio (2023 a perpetuidad)	\$ 58,182,114	Valor presente de los flujos de dividendos (2023 a perpetuidad)
Valor final del patrimonio (Banco Aliado, S.A.)	\$ <b>144,734,384</b>	Valor presente de los flujos de dividendos (2023 a perpetuidad)

<b>Precio por Acción</b>	<b>Al 30 de junio 2019</b>	<b>Descripción</b>
No. De Acciones	70,300,000	No. De Acciones suscritas y pagadas
Precio por Acción	\$ <b>2.06</b>	Valor de la acción en dólares

**Ilustración 25: Resumen del Flujo de Dividendos de los accionistas de Banco Aliado, S.A. (junio-2019)**

## 6.2. Cálculo del valor presente y tasa de descuento

La tasa de descuento utilizada en el cálculo del valor presente de los flujos de dividendos de los accionistas de Banco Aliado, S.A. fue calculada en base a la estructura de capital objetivo de la empresa. El resultado obtenido fue un  $KP = 21,85\%$ . Esta tasa de costo de capital incorpora el riesgo propio del negocio bancario en base a la empresa de referencia usada, Bancolombia.

Para el cálculo del valor presente se realizaron las siguientes operaciones:

BANCO ALIADO, S. A. Y SUBSIDIARIAS (Panamá, República de Panamá)



ESTADO DE RESULTADOS	2019*	2020e	2021e	2022e	2023e	Perpetuidad
Flujo de Dividendos Neta	15 704 697	20 900 057	24 444 920	22 144 240	22 020 920	20 426 184

**Ilustración 26: Flujo de Dividendos proyectado de Banco Aliado, S.A. (2019 al 2023 y perpetuidad)**

(1) Valor presente de los flujos de dividendos Banco Aliado, S.A. (2do. Semestre 2019 – 2023):

$$86.552.270 = \frac{15.784.587}{(1 + 21,60\%)^{0,5}} + \frac{30.899.057}{(1 + 21,60\%)^{1,5}} + \frac{31.444.838}{(1 + 21,60\%)^{2,5}} + \frac{32.141.240}{(1 + 21,60\%)^{3,5}} + \frac{33.029.830}{(1 + 21,60\%)^{4,5}}$$

(2) Valor presente de los flujos de dividendos Banco Aliado, S.A. (2023 a perpetuidad):

$$\text{Valor presente de la Perpetuidad} = \frac{\text{Flujo dividendo perpetuo}}{(Kp - g)} * \frac{1}{(1 + Kp)^N}$$

$$58.182.114 = \frac{28.436.181}{(21,60\% - 1,33\%)} * \frac{1}{(1 + 21,60\%)^{4,5}}$$

(1) + (2) Una vez encontrados los valores presentes de los flujos de dividendos, tenemos que el patrimonio final de Banco Aliado, S.A. es de \$ **144.734.384**



## 7. CONCLUSIONES

1. El resultado del valor de la empresa Banco Aliado, S.A. al 30 de junio del 2019, bajo el método de flujo de dividendos descontados, es de \$ **144.743.384**, con un total de acciones suscritas y pagadas de 70.300.000, da un precio por acción de \$ **2,06**.
2. La proyección en los Balances Consolidados de Banco Aliado, S.A. permitió calcular un crecimiento esperado en la cartera de préstamos de un **9,25%**, en base al desempeño histórico de Banco Aliado, S.A. y a la industria financiera, más la participación de la intermediación financiera del PIB de Panamá al 31 de diciembre del 2018.
3. La estructura de capital objetivo fue determinada en base al patrimonio bursátil y la deuda financiera de Banco Aliado, S.A. de los últimos 5 años, la cual en nuestro caso no tuvo variaciones significativas. Esto a su vez permitió determinar, con la ayuda del Beta apalancado de la empresa de referencia (Bancolombia), la tasa de costo de capital de los accionistas ( $K_p$ ) en **21,60%**. La misma que se utilizó para descontar los flujos de dividendo de los accionistas tanto para los periodos proyectados como para el periodo en perpetuidad.

## 8. ANEXOS

### 8.1. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Aliado, S.A. y Subsidiarias. (2019). Estados Financieros Consolidados. Panamá: Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá.
- Bancolombia. (2018). Informe de Gestión. Medellín: Bancolombia.
- Damodaran, A. (2002). Investment Valuation: Tool and Techniques for Determining the Value of Any Asset. New York: John Wiley & Sons, Inc. .
- Damodaran, A. (5 de 01 de 2019). Damodaran Online. Obtenido de <http://pages.stern.nyu.edu/>
- Fernández, P. (2005). Valoración de empresas. En P. Fernández, Valoración de empresas (Tercera ed., pág. 36). Barcelona: Gestión 2000, S.A.
- Infront Analytics. (30 de Junio de 2019). Infront Analytics-Markets Group Inc-Microsoft Corporation. Obtenido de Infront Analytics: <https://www.infrontanalytics.com/>
- Instituto Nacional de Estadística y Censo. (diciembre de 2018). Avances de Cifras de Cuentas Nacionales . Obtenido de INEC:  
[http://www.inec.gob.pa/publicaciones/Default3.aspx?ID\\_PUBLICACION=964&ID\\_CATEGORIA=4  
&ID\\_SUBCATEGORIA=26](http://www.inec.gob.pa/publicaciones/Default3.aspx?ID_PUBLICACION=964&ID_CATEGORIA=4&ID_SUBCATEGORIA=26)
- Mejia M., F. (30 de mayo de 2017). ¿Cómo explicar la fórmula de Beta apalancado? Obtenido de LinkedIn: <https://www.linkedin.com/pulse/c%C3%B3mo-explicar-la-f%C3%B3rmula-de-beta-apalancado-felipe-mejia-m->
- Moody's Local PA Calificadora de Riesgo S.A. (2019). Informe de Calificación "Banco Aliado, S.A. y Subsidiarias". Panamá: Moody's Local PA.
- Superintendencia de Bancos de Panamá;. (2018). Informe de Actividad Bancaria. Panamá: Superintendencia de Bancos de Panamá.