

VALORACIÓN EMPRESA BANCO ALIADO, S.A.

Mediante Métodos de Múltiplos

VALORACIÓN DE EMPRESA PARA OPTAR AL TÍTULO DE MAGÍSTER EN FINANZAS

Alumno: Cristian Nivaldo Caballero Hurtado
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.

Panamá, enero del 2020

Cristian Nivaldo Caballero Hurtado

CI. 8-493-221

DEDICATORIA

El presente trabajo de grado lo dedico:

Agradezco a Dios único creador que me ha dado la vida y bendición de llegar a este momento de mi vida.

A mi esposa Diana por confiar en mí, apoyarme y ser el motor que impulsa mi corazón

A mis hijos María Cristina y Christian Camilo son mi inspiración y en ellos dejo todo mi esfuerzo, representado en esta maestría, para que sirva de ejemplo en el desarrollo de sus vidas.

A mis compañeros de clase, siempre fueron pieza fundamental para alcanzar los retos propuestos, y los llevare siempre en mi corazón.

A mi Abuela Apolonia Rivera de Hurtado, (Q.E.D), una de las primeras mujeres en graduarse de licenciatura de la Universidad de Panamá, que inculco en mí el amor al estudio, como medio para lograr la libertad.

Cristian N. Caballero H.

AGRADECIMIENTO

Quiero agradecer de manera muy especial a:

La Universidad de Chile, por tomar en cuenta a nuestro pequeño país Panamá para tener una sede de su prestigiosa Facultad de Economía y Negocios, siempre fue un sueño y una aspiración poder ser egresado de la FEN, sus aportes tanto en lo académico como, en el desarrollo personal, también como su amistad, dada con nosotros en la semana internacional en Santiago son huellas que siempre atesorare gratamente.

A mis profesores, por transferir su conocimiento, a pesar de la hora de vuelo de Chile a Panamá, siempre mostraban su mejor ánimo, respeto, empeño y conocimiento para que lográramos alcanzar los objetivos planeados, también algo muy importante y que debe ser tomado en consideración nos enseñaron disciplina, puntualidad y respetar el privilegio de educarnos.

Finalmente, a todos mis familiares, amigos, socios, jefes, colaboradores, que ha pasado y están en mi vida pues, cada uno apporto con un consejo, critica, duda, aliento, todo lo bueno y lo no tan bueno es parte de lo que puede alcanzar.

TABLA DE CONTENIDO

RESUMEN EJECUTIVO		1
CAPÍTULO 1		2
MARCO TEÓRICO		2
1.	PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN	2
1.1.	<i>Modelo de descuento de dividendos</i>	2
1.2.	<i>Método de Flujos de Caja Descontados</i>	3
1.3.	<i>Método de múltiplos</i>	5
CAPÍTULO 2		8
2.	DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	8
2.1.	DESCRIPCIÓN DE BANCO ALIADO, S.A.	8
2.1.1.	<i>Subsidiarias Banco Aliado, S.A.</i>	8
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>	13
2.3.2.	<i>Empresa comparable: Banco General</i>	16
3.	DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE BANCO ALIADO, S.A.	19
4.	ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL BANCO ALIADO, S.A.	21

4.1.	ESTRUCTURA DE CAPITAL SEGÚN LA INFORMACIÓN CONTABLE DE BANCO ALIADO, S.A.	21
5.	ESTIMACIÓN DEL COSTO DE PATRIMONIAL Y DE CAPITAL DE BANCO ALIADO, S.A.	26
5.1.1.	<i>Beta de la Deuda</i> (β_b)	28
5.1.2.	<i>Beta de la Acción</i> $(\beta_p^{C/D})$	29
5.1.3.	<i>Beta Patrimonial Sin Deuda</i> $(\beta_p^{S/D})$	29
5.1.4.	<i>Beta Patrimonial Con deuda</i> $(\beta_p^{C/D})$	30
5.1.5.	<i>Costo Patrimonial</i> (k_p)	31
6.	VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS	32
6.1.	MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	32
6.2.	MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	33
6.3.	MÚLTIPLOS DE INGRESOS	33
7.	CONCLUSIONES	36
8.	ANEXOS	37
8.1.	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	37
8.2.	INFORMACIÓN DE BONOS	38
8.3.	INFORMACIÓN DE REGRESIONES LINEALES	50

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: Detalle de Deuda Financiera (Bonos) Banco Aliado, S.A. al 30-junio-2019	20
Ilustración 11: Resumen deuda Financiera (según IFRS)	21

Ilustración 12: Representación gráfica de la deuda financiera de Banco Aliado, S.A. (2015-2019)	
22	
Ilustración 13: Detalle del Patrimonio Económico de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019)	22
Ilustración 14: Valor de Activos de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019)	23
Ilustración 15: Descripción gráfica del valor de los Activos de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019)	
23	
Ilustración 16: Descripción gráfica de la Estructura de Capital de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019)	24
Ilustración 17: Estructura de Capital de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019)	24
Ilustración 18: Estructura de Capital promedio de la industria (2019)	24
Ilustración 19: Estructura de Capital promedio de Bancolombia, S.A. (2015 al 2019)	25
Ilustración 20: Estructura de Capital promedio de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019)	25
Ilustración 21: Información de los Betas de la acción de Bancolombia, S.A. (2017 al 2019)	26
Ilustración 22: Bonos de Banco Aliado, S.A. (Vencimiento más largo)	26
Ilustración 23: Bono de Bancolombia, S.A. (Vencimiento más largo)	27
Ilustración 24: Tasa Libre de Riesgo de Panamá, según bono del Tesoro (vencimiento más largo)	
27	
Ilustración 25: Tasa Libre de Riesgo de Colombia, según bono del Tesorería (vencimiento más largo)	28
Ilustración 26: Estructura de Capital de Bancolombia, S.A. (2015 al 2019)	29
Ilustración 27: Estructura de Capital promedio de Bancolombia y Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019)	30
Ilustración 28: Detalle de la Valoración por Múltiplos de Banco Aliado, S.A. (junio-2019)	34
Ilustración 29: Resumen de Indicadores de Banco Aliado, S.A. (junio-2019)	35
Ilustración 30: Valoración por múltiplos de Banco Aliado, S.A. (junio-2019)	35



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 financiero¹.

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.

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

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:

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

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:

DPA₁ = Son los dividendos por acción del próximo periodo².

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.

² (Fernández, 2005) “Valoración de Empresas”, Tercera edición (2005), Gestión 2000. 36p

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 metodologías³.

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.

³ (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), 382p.*

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 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 patrimonio⁴.

Múltiplos de Valor Libro:

- 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).

⁴ (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.*

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 plazo⁵.

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 totales⁶.

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

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

2.1.1. Subsidiarias Banco Aliado, S.A.

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:

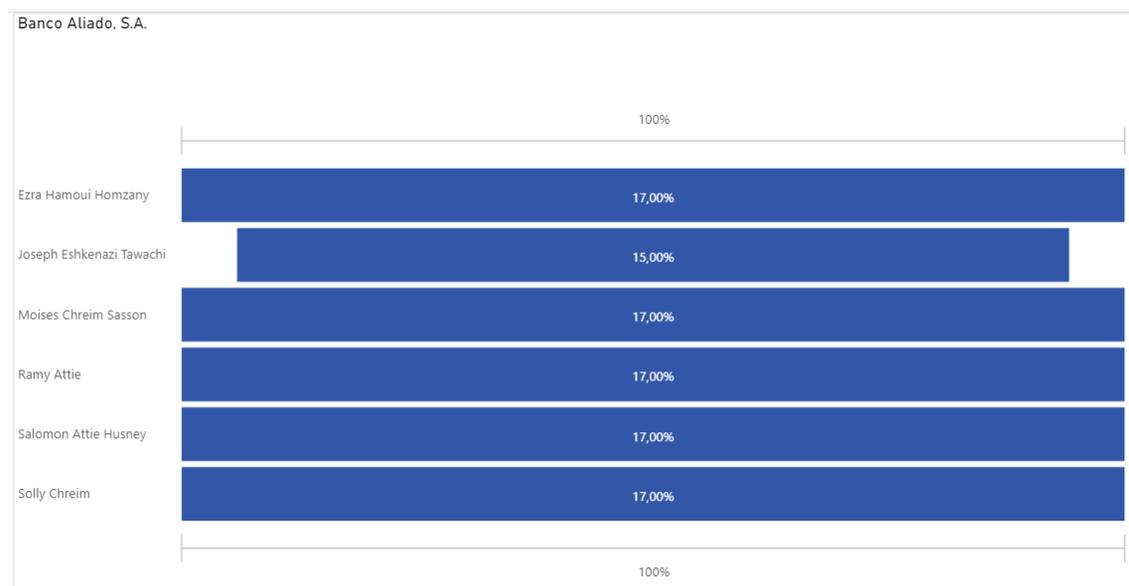
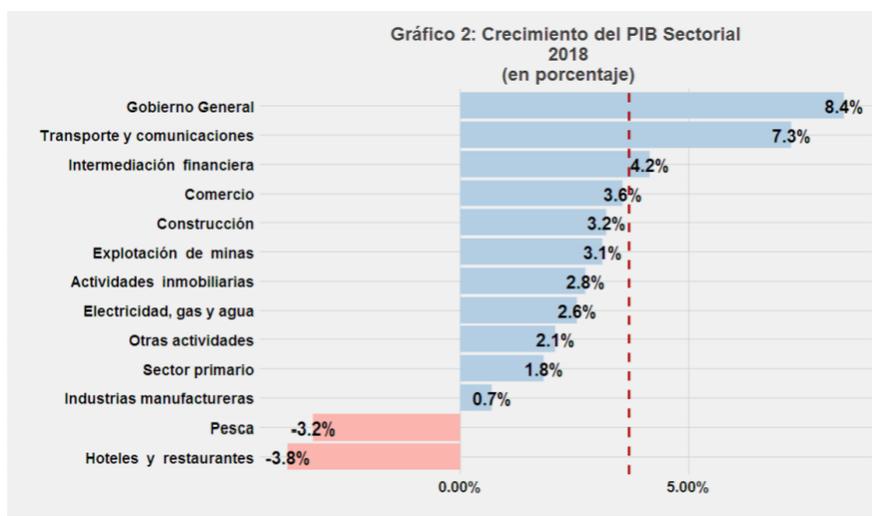


Ilustración 1: Participación accionaria Banco Aliado, S.A.

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.



Fuente: SBP con datos de la CGR.

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 corporativas⁷.

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

⁷ (Superintendencia de Bancos de Panamá, 2018)

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;

ESTADÍSTICAS FINANCIERAS

(En millones de Balboas)

SISTEMA
BANCARIO
NACIONAL

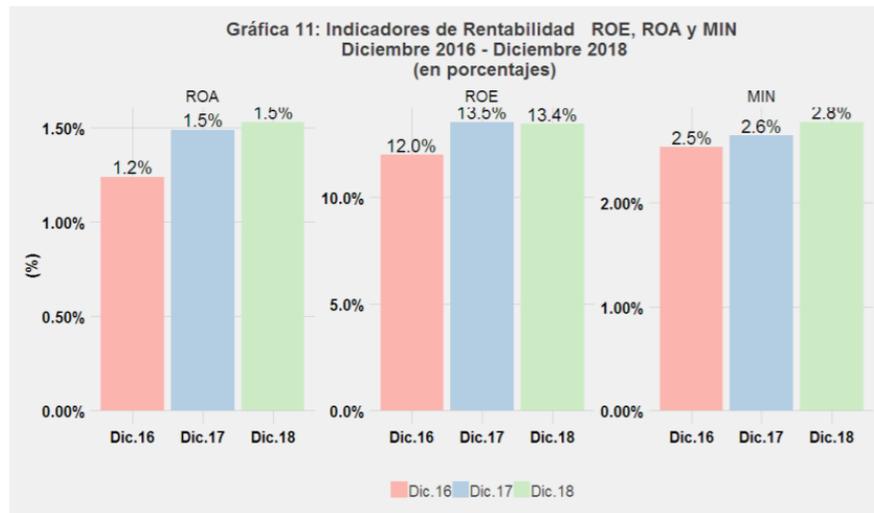
BANCO ALIADO,
S.A.

	2019	2019
	Junio	Junio
PROMEDIO (12 MESES)		
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
ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS		
UTILIDAD DEL PERIODO	748,66	0,01
CALIDAD DE ACTIVOS		
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
RAZONES DE CAPITAL		
PATRIMONIO / ACTIVOS TOTALES (%)	12,02	10,42
PATRIMONIO / ACTIVOS GENERADORES DE INGRESOS (%)	14,47	13,66
PATRIMONIO / PRESTAMOS TOTALES (%)	18,46	17,12
LIQUIDEZ		
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
RENTABILIDAD		
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
TASA DE CRECIMIENTO (12 MESES)		
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 SEQ Ilustración 1ª ARABIC 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.



Fuente: Bancos de licencia general e internacional

Ilustración SEQ Ilustración 1ª ARABIC 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.

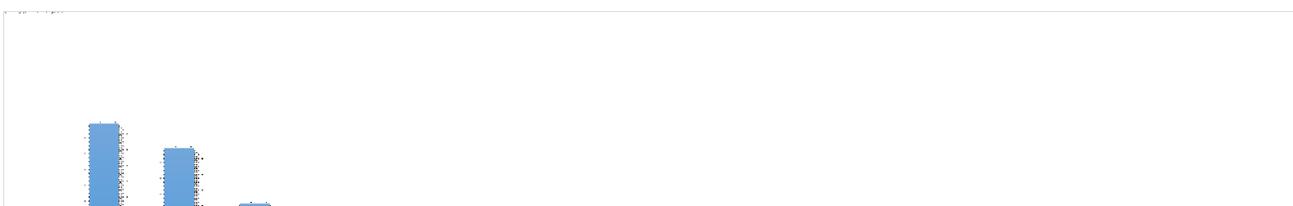
Banco Aliado, S.A. y Subsidiarias

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

Fuente: Datos obtenidos de la Superintendencia de Bancos de Panamá. (<https://www.superbancos.gob.pa/es/content/cartas-bancariassegundo-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	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	1	2	3	4	13

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 Transa sus acciones	Estados Unidos de América
Instrumentos en Bolsa	Acciones Preferidas y Bonos
Regulación	U. S. Securities and Exchange Commission.
Tipo de Operación	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).

Filiales	<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"> <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 colspan="5">Bancolombia</td> </tr> <tr> <td>Colombia</td> <td>Colombia</td> <td></td> <td>155.4</td> <td>2.72</td> </tr> <tr> <td>Banistmo Panamá</td> <td>Panamá</td> <td>100</td> <td>31.11</td> <td>0.27</td> </tr> <tr> <td>Banco Agrícola</td> <td>El Salvad</td> <td>96.37</td> <td>14.22</td> <td>0.23</td> </tr> <tr> <td>Banco Agromercantil</td> <td>Guatemal a</td> <td>60</td> <td>11.39</td> <td>0.07</td> </tr> <tr> <td colspan="5">Fuente: Bancolombia</td> </tr> </tbody> </table> <p>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</p>	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	Guatemal a	60	11.39	0.07	Fuente: Bancolombia			
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	Guatemal a	60	11.39	0.07																																									
Fuente: Bancolombia																																													

	Puerto Rico. Por lo tanto, Bancolombia es reconocido como un banco universal regional.																																
Estructura Accionaria	<p>Estructura Accionaria (Cifras a diciembre de 2018)</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Accionista</th> <th colspan="2">Participación (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Grupo Suramericana</td> <td>24.0%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Programa ADR-NYSE</td> <td>20.0%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Fondos de Pensiones Colombianos</td> <td>17.0%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Otros Accionistas Internacionales</td> <td>22.0%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Otros Accionistas Nacionales</td> <td>10.0%</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>			Accionista	Participación (%)		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%													
Accionista	Participación (%)																																
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	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Al cierre dic- 2018</th> <th>Bancolombia</th> <th>BIC</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Detalle de resultados Operativos</td> <td>Bancolombia. S.A. (Dólares US)</td> <td>% (Cont.)</td> </tr> <tr> <td>Activos</td> <td>67,333,624.35</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Ingresos de interés</td> <td>4,436,995.72</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Depósitos</td> <td>1,178,360.66</td> <td>26.6%</td> </tr> <tr> <td>Préstamos</td> <td>178,440.20</td> <td>4.0%</td> </tr> <tr> <td>Bonos y acciones preferidas</td> <td>366,525.85</td> <td>8.3%</td> </tr> <tr> <td>otros intereses</td> <td>11,215.66</td> <td>0.3%</td> </tr> <tr> <td>Total costos de fondos</td> <td>1,734,542.37</td> <td>39.1%</td> </tr> <tr> <td>Financiamiento + bonos</td> <td>556,181.71</td> <td>12.5%</td> </tr> </tbody> </table>			Al cierre dic- 2018	Bancolombia	BIC	Detalle de resultados Operativos	Bancolombia. S.A. (Dólares US)	% (Cont.)	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%	Total costos de fondos	1,734,542.37	39.1%	Financiamiento + bonos	556,181.71	12.5%
Al cierre dic- 2018	Bancolombia	BIC																															
Detalle de resultados Operativos	Bancolombia. S.A. (Dólares US)	% (Cont.)																															
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%																															
Total costos de fondos	1,734,542.37	39.1%																															
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%
	EBITDA	1,813,377.18	40.9%

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

2.3.2. Empresa comparable: Banco General

	<i>Observaciones</i>
Nombre de la Empresa	BANCO GENERAL
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>)	<p>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. En opinión de Fitch, la sólida franquicia de BG y su modelo comercial estable reducen la volatilidad</p>

	<p>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>																					
<p>Sector e Industria (Clasificación Industrial)</p>	<p>Banca</p>																					
<p>Ranking por activos</p>	<p>2</p>																					
<p>Negocios en que se encuentra</p>	<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="587 1270 1351 1894"> <thead> <tr> <th></th> <th colspan="2">BGEN</th> </tr> <tr> <th>Detalle de resultados operativos</th> <th>Banco General, S.A.</th> <th>% (Cont.)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Ingresos de interés</td> <td>1,003,565,647</td> <td>100%</td> </tr> <tr> <td>Depósitos</td> <td>229,386,783</td> <td>23%</td> </tr> <tr> <td>Préstamos</td> <td></td> <td>0%</td> </tr> <tr> <td>Bonos</td> <td>123,245,302</td> <td>12%</td> </tr> <tr> <td>valores vendidos bajo recompra</td> <td></td> <td>0%</td> </tr> </tbody> </table>		BGEN		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	123,245,302	12%	valores vendidos bajo recompra		0%
	BGEN																					
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	123,245,302	12%																				
valores vendidos bajo recompra		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%
	EBITDA	641,053,762	64%

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

3. DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE BANCO ALIADO, S.A.

A continuación, se detalla la deuda financiera de Banco Aliado, S.A. al 30 de junio del 2019:

BANCO ALIADO, S. A. Y SUBSIDIARIAS

(Panamá, República de Panamá)

Listado de Bonos vigentes

a 30 de junio de 2019

(Cifras en Balboas)



Empresa	Bono	Nemotécnico	Fecha de Emisión	Valor Nominal (VN o D)	Fecha de Vencimiento	Tasa Cupón (k _c)	Número de pagos	Clasificación de Riesgo	Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k _e)	Precio de venta el día de la emisión	Valor de Mercado	Estado	Valor reciente
Banco Aliado, S. A.	Serie "M"	BAU0387500320M	28-mar-19	\$ 2,500,000.00	27-mar-20	3.875%	4	Fitch Ratings: A+(pan)	3.886%	\$ 2,405,426.49	96.22%	Bajo la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "U"	BAU0425000920U	09-sep-16	\$ 6,000,000.00	09-sep-20	4.250%	16	Fitch Ratings: A+(pan)	4.250%	\$ 5,066,530.42	84.44%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "V"	BAU0475000921V	09-sep-16	\$ 12,000,000.00	09-sep-21	4.750%	20	Fitch Ratings: A+(pan)	4.750%	\$ 9,476,411.78	78.97%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "AL"	BAU0450000320L	31-mar-17	\$ 3,200,000.00	31-mar-20	4.500%	12	Fitch Ratings: A+(pan)	4.500%	\$ 2,797,999.05	87.44%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "AV"	BAU0450000920V	07-sep-17	\$ 1,000,000.00	07-sep-20	4.500%	12	Fitch Ratings: A+(pan)	4.500%	\$ 874,374.70	87.44%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "AZ"	BAU0450000920Z	21-sep-17	\$ 500,000.00	21-sep-20	4.500%	12	Fitch Ratings: A+(pan)	4.501%	\$ 437,187.35	87.44%	Bajo la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "BD"	BAU0450001020D	02-oct-17	\$ 1,000,000.00	02-oct-20	4.500%	12	Fitch Ratings: A+(pan)	4.500%	\$ 874,374.70	87.44%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "BJ"	BAU0412500120J	23-ene-18	\$ 1,000,000.00	23-ene-20	4.130%	8	Fitch Ratings: A+(pan)	4.130%	\$ 921,109.38	92.11%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "BS"	BAU0412500420S	02-abr-18	\$ 4,000,000.00	02-abr-20	4.125%	8	Fitch Ratings: A+(pan)	4.125%	\$ 3,684,802.21	92.12%	A la par	\$ 99.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "BT"	BAU0450000421T	02-abr-18	\$ 3,000,000.00	02-abr-20	4.500%	8	Fitch Ratings: A+(pan)	4.500%	\$ 2,743,171.61	91.44%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "BX"	BAU0450000521X	25-may-18	\$ 3,000,000.00	25-may-21	4.500%	12	Fitch Ratings: A+(pan)	4.500%	\$ 2,623,124.11	87.44%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "BZ"	BAU0450000621Z	28-jun-18	\$ 5,000,000.00	28-jun-21	4.500%	12	Fitch Ratings: A+(pan)	4.500%	\$ 4,371,873.52	87.44%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "CA"	BAU0375000719A	23-jul-18	\$ 1,000,000.00	23-jul-19	3.750%	4	Fitch Ratings: A+(pan)	3.750%	\$ 963,362.69	96.34%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "CD"	BAU0450000721D	27-jul-18	\$ 2,500,000.00	27-jul-21	4.500%	12	Fitch Ratings: A+(pan)	4.500%	\$ 2,185,936.76	87.44%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "CF"	BAU0375000919F	24-sep-18	\$ 2,000,000.00	24-sep-19	3.750%	4	Fitch Ratings: A+(pan)	3.750%	\$ 1,926,725.39	96.34%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "CH"	BAU0375000919H	19-sep-18	\$ 1,300,000.00	19-sep-19	3.750%	4	Fitch Ratings: A+(pan)	3.750%	\$ 1,252,371.50	96.34%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "CI"	BAU0500000923I	19-sep-18	\$ 750,000.00	19-sep-23	5.000%	20	Fitch Ratings: A+(pan)	5.001%	\$ 585,006.41	78.00%	Bajo la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "CL"	BAU0375001019L	08-oct-18	\$ 1,000,000.00	08-oct-19	3.750%	4	Fitch Ratings: A+(pan)	3.750%	\$ 963,362.69	96.34%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "CP"	BAU0387501219P	06-dic-18	\$ 500,000.00	06-dic-19	3.875%	4	Fitch Ratings: A+(pan)	3.875%	\$ 481,085.30	96.22%	Bajo la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "CR"	BAU0387500120R	17-ene-19	\$ 1,000,000.00	17-ene-20	3.875%	4	Fitch Ratings: A+(pan)	3.875%	\$ 962,170.60	96.22%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "CS"	BAU0362500710S	23-ene-19	\$ 490,000.00	23-jul-19	3.625%	2	Fitch Ratings: A+(pan)	3.626%	\$ 481,238.04	98.21%	Bajo la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "CT"	BAU0387500120T	23-ene-19	\$ 4,000,000.00	23-ene-20	3.875%	4	Fitch Ratings: A+(pan)	3.875%	\$ 3,848,682.39	96.22%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "CU"	BAU0362500819U	14-feb-19	\$ 5,000,000.00	14-ago-19	3.625%	2	Fitch Ratings: A+(pan)	3.625%	\$ 4,910,592.21	98.21%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "CV"	BAU0362500819V	27-feb-19	\$ 2,000,000.00	27-ago-19	3.625%	2	Fitch Ratings: A+(pan)	3.625%	\$ 1,964,236.89	98.21%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "CW"	BALI0387500320W	19-mar-19	\$ 1,175,000.00	19-mar-20	3.875%	4	Fitch Ratings: A+(pan)	3.875%	\$ 1,130,550.45	96.22%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "CX"	BALI03625000919X	26-mar-19	\$ 5,050,000.00	26-sep-19	3.625%	2	Fitch Ratings: A+(pan)	3.625%	\$ 4,959,698.14	98.21%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "CY"	BAU0387500320Y	28-mar-19	\$ 500,000.00	27-mar-20	3.875%	4	Fitch Ratings: A+(pan)	3.887%	\$ 481,085.30	96.22%	Bajo la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "CZ"	BAU0362501019Z	02-abr-19	\$ 4,300,000.00	02-oct-19	3.625%	2	Fitch Ratings: A+(pan)	3.625%	\$ 4,223,109.30	98.21%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "DA"	BAU0387500420A	02-abr-19	\$ 1,688,000.00	02-abr-20	3.875%	4	Fitch Ratings: A+(pan)	3.875%	\$ 1,624,143.97	96.22%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "DB"	BAU0387500420B	08-abr-19	\$ 2,013,000.00	08-abr-20	3.875%	4	Fitch Ratings: A+(pan)	3.875%	\$ 1,936,849.41	96.22%	A la par	\$ 100.03
Banco Aliado, S. A.	Serie "DC"	BAU0387500520C	29-may-19	\$ 500,000.00	29-may-20	3.875%	4	Fitch Ratings: A+(pan)	3.876%	\$ 481,085.30	96.22%	Bajo la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "DD"	BAU0362501119D	29-may-19	\$ 5,110,000.00	29-nov-19	3.625%	2	Fitch Ratings: A+(pan)	3.625%	\$ 5,018,625.24	98.21%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "DE"	BAU0450000522E	29-may-19	\$ 2,520,000.00	29-may-20	4.500%	4	Fitch Ratings: A+(pan)	4.500%	\$ 2,409,719.00	95.62%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "DF"	BAU0362501219F	14-jun-10	\$ 2,000,000.00	13-dic-19	3.630%	36	Fitch Ratings: A+(pan)	3.439%	\$ 1,444,727.43	72.24%	Sobre la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "DG"	BAU0362501219G	20-jun-19	\$ 4,000,000.00	20-dic-19	3.625%	2	Fitch Ratings: A+(pan)	3.625%	\$ 3,928,473.77	98.21%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "DH"	BAU0362501219H	17-jun-19	\$ 500,000.00	27-dic-19	3.625%	2	Fitch Ratings: A+(pan)	3.434%	\$ 491,059.22	98.21%	Sobre la par	\$ 100.00

BANCO ALIADO, S. A. Y SUBSIDIARIAS

(Panamá, República de Panamá)

Listado de Bonos vigentes

a 30 de junio de 2019

(Cifras en Balboas)



Empresa	Bono	Nemotécnico	Fecha de Emisión	Valor Nominal (VN o D)	Fecha de Vencimiento	Tasa Cupón (k _c)	Número de pagos	Clasificación de Riesgo	Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k _e)	Precio de venta el día de la emisión	Valor de Mercado	Estado	Valor reciente
Aliado Leasing, S. A.	Serie "K"	ALEA0850000622K	22-jun-19	\$ 2,000,000.00	22-jun-22	8.500%	12	Sin calificación	8.500%	\$ 1,553,979.06	77.70%	A la par	\$ 100.00
Aliado Leasing, S. A.	Serie "L"	ALEA0850000922L	14-sep-17	\$ 1,000,000.00	14-sep-22	8.500%	20	Sin calificación	8.501%	\$ 656,687.29	65.67%	Bajo la par	\$ 100.00
Aliado Leasing, S. A.	Serie "N"	ALEA0850001122N	27-nov-17	\$ 3,000,000.00	27-nov-22	8.500%	20	Sin calificación	8.500%	\$ 1,970,061.86	65.67%	A la par	\$ 100.00
Aliado Leasing, S. A.	Serie "O"	ALEA0850000323O	15-mar-18	\$ 5,000,000.00	15-mar-23	8.500%	20	Sin calificación	8.500%	\$ 3,283,436.44	65.67%	A la par	\$ 100.00
Aliado Leasing, S. A.	Serie "P"	ALEA0850000923P	06-sep-18	\$ 3,000,000.00	06-sep-23	8.500%	20	Sin calificación	8.500%	\$ 1,970,061.86	65.67%	A la par	\$ 100.00
Aliado Leasing, S. A.	Serie "F"	ALEA0850000322F	06-mar-17	\$ 2,000,000.00	06-mar-22	8.500%	20	Sin calificación	8.501%	\$ 1,313,374.58	65.67%	Bajo la par	\$ 100.00
Aliado Leasing, S. A.	Serie "G"	ALEA0850000322G	15-mar-17	\$ 500,000.00	15-mar-22	8.500%	20	Sin calificación	8.502%	\$ 328,343.64	65.67%	Bajo la par	\$ 100.00
Aliado Leasing, S. A.	Serie "H"	ALEA0850000423H	25-abr-18	\$ 10,000,000.00	25-abr-23	8.500%	20	Sin calificación	8.500%	\$ 6,566,872.88	65.67%	A la par	\$ 100.00
Aliado Leasing, S. A.	Serie "I"	ALEA0850000623I	27-jun-18	\$ 3,500,000.00	27-jun-23	8.500%	20	Sin calificación	8.500%	\$ 2,298,405.51	65.67%	A la par	\$ 100.00
Aliado Factoring, S. A.	Serie "F"	AFAC08500011219F	09-mar-14	\$ 8,000,000.00	05-dic-19	8.500%	20	Sin calificación	7.396%	\$ 5,253,498.30	65.67%	Sobre la par	\$ 100.00
Aliado Factoring, S. A.	Serie "F"	AFAC0850000919F	19-sep-14	\$ 5,000,000.00	19-sep-19	8.500%	20	Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A.: BBB+(pa)	8.500%	\$ 3,283,436.44	65.67%	A la par	\$ 100.00
Aliado Factoring, S. A.	Serie "H"	AFAC0850000322H	15-mar-17	\$ 12,000,000.00	15-mar-22	8.500%	20	Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A.: BBB+(pa)	8.500%	\$ 7,880,247.45	65.67%	A la par	\$ 100.00
Aliado Factoring, S. A.	Serie "L"	AFAC0850001122L	27-nov-17	\$ 5,000,000.00	27-nov-22	8.500%	20	Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A.: BBB+(pa)	8.500%	\$ 3,283,436.44	65.67%	A la par	\$ 100.00
Banco Aliado, S. A.	Serie "C"	N/A	28-jul-17	\$ 37,500,000.00	26-jul-19	4.500%	4	N/A	2.256%	\$ 35,858,913.72	95.62%	Sobre la par	\$ 100.00

Ilustración 10: Detalle de Deuda Financiera (Bonos) Banco Aliado, S.A. al 30-junio-2019

4. ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL BANCO ALIADO, S.A.

La deuda financiera de Banco Aliado, S.A. se calculó en base a los EEFF extraídos de la información pública de la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. La deuda se encuentra representada en las cuentas: “Financiamientos recibidos” y “Bonos corporativos por pagar”, de acuerdo al siguiente detalle:

4.1. Estructura de Capital según la información contable de Banco Aliado, S.A.

*al 30 de junio.

	2015	2016	2017	2018	2019*
Préstamos que devengan intereses (corriente)	140.005.811	118.396.150	168.924.542	187.268.637	93.191.766
Otros Pasivos Financieros (corriente)*	22.000.000	18.544.000	93.733.000	80.487.000	83.750.000
Préstamos que devengan intereses (no corriente)	134.311.440	155.454.611	96.306.355	175.107.257	269.606.798
Otros Pasivos Financieros (no corriente) *	257.117.800	229.086.993	149.869.000	165.474.000	107.947.936
Deuda Financiera	553.435.051	521.481.754	508.832.897	608.336.894	554.496.500

Ilustración 11: Resumen deuda Financiera (según IFRS)

Deuda Financiera 2015 - 2019

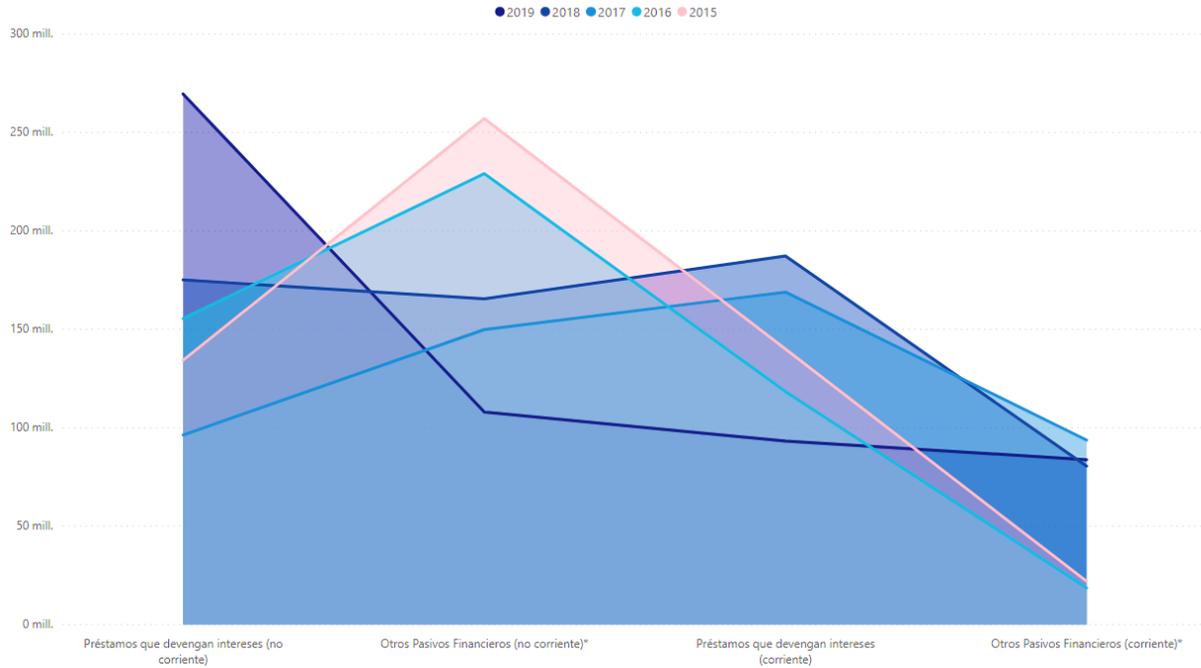


Ilustración 12: Representación gráfica de la deuda financiera de Banco Aliado, S.A. (2015-2019)

El patrimonio económico de Banco Aliado, S.A. se calculó en base al número de acciones vigentes y el precio de las acciones comunes transadas para cada año analizado, de acuerdo, al siguiente cuadro resumen:

	2015	2016	2017	2018	*Al 30 de junio. 2019*
Acciones comunes nominativas	70.000.000	70.000.000	70.000.000	70.000.000	70.000.000
Acciones preferentes nominativas No acumulativas	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000
Precio por Acción (Interno)	\$1,00	\$1,00	\$1,00	\$1,00	\$1,00
Patrimonio económico (P)	\$70.300.000	\$70.300.000	\$70.300.000	\$70.300.000	\$70.300.000

Con los datos obtenidos de Deuda Financiera y el Patrimonio Económico, se pudo calcular el Valor de Activos (Valor económico de Banco Aliado, S.A.), de acuerdo al siguiente detalle:

*Al 30 de junio.

	2015	2016	2017	2018	2019*
Deuda Financiera Total	553.435.051	521.481.754	508.832.897	608.336.894	554.496.500
Patrimonio Económico	70.300.000	70.300.000	70.300.000	70.300.000	70.300.000
Valor de Activos (V = P + B)	\$623,735,051	\$591,781,754	\$579,132,897	\$678,636,894	\$624,796,500



Ilustración 15: Descripción gráfica del valor de los Activos de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019)

Una vez definido el Valor de los Activos (V), el Patrimonio Económico (P) y la Deuda Financiera (B), se procedió a definir la Estructura de Capital para cada año analizado, y con los resultados obtenidos se definió la estructura de capital objetivo para Banco Aliado, S.A.

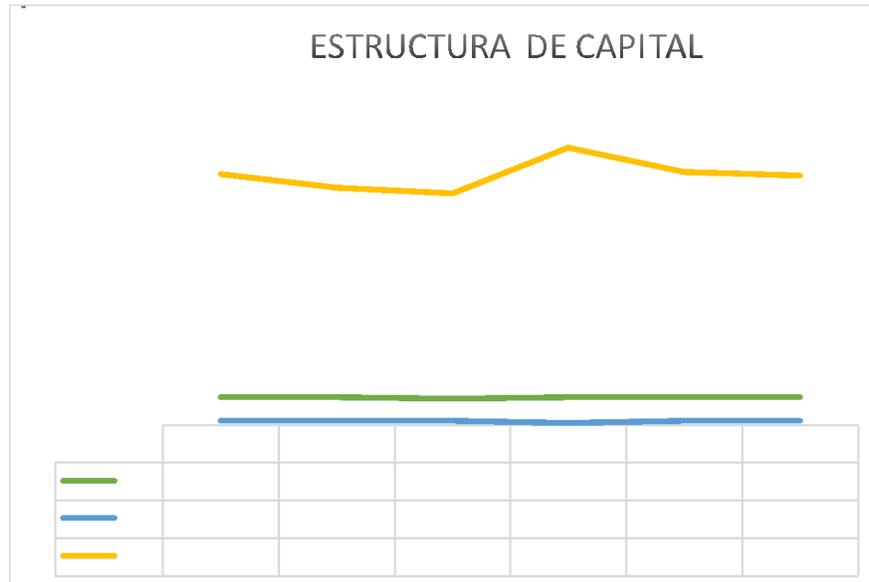


Ilustración SEQ Ilustración 1ª ARABIC 16: Descripción gráfica de la Estructura de Capital de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019)

*Al 30 de junio.

	2015	2016	2017	2018	2019*	Promedio
B/V	88.73%	88.12%	87.86%	89.64%	88.75%	88.62%
P/V	11.27%	11.88%	12.14%	10.36%	11.25%	11.38%
B/P	7.87	7.42	7.24	8.65	7.89	7.79

Ilustración 17: Estructura de Capital de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019)

Debido a que las acciones de Banco Aliado, S.A. no se transan en la bolsa de valores, la estructura de capital objetivo del banco encontrada de 7.79 (veces), que al ser comparado con lo manejado la industria, según información publicada por el profesor Damodaran Aswath⁸ (estructura de capital promedio de la industria bancaria para mercados emergentes de **4.05**), el ratio se encontraría muy elevado para poder ser usado, ya que podríamos estar subestimando el valor fundamental del patrimonio del banco.

Date updated:	5-ene-19			
Created by:	Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu			
What is this data?	Debt to capital & debt to equity ratios, with key drivers.			
Home Page:	http://www.damodaran.com			
Industry Name	Number of firms	Book Debt to Capital	Market Debt to Capital (Unadjusted)	Market D/E (unadjusted)
Bank (Money Center)	463	61.52%	58.92%	1.43
Banks (Regional)	82	72.22%	80.21%	4.05
Brokerage & Investment Banking	392	66.90%	65.42%	1.89
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	559	71.14%	58.36%	1.40

⁸ (Damodaran Online, 2019)

En base a lo expuesto previamente, se realizó también el análisis de la estructura de capital de la empresa de referencia que transa en bolsa (Bancolombia), para de esta manera poder determinar una estructura de capital que pueda ser usada en la valoración de Banco Aliado, S.A., usando un promedio ponderado de los últimos 2 años de las estructuras de capital mencionadas.

Ilustración SEQ Ilustración 1* ARABIC 19: Estructura de Capital promedio de Bancolombia, S.A. (2015 al 2019)

Patrimonio Económico	2019	2018	2017	2016	2015
Acciones Suscritas y Pagadas	961,827,000	961,827,000	961,827,000	961,827,000	961,827,000
Precio de Cierre COP	40,800	30,870	29,952	26,141	21,271
Total Patrimonio Económico COP	\$ 39,242,541,600,000	\$ 29,691,599,490,000	\$ 28,808,642,304,000	\$ 25,143,119,607,000	\$ 20,459,022,117,000

Valor Económico de la Empresa					
Deuda Financiera Total	\$ 34,486,196,000,000	\$ 36,625,197,000,000	\$ 33,470,866,000,000	\$ 37,610,652,000,000	\$ 39,157,049,000,000
Patrimonio Económico	\$ 39,242,541,600,000	\$ 29,691,599,490,000	\$ 28,808,642,304,000	\$ 25,143,119,607,000	\$ 20,459,022,117,000
Valor de los Activos:	\$ 73,728,737,600,000	\$ 66,316,796,490,000	\$ 62,279,508,304,000	\$ 62,753,771,607,000	\$ 59,616,071,117,000

Estructura de Capital					
B/V	46.77%	55.23%	53.74%	59.93%	65.68%
P/V	53.23%	44.77%	46.26%	40.07%	34.32%
B/P	87.88%	123.35%	116.18%	149.59%	191.39%

B/V	Promedio de los últimos 2 años:	51.00%
P/V	Promedio de los últimos 2 años:	49.00%
B/P	Promedio de los últimos 2 años:	1.04

Ilustración SEQ Ilustración 1* ARABIC 20: Estructura de Capital promedio de Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019)

Patrimonio Económico	2015	2016	2017	2018	2019
Acciones comunes nominativas	70,000,000	70,000,000	70,000,000	70,000,000	70,000,000
Acciones preferentes nominativas No acumulativas	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
Precio por Acción	\$ 1.00	\$ 1.00	\$ 1.00	\$ 1.00	\$ 1.00
Total Patrimonio Económico:	\$ 70,300,000				

Valor Económico de la Empresa					
Deuda Financiera Total	553,435,051	521,481,754	508,832,897	608,336,894	554,496,500
Patrimonio Económico	70,300,000	70,300,000	70,300,000	70,300,000	70,300,000
Valor de los Activos:	\$ 623,735,051	\$ 591,781,754	\$ 579,132,897	\$ 678,636,894	\$ 624,796,500

Banco Aliado, S.A.						
Estructura de Capital	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
B/V	88.73%	88.12%	87.86%	89.64%	88.75%	88.62%
P/V	11.27%	11.88%	12.14%	10.36%	11.25%	11.38%
B/P	7.87	7.42	7.24	8.65	7.89	7.79

B/V	Promedio de los últimos 2 años:	89.19%
P/V	Promedio de los últimos 2 años:	10.81%
B/P	Promedio de los últimos 2 años:	8.25

(2 últimos años)		
Banco Aliado, S.A.	Bancolombia	Promedio
B/P	8.25	1.04
		4.65

5. ESTIMACIÓN DEL COSTO DE PATRIMONIAL Y DE CAPITAL DE BANCO ALIADO, S.A.

Para la estimación del costo patrimonial se usaron los datos de Bancolombia, empresa de referencia, que cotiza en la bolsa NYSE. Los precios de la acción por los periodos 2017 al 2019.

Empresa de Referencia:

Bancolombia	2017	2018	2019
Beta de la Acción	1,35	0,73	1,09
p-value (significancia)	0,000015	0,001950	0,000000039
Presencia Bursátil (%)	100%	100%	100%

Ilustración SEQ Ilustración 1* ARABIC 21: Información de los Betas de la acción de Bancolombia, S.A. (2017 al 2019)

Ilustración SEQ Ilustración 1* ARABIC 22: Bonos de Banco Aliado, S.A. (Vencimiento más largo)

BANCO ALIADO, S. A. Y SUBSIDIARIAS

(Panamá, República de Panamá)

Listado de Bonos Vigentes

al 30 de junio de 2019

(Cifras en Balboas)



Empresa	Emisión	Bono	Nemotécnico	Fecha de Emisión	Valor Nominal (VN o D)	Tipo de Colocación	Fecha de Vencimiento	Clasificación de Riesgo	Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k _b)
Banco Aliado, S. A.	Pública	Serie "CI"	BALI0500000923I	19-sep-18	\$ 750,000	Nacional	19-sep-23	Fitch Ratings: A+(pan)	5.001%
Aliado Leasing, S. A.	Pública	Serie "O"	ALEA0850000323O	15-mar-18	\$ 5,000,000	Nacional	15-mar-23	Sin calificación	8.500%
Aliado Leasing, S. A.	Pública	Serie "P"	ALEA0850000923P	06-sep-18	\$ 3,000,000	Nacional	06-sep-23	Sin calificación	8.500%
Aliado Leasing, S. A.	Pública	Serie "H"	ALEA0850000423H	25-abr-18	\$ 10,000,000	Nacional	25-abr-23	Sin calificación	8.500%
Aliado Leasing, S. A.	Pública	Serie "I"	ALEA0850000623I	27-jun-18	\$ 3,500,000	Nacional	27-jun-23	Sin calificación	8.500%

Promedio de los bonos con más largo vencimiento:

7.800%

Fuente: <https://www.panabolsa.com/es/emisor/rpme/?RPMA0495000524A>

Para el año 2023, Banco Aliado, S.A. contará con cinco bonos a vencer, mismos que tienen el vencimiento más largo. Con el fin de capturar una tasa de colocación más adecuada, se realiza un promedio de las tasas vigentes en ese periodo, y se obtiene como resultado una tasa promedio de **7.80%**, la cual será usada en el cálculo del Beta de la deuda de Banco Aliado, S.A.

Bancolombia

Diciembre 31, 2018						
Fecha emisión	Fecha vencimiento	Moneda	Modalidad de ajuste	Monto emitido	Saldo en libros	Tasa E.A. (%)
Marzo 4 de 2009	Marzo 4 de 2019	COP	AV	125,900	136,738	10.37%
Marzo 4 de 2009	Marzo 4 de 2019	COP	AV	65,100	70,877	10.69%
Marzo 4 de 2009	Marzo 4 de 2024	COP	AV	209,000	227,790	10.83%
Abril 22 de 2009	Abril 22 de 2019	COP	AV	122,000	131,245	10.89%
Julio 9 de 2009	Julio 9 de 2019	COP	AV	43,759	45,683	9.12%
Marzo 3 de 2010	Marzo 3 de 2020	COP	TV	57,940	58,337	8.91%
Agosto 19 de 2010	Agosto 19 de 2020	COP	TV	88,000	88,819	8.14%
Mayo 25 de 2011	Mayo 25 de 2021	COP	TV	128,850	129,895	8.24%
Mayo 25 de 2011	Noviembre 25 de 2021	COP	TV	41,492	41,860	9.05%
Julio 27 de 2011	Julio 27 de 2021	COP	TV	117,630	119,206	7.62%
Julio 27 de 2011	Julio 27 de 2026	COP	TV	248,030	251,506	7.98%
Septiembre 14 de 2011	Marzo 14 de 2022	COP	TV	156,353	156,949	7.96%
Noviembre 2 de 2011	Noviembre 2 de 2019	COP	TV	132,840	134,425	7.46%
Noviembre 2 de 2011	Noviembre 2 de 2023	COP	TV	115,828	117,275	7.82%
Noviembre 2 de 2011	Noviembre 2 de 2026	COP	TV	224,050	226,912	8.00%
Abril 18 de 2012	Octubre 18 de 2020	COP	TV	106,000	107,623	7.66%
Abril 18 de 2012	Abril 18 de 2024	COP	TV	192,916	195,948	7.88%
Marzo 13 de 2013	Marzo 13 de 2021	COP	TV	125,465	125,893	6.72%
Julio 23 de 2014	Julio 23 de 2019	COP	TV	129,407	131,100	7.00%
Julio 23 de 2014	Julio 23 de 2024	COP	TV	178,750	181,290	7.62%
Septiembre 24 de 2014	Septiembre 24 de 2024	COP	TV	373,752	374,219	7.70%
Septiembre 24 de 2014	Septiembre 24 de 2029	COP	TV	360,000	360,449	8.07%
Septiembre 24 de 2014	Septiembre 24 de 2034	COP	TV	254,500	254,812	8.22%
Marzo 18 de 2015	Marzo 18 de 2020	COP	TV	193,946	194,367	6.36%
Marzo 18 de 2015	Marzo 18 de 2025	COP	TV	91,884	92,108	7.40%
Diciembre 5 de 2016	Diciembre 5 de 2023	COP	MV	350,000	348,643	6.50%
Julio 18 de 2018	Julio 18 de 2021	COP	TV	153,306	154,813	5.91%
Julio 18 de 2018	Julio 18 de 2023	COP	TV	146,694	148,220	6.28%

Fuente: <https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/acerca-de/informacioncorporativa/gobierno-corporativo/informegestion>

Ilustración SEQ Ilustración 1 ARABIC 23: Bono de Bancolombia, S.A. (Vencimiento más largo)

Para el caso de Bancolombia, de igual forma se usará la tasa promedio de los bonos con más largo vencimiento. El mismo tiene una tasa del **7.98%**.

La tasa libre de riesgo para Panamá se tomó de la información pública de la Bolsa de Valores de Panamá, específicamente del bono del Tesoro (**RPMA0495000524A**) con vencimiento más largo a la fecha del análisis de este trabajo.

Fuente: <https://www.panabolsa.com/es/emisor/rpme/?RPMA0495000524A>.

Último precio | 2019-12-05

110.250000

52 semanas alto: 110.350000

52 semanas mínimo: 106.500000

Histórico

Tasa actual (%): **4.950000**

Sobre tasa: 0.000000

Límite superior: 0.000000

Límite inferior: 0.000000

Colateral: 0.000000

Último pago de cupón: 25/11/2019

Próximo pago de cupón: 25/05/2020

Tipo de tasa: FIJA

Base: 360/360

Plan de pago

ISIN: PAL6344450A2

Puesto: 0 -

Tipo de Instrumento: BONOS DEL

TESORO

Mercado: Deuda Corporativa

Fecha de emisión: 25/11/2013

Fecha de vencimiento: **24/05/2024**

Serie: A

Sector: Gobierno

País: Panamá

Moneda: Dólar Americano

Resolución SMV: GO274-14

Bloomberg Ticker:

Prospecto

Frecuencia de pago: SEMESTRAL

Monto de la serie: 1,500,000,000.00

Monto de la emisión: 1,500,000,000.00

Para el caso de Colombia la información se obtuvo de los Títulos de Tesorería (TES) del Banco de la República de Colombia, del instrumento con más larga vigencia a la fecha del análisis de este trabajo.

Tasas Cero Cupón a término*

Fecha	1 año	5 años	10 años
28/6/2019	4,37%	5,31%	6,22%

Fuente: <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/tes>

Ilustración 25: Tasa Libre de Riesgo de Colombia, según bono del Tesorería (vencimiento más largo)

5.1.1.1. Beta de la Deuda (β_b)

Banco Aliado, S.A.

Se tiene que $K_b = 7.8\%$, de esta manera podemos obtener β_d a través CAPM:

$$7.8\% = 4.95\% + 7.47\% * \beta_d$$

$$\beta_d = \frac{7.80\% - 4.95\%}{7.47\%} \quad \beta_d = \mathbf{0.38}$$

Bancolombia

Se tiene que $K_b = 7.98\%$, de esta manera podemos obtener β_d a través CAPM:

$$7.98\% = 6.22\% + 7.82\% * \beta_d$$

$$\beta_d = \frac{7.98\% - 6.22\%}{7.82\%}$$

$$\beta_d = \mathbf{0.23}$$

5.1.2. Beta de la Acción (β_P^{CID})

Beta de la empresa de referencia (**Bancolombia, S.A.**)

“La beta es la medida de la volatilidad de una acción relativa a la volatilidad del mercado dado. Una puntuación superior a 1 indica que el valor es más volátil que el mercado - y menos de 1, menos volátil. La mayoría de las betas se encuentran entre 0,5 y 1,5. Los valores se leen una vez a la semana, usando el primer valor de cierre disponible cada semana de la acción en cuestión”⁹.

El Beta para el Grupo Bancolombia, de 1.09, fue calculado como la correlación entre los rendimientos del BIC que transa en NYSE, y el rendimiento promedio del índice NYSE en los últimos 2 años, de junio-2017 a junio-2019.

5.1.3. Beta Patrimonial Sin Deuda (β_P^{SID})

Bancolombia, S.A.

Ilustración 26: Estructura de Capital de Bancolombia, S.A. (2015 al 2019)

Patrimonio Económico	2019	2018	2017	2016	2015
Acciones Suscritas y Pagadas	961,827,000	961,827,000	961,827,000	961,827,000	961,827,000
Precio de Cierre COP	40,800	30,870	29,952	26,141	21,271
Total Patrimonio Económico COP	\$ 39,242,541,600,000	\$ 29,691,599,490,000	\$ 28,808,642,304,000	\$ 25,143,119,607,000	\$ 20,459,022,117,000

Valor Económico de la Empresa					
Deuda Financiera Total	\$ 34,486,196,000,000	\$ 36,625,197,000,000	\$ 33,470,866,000,000	\$ 37,610,652,000,000	\$ 39,157,049,000,000
Patrimonio Económico	\$ 39,242,541,600,000	\$ 29,691,599,490,000	\$ 28,808,642,304,000	\$ 25,143,119,607,000	\$ 20,459,022,117,000
Valor de los Activos:	\$ 73,728,737,600,000	\$ 66,316,796,490,000	\$ 62,279,508,304,000	\$ 62,753,771,607,000	\$ 59,616,071,117,000

Estructura de Capital						Promedio
B/V	46.77%	55.23%	53.74%	59.93%	65.68%	56.27%
P/V	53.23%	44.77%	46.26%	40.07%	34.32%	43.73%
B/P	87.88%	123.35%	116.18%	149.59%	191.39%	133.68%
B/V	Promedio de los últimos 2 años:				51.00%	
P/V	Promedio de los últimos 2 años:				49.00%	
B/P	Promedio de los últimos 2 años:				1.04	

⁹ (Infront Analytics-Markets Group Inc-Microsoft Corporation, 2019)

Fuente: <https://finance.yahoo.com/quote/CIB/balance-sheet?p=CIB>

El $\beta_p^{C/D}$ o Beta de la Acción encontrado en base a la regresión lineal de las acciones de Bancolombia para el periodo junio 2017 a junio 2019 fue de **1.09**, con esta información se procede a desapalancar el beta en base a su estructura de capital de los últimos 2 años.

La tasa de impuestos corporativa se encuentra estipulada en un **37%** según la información publicada en el último informe financiero comparativo (2018 y 2017), publicado por la empresa¹⁰.

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - T_c) * \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d (1 - T_c) * \left(\frac{B}{P} \right)$$

$$1.09 = \beta_p^{S/D} \left[1 + (1 - 0.37) * (1.0408) \right] - 0.23 * (1 - 0.37) * (1.0408)$$

$$\beta_p^{S/D} = 0.7472$$

5.1.4. Beta Patrimonial Con deuda ($\beta_p^{C/D}$)

Banco Aliado, S.A.

Ilustración SEQ Ilustración 1* ARABIC 27: Estructura de Capital promedio de Bancolombia y Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019)

Bancolombia, S.A.						
Estructura de Capital	2015	2016	2017	2018	2019	
B/V	65.68%	59.93%	53.74%	55.23%	46.77%	
P/V	34.32%	40.07%	46.26%	44.77%	53.23%	
B/P	191.39%	149.59%	116.18%	123.35%	87.88%	
B/V	Promedio de los últimos 2 años:					51.00%
P/V	Promedio de los últimos 2 años:					49.00%
B/P	Promedio de los últimos 2 años:					1.04
Banco Aliado, S.A.						
Estructura de Capital	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
B/V	88.73%	88.12%	87.86%	89.64%	88.75%	88.62%
P/V	11.27%	11.88%	12.14%	10.36%	11.25%	11.38%
B/P	7.87	7.42	7.24	8.65	7.89	7.79
B/V	Promedio de los últimos 2 años:					89.19%
P/V	Promedio de los últimos 2 años:					10.81%
B/P	Promedio de los últimos 2 años:					8.25
(2 últimos años)						
	Banco Aliado, S.A.	Bancolombia	Promedio			
B/P	8.25	1.04	4.65			

¹⁰ (Informe de Gestión, 2018), Bancolombia

Fuente: Estados Financieros Consolidados Bancolombia y Banco Aliado, S.A. (2015 al 2019)

Con el $\beta_p^{S/D}$ encontrado de la empresa de referencia, se procede a apalancar este beta con la información promedio de la estructura de capital de Bancolombia y Banco Aliado, S.A de los 2 últimos años (2018 y 2019).

$$\beta_p^{C/D} = \beta_p^{S/D \text{ ref}} \left[1 + (1 - Tc) * \left(\frac{B}{P} \right) \right] - \beta_d (1 - Tc) * \left(\frac{B}{P} \right)$$

$$\beta_p^{C/D} = 0.7472 [1 + (1 - 0.25) * (4.65)] - 0.38 * (1 - 0.25) * (4.65)$$

$$\beta_p^{C/D} = 2.03$$

El Beta patrimonial con deuda es de 2.03, lo que supone que el beta patrimonial sin deuda es de 0.7472, en otras palabras, el costo de capital de la empresa está definido por el beta apalancado y puede estimarse en un 128.28% con deuda. Entre más alto sea el Beta apalancado como resultado de mayor endeudamiento, mayor será el retorno exigido por el inversionista. En el caso de Banco Aliado, S.A. vemos que el patrimonio económico permanece constante los últimos 5 años y la variación de la deuda financiera no es significativa.

5.1.5. Costo Patrimonial (k_p)

+ Premio por liquidez

$$Kp = 4.95\% + 7.97\% * 2.03 + 1.5\%$$

$$Kp = 21,60\%$$

Dada la estructura de capital objetiva de la empresa, con un beta patrimonial con deuda $\beta_p^{C/D} = 2.03$ que supone un riesgo sistemático por encima del mercado en 1.03 veces, podemos determinar que nuestro costo patrimonial (Kp) es de **21.60%**, esto es lo dado a la relación directamente proporcional entre el Beta con deuda y la tasa de retorno exigida al mercado.

6. VALORACIÓN DE LA EMPRESA POR MÚLTIPLOS

El método de valoración de múltiplos es una alternativa para realizar una comparación con el método de dividendos descontados, y de esta manera encontrar la razonabilidad de las estimaciones sobre el precio de la acción encontrado.

Para realizar este análisis utilizaremos la información financiera de la empresa de referencia (Bancolombia) y de Banco Aliado, S.A. al 30 de junio del 2019.

Valores para la Industria (**Bancolombia**):

6.1. Múltiplos de Ganancias

$$\text{Precio Utilidad} = \frac{\text{Precio de mercado de la Acción}}{\text{Ganancias por Acción}}$$

$$\text{Precio Utilidad} = \frac{47,78}{0,84} (\text{al } 2018) + \frac{51,04}{1,21} (\text{al } 2019) = 49,53 (\text{promedio})$$

$$\frac{\text{Valor de la Empresa}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Patrimonio Bursátil} + \text{Deuda Financiera} - \text{Efectivo}}{\text{EBITDA}}$$

$$\frac{\text{Valor de la Empresa}}{\text{EBITDA}} = \frac{11.591.282.121 + 11.672.653 - 4.729.258}{650.846} = 6,08 (\text{al } 2018)$$

$$\frac{\text{Valor de la Empresa}}{\text{EBITDA}} = \frac{11.593.518.759 + 10.757.875 - 5.375.098}{908.086} = 3,98 \text{ (al 2019)}$$

$$\frac{\text{Valor de la Empresa}}{\text{EBITDA}} = 5,03 \text{ (promedio)}$$

$$\frac{\text{Valor de la Empresa}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Patrimonio Bursátil} + \text{Deuda Financiera} - \text{Efectivo}}{\text{EBITD}}$$

$$\frac{\text{Valor de la Empresa}}{\text{EBITD}} = \frac{11.591.282.121 + 11.672.653 - 4.729.258}{570.995} = 6,93 \text{ (al 2018)}$$

$$\frac{\text{Valor de la Empresa}}{\text{EBITD}} = \frac{11.593.518.759 + 10.757.875 - 5.375.098}{796.144} = 4,54 \text{ (al 2019)}$$

$$\frac{\text{Valor de la Empresa}}{\text{EBITD}} = 5,74 \text{ (promedio)}$$

6.2. Múltiplos de Valor Libro

$$\frac{\text{Precio Contable de la Acción}}{\text{Patrimonio}} = \frac{\text{Patrimonio Bursátil}}{\text{Patrimonio Contable}}$$

$$\frac{\text{Precio Contable de la Acción}}{\text{Patrimonio}} = \frac{11.591.282.121}{7.758.764} = 0,51 \text{ (al 2018)}$$

$$\frac{\text{Precio Contable de la Acción}}{\text{Patrimonio}} = \frac{11.593.518.759}{7.921.656} = 0,46 \text{ (al 2019)}$$

$$\frac{\text{Precio Contable de la Acción}}{\text{Patrimonio}} = 0,48 \text{ (promedio)}$$

$$\text{Ratio de valor contable} = \frac{\text{Patrimonio Bursátil} + \text{Deuda Financiera}}{\text{Patrimonio Contable} + \text{Deuda Contable}}$$

$$\text{Ratio de valor contable} = \frac{11.591.282.121 + 11.672.653}{7.758.764 + 13.813.000} = 0,18 \text{ (al 2018)}$$

$$\text{Ratio de valor contable} = \frac{11.593.518.759 + 10.757.875}{7.921.656 + 14.190.730} = 0,16 \text{ (al 2019)}$$

$$\text{Ratio de valor contable} = 0,17 \text{ (promedio)}$$

6.3. Múltiplos de Ingresos

$$\text{Ventas por acción} = \frac{\text{Patrimonio Bursátil}}{\text{Utilidad Neta}}$$

$$\text{Ventas por acción} = \frac{11.591.282.121}{379.922} = 10,41 \text{ (al 2018)}$$

$$\text{Ventas por acción} = \frac{11.593.518.759}{551.996} = 6,55 \text{ (al 2019)}$$

$$\text{Ventas por acción} = 8,48 \text{ (promedio)}$$

$$\frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{Ventas}} = \frac{\text{Patrimonio Bursátil} + \text{Deuda Financiera}}{\text{Utilidad Neta}}$$

$$\frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{Ventas}} = \frac{11.591.282.121 + 11.672.653}{379.922} = 10,42$$

$$\frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{Ventas}} = \frac{11.593.518.759 + 10.757.875}{551.996} = 6,55$$

$$\frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{Ventas}} = 8,49 \text{ (promedio)}$$

Ilustración SEQ Ilustración 1ª ARABIC 28: Detalle de la Valoración por Múltiplos de Banco Aliado, S.A. (junio-2019)

TIPO DE MÚLTIPLO	MÚLTIPLOS	2018	2019	Promedio
MÚLTIPLOS DE GANANCIAS	<i>Price-earning ratio (precio utilidad) (pe)</i>	56,88	42,18	49,53
	<i>Enterprise value to ebitda (ev/ebitda)</i>	6,08	3,98	5,03
	<i>Enterprise value to ebit (ev/ebit)</i>	6,93	4,54	5,74
MÚLTIPLOS DE VALOR LIBRO	<i>Price to book equity (pbv)</i>	0,51	0,46	0,48
	<i>Value to book ratio</i>	0,18	0,16	0,17
MÚLTIPLOS DE INGRESOS	<i>Price to sales ratio (ps)</i>	10,41	6,55	8,48
	<i>Enterprise value to sales ratio (vs)</i>	10,42	6,55	8,49

* a junio del 2018 y del 2019

Tasa de cambio (a junio)

\$ 2.930,80	\$ 3.205,67
--------------------	--------------------

Indicadores para Banco Aliado, S.A. :

Ilustración 29: Resumen de Indicadores de Banco Aliado, S.A. (junio-2019)

ITEM CONTABLE	2019 (a junio)
UTILIDAD POR ACCIÓN	\$0,45
EBITDA	\$35.152.002
EBIT	\$33.621.396
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	\$304.926.242
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	\$859.422.742
VENTAS POR ACCIÓN	2,34
VENTAS	\$164.498.795
No. DE ACCIONES	70.300.000

Valores de la empresa en base a múltiplos de la empresa de referencia (Bancolombia):

MÚLTIPLOS	Valor de Empresa	Patrimonio	Precio
<i>Price-earning ratio (precio utilidad)</i>	-	-	22,20
<i>Enterprise value to ebitda (ev/ebitda)</i>	\$731.395.505	\$176.899.005	2,52
<i>Enterprise value to ebit (ev/ebit)</i>	\$747.405.159	\$192.908.659	2,74
<i>Price to book equity (pbv)</i>	-	\$147.323.046	2,10
<i>Value to book ratio</i>	\$703.704.677	\$149.208.177	2,12
<i>Price to sales ratio (ps)</i>	-	\$267.168.467	3,80
<i>Enterprise value to sales ratio (vs)</i>	\$821.811.103	\$267.314.603	3,80

Ilustración 30: Valoración por múltiplos de Banco Aliado, S.A. (junio-2019)

Al aplicar el método de múltiplos usando como empresa de referencia a Bancolombia, se pudo obtener los diferentes valores de patrimonio y valor de la empresa para Banco Aliado, S.A. al 30 de junio del 2019. Del cuadro presentado anteriormente, se puede observar que el precio de la acción que más se aproxima al precio encontrado con el método de dividendos descontados (\$ 2,06), fue el de \$2,10 para los ratios de múltiplos de ingresos. El precio de la acción más bajo fue de \$2,10 (Precio de la acción / Patrimonio Contable), y el precio más alto fue de \$22,20 (Ratio Precio / Utilidad).

7. CONCLUSIONES

1. A través del método de múltiplos usando a Bancolombia como empresa de referencia al 30 de junio del 2019, se obtuvo que el valor de la empresa Banco Aliado, S.A. fue de **\$ 147.323.046**, y con un total de acciones suscritas y pagadas de 70.300.000, da un valor de precio por acción de **\$ 2,10**.
2. 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 (Kp) 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
- 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.

8.2. INFORMACIÓN DE BONOS

Detalle de la deuda financiera de Banco Aliado, S.A. al 30 de junio del 2019:

Empresa	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.
Emisión	Pública	Pública	Pública
Bono	Serie "M"	Serie "U"	Serie "V"
Nemotécnico	BALI0387500320M	BALI0425000920U	BALI0475000921V
Fecha de Emisión	28-mar-19	09-sep-16	09-sep-16
Valor Nominal (VN o D)	\$ 2.500.000	\$ 6.000.000	\$ 12.000.000
Moneda	USD	USD	USD
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	27-mar-20	09-sep-20	09-sep-21
Tipo de Bono	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	3,875%	4,250%	4,750%
Periodicidad	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Número de pagos (N)	4	16	20
Periodo de Gracia	N/A	N/A	N/A
Motivo de la Emisión	Inversiones	Inversiones	Inversiones
Clasificación de Riesgo	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3,886%	4,250%	4,750%
Precio de venta el día de la emisión.	\$ 2.405.426,49	\$ 5.066.530,42	\$ 9.476.411,78
Valor de Mercado	96,22%	84,44%	78,97%
Estado	Bajo la par	A la par	A la par
Valor reciente	\$ 100	\$ 100	\$ 100

Empresa	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.
Emisión	Pública	Pública	Pública
Bono	Serie "AL"	Serie "AV"	Serie "AZ"
Nemotécnico	BALI0450000320L	BALI0450000920V	BALI0450000920Z

Fecha de Emisión	31-mar-17	07-sep-17	21-sep-17
Valor Nominal (VN o D)	\$ 3.200.000	\$ 1.000.000	\$ 500.000
Moneda	USD	USD	USD
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	31-mar-20	07-sep-20	21-sep-20
Tipo de Bono	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	4,500%	4,500%	4,500%
Periodicidad	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Número de pagos (N)	12	12	12
Periodo de Gracia	N/A	N/A	N/A
Motivo de la Emisión	Inversiones	Inversiones	Inversiones
Clasificación de Riesgo	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4,500%	4,500%	4,501%
Precio de venta el día de la emisión.	\$ 2.797.999,05	\$ 874.374,70	\$ 437.187,35
Valor de Mercado	87,44%	87,44%	87,44%
Estado	A la par	A la par	Bajo la par
Valor reciente	\$ 100	\$ 100	\$ 100

Empresa	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.
Emisión	Pública	Pública	Pública
Bono	Serie "BD"	Serie "BJ"	Serie "BS"
Nemotécnico	BALI0450001020D	BALI0412500120J	BALI0412500420S
Fecha de Emisión	02-oct-17	23-ene-18	02-abr-18
Valor Nominal (VN o D)	\$ 1.000.000	\$ 1.000.000	\$ 4.000.000
Moneda	USD	USD	USD
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	02-oct-20	23-ene-20	02-abr-20
Tipo de Bono	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	4,500%	4,130%	4,125%
Periodicidad	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Número de pagos (N)	12	8	8
Periodo de Gracia	N/A	N/A	N/A
Motivo de la Emisión	Inversiones	Inversiones	Inversiones

Clasificación de Riesgo	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4,500%	4,130%	4,125%
Precio de venta el día de la emisión.	\$ 874.374,70	\$ 921.109,38	\$ 3.684.802,21
Valor de Mercado	87,44%	92,11%	92,12%
Estado	A la par	A la par	A la par
Valor reciente	\$ 100	\$ 100	\$ 99

Empresa	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.
Emisión	Pública	Pública	Pública
Bono	Serie "BT"	Serie "BX"	Serie "BZ"
Nemotécnico	BALI0450000421T	BALI0450000521X	BALI0450000621Z
Fecha de Emisión	02-abr-18	25-may-18	28-jun-18
Valor Nominal (VN o D)	\$ 3.000.000	\$ 3.000.000	\$ 5.000.000
Moneda	USD	USD	USD
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	02-abr-20	25-may-21	28-jun-21
Tipo de Bono	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	4,500%	4,500%	4,500%
Periodicidad	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Número de pagos (N)	8	12	12
Periodo de Gracia	N/A	N/A	N/A
Motivo de la Emisión	Inversiones	Inversiones	Inversiones
Clasificación de Riesgo	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	4,500%	4,500%	4,500%
Precio de venta el día de la emisión.	\$ 2.743.171,61	\$ 2.623.124,11	\$ 4.371.873,52
Valor de Mercado	91,44%	87,44%	87,44%
Estado	A la par	A la par	A la par
Valor reciente	\$ 100	\$ 100	\$ 100

Empresa	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.
----------------	----------------------------	----------------------------	----------------------------

Emisión	Pública	Pública	Pública
Bono	Serie "CA"	Serie "CD"	Serie "CF"
Nemotécnico	BALI0375000719A	BALI0450000721D	BALI0375000919F
Fecha de Emisión	23-jul-18	27-jul-18	24-sep-18
Valor Nominal (VN o D)	\$ 1.000.000	\$ 2.500.000	\$ 2.000.000
Moneda	USD	USD	USD
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	23-jul-19	27-jul-21	24-sep-19
Tipo de Bono	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	3,750%	4,500%	3,750%
Periodicidad	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Número de pagos (N)	4	12	4
Periodo de Gracia	N/A	N/A	N/A
Motivo de la Emisión	Inversiones	Inversiones	Inversiones
Clasificación de Riesgo	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3,750%	4,500%	3,750%
Precio de venta el día de la emisión.	\$ 963.362,69	\$ 2.185.936,76	\$ 1.926.725,39
Valor de Mercado	96,34%	87,44%	96,34%
Estado	A la par	A la par	A la par
Valor reciente	\$ 100	\$ 100	\$ 100

Empresa	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.
Emisión	Pública	Pública	Pública
Bono	Serie "CH"	Serie "CI"	Serie "CL"
Nemotécnico	BALI0375000919H	BALI0500000923I	BALI0375001019L
Fecha de Emisión	19-sep-18	19-sep-18	08-oct-18
Valor Nominal (VN o D)	\$ 1.300.000	\$ 750.000	\$ 1.000.000
Moneda	USD	USD	USD
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	19-sep-19	19-sep-23	08-oct-19
Tipo de Bono	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	3,750%	5,000%	3,750%
Periodicidad	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Número de pagos (N)	4	20	4

Periodo de Gracia	N/A	N/A	N/A
Motivo de la Emisión	Inversiones	Inversiones	Inversiones
Clasificación de Riesgo	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3,750%	5,001%	3,750%
Precio de venta el día de la emisión.	\$ 1.252.371,50	\$ 585.006,41	\$ 963.362,69
Valor de Mercado	96,34%	78,00%	96,34%
Estado	A la par	Bajo la par	A la par
Valor reciente	\$ 100	\$ 100	\$ 100

Empresa	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.
Emisión	Pública	Pública	Pública
Bono	Serie "CP"	Serie "CR"	Serie "CS"
Nemotécnico	BALI0387501219P	BALI0387500120R	BALI0362500710S
Fecha de Emisión	06-dic-18	17-ene-19	23-ene-19
Valor Nominal (VN o D)	\$ 500.000	\$ 1.000.000	\$ 490.000
Moneda	USD	USD	USD
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	06-dic-19	17-ene-20	23-jul-19
Tipo de Bono	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	3,875%	3,875%	3,625%
Periodicidad	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Número de pagos (N)	4	4	2
Periodo de Gracia	N/A	N/A	N/A
Motivo de la Emisión	Inversiones	Inversiones	Inversiones
Clasificación de Riesgo	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3,876%	3,875%	3,626%
Precio de venta el día de la emisión.	\$ 481.085,30	\$ 962.170,60	\$ 481.238,04
Valor de Mercado	96,22%	96,22%	98,21%
Estado	Bajo la par	A la par	Bajo la par
Valor reciente	\$ 100	\$ 100	\$ 100

Empresa	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.
Emisión	Pública	Pública	Pública
Bono	Serie "CT"	Serie "CU"	Serie "CV"
Nemotécnico	BALI0387500120T	BALI0362500819U	BALI0362500819V
Fecha de Emisión	23-ene-19	14-feb-19	27-feb-19
Valor Nominal (VN o D)	\$ 4.000.000	\$ 5.000.000	\$ 2.000.000
Moneda	USD	USD	USD
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	23-ene-20	14-ago-19	27-ago-19
Tipo de Bono	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	3,875%	3,625%	3,625%
Periodicidad	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Número de pagos (N)	4	2	2
Periodo de Gracia	N/A	N/A	N/A
Motivo de la Emisión	Inversiones	Inversiones	Inversiones
Clasificación de Riesgo	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3,875%	3,625%	3,625%
Precio de venta el día de la emisión.	\$ 3.848.682,39	\$ 4.910.592,21	\$ 1.964.236,89
Valor de Mercado	96,22%	98,21%	98,21%
Estado	A la par	A la par	A la par
Valor reciente	\$ 100	\$ 100	\$ 100

Empresa	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.
Emisión	Pública	Pública	Pública
Bono	Serie "CW"	Serie "CX"	Serie "CY"
Nemotécnico	BALI0387500320W	BALI03625000919X	BALI0387500320Y
Fecha de Emisión	19-mar-19	26-mar-19	28-mar-19
Valor Nominal (VN o D)	\$ 1.175.000	\$ 5.050.000	\$ 500.000
Moneda	USD	USD	USD
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	19-mar-20	26-sep-19	27-mar-20
Tipo de Bono	Bullet	Bullet	Bullet

Tasa Cupón (k_d)	3,875%	3,625%	3,875%
Periodicidad	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Número de pagos (N)	4	2	4
Periodo de Gracia	N/A	N/A	N/A
Motivo de la Emisión	Inversiones	Inversiones	Inversiones
Clasificación de Riesgo	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3,875%	3,625%	3,887%
Precio de venta el día de la emisión.	\$ 1.130.550,45	\$ 4.959.698,14	\$ 481.085,30
Valor de Mercado	96,22%	98,21%	96,22%
Estado	A la par	A la par	Bajo la par
Valor reciente	\$ 100	\$ 100	\$ 100

Empresa	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.
Emisión	Pública	Pública	Pública
Bono	Serie "CZ"	Serie "DA"	Serie "DB"
Nemotécnico	BALI0362501019Z	BALI0387500420A	BALI0387500420B
Fecha de Emisión	02-abr-19	02-abr-19	08-abr-19
Valor Nominal (VN o D)	\$ 4.300.000	\$ 1.688.000	\$ 2.013.000
Moneda	USD	USD	USD
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	02-oct-19	02-abr-20	08-abr-20
Tipo de Bono	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	3,625%	3,875%	3,875%
Periodicidad	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Número de pagos (N)	2	4	4
Periodo de Gracia	N/A	N/A	N/A
Motivo de la Emisión	Inversiones	Inversiones	Inversiones
Clasificación de Riesgo	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3,625%	3,875%	3,875%
Precio de venta el día de la emisión.	\$ 4.223.109,30	\$ 1.624.143,97	\$ 1.936.849,41
Valor de Mercado	98,21%	96,22%	96,22%

Estado	A la par	A la par	A la par
Valor reciente	\$ 100	\$ 100	\$ 100

Empresa	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.
Emisión	Pública	Pública	Pública
Bono	Serie "DC"	Serie "DD"	Serie "DE"
Nemotécnico	BALI0387500520C	BALI0362501119D	BALI0450000522E
Fecha de Emisión	29-may-19	29-may-19	29-may-19
Valor Nominal (VN o D)	\$ 500.000	\$ 5.110.000	\$ 2.520.000
Moneda	USD	USD	USD
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	29-may-20	29-nov-19	29-may-20
Tipo de Bono	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa Cupón (k _d)	3,875%	3,625%	4,500%
Periodicidad	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Número de pagos (N)	4	2	4
Periodo de Gracia	N/A	N/A	N/A
Motivo de la Emisión	Inversiones	Inversiones	Inversiones
Clasificación de Riesgo	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k _b)	3,876%	3,625%	4,500%
Precio de venta el día de la emisión.	\$ 481.085,30	\$ 5.018.625,24	\$ 2.409.719,00
Valor de Mercado	96,22%	98,21%	95,62%
Estado	Bajo la par	A la par	A la par
Valor reciente	\$ 100	\$ 100	\$ 100

Empresa	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.	Banco Aliado, S. A.
Emisión	Pública	Pública	Pública
Bono	Serie "DF"	Serie "DG"	Serie "DH"
Nemotécnico	BALI0362501219F	BALI0362501219G	BALI0362501219H
Fecha de Emisión	14-jun-10	20-jun-19	17-jun-19
Valor Nominal (VN o D)	\$ 2.000.000	\$ 4.000.000	\$ 500.000
Moneda	USD	USD	USD
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional

Fecha de Vencimiento	13-dic-19	20-dic-19	27-dic-19
Tipo de Bono	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	3,630%	3,625%	3,625%
Periodicidad	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Número de pagos (N)	36	2	2
Periodo de Gracia	N/A	N/A	N/A
Motivo de la Emisión	Inversiones	Inversiones	Inversiones
Clasificación de Riesgo	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)	Fitch Ratings: A+(pan)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	3,439%	3,625%	3,434%
Precio de venta el día de la emisión.	\$ 1.444.727,43	\$ 3.928.473,77	\$ 491.059,22
Valor de Mercado	72,24%	98,21%	98,21%
Estado	Sobre la par	A la par	Sobre la par
Valor reciente	\$ 100	\$ 100	\$ 100

Empresa	Aliado Leasing, S. A.	Aliado Leasing, S. A.	Aliado Leasing, S. A.
Emisión	Pública	Pública	Pública
Bono	Serie "K"	Serie "L"	Serie "N"
Nemotécnico	ALEA0850000622K	ALEA0850000922L	ALEA0850001122N
Fecha de Emisión	22-jun-19	14-sep-17	27-nov-17
Valor Nominal (VN o D)	\$ 2.000.000	\$ 1.000.000	\$ 3.000.000
Moneda	USD	USD	USD
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	22-jun-22	14-sep-22	27-nov-22
Tipo de Bono	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	8,500%	8,500%	8,500%
Periodicidad	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Número de pagos (N)	12	20	20
Periodo de Gracia	N/A	N/A	N/A
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos e inversiones	Sustitución de pasivos e inversiones	Sustitución de pasivos e inversiones
Clasificación de Riesgo	Sin calificación	Sin calificación	Sin calificación
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	8,500%	8,501%	8,500%
Precio de venta el día de la emisión.	\$ 1.553.979,06	\$ 656.687,29	\$ 1.970.061,86

Valor de Mercado	77,70%	65,67%	65,67%
Estado	A la par	Bajo la par	A la par
Valor reciente	\$ 100	\$ 100	\$ 100

Empresa	Aliado Leasing, S. A.	Aliado Leasing, S. A.	Aliado Leasing, S. A.
Emisión	Pública	Pública	Pública
Bono	Serie "O"	Serie "P"	Serie "F"
Nemotécnico	ALEA0850000323O	ALEA0850000923P	ALEA0850000322F
Fecha de Emisión	15-mar-18	06-sep-18	06-mar-17
Valor Nominal (VN o D)	\$ 5.000.000	\$ 3.000.000	\$ 2.000.000
Moneda	USD	USD	USD
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	15-mar-23	06-sep-23	06-mar-22
Tipo de Bono	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	8,500%	8,500%	8,500%
Periodicidad	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Número de pagos (N)	20	20	20
Periodo de Gracia	N/A	N/A	N/A
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos e inversiones	Sustitución de pasivos e inversiones	Sustitución de pasivos e inversiones
Clasificación de Riesgo	Sin calificación	Sin calificación	Sin calificación
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	8,500%	8,500%	8,501%
Precio de venta el día de la emisión.	\$ 3.283.436,44	\$ 1.970.061,86	\$ 1.313.374,58
Valor de Mercado	65,67%	65,67%	65,67%
Estado	A la par	A la par	Bajo la par
Valor reciente	\$ 100	\$ 100	\$ 100

Empresa	Aliado Leasing, S. A.	Aliado Leasing, S. A.	Aliado Leasing, S. A.
Emisión	Pública	Pública	Pública
Bono	Serie "G"	Serie "H"	Serie "I"
Nemotécnico	ALEA0850000322G	ALEA0850000423H	ALEA0850000623I
Fecha de Emisión	15-mar-17	25-abr-18	27-jun-18
Valor Nominal (VN o D)	\$ 500.000	\$ 10.000.000	\$ 3.500.000
Moneda	USD	USD	USD
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional

Fecha de Vencimiento	15-mar-22	25-abr-23	27-jun-23
Tipo de Bono	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	8,500%	8,500%	8,500%
Periodicidad	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Número de pagos (N)	20	20	20
Periodo de Gracia	N/A	N/A	N/A
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos e inversiones	Sustitución de pasivos e inversiones	Sustitución de pasivos e inversiones
Clasificación de Riesgo	Sin calificación	Sin calificación	Sin calificación
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	8,502%	8,500%	8,500%
Precio de venta el día de la emisión.	\$ 328.343,64	\$ 6.566.872,88	\$ 2.298.405,51
Valor de Mercado	65,67%	65,67%	65,67%
Estado	Bajo la par	A la par	A la par
Valor reciente	\$ 100	\$ 100	\$ 100

Empresa	Aliado Factoring, S. A.	Aliado Factoring, S. A.	Aliado Factoring, S. A.
Emisión	Pública	Pública	Pública
Bono	Serie "F"	Serie "F"	Serie "H"
Nemotécnico	AFAC0850001219F	AFAC0850000919F	AFAC0850000322H
Fecha de Emisión	09-mar-14	19-sep-14	15-mar-17
Valor Nominal (VN o D)	\$ 8.000.000	\$ 5.000.000	\$ 12.000.000
Moneda	USD	USD	USD
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	05-dic-19	19-sep-19	15-mar-22
Tipo de Bono	Bullet	Bullet	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	8,500%	8,500%	8,500%
Periodicidad	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Número de pagos (N)	20	20	20
Periodo de Gracia	N/A	N/A	N/A
Motivo de la Emisión	Sustitución de pasivos e inversiones	Inversiones	Inversiones

Clasificación de Riesgo	Sin calificación	Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A.: BBB+(pa)	Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A.: BBB+(pa)
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	7,396%	8,500%	8,500%
Precio de venta el día de la emisión.	\$ 5.253.498,30	\$ 3.283.436,44	\$ 7.880.247,45
Valor de Mercado	65,67%	65,67%	65,67%
Estado	Sobre la par	A la par	A la par
Valor reciente	\$ 100	\$ 100	\$ 100

Empresa	Aliado Factoring, S. A.	Banco Aliado, S. A.
Emisión	Pública	Privada
Bono	Serie "L"	Serie "C"
Nemotécnico	AFAC0850001122L	N/A
Fecha de Emisión	27-nov-17	28-jul-17
Valor Nominal (VN o D)	\$ 5.000.000	\$ 37.500.000
Moneda	USD	USD
Tipo de Colocación	Nacional	Nacional
Fecha de Vencimiento	27-nov-22	26-jul-19
Tipo de Bono	Bullet	Bullet
Tasa Cupón (k_d)	8,500%	4,500%
Periodicidad	Trimestral	Semestral
Número de pagos (N)	20	4
Periodo de Gracia	N/A	N/A
Motivo de la Emisión	Inversiones	Inversiones
Clasificación de Riesgo	Equilibrium Calificadora de Riesgo, S.A.: BBB+(pa)	N/A
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (k_b)	8,500%	2,250%
Precio de venta el día de la emisión.	\$ 3.283.436,44	\$ 35.858.913,72
Valor de Mercado	65,67%	95,62%
Estado	A la par	Sobre la par

Valor reciente	\$	100	\$	100
----------------	----	-----	----	-----

SUMMARY OUTPUT



Regression Statistics	
Multiple R	0.487335956
R Square	0.237496334
Adjusted R Square	0.230020807
Standard Error	0.041908108
Observations	104

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0.055797052	0.055797052	31.76984858	1.55084E-07
Residual	102	0.179141531	0.00175629		
Total	103	0.234938584			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	-0.000364702	0.004113474	-0.088660249	0.929525769	-0.008523758	0.007794355	-0.008523758	0.007794355
X Variable 1	1.348007316	0.23915787	5.636474836	0.000015508	0.873638815	1.822375817	0.873638815	1.822375817

SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.29894256
R Square	0.089366654
Adjusted R Square	0.080525554
Standard Error	0.033620653
Observations	105

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0.011425664	0.011425664	10.10809172	0.001950006
Residual	103	0.116425876	0.001130348		
Total	104	0.127851541			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0.001701923	0.00331184	0.513890409	0.608429336	-0.00486633	0.008270175	-0.00486633	0.008270175
X Variable 1	0.732738041	0.230469868	3.179322525	0.001950006	0.275655417	1.189820666	0.275655417	1.189820666

SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0.507270887
R Square	0.257323753
Adjusted R Square	0.250042613
Standard Error	0.034899928
Observations	104

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0.043045679	0.043045679	35.34113676	3.8975E-08
Residual	102	0.124236504	0.001218005		
Total	103	0.167282183			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0.000218917	0.003427116	0.063877928	0.949192446	-0.006578752	0.007016586	-0.006578752	0.007016586
X Variable 1	1.089616213	0.183287691	5.944841188	0.000000039	0.726065948	1.453166479	0.726065948	1.453166479

8.3. INFORMACIÓN DE REGRESIONES LINEALES